

Ράλι, Αποτιμήσεις και Μερικές Σκέψεις (Μέρος 1^ο)

Εισαγωγή

Καθώς διανύουμε τις τελευταίες εβδομάδες του ημερολογιακού έτους 2005 αρχίζουμε και πάλι να ακούμε και να διαβάζουμε σε εφημερίδες, περιοδικά, εκδόσεις επενδυτικών τραπεζών και ΑΧΕ αναλύσεις-εκτιμήσεις-προβλέψεις δεκάδων οικονομολόγων και χρηματιστηριακών αναλυτών για την επόμενη χρονιά, το 2006. Φυσικό είναι στις περισσότερες από αυτές να μην γίνεται καμία αναφορά σε αποτυχημένες εκτιμήσεις ή έστω σε ένα μικρό **mea culpa**. Έστω μία αυτοκριτική για τα όποια σημαντικά λάθη. Στο μυαλό όλων αυτών των κυρίων/κυριών το μοναδικό στοιχείο που πλανάται είναι φυσικά το bonus τους. Εάν πιστεύετε ότι οι αναλύσεις και προβλέψεις τους δεν γίνονται με βάση αυτό, τότε αναθεωρήστε σας παρακαλούμε έστω και λίγο την άποψή σας. Η συντριπτική πλειοψηφία των μισθών, αμοιβών σε % και τα bonus προέρχεται από τις προμήθειες που αφήνει η διαχείριση των κεφαλαίων των επενδυτών (ιδιωτών και θεσμικών). Αν λάβουμε υπόψη ότι η Wall Street έχει υπό την επίβλεψή της σήμερα μεταξύ \$8-\$9 τρισ. μία αμοιβή κατά μέσο όρο του 1% σημαίνει \$85 δισ. ετησίως. Τέτοια είναι η πίτα που μοιράζονται ΑΧΕ, επενδυτικές τράπεζες, Αμοιβαία κεφάλαια (Α/Κ), hedge funds και οι παρεμφερείς σύμβουλοι επενδύσεων. Ίσως να είμαστε και λίγο συντηρητικοί στα στοιχεία αλλά τα αναφέρουμε ενδεικτικά για να περάσουμε το μήνυμα. Κι αν εμείς ως τεχνικοί αναλυτές (και ενίοτε θεμελιώδεις) δεν έχουμε καμία απολύτως προμούνρα από το αν η αγορά κινείται ανοδικά (bull market) ή καθοδικά (bear market) η εκάστοτε βιομηχανία των μετοχών είτε είναι Wall Street, είτε City στο Λονδίνο, είτε Ginza στο Τόκιο είτε απλά η Σοφοκλέους έχει απόλυτο συμφέρον από την φορά της τάσης στην αγορά μετοχών.

Η βιομηχανία μετοχών (ή ονείρων όπως την αποκαλούν πολλοί) έχει άμεσο συμφέρον οι τιμές να ανέρχονται και να είμαστε διαρκώς σε bull market. Είναι πολύ απλό γιατί ΑΧΕ, επενδυτικές τράπεζες αλλά και απλοί επενδυτικοί σύμβουλοι επωφελούνται κυρίως από ανοδικές αγορές. Αυξημένες τιμές αποφέρουν περισσότερες προμήθειες από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές είτε αυτές αποτελούν αγοραπωλησίες τίτλων, είτε εξαγορές/συγχωνεύσεις είτε αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων και δημόσιες εγγραφές. Μία πτωτική αγορά (bear market) χαλάει όλη την χημεία μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών και η πίτα μικραίνει. Πολλοί συμμετέχοντες με ανοίγματα στην προηγούμενη ανοδική φάση βρίσκονται μπροστά σε υπέρογκες υποχρεώσεις (από δανεισμό) και η εικόνα της πτώσης δεν είναι ωραία. Την βιώσαμε έντονα ΚΑΙ στην Ελλάδα το διάστημα 2000-2003. Κατά την άποψη πολλών ειδικών η φάση αυτή δεν έχει τελειώσει ακόμα καθώς οι πρόσφατες εξελίξεις αποτελούν αναλαμπή και μόνο σε μία καθοδική συνέχεια. Άλλοι πάλι διατείνονται ότι βρισκόμαστε στην έναρξη μία νέας ανοδικής φάσης που θα παρασύρει μαζί της ανοδικά και τις μετοχές. Η αλήθεια σχεδόν ποτέ δεν βρίσκεται σε ακραίες θέσεις αλλά κάπου στη μέση. Δεν χρειάζεται ιδιαίτερα θετική έπαρση από πλευράς των επενδυτών επειδή π.χ μία τράπεζα βρήκε ανταπόκριση στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή 10-20 μετοχές κάνουν ράλι αλλά ούτε και αρνητική έπαρση επειδή μερικές μετοχές ηγέτες του προηγούμενου bull market είναι και θα παραμείνουν χρηματιστηριακά "ζόμπι" (γνωστοί Όμιλοι που ηγήθηκαν το "βρώμικο"1999) και θα φύγουν από το ταμπλό.

Γράφουμε όλα τα παραπάνω για έναν και μόνο λόγο: **για να έχουν οι επενδυτές υπόψη τους ότι μία σημαντικότερη μεταβλητή από όλες όσες ορίζουν την πορεία των αγορών είναι και η θέληση**

της ίδιας της βιομηχανίας μετοχών να διατηρήσει την υφιστάμενη (ανοδική) τάση για όσο το δυνατό περισσότερο χρονικό διάστημα. Δεν παρεξηγούμε τις προθέσεις. Όμως άλλο η διατήρηση μιας τάσης πάση θυσία και με όποιο τρόπο και άλλο η σωστή επενδυτική προσέγγιση ανάλογα με την εκάστοτε κατάσταση της οικονομίας, των αγορών, των εταιριών και των κινδύνων που συνεπάγεται η αλλαγή των συνθηκών.

Εννοείται πως όταν η αγορά μετοχών, για παράδειγμα, βρει κάποια πολύ σημαντική κορυφή, όπως συνέβη στις αρχές του 2000, τίποτα δεν μπορεί να κρατήσει την επακόλουθη πτώση. Όχι τουλάχιστον μέχρι να εξαερωθεί το σύστημα και να αρχίσει νέος ανοδικός κύκλος. Όσο κι αν προσπαθούν οι διάφοροι εμπλεκόμενοι είτε είναι ΑΧΕ, είτε η ίδια η κεντρική τράπεζα, τίποτα δεν μπορεί να σταθεί εμπόδιο σε μία χιονοστιβάδα πωλήσεων. Τα όποια μέτρα αποτελούν απλά ενδιάμεσες στάσεις στην υποχώρηση. Με ακριβώς παρόμοιο τρόπο λειτουργεί και η ανοδική φάση μέχρι την στιγμή της κορύφωσης. Εφόσον η κυρίαρχη τάση είναι η ανοδική, και οι τιμές έχουν βοήθεια από όλες τις πλευρές, η όποια υποχώρηση αποτελεί ευκαιρία τοποθετήσεων και μόνο. Όλες οι διορθώσεις αποτελούν ευκαιρίες αγορών μέχρι που το μουςαγιέν σταματά να δουλεύει. Από τη στιγμή που αρχίζει η υποχώρηση μέχρι τη στιγμή που οι επενδυτές συνειδητοποιούν ότι η πτώση αποτελεί την κυρίαρχη τάση και σταματούν τις αγορές η μεγάλη ζημιά έχει ήδη σημειωθεί. Επειδή ακριβώς οι αγορές δίνουν σαφή σημάδια περί αλλαγής πορείας όταν πρόκειται για την μακροπρόθεσμη τάση είναι λιγάκι δύσκολο να μην αντιληφθούμε ότι κάτι θεμελιώδες έχει αλλάξει. Στις επόμενες σελίδες ρίχνουμε λίγο φως σε μερικές πτυχές των αγορών (της Σοφοκλέους αλλά και διεθνώς) προσπαθώντας να συνθέσουμε μερικά κομμάτια της εικόνας για το τι έπεται το 2006, ποια είναι τα σημάδια της τάσης σε διάφορες αγορές και που βρίσκονται οι πιθανές παγίδες. Θα ξεκινήσουμε με μερικά δεδομένα από την εγχώρια αγορά του ΧΑ, ένα παράδειγμα με τον ΓΔ του ΧΑ και στο 2^ο Μέρος, που θα δημοσιευτεί σύντομα, θα συζητήσουμε μερικά θέματα από τις διεθνείς αγορές.

Αγορές Μετοχών: Ακριβές, Φθηνές ή Δίκαια Αποτιμημένες;

Όσοι έχουν ασχοληθεί με θέματα αποτίμησης εταιριών (και κατ' επέκταση μετοχών) θα γνωρίζουν ότι η διαδικασία προσδιορισμού της αξίας ενός ενεργητικού στοιχείου (π.χ. μίας εταιρίας) πρόκειται περισσότερο για τέχνη παρά για επιστήμη. Ένας αναλυτής Α με συγκεκριμένες υποθέσεις μπορεί να προβεί σε ένα αποτέλεσμα αποτίμησης, ενώ κάποιος άλλος αναλυτής Β με διαφορετικές υποθέσεις καταλήγει σε εντελώς διαφορετικό αποτέλεσμα. Ποιος από τους δύο είναι πιο κοντά στην αλήθεια; Και λέμε στην "αλήθεια" και όχι την "πραγματικότητα" γιατί πολύ απλά μπορεί να εισηγηθούμε την απάντηση **"ρίξτε μια ματιά στην τιμή που της δίνει η αγορά."** Έτσι, ερχόμαστε στα δεύτερο βασικό ερώτημα: είναι η αποτίμηση από την αγορά σωστή ή δίκαιη; Φυσικά η απάντηση είναι δύσκολη και ίσως αρκετά περίπλοκη. Μία μικρή αναδρομή στο πρόσφατο παρελθόν του ΧΑ θα μας θυμίσει ξανά το γιατί μπορεί μία αγορά να είναι δίκαιη στην αποτίμησή της και άλλοτε όχι.

Το συμβάν της κερδοσκοπικής φούσκας του 1999 στο ΧΑ αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα της άποψης του γιατί "το ταμπλό" δεν είναι πάντα το καλύτερο σημείο εύρεσης της αξίας μία εταιρίας. Είναι κοινότητα άποψη πολλών επαγγελματιών του χώρου ότι πρέπει να κοιτάμε το ταμπλό για την εξαγωγή συμπερασμάτων περί αξίας. Σε γενικές γραμμές δεν μπορούμε να διαφωνήσουμε. Όμως στα άκρα των χρηματιστηριακών κύκλων οι τιμές στην αγορά δεν αντικατοπτρίζουν την δίκαιη αποτίμηση μίας εταιρίας και άρα της μετοχής. Παράγοντες όπως η ρευστότητα, η σοβαρή ανισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης (μετοχών), η φάση του οικονομικού κύκλου, η κερδοσκοπία και τα φαινόμενα momentum investing μπορεί να αλλάξουν ριζικά τη συμπεριφορά των τιμών για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ότι νομίζουμε¹. Οι αγορές μπορεί να παραμείνουν σε μία κατάσταση αγοραστικού παροξυσμού για αρκετό καιρό οδηγώντας σε επίπεδα αποτίμησης που είναι εξωπραγματικά από όποια πλευρά και αν εξετάσουμε το θέμα. Στα άκρα των τιμών για πολλούς επενδυτές οι αποτιμήσεις των μετοχών είναι ίσως το τελευταίο κριτήριο για την όποια επιλογή. Όπως θα δούμε και παρακάτω οι κλασικοί δείκτες αποτίμησης (π.χ. οι πολλαπλασιαστές κερδών P/E, P/Sales, P/Book Value) είναι παραπλανητικοί και οδηγούν σε λανθασμένες εντυπώσεις. Είναι δυνατόν να έχουμε το ταμπλό ως οδηγό μας σε μία τέτοια χρηματιστηριακή συγκυρία; Μάλλον όχι.

Δεν απαιτείται ιδιαίτερη αναλυτική ικανότητα ή χρηματοοικονομικές θεωρίες ώστε να αποδείξουμε ότι κεφαλαιοποιήσεις σαν κι αυτές που βιώσαμε για πολλές μετοχές στο τελικό στάδιο της κερδοσκοπικής φούσκας δεν θα μπορούσαν να είναι διατηρήσιμες. Σε αυτό το γεγονός συμφωνούν ακόμη κι εκείνοι που διατείνονται ότι το ταμπλό λέει πάντα την αλήθεια. Αν λοιπόν η κεφαλαιοποίηση του Σεπτεμβρίου 1999

¹ Ως **momentum investing** θεωρούμε την πρακτική εκείνη που βασίζεται στην ορμή των τιμών καθαυτών. Έτσι η ανέλιξη των τιμών (και η επακόλουθη ανοδική διάσπαση αντιστάσεων) οδηγεί σε αποφάσεις αγοράς από επενδυτές/κερδοσκόπους οι οποίοι τοποθετούνται ακριβώς επειδή οι τιμές ανέρχονται χωρίς να ληφθούν υπόψη άλλοι παράγοντες (όπως π.χ. η αποτίμηση, η κερδοφορία, κτλ.).

ήταν υπερβολική για έναν τίτλο και άρα έπρεπε να χαμηλώσει πως είναι δυνατόν να πιστεύουμε ότι το ταμπλό έλεγε αλήθεια; Δεν μπορούμε από τη μία να δεχόμαστε το ταμπλό ως αληθές κάθε στιγμή αλλά από την άλλη να πιστεύουμε ότι μία αποτίμηση είναι υπερβολική. Ρωτήστε εκείνους που αγόρασαν μετοχές ακριβώς τον Σεπτέμβριο του 1999 να σας πουν τι άποψη είχαν (ή έχουν ακόμα) για την αλήθεια που έλεγε το ταμπλό με τις τιμές εκείνες !!!

Οι αποτιμήσεις (και άρα οι αγοραίες τιμές των μετοχών) είναι δυναμικά φαινόμενα. Εάν δεχθούμε ως έγκυρες τις όποιες θεωρίες περί αποτελεσματικής αγοράς (efficient market hypothesis) και της "αλήθειας" του ταμπλό ανά πάσα στιγμή θα οδηγηθούμε σε αρκετές περιπτώσεις όπου η πραγματικότητα (των αποτιμήσεων) δεν συνάδει με την "αλήθεια." Οι πολλαπλασιαστές κερδών όπως τα P/E δίνουν λάθος ενδείξεις καθώς τείνουν να υπο-εκτιμούν την πραγματικότητα στις κορυφές (και άρα δείχνουν τις τιμές ως φθηνές για τα αντίστοιχα κέρδη) και να εμφανίζουν τις αποτιμήσεις ως πολύ ακριβές στους πυθμένες (αποτυπώνοντας αρκετά υψηλά P/E). Αυτό συμβαίνει γιατί καθώς οι τιμές συνεχίζουν ανοδικά σε ένα bull market οι αναλυτές παρασυρμένοι από τον θετικό ρυθμό αύξησης των εταιρικών κερδών συνεχίζουν να εκτιμούν παρόμοιους ρυθμούς αύξησης και για το μέλλον. Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό ως **extrapolation** και οδηγεί σε χαμηλότερα forward P/E κάνοντας τις μετοχές να δείχνουν φθηνές ΑΚΡΙΒΩΣ στο χειρότερο σημείο του κύκλου². Η αλήθεια είναι ότι μέσω αυτής της μεθόδου δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι ότι θα "βγούμε" εκτός αγοράς σε σημεία κοντά στην απόλυτη κορυφή. Οι ακριβές αποτιμήσεις μπορεί να γίνουν ακόμα ακριβότερες μέχρι την εύρεση της απόλυτης κορυφής, όπως είδαμε χαρακτηριστικά στο συμβάν του 1999. Δεν είναι καθόλου εύκολο να πείσεις επενδυτές ή traders να βρεθούν εκτός "δράσης" ενώ ακόμα οι τιμές συνεχίζουν με έντονο ανοδικό momentum. Πολλοί τεχνικοί αναλυτές χρησιμοποιούν ως βασικό επιχειρήμα την αρχή του **80/20** του **Pareto**. Αυτή λέει με απλά λόγια ότι σε πάρα πολλές περιπτώσεις έντονων κερδοσκοπικών κινήσεων το 80% των κερδών (ανόδου) πραγματοποιείται στο 20% του χρόνου. Το ακριβώς αντίστροφο ισχύει στην περίπτωση της πτώσης.

Η παραπάνω αρχή του Pareto, αν και πολλές φορές αληθής στην πράξη, είναι δύσκολο να υιοθετηθεί από μεγάλη μάζα επενδυτών. **Στα τελικά στάδια μίας μεγάλης και μακροπρόθεσμης ανόδου οι επενδυτές φέρονται σχεδόν πάντα μυωπικά.** Μία ανηλεής άνοδος επιβραβεύει κάθε αγορά μετοχών (σε κάθε βύθισμα των τιμών) αφήνοντας την εντύπωση ότι η κίνηση είναι "μόνιμη." Σε μία τέτοια κατάσταση είναι πολύ δύσκολο να πεισθούν οι επενδυτές για αποβίβαση από το "τρένο" που συνεχίζει ακάθεκτο. Η συνεχής επιτυχία από το trading κάνει πολλούς εμπλεκόμενους να πιστεύουν ότι είναι ανίκητοι, ή χειρότερα, ότι θα είναι σε θέση να εντοπίσουν τη χρονική στιγμή της αλλαγής τάσης. Η αρχή του Pareto μπορεί να υιοθετηθεί με αποτελεσματικό τρόπο ΜΟΝΟ από καλούς γνώστες του βραχυπρόθεσμου trading και του momentum investing καθώς αυτοί οι traders ΔΕΝ ΕΧΟΥΝ ΚΑΝΕΝΑ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑ. Σε πολλές περιπτώσεις η ανθρώπινη φύση (και άρα η αυξημένη πιθανότητα για συναισθηματικό λάθος) δεν εισέρχεται καθόλου στην εικόνα. Το trading πραγματοποιείται από αλγόριθμους H/Y που εκτελούν ψυχρά τις εντολές. Τα ακριβώς αντίθετα λαμβάνουν χώρα μετά από μία παρατεταμένη πτώση όταν οι επενδυτές είναι ιδιαίτερα κουρασμένοι ψυχολογικά, αποδεκατισμένοι (από κεφάλαια) και απογοητευμένοι.

Οι επενδυτές εκείνοι που δεν είναι βραχυπρόθεσμοι στον ορίζοντα τοποθετήσεών τους είναι σχεδόν αδύνατο να απολαύσουν μία κατάσταση αλά Pareto. Εξάλλου δεν απαιτείται ο προσδιορισμός της απόλυτης κορυφής και του απόλυτου πυθμένα για να είναι επιτυχημένη μία στρατηγική. Όσοι νομίζουν ότι μπορούν να τους προσδιορίζουν κατ' επανάληψη μάλλον απατώνται οικτρά. Ίσως να συμβεί 1-2 φορές, αλλά όχι για πολύ. Η αλαζονική συμπεριφορά στις αγορές δεν ανταμείβει τους επενδυτές. Όσοι προσπαθούν να αποφασίζουν είσοδο ή έξοδο από την αγορά με βάση θεμελιώδη δεδομένα και διαθέτουν κάποια εμπειρία δεν έχουν το άγχος εύρεσης της απόλυτης κορυφής ή του πυθμένα.

Η κουβέντα για τις αποτιμήσεις δεν έχει τέλος καθώς τις περισσότερες φορές η υποκειμενικότητα υπερισχύει της ψυχρής λογικής. Κι ενώ υπάρχουν επενδυτές που δεν αγγίζουν μετοχικές αξίες μετά από σφοδρή υποχώρηση και χαμηλές αποτιμήσεις (ή κεφαλαιοποίηση), είναι οι ίδιοι που προσπαθούν να δικαιολογήσουν τις "φθηνές αποτιμήσεις" των ίδιων τίτλων μετά από σημαντικό ράλι και επίπεδα αποτιμήσεων που αρχίζουν να αποκόπτονται από την πραγματικότητα. Εδώ απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή καθώς τονίσαμε καινωρίτερα ότι αυτή η προσέγγιση δεν ενδείκνυται για την εύρεση την απόλυτης κορυφής. Όταν βλέπουμε αναλυτές, επενδυτές και άλλους εμπλεκόμενους να υπερ-αμύνονται της αγοράς σε περίοδο που τα λόγια τρέχουν αρκετά πιο μπροστά από τις τιμές θα πρέπει να είμαστε προσεκτικοί. Στο σημείο αυτό η τεχνική ανάλυση είναι καλύτερος σύμμαχος από οποια μορφή θεμελιώδους προσέγγισης. Μπορεί οι εμπλεκόμενοι (αναλυτές, επενδυτές, ΜΜΕ) να λένε και να δηλώνουν ότι θέλουν. **Οι τιμές φανερώνουν το τι ακριβώς ΚΑΝΟΥΝ οι άμεσα εμπλεκόμενοι επενδυτές (και**

² Το **forward P/E** είναι ο πολλαπλασιαστής των εκτιμώμενων μελλοντικών κερδών.

φυσικά οι insiders). Έτσι πολλές φορές μία απλή ανάλυση τιμών και όγκου συναλλαγών είναι πολύ πιο χρήσιμη από τις όποιες αναλύσεις περί αποτίμησης, κερδοφορίας, κτλ.. Εάν οι τιμές όντως προεξοφλούν μελλοντικές οικονομικές συνθήκες, τότε θα πρέπει να τις αφήσουμε να μας δείξουν το δρόμο. Αν και ακούγεται απλό και εύκολο, εν τούτοις δεν είναι. **Το συμπέρασμα που θα πρέπει να βγει από την τρέχουσα ενότητα είναι ότι η δίκαιη αποτίμηση μίας εισηγμένης εταιρίας είναι μία έννοια που μπορούμε να θεωρήσουμε ως αρκετά υποκειμενική σε αρκετές περιπτώσεις.** Το γεγονός ότι οι τιμές ταλαντώνονται διαρκώς, ως δυναμικό φαινόμενο, είναι απόδειξη του ότι μία στατική θεώρηση περί αξίας ή αποτίμησης δεν μπορεί να δώσει απάντηση στο ερώτημα “ποια είναι η δίκαιη τιμή.” Η τιμή αυτή είναι δυναμική και μεταβάλλεται συνεχώς ανάλογα με το τι πιστεύουν οι επενδυτές. Ένα παράδειγμα αμέσως παρακάτω θα μας δώσει μία ακόμα πλευρά αυτής της λανθασμένης χρήσης του όρου.

Ας υποθέσουμε ότι μία αξιολάβαστη ΑΧΕ προσδιορίζει για κάποιον τίτλο του ΧΑ μία τιμή-στόχο ως δίκαιη. Ας θεωρήσουμε επιπλέον ότι η τιμή αυτή είναι αρκετά υψηλότερα από την τρέχουσα τιμή. Η αγορά βρίσκεται σε ανοδική φάση και ο στόχος προσεγγίζεται. Πολύ συχνά η συγκεκριμένη ΑΧΕ ανεβάζει ξανά τον στόχο της και έτσι ισχύει ότι ισχυε και νωρίτερα, δηλαδή παραμένει αισιόδοξη για τον τίτλο. Όσο η ανοδική φάση επιβραβεύει την επιλογή της ΑΧΕ όλα βαίνουν καλά. Ας υποθέσουμε τώρα ότι οι τιμές στην αγορά κορυφώνουν σε κάποια απόσταση από τον τρέχοντα στόχο και την ανοδική φάση διαδέχεται μία καθοδική φάση. Όσο οι αγοραίες τιμές απομακρύνονται από την τιμή-στόχο που προσδιορίστηκε ΠΡΙΝ την κορύφωση οι επενδυτές χάνουν την πίστη τους στην τιμή στόχο και συνήθως οι αναλυτές της ΑΧΕ οδηγούνται σε καθοδική αναθεώρηση του στόχου. Ανεξάρτητα από το πόσο θα διαρκέσει η πτωτική φάση και το πόσο θα υποχωρήσει η τιμή της μετοχής κάποια στιγμή το ανοδικό πάρτι θα λάβει τέλος και οι δίκαιες τιμές-στόχοι δε θα πιαστούν ίσως για καιρό. Τι αντικατοπτρίζουν οι δίκαιες τιμές που τελικά δεν έγιναν πραγματικότητα; Άπιαστα επενδυτικά όνειρα; Απλό λάθος των αναλυτών; Παραπλανητική πληροφόρηση που ενέχει δόλο; Η κάτι άλλο; **Το διδάγμα του παραδείγματος είναι ότι η αναζήτηση της δίκαιης τιμής αποτελεί τελικά μία επενδυτική φαντασίωση όταν η ανοδική φάση τελειώσει.** Στον απόηχο μιας σημαντικής κορύφωσης, και μετά από ένα έντονο πτωτικό σκέλος, οι δίκαιες τιμές-στόχοι της τελευταίας ανοδικής φάσης φαντάζουν ως σκελετώματα μίας άλλης εποχής έστω κι αν ήταν μόλις μήνες πριν. Σκεφτείτε πόσο μακριά φάνταζαν οι τιμές στόχοι των 7.000 μονάδων του ΓΔ (ΧΑ) όταν πριν καν συμπληρωθεί ένα έτος από την κορύφωση του 1999 οι τιμές βρέθηκαν στις 3.400 μονάδες (τέλη Αυγούστου 2000); Σήμερα, δηλαδή κάτι παραπάνω από 5 χρόνια αργότερα, οι τιμές βρίσκονται στον πυθμένα του Αυγούστου 2000. Έχετε ακούσει τώρα τελευταία κάποιους αναλυτές να μιλάνε για δίκαιες τιμές-στόχους του ΓΔ στις 7.000 μονάδες; Κι αν ακούσετε κάποιον αναλυτή σε λίγες εβδομάδες να μιλάει για 7.000 μονάδες στα τέλη του 2006 τι θα σκεφτείτε; Μάλλον (προς το παρόν) θα αδιαφορήσετε.

Η συζήτηση για τις αποτιμήσεις δεν έχει τέλος. Θα μπορούσαμε να κουβεντιάσουμε μέρες ολόκληρες χωρίς να καταλήξουμε σε κάποιο ουσιαστικό συμπέρασμα για το ποιο επίπεδο είναι το σωστό ή πρέπει ανά περίπτωση. Πάντα θα υπάρχει μία κατηγορία αναλυτών που θα βλέπει τις μετοχές ως φθηνές και άρα ευκαιρία τοποθέτησης, ενώ μία άλλη θα βλέπει τα τρέχοντα επίπεδα ως ακριβά και άρα θα προτρέπει σε πωλήσεις. Θυμάστε τι είπαμε στην αρχή του κειμένου για την βιομηχανία που θέλει εσαεί ανοδική φάση. Όμως ακόμα κι αν δεν μπορούμε να προσδιορίσουμε **ex-ante** μία κοινή άποψη για το επίπεδο των αποτιμήσεων σε κάποια αγορά είναι σχετικά πιο εύκολο να ποσοτικοποιήσουμε τον κίνδυνο και να υπολογίσουμε τον λόγο **ρικού/οφέλους (risk/reward ratio)** από μία πιθανή επένδυση. Εάν μία ανοδική φάση της αγοράς έχει αποτυπώσει (προεξοφλήσει) στις τιμές των μετοχών τα καλά “εταιρικά νέα” τότε μπορούμε εύκολα να εικάσουμε ότι τα περιθώρια περαιτέρω ανέλιξης είναι “περιορισμένα” και άρα οι νεο-εισερχόμενοι ίσως και να απογοητευθούν. Αυτό δεν συνεπάγεται άμεση αντιστροφή μίας ανοδικής τάσης σε καθοδική. Εν τούτοις όταν μία αγορά βρίσκεται σε επίπεδα αποτίμησης (π.χ. όρους P/E) από όπου στο παρελθόν έχουν σημειωθεί διορθώσεις ή αντιστροφές τάσεων οφείλουμε να είμαστε προσεκτικοί ή να μειώσουμε τις θέσεις μας στις μετοχές που είναι σε κάπως πιο προχωρημένους όρους αποτίμησης. Επειδή όμως είπαμε παραπάνω ότι είναι δύσκολο να συμφωνήσουμε στους κοινά αποδεκτούς όρους αποτιμήσεων μπορούμε να πάρουμε τα σημάδια και από την τεχνική ανάλυση. Σε γενικές γραμμές θεωρούμε ότι μία αγορά έχει ήδη αποτυπώσει (προεξοφλήσει) στις αποτιμήσεις της όλα τα ενδεχομένως θετικά οικονομικά αποτελέσματα όταν οι τιμές δεν αντιδρούν θετικά στις επιπλέον (θετικές) ανακοινώσεις. Όλοι θυμόμαστε τις αρνητικές αντιδράσεις των τιμών στις αρχές του 2000 όταν οι αλληπάλληλες μειώσεις των επιτοκίων από την Τράπεζα της Ελλάδος και τα θετικά εταιρικά αποτελέσματα των εισηγμένων της Σοφοκλέους δεν μπορούσαν να κρατήσουν τους πωλητές στην “τάξη.” Για την ιστορία θα πρέπει να θυμίσουμε ότι όσο οι επενδυτές του ΧΑ “έφευγαν τρέχοντας” το κλίμα στις ξένες αγορές ήταν ακόμα θετικό καθώς οι τελικές κορυφές των μετοχών σε Ευρώπη, Ασία και ΗΠΑ σημειώθηκαν στο πρώτο τρίμηνο του 2000.

Όταν οι επενδυτές ρευστοποιούν μέρος ή το σύνολο του χαρτοφυλακίου τους σε επίπεδα αποτιμήσεων από όπου έχουν στο παρελθόν ξεκινήσει διορθώσεις τιμών οι διαφυγούσες απώλειες από επιπλέον δυνητικά κέρδη είναι πάντα μικρές. **Με απλά λόγια οι αποδόσεις των μετοχικών χαρτοφυλακίων**

δεν "τιμωρούνται" μακροχρόνια εάν οι επενδυτές αποφασίσουν να μην παραμείνουν επενδυμένοι σε υψηλές αποτιμήσεις. Βραχυπρόθεσμα μπορεί να υπάρχουν διαφυγόντα κέρδη από μη συμμετοχή. Όμως όπως είδαμε και στην προηγούμενη εμπειρία του 1999-2000 τα όποια διαφυγόντα κέρδη είναι συνήθως λογιστικά και εξατμίζονται γρήγορα. Εκ των υστέρων όλοι αποδεικνύονται προφήτες και σοφοί επενδυτές. Σε πραγματικό χρόνο όμως τα πράγματα είναι πολύ πιο δύσκολα.

Ο Γενικός Δείκτης του ΧΑ

Στις 2/9/05 δημοσιεύσαμε στην εισαγωγική σελίδα του metatrading.gr το παρακάτω κείμενο με τα 2 εβδομαδιαία γραφήματα τιμών του ΓΔ σε λογαριθμική κλίμακα (όχι ημι-λογαριθμική).

Διαδικασίες Κορύφωσης Μετοχών και ο ΓΔ του ΧΑ

Οι αγορές μετοχών κάνουν κύκλους. Η άνοδος διαδέχεται την πτώση και πάλι από την αρχή. Οι περισσότεροι επενδυτές που αγνοούν βασικές αρχές χρηματιστηριακών κύκλων ενδέχεται να βρεθούν προ εκπλήξεων σε μία καθοδική φάση. Εξάλλου το παράδειγμα της πτώσης μεταξύ 2000-2003 είναι χαρακτηριστικό. Είναι γνωστό από την παγκόσμια χρηματιστηριακή ιστορία ότι η μάζα των επενδυτών είναι λάθος στα άκρα (κορυφή-πυθμένα) μιας μεσο-μακροπρόθεσμης κίνησης. Αυτή η μάζα εισήλθε το 1999 σε μετοχές, και πέρα από όσους είναι ακόμα εγκλωβισμένοι σε "χαρτιά" χωρίς αξία, έφυγε αρκετά χαμηλότερα. Τον πτωτικό κύκλο διαδέχθηκε ο ανοδικός και το ράλι από τα χαμηλά του Μαρτίου 2003 στις 1.462 μονάδες ήταν ισχυρό για μέρος της αγοράς μόνο. Η μεγάλη κεφαλαιοποίηση όπως αναμενόταν πήρε τη μερίδα του λέοντος. Όσο όμως περισσότερο κρατάει μία άνοδος τόσο πιο ευάλωτοι είναι οι επενδυτές σε λάθη σαν κι αυτά του παρελθόντος ξεχνώντας ότι υπάρχει και η άλλη όψη του νομίσματος. Τα παρακάτω γραφήματα αποκαλύπτουν του λόγου το αληθές.

ΓΡΑΦΗΜΑ 1: Σχεδόν 61.8% Fibonacci retracement (λογαριθμική κλίμακα)



Από τα χαμηλά του 2003 οι τιμές έχουν διορθώσει ανοδικά **περίπου το 61.8%** της προηγούμενης πτώσης (σε **λογαριθμική κλίμακα** τιμών). Το ακριβές σημείο 61.8% σε λογαριθμική κλίμακα είναι οι 3.700 μονάδες και **εκφράζει ότι οι τιμές διορθώσαν ανοδικά το 61,8% του ποσοστού της πτώσης.** Σε γραμμική κλίμακα (linear) οι τιμές θα αγγίζουν το 38.2% στις 3.350-3.400 μονάδες. Δηλαδή στις

3.400 μονάδες οι τιμές θα έχουν διορθώσει ανοδικά το 38.2% της υποχώρησης των τιμών από την κορυφή στον πυθμένα.

Το φθινόπωρο του 2004 ήταν καταλυτικό για τις απόψεις του **metatrading.gr**. Μόλις είδαμε την αδυναμία υποχώρησης κάτω από τις 2.200 μονάδες υιοθετήσαμε θετική στάση πάνω από τις 2.375-2.420 μονάδες και το επιβεβαιώσαμε στις 2.570. Στο σχόλιο της 29/11/2004 θέσαμε ως στόχο τις 3.200-3.400 μονάδες, την ώρα που η συντριπτική πλειοψηφία της Σοφοκλέους μετά βίας εκτιμούσε 3.000 μονάδες στον ΓΔ για το τέλος του 2005. Η άποψή μας δικαιώθηκε στο ταμπλό. Την ίδια ημέρα με **Special Report** θέσαμε **bullish** μεσοπρόθεσμους στόχους για τον **S&P 500** στις 1239 και 1245-70 μονάδες αντίστοιχα.

Έτσι ερχόμαστε στο δεύτερο γράφημα του σχολίου που έχει και άμεση σχέση με το **Special Report** της 24/8 για την **Διαδικασία Κορύφωσης Μετοχών** (βλέπε το Αρχείο Άρθρων). Αν και δεν έχουμε ακόμα επιβεβαίωση μεσοπρόθεσμης κορύφωσης θέλουμε να επιστήσουμε την προσοχή των εμπλεκομένων τόσο με το ΓΡΑΦΗΜΑ 2 όσο και με το **Special Report**. Οι τιμές του ΓΔ έχουν σχηματίσει μία **ΤΕΛΕΙΑ ανοδική σφήνα (rising wedge)**. Τεχνικά το pattern είναι απαισιόδοξο ΕΦΟΣΩΝ επιβεβαιωθεί με καθοδική διάσπαση. Αυτό θα συμβεί με υποχώρηση κάτω από τις 3.100-3.130 μονάδες.

ΓΡΑΦΗΜΑ 2: Η Ανοδική Σφήνα θέλει Προσοχή



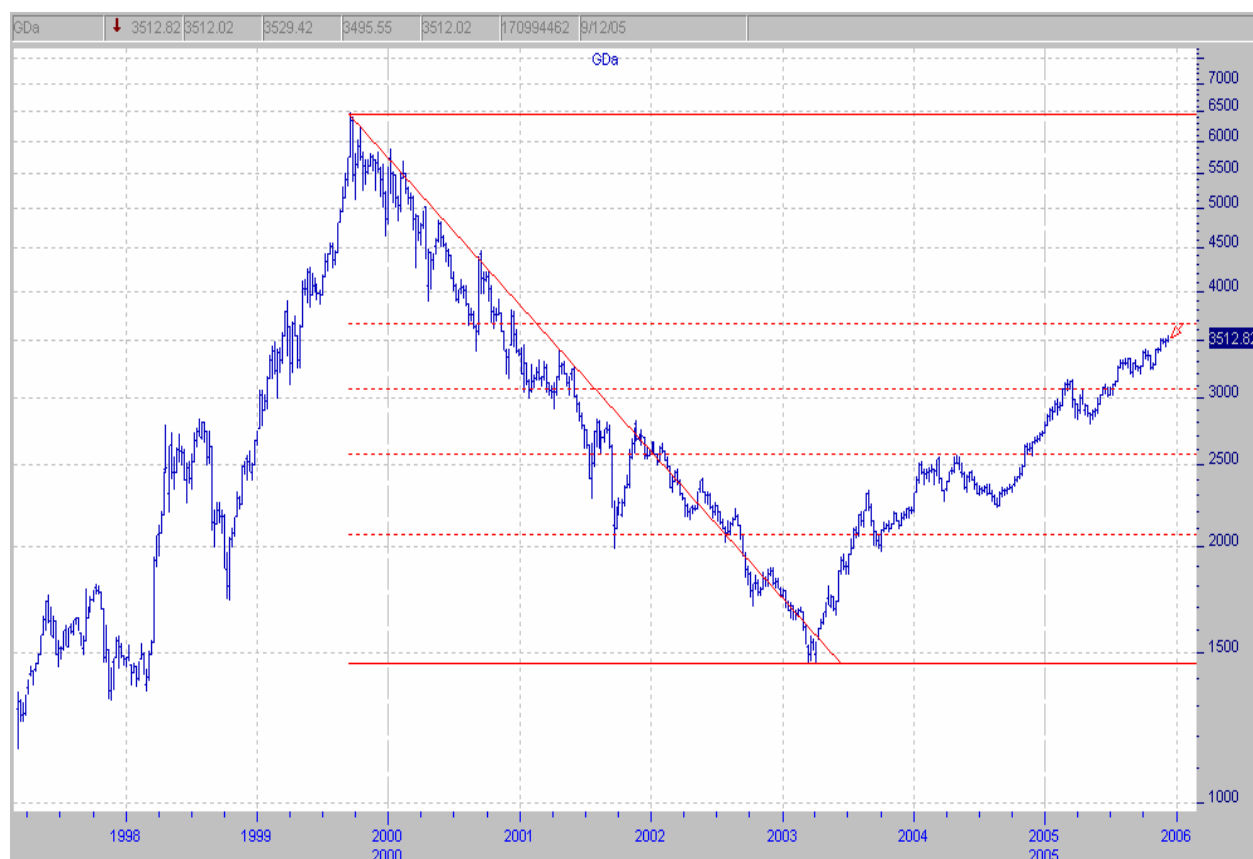
Η άνω πλευρά της σφήνας εκτείνεται μέχρι τις 3.700 μονάδες. Η μεσοπρόθεσμη τάση εξακολουθεί να είναι ανοδική αλλά όπως αναφέρουμε και στο Report τα σημάδια μίας μεσοπρόθεσμης κορύφωσης αρχίζουν να κάνουν την εμφάνισή τους ένα ένα. Επιπλέον η ανοδική κλίση του ράλι από τα χαμηλά του Αυγούστου 2004 είναι μικρότερη (ασθενέστερο ανοδικό momentum; Ίσως). Τα πάρτι μεσοπρόθεσμης κορύφωσης έχουν συνήθως τη συμμετοχή της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Έχουμε δει μέρος αυτής της διαδικασίας. Απομένει το τελικό στάδιο και η ολοκλήρωση. Δεκάδες αναλυτές συνεχίζουν να ανεβάζουν στόχους σε αρκετές μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Προσοχή όμως γιατί όπως αναφέρουμε και στο Report εκεί ήδη βλέπουμε σημάδια διαδικασίας διανομής.

Το μάτι σας καρφωμένα στις 3.100-3.130 μονάδες. Εμείς πάντως **χωρίς να τονίζουμε ότι έχουμε μεσοπρόθεσμη επιβεβαίωση κορυφής** προειδοποιήσαμε για το τι έπεται στο χθεσινό σχόλιο της συνδρομητικής σελίδας του **metatrading.gr** με μηνιαίο γράφημα.

Η ανοδική σφήνα (καθοδικών προσδοκιών) συνεχίζει να διαμορφώνεται χωρίς να έχει επιβεβαιωθεί η όποια καθοδική διάσπαση που θα μας έχετε προ δυσάρεστων εξελίξεων. Η υποχώρηση του Οκτωβρίου 2005 στις 3.236 μονάδες του ΓΔ κρατήθηκε υψηλότερα από τα επίπεδα στήριξης που είχαμε θέσει στις αρχές Σεπτεμβρίου και πάνω από το ανερχόμενο trendline. Έτσι οι ανοδικές υποδιαίρεσεις του ΓΔ συνεχίζονται ενώ ταυτόχρονα οι τιμές παραμένουν επιμελώς στα όρια της πιθανής ανοδικής σφήνας που έχουμε εντοπίσει εδώ και αρκετούς μήνες. Τα επόμενα γραφήματα του ΓΔ απεικονίζουν τις τιμές μέχρι τις 9/12/05 και αποδεικνύουν τα όσα είχαμε γράψει στις αρχές Σεπτεμβρίου 2005. Στο τότε σχόλιο έχουμε να προσθέσουμε την κάπως μεγαλύτερη συμμετοχή τίτλων από τις μικρότερες κεφαλαιοποιήσεις στην ανοδική συνέχεια. Σε γενικές γραμμές όμως το ράλι συνεχίζεται όπως ακριβώς το έχουμε περιγράψει. Οι τιμές επιβεβαιώνουν συνεχώς υψηλότερα επίπεδα και όσο δεν παραβιάζονται επίπεδα στήριξης οφείλουμε να είμαστε με την ανοδική τάση.

Το **61,8% Fibonacci** retracement στην λογαριθμική κλίμακα τιμών βρίσκεται περίπου στις **3.700 μονάδες**. Εκεί θα πρέπει να αναμένουμε κάποια σοβαρότερη αντίσταση. Αν κρίνουμε από την συμπεριφορά των τιμών στα προηγούμενα δύο Fibonacci retracements (στις 2.570 και 3.100 μονάδες). Αν οι ανοδικές υποδιαίρεσεις τιμών μέσα στην σφήνα συνεχίσουν με τον ίδιο τρόπο ίσως η πλαγιο-ανοδική κίνηση να διατηρηθεί για αρκετές ακόμα εβδομάδες. Η βασική μας θεώρηση από το καλοκαίρι κιόλας ότι η ανοδική αυτή διολίσθηση του ΓΔ και των μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης ενώ η υπόλοιπη αγορά δείχνει σημάδια αναθέρμανσης αφήνει καλύτερες ευκαιρίες σε μετοχές της μικρο-μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 3: Το 61.8% Fibonacci retracement είναι στις 3.700 Μονάδες
Λογαριθμική Κλίμακα (Εβδομαδιαίες Τιμές)**



Το γεγονός ότι στην διόρθωση του Οκτωβρίου 2005, αλλά και τις τελευταίες 2-3 εβδομάδες, η αγορά διορθώνει εσωτερικά κυρίως με μετακίνηση κεφαλαίων από μετοχή σε μετοχή (stock rotation) χωρίς ιδιαίτερη απώλεια τιμών αφήνει ανοικτό το ενδεχόμενο για συνέχιση της ανέλιξης μέσα στη σφήνα. Το πολύ θετικό ενός πιθανού σφηνοειδούς σχηματισμού στην κατάληξη του (**apex**) είναι ότι μπορούμε να εξέλθουμε από την αγορά ΚΑΙ εάν τελικά η καθοδική του διάσπαση δεν είναι η πρόπουσα να εισέλθουμε ξανά αργότερα. Σε επίπεδο ΓΔ είναι θετικό από πλευράς τεχνικής ανάλυσης είναι ότι τα επίπεδα στήριξης είναι πια ευδιάκριτα και πολλά. Εφόσον οι τιμές αρχίσουν να κόβουν ένα ένα τα σημεία στήριξης θα έχουμε απανωτές επιβεβαιώσεις για έξοδο από θέσεις αγοράς (long). Σε μία κορύφωση τύπου blow-off δεν έχουμε εύκολο σημείο εξόδου.

Και πως είμαστε σίγουροι ότι ο σχηματισμός είναι σφήνα; Είπαμε είναι **πιθανή σφήνα**. Μέχρι να διασπασθεί καθοδικά δεν μπορούμε παρά να τον θεωρούμε ως **πιθανό σχηματισμό**. Καθοδική διάσπαση θα μας κάνει ουδέτερους (αν όχι αρνητικούς) για τις μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης και θα σταθούμε ένα βήμα πίσω. Όμως θα αφήσουμε τις τιμές να μας οδηγήσουν εκτός αγοράς με τις καθοδικές διασπάσεις. Μέχρι τότε τα πολλά λόγια είναι περιττά. Πάντως παρά τα συνεχή θετικά μας σχόλια θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας ότι είμαστε στον τρίτο χρόνο του ράλι και η κλίση της ανέλιξης τιμών είναι ήδη μικρότερη.

ΓΡΑΦΗΜΑ 4: Η Ανοδική Σφήνα "Δείχνει" προς τις 3800 Μονάδες

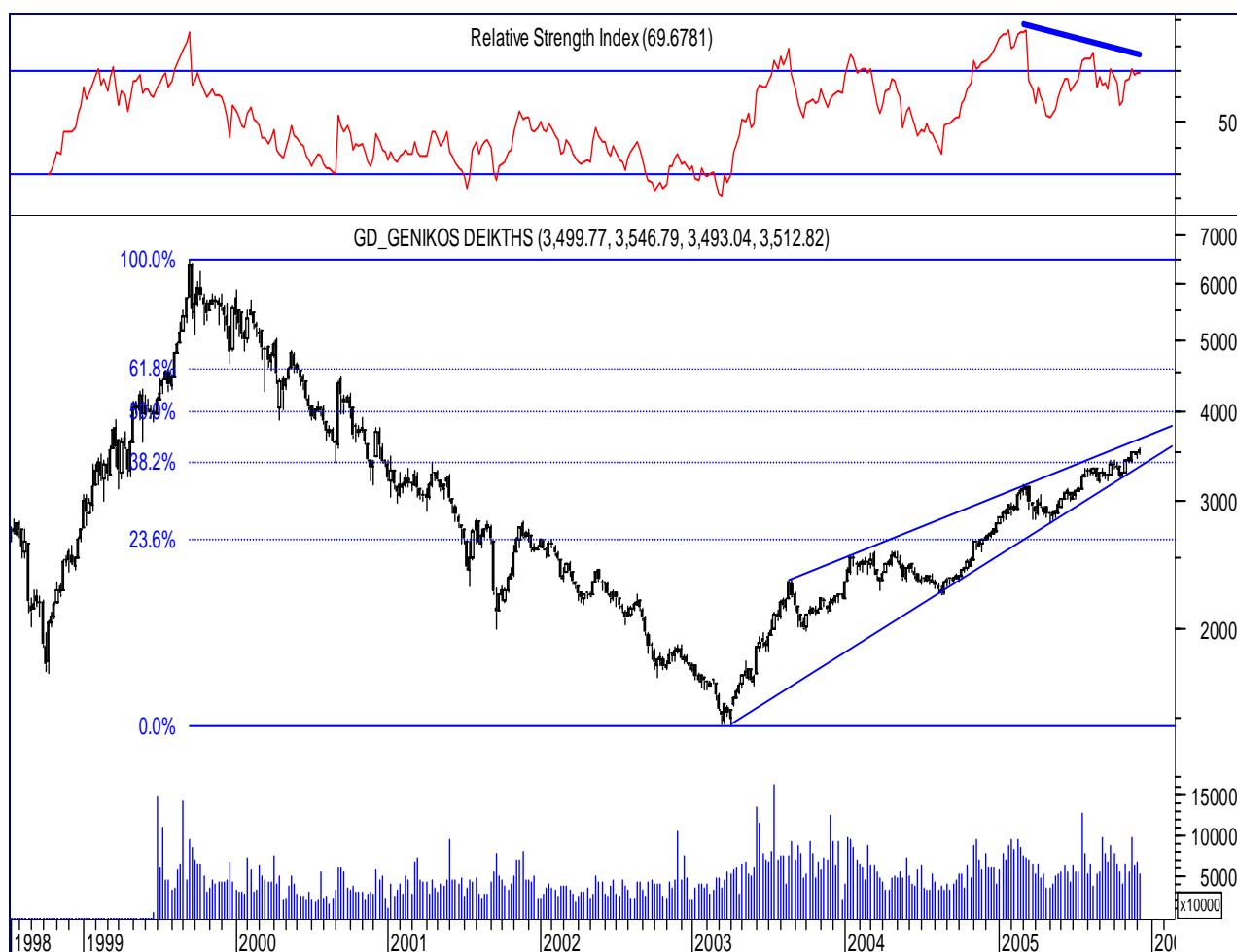
Λογαριθμική Κλίμακα (Εβδομαδιαίες Τιμές)



Το πέμπτο και τελευταίο γράφημα του κειμένου στην επόμενη σελίδα απεικονίζει τις τιμές του ΓΔ σε ημι-λογαριθμική κλίμακα με τον RSI (14 περιόδων). **Η κίνηση των τιμών μέσα στην πιθανή ανοδική σφήνα πραγματοποιείται με αποκλίσεις στον RSI.** Όπως έχουμε τονίσει πολλές φορές σε παλαιότερες αναλύσεις μας οι αποκλίσεις τιμών και ταλαντωτών όπως ο RSI αποτελούν προειδοποίηση και μόνο. Δεν είναι σήμα για υιοθέτηση απαισιόδοξης στάσης όταν βρισκόμαστε σε ανοδική κίνηση. Εχουμε βιώσει πολλές φορές στο παρελθόν να αναιρούνται οι αρνητικές αποκλίσεις με ανέλιξη των τιμών σε υψηλότερα επίπεδα. Στην περίπτωση του ΓΔ μία ανάλογη αναιρέση θα σημαίνει διαφυγή των τιμών από το άνω trendline της σφήνας και θα συνοδευτεί πιθανότατα από ισχυρή ανοδική κίνηση. Δώστε έμφαση στη λέξη πιθανή. **Στις αγορές ΠΑΝΤΑ έχουμε να κάνουμε με πιθανότητες και όχι με βεβαιότητα.** Η διαδικασία κορύφωσης για την οποία μιλήσαμε περί τα τέλη καλοκαιριού δεν έχει αναιρεθεί. Όμως ελπίζουμε να έγινε κατανοητό τόσο από τις τότε αναλύσεις όσο και από τα δεκάδες θετικά καθημερινά σχόλια έκτοτε ότι δεν λάβαμε ΚΑΜΙΑ ΙΣΧΥΡΗ ΕΠΙΒΕΒΑΙΩΣΗ είτε με καθοδική διάσπαση της ανοδικής σφήνας είτε με διάσπαση πολλαπλών οριζόντιων στηριξεων. Η ύπαρξη σχηματισμού πιθανής σφήνας μας θέτει σε εγρήγορση αλλά δεν μας επιτρέπει άλλη στάση από την ήδη υπάρχουσα όσο οι τιμές συνεχίζουν ανοδικά. **Η στάση μας αυτή συνεχίζει να είναι θετική για μεγάλο κομμάτι της αγοράς και για αρκετές μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης.** Είναι προφανές ότι εφόσον έχουμε επαναλάβει πολύ θετικά σχόλια για την μεσο-μακροπρόθεσμη εικόνα της μικρο-μεσαίας κεφαλαιοποίησης κάποιοι να εκλαμβάνουν ως διγλωσσία των απόψεών μας την διατύπωση σχολίων περί αποκλίσεων ή κορύφωσης. Όμως όσοι από εσάς έχουν διαβάσει όλα όσα γράφουμε τους τελευταίους μήνες σε καθημερινά σχόλια και Special Report θα έχουν λάβει το μήνυμα. Είναι επίσης ξεκάθαρο ότι σε μία ανοδική κίνηση σαν κι αυτή που βιώνουμε κάποιο κομμάτι της αγοράς θα μας επιβεβαιώνει και κάποιο όχι. Ετσι είναι δυνατό να

είμαστε θετικοί για κάποιες μετοχές και αρνητικοί για άλλες. Είναι απόλυτα φυσιολογικό μία ανέλιξη σαν κι αυτή που ξεκίνησε από τις στάχτες του 2002-2003 να είναι επιλεκτική στα πρώτα της στάδια όσον αφορά τις επιλογές των επενδυτών. Η επούλωση των πληγών απαιτεί χρόνο και ίσως πολύ περισσότερο από ότι νομίζουν κάποιοι. Η εστίαση των εμπλεκομένων σε κομμάτι της μεγάλης κεφαλαιοποίησης και η αργή ανάβαση των τιμών σε αυτό (ή ακόμα και η υιοθέτηση αρνητικής στάσης εφόσον οι συνθήκες το επιβάλλουν στο μέλλον) δεν μπορεί να συνεπάγεται άμεση αρνητική στάση για όλες τις μετοχές. Αρνητικά σχόλια για τον ΓΔ δεν μπορεί να σημαίνουν ότι κάποιες μετοχές δεν μπορούν να πάνε κόντρα στο ρεύμα. Θα θυμάστε υποθέτουμε τη συμπεριφορά της μετοχής Jumbo καθόλη της διάρκειας της σφαγής του ΧΑ. Απλά οι περισσότερες μετοχές ακολουθούν το ρεύμα. Είναι τέλος εντελώς φυσιολογικό να έχουμε συγκεκριμένες απόψεις για μετοχές που έχουν ήδη παργαμοποιήσει τρελό ράλι από τα χαμηλά του 2003 και να μην κυνηγάμε "μάγισσες." Η ΕΤΕ αποτελεί καλό παράδειγμα. Εάν κάποιοι θέλουν να λάβουν ρίσκο στα €34 βλέποντας τα €40-€45 των τιμών-στόχων δεν έχουμε κανένα πρόβλημα. Και δεν αποκλείεται να δούμε τους στόχους αυτούς να απιάνονται κάποια στιγμή στην πορεία. Απλά θυμηθείτε αυτό που γράψαμε νωρίτερα στη σελίδα 4 και τα όσα λέμε εδώ και χρόνια για τη σχέση ρίσκου/οφέλους. Το στοιχείο σε άλλες μετοχές θα αποβεί πολύ πιο αποδοτικό. Εκτός κι αν πιστεύετε και πάλι ότι κατ'αντιστοιχία με τις αποτιμήσεις του π.χ. ΔΟΛ ή της ΚΛΩΝΑΤΕΞ του 1999 (σχεδόν 1 τρισ. δρχ τότε) θα βιώσουμε μία κεφαλαιοποίηση στην ΕΤΕ στα €20 δισ. είτε λόγω ανόδου άλλο 100% από τρέχοντα επίπεδα είτε λόγω μίας εξαγοράς της από ξένους σε τέτοια αποτίμηση. Εάν οι συνθήκες τις αγοράς αλλάξουν θα αναγκαστούμε να αλλάξουμε κι εμείς στάση. Εξάλλου είναι δεδομένο ότι στις αγορές μετοχών (και όχι μόνο) θα πρέπει να είμαστε ευέλικτοι και ανοικτοί στα νέα δεδομένα.

ΓΡΑΦΗΜΑ 5: Ο RSI(14) Συνεχίζει να Αποκλίνει Σε Σχέση με τις Τιμές Ημι-λογαριθμική Κλίμακα (Εβδομαδιαίες Τιμές)



Σπύρος Ε. Βασιλείου
Ηλίας Ν. Μπούσιος

metatrading.gr

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Απαγορεύεται η αναπαραγωγή ή η προώθηση της παρούσας ανάλυσης, μέρους ή του συνόλου αυτής, χωρίς τη γραπτή άδεια του εκδότη, του οποίου αποτελεί πνευματική ιδιοκτησία. Η χρήση του παρόντος κειμένου διέπεται από την αυστηρή τήρηση των όρων χρήσης του δικτυακού τόπου www.metatrading.gr. Σε περίπτωση παραβίασης αυτών, ο χρήστης αναλαμβάνει την πλήρη ευθύνη για την πληρωμή της ετήσιας συνδρομής για κάθε επιπλέον αναγνώστη ή αποδέκτη.