ΚΕΠΕ, *Οικονομικές Εξελίξεις,* τεύχος 48, 2022, σσ. 27-31

1.5. Αναταράξεις στη χρηματιστηριακή αγορά λόγω του πολέμου στην Ουκρανία και των επιπτώσεών του

Φωτεινή Οικονόμου

1.5.1. Εισαγωγή

Μετά από μια χρονιά θετικών αποδόσεων για το Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.), οι πρώτοι μήνες του 2022 επιφύλασσαν σημαντικές αναταράξεις για την εγχώρια και τις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, με τον πόλεμο στην Ουκρανία και τις επιπτώσεις του να παραμένουν στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος. Τόσο οι ευρωπαϊκές όσο και οι διεθνείς αγορές σημείωσαν σημαντικές απώλειες μετά τη ρωσική εισβολή στην Ουκρανία[1]. Η αβεβαιότητα σχετικά με την έκβαση του πολέμου και τις συνεπαγόμενες οικονομικές επιπτώσεις, με τις πληθωριστικές πιέσεις σε ενέργεια και πρώτες ύλες και με την πανδημική κρίση να συνεχίζονται, δημιούργησαν αρνητικό κλίμα και στις χρηματιστηριακές αγορές. Σε αυτό το πλαίσιο ήταν αναπόφευκτες οι αναταράξεις και για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, καταγράφοντας απώλειες μετά τη ρωσική εισβολή στην Ουκρανία, ενώ παράλληλα η ανοδική πορεία των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων αυξάνει το κόστος δανεισμού. Από την άλλη πλευρά, οι πρόσφατες αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας αποτυπώνουν την εμπιστοσύνη των αγορών στην ελληνική οικονομία, με τον στόχο επιστροφής σε επενδυτική βαθμίδα να βρίσκεται πλέον πολύ κοντά.

Στο παρόν άρθρο παρουσιάζεται η πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς κατά το πρώτο τετράμηνο του 2022 με έμφαση σε βασικούς χρηματιστηριακούς δείκτες και μεγέθη. Επιπλέον, παρουσιάζεται η πορεία της αγοράς ομολόγων για την ίδια περίοδο και η σημασία των αναβαθμίσεων της ελληνικής οικονομίας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Η τελευταία ενότητα του άρθρου συνοψίζει και ολοκληρώνει το άρθρο.

1.5.2. Η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς κατά το πρώτο τετράμηνο του 2022

Οι επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία και οι πληθωριστικές πιέσεις σε ενέργεια και πρώτες ύλες επηρέασαν σημαντικά τη χρηματιστηριακή αγορά κατά το πρώτο τετράμηνο του 2022, με την πανδημική κρίση να παραμένει στο προσκήνιο.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α., την ημέρα της ρωσικής εισβολής στην Ουκρανία (24 Φεβρουαρίου 2022), το σύνολο των χρηματιστηριακών δεικτών σημείωσε σημαντικές απώλειες[2], με τον Γενικό Δείκτη (Γ.Δ.) του Χ.Α. να υποχωρεί κατά -6,42%. Σημειώνεται ότι ο Γ.Δ. του Χ.Α. έφτασε στις 8 Μαρτίου 2022 στις 789,66 μονάδες, με τις απώλειες για την περίοδο 23/2/2022-8/3/2022 να φτάνουν το -16,81%. Αν και στις 21 Απριλίου 2022 ο Γ.Δ. του Χ.Α. επέστρεψε σε επίπεδα προ του πολέμου (δηλ. στις 949,68 μονάδες στις 21/4/2022), για την περίοδο 23/2/2022-29/4/2022 κατέγραψε απώλειες της τάξεως του -2,82%.

Εξετάζοντας τις αποδόσεις του πρώτου τετραμήνου του 2022, οι αποδόσεις από την αρχή του έτους έχουν επανέλθει σε θετικό πρόσημο για τους περισσότερους δείκτες, με σημαντικές διακυμάνσεις εντός του τετραμήνου λόγω των ιδιαίτερων συνθηκών που διαμόρφωσε ο πόλεμος στην Ουκρανία και των επιπτώσεών του. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α. (Πίνακας 1.5.1), ο Γ.Δ. του Χ.Α. σημείωσε άνοδο της τάξης του 3,26%, φτάνοντας τις 922,43 μονάδες στις 29/4/2022 από τις 893,34 μονάδες στα τέλη Δεκεμβρίου 2021. Σε υψηλότερα επίπεδα κινήθηκαν οι δείκτες FTSE/X.A. Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών, FTSE/X.A. Large Cap και ATHEX ESG με αποδόσεις 4,83%, 4,08% και 3,92%, αντίστοιχα, από την αρχή του έτους.

Ανοδικά κινήθηκε η πλειονότητα των κλαδικών δεικτών για την ίδια περίοδο, με τους δείκτες FTSE/X.A. Ασφάλειες και FTSE/X.A. Καταναλωτικά Προϊόντα και

1. Οι Boungou και Yatié (2022) εντόπισαν σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία στους διεθνείς χρηματιστηριακούς δείκτες. Επιπλέον, σύμφωνα με τους Boubaker et al. (2022), η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία (24 Φεβρουαρίου 2022) οδήγησε σε αρνητικές σωρευτικές μη φυσιολογικές αποδόσεις τους διεθνείς χρηματιστηριακούς δείκτες με διαφοροποιήσεις μεταξύ των αγορών. Σύμφωνα με τα ευρήματα, οι αγορές των πιο παγκοσμιοποιημένων οικονομιών είναι πιο ευάλωτες σε διεθνείς συγκρούσεις, με αξιοσημείωτες διαφοροποιήσεις μεταξύ των αγορών.

2. Βλ. ημερήσιο δελτίο τιμών Χ.Α. της 24ης Φεβρουαρίου 2022.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.5.1 Μονάδες και αποδόσεις για επιλεγμένους δείκτες του Χ.Α. (31/12/2021-29/4/2022)

	29/4/2022	31/12/2021	Κατώτατο έτους	Ανώτατο έτους	Δ (%) έτους
FTSE/X.A. Mid & Small Cap Θεμελιωδών Μεγεθών	4.893,97	4.668,47	4.269,17	5.109,62	4,83%
FTSE/X.A. Large Cap	2.236,54	2.148,86	1.884,54	2.384,15	4,08%
Δείκτης ATHEX ESG	1.053,12	1.013,43	888,47	1.131,24	3,92%
Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α.	922,43	893,34	788,83	973,27	3,26%
Ελληνικός Δείκτης MID & Small Cap	1.385,80	1.372,98	1.243,70	1.451,84	0,93%
FTSE/X.A. Mid Cap	1.502,82	1.491,91	1.396,00	1.615,19	0,73%
Δείκτης Όλων των Μετοχών Χ.Α.	229,49	230,06	200,98	248,43	-0,25%
FTSE/X.A. Ασφάλειες	2.988,32	1.994,86	1.994,86	3.171,11	49,80%
FTSE/X.A. Καταναλωτικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	8.706,74	7.260,09	7.260,09	8.861,27	19,93%
FTSE/X.A. Ταξίδια & Αναψυχή	2.229,72	1.963,12	1.858,00	2.312,32	13,58%
FTSE/X.A. Τηλεπικοινωνίες	5.142,45	4.545,62	4.377,01	5.170,21	13,13%
FTSE/X.A. Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες	4.188,37	3.731,79	3.365,52	4.306,76	12,23%
FTSE/X.A. Τράπεζες	644,77	574,93	505,99	752,66	12,15%
FTSE/X.A. Ενέργεια	3.854,22	3.443,49	3.339,51	3.948,83	11,93%
FTSE/X.A. Τεχνολογία	2.249,20	2.146,88	1.912,15	2.347,72	4,77%
FTSE/X.A. Κατασκευές & Υλικά	3.063,80	2.978,90	2.533,53	3.209,28	2,85%
FTSE/X.A. Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	754,81	749,05	691,33	831,60	0,77%
FTSE/X.A. Εμπόριο	49,54	49,22	45,69	57,51	0,65%
FTSE/X.A. Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	4.853,36	5.151,00	4.203,53	5.208,71	-5,78%
FTSE/X.A. Ακίνητης Περιουσίας	4.510,46	4.812,09	3.948,68	5.179,83	-6,27%
FTSE/X.A. Πρώτες Ύλες	6.896,76	7.397,72	6.227,37	8.197,29	-6,77%
FTSE/X.A. Προσωπικά Προϊόντα	7.413,01	8.724,26	6.680,63	8.868,58	-15,03%
FTSE/X.A. Υγεία	423,42	552,48	418,89	611,35	-23,36%
FTSE/X.A. Τρόφιμα & Ποτά	7.298,96	11.332,54	6.714,13	12.058,75	-35,59%

Πηγή: Ημερήσια δελτία τιμών Χ.Α. (29/4/2022 και 31/12/2021).

Υπηρεσίες να σημειώνουν τις υψηλότερες αποδόσεις της περιόδου (49,80% και 19,93%, αντίστοιχα). Οι υψηλότερες απώλειες καταγράφηκαν για τους δείκτες FTSE/X.A. Τρόφιμα & Ποτά (-35,59%) και FTSE/X.A. Υγεία (-23,36%).

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α. (2022), η κεφαλαιοποίηση του Χ.Α. (συνολική αξία χαρτοφυλακίου ημεδαπών και αλλοδαπών δικαιούχων μερίδων για το σύνολο των εισηγμένων με τη συμμετοχή του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας - ΤΧΣ) έφτασε τα €60,56 δισ. στα τέλη Απριλίου 2022, αυξημένη κατά 4,27% σε σχέση με τα επίπεδα του προηγούμενου μήνα (€58,09 δισ.), με σημαντική αύξηση να καταγράφεται και σε σχέση με τα τέλη Δεκεμβρίου 2021 που ήταν στα €56,53 δις. Η συμμετοχή των αλλοδαπών δικαιούχων μερίδων (με ΤΧΣ) διαμορφώθηκε στο 63,50% στα τέλη Απριλίου 2022, πραγματοποιώντας εισροές €153,42 εκατ. και το 53,5% των συνολικών συναλλαγών τον Απρίλιο 2022. Επιπλέον, σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α. (2022), η χρηματική αξία των διακανονισμένων συναλλαγών σε μετοχές διαμορφώθηκε τον Απρίλιο του 2022 στα

€1.450,92 εκατ., σημειώνοντας μείωση σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα που ήταν στα €2.011,68 εκατ., αλλά και σε σχέση με τον Απρίλιο 2021 που ήταν στα €1.632,69 εκατ. Εντούτοις, η χρηματική αξία των διακανονισμένων συναλλαγών σε μετοχές καταγράφεται αυξημένη το πρώτο τετράμηνο του 2022 στα €7.116,69 εκατ. από €6.127,77 εκατ. το πρώτο τετράμηνο του 2021.

Τέλος, αύξηση έχει σημειωθεί από την αρχή του έτους στον δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας KEPE GRIV, τον λεγόμενο δείκτη «φόβου». Ο συγκεκριμένος δείκτης εκφράζει την αβεβαιότητα των συμμετεχόντων στην αγορά παραγώγων για την αναμενόμενη βραχυπρόθεσμη πορεία της ελληνικής αγοράς και υπολογίζεται στη βάση των τιμών των δικαιωμάτων προαίρεσης του δείκτη FTSE/X.A. Large Cap. Πιο συγκεκριμένα, η τιμή του δείκτη KEPE GRIV τον Απρίλιο του 2022 έφτασε το 33,72% στις 29/4/2022 από 34,38% στις 31/3/2022. Σημειώνεται ότι ο δείκτης κινήθηκε σε επίπεδα υψηλότερα του ιστορικού μέσου όρου του (από τον Ιανουάριο του 2004) για την ελληνική αγορά, ο οποίος είναι στο 32,65% και είναι εμφανώς αυξημένος σε σχέση με τα τέλη του 2021, όταν ήταν 28,10% στις 31/12/2021, σημειώνοντας σημαντικές διακυμάνσεις εντός του έτους. Η εξέλιξη του δείκτη κατά το πρώτο τετράμηνο του 2022 αποτυπώνει αύξηση της αβεβαιότητας για την αναμενόμενη βραχυπρόθεσμη πορεία της ελληνικής αγοράς σε σχέση με τα τέλη του 2021, δεδομένου του πολέμου στην Ουκρανία και των επιπτώσεών του. Αυξημένη καταγράφεται και η μέση ημερήσια τιμή του δείκτη, φτάνοντας το 34,73% τον Απρίλιο του 2022 από 30,67% τον Δεκέμβριο του 2021.

1.5.3. Έντοκα γραμμάτια, ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και εταιρικά ομόλογα

Η αβεβαιότητα λόγω του πολέμου στην Ουκρανία και των οικονομικών του επιπτώσεων επηρέασε και την παγκόσμια αγορά ομολόγων, με αποτέλεσμα το κόστος δανεισμού για το Ελληνικό Δημόσιο να αυξηθεί κατά το πρώτο τετράμηνο του 2022.

Από τις αρχές του 2022 έχουν πραγματοποιηθεί επιτυχημένες εκδόσεις εντόκων γραμματίων του Δημοσίου (ΕΓΔ) (Πίνακας 1.5.2). Αν και οι αποδόσεις παρέμειναν αρνητικές σε όλες τις εκδόσεις ΕΓΔ 13, 26 και 52 εβδομάδων που πραγματοποιήθηκαν το 2022, τα επιτόκια είναι αυξημένα σε σχέση με τα τέλη του 2021.

Κατά το πρώτο τετράμηνο του 2022 εκδόθηκαν ομόλογα διάρκειας 7 και 10 ετών. Στις 19 Ιανουαρίου 2022 η Ελλάδα άντλησε €3 δισ. μέσω έκδοσης δεκαετούς ομολόγου (με κουπόνι 1,750% και re-offer yield 1,836%) και πιο πρόσφατα, στις 27 Απριλίου 2022, άντλησε €1,5 δισ. μέσω επανέκδοσης επταετούς ομολόγου (με κουπόνι 2% και re-offer yield 2,366%). Η ανοδική πορεία των επιτοκίων των τίτλων αναφοράς του Ελληνικού Δημοσίου παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 1.5.1. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, τον Απρίλιο του 2022 η μέση μηνιαία απόδοση των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου καταγράφεται αυξημένη τόσο σε σχέση με τον Απρίλιο του 2021, όσο και σε σχέση με τον Δεκέμβριο του 2021 για όλες τις διάρκειες, με το δεκαετές ομόλογο να σημειώνει τη μεγαλύτερη αύξηση σε σχέση με τον Απρίλιο του 2021.

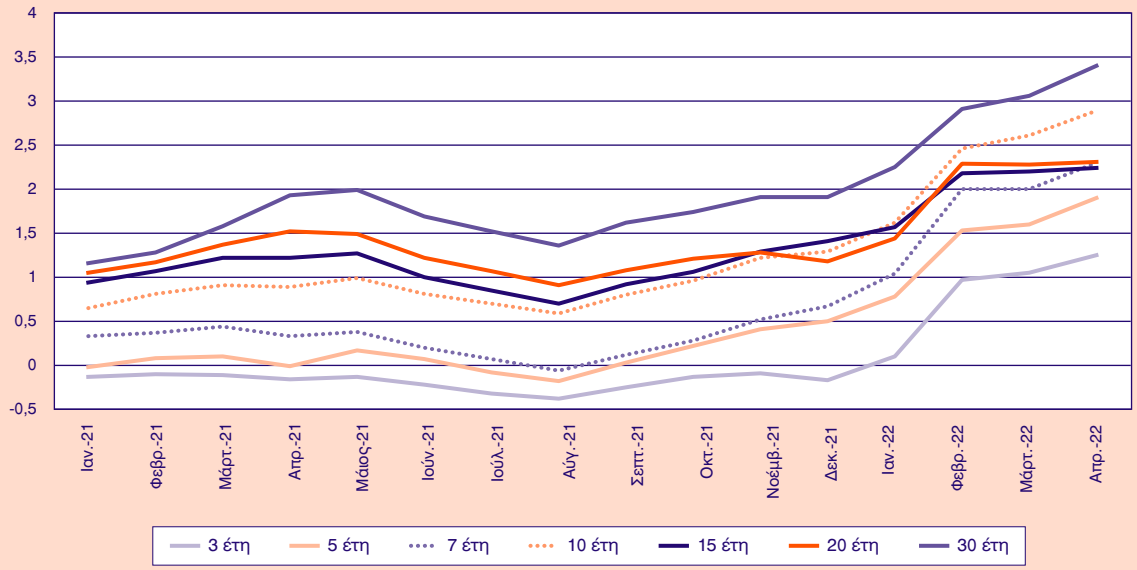
Σύμφωνα με τα στοιχεία του Χ.Α., αντίστοιχη είναι και η εικόνα στην αγορά εταιρικών ομολόγων, με τον Ελ-

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.5.2 Επιτόκια εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου (εκδόσεις από τα τέλη του 2021 έως 4/5/2022)

Ημ/νία έκδοσης	13 εβδομάδων	Ημ/νία έκδοσης	26 εβδομάδων	Ημ/νία έκδοσης	52 εβδομάδων
4/5/2022	-0,16%	27/4/2022	-0,14%	9/3/2022	-0,23%
6/4/2022	-0,20%	30/3/2022	-0,20%	8/12/2021	-0,40%
2/2/2022	-0,42%	23/2/2022	-0,40%		
4/1/2022	-0,40%	26/1/2022	-0,43%		
3/11/2021	-0,43%	29/12/2021	-0,46%		

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1.5.1
Μέση μηνιαία απόδοση (%) τίτλων αναφοράς του Ελληνικού Δημοσίου (Ιαν. 2021-Απρ. 2022) για διάρκειες 3, 5, 7, 10, 15, 20 και 30 ετών



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

ληνικό Δείκτη Τιμών Εταιρικών Ομολόγων[3] να σημειώνει απώλειες -5,86% και τον Ελληνικό Δείκτη Εταιρικών Ομολόγων[4] απώλειες -5,02% κατά το πρώτο τετράμηνο του 2022[5]. Επιπλέον, η χρηματική αξία των διακανονισμένων συναλλαγών σε εταιρικά ομόλογα διαμορφώθηκε τον Απρίλιο στα €12,86 εκατ., σημειώνοντας μείωση σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα που ήταν στα €23,47 εκατ., αλλά και σε σχέση με τον Απρίλιο του 2021 που ήταν στα €16,50 εκατ. Εντούτοις, η χρηματική αξία των διακανονισμένων συναλλαγών σε εταιρικά ομόλογα καταγράφεται αυξημένη το πρώτο τετράμηνο του 2022 στα €88,15 εκατ. από €60,52 εκατ. το πρώτο τετράμηνο του 2021.

1.5.4. Ο στόχος επιστροφής σε επενδυτική βαθμίδα

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας συμβάλλουν στη μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης στις κεφαλαιαγορές, παρέχοντας σημαντικές πληροφορίες στους επενδυτές για την αξιολόγηση των κινδύνων (Rosati et al., 2020). Η διάκριση των επιμέρους χωρών/οικονομιών μεταξύ επενδυτικής και κερδοσκοπικής βαθμίδας[6] είναι πολύ σημαντική· εκτός από το γεγονός ότι επηρεάζει το κόστος δανεισμού, επηρεάζει και το εύρος των πιθανών επενδυτών, καθώς κανονισμοί συχνά περιορίζουν τους θεσμικούς επενδυτές από το να επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία με αξιολογήσεις κάτω από την επενδυτική βαθμίδα (βλ. ενδεικτικά Ferri, Liu & Majnoni, 2001· White, 2010). Επιπλέον, οι αξιολογήσεις των χωρών συνδέονται και με τις ροές άμεσων ξένων επενδύσεων που λαμβάνουν (βλ. ενδεικτικά Cai, Gan & Kim, 2018· Emara & El Said, 2021).

Σε αυτό το πλαίσιο, οι πρόσφατες αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας, οι οποίες φέρνουν την Ελλάδα ένα μόλις βήμα πριν την επενδυτική βαθμίδα, είναι ιδιαίτερα σημαντικές. Πιο συγκεκριμένα, τον Απρίλιο του 2022, ο οίκος αξιολόγησης S&P Global Ratings προχώρησε σε αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας κατά μία βαθμίδα, από το BB

3. Για τον υπολογισμό του χρησιμοποιείται η καθαρή τιμή του κάθε ομολόγου.

4. Για τον υπολογισμό του χρησιμοποιείται η καθαρή τιμή, οι δεδουλευμένοι τόκοι και η αξία των καταβολών κάθε ομολόγου.

5. Αποδόσεις στις 27/4/2022 σύμφωνα με το Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χ.Α. στις 29/4/2022.

6. Σημειώνεται ότι η επενδυτική βαθμίδα περιλαμβάνει αξιολογήσεις από BBB- και πάνω για τους οίκους Fitch Ratings και S&P και από Baa3 και πάνω για την Moody's.

σε BB+ με σταθερή προοπτική. Επιπλέον, τον Μάρτιο του 2022 ο οίκος αξιολόγησης DBRS Morningstar προχώρησε σε αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδας από BB σε BB (high) με σταθερή προοπτική, ενώ τον Ιανουάριο του 2022 ο οίκος αξιολόγησης Fitch αναβάθμισε σε θετική την προοπτική για την Ελλάδα. Οι εξελίξεις αυτές σηματοδοτούν την εμπιστοσύνη των αγορών στην ελληνική οικονομία, δεδομένων και των προκλήσεων που αντιμετωπίζει λόγω της διεθνούς συγκυρίας.

1.5.5. Σύνοψη

Οι επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία και οι πληθωριστικές πιέσεις σε ενέργεια και πρώτες ύλες επηρέασαν σημαντικά τόσο τη διεθνή όσο και την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά. Αν και το πρώτο τετράμηνο του 2022 ολοκληρώθηκε με θετικές αποδόσεις από την αρχή του έτους για την πλειονότητα των χρηματιστηριακών δεικτών και αυξημένη κεφαλαιοποίηση στο Χ.Α., οι χρηματιστηριακοί δείκτες κατέγραψαν σημαντικές απώλειες μετά τη ρωσική εισβολή στην Ουκρανία. Παράλληλα, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων καταγράφονται αυξημένες, αυξάνοντας το κόστος δανεισμού. Από την άλλη πλευρά, οι πρόσφατες αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας αποτυπώνουν την εμπιστοσύνη των αγορών στην ελληνική οικονομία και φέρνουν την Ελλάδα ένα βήμα πριν από τον στόχο επιστροφής σε επενδυτική βαθμίδα. Παρ' όλα αυτά, οι προκλήσεις και οι κίνδυνοι λόγω της διεθνούς συγκυρίας και της συνδεόμενης αβεβαιότητας παραμένουν, με την ενδυνάμωση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς να αποτελεί προτεραιότητα.

Βιβλιογραφία

Boubaker, S., Goodell, J. W., Pandey, D. K., & Kumari, V. (2022). Heterogeneous impacts of wars on global equity markets: Evidence from the invasion of Ukraine. *Finance Research Letters,* 102934.

Boungou, W. & Yatié, A. (2022). The impact of the Ukraine–Russia war on world stock market returns. *Economics Letters,* 110516.

Cai, P., Gan, Q., & Kim, S. J. (2018). Do sovereign credit ratings matter for foreign direct investments? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money,* 55, 50-64.

Emara, N. & El Said, A. (2021). Sovereign ratings, foreign direct investment and contagion in emerging markets: Does being a BRICS country matter? *International Journal of Finance & Economics,* 26(4), 5217-5234.

Ferri, G., Liu, L. G., & Majnoni, G. (2001). The role of rating agency assessments in less developed countries: Impact of the proposed Basel guidelines. *Journal of Banking & Finance,* 25(1), 115-148.

Rosati, N., Bellia, M., Matos, P. V., & Oliveira, V. (2020). Ratings matter: Announcements in times of crisis and the dynamics of stock markets. *Journal of International Financial Markets,* Institutions and Money, 64, 101166.

White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *Journal of Economic Perspectives,* 24(2), 211-26.

Χρηματιστήριο Αθηνών, AxiaNumbers, Αγορά Χρεογράφων, Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Δεκεμβρίου 2021.

Χρηματιστήριο Αθηνών, AxiaNumbers, Αγορά Χρεογράφων, Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Απριλίου 2022.