

GLOBAL TRENDS 2004

Εισαγωγή

Το παρόν **GLOBAL TRENDS 2004** δεν είναι τίποτε άλλο από μία ακόμα επίσκεψη σε εκείνα που είχαμε γράψει στις αρχές του 2003 στο **GLOBAL TRENDS 2003** προσπαθώντας να διαβάσουμε τις διεθνείς οικονομικές/χρηματοοικονομικές εξελίξεις. Αρκετές από τις εκτιμήσεις μας έγιναν πραγματικότητα ίσως λίγο νωρίτερα από ότι φανταζόμασταν, τον Μάρτιο του 2003 πριν την έναρξη του πολέμου στο Ιράκ. Πολλές αγορές μετοχών κατέγραψαν και νέα χαμηλά πολλών ετών (π.χ. DAX, CAC-40, FTSE-100, ΝΙΚΚΕΙ-225), ενώ οι αγορές ομολόγων σημείωσαν νέα υψηλά επίπεδα τιμών οδηγώντας τα yields (αποδόσεις στη λήξη) στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων 45 ετών (ΗΠΑ).

Ο χρυσός ακολούθησε κατά γράμμα την εκτίμησή μας για δυνατή υποχώρηση από τα επίπεδα των \$380, και προς τα \$340 πριν το επόμενο δυνατό ράλι. Τα εμπορεύματα συνέχισαν τη διόρθωση και στη συνέχεια επανέκτησαν την ανοδική τους μορφή. Τη στιγμή αυτή βρίσκονται σε υψηλά 20ετίας σχεδόν, κλείνοντας έτσι το άνοιγμα στη σχέση τους με τα ομόλογα, ενώ το δολάριο συνέχισε την χωρίς ανάσα κάθοδό του μέχρι τον Φεβρουάριο του 2004 (εδώ η τότε εκτίμησή μας βραχυπρόθεσμα ήταν μισή σωστή και μισή λάθος). Τέλος, η πορεία των τιμών του πετρελαίου μας δικαιώσε απόλυτα με τη κορυφή του Φεβρουαρίου 2003, αρκετές εβδομάδες μάλιστα πριν το ξέσπασμα των εχθροπραξιών στο Ιράκ. Η διόρθωση εκείνη έφερε τις τιμές στα \$25 από τα \$37 περίπου. Τους τελευταίους μήνες η ανοδική τάση έφερε και πάλι τις τιμές σε επίπεδα που δεν έχουμε δει τις τελευταίες δύο δεκαετίες.

Το παρόν report θα ξεκινήσει με την **μεγάλη εικόνα**. Αυτή δεν είναι τίποτα άλλο από την μακροχρόνια άποψή μας για το σύνολο των αγορών (μετοχές, ομόλογα, χρυσός, νομίσματα, εμπορεύματα, πετρέλαιο, κτλ.) η οποία αποτελεί τον οδηγό μας για επενδυτική στρατηγική. Πολλές φορές η βραχυχρόνια αισιοδοξία ή απαισιοδοξία δεν είναι τίποτε άλλο από ένα προπέτασμα καπνού που μας εμποδίζει να δούμε πίσω από αυτό. Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντός μας θα βρεθεί η μεγαλύτερη οικονομία και αγορά του πλανήτη, αυτή των ΗΠΑ. Χρησιμοποιούμε τις ΗΠΑ ως κέντρο της ανάλυσης για ένα και μόνο λόγο: η αγορά μετοχών της είναι η πιο οργανωμένη όλων των διεθνών αγορών και αποτελεί βαρόμετρο για τις υπόλοιπες. Στόχος μας είναι να δώσουμε μία διαφορετική προσέγγιση, διαφορετική από αυτή της μέσης οδού.

Στη συνέχεια θα παραθέσουμε μερικές αυτοτελείς ενότητες γενικού επενδυτικού ενδιαφέροντος με αναφορές σε μεγάλους δασκάλους των αμερικανικών αγορών, αλλά και αναφορές σε τρέχουσες εξελίξεις όπως στον Προεδρικό Κύκλο στις αγορές μετοχών των ΗΠΑ, τις αποτιμήσεις, το insider selling, το market volatility index (VIX) και σε άλλα ενδιαφέροντα θέματα. Επιπλέον, έχουμε παραθέσει ξεχωριστές ενότητες για μερικά θέματα που παραμένουν επίκαιρα ανεξαρτήτου τάσης και χρηματιστηριακής φάσης και που είχαμε καλύψει σε ένα report που δημοσιεύτηκε στις αρχές του 2002 στην ιστοσελίδα www.iraj.gr. Αναφερόμαστε στους χρηματιστηριακούς κύκλους και στο εκπληκτικό βιβλίο του **Michael Alexander**, *Stock Cycles*. Τέλος, σε μερικές ενότητες

ο απλός σχολιασμός μερικών ΕΚΠΛΗΚΤΙΚΩΝ γραφημάτων (κατά την ταπεινή μας άποψη) είναι αρκετός ώστε να περάσει το μήνυμα. Λένε άλλωστε ότι πολλές φορές μία εικόνα αξίζει όσο χίλιες λέξεις.

Ο Jesse Livermore και ο Warren Buffet

Ίσως η αιώνια υπερβολική αισιοδοξία (άραγε χωρίς δόλο;) του **Alan Greenspan** στις πρόσφατες δηλώσεις του ενώπιον του αμερικανικού κογκρέσου, το CNBC και η Wall Street να έχουν δίκιο: **τη φορά αυτή είναι όντως διαφορετικά τα πράγματα**. Η ιστορία παρόλα αυτά μας έχει διδάξει ότι όλες οι ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ και οι ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΜΑΝΙΕΣ τελειώνουν σε επίπεδα υπερβολικής υπερτίμησης (over-valuation) που ακολουθείται από υπερβολική υποτίμηση (under-valuation). Προσωπικά εμείς θα σταθούμε με το μέρος της ιστορίας. Αρκεί να θυμηθούμε τι είχε πει πριν από 70 περίπου χρόνια ο μεγαλύτερος ίσως κερδοσκόπος/trader της Wall Street κατά τις πρώτες δεκαετίες του 20^{ου} αιώνα **Jesse Livermore**.

«Ένα ακόμα μάθημα που έμαθα νωρίς στην καριέρα μου είναι ότι δεν υπάρχει τίποτα καινούργιο στη Wall Street. Δεν μπορεί να υπάρξει γιατί η κερδοσκοπία είναι τόσο παλιό φαινόμενο όσο και οι λόφοι. Οτιδήποτε συμβαίνει στην αγορά μετοχών σήμερα έχει συμβεί νωρίτερα και θα συμβεί ξανά. Ποτέ μου δεν το ξέχασα αυτό.»

Ζούμε λοιπόν σε ενδιαφέρουσες εποχές κι αυτό δεν μπορεί να το αμφισβητήσει κανείς. Υπάρχουν όμως ακόμα θρυλικοί επενδυτές των αμερικανικών αγορών που ακόμα και στο χαμηλό του Οκτωβρίου 2002 ΔΕΝ θεώρησαν τις μετοχές στις ΗΠΑ φθηνές ώστε να τοποθετηθούν με επιπλέον θέσεις. Εμείς κατά τη διάρκεια του 2003 σε διάφορα reports το είχαμε σημειώσει. Στο παρόν κείμενο φιλοξενούμε και πάλι τα λόγια και έργα του θρυλικότερου ίσως όλων των επενδυτών της Wall Street, του **Warren Buffet** που έχει μείνει γνωστός ως *Sage (θρύλος) of Omaha*. Στα τέλη του 2002 η εταιρία του Buffet **Berkshire Hathaway** είχε ρευστά διαθέσιμα \$13 δις. Κι ενώ τους τελευταίους μήνες έχουμε δει σταδιακή αύξηση των μερισμάτων από πολλές αμερικανικές εταιρείες με ταυτόχρονη αλλαγή στον τρόπο λογιστικής απεικόνισης των stock options (βελτιώνοντας έτσι την ποιότητα των αποτελεσμάτων), ο Buffet στα τέλη του 2003 είχε ρευστά διαθέσιμα της τάξεως των \$36 δις!!! Είναι εμφανές ότι ο θρυλικός επενδυτής θα μπορούσε να συμμετάσχει στο ανοδικό πάρτι της τελευταίας χρονιάς, που δεκάδες αναλυτές αποκαλούν ως ένα νέο bull market. Τελικά, ο Buffett δεν ήθελε συμμετοχή. Αντίθετα επέλεξε να συλλέξει περισσότερα ρευστά. Όπως ο ίδιος εξήγησε στο ετήσιο report προς τους μετόχους του:

«Έχουμε δυσκολίες στο να βρούμε σημαντικά υποτιμημένες μετοχές ... η έλλειψη ελκυστικά αποτιμημένων μετοχών στις οποίες μπορούμε να επενδύσουμε δε μας ενοχλεί... τα κεφάλαιά μας είναι στην ουσία σχεδόν μη-χρησιμοποιούμενα ... είναι μία επίπονη θέση στην οποία βρισκόμαστε - αλλά όχι τόσο επίπονη από το να κάνουμε κάτι ανόητο. (Μιλώ από πείρα) ... έκανα ένα μεγάλο λάθος που δεν πούλησα αρκετές από τις θέσεις μας κατά τη διάρκεια της μεγάλης φούσκας (the Great Bubble). Αν οι μετοχές είναι πλήρως αποτιμημένες τώρα, θα αναρωτιέστε τι σκεφτόμουν πριν από 4 χρόνια όταν η εσωτερική τους αξία ήταν ακόμα χαμηλότερη και οι τιμές τους αρκετά υψηλότερες. Το ίδιο αναρωτιέμαι κι εγώ».

Με άλλα λόγια, μας λέει ο Buffet, ότι η επιλογή αγοράς μετοχών σε αυτά τα επίπεδα και αυτή τη στιγμή είναι ανόητη επένδυση.

Συμφωνούμε απόλυτα.

Η Πολύ Μεγάλη Εικόνα

Η πολύ μεγάλη εικόνα παραμένει अपαράλλακτη ακόμα κι αν τελικά οι πρόσφατες κορυφές δεν αποτελούν τις κορυφές του μεγαλύτερου bear rally. Μία βαθύτερη διόρθωση και ένα ακόμα ανοδικό σκέλος 10% υψηλότερα στις αγορές μετοχών δεν θα άλλαζε σημαντικά την μακροχρόνια εικόνα. Εμείς οι συντελεστές του [metatrading.gr](http://www.metatrading.gr) συνεχίζουμε να υποστηρίζουμε ότι η μεγάλη εικόνα δεν έχει αλλάξει σχεδόν καθόλου από την στιγμή που γράψαμε τις απόψεις μας στις αρχές του 2003. Στο **GLOBAL TRENDS 2003** είχαμε τοποθετηθεί σε συγκεκριμένα θέματα περί αγορών με πολύ ξεκάθαρες απόψεις. Πιστεύουμε ότι τίποτα το ουσιαστικό δεν έχει μεταβληθεί ώστε να αλλάξουμε στάση ως προς την πολύ μεγάλη εικόνα των αγορών. Ξεκινώντας από τις αγορές μετοχών διεθνώς οφείλουμε να επαναλάβουμε για μία ακόμα φορά ότι η πρωτογενής τάση (primary trend) είναι ΚΑΘΟΔΙΚΗ. Έχουμε κουραστεί να το λέμε και να το ξαναλέμε. Η μακροχρόνια τάση είναι καθοδική και δεν θα αλλάξει με ένα ακόμα bear rally ακόμα κι αν αυτό ήταν (είναι) τελικά αρκετά μεγαλύτερο από τα προηγούμενα. Διακρίνουμε και πάλι τα ίδια φαινόμενα υπέρμετρης αισιοδοξίας που αγγίζουν τα όρια του επενδυτικού παροξυσμού. Το πρόσφατο ράλι από τα χαμηλά του Μαρτίου 2003 αποτελεί το καλύτερο παράδειγμα. Μέχρι και τη στιγμή που γράφονται οι γραμμές αυτές (3/2004) οι τιμές στις περισσότερες αγορές μετοχών έχουν αναρριχηθεί σε επίπεδα που μόλις πλησίασαν αυτά της κορυφής του προηγούμενου bear rally (Ιανουάριος-Απρίλιος 2002). Μόνο ο δείκτης Dow Jones στις ΗΠΑ ξεπέρασε τα υψηλά εκείνα για 100 περίπου μονάδες. Άρα, στην ουσία δεν έχουμε να προσθέσουμε τίποτα το ιδιαίτερο όσον αφορά την ΠΟΛΥ ΜΕΓΑΛΗ ΕΙΚΟΝΑ του τρέχοντος bear market.

Όταν η πρωτογενής τάση είναι καθοδική, δηλαδή με άλλα λόγια διανύουμε ένα μακροχρόνιο **(secular) bear market**, οι τιμές δεν ταξιδεύουν μονοσήμαντα χαμηλότερα χωρίς ανάσα. Όπως στην ανοδική φάση (bull market) οι τιμές διορθώνουν αραιά-πυκνά, έτσι και στην καθοδική φάση οι ανοδικές διορθώσεις (bear rallies – secondary trend) είναι αρκετές και μάλιστα παραπλανητικές. Ο μεγαλύτερος κίνδυνος είναι ότι οι επενδυτές παγιδεύονται ευκολότερα στα bear market rallies από ότι σε άλλες φάσεις του χρηματιστηριακού κύκλου. Ένας από τους σημαντικότερους λόγους έχει να κάνει με την προηγούμενη αισιόδοξη ψυχολογία του bull market. Οι «κουρασμένοι» από την πολύμηνη πτώση επενδυτές πιστεύουν ευκολότερα τα σενάρια για αναζωπύρωση της ανοδικής φάσης και πέφτουν στην παγίδα αγοράζοντας πολύ συχνά στις κορυφές των bear rallies.

Η Wall Street, το City, και η οδός Σοφοκλέους αποτελούν «καταστήματα» όπου ανέκαθεν πωλούσαν ελπίδα. Δεν θυμόμαστε καμία απολύτως στιγμή από την κορυφή του bull market (1999-2000) που οι ειδικοί άλλαξαν στάση και στράφηκαν προς αμυντικές επενδύσεις. Σε όλη τη διάρκεια της πτώσης συνέχισαν να παροτρύνουν τους επενδυτές για αγορές. Γνωρίζετε πολύ καλά αγαπητοί μας αναγνώστες ότι τα bonus των στελεχών πολλών χρηματιστηριακών εταιριών διεθνώς συνδέονται άμεσα με το πως πηγαίνουν οι αγορές. Η χωρίς όρια αισιοδοξία είναι πάντα "good for business" όπως λένε. Κι όλα αυτά σε μία περίοδο όπου οι τιμές δεν έχουν καν ξεπεράσει τα υψηλά του προηγούμενου bear rally του 2001-2002.

Δεν διαφωνούμε με την άποψη ότι κάθε ράλι ή bull market θα πρέπει να ξεκινήσει από κάπου. Σωστά. Όμως η ανέλιξη των τιμών από τα χαμηλά του Οκτωβρίου 2002 (ή Μαρτίου 2003), που θεωρητικά είναι και τα χαμηλότερα επίπεδα του τρέχοντος bear market, ήταν η χειρότερη δυνατή. Με αυτό εννοούμε την ποιότητα της ανόδου, το breadth (σχέση ανοδικών καθοδικών) της αγοράς, τον όγκο συναλλαγών και την αισιοδοξία των επενδυτών. Σε γενικές γραμμές, οι τιμές των μετοχών - στις ΗΠΑ για παράδειγμα - παραμένουν κλειδωμένες σε ένα εύρος εδώ και 2 περίπου χρόνια. Ενώ πολλοί πιστεύουν ότι η κίνηση αυτή των μετοχών είναι κομμάτι του λεγόμενου **bottoming process** (διαδικασία διαμόρφωσης πυθμένα), εμείς σημειώνουμε ενάντια σε αυτή την άποψη τις αμφιβολίες μας. Πολύ απλά, και έχοντας με το μέρος μας την επενδυτική ιστορία 200 περίπου χρόνων, πιστεύουμε ότι το μακροχρόνιο bear market θα τελειώσει όταν οι αποτιμήσεις είναι σε τέτοια επίπεδα (σε όρους P/E) όπου οι τιμές των μετοχών θα αντιπροσωπεύουν ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΞΙΕΣ. Είμαστε κοντά σε τέτοια επίπεδα (ή ήμασταν σε τέτοια επίπεδα στα χαμηλά του Οκτωβρίου 2002); Η απάντηση είναι μονολεκτική:

ΟΧΙ

Μας συγχωρείτε για την έμφαση στην άρνηση αλλά δεν μπορεί να λεχθεί διαφορετικά. Όταν οι τιμές των μετοχών διαπραγματεύονται σε όρους trailing P/E διπλάσιους και πλέον από τον ιστορικό μέσο όρο του 13,5, πως είναι δυνατό να μιλάει κανείς για νέο bull market; Τέτοιου είδους απόψεις μας προκαλούν ανησυχία και όχι εντύπωση. Στην καλύτερη των περιπτώσεων, ο ενθουσιασμός του τρέχοντος ράλι να μας οδηγήσει σε επίπεδα 10-15% υψηλότερα. Με το πεδίο πολλών τεχνικών δεικτών να διαγράφεται άκρως κερδοσκοπικό και bearish, τις αποτιμήσεις να είναι ακριβές και το sentiment υπερ-αισιόδοξο, είναι πολύ δύσκολο να σκεφθούμε από που θα προέλθουν οι επιπλέον αγορές που όχι μόνο θα ανεβάσουν τις τιμές των μετοχών αλλά και θα τις διατηρήσουν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Οι Αποτιμήσεις σε Όρους P/E, P/B και P/S σε Πραγματικούς Πυθμένες

BEAR MARKET BOTTOMS				
	P/E	DIV.YLD.	P/B	P/S
6/13/49	5.4	7.6%	0.89	0.43
10/22/57	12	4.4%	1.43	0.75
10/25/60	16.3	3.6%	1.64	0.93
6/26/62	14.9	3.9%	1.54	0.85
1/3/67	14.9	3.5%	1.85	0.93
5/26/70	12.9	4.4%	1.45	0.66
12/6/74	7.5	5.1%	1.07	0.38
2/28/78	8.3	5.3%	1.14	0.4
4/21/80	6.8	5.7%	1.08	0.34
8/12/82	7.9	6.3%	0.97	0.33
7/24/84	9.4	4.4%	1.36	0.44
10/19/87	12.7	3.4%	1.92	0.58
10/11/90	13.9	3.6%	2.24	0.6
<i>Average</i>	<i>11</i>	<i>4.7%</i>	<i>1.43</i>	<i>0.58</i>
10/13/02	28	2%	2.75	1.32

ΠΗΓΗ: Courtesy of Longboat Global Advisors (Alan Newman)

Όπως έχουμε γράψει και στο παρελθόν συμμεριζόμαστε 100% την άποψη του γερόλυκου **Richard Russell** όσον αφορά την επενδυτική αντιμετώπιση ενός

μακροχρόνιου bear market. Όταν η τάση μεταστραφεί από ανοδική σε καθοδική είναι μάταιο να την πολεμάμε μέχρι την ολοκλήρωσή της. Στην διαδρομή μέχρι τον τελικό πυθμένα θα συναντήσουμε αρκετά bear rallies που θα είναι τεράστια σε ποσοστό αλλά θα αποτελέσουν μόνο παγίδες εγκλωβισμού. Τα ράλι αυτά συνήθως ξεσπούν από το πουθενά χωρίς προειδοποίηση συχνά υποβοηθούμενα από σημαντικό short covering. Αν και η διάρκειά τους είναι σχετικά μικρή, δηλαδή από μερικές εβδομάδες μέχρι μερικούς μήνες, καταφέρνουν κάτι που για να επιτευχθεί σε ένα bull market απαιτούνται πολλά περισσότερα χρόνια. Αυτό το κάτι είναι η δημιουργία υπερβολικής σιγουριάς ότι τα χειρότερα έχουν περάσει και ότι τώρα είναι και πάλι η ώρα για αγορές αφού το τρένο είναι έτοιμο για αναχώρηση. Ποιος fund manager θα ήθελε να δει το τρένο ενός νέου bull market να φεύγει χωρίς αυτόν; Κανείς, αφού όλα τα bonus εξαρτώνται από την σχετική απόδοσή του σε σχέση με την αγορά.

Αυτό που διαφεύγει της προσοχής των περισσότερων επενδυτών όμως είναι το γεγονός ότι οι σημαντικότερες αποδόσεις στις αγορές μετοχών προέρχονται από την συμμετοχή σε ένα πολύχρονο bull market από θέση long ή σε ένα bear market από θέση short. Αυτό βέβαια ισχύει για την πλειοψηφία των επενδυτών που δεν μπορούν να είναι συνεχώς πίσω από την οθόνη ενός Η/Υ και να αγοράζουν ή να πωλούν καθημερινά κάθε κίνηση της αγοράς. Σύμφωνα με τον Russell, είναι σχεδόν μάταιο να προσπαθούν οι περισσότεροι επενδυτές να εκμεταλλευτούν τα όποια bear rallies στο δρόμο προς τον τελικό πυθμένα. Είναι προτιμότερο, προσθέτει, απλώς να τα κοιτούν οι επενδυτές από απόσταση και να είναι έτοιμοι για είσοδο έχοντας ρευστά όταν οι τιμές αποτελούν πραγματικές αξίες.

Το εύλογο ερώτημα που προκύπτει βέβαια είναι το πως διακρίνουμε έναν πραγματικό πυθμένα από έναν προσωρινό. Η απάντηση είναι αρκετά απλή και ήδη δόθηκε σε δύο σημεία παραπάνω. Για έμφαση θα την επαναλάβουμε μία ακόμα φορά. Σε έναν πραγματικό πυθμένα ενός μακροχρόνιου bear market οι τιμές των μετοχών διαπραγματεύονται σε χαμηλούς όρους P/E αρκετά κάτω από τον μέσο όρο και συνήθως σε μονοψήφια νούμερα. Μέχρι τότε οι αγορές απλά ζούνε ένα διάλειμμα της καθοδικής φάσης. Πολλοί πιστεύουν ότι τα σημαντικά bear rallies συνήθως συμβαίνουν μεταξύ δύο bear κύκλων. Αν είναι έτσι, τότε το τρέχον ράλι είναι (ή ήταν) ακριβώς αυτό στην καλύτερη των περιπτώσεων. Εξάλλου στο **Global Trends 2003** είχαμε παραθέσει ένα εναλλακτικό σενάριο το οποίο τελικά και επαληθεύτηκε (βλέπε σελ. 51 του **GLOBAL TRENDS 2003**). Σύμφωνα με εκείνο το σενάριο η αγορά ήταν πιθανό, κι εφόσον διασπούσε ανοδικά συγκεκριμένα σημεία αντίστασης, να συνεχίσει την ανοδική της διόρθωση. Τα σημεία αυτά - που έχουμε παραθέσει αρκετές φορές - δεν ήταν παρά το εύρος τιμών των υψηλών του Αυγούστου και Δεκεμβρίου 2002. Δηλαδή 954-965 στον S&P 500 και 9.043-9.077 στον Dow Jones.

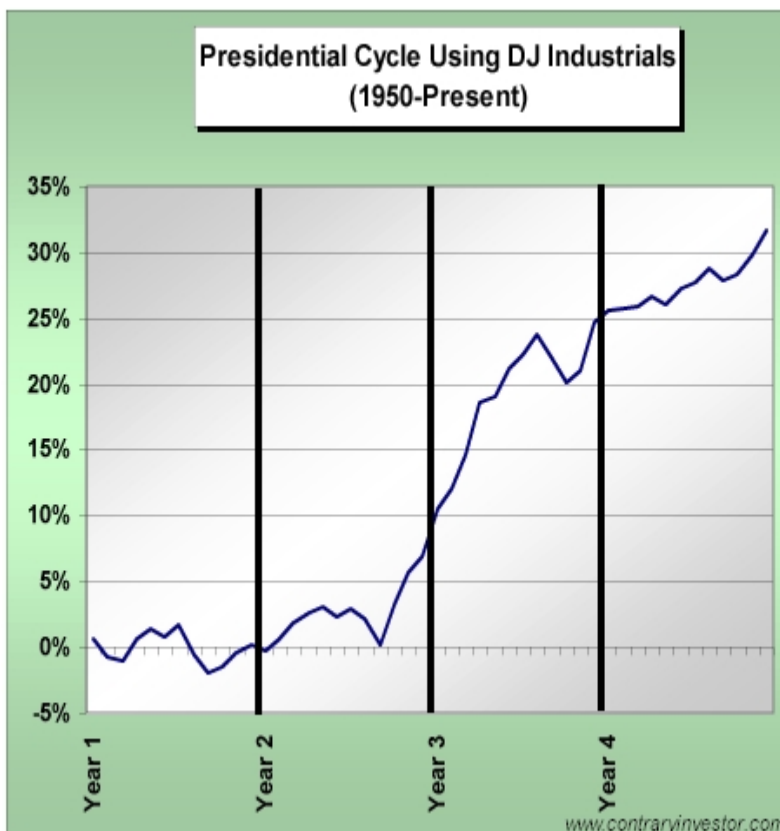
Έτσι κι έγινε.

Οι Αγορές Μετοχών και ο Κύκλος του Αμερικανικού Προέδρου

Πέρα από όλες τις οικονομικές μεταβλητές που εισέρχονται στον προσδιορισμό μιας χρηματοοικονομικής πραγματικότητας ΔΕΝ ΘΑ ΠΡΕΠΕΙ να αφήνουμε απέξω αυτή της πολιτικής. Είναι εκπληκτικό το πόσο σημαντική επιρροή έχουν οι πολιτικές αποφάσεις στις "ελεύθερες" αγορές κεφαλαίων. Το πόσο ελεύθερες είναι οι αγορές αυτές είναι πολύ μεγάλη κουβέντα και πέρα από τους στόχους του παρόντος report. Στο όνομα του "κοινού οφέλους" οι πολιτικοί θα κάνουν τα πάντα ώστε να εξασφαλίσουν τη συνέχιση

της καριέρας τους. Τα υπόλοιπα είναι απλώς ιστορία που συχνά επαναλαμβάνεται και μάλιστα χωρίς σημαντικές διαφορές. Το πρώτο από τα παρακάτω πολύ ενδιαφέροντα γραφήματα μετρά τις συνολικές αποδόσεις της αμερικανικής αγοράς μετοχών (σε όρους μέσων μηνιαίων τιμών Dow Jones) στα τέσσερα χρόνια της θητείας του Προέδρου από το 1950 μέχρι και σήμερα. Επειδή τα στοιχεία που δημιούργησαν το γράφημα είναι μόνο αριθμητικά δεδομένα (χωρίς χρόνο) είναι σωστότερο να κοιτάξουμε την κατεύθυνση της μεταβολής των τιμών και όχι τις απόλυτες μεταβολές τιμών (σε ποσοστά) σε κάθε χρονικό σημείο.

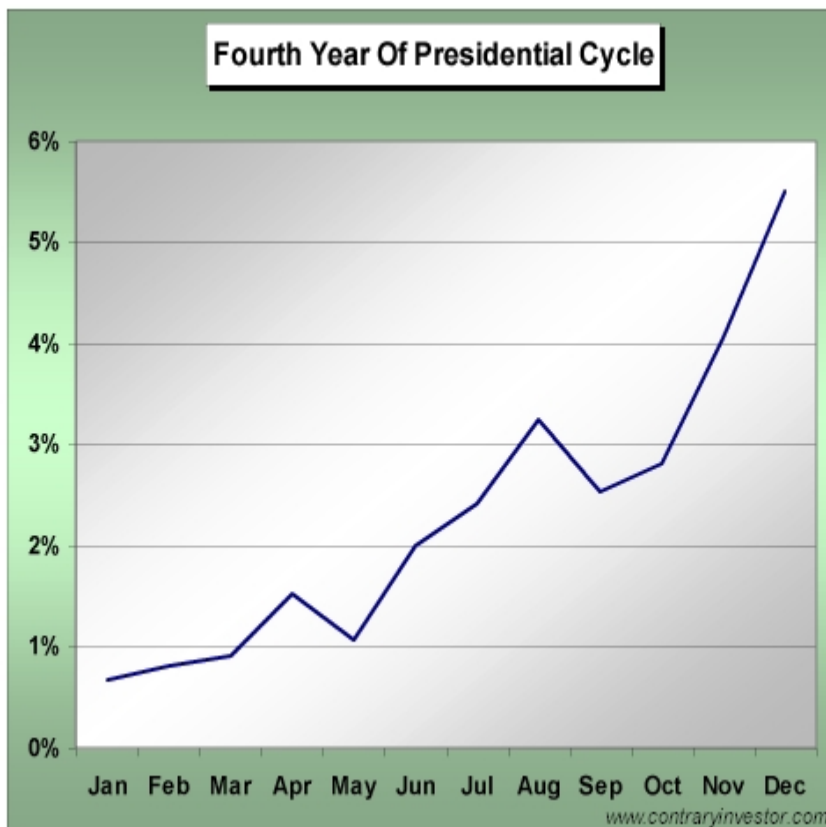
Βέβαια, τα ευρήματα αυτής της απλής έρευνας δε θα πρέπει να μας ξαφνιάζουν καθόλου. Οι Πρόεδροι και οι κυβερνήσεις τους παίρνουν τις δύσκολες (και συχνά αντι-λαϊκές) αποφάσεις στα πρώτα χρόνια της θητείας τους είτε αυτές αφορούν στην αποδοχή κάποιας ύφεσης είτε στο "πέρασμα" νομοθεσίας που δεν είναι και ιδιαίτερα φιλική. Τα δύο όμως τελευταία χρόνια του Προεδρικού Κύκλου, η θέση της οικονομίας και των αγορών μετοχών είναι ΠΟΛΥ ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ. Αν τα τελευταία 50 χρόνια της ιστορίας τιμών του Dow Jones είναι κάποια



ένδειξη, τότε οι αγορές έχουν αντιδράσει ανάλογα. Αν λοιπόν το παραπάνω "στατιστικό εργαλείο" μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για trading, οι κανόνες θα ήταν ξεκάθαροι. Ποτέ κανείς δεν θα πρέπει να διακρατεί μετοχές με μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (δηλαδή πολλές εβδομάδες ή μήνες) στους πρώτους 20 μήνες του Προεδρικού Κύκλου. Ίσως θα μπορεί να επιδίεται μόνο σε βραχυπρόθεσμο trading. Σε όλο το υπόλοιπο διάστημα θα πρέπει να παραμένει επενδυμένος σε μετοχές. Είναι δυνατόν να είναι τόσο απλό;

Μια πιο λεπτομερής ανάλυση του 4^{ου} έτους του Προέδρου από το 1950 μέχρι και σήμερα αποκαλύπτει ασθενή επίδοση των αμερικανικών αγορών μέχρι τα τέλη Απριλίου και μονοσήμαντη αύξηση από εκεί κι ύστερα. Το αξιοπερίεργο είναι ότι η ιστορία μας λέει ακριβώς το αντίθετο από αυτό που περίμεναν οι περισσότεροι αναλυτές στις αρχές του 2004. Σύμφωνα με τις αναλύσεις τους οι αγορές μετοχών θα ζούσαν ένα δυνατό πρώτο εξάμηνο στο τρέχον έτος (δηλαδή μία συνέχεια του 2003) που θα ακολουθούσαν με υποχώρηση στο δεύτερο εξάμηνο από φόβο εξασθένισης της νομισματικής και δημοσιονομικής επέκτασης λίγο πριν από τις εκλογές. Η μεγάλη πλειοψηφία πίστευε ότι οι αγορές μετοχών θα ξεκινούσαν να προεξοφλούν το αδύναμο οικονομικό περιβάλλον μετά το πέρας του πακέτου μέτρων της κυβέρνησης Bush να

αναθερμάνει την οικονομία. Μπορεί η λογική κατεύθυνση των αγορών να είναι σωστή, αλλά από πότε οι αγορές ακολουθούν τη λογική; Όπως λέει και ο Richard Russell, "η αγορά κάνει ΠΑΝΤΑ αυτό που είναι να κάνει, αλλά δεν τίθεται ερώτημα το πότε θα το κάνει".



Κι αφού είδαμε την επίδραση του Προεδρικού Κύκλου στον δείκτη Dow Jones, ας δούμε ποια είναι η επίπτωση του και στον ευρύτερο δείκτη S&P 500 (βλέπε γράφημα επόμενης σελίδας). Το τελευταίο γράφημα της υποενότητας απεικονίζει τις συνολικές ετήσιες αποδόσεις του S&P 500 (δηλαδή συμπεριλαμβανομένων και των μερισμάτων) κατά τη διάρκεια του Προεδρικού Κύκλου από το 1928 μέχρι σήμερα. Ανεξαρτήτως από τον δείκτη που εξετάζουμε και την συγκεκριμένη χρονική στιγμή το μήνυμα είναι ένα και το αυτό: το 3^ο και 4^ο έτος του

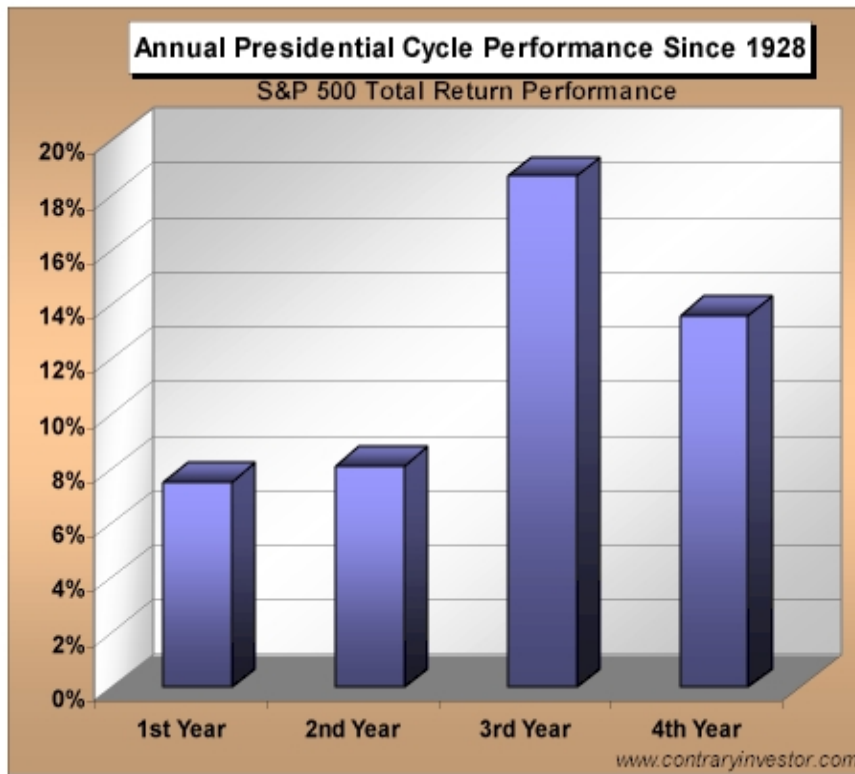
Προεδρικού Κύκλου είναι "θαυματοουργά έτη".

Η μέση συνολική ετήσια απόδοση του S&P 500 στο 3^ο έτος του Προεδρικού Κύκλου από το 1928 είναι περίπου 18%, ενώ στο 4^ο έτος περίπου 12%. Όμως οι αποδόσεις είναι ετήσιες και μέσες. Πολύ απλά μπορεί να σημαίνει ότι σε κάποια 3^ο έτη του Κύκλου οι αποδόσεις είναι υψηλότερες και σε άλλα χαμηλότερες. Είναι λογικό αφού μιλάμε για μέσο όρο. Το ίδιο βέβαιο εννοείται και για το 4^ο έτος του Κύκλου.

Έχοντας υπόψη το παραπάνω θα προβούμε σε έναν υπολογισμό με βάση τον δείκτη S&P 500 που αν και "μπακαλίστικος" στη λογική του ίσως να μην αποτελεί σύμπτωση και μόνο. Προσέξτε που μας οδηγεί μία απλή συλλογιστική. Ο δείκτης S&P 500 έκλεισε το έτος 2002 στις 878 μονάδες. Έχοντας σαν βάση το επίπεδο των 878 μονάδων εφαρμόζουμε για τα δύο επόμενα έτη, 2003 (3^ο έτος του Προεδρικού Κύκλου) και 2004 (4^ο έτος του Προεδρικού Κύκλου) τα ποσοστά των μέσων ετήσιων αποδόσεων 18% και 12%, αντίστοιχα. Το αποτέλεσμα είναι το παρακάτω:

2003: 878 μονάδες * 18% = 1.036 μονάδες
2004: 1.036 μονάδες * 12% = 1.160 μονάδες

Όπως ήδη γνωρίζουμε το 2003 έκλεισε για τον S&P 500 στις 1.111 μονάδες, δηλαδή με επιπλέον απόδοση της τάξεως του 7% - 8%. Με απλά λόγια, και χωρίς να εξετάζουμε τις αιτίες, το 2003 "υπερ-απόδωσε» ακόμα και με βάση τα μέσα ιστορικά ποσοστά. Τι να



σημαίνει άραγε αυτό; Μήπως το 2004 που ΘΑ ΠΡΕΠΕΙ να είναι κι αυτό θεωρητικά θετικό κατά ένα επιπλέον 12% υπο-αποδώσει; Αυτό θα το δούμε.

Εκείνο το οποίο μας έκανε ιδιαίτερη εντύπωση είναι το εξής: αν υπολογίζουμε με βάση το 878 ένα 18% για το 2003 και ένα επιπλέον 12% για το 2004 φθάνουμε στο επίπεδο των 1.160 μονάδων. Τι είναι όμως το επίπεδο αυτό; Όσοι

παρακολουθούν τις αναλύσεις του [metatrading.gr](http://www.metatrading.gr) και τα δρώμενα των αμερικανικών αγορών μετοχών θα γνωρίζουν ότι το επίπεδο πέριξ των 1.160 μονάδων είναι:

1. Το 50% retracement ολόκληρης της πτώσης από τα υψηλά του Μαρτίου 2000 (1.552 μονάδες) στα χαμηλά του Οκτωβρίου 2002 (768 μονάδες).
2. Περίπου το ενδο-συνεδριακό υψηλό της 5^{ης} Μαρτίου 2004 (1.163 μονάδες).

Γιατί λοιπόν η αγορά σταμάτησε εκεί ακριβώς; Είναι το 1^ο σημείο ή το 2^ο; Είναι και τα δύο μαζί; Αυτό που είναι βέβαιο, κατά την άποψή μας, είναι η εσωτερική αρμονία της αγοράς η οποία θυμάται επίπεδα και σημεία, ακόμα κι αν οι επενδυτές δεν τα θυμούνται.

Η Εξαιρέση του Κανόνα

Όπως σε όλα τα πράγματα που ακολουθούν κανόνες και θεωρίες έτσι και στις αποδόσεις του Προεδρικού Κύκλου υπάρχουν κι οι εξαιρέσεις. Ας πάρουμε ως παράδειγμα τον πιο πρόσφατο Κύκλο, δηλαδή αυτόν που έληξε με τις αμερικανικές εκλογές του Νοεμβρίου 2000. Οι συμπτώσεις δεν είναι μεγάλο κομμάτι της ανάλυσής μας αλλά πολλές φορές είναι εκνευριστικά πολλές για να τις αγνοήσουμε. Το έτος 2000 ήταν το έτος κορύφωσης για το πολυετές ράλι των αμερικανικών αγορών. Ο πρώτος δείκτης που κορύφωσε ήταν ο Dow Jones (14/1/00), ακολούθησε ο δείκτης NASDAQ Composite (10/3/00) και τελευταίος ήταν ο S&P 500 (24/3/00). Ο κερδοσκοπικότερος όλων ήταν αυτός της αγοράς της NASDAQ που είχε και την μεγαλύτερη σε ποσοστό άνοδο την

προηγούμενη χρονιά (1999). Αυτό ακριβώς συνέβη και το 2003. Η αγορά της NASDAQ ήταν αυτή που προσέλκυσε τις περισσότερες εισροές σε μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) ΑΚΡΙΒΩΣ στην κορύφωση των τιμών το 2000 (βλέπε παρακάτω υπο-ενότητα για τις εισροές στα αμερικανικά Α/Κ) και εκείνη που και πάλι ήταν το επίκεντρο του μέχρι τώρα bear market ράλι.

Την κορύφωση του 2000 ακολούθησε μικρή διολίσθηση μέχρι να κορυφώσει και ο S&P 500 δύο εβδομάδες αργότερα. Μόλις έγινε κι αυτό η πτώση στις αρχές Απριλίου 2000 ήταν σφοδρότατη. Πολλοί από εσάς θα θυμάστε κάτι που ΙΣΩΣ να αποτελεί άλλη μία σύμπτωση. Τις πρώτες ημέρες του Απριλίου 2000 είχαμε και την απόφαση του Υπουργείου Δικαιοσύνης των ΗΠΑ να διώξει την εταιρία Microsoft για τις μονοπωλιακές της πρακτικές. Αυτό συνέβη ένα μήνα μετά την κορύφωση της NASDAQ. Πριν από μερικές ημέρες είχαμε την απόφαση για επιβολή προστίμου από την Ευρωπαϊκή Ένωση κατά της Microsoft και ΠΑΛΙ. Άλλη μια σύμπτωση.

Το πρώτο σκέλος της τότε πτώσης της NASDAQ, ακολούθησε η κορύφωση του S&P 500, μετά σφοδρή πτώση στις αρχές Απριλίου, ράλι και πάλι πτώση σχεδόν χωρίς ανάσα προς τα χαμηλά του Μαΐου 2000. Από τα χαμηλά εκείνα ακολούθησε δευτερογενές ράλι μέχρι τα τέλη Αυγούστου, πριν την σφαγή της NASDAQ. Το 4^ο έτος του Προεδρικού Κύκλου ήταν γεμάτο συγκινήσεις και ΔΕΝ ΤΕΛΕΙΩΣΕ ΜΕ ΘΕΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ για κανέναν αμερικανικό δείκτη μετοχών. Η αγορά μετοχών συνέχισε την πτωτική της πορεία για δύο ακόμα χρόνια μέχρι τον Οκτώβριο του 2002. Που ήταν οι θετικές αποδόσεις το 4^ο έτος του Προεδρικού Κύκλου το 2000; Μήπως η υπερ-απόδοση του 2003 ήταν παρόμοια με αυτήν του 1999; Μήπως η απόφαση της FED να "παρέμβει" με αποφασιστικό τρόπο στις αγορές μέσω ενίσχυσης της ρευστότητας έχει την ίδια περίπου χροιά με τις τότε ενέσεις ρευστότητας για την αντιμετώπιση του ιού του 2000;

Το μήνυμα που εκπέμπουν τα παραπάνω ερωτήματα είναι σαφές: **υπάρχουν εξαιρέσεις στον κανόνα του Προεδρικού Κύκλου και μάλιστα η τελευταία ήταν πολύ πρόσφατη**. Χρονικά η τελευταία εξαίρεση συνέπεσε με την κορύφωση του bull market στην αγορά των ΗΠΑ και το τέλος της μεγαλύτερης κερδοσκοπικής φούσκας στην ιστορία όλων των χρηματιστηρίων μετοχών. Εφόσον οι βασικές υποθέσεις μας για το τρέχον bear market ράλι παραμείνουν αναλλοίωτες, και δεν δούμε νέα υψηλά στο πολύ βραχυπρόθεσμο ράλι που βρίσκεται σε εξέλιξη μετά τα χαμηλά του Μαρτίου 2004, δεν βλέπουμε το λόγο γιατί να μην δούμε ένα replay του έργου "Αγορές ΗΠΑ το Έτος 2000". Αν μη τι άλλο οι εκεί αγορές υπόσχονται μεγάλες διακυμάνσεις και πολλές συγκινήσεις.

Οι Αποτιμήσεις στις Αγορές Μετοχών των ΗΠΑ

Υπάρχει ένα παλιό ρητό στη Wall Street που λέει ότι "κανείς δεν χτυπάει το καμπανάκι στις κορυφές και στους πυθμένες της αγοράς". Βέβαια εκ των υστέρων όλοι μας ευχόμαστε να είχαμε ακούσει το καμπανάκι και να μην το είχαμε αγνοήσει. Λίγο νωρίτερα στη σελίδα 2 είδαμε την άποψη του Warren Buffet, του πιο θρυλικού ίσως επενδυτή της Wall Street τα τελευταία 30 και πλέον χρόνια. Ακόμα κι ο Buffet ακούγεται μετανιωμένος που δεν πούλησε στις αποτιμήσεις του 2000.

Αν ο πιο επιτυχημένος επενδυτής όλων των εποχών "κάθεται" πάνω σε ρευστά \$36 δισ. εκ των οποίων τα \$12 δισ. σε μη-δολαριακές τοποθετήσεις, και δεν μπορεί να βρει μετοχές με πραγματική αξία σε μία αγορά σαν κι αυτή των ΗΠΑ, πως είναι δυνατόν να

ενθουσιαζόμαστε όλοι οι υπόλοιποι με το τρέχον ράλι; Το ίδιο βέβαια ισχύει και με την κριτική του για το αμερικανικό νόμισμα. Αξίζει το κόπο να θυμίσουμε ότι στα τέλη της δεκαετίας του 1990, κι όταν ζούσαμε τα τελευταία στάδια της φούσκας στην αμερικανική αγορά μετοχών, ο Buffet αρνούνταν κατηγορηματικά να αγοράσει μετοχές τεχνολογίας. Δήλωνε ότι ΔΕΝ αγόραζε μετοχές εταιριών που είναι σε μπίζνες που δεν καταλαβαίνει και που είναι αποτιμημένες με κριτήρια που δεν κατανοεί (βλέπε *price/sales ratios*, ή εταιρίες με ελπίδα αλλά χωρίς κέρδη). Τελεία και παύλα. Για την άρνησή του αυτή κατηγορήθηκε ως παλιομοδίτης και εκτός "νέας εποχής". Ήταν μόνο θέμα χρόνου μέχρι οι "φουσκοειδής αποτιμήσεις" να υποστούν το πρώτο σοβαρό τους μάθημα.

Οι επενδυτές όμως φαίνεται ότι δεν έλαβαν το πρώτο μάθημα. Συνεχίζουν να κυνηγούν και ΠΑΛΙ μετοχές με αποτιμήσεις που πλησίασαν στο πρώτο τρίμηνο του 2004 εκείνες του 1999-2000. Αν και η συντριπτική πλειοψηφία των αναλυτών/διαχειριστών είναι ΜΟΝΙΜΩΣ (και σε bull και σε bear φάσεις) με τη μεριά των αισιόδοξων, υπάρχουν αρκετοί επαγγελματίες του χώρου που αμφισβητούν τα τρέχοντα επίπεδα αποτιμήσεων. Ένας από αυτούς είναι και ο **James Montier**, *Global Equity Strategist* της **Dresdner Kleinwort** στο Λονδίνο. Σε πρόσφατη εβδομαδιαία ανάλυσή του (12/3/04) έγραφε τα παρακάτω:

"Όλες οι μέθοδοι που προτιμούμε για απόλυτη αποτίμηση μετοχών προσπαθούν να αφαιρέσουν την μεροληπτική επίδραση του επιχειρηματικού κύκλου. Ανεξάρτητα από ποια μέθοδο εξετάζουμε, φθάνουμε στο συμπέρασμα ότι η αγορά μετοχών στις ΗΠΑ είναι υπερβολικά υπερ-τιμημένη. Για παράδειγμα, το P/E του Hussman (δηλαδή οι τιμές προς τα εταιρικά κέρδη στο υψηλότερο σημείο του επιχειρηματικού κύκλου) είναι στο 21, σε σχέση με τον ιστορικό μέσο όρο του 11,7!"

"Ακόμα και με χρήση των πάντα υπερ-αισιόδοξων μελλοντικών κερδών (*forward earnings*) η αγορά των ΗΠΑ δείχνει ΠΟΛΥ ακριβή. Το τρέχον P/E με τα consensus κέρδη των επόμενων 12 μηνών είναι περίπου στο 18. Στην ανάλυσή μας δείχνουμε ότι κατά προσέγγιση το μέσο μακροχρόνιο forward P/E θα πρέπει να είναι στο 11 με 12."

Αυτό που κάνει ο Montier στην ανάλυσή του είναι μία εκτίμηση των μελλοντικών κερδών από το 1995. Ιστορικά οι εκτιμήσεις των μελλοντικών κερδών υπήρξαν πάντα πολύ υψηλές. Γενικά είναι κατά 26% υψηλότερες με βάση τα τελικώς πραγματοποιηθέντα (πραγματικά) κέρδη. Καθώς ο Montier υπολογίζει τις αποτιμήσεις αφαιρώντας αυτή την "υπερβολή" από τις εκτιμήσεις των αναλυτών καταλήγει σε μία αγορά (των ΗΠΑ) που είναι ιστορικά υπερ-τιμημένη κατά 33%.

Η Αγορά Μετοχών και τα Επιτόκια

Οι "ταύροι" βέβαια βροντοφωνάζουν ότι η προηγούμενη περίοδος δεν ήταν περίοδος με χαμηλά επιτόκια. Έτσι, το τρέχον περιβάλλον των χαμηλών επιτοκίων, λένε, δικαιολογεί υψηλότερες αποτιμήσεις σε όρους P/E. Το επιχείρημα όμως έχει μόνο επιφανειακή λογική. Αν τα επιτόκια είναι χαμηλά, τότε οι επενδυτές θα πρέπει να είναι διατεθειμένοι να αποδεχθούν χαμηλότερες αποδόσεις κερδών από μετοχές (*earnings yields* που είναι το αντίστροφο του P/E), που σημαίνει αυτομάτως υψηλότερες αποτιμήσεις (δηλαδή τιμές, P). Όμως η λογική καταρρίπτεται από το εξής γεγονός: αν τα επιτόκια αυξηθούν, και πάντα ανεβαίνουν κάποια στιγμή, τότε θα αποτελούν σημαντικό παράγοντα πίεσης για τις αποτιμήσεις μετοχών. Είναι ακριβώς αυτές οι πιέσεις στις αποτιμήσεις που

δημιουργούν τα μακροχρόνια bear markets. Ο Montier, στην ίδια ανάλυση, χώρισε τις μετοχές σε 5 γκρουπ ανάλογα με το τρέχον επίπεδο των επιτοκίων και το πως αντέδρασε η αγορά στη συνέχεια σε διαφορετικά επίπεδα επιτοκίων (όταν πια άλλαξαν τα επιτόκια). Πριν προχωρήσουμε στα ευρήματα του Montier θα πρέπει να θυμίσουμε ότι κατά τη διάρκεια ενός bull market το 80% της ανόδου των μετοχών οφείλεται στην διόγκωση του P/E (δηλαδή σε αυτό που αποκαλούμε multiple expansion). Μόνο το υπόλοιπο 20% οφείλεται σε αύξηση των εταιρικών κερδών ή άλλες αιτίες.

Σύμφωνα με τον Montier λοιπόν "οι επενδυτές έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να δούν διόγκωση του P/E, κι άρα υψηλότερες αποτιμήσεις, όταν τα επιτόκια είναι σε υψηλά επίπεδα και ΟΧΙ όταν είναι σε χαμηλά. Όταν τα επιτόκια είναι σε χαμηλά επίπεδα η ανάλυση των ιστορικών δεδομένων υποδεικνύει συρρίκνωση του P/E ή στασιμότητα. Τα χαμηλά επιτόκια μπορεί να εξηγούν γιατί φτάσαμε στα υψηλά P/E (ακριβώς επειδή οι επενδυτές υποφέρουν από την αυταπάτη του χρήματος), αλλά δεν μας λένε τίποτα για την διατηρησιμότητα αυτών των P/E".

Στην ίδια ανάλυση του *Global Equity Strategist* της Dresdner Kleiwort γίνεται αναφορά σε κάποια δημοσίευση ενός Αμερικανού αναλυτή, του **Cliff Asness**, στην επιθεώρηση **Journal of Portfolio Management**. Ο Asness με παρόμοιο τρόπο διαιρεί την αγορά σε πέντε περιόδους με διαφορετικό περιβάλλον στα επιτόκια, από τα χαμηλότερα επίπεδα στα υψηλότερα, και υπολογίζει τις αποδόσεις της αμερικανικής αγοράς 10 χρόνια πριν και 10 χρόνια μετά από αυτές. Οι υψηλότερες αποδόσεις βρίσκονται σε περιόδους που βιώνουμε μειώσεις των επιτοκίων. Όταν τα επιτόκια βρίσκονται στο χαμηλότερό τους σημείο, οι αποδόσεις των μετοχών έχουν ήδη βρεθεί στα καλύτερα επίπεδα των τελευταίων 10 ετών.

Ο Montier (επικαλούμενος τα ευρήματα του Asness) καταλήγει λέγοντας: "Εδώ ξεσκεπάζεται η λανθασμένη θέση ότι τα πολύ χαμηλά επιτόκια είναι προς όφελος των μετοχών. Οι περισσότερες πιθανότητες επίτευξης υψηλών πραγματικών αποδόσεων αγοράζοντας μετοχές είναι όταν τα επιτόκια είναι υψηλά, και όχι χαμηλά. Στην πράξη, η αγορά μετοχών όταν τα επιτόκια είναι πολύ χαμηλά οδηγεί σε αρνητικές πραγματικές αποδόσεις κατά την επόμενη δεκαετία!"

Ξανατονίζουμε: για τα 10 επόμενα χρόνια που ακολουθούν ένα περιβάλλον πολύ χαμηλών επιτοκίων όπως αυτό που ζούμε σήμερα, οι αποδόσεις στις αγορές μετοχών είναι σε πραγματικούς όρους ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ. Χωρίς έκπληξη παρατηρούμε ότι η καλύτερη περίοδος για επένδυση σε μετοχές είναι όταν τα επιτόκια είναι σε πολύ υψηλά επίπεδα και η χειρότερη περίοδος όταν τα επιτόκια είναι σε χαμηλά επίπεδα. Αυτός είναι ένας ακόμα λόγος να πειστούμε ότι διανύουμε ένα secular bear market. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα των αρχών της δεκαετίας του 1980 όταν ο πληθωρισμός αλλά και τα επιτόκια ήταν σε διψήφιο νούμερο. Η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και των επιτοκίων οδήγησαν στο μεγαλύτερο bull market όλων των εποχών. Εμφανώς όμως οι επενδυτές στα τέλη της δεκαετίας του 1990 το παράκαναν δημιουργώντας την μεγαλύτερη χρηματιστηριακή φούσκα.

Είναι σίγουρο όμως ότι κάποιος εύλογα θα αναρωτιέται πως είναι δυνατόν να έχουμε ταυτόχρονη κορύφωση των αγορών μετοχών το 2000 με κορύφωση των βραχυπρόθεσμων αμερικανικών επιτοκίων (δηλαδή αντίθετη κατάσταση από αυτή που μόλις περιγράψαμε). Θα θυμίσουμε ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια βρέθηκαν σε υψηλότερα επίπεδα από τα μακροπρόθεσμα, δηλαδή η καμπύλη αποδόσεων (yield

curve) ήταν αντεστραμμένη. Όταν εξετάζουμε περιόδους 10 ετών και πλέον απαιτείται η χρήση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων (τα οποία μειώθηκαν αλλά λιγότερο από τα βραχυπρόθεσμα). Η πτώση των επιτοκίων στον απόηχο της κερδοσκοπικής μανίας ήταν λίγο διαφορετική. Τα βραχυπρόθεσμα αμερικανικά επιτόκια βρίσκονται "τεχνικά" σε τόσο χαμηλά επίπεδα, γεγονός που σημαίνει ότι δεν βρισκόμαστε σε φυσιολογική κατάσταση. Παρόλα αυτά η μείωση των επιτοκίων από το 2001 και μέχρι το 2003 σε χαμηλότερα επίπεδα είχε τελικά την θετική της επίδραση στην αγορά μετοχών με το μεγαλύτερο bear rally από το ξεκίνημα του secular bear market.

Insider Selling και Διανομή Μετοχών

Σε επόμενη υπο-ενότητα θα σχολιάσουμε πως οι νεο-εισερχόμενες εταιρίες σπεύδουν να πωλήσουν μετοχές στην αγορά είτε μέσω δημοσίων εγγραφών (IPO's) είτε μέσω αύξησης κεφαλαίων (εάν είναι ήδη εισηγμένες). Μάλιστα η συμπεριφορά των εταιριών ενέχει καθαρά τα σημάδια κορύφωσης των τιμών μετοχών. Θα δούμε στα γραφήματα ότι όταν οι εταιρίες εισέρχονται για άντληση κεφαλαίων βρισκόμαστε κοντά σε σημαντικές κορυφές.

Υπάρχει όμως κι άλλος ένας, σημαντικότερος ίσως, δείκτης που με κάποια χρονική υστέρηση μας οδηγεί στο ίδιο σχεδόν συμπέρασμα. Μιλάμε για τις πωλήσεις μετοχών από τους **insiders** (δηλαδή τα διευθυντικά στελέχη και μέλη του διοικητικού συμβουλίου των εισηγμένων εταιριών). Οι αποφάσεις για αγορές ή για πωλήσεις μετοχών από τους insiders αποτελούν συχνά οίωνα για την πορεία των τιμών μήνες μετά. Σύμφωνα με την εταιρία συλλογής των στοιχείων αυτών **Vickers**, τους τελευταίους μήνες ο λόγος των μετοχών που πωλούν οι insiders προς αυτές που αγοράζουν (insider sales to purchase ratio) έφτασε και πάλι το 7,3, δηλαδή πωλούν 7,3 μετοχές για κάθε μία μετοχή που αγοράζουν. Μετά από πολλούς μήνες πωλήσεων από τους κατεξοχήν αρμόδιους, τελικά οι πωλήσεις ξεκίνησαν κι από τους επενδυτές. Καιρός ήταν.

Ένας ακόμα τρόπος να δούμε το τι έχει συμβεί σε επίπεδο πωλήσεων ιδίων μετοχών από insiders αλλά και σε σημαντικές θέσεις μετοχών από το πιο "έξυπνο χρήμα" αρκεί να ρίξουμε μία καλή ματιά στον αριθμό των λεγόμενων **buying climaxes**¹ (bc). Με το πέρας της 2^{ης} εβδομάδας του Μαρτίου 2004, όταν είδαμε 441 buying climaxes, συμπληρώθηκαν 40 εβδομάδες από τις τελευταίες 49 με περισσότερα από 100 climaxes. Όταν το 82% σχεδόν των εβδομάδων του τελευταίου έτους είναι εβδομάδες με τέτοια κατάληξη, γίνεται φανερό ότι η διανομή μετοχών όχι μόνο συνεχίζεται αλλά έχει ενταθεί. Ένδειξη υπερ-πωλημένης αγοράς θα είναι να βιώνουμε τα ακριβώς αντίθετο, δηλαδή selling climaxes. Βιώσαμε κάτι τέτοιο αλλά σε πολύ περιορισμένο αριθμό μόνο την 3^η εβδομάδα του Μαρτίου.

Όσον αφορά τώρα τη διανομή μετοχών έχουμε να καταθέσουμε την άποψη μιας σημαντικής φωνής (αν και αρκετά απαισιόδοξης το τελευταίο διάστημα): του Richard Russell. Άσχετα με το αν κάποιος διαφωνεί ή συμφωνεί με τις θέσεις του Russell εμείς έχουμε να τονίσουμε ότι τα 50 περίπου χρόνια της εμπειρίας του στη Wall Street είναι αρκετά για να μας πείσουν να μην αγνοήσουμε την άποψή του. Εξάλλου, παρά τις

¹ **Buying climax** έχουμε όταν μία μετοχή κάνει νέο υψηλό 52 εβδομάδων αλλά κλείνει χαμηλότερα την εν λόγω εβδομάδα. Το buying climax αποτελεί ένδειξη αγοραστικού πυρετού (για όποιον λόγο) αλλά μόλις η μετοχή κάνει νέα υψηλά 52 εβδομάδων οι πωλητές είναι παρόντες και πωλούν. Είναι με απλά λόγια μία σοβαρή ένδειξη διανομής μετοχών (distribution).

απαισιόδοξες μακροχρόνιες εκτιμήσεις του ήταν από τους λίγους που μίλησε για σημαντικό πυθμένα και μεσοπρόθεσμο ράλι τον Οκτώβριο του 2002. Άλλο μακροχρόνια θέση κι άλλο μεσοπρόθεσμο ράλι. Προειδοποίησε τους συνδρομητές του τον Οκτώβριο του 2002 για το ράλι και πρότεινε αγορές. Δύο εβδομάδες πριν την κορύφωση του **Dow Jones Industrials** τον Φεβρουάριο του 2004, και όταν ο Dow Transports απέτυχε να επιβεβαιώσει τον Dow Industrials, παρότρυνε να πωλήσουν τις μετοχές τους και να περιμένουν με τα ρευστά τους μακριά από την καταιγίδα.

Στο τελευταίο **Dow Theory Letter** (με ημερομηνία 31/3) ο 79-χρονος πια Russell γράφει:

Η κύρια διανομή μετοχών έλαβε χώρα στην κορυφή του 1999-2000. Το μεγάλο, σοφιστικέ και έξυπνο χρήμα έφυγε από αυτή την αγορά στα υψηλά του bull market (ή πολύ κοντά) την διετία 1999-2000. Έκτοτε συνεχίζουν να ξεφορτώνονται μετοχές. Το bear market rally που ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 2002 ήταν κυρίως traders, κερδοσκόποι και hedge funds που "πήδηξαν στην αγορά" σαν momentum παίκτες. Αυτοί οι παίκτες δεν αγόραζαν επενδυτικές αξίες, αλλά τα χαμηλά επιτόκια της FED και την ρευστότητα που δημιούργησε. Οι μεγάλοι ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ, αυτοί δηλαδή που ξέρουν να αγοράζουν ΑΞΙΕΣ είναι σε γενικές γραμμές με μικρά αποθέματα μετοχών ή ΕΝΤΕΛΩΣ ΕΚΤΟΣ αγοράς. Μιλώ φυσικά για τον Sir John Templeton, τον Soros (Soros Funds), τον Buffett (Berkshire Hathaway) ή τον Bill Gross (PIMCO).

Στις πρώτες σελίδες του **Global Trends 2004** αναφερθήκαμε στον Warren Buffett. Είχε πει σε πρόσφατη δήλωση (στο ετήσιο report της Berkshire Hathaway) ότι μετάνιωσε που δεν πούλησε πολλές από τις μετοχές του στην κορυφή του 2000 όταν αποτιμούνταν σε μεγάλη απόσταση από την εσωτερική τους αξία. Είπε επίσης ότι σήμερα δεν βρίσκει ευκαιρίες για αγορές μετοχών. Παραμένει με \$36 δισ. σε ρευστά. Αν λοιπόν δεν βρίσκει ευκαιρίες τώρα κι έχει ακόμα λίγα αποθέματα μετοχών απούλητα να είστε σίγουροι ότι σύντομα θα το πράξει.

Η Ωρολογιακή Βόμβα του Αμερικανικού Χρέους

Χρέος. Δανεισμός. Εύκολη πρόσβαση σε πίστωση. Αυτά στηρίζουν την αμερικανική οικονομία. Είναι πολύ σημαντικό να κατανοήσουμε ένα σημείο: **η οικονομία των ΗΠΑ εξαρτάται από τα πολύ χαμηλά επιτόκια και τον επακόλουθο πληθωρισμό σε ένα σωρό assets με σκοπό να επιπλέει**. Ο ίδιος ο Alan Greenspan το παραδέχεται πια δημοσίως. Η συνεχής αύξηση των τιμών κατοικιών στις ΗΠΑ και τα πολύ χαμηλά επιτόκια κρατούν στη ζωή τον Αμερικανό καταναλωτή και την οικονομία.

Βέβαια, αν οι τιμές των assets (μετοχές, κατοικίες, κτλ.) συνεχίσουν την αιώνια άνοδό τους, όλα θα πάνε καλά για τους Αμερικανούς ακόμα και με αυτά τα επίπεδα δανεισμού. Οι τιμές των assets ανεβαίνουν και στην συνέχεια (μετά από κάποια κορυφή) κατέρχονται. Τα βάρη όμως του δανεισμού δεν πέφτουν με την πτώση των τιμών των assets. Αν κάποιος Αμερικανός αγόρασε μία κατοικία και δανείστηκε από μία τράπεζα \$200.000 θα συνεχίσει να χρωστάει το ποσό αυτό μέχρι να το αποπληρώσει ή να κηρύξει πτώχευση. Τα επιτόκια μπορεί να μειωθούν κι έτσι η εξυπηρέτηση του δανείου να ελαφρυνθεί (υποθέτοντας κλειδωμά δανείων με σταθερά επιτόκια). Όμως

αντίστροφα μπορεί να αυξηθούν και να επιβαρύνουν επιπλέον τον δανειολήπτη αν έχει δανειστεί με κυμαινόμενα επιτόκια.

Το συνολικό χρέος των ΗΠΑ (ιδιωτών και δημοσίου) έχει αυξηθεί κατά αρκετά τρισ. δολάρια τα τελευταία χρόνια. Το έλλειμμα της κεντρικής (ομοσπονδιακής) κυβέρνησης βρίσκεται σε επίπεδα ρεκόρ. Βέβαια τα στοιχεία που δημοσιεύονται είναι τα "επίσημα" και περιλαμβάνουν ένα σωρό αισιόδοξες προβλέψεις (ιδιαίτερα για την πλευρά των εσόδων). Το επίσημο έλλειμμα της κυβέρνησης των ΗΠΑ για την χρήση που έληξε πέρυσι το Σεπτέμβριο ήταν σχεδόν \$375 δισ. Αν όμως η κυβέρνηση χρησιμοποιούσε την λογιστική απεικόνιση που χρησιμοποιούν οι εταιρίες στα βιβλία τους το έλλειμμα θα ήταν \$665 δισ.!!!

Το αμερικανικό χρέος είναι ωρολογιακή βόμβα γιατί ΔΕΝ ΜΠΟΡΕΙ να αυξάνεται εσαεί. Κι όμως στην πραγματικότητα συνεχίζει να αυξάνεται. Το αρνητικό δεν είναι ότι αυξάνεται σε απόλυτα μεγέθη αλλά αυξάνεται και ο ρυθμός μεταβολής του. Αυτό είναι και το ΑΣΧΗΜΟ χαρακτηριστικό του χρέους. Είναι σαν τα ναρκωτικά (ή κάποια φάρμακα). Απαιτείται όλο και περισσότερο για να επιτευχθεί το ίδιο διαχρονικό αποτέλεσμα. Όσο περισσότερα χρωστάει κάποιος τόσο περισσότερα χρειάζονται για να καλυφθεί η οφειλή. Κι όσα περισσότερα δανείζεται κάποιος τόσο μεγαλύτερες είναι οι πληρωμές σε επιτόκια. Ακόμα κι αν τα επιτόκια παραμένουν αμετάβλητα, χρειάζεται περισσότερα για να επιπλεύσει κανείς μέχρι το σημείο εκείνο που το συνολικό χρέος δεν μπορεί να εξυπηρετηθεί πια.

Σύμφωνα με τον **Richard Freeman** του *Executive Intelligence Review*, κατά τη δεκαετία του 1970 για κάθε 1\$ αύξησης του αμερικανικού ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν) το χρέος αυξήθηκε \$4,25. Στην δεκαετία του 1980 το ίδιο νούμερο αυξήθηκε κατά \$13,90 για κάθε δολάριο αύξησης του ΑΕΠ. Την περίοδο 2001-2003 για κάθε \$1 αύξησης του ΑΕΠ το χρέος αυξήθηκε \$63,51 !!!!! Δεν χρειάζεται να έχει κανείς νομπέλ στα οικονομικά για να συνειδητοποιήσει ότι ο ρυθμός αυτός ΔΕΝ ΕΙΝΑΙ ΔΙΑΤΗΡΗΣΙΜΟΣ. Ο μοναδικός λόγος που είναι δυνατή η αύξηση του χρέους με τέτοιους ρυθμούς είναι τα ΠΟΛΥ ΧΑΜΗΛΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ. Τι συμβαίνει όταν τα επιτόκια αυξηθούν (αφού πάντα αυξάνονται κάποια στιγμή στο μέλλον); Η ωρολογιακή βόμβα του χρέους εκρήγνυται.

Το κόστος εξυπηρέτησης του παραπάνω χρέους ήταν \$8,09 τρισ. το 2003 (σε σχέση με το \$1,29 τρισ. το 1980) και βαίνει αυξανόμενο κάθε λεπτό. Σύμφωνα με τον Freeman, "το χρέος ΔΕΝ ΜΠΟΡΕΙ να αποπληρωθεί". Η αποπληρωμή του χρέους θα απαιτούσε το 75% του εθνικού προϊόντος των ΗΠΑ. Σκεφτείτε πως θα ήταν αν τα 3/4 του μισθού σας απαιτούνταν να καλύψουν την ελάχιστη πληρωμή του χρέους σας; Την ίδια στιγμή που κάποιος σαν το Alan Greenspan προσπαθεί να σας πείσει ότι ο αμερικανός και τα χρέη του είναι σε "καλή κατάσταση" !

Όταν το χρέος αυξάνει, το κόστος εξυπηρέτησης πρέπει να προέλθει από κάπου. Όταν (το χρέος) μεγαλώσει υπερβολικά το κόστος εξυπηρέτησης πρέπει να προέλθει από κάποιο κονδύλι, π.χ. τα έξοδα διαβίωσης. Αν υποθέσουμε ότι αύριο κιόλας όλοι οι Αμερικανοί ΠΡΕΠΕΙ να πληρώσουν το χρέος τους, πως θα μπορέσουν να πληρώσουν για τροφή, έξοδα κατοικίας, έξοδα περίθαλψης, κτλ.; Δε θα μπορέσουν. Η επιλογή είναι «πείνα» ή χρεοκοπία.

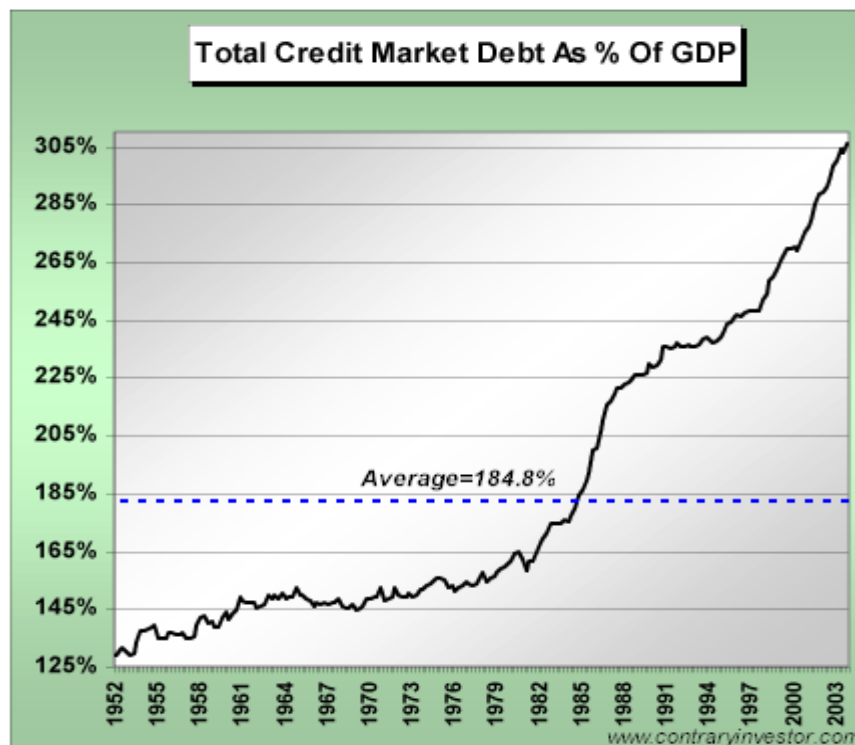
Οι ΗΠΑ και οι πολίτες της οδεύουν προς ένα πολύ επικίνδυνο μέλλον. Το χρέος συνεχίζει να μεγαλώνει με αυξανόμενους ρυθμούς σε όλα τα μέτωπα. Βρισκόμαστε σε

ένα σημείο που οι Αμερικανοί δεν είναι σε θέση να αποπληρώσουν το χρέος τους. Μπορούν να το εξυπηρετούν αλλά δεν θα μπορέσουν να το αποπληρώσουν. Τουλάχιστον όχι εύκολα ή σύντομα. Είναι τεράστιο χρέος και συνεχίζει να αυξάνει. Δεν πρόκειται να "πεινάσουν" οι Αμερικανοί. Απλά ίσως θα πρέπει να καταστρέψουν το νόμισμά τους (ίσως και λίγο τη φήμη τους) και να κηρύξουν αδυναμία πληρωμών τόκων ή κεφαλαίου. Κι αυτό θα είναι εμπόδιο για την μακροπρόθεσμη πορεία της Αμερικανικής οικονομίας.

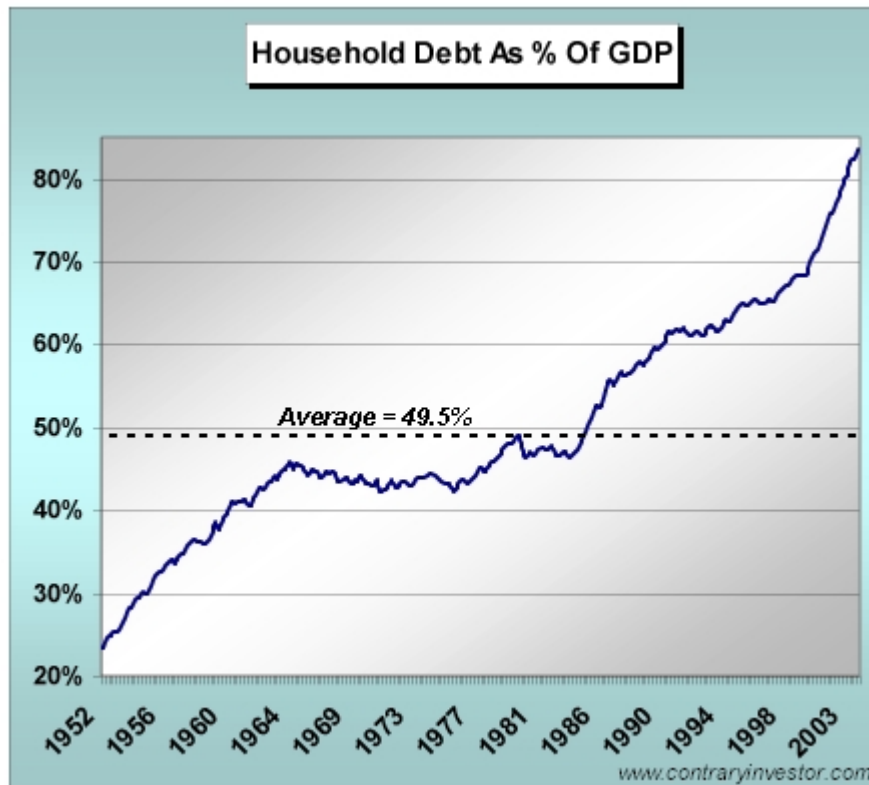
Σε πρόσφατο σχόλιό του, ο αντιπρόσωπος στο κογκρέσο (βουλευτής) **Ron Paul** αναφερόμενος σε μία μελέτη του γνωστού οικονομολόγου **Frank Shostak** είπε: « Οι Αμερικανικές οικογένειες ποτέ δεν ήταν βυθισμένες σε τόσο χρέος, ποτέ δεν αποταμίευαν τόσο λίγο και ποτέ δεν κατανάλωναν πολύ περισσότερο από όσο παρήγαγαν. Αντικειμενικά, οι Αμερικανικές οικογένειες πατάνε σε εύθραυστο "οικοδόμημα". Συνδυάζοντας το με το εύθραυστο έδαφος στο οποίο πατάει και η κυβέρνηση η συνταγή για σοβαρές δυσκολίες στο απώτερο μέλλον είναι έτοιμη. Χωρίς αμφιβολία.

Τα παρακάτω διαγράμματα δε νομίζουμε να απαιτούν επεξήγηση. Μιλούν από μόνα τους.

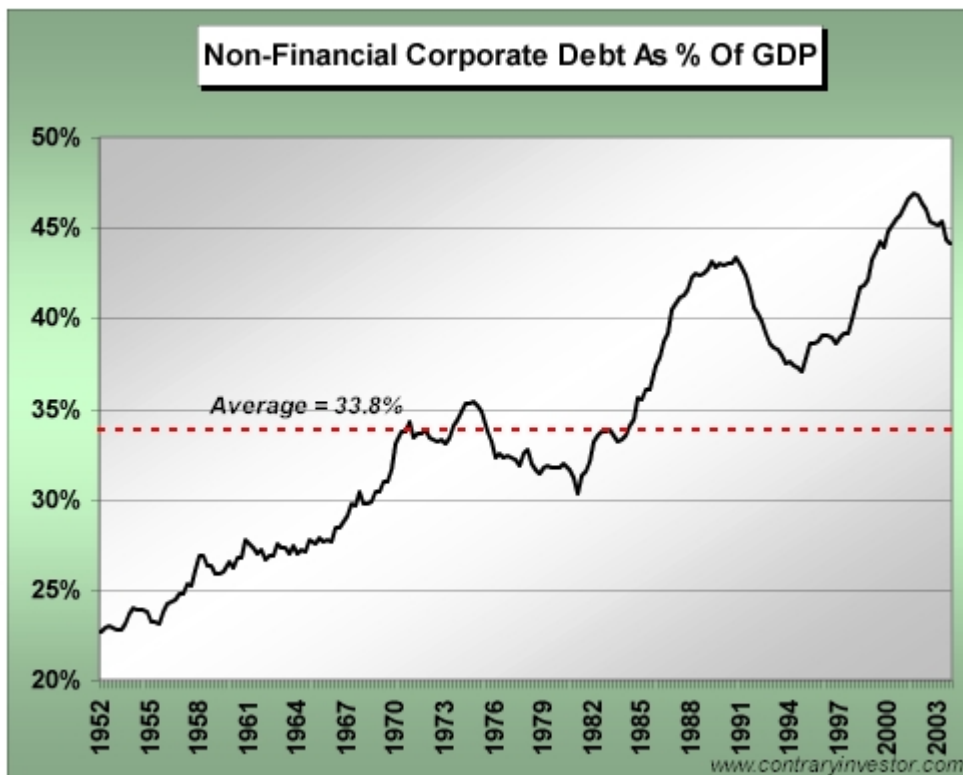
ΓΡΑΦΗΜΑ 1: Συνολικό Χρέος ως Ποσοστό του ΑΕΠ



ΓΡΑΦΗΜΑ 2: Το Χρέος των Νοικοκυριών ως Ποσοστό του ΑΕΠ



ΓΡΑΦΗΜΑ 3: Χρέος Μη-Χρηματοοικονομικού Τομέα ως Ποσοστό του ΑΕΠ



ΓΡΑΦΗΜΑ 4: Χρέος Μη-Χρηματοοικονομικού Τομέα ως Ποσοστό του ΑΕΠ

