

IRAJ on Market Confusion

Κυριακή, 6 Οκτωβρίου 2002

Σπυρίδων Ε. Βασιλείου
info@iraj.gr

Εισαγωγή – Σύντομη Αναδρομή

Συμπληρώνεται περίπου ένας χρόνος από την πρώτη ηλεκτρονική έκδοση του **Investment Research & Analysis Journal (IRAJ)** εν μέσω δύσκολων συνθηκών στις αγορές μετοχών διεθνώς. Σκοπός της παρούσας ανάλυσης μου είναι να προσπαθήσω με το γνωστό ανεξάρτητο τρόπο να παραθέσω τα γεγονότα στις διεθνείς αγορές - έχοντας πάντα ως επίκεντρο την επενδυτική Μέκκα της Wall Street - για την εξαγωγή ορισμένων χρήσιμων συμπερασμάτων τα οποία οι περισσότεροι επενδυτές φαίνεται ότι λησμόνησαν στο διάβα των τελευταίων χρόνων.

Πριν εισέλθω στις ειδικότερες πτυχές του θέματος θα κάνω εν συντομία μία αναδρομή των απόψεών μου για εκείνα που πίστευα κατά τη διάρκεια του περασμένου έτους για τις αγορές μετοχών στις Η.Π.Α. και κατ' επέκταση για τις αγορές διεθνώς. Η επανάληψη αυτή γίνεται ιδιαίτερα για όσους δεν έχουν διαβάσει παλαιότερες αναλύσεις μου στο IRAJ αναφορικά με το εν λόγω θέμα.

Οκτώβριος 2001: Εβδομάδες μετά το χαμηλό της 21^{ης} Σεπτεμβρίου διατύπωσα την άποψη ότι το ράλι θα διαρκέσει μερικούς μήνες και συγκεκριμένα μέχρι τις αρχές του 2002. Τόνισα ότι θα είναι **Bear Market Rally**, το οποίο με απλά λόγια σήμαινε ότι τα χαμηλά του Σεπτεμβρίου θα παραβιάζονταν στην επόμενη καθοδική φάση του Bear Market πιθανότατα το δίμηνο Σεπτεμβρίου - Οκτωβρίου 2002. Ολόκληρη η κίνηση από τα χαμηλά του Σεπτεμβρίου ήταν “εκνευριστικά” εμφανής ότι επρόκειτο για διόρθωση. Ο δείκτης NASDAQ έκανε κορυφή στις 2.098 μονάδες τη δεύτερη εβδομάδα του Ιανουαρίου. Ο δείκτης Standard & Poor's 500 (S&P 500), που αποτελεί αντιπροσωπευτικό οδηγό των αμερικανικών αγορών μετοχών σημείωσε κορυφή στις 1.176 μονάδες. Ο δείκτης Dow Jones Industrials Average (DJIA) άγγιξε τις 10.300 μονάδες.

Ιανουάριος 2002: Το δεύτερο ηλεκτρονικό τεύχος του IRAJ περιείχε μία διεξοδική ανάλυση του Bear Market και εξηγούσε γιατί οι προσδοκίες των επενδυτών για το άμεσο αλλά και το απώτερο μέλλον ήταν υπερβολικές. Χρησιμοποιώντας αρκετές διαφορετικές

μεθόδους προσέγγισης¹ διαπίστωσα ότι οι αγορές μετοχών προεξοφλούσαν ένα λαμπρότερο μέλλον από αυτό που προμήνυαν λιγότερο παραδοσιακές μέθοδοι προσέγγισης και αποτίμησης. Σημείωσα δε, ότι το 2002 θα είναι χρονιά κατά την οποία οι στρατηγικές **Short** θα είναι επικερδέστερες από τις **Long**. Ταυτόχρονα υπογράμμισα ότι το 2002 θα είναι η χρονιά κατά τη διάρκεια της οποίας συγκλίνουν πολλοί χρηματιστηριακοί κύκλοι με αποκορύφωμα το φθινόπωρο. Ταυτόχρονα, κάλεσα για πτώση το Φεβρουάριο, ράλι προς τον Απρίλιο, νέα πτώση μέχρι τα τέλη Ιουνίου ή αρχές Ιουλίου, στη συνέχεια καλοκαιρινό ράλι και πτώση προς το αναμενόμενο “άσχημο” δίμηνο Σεπτεμβρίου - Οκτωβρίου. Ο δείκτης DJIA έκανε κορυφή στις 10.673 μονάδες, ο S&P 500 “τέσταρε” (1.174 μονάδες), αλλά δεν έσπασε το προηγούμενο υψηλό του Ιανουαρίου, ενώ ο δείκτης NASDAQ έκανε χαμηλότερο υψηλό αγγίζοντας τις 1.935 μονάδες. Παρατηρήθηκε δηλαδή αυτό το οποίο πολλοί αναλυτές αποκαλούν εσωτερική απόκλιση της αγοράς (**Inter-Market Divergence**). Με “λάθος” 2-3 εβδομάδων νωρίτερα ή αργότερα η αμερικανική αγορά επαλήθευσε τις προβλέψεις μου στο έπακρο.

Απρίλιος 2002: Ενώ η υποχώρηση είχε ξεκινήσει, το δευτερογενές ράλι (Retest των υψηλών του Μαρτίου) και τα συνεχόμενα νέα υψηλά στους δείκτες μικρής κεφαλαιοποίησης (**Small Cap Indices**) με έκαναν (λανθασμένα μέχρι ένα σημείο) να υποθέσω ότι το Bear Rally ίσως είχε ακόμα λίγο δρόμο². Τόνισα ότι ενώ η τεχνική ανάλυση μου λέει ότι το σπάσιμο του 1.177 μονάδων στον S&P 500 θα οδηγήσει σε **Short Covering** και πιθανότατα σε υψηλότερες τιμές, η “όσφρησή μου” έλεγε ότι το ράλι θα αποτελέσει πιθανότατα **Head Fake** και θα αποτύχει κοντά στις 1.200 μονάδες. Η αγορά με διέψευσε μερικώς και δεν πέρασε το 1.177, αλλά με επαλήθευσε ολικώς και έκανε γερό Sell Off προς το αναμενόμενο χαμηλό περί τα τέλη Ιουνίου.

Μάιος 2002: Στις αρχές του μήνα η εταιρία κατασκευής προϊόντων δικτύων **Cisco Systems** ανακοινώνει ότι θα έχει καλύτερα αποτελέσματα από αυτά που ανέμεναν οι αναλυτές. Με το γεγονός αυτό, οι αμερικανικές αγορές θα γευτούν ένα εκπληκτικό ράλι. Ο δείκτης NASDAQ θα σημειώσει άνοδο 8% σε μία ημέρα. Μερικές ημέρες μετά, στην ανάλυση “**Θαύματα Μιας Ημέρας**”, σημειώνα ότι οι εκρήξεις αυτές αποτελούν σήμα κατατεθέν του Bear Market. Δήλωσα ότι περιμένω να διασπαστούν τα χαμηλά των αρχών Μαΐου, ενώ συμπλήρωσα ότι δεν θα μου προκαλούσε έκπληξη αν έβλεπα την αγορά της NASDAQ να προσεγγίζει τις 1.200 μονάδες αν διασπαζόταν το επίπεδο των 1.387 μονάδων (χαμηλό Σεπτεμβρίου 2001) και 1.357 μονάδων (χαμηλό Οκτωβρίου 1998).

Ιούνιος 2002: Πλησιάζοντας την 21 Ιουνίου (καλοκαιρινή ισημερία) έγραψα ότι σύντομα το κύμα πωλήσεων θα τελείωνε σε συνδυασμό με το “κλείσιμο” του κύκλου των 40 εβδομάδων. Είχα δώσει ορισμένα επίπεδα τα οποία εφόσον δεν παραβιάζονταν θα συντηρούσαν την καθοδική τάση. Το ράλι που θα ακολουθούσε θα ήταν στην καλύτερη

¹ Χρησιμοποιώντας βασική τεχνική ανάλυση, Sentiment Analysis, P/E Ratios, Κυματική Θεωρία (Elliott Wave Theory), Kondratieff Theory, Θεωρία Χρηματιστηριακών Κύκλων, Tobin’s q Ratio και στοιχεία θεμελιώδους ανάλυσης, κατέληξα στην διαπίστωση ότι οι αγορές ήταν υπερτιμημένες.

² Οι αγορές τιμούν πολύ συχνά τα σημεία που αντιπροσωπεύουν τα λεγόμενα **Fibonacci Retracements** (38,2% και 61,8%). Για τον S&P 500 το επίπεδο των 1.177 μονάδων αποτελούσε μόνο 38,2% Retracement. Πολλοί τεχνικοί αναλυτές πιστεύουν ότι η τάση θα παραμένει προς μία κατεύθυνση ακόμα και αν η αγορά κάνει Retracement στο 61,8% της προηγούμενης κίνησης. Ο R.N. Elliott έκανε λόγο και για 78,6% !

περίπτωση **Summer Rally** του τρέχοντος Bear Market που θα αποτύγγανε οδηγώντας σε νέο κύμα πωλήσεων. Η αγορά με διέψευσε χρονικά για το χαμηλό με μερικές εβδομάδες. Το χαμηλό της 23^{ης} Ιουλίου έφερε το δείκτη DJIA στις 7.532, τον S&P 500 στις 776 μονάδες και το δείκτη NASDAQ στις 1.192 μονάδες. Το επίπεδο των 1.200 μονάδων που περίμενα για την αγορά NASDAQ το φθινόπωρο ήταν ήδη γεγονός.

Ιούλιος 2002: Λίγο πριν τα χαμηλά των αγορών στα τέλη του Ιουλίου, σε νέα ανάλυση επανέλαβα ότι το Summer Bear Market Rally μετά το όποιο χαμηλό θα αποτύχει και θα οδηγήσει σε νέο κύμα πωλήσεων που θα διασπάσει τα όποια χαμηλά του Ιουλίου. Στις 22 Αυγούστου 2002, ο DJIA άγγιξε τις 9.060 μονάδες, ο S&P 500 τις 962 μονάδες και ο NASDAQ τις 1.426 μονάδες. Ξαφνικά οι αναλυτές διαψεύστηκαν οικτρά αφού οι εκτιμήσεις για τα οικονομικά αποτελέσματα ήταν υπερβολικά αισιόδοξες. Ήταν αυτό το οποίο είχα τονίσει με κεφαλαία γράμματα από τον Ιανουάριο όταν έγραφα ότι οι εκτιμήσεις για τα κέρδη ήταν υπεραισιόδοξες. **Τα P/E έπρεπε να ακολουθήσουν καθοδικά τις εκτιμήσεις της αναλυτικής κοινότητας για τα κέρδη.** Έτσι και έγινε.

Σεπτέμβριος 2002: Με αφορμή το “Φαινόμενο του Σεπτεμβρίου και του Κύκλου του Προέδρου” επεσήμανα ότι ο τρέχων μήνας θα ήταν άστατος με διακυμάνσεις και πιθανότατα καθοδικός ακολουθώντας την παράδοση. Οι κύκλοι, τα κύματα Elliott και οι ακόμα αισιόδοξες προβλέψεις των αναλυτών έδειχναν χαμηλότερα επίπεδα τιμών.

Γιατί η Ιστορία Είναι Συνήθως ο Καλύτερος Οδηγός

Ο λόγος για τον οποίο επανέλαβα όλα τα παραπάνω, και που αποτελούν γραφόμενα μηνών πριν, δεν έγκειται σε “ευλογία γενιών” αλλά σχετίζεται με μία πολύ σοβαρή ασθένεια των απανταχού επενδυτών: **την ιστορική λήθη**. Το κυνήγι των αποδόσεων έστω και βραχυπρόθεσμα είναι απόλυτα θεμιτό “παιχνίδι”, όμως απαιτεί γνώση των κανόνων από τους συμμετέχοντες επενδυτές. Σε έναν ποδοσφαιρικό αγώνα, για παράδειγμα, οι κανονισμοί και οι διαιτητές είναι γνωστοί εκ των προτέρων. Οι ομάδες κατέρχονται στον αγωνιστικό χώρο, ο αγώνας διεξάγεται και η τελική έκβαση έχει κάποιον νικητή, κάποιον χαμένο ή οδηγεί σε ισόπαλο αποτέλεσμα. Όποιοι από τους συμμετέχοντες παραβιάσουν κάποιον κανονισμό, τότε αυτοί τιμωρούνται και η ποινή δίνεται με ποικίλους τρόπους (πέναλτι, κάρτες, αποβολές). Ο παραλληλισμός αυτός με την αγορά μετοχών αφορά κυρίως την παράμετρο των κανονισμών και όχι τους νικητές ή τους χαμένους. Στις αγορές μετοχών, οι περισσότεροι κανονισμοί δίνονται στους “παίχτες” μέσω του θεσμικού πλαισίου που διέπει τις αγορές και το οποίο έχει ως σκοπό να διαφυλάξει τους επενδυτές από επιτήδειους αλλά και από απάτες. Δεν είναι σκοπός της παρούσας ανάλυσης να ασχοληθεί με τα θεσμικά πλαίσια των χρηματιστηρίων, όμως θα πρέπει να τονίσω ότι οι ελλείψεις ήταν, και δυστυχώς ακόμα είναι, αρκετές (σε πολλές αγορές).

Οι σημαντικότεροι κανόνες των αγορών μετοχών, κατά την άποψή μου, δεν είναι μόνο οι γραπτοί κανονισμοί ως προς το πώς διεκπεραιώνονται οι συναλλαγές. Είναι η επενδυτική παιδεία σε συνδυασμό με την εξονυχιστική μελέτη της χρηματιστηριακής ιστορίας. Εκατομμύρια επενδυτές υπέστησαν τρομερές απώλειες κατά την τελευταία διετία γιατί πίστεψαν ότι τη φορά αυτή ΗΤΑΝ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΑ. Πίστεψαν ότι τα P/E δεν αποτελούν

πια κριτήριο επιλογής μετοχών, ότι οι σημερινές ζημιές είναι αποδεκτές, εφόσον μία δημόσια εγγραφή αναφέρει στο ενημερωτικό δελτίο ότι κάποια στιγμή στο μέλλον τα κέρδη θα εμφανιστούν. Κάθε μετοχή που συνδυάστηκε με τεχνολογία και Internet “πέταξε στα σύννεφα” δημιουργώντας την αυταπάτη ότι το **El Dorado** είναι εφικτό για όλους. Ήταν άραγε τόσο διαφορετικό από τη χρηματιστηριακή τρέλα της δεκαετίας του 1920 για τις μετοχές ακινήτων στη Florida (οι οποίες στη συνέχεια κατέρρευσαν), τις μετοχές αυτοκινήτων (General Motors, Ford) ή τις μετοχές ραδιοφώνου (βλέπε RCA – Radio Corporation of America) ; Ήταν διαφορετική η τρέλα του 1995-1999 με αυτή της δεκαετίας του 1960 για τις μετοχές εταιριών κολοσσών που δημιούργησαν οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις ; Οι Nifty-Fifty εταιρίες ;

Η χρηματιστηριακή κερδοσκοπία που διαβρώνει τα στρώματα του πληθυσμού μιας χώρας λαμβάνει διαστάσεις μανίας και “τρέλας” με τρομακτικές συνέπειες. Μόνο που αυτές οι συνέπειες δεν είναι ορατές στους περισσότερους επενδυτές καθώς η ιστορία προηγούμενων “φουσκών” είναι τόσο μακρινή που δεν τους αγγίζει. Αυτή τη φορά ΕΙΝΑΙ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΑ αναφωνούν και συνεχίζουν. Ο **Charles Mackay**³ είχε περιγράψει με αρκετή παραστατικότητα γεγονότα επενδυτικής υστερίας που σημειώθηκε πριν 300 ολόκληρα χρόνια, κανείς όμως δεν έδωσε σημασία. Η ιστορική λήθη αποτέλεσε μέγα λάθος των ανά τον κόσμο επενδυτών. Το λάθος αυτό πληρώνουν οι αγορές που βιώνουν καταστάσεις “πρωτόγνωρες” σύμφωνα με αναλυτές και δημοσιογράφους. Αναρωτιέμαι αλήθεια μέχρι πότε φτάνει η μνήμη των παραπάνω “ειδικών” ; Το 1998 (Κρίση Ρωσίας), το 1997 (Ασιατική Κρίση), το 1990-91 (Πόλεμος Περσικού Κόλπου) ή το Κραχ του 1987; Τα χρηματιστηριακά φαινόμενα που ζούμε σήμερα συνέβησαν με το ίδιο και απaráμιλλο τρόπο στο Secular Bear Market μεταξύ 1966-1982, όμως κανείς από τους παραπάνω δεν “σκάλισε” την ιστορία ;

Παρέθεσα την ιστορική συνέχεια των αναλύσεών μου στο IRAJ για να διατυπώσω με απλό τρόπο ότι τα γραφόμενά μου ήταν μία απλή παρατήρηση χρηματιστηριακής ιστορίας, χρηματιστηριακών κύκλων, κυμάτων Elliott, υψηλών P/E, υπεραισιόδοξων αναλυτών και επενδυτικής λήθης. Όλα τα παραπάνω ήταν αρκετά για να μας δείξουν ότι οι αγορές είχαν ακόμα “δρόμο προς τα κάτω.” Το σημαντικότερο πρόβλημα όμως που πηγάζει από την πρόσφατη εμπειρία του Bear Market είναι ότι πολλοί επενδυτές δείχνουν (ή έτσι τουλάχιστον φαίνεται) εντελώς ξαφνιασμένοι με αυτά που συνέβησαν μέχρι σήμερα. Μάλλον δείχνουν ανέτοιμοι να συνειδητοποιήσουν ότι μία βασική αρχή που διέπει τις αγορές μετοχών δεν έπαψε να ισχύει: **το ασφάλιστρο κινδύνου των μετοχών (Equity Risk Premium) ποτέ δεν ήταν μηδέν**, όπως επιχειρηματολόγησαν οι Glassman και Hassett στο “τρομερό” βιβλίο τους **Dow 36.000** που έκανε την εμφάνισή του, το φθινόπωρο του 1999, εβδομάδες πριν την υψηλότερη ιστορική κορυφή του DJIA στις 11.722 μονάδες (14/1/00).

Όσοι έχουν την υπομονή να κοιτάξουν λίγο νωρίτερα (δεκαετία 1970) θα δουν ότι αυτό που ζούμε τον τελευταίο καιρό δεν είναι τίποτε άλλο από ένα **Déjà Vu**. Μια από τα ίδια δηλαδή. Οι περισσότεροι επενδυτές ήταν “συνηθισμένοι” στα εύκολα κέρδη της δεκαετίας του 1990 κατά τη διάρκεια της οποίας το **Momentum** ήταν το κυρίαρχο όχημα για επενδύσεις σε μετοχές. Ελάχιστοι κοίταζαν τις αποτιμήσεις και την υγεία των

³ Charles Mackay, Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds, 1841.

επιχειρήσεων είτε εισήγαγαν μετοχές είτε ομόλογα. Το αποτέλεσμα ήταν υπερεπένδυση σε τομείς όπως η τεχνολογία και οι τηλεπικοινωνίες. Η πίεση στις τιμές των προϊόντων από τον έντονο ανταγωνισμό είχε σοβαρές συνέπειες στην κερδοφορία των επιχειρήσεων, καθώς οι υποχρεώσεις από τον υπερβολικό δανεισμό απαιτούσαν υπέρογκες πληρωμές σε τόκους και τοκομερίδια.

Αυτό που μου προκαλεί όμως τη μεγαλύτερη έκπληξη είναι το γεγονός ότι οι “ειδικοί” αναλυτές των μεγαλύτερων χρηματιστηριακών εταιριών και επενδυτικών τραπεζών δηλώνουν έκπληκτοι με τη σφοδρότητα της πτώσης. Είναι ειδικοί της Goldman Sachs, της Salomon Smith Barney, της UBS, της Merrill Lynch και άλλων παρόμοιων συμφερόντων που έχουν μισθούς εκατοντάδων χιλιάδων δολαρίων και μόνους εκατομμυρίων δολαρίων. **Κανείς σχεδόν από τους παραπάνω δεν είχε ζήσει το Bear Market της δεκαετίας του 1970.** Πρόσφατη ανάλυση της Merrill Lynch έκανε λόγο για καλή ευκαιρία για τις τοποθετήσεις το Σεπτέμβριο !!! Ίσως. Αλλά αν οι δείκτες σημειώσουν νέα κατά 10%-15% πτώση, τότε θα ήταν εφικτό να ισοσκελίσουν τις ζημιές τους οι επενδύσεις του Σεπτεμβρίου;

Τα P/E είναι ακόμα Υψηλά

Η ιστορία είναι σαφέστατη και ξεκάθαρη όσον αφορά τις αγορές μετοχών. Οι μετοχές είναι ακόμα ακριβές αν τις δούμε από πλευράς P/E. Δεκάδες αναλυτές της Wall Street και του Λονδίνου συνεχίζουν να χρησιμοποιούν τα προβλεπόμενα κέρδη του 2003 για να φτάσουν στα “φθηνά” P/E του 15. Θα αναρωτηθεί όμως εύλογα κάποιος, αυτοί οι άνθρωποι δεν βλέπουν ότι οι προβλέψεις τους είναι για τουλάχιστον 3 χρόνια (στην ουσία περισσότερα) εντελώς λάθος, έξω από την πραγματικότητα; Τα μόνα P/E που είναι εκεί και σίγουρα είναι αυτά με τα κέρδη των τελευταίων 12 μηνών. Κέρδη που έχουν ανακοινωθεί (αν πάλι είναι ειλικρινή κέρδη αυτό είναι συζητήσιμο) είναι τα μόνα που θα έπρεπε να λαμβάνουμε υπόψη. **Η «ΑΣΧΕΤΟΣΥΝΗ» ΤΩΝ ΑΝΑΛΥΤΩΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ ΕΙΝΑΙ ΠΡΟΚΛΗΤΙΚΑ ΕΝΟΧΛΗΤΙΚΗ.** Με τους μισθούς που αμείβονται θα έπρεπε να γνώριζαν καλύτερα. (Σημειώστε ότι η κριτική αυτή από μέρος μου είναι επίκαιρη, αλλά δεν έχει ως πρόθεση να γενικεύσει το μέγεθος της συμβολής της συγκεκριμένης ομάδας επαγγελματιών στη διαχρονική λειτουργία των αγορών).

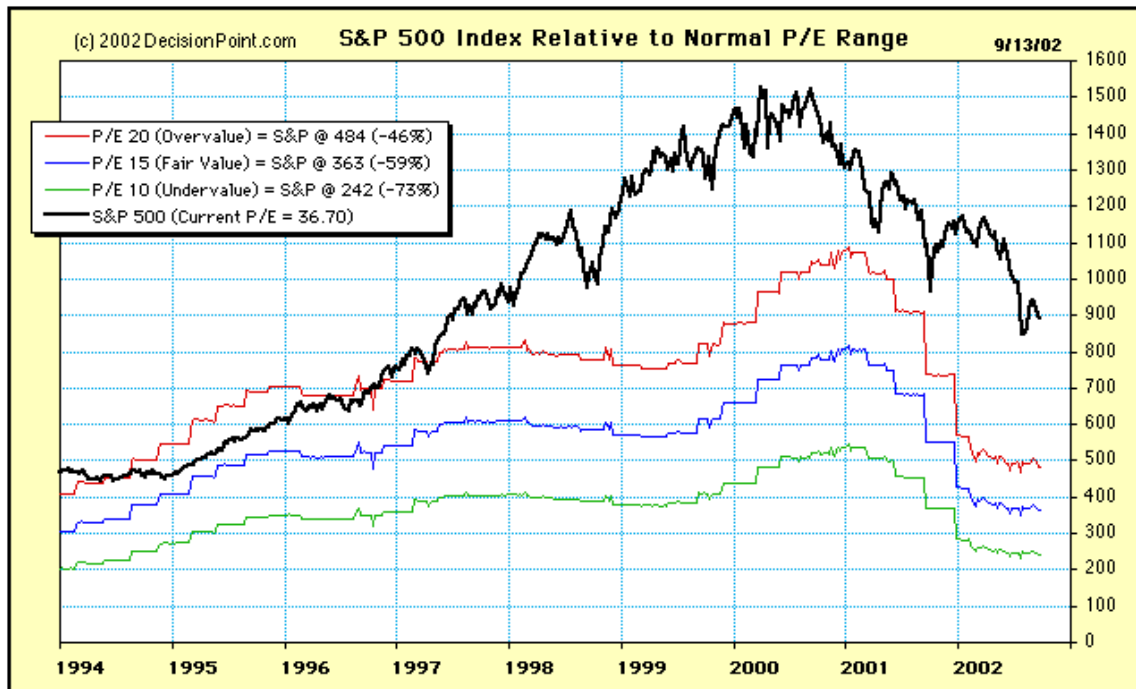
ΓΡΑΦΗΜΑ 1: S&P 500 και Σχετικά P/E από το 1994

Chart από το www.decisionpoint.com

Μέσα από τις σελίδες του IRAJ εδώ και ένα χρόνο προσπαθώ να πω, ή μάλλον να βροντοφωνάξω, ότι η **καθοδική αυτή φάση είναι ένα μακροχρόνιο Bear Market, το οποίο θα τελειώσει όταν οι επενδυτές θα είναι απελπισμένοι**. Έχετε μήπως παρατηρήσει απελπισία στους ανά τον κόσμο επενδυτές; Ίσως, αλλά μόνο βραχυπρόθεσμα. Σε όλες τις αναλύσεις μου προσπάθησα να δώσω το στίγμα ότι όσο οι επενδυτές παραμένουν σημαντικά επενδυμένοι και αισιόδοξοι για το μέλλον, τα χρηματιστήρια έχουν περιθώρια πρόσθετης πτώσης.

Οι πρόσφατες εξελίξεις κάνουν τους επενδυτές να αισθάνονται σύγχυση για αυτό το οποίο πραγματικά συμβαίνει στις αγορές. Σε κατ' ιδίαν μου συζητήσεις εδώ και χρόνια τονίζω κάτι το οποίο έμελλε να γίνει πραγματικότητα. Έλεγα ότι οι περισσότεροι επενδυτές σε Ελλάδα και εξωτερικό δεν κατάλαβαν το πώς και το γιατί συνέβη η φρενήρης άνοδος του 1995-2000. Με τον ίδιο τρόπο οι ίδιοι επενδυτές δεν κατάλαβαν το πώς και το γιατί σημειώνεται η αδυσώπητη πτώση.

Τα **ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ 1 και 2**, που παρουσιάστηκαν στο άρθρο **“A Tale of The S&P 500 P/E Ratios Over 75 Years”** του **Joseph Miller** (www.freebuck.com) αφήνουν μια πικρή γεύση για το μέλλον των αγορών.

ΓΡΑΦΗΜΑ 2: S&P 500 και Σχετικά P/E από το 1971

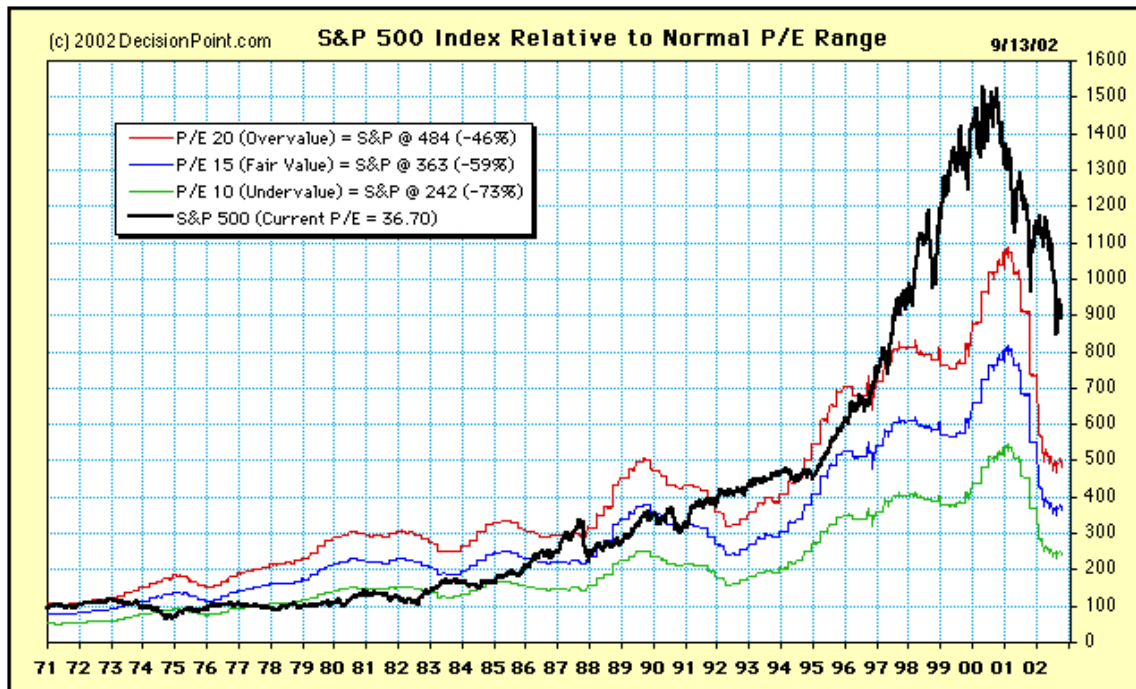


Chart από το www.decisionpoint.com

Οι επενδυτές θα έπρεπε να κοιτάζουν τα παραπάνω γραφήματα του S&P 500 συχνότερα. Μία και μόνο ματιά αποδεικνύει σε όρους τιμών (P) αλλά και αποτιμήσεων (P/E) ότι η υπερτίμηση των μετοχών ήταν σε **ΙΔΙΓΓΙΩΔΗ ΥΨΗΛΑ** επίπεδα. Μία τέτοια άνοδος δεν ήταν δυνατό να συνοδευτεί με μία μικρή διόρθωση. Γι' αυτό ακριβώς δεν μου προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι οι αγορές συνεχίζουν την πτωτική τους πορεία και μάλιστα χωρίς ενδείξεις σοβαρής αναστροφής. Οι υπερβολές και ο “αέρας” δύο δεκαετιών απαιτεί μεγαλύτερη πτώση και “πόνος.” Και αυτό δεν είναι προσωπική μου και μόνο άποψη αλλά **ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΓΕΓΟΝΟΣ**.

Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι δεν θα υπάρξουν διορθώσεις ενάντια στην πρωτεύουσα καθοδική τάση. Καμία αγορά δεν διορθώνει χωρίς ανάσα προς οποιαδήποτε κατεύθυνση. Καθώς η πτώση συνεχίζεται, παρατηρείται σταδιακή αύξηση του **Volatility**, το οποίο στην παρούσα φάση όμως δεν βρίσκεται σε επίπεδα ρεκόρ. Αναλυτές ανά τον κόσμο δίνουν μεγαλύτερη σημασία στις πάνω – κάτω κινήσεις σε μονάδες παρά σε ποσοστά. **Μία ματιά στα τελευταία 100 χρόνια δείχνουν ότι το Volatility αν και αυξημένο σε σχέση με το 1999 και το 2000 δεν βρίσκεται κοντά στα ιστορικά επίπεδα ρεκόρ της δεκαετίας του 1930.** Αυτό ίσως σημαίνει ότι πριν τελειώσει το τρέχον Bear Market θα βιώσουμε ακόμα μεγαλύτερο Volatility.

Σενάρια για το Άμεσο Μέλλον

Μία τάση σαν και αυτή που διανύουμε δεν μπορεί να ανακοπεί εύκολα και μόνο με ευχολόγια. Βρισκόμαστε σε Bear Market και τίποτε δεν έχει αλλάξει από την πρώτη μου ηλεκτρονική διαπίστωση πριν έναν ακριβώς χρόνο. Μάλιστα θα μπορούσα να επιχειρηματολογήσω για το αντίθετο, ότι δηλαδή τα δεδομένα είναι αρκετά χειρότερα. Όσο υπάρχει “αέρας” σε πολλές μετοχές διαφόρων κλάδων και αγορών θα συνεχίσουν οι πιέσεις πωλήσεων. Το σημαντικότερο όλων είναι ότι **το «μαχαίρι που πέφτει είναι κοφτερό.» Όποιος προσπαθεί να το πιάσει καθώς πέφτει είναι πολύ πιθανό να κοπεί.** Όσο βρισκόμαστε σε τέτοια φάση κάθε ράλι θα είναι Bear Rally. Τώρα, αν η πτώση έχει τραβήξει τον περισσότερο δρόμο της, τότε ίσως να είναι καιρός για μια ανάκαμψη. Από ποιο σημείο θα ξεκινήσει η όποια ανάκαμψη όμως; Εγώ ξεχωρίζω δύο σενάρια έχοντας υπόψη το δείκτη S&P 500.

1° Σενάριο: Ο S&P 500 βρίσκεται πολύ κοντά στο χαμηλό του Ιουλίου (776). Έτσι, είτε θα το τεστάρει κάνοντας ένα ελαφρώς χαμηλότερο χαμηλό και μετά θα κάνει σημαντικό ράλι προς το υψηλό του Αυγούστου (965), είτε θα ανακάμψει ευθύς αμέσως από το σημείο που έκλεισε την Παρασκευή 4/10/02.

2° Σενάριο: Ο S&P 500 θα παραβιάσει το 776 και θα οδεύσει χαμηλότερα. Αυτό το σενάριο θα μπορούσε να ανοίξει τους “ασκούς του Αιόλου” για νέες πτώσεις. Το πρώτο σημείο υποστήριξης μετά το 776 είναι το 768. Αν αυτό δεν κρατήσει τότε το 724 διαφαίνεται ορατό.

Το 2° σενάριο της πτώσης θα ακυρωθεί εφόσον ο S&P 500 κλείσει πάνω από το 852-856. Η αγορά είναι υπερβολικά υπερπωλημένη σε βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο επίπεδο, άρα οποιαδήποτε στιγμή ένα ράλι είναι αναμενόμενο. Αν αυτό γίνει πριν δούμε τεστ του 776 ή ελαφρώς νέο χαμηλό, τότε η αγορά θα έχει κάνει εσωτερική απόκλιση με τους άλλους σημαντικούς δείκτες (DJIA και NASDAQ) να έχουν σημειώσει νέα χαμηλά ενώ ο S&P 500 όχι. Όσο όμως βρίσκεται κάτω του 852-856 η τάση θα παραμένει καθοδική.

Η κυκλικότητα των χρηματιστηρίων επιτάσσει να δούμε κάποιου είδους σημαντικό χαμηλό τις αμέσως επόμενες εβδομάδες απ’ όπου **ΕΝΑ ΑΚΟΜΑ BEAR RALLY** θα ξεκινήσει. Ίσως είναι σημαντικότερου βαθμού, δηλαδή διάρκειας μεγαλύτερης από τη συνήθη των 6-8 εβδομάδων. Ας μην ξεχνάμε ότι τη στιγμή που γράφονται αυτές οι γραμμές το P/E (12 μηνών Trailing) του S&P 500 είναι ακόμη στο 32 !!! Τα νούμερα που ακούμε για P/E κάτω του 20 είναι με προβλεπόμενα κέρδη. Ξέρετε ποια θα είναι αυτά τα κέρδη; Εγώ προσωπικά δεν θα μπορούσα να προβλέψω κέρδη στο ευμετάβλητο περιβάλλον που διανύουμε.

Δυστυχώς δεν υπάρχει γυάλινη σφαίρα για το μέλλον. Όμως τα παραπάνω δύο σενάρια είναι αρκετά ξεκάθαρα. Τα επίπεδα δράσης και ισορροπίας είναι σαφή και οι αγορές θα πιστοποιήσουν κινήσεις προς τη μία ή την άλλη κατεύθυνση.

Αυτό που θα πρέπει να γνωρίζουμε ως επενδυτές είναι ότι η χρηματιστηριακή ιστορία είναι σημαντικότερος οδηγός για όλους τους εμπλεκόμενους. Η προσεκτική της μελέτη καθιστά την τωρινή κατάσταση να φαντάζει ιδιαίτερα λογική και μάλιστα απομακρύνει την όποια σύγχυση. Τα **μακροχρόνια (Secular) Bear Markets** δεν τελειώνουν σε δύο-τρία χρόνια. Ακολουθούν κύκλους και διέπονται από δευτερεύοντα **Cyclical Bear Markets** σαν και αυτά της δεκαετίας του 1970. Αυτό σημαίνει ότι οι υφέσεις θα είναι παραπάνω από μία, οι χρεοκοπίες θα συνεχιστούν, τα εταιρικά ομόλογα θα πωλούνται για σεντς στο δολάριο. Ένα ακόμα ισχυρό Bear Rally θα βγάλει αγοραστής στο προσκήνιο και θα αποτελέσει μία ακόμα ευκαιρία για πωλήσεις. Το επίπεδο στο οποίο θα φτάσει, θα εξαρτηθεί από το επίπεδο στο οποίο θα σταματήσει η πτώση. Η σοβαρότητα και το μέγεθος της πτώσης θα είναι σημαντικός παράγοντας. Θα έπρεπε πρώτα να περιμένουμε μία τουλάχιστον ημέρα με πανικό πωλήσεων (90% Καθοδική⁴) η οποία θα έπρεπε να ακολουθηθεί σε διάστημα μερικών ημερών/εβδομάδων από μία ημέρα πανικού αγορών (90% Ανοδική).

Οι επόμενες δυο-τρεις εβδομάδες θα είναι άκρως ενδιαφέρουσες. Stay tuned !

⁴ Βλέπε πρόσφατη μελέτη μου στο IRAJ περί Όγκου Συναλλαγών.

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υποψήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.