

## **Διεθνές Χρηματιστηριακό Περιβάλλον 2002: ΑΝΑΚΑΜΨΗ ή ΕΠΑΝΑΛΗΨΗ του 2001;**

Το δεύτερο ενδεχόμενο αναδύεται αυτήν τη χρονική στιγμή ως το πιθανότερο σενάριο. Συνεπώς παραμένουμε ιδιαίτερα σκεπτικοί απέναντι στη δυνατότητα ανάκαμψης των αγορών.

Σπυρίδων Ε. Βασιλείου  
MBA Finance  
14/1/2002

Οι περισσότεροι από τους αναγνώστες παλαιότερων μελετών / άρθρων μου γνωρίζουν ότι δίνω σημαντικότερο βάρος στα όσα συμβαίνουν στην άλλη όχθη του Ατλαντικού (Η.Π.Α.), όχι μόνο γιατί αποτελεί το επίκεντρο της απασχόλησής μου αλλά γιατί όλες οι κατευθύνσεις στα χρηματιστηριακά τεκταινόμενα (σωστές ή λάθος) δίνονται κυρίως από εκείνη την αγορά. Συνεπώς, το κύριο κομμάτι της μελέτης αφορά τις εκτιμήσεις μου για το τι μέλλει γενέσθαι στις αγορές των Η.Π.Α., ενώ όπου χρειασθεί θα γίνουν αναφορές στις αγορές / χώρες ειδικότερου ενδιαφέροντος αλλά και στο ιστορικό παρελθόν.



Ίδια εποχή ακριβώς πριν ένα χρόνο, η παγκόσμια οικονομία, και κατ' επέκταση οι διεθνείς κεφαλαιαγορές, ζούσαν ένα διαφορετικό "όνειρο." Μόλις είχε εκλεγεί νέος πρόεδρος στις Η.Π.Α. (George W. Bush Jr) και η φθινοπωρινή πτώση στις τιμές των μετοχών είχε αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στην αβεβαιότητα της εκλογής. Η αμερικανική οικονομία μόλις που ξεκινούσε να εμφανίζει τα σημάδια μιας κόπωσης που έμελλε να είναι σοβαρότερη του αναμενόμενου.

Την ίδια στιγμή, ορδές οικονομολόγων και αναλυτών από τη Wall Street και ολόκληρο τον κόσμο διαβεβαίωναν εαυτούς και επενδυτές ότι η οικονομική επιβράδυνση θα είναι παροδική. Μάλιστα, η συντριπτική πλειοψηφία αυτών τασσόταν με την άποψη ότι η αμερικανική (αλλά και η παγκόσμια) οικονομία δεν θα έπεφτε στα "πλοκάμια" της οικονομικής ύφεσης, ενώ η οικονομία της Ε.Ε. θα έπαιζε ηγετικό ρόλο αναλαμβάνοντας τη σκυτάλη από τις Η.Π.Α. ως η ατμομηχανή της παγκόσμιας ανάπτυξης.

Στην Ασία, η δεύτερη σε μέγεθος οικονομία του κόσμου, η Ιαπωνία, ξεπερνούσε την τρίτη της ύφεση και ετοιμαζόταν να επιστρέψει σε θετικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Ο δείκτης Nikkei-225 στο Χρηματιστήριο του Τόκιο προεξοφλούσε καλύτερες ημέρες.

Την αισιοδοξία των οικονομολόγων, αναλυτών και επενδυτών ήρθε να χαιρετίσει η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (FED) προβαίνοντας στην πρώτη μείωση επιτοκίων στις 3/1/01. Σε μία έκρηξη short covering, οι αμερικανικοί χρηματιστηριακοί δείκτες εκτινάχθηκαν στα ύψη<sup>1</sup>. Ο δείκτης NASDAQ των κερδοσκοπικών μετοχών υψηλής τεχνολογίας σημείωσε άνοδο σχεδόν 15%!!! Οι υπόλοιποι δείκτες “περιορίστηκαν” σε ανόδους της τάξεως του 4-5%. Το “κερασάκι όμως στην τούρτα” ήρθε να τοποθετήσει η αχαλίνωτη κερδοσκοπία σε ολόκληρο το μήνα Ιανουάριο εν αναμονή και νέας μείωσης των βραχυπρόθεσμων αμερικανικών επιτοκίων τις τελευταίες μέρες του μήνα. Η FED μείωσε και πάλι τα επιτόκια, αλλά το υψηλό που σημειώθηκε το δεκαπενθήμερο μεταξύ 20/1 - 5/2/2001 παραμένει απαραβίαστο. Σχεδόν έναν χρόνο αργότερα η αγορά NASDAQ, για παράδειγμα, βρίσκεται 35% χαμηλότερα από εκείνο το υψηλό των 2.892 μονάδων. Επίσης, οι αθεράπευτα αισιόδοξοι τόνιζαν ότι το ξεκίνημα της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής σήμαινε με βεβαιότητα υψηλότερα επίπεδα μετοχών. Μετά την τρίτη μείωση επιτοκίων η αγορά ανεβαίνει “σχεδόν πάντα,” συνέχιζαν να λένε, κι αυτό μπορούσε να αποδειχθεί ιστορικά. Το ρητό της Wall Street “Μην Πάτε Ενάντια στη FED” (Do not Fight the FED) ήταν στις δηλώσεις οικονομολόγων και αναλυτών, οι οποίοι έμοιαζαν έτοιμοι να “εισπράξουν” από τις “σίγουρες” θετικές αποδόσεις των μετοχών κατά το 2001. Μάλιστα, επενδυτικός σύμβουλος της γνωστής επενδυτικής τράπεζας UBS Warburg, εκτιμούσε άνοδο του δείκτη Standard & Poor’s 500 (S&P 500) κατά 20% ή και περισσότερο.

Οι περισσότεροι λοιπόν οικονομολόγοι και αναλυτές έσπευσαν να ζητωκραυγάσουν την άνοδο διεθνώς σημειώνοντας ότι η αγορά μετοχών προαναγγέλλει «γύρισμα» της οικονομίας. [ Πολλοί επενδυτές πιστεύουν ότι η αγορά μετοχών “προβλέπει σωστά” την επερχόμενη ανάκαμψη στην οικονομία 6-9 μήνες νωρίτερα. ] Δυστυχώς όμως για εκείνους και για τα κεφάλαιά τους, καθώς η πτώση ήταν αδυσώπητη μέχρι τις αρχές Απριλίου, ενώ μετά μία δίμηνη ανάσα (Απρίλιος - Μάιος), η πτωτική τροχιά οδήγησε σε νέα χαμηλά του δείκτης την τρίτη εβδομάδα του Σεπτεμβρίου αμέσως μετά το τρομοκρατικό χτύπημα στη Νέα Υόρκη. Ο ΠΙΝΑΚΑΣ 1 περιέχει τις αποδόσεις των πιο σημαντικών αγορών / μετοχών παγκοσμίως. Δείτε και μόνοι σας πόσο θετικά έκλεισε η χρονιά. Κι οι αριθμοί αυτοί περιλαμβάνουν τις αποδόσεις του ημερολογιακού 2001. Αν σκεφτεί κανείς ότι σχεδόν όλοι οι επενδυτικοί σύμβουλοι και αναλυτές έδωσαν την “διαβεβαίωση” στους επενδυτές για υψηλότερες τιμές στα μέσα Ιανουαρίου, όταν το μεγαλύτερο κομμάτι του ράλι είχε ήδη τελειώσει, οι αρνητικές αποδόσεις γίνονται ακόμη μεγαλύτερες. Η στήλη BMTD είναι οι αποδόσεις από τα ιστορικά υψηλά των εν λόγω δεικτών.

---

<sup>1</sup> **Short Covering** είναι η αγορά μετοχών από έναν επενδυτή, ο οποίος προσδοκώντας πτώση κάποιας μετοχής, τη δανείζεται από το χρηματιστή του και την πωλεί στην ανοιχτή αγορά, ενώ όταν η τιμή της μετοχής κινηθεί προς την αντίθετη κατεύθυνση από το «πιστεύω» του επενδυτή (δηλαδή προς τα πάνω), τότε ο επενδυτής υφίσταται απώλειες και αγοράζει πίσω τις μετοχές. Καθώς προς τα πάνω δεν υπάρχει “οροφή”, ο επενδυτής σπεύδει να αγοράσει μερικές φορές ακόμη και σε υψηλότερη τιμή τις μετοχές που πρέπει να επιστρέψει στο χρηματιστή του.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1:** Αποδόσεις Χρηματιστηριακών Δεικτών το 2001

MARKET	2001	BMTD
DJIA	-7.1%	-14.7%
S&P 500	-13.0%	-35.2%
NASDAQ	-21.0%	-62.0%
Dow Utilities	-29.0%	-42.3%
Dow Transports	-10.4%	-30.5%
Russell 2000	1.0%	-19.3%
Wilshire 5000	-11.0%	-28.5%
TSE (Canada)	-14.0%	-32.6%
FTSE 100 (England)	-16.2%	-24.7%
CAC (France)	-22.0%	-33.4%
Dax (Germany)	-19.0%	-36.6%
Nikkei (Japan)	-23.5%	-72.0%
Hang Seng (Hong Kong)	-24.0%	-38.0%
DJ World Stock Index	-16.6%	-30.0%

**Πηγή:** Elliott Wave Financial Forecast, *January 2002*, [www.elliottwave.com](http://www.elliottwave.com)

Όμως επειδή σκοπός αυτής της μελέτης δεν είναι να επαναλάβει μόνο αυτά τα οποία έλαβαν χώρα κατά το 2001, αλλά και να προσπαθήσει να εκτιμήσει τα πιθανότερα επενδυτικά σενάρια για το 2002, παραθέτω μερικά από τα θέματα που θα θιγούν στην παρούσα μελέτη είτε ξεχωριστά είτε συνδυασμένα στην ίδια ενότητα. Από την άλλη πλευρά βέβαια, επειδή δεν είναι δυνατόν να καλυφθούν όλες οι ενότητες σε μία μελέτη, αρκετά από τα θέματα αυτά θα καλυφθούν κατά τη διάρκεια της χρονιάς σε ειδικές μελέτες μέσα από τις ηλεκτρονικές σελίδες του [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr).

**Θέματα:**

- Παγκόσμια Οικονομική Συγκυρία
- Πότε θα Τελειώσει η Ύφεση;
- Χρηματιστήρια Μετοχών
- Αποτιμήσεις
- Οικονομικοί Κύκλοι
- Χρηματιστηριακοί Κύκλοι
- Κύματα Elliott

Σκοπός μου είναι να παραθέσω μερικές απόψεις και σενάρια με τη μεγαλύτερη πιθανότητα να υλοποιηθούν, αλλά και με τα επιχειρήματα που τα συνοδεύουν ώστε να γίνει αντιληπτό το τελικό μήνυμα προς τον αναγνώστη. **Προκαταβολικά μπορώ να εκτιμήσω ότι το έτος 2002 δεν θα είναι μία εύκολη χρονιά για το σύνολο των επενδυτών σε όλα τα μήκη και τα πλάτη του πλανήτη.** Προσωπικά κλείνω προς το απαισιόδοξο σενάριο για πολυάριθμους λόγους που αναλύω με λεπτομέρεια στην κυρίως μελέτη. Και επειδή μερικές εικόνες αξίζουν τόσο όσο χιλιάδες λέξεις θα περιοριστώ στην ανάλυση / σχολιασμό αρκετών

παραστατικών γραφημάτων. Τέλος, θα παραθέσω μερικά επίπεδα “ισορροπίας-μάχης” αγοραστών και πωλητών στην αγορά, που θα κρίνουν την έκβαση του “αγώνα” σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

### **Παγκόσμια Οικονομική Συγκυρία**

Η παγκόσμια οικονομική συγκυρία συνεχίζει να είναι άκρως αβέβαιη και με ελάχιστα σημάδια βελτίωσης. Η οικονομική ύφεση που ξεκίνησε στις δυτικές οικονομίες από τις Η.Π.Α. εξαπλώνεται με ταχύτητα και στην Ευρώπη που θεωρούνταν “ασφαλές καταφύγιο ανάπτυξης”. Το πρόβλημα που διαφαίνεται όλο και πιο έντονα όμως είναι η επιπολαιότητα της οικονομικής πολιτικής κυρίως στις Η.Π.Α.. Στο τριμηνιαίο τεύχος του IRAJ τον περασμένο Οκτώβριο, και στην μελέτη «ΕΠΙΕΝΔΥΤΙΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ, ΚΥΜΑΤΑ Elliott & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ» έγραφα στις τελευταίες σελίδες ότι η FED προσπαθεί να ξαναφουσκώσει την ΦΟΥΣΚΑ στην οικονομία και τις αγορές μέσω ποσοτικής (επιτόκια) και ποιοτικής (προσφορά χρήματος) ρευστότητας. Προειδοποίησα ότι το επερχόμενο bear market rally θα είναι σημαντικό και μάλιστα μεγαλύτερο σε διάρκεια από τα δύο προηγούμενα του 2001 (Ιανουάριος και Απρίλιος / Μάιος). Διαφαίνεται όμως ότι η κατάληξη του τελευταίου ράλι θα είναι παρόμοια με αυτήν των προηγούμενων.

Οι λανθασμένοι χειρισμοί από τη FED, κατά την άποψή μου, θα έχουν συνέπειες που δυστυχώς για τους περισσότερους δεν είναι ακόμα εμφανείς. Η πολιτική των αρμοδίων να σπρώξουν τους Αμερικανούς καταναλωτές “να βγάλουν το φίδι από την τρύπα” καταναλώνοντας ακόμα περισσότερα με αύξηση του χρέους τους (πιστωτικές κάρτες, μετοχικά δάνεια, κ.λ.π.) σε μία εποχή όπου το σύνολο των νοικοκυριών είναι υπερχρεωμένο σε επίπεδα ρεκόρ, κινείται σε λεπτή ισορροπία. Δηλαδή με άλλα λόγια, η κεντρική τράπεζα προσπαθεί να ανακινήσει την οικονομία βασιζόμενη στους χρεωμένους Αμερικανούς πολίτες !!!

Η οικονομική ύφεση και στασιμότητα στην Ασία από τη νομισματική κρίση του 1997 και μετά, σε συνδυασμό με τα φαινόμενα «ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ» στις ασιατικές οικονομίες, ζωγραφίζουν ένα τοπίο έντονα προβληματικό όχι μόνο για την εκεί ελπίδα ανάκαμψης, αλλά και για την παγκόσμια οικονομία. Ο ασιατικός αποπληθωρισμός είναι “εξαγώγιμος” σε μία περίοδο μάλιστα όπου μοναδικό όπλο πολλών ασιατικών οικονομιών είναι η υποτίμηση των νομισμάτων. Για μία χώρα σαν την Ιαπωνία με τεράστια διαρθρωτικά προβλήματα στο τραπεζικό της σύστημα, η υποτίμηση του γιεν αποτελεί ένα από τα τελευταία όπλα των ανήμπορων, να αντιδράσουν διαφορετικά, γραφειοκρατών της εκεί εξουσίας. Η πιθανή παρατεταμένη πτώση του ιαπωνικού νομίσματος έχει τεράστιες συνέπειες στην παγκόσμια οικονομία εφόσον θα προκαλέσει κατά πάσα πιθανότητα ανταγωνιστικές υποτιμήσεις σε άλλες χώρες της περιοχής (Μαλαισία, Ταϊλάνδη, Σιγκαπούρη, Ν. Κορέα, Κίνα). Αυτό με τη σειρά του είναι έντονα αποπληθωριστικό και για τις Η.Π.Α., καθώς οι εγχώριοι παραγωγοί και κατασκευαστές προϊόντων που ανταγωνίζονται τα ασιατικά εισαγόμενα στην αμερικανική αγορά θα έχουν σημαντικό πρόβλημα για ικανοποιητικά περιθώρια κέρδους. Με άλλα λόγια τα κέρδη δεν πρόκειται να ανακάμψουν σύμφωνα με τις “υπερ-αισιόδοξες” προβλέψεις των αναλυτών για πολλούς κλάδους της αμερικανικής οικονομίας, αφήνοντας κατά αυτόν τον τρόπο τις τρέχουσες αποτιμήσεις “κρεμασμένες στον τοίχο”.

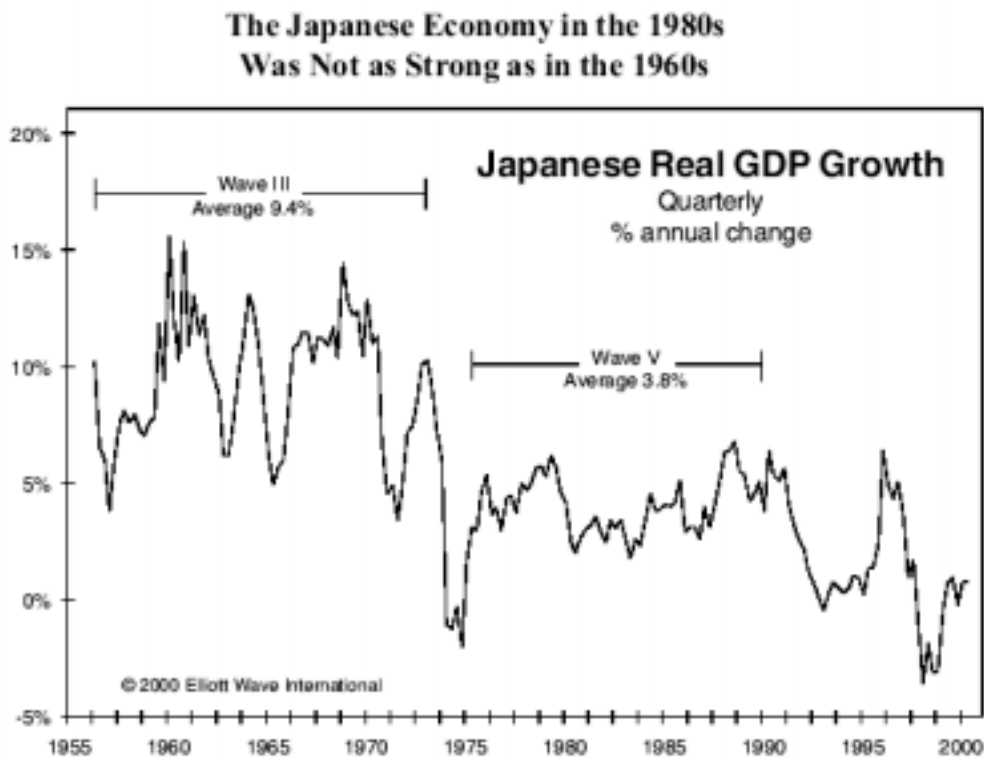
Ποτέ καμία σοβαρή και σταθερή οικονομική ανάκαμψη δεν ξεκίνησε από μία τόσο τρεμάμενη βάση, σαν και αυτή που εδώ και μήνες θεμελιώνει η αμερικανική οικονομική πολιτική. Ποτέ καμία σοβαρή οικονομική ανάπτυξη δεν ξεκίνησε βασιζόμενη στους καταναλωτές, ακόμα και αν η κατανάλωση αποτελεί τα 2/3 του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Α.Ε.Π.) των Η.Π.Α.. Ποτέ καμία σοβαρή οικονομική ανάκαμψη δεν ξεκίνησε επειδή ξαναγύρισε η υπέρμετρη αισιοδοξία στις αγορές μετοχών, οι οποίες, λέγεται, ότι προβλέπουν το γύρισμα στην πραγματική οικονομία 6-9 μήνες πριν. Ποτέ καμία σοβαρή ανάκαμψη δεν ξεκίνησε τόσο εύκολα και απλά με την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση.

Η πίστη πολλών οικονομολόγων ότι η αμερικανική οικονομία έχει σημειώσει την απαραίτητη στροφή προς το δρόμο της θετικής οικονομικής ανάπτυξης, επειδή ακριβώς προηγούμενες υφέσεις διήρκεσαν συγκεκριμένο χρόνο είναι τόσο “επιτόλαιη”, όσο και η άποψη πριν ένα χρόνο ότι μετά από τρεις μειώσεις επιτοκίων από τη FED θα ακολουθούσε bull market στις μετοχές με σημαντική βεβαιότητα. Τελικά, 11

μειώσεις επιτοκίων κρατούν τις μετοχές σε χαμηλότερα επίπεδα. Γιατί άραγε; Γιατί όποτε θέλουν οι εν λόγω αναλυτές / οικονομολόγοι λένε ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται (π.χ. επιτόκια) και όποτε θέλουν λένε ότι τη φορά αυτή είναι διαφορετικά (π.χ. καθώς οι αποτιμήσεις του 2001 πλησιάζουν τις ταρινές αποτιμήσεις ανεξαρτέως κλάδου, στις Η.Π.Α.).

Αν και θα φανεί αρχικά ανεξάρτητο, εκ πρώτης όψης, το ΓΡΑΦΗΜΑ 1 απεικονίζει την τριμηνιαία μεταβολή του ιαπωνικού Α.Ε.Π. από το 1955 μέχρι και σήμερα. Παρατηρείται λοιπόν ότι οι ρυθμοί ανάπτυξης σε κάθε διαδοχική ανοδική φάση (1955-1968, 1975-1990) ήταν χαμηλότεροι από την προηγούμενη φάση. Όμως αυτό δεν ήταν αρκετό να αποτρέψει τους επενδυτές να δημιουργήσουν μία επενδυτική φούσκα στα τέλη της δεκαετίας του 1980. Το αποτέλεσμα της οικονομικής ασυδοσίας και η επίδρασή της στις τιμές μετοχών και ακινήτων για δώδεκα χρόνια είναι λίγο πολύ γνωστή.

### ΓΡΑΦΗΜΑ 1



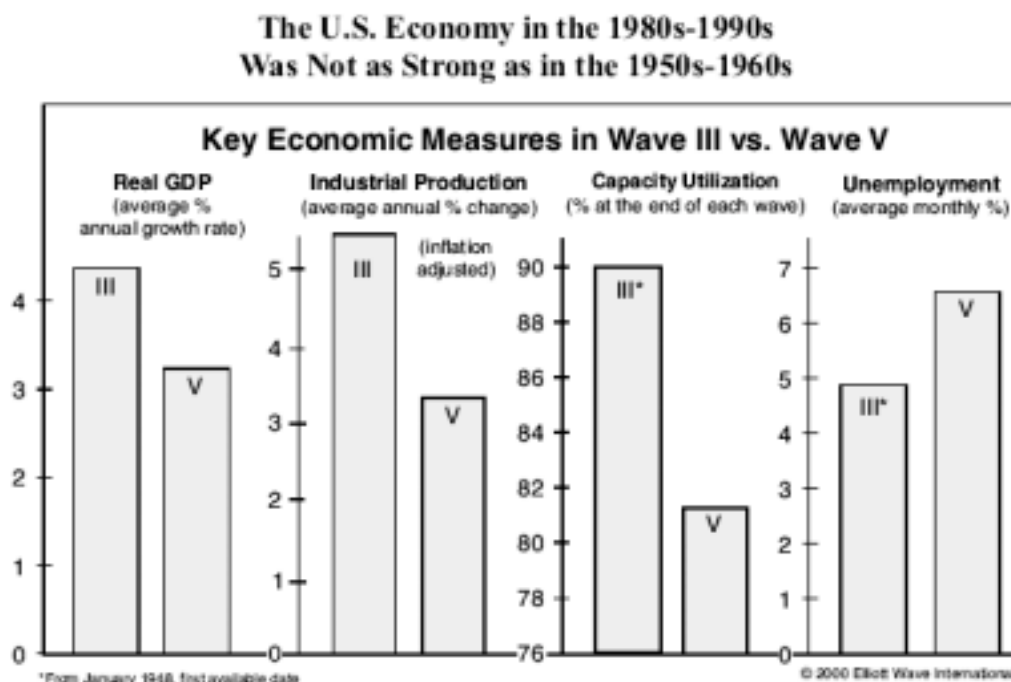
ΠΗΓΗ: Elliott Wave International

Όμως πώς συνδέεται το παραπάνω γράφημα με τις Η.Π.Α.; Η σύνδεση γίνεται με μία ματιά στο ΓΡΑΦΗΜΑ 2 που αποδεικνύει ότι και η αμερικανική οικονομία γνώρισε χαμηλότερους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης κατά την τελευταία φάση (1982-2000) σε σχέση με την προηγούμενη (1949-1966). Παρόλα αυτά οι τιμές των μετοχών εκτινάχθηκαν στα ύψη με ιλιγγιώδη ταχύτητα και σε επίπεδα αποτιμήσεων που ποτέ άλλοτε δεν είχαν παρατηρηθεί.



Οι επενδυτές συνέχισαν να προτιμούν μετοχές (και ειδικότερα μετοχές υψηλής τεχνολογίας) αναλαμβάνοντας υπερβολικό ρίσκο σε μία περίοδο έντονης κερδοσκοπίας και ρευστότητας στην οικονομία που δημιουργήθηκε από την αλόγιστη νομισματική και πιστωτική επέκταση της αμερικανικής FED. Το πρόβλημα είναι ότι διεθνώς οι επενδυτές συνεχίζουν να διακατέχονται από αισιοδοξία σε μία περίοδο που όλες οι ενδείξεις θα δικαιολογούσαν προσεκτικότερες επιλογές σε τοποθετήσεις επενδύσεων με ρίσκο.

## ΓΡΑΦΗΜΑ 2



ΠΗΓΗ: Elliott Wave International

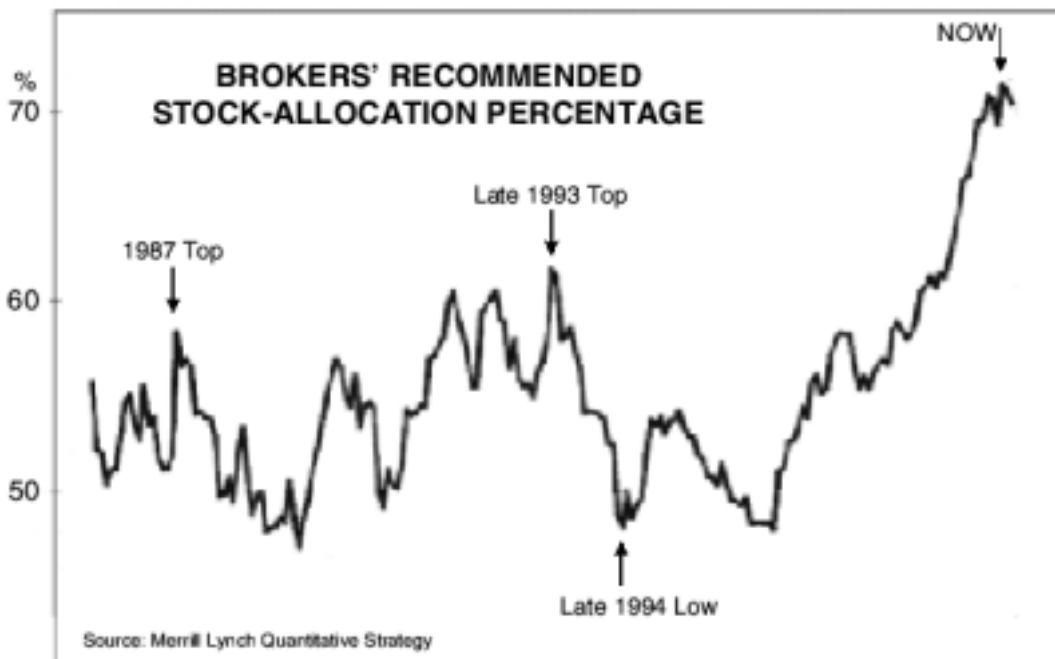
### **Αισιοδοξία σε Κύκλους Αναλυτών και Επενδυτικού Κοινού;**

Αν και δεν υπάρχει κάποιος στην παγκόσμια επενδυτική κοινότητα που να αμφισβητεί ότι οι αγορές μετοχών διανύουν μία φάση «bear market» από τα ιστορικά υψηλά επίπεδα των αρχών 2000, υπάρχουν πολλοί εντούτοις που είναι αισιόδοξοι όσο ποτέ άλλοτε. Τα ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ 3 και 4 είναι μία ζωντανή απόδειξη της γνωστής λαϊκής ρήσης ότι η ελπίδα πεθαίνει πάντα τελευταία. Πριν δούμε όμως με αφορμή τα γραφήματα ποιο είναι το παράδοξο στην τωρινή συγκυρία, θα πρέπει να παρουσιασθεί μία απλή ερμηνεία στην προσέγγιση της αισιοδοξίας και στην αποτύπωσή της σε ποσοστά ή στις τιμές μετοχών / δεικτών.

Είναι ιστορικά αποδεδειγμένο, αλλά και εμφανές από το ΓΡΑΦΗΜΑ 3, ότι οι επενδυτές είναι περισσότερο αισιόδοξοι και επενδυμένοι στις αγορές μετοχών κοντά σε σημαντικές κορυφές δεικτών / αγορών, αλλά και περισσότερο απαισιόδοξοι / φοβισμένοι πολύ κοντά σε μακροχρόνια χαμηλά. Σε αυτούς συγκαταλέγονται και οι αναλυτές που δημοσίως παροτρύνουν του υπόλοιπους επενδυτές σε συγκεκριμένο τεμαχισμό των προς επένδυση κεφαλαίων τους μεταξύ μετοχών, ομολόγων και ρευστών διαθέσιμων. Τη δεύτερη εβδομάδα του τρέχοντος μήνα το ποσοστό επένδυσης σε μετοχές σύμφωνα με τις συμβουλές των αναλυτών της Wall Street ήταν το υψηλότερο όλων των εποχών ξεπερνώντας ακόμα και αυτό του 2000. Αυτό σημαίνει με άλλα

λόγια ότι οι ίδιοι οι “ειδικοί” δεν έχουν ταρακουνηθεί καθόλου από τη μέχρι σήμερα βίαιη πτώση σε αρκετούς κλάδους μετοχών των αμερικανικών αγορών μετοχών και συνεχίζουν να προτείνουν αυξημένες τοποθετήσεις σε μετοχές. Το αξιοσημείωτο είναι ότι σε όλη τη διάρκεια της πτώσης κανείς από τους εν λόγω (υπερ-αισιόδοξους) συμμετέχοντες δεν πρότεινε έξοδο από τις μετοχές. Ελάχιστοι ήταν εκείνοι που προειδοποίησαν το επενδυτικό κοινό για την επερχόμενη πτώση. Σήμερα, ενώ οι αποτιμήσεις βρίσκονται σε απροσέγγιστα επίπεδα, δεν ακούγονται προειδοποιήσεις από πολλούς. Οι περισσότερες (προειδοποιήσεις) από αυτές θα έρθουν ως συνήθως κατόπιν πτώσης.

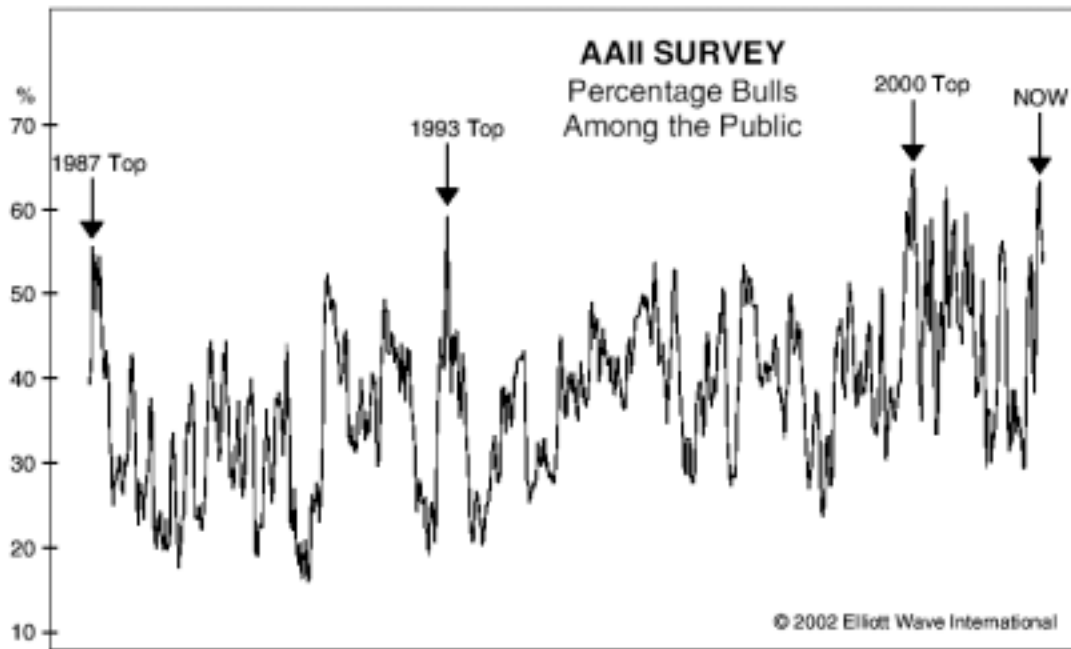
### **ΓΡΑΦΗΜΑ 3**



**ΠΗΓΗ:** Elliott Wave International Courtesy of Merrill Lynch Quantitative Strategy

Η επίδραση όμως που έχουν οι αναλυτές της Wall Street και τα υπόλοιπα μέσα μαζικής οικονομικής ενημέρωσης στο αμερικανικό επενδυτικό κοινό μετά από χρόνια ανεπιτυχών αναλύσεων / προβλέψεων είναι εμφανής στο Γράφημα 4. Ο μέσος επενδυτής συνεχίζει να είναι αισιόδοξος για την πορεία του συνόλου των μετοχών όσο ήταν και στις αρχές του 2000. 22 μήνες bear market και μερικά τρισεκατομμύρια δολάρια ως απώλειες από μετοχές (κυρίως τεχνολογίας και Internet) δεν ήταν αρκετά να τους ταρακουνήσουν.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 4**



**ΠΗΓΗ:** Elliott Wave International

Όμως η ιστορική προσέγγιση των αριθμών σχεδόν πάντα υποδεικνύει την αλήθεια για όποια αγορά προσεγγίζουμε. Τα υψηλά αυτά επίπεδα αισιοδοξίας είναι (ήταν) συνήθως συνυφασμένα με κορυφές στις αγορές μετοχών και όχι με το ξεκίνημα νέας ανοδικής φάσης, όπως πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν. Ανοδικές φάσεις ξεκινούν σχεδόν πάντα από καταστάσεις υπερβολικής απαισιοδοξίας τόσο για την οικονομία όσο και για την αγορά μετοχών. Το τρέχον παράδειγμα των Η.Π.Α. περιλαμβάνει πρωτόγνωρα για τους επενδυτές φαινόμενα απληστίας, απάθειας και υπερβολής στην οικονομία και κατ' επέκταση στις αγορές μετοχών, όπου βασικά οι άνθρωποι αρνούνται να πιστέψουν ή να παραδεχθούν ότι μετά από 18 χρόνια οικονομικής άνθησης και χρηματιστηριακής ευφορίας, το πάρτι είχε τελειώσει. Η παραδοχή όμως δεν γίνεται από τη μία ημέρα στην άλλη. Είναι όμως επενδυτικά “ενοχλητικό” να βλέπει κανείς να επαναλαμβάνουν οι επενδυτές (επαγγελματίες και μη) τα ίδια ακριβώς σφάλματα με τον ίδιο ακριβώς τρόπο. **Αυτός είναι όμως εν ολίγοις και ο λόγος που αυξάνει την πίστη μας σε μεθόδους και θεωρίες προσέγγισης σαν και αυτής των κυμάτων του Elliott, που τονίζουν ότι η ανθρώπινη ψυχολογία αποτυπώνεται πάνω στις τιμές των μετοχών με “προδιαγεγραμμένο” τρόπο βοηθώντας μας να έχουμε καλύτερα αποτελέσματα σε αγορές όπως αυτές που διανύουμε τα τελευταία δύο χρόνια. Συμπέρασμα: Η παρούσα αισιοδοξία είναι υπερβολική για να συμβαίνει σε χαμηλά επίπεδα τιμών.**

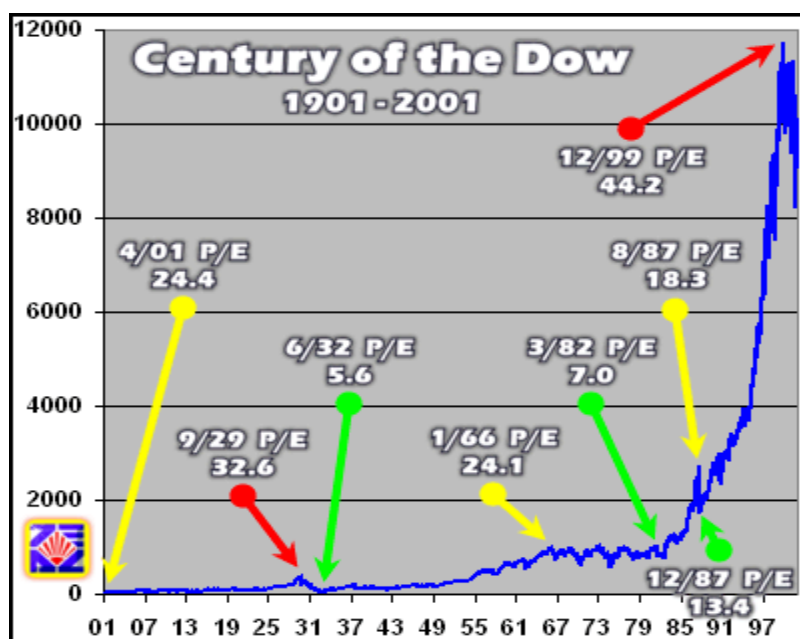
**Αποτιμήσεις**

Σε αυτήν την ενότητα, η οποία σύμφωνα με τον τίτλο προσφέρεται για μεγάλης έκτασης ανάλυση προσφέροντας πιθανές εκδοχές, θα επιχειρήσω να αφήσω τις εικόνες « μιλήσουν» περισσότερο από ότι θα «μιλήσουν» οι λέξεις. Στο ΓΡΑΦΗΜΑ 5 απεικονίζεται ο πλέον γνωστός αμερικανικός χρηματιστηριακός δείκτης Dow Jones Industrial Average (DJIA) σε όλη τη διάρκεια του 20ού αιώνα. Το γράφημα περιλαμβάνει επίσης τις χρονικές στιγμές επίτευξης των διαφόρων επιπέδων



αποτίμησης, όπως αυτά εκφράζονται από το λόγο τιμής (P) / κέρδη ανά μετοχή (E). Είναι ενδεχομένως περιττό να συζητήσουμε για αποτιμήσεις παρατηρώντας ένα δείκτη 30 μόλις μετοχών να εκτινάσσεται σε τέτοια επίπεδα τιμών τα οποία να συνεπάγονται P/E της τάξεως του 15 και άνω. Βέβαια, δεν είναι δυνατό να περιμένουμε την αγορά να αποτιμά τις μετοχές του DJIA συνεχώς στην δίκαιη τιμή του (fair value) καθώς η κίνηση των τιμών, και άρα των P/E, είναι ένα δυναμικό φαινόμενο. Όμως δεν απαιτείται ιδιαίτερη γνώση χρηματοοικονομικών και επενδύσεων για να καταλήξει κάποιος στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών του DJIA συνεχίζουν να είναι εξωφρενικά υψηλές.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5:** 100 Χρόνια Dow Jones Industrials Average (1901-2001)



**ΠΗΓΗ:** [www.ZealLLC.com](http://www.ZealLLC.com)

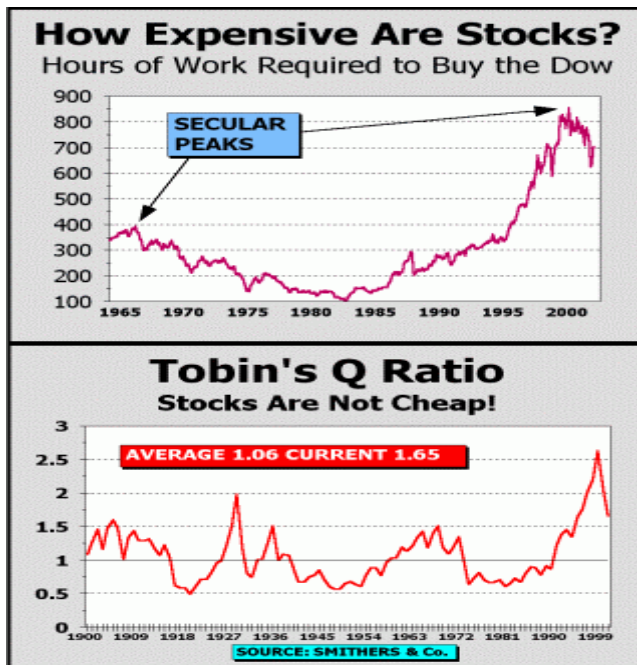
Εν ακόμα αξιοσημείωτο στοιχείο είναι το απόλυτο επίπεδο των τιμών P/E. Ο δείκτης μπορεί να είναι υπερβολικά υπερτιμημένος στις 1.000 μονάδες και λιγότερο υπερτιμημένος στις 3.000 μονάδες. Αντίστροφα, ο δείκτης μπορεί να είναι περισσότερο υπερτιμημένος στις 2.000 μονάδες από ότι στις 5.000 μονάδες. Σε αυτήν ακριβώς την κατάσταση βρίσκονται τη στιγμή αυτοί οι περισσότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες στις Η.Π.Α., καθώς η πτώση των επιχειρηματικών κερδών ήταν ταχύτερη από την πτώση των μετοχών, οδηγώντας τα P/E σε υψηλότερα επίπεδα και καθιστώντας τις μετοχές ακριβότερες σε χαμηλότερα επίπεδα χρηματιστηριακών δεικτών (απόλυτων τιμών μετοχών).

Ακόμα και αν το παραπάνω γράφημα δεν πείθει αρκετούς ως προς το πόσο μεγάλη σε μέγεθος είναι η υπερτίμηση των μετοχών τα τελευταία χρόνια, υπάρχει ένας διαφορετικός τρόπος να υπολογιστεί το μέγεθος υπερβάλλουσας αποτίμησης των 30 μετοχών του DJIA. Στο **ΓΡΑΦΗΜΑ 6**, ο DJIA είναι εκφρασμένος σε ώρες εργασίας<sup>2</sup> που απαιτούνται για την “απόκτηση” του δείκτη. Με υψηλότερο σημείο τις 855 ώρες το 1999, ο δείκτης υποχώρησε στις 592 μονάδες τον περασμένο Σεπτέμβριο, ενώ στις 10/1/2002 στεκόταν στις

<sup>2</sup> Για τον υπολογισμό του παραπάνω αριθμού χρησιμοποιείται ο δείκτης του μέσου αμερικανικού ημερομισθίου, ώστε να φτάσουμε στον αριθμό των ωρών που θα αγόραζαν τις μονάδες του δείκτη DJIA.

660 ώρες. Δεδομένου ότι το 1964 απαιτούνταν 308 ώρες εργασίας για να αγοράσουν το δείκτη, σήμερα ο DJIA είναι υπερτιμημένος κατά 100% με βάση αυτήν τη μεταβλητή αποτίμησης.

## ΓΡΑΦΗΜΑ 6



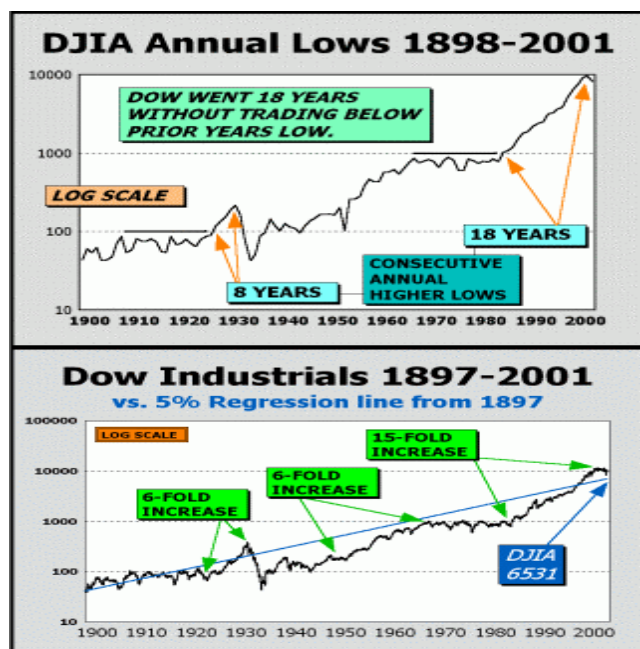
ΠΗΓΗ: HD BROUS & Co., Inc.'s CROSSCURRENTS και Smither's & Co.

Το κάτω γράφημα απεικονίζει το γνωστό λόγο **Q του Tobin (Tobin's Q Ratio)**. Ο λόγος αυτός αντιπροσωπεύει την αγοραία αξία όλων των ενεργητικών στοιχείων που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια (publicly traded assets) προς την αξία αντικατάστασή τους (replacement value). Όσο υψηλότερος από την μονάδα (1) είναι ο λόγος Q του Tobin τόσο αποδοτικότερο θεωρείται το ξεκίνημα μίας επιχείρησης ή η αγορά της πριν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Αντιστρόφως, όσο χαμηλότερος από τη μονάδα είναι ο λόγος Q του Tobin, ο αποδοτικότερος τρόπος είναι η αγορά μιας εισηγμένης επιχείρησης. Διαχρονικά ο μέσος όρος του λόγου Q του Tobin είναι 1,06, μία προσέγγιση δηλαδή της δίκαιης αξίας (fair value). Μετρώντας το λόγο Q από το 1900 μέχρι το 1994, δηλαδή πριν την εκτίναξη των τιμών των μετοχών που ξεκίνησε το 1995, φτάνουμε σε αποτέλεσμα ακριβώς ίσο με τη μονάδα (1). Όμως ο λόγος ήταν συχνότερα κάτω από το 1 (48 παρατηρήσεις) παρά πάνω από τη μονάδα (47 παρατηρήσεις). Το 1999 ο λόγος άγγιξε το επίπεδο των 2,63 μονάδων. Αυτό το στοιχείο με απλά λόγια σήμαινε ότι ήταν κάτι παραπάνω από παρανοϊκό να αγοράσει κανείς μία εισηγμένη στο Χρηματιστήριο επιχείρηση. Δηλαδή ήταν πολύ ευκολότερο / φθηνότερο / αποδοτικότερο να αποκομίσει ένας επενδυτής κέρδος (αξία) ξεκινώντας μία επιχείρηση από το μηδέν, παρά να αγοράσει τις μετοχές μίας εισηγμένης. Αυτός υποθέτω ότι ήταν ο λόγος που υπήρξαν τόσες πολλές εκκινήσεις εταιριών Internet, τη στιγμή που οι αποτιμήσεις τους στη χρηματιστηριακή αγορά της Nasdaq ήταν πέρα για πέρα παρανοϊκές. Με απλά λόγια, ένας ακόμη τρόπος προσέγγισης αποτιμήσεων μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές είναι ακόμα πολύ ακριβές.

Η υπερτίμηση των μετοχών του DJIA τα τελευταία χρόνια, για παράδειγμα, ήταν τόσο μεγάλη που οδήγησε στη δημιουργία μιας παράδοσης που έσπασε μόλις το 2001. Για 18 συναπτά έτη, ο δείκτης DJIA δεν διαπραγματεύτηκε σε επίπεδα χαμηλότερα από το χαμηλότερο σημείο του προηγούμενου έτους. Αυτό συνέβη πέντε φορές στο παρελθόν (1991, 1921, 1938, 1970 και 1978). Επίσης, τρεις φορές στο παρελθόν, ο

DJIA διαπραγματεύτηκε χαμηλότερα από το χαμηλότερο σημείο του προηγούμενου έτους για τρία συνεχόμενα χρόνια (1913-1915, 1930-1932 και 1940-1942) Το **ΓΡΑΦΗΜΑ 7** παρουσιάζει την εικόνα αυτού του ρεκόρ.

### ΓΡΑΦΗΜΑ 7



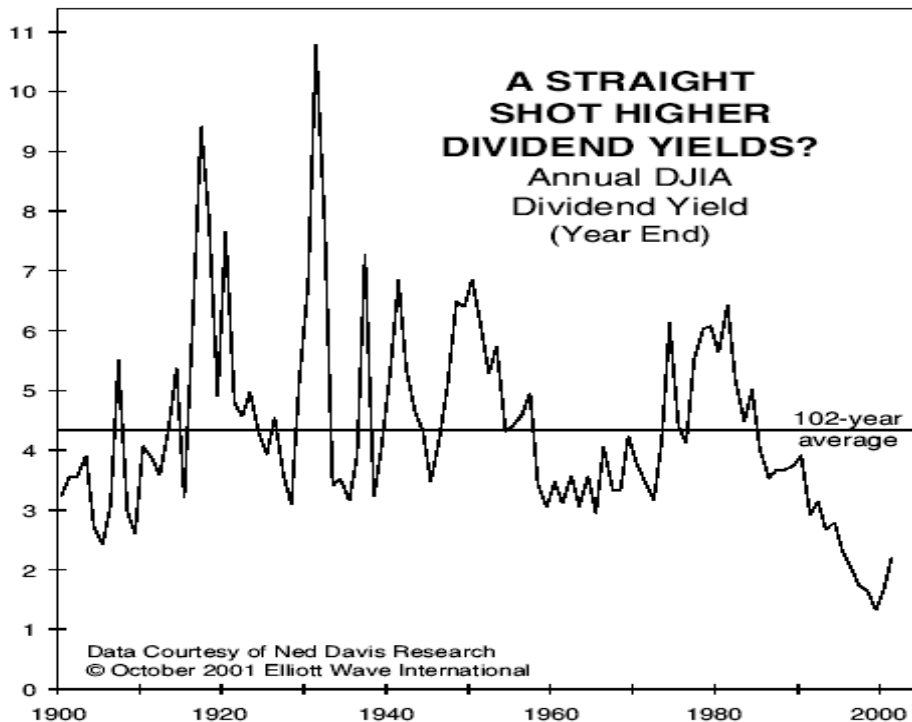
ΠΗΓΗ: HD BROUS & Co., Inc.'s CROSSCURRENTS

Το κάτω τμήμα του **ΓΡΑΦΗΜΑΤΟΣ** παρουσιάζει τη θέση του DJIA σε σχέση με μία υπολογισμένη γραμμή παλινδρόμησης 5%. Αλλά τι σημαίνει αυτό το 5%; Αντίθετα με τη γενική αντίληψη, οι τιμές των μετοχών όπως εκφράζονται από τον DJIA δεν ανεβαίνουν 15%, 12% ή 10% ετησίως. Η αλήθεια είναι ότι διαχρονικά, και υπολογίζοντας την επίδραση των μερισμάτων, οι μετοχές του DJIA αποδίδουν περίπου 8% εδώ και πολλές δεκαετίες. Ωστόσο, οι περισσότεροι επενδυτές δίνουν βάρος στις αποδόσεις των δεικτών χωρίς να δίνουν σημασία στο επίπεδο των μερισμάτων, τα οποία είναι υπερβολικά χαμηλά τα τελευταία χρόνια. (**ΓΡΑΦΗΜΑ 8**). Χωρίς τα μερίσματα, οι μετοχές του DJIA, έχουν αποφέρει απόδοση 5% ετησίως από το 1900. Συνεπώς, η γραμμή παλινδρόμησης 5% είναι μία δίκαιη προσέγγιση για το πώς θα έπρεπε να διαπραγματεύεται ανά πάσα χρονική στιγμή ο δείκτης DJIA. Άξιος σχολιασμού είναι οι δύο προηγούμενες φάσεις ανοδικής αγοράς: Εκείνης που κατέληξε στο κραχ του 1929 (εξαπλασιασμός του δείκτη) και εκείνης που τελείωσε το 1966, όταν ο DJIA ξεπέρασε για πρώτη φορά το επίπεδο των 1.000 μονάδων (εξαπλασιασμός του δείκτη). Μεταξύ 1966 και 1972 (6 χρόνια), ο DJIA βρέθηκε σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο του 1966 μόνο για λίγες ποσοστιαίες μονάδες. Στην τελευταία φάση bull αγοράς, ο δείκτης DJIA αυξήθηκε κατά 15 φορές από το χαμηλό του 1982, στην πιο εκπληκτική άνοδο όλων των εποχών στη χρηματιστηριακή ιστορία. Κατά τη 18ετία 1982-2000 η ετήσια απόδοση του δείκτη έφτασε το επίπεδο του 16,9% (ονομαστική αύξηση), 3 φορές υψηλότερο του ιστορικού μέσου όρου 5%, οδηγώντας πολλούς να πιστέψουν στο τότε "παραμύθι" της Νέας Οικονομίας. Βέβαια το κραχ στη Nasdaq και η πτώση κατά 40% στο δείκτη Standard & Poor's 5000 (S&P 500) από το υψηλό του 2000 στο χαμηλό της 21<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου 2001 ενδεχομένως να θορύβησε και να επανέφερε στη λογική αρκετούς από τους επενδυτές.

Η γραμμή παλινδρόμησης 5% βρίσκεται τη στιγμή αυτή στις 6.531 μονάδες, δηλαδή μία ανάσα πάνω από το σημείο του Δεκεμβρίου του 1996, όταν ο Άλαν Γκρίνσπαν μίλησε για το γνωστό πια "Irrational Exuberance". Αν ο DJIA συναντήσει τη γραμμή παλινδρόμησης, σε 3 χρόνια από σήμερα θα βρίσκεται στις

7.552 μονάδες, σε 5 χρόνια στις 8.286 μονάδες και σε 10 χρόνια στις 10.572 μονάδες, λίγο υψηλότερα από όπου βρίσκεται αυτό τον καιρό.

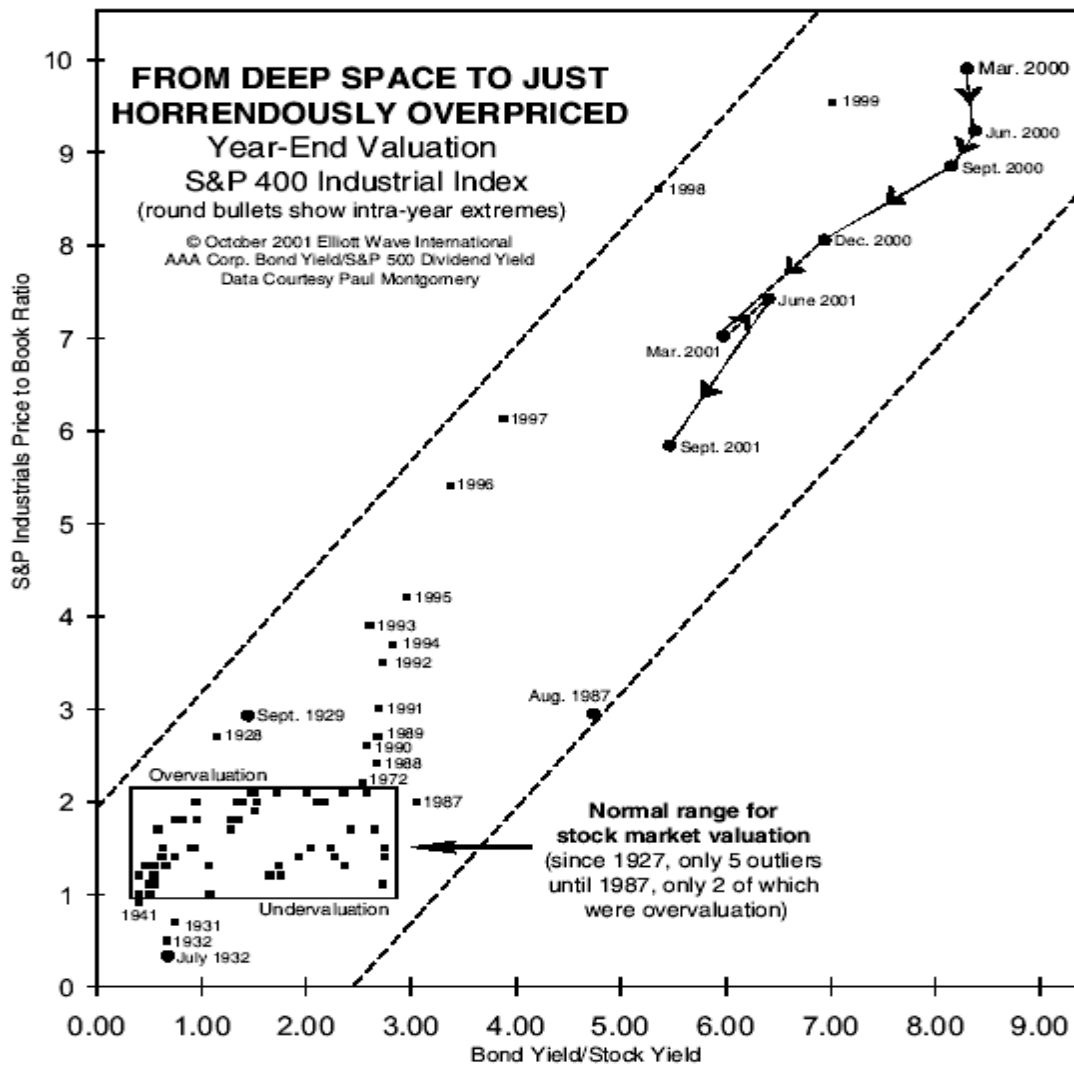
**ΓΡΑΦΗΜΑ 8:** Ετήσια Μερισματική Απόδοση του DJIA από το 1900 μέχρι Σήμερα



**ΠΗΓΗ:** Elliott Wave International

Σε οποιονδήποτε ασχολούμενο με τις αγορές μετοχών γίνεται κατανοητό αργά ή γρήγορα ότι ο προσδιορισμός των τιμών ισορροπίας είναι συνάρτηση αρκετών παραγόντων που καθιστά αδύνατη τη στάση των τιμών σε κάποιο επίπεδο για περισσότερες από λίγες ώρες ή ημέρες. Αβεβαιότητα και αναμονή αποτυπώνονται συνήθως με ένα εύρος διαπραγμάτευσης που συνήθως διασπάται μόλις δοθεί λύση στο ερωτηματικό που αιωρείται. Ακόμα και αν μπορούσαμε να υπολογίσουμε για όλους τους δείκτες ή τις μεμονωμένες μετοχές γραμμές παλινδρόμησης, θα παρατηρήσουμε ότι οι τιμές ταλαντώνονται πάνω ή κάτω από τη γραμμή παλινδρόμησης ακολουθώντας μία διαδικασία προσέγγισης προς ένα μέσο (mean reverting process) που θα πρέπει να είναι πολύ κοντά σε αυτή τη γραμμή. Προσέξτε όμως στο **ΓΡΑΦΗΜΑ 9** πόσο ακραίες ήταν ή είναι ακόμα οι αποτιμήσεις του δείκτη S&P 400 (400 μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες στις Η.Π.Α.). Παρά την πτώση οι τιμές παραμένουν σε υπερβολικά ακριβά επίπεδα.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 9**

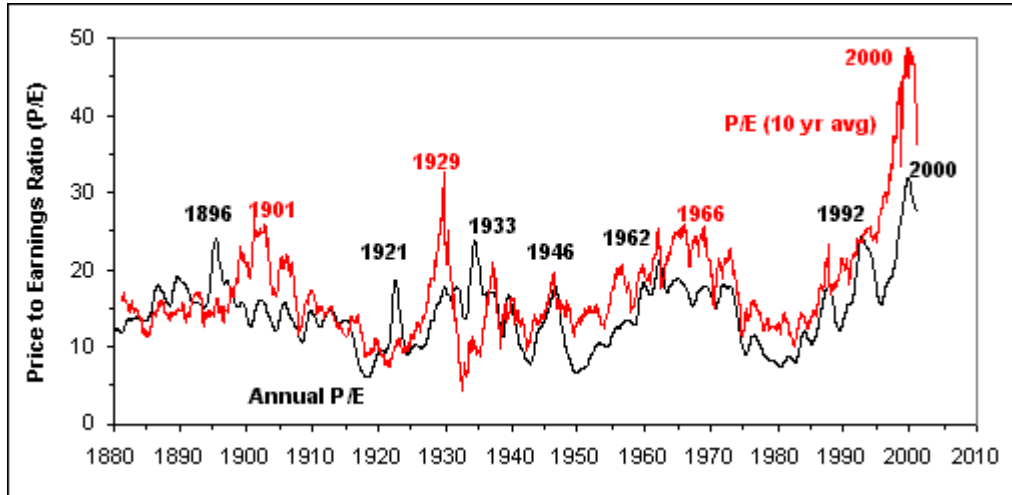


**ΠΗΓΗ:** Elliott Wave International

Το **ΓΡΑΦΗΜΑ 10** απεικονίζει αποτιμήσεις σε λόγο trailing P/E<sup>3</sup> της αμερικανικής αγοράς μετοχών από το 1880 μέχρι και σήμερα. Η μαύρη γραμμή χρησιμοποιεί τα κέρδη του τελευταίου έτους, ενώ η κόκκινη γραμμή χρησιμοποιεί έναν μέσο όρο κερδών από τα τελευταία 10 χρόνια για να αποφευχθεί η μεροληψία προς τη μία ή την άλλη πλευρά. **Συμπέρασμα:** Οι μετοχές είναι ακριβότερες σε όρους Trailing P/E από τις “τρελές” ημέρες του 1929 και του 1966, παρά τη μέχρι τώρα υποχώρησή τους.

<sup>3</sup> **Trailing P/E** είναι εκείνο το οποίο υπολογίζεται από την τρέχουσα τιμή της μετοχής και τα μέχρι σήμερα επίσημα ανακοινωθέντα κέρδη ανά μετοχή (λαμβάνοντας τα τελευταία 4 τρίμηνα που είναι γνωστά). Το P/E που χρησιμοποιεί τα προβλεπόμενα / αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή ονομάζεται **Forward P/E**.

## ΓΡΑΦΗΜΑ 10



**ΠΗΓΗ:** STOCK CYCLES, Why Stocks won't beat money markets over the next twenty years by Michael A. Alexander, Writer Class Club, 2000.

Στο τελευταίο για αυτήν την ενότητα **ΓΡΑΦΗΜΑ 11**, απεικονίζεται ένα ακόμα διπλό “πορτραίτο” αποτιμήσεων του δείκτη S&P 500 και του δείκτη P/E από τη δημιουργία του, το 1926, μέχρι σήμερα. Το ιστορικό δίδαγμα από την κίνηση του δείκτη, αλλά ειδικότερα του λόγου P/E, είναι ότι για ολόκληρες δεκαετίες οι αποτιμήσεις κυμαίνονταν κυρίως μεταξύ λόγων 10 και 20. Υπήρξαν βέβαια περιπτώσεις όπου το εύρος διασπάστηκε τόσο στο χαμηλό του όριο όσο και στο υψηλό του. Πάντα όμως παρατηρείται μία σύγκλιση προς την περιοχή του εύρους αυτού.

Στην παρούσα φάση που διανύουμε κατά τα τελευταία 5-7 χρόνια, οι δείκτες P/E έχουν ξεφύγει κατά πολύ από το ανώτατο συνηθισμένο όριο του 20 και κινούνται σε έντονα υπερτιμημένα επίπεδα. Πολλοί αναλυτές χρησιμοποιώντας ως δικαιολογία τα χαμηλά επιτόκια σπεύδουν να ερμηνεύσουν τα υψηλά P/E ως φυσιολογικά, ενώ μονίμως επικαλούνται ότι τη φορά αυτή είναι “διαφορετικά”. Αυτό που έχω να τονίσω βλέποντας τιμές και κέρδη ανά μετοχή να κινούνται στα τρέχοντα επίπεδα είναι ότι ο κίνδυνος μεγάλης πτώσης είναι ιδιαίτερα ορατός, καθώς ο λόγος ρίσκου / οφέλους κλείνει προς τη μεριά του ρίσκου. **Οι σημερινές αποτιμήσεις έχουν ενσωματώσει υπερβολικές προσδοκίες στις τιμές των μετοχών (ιδιαίτερα των μετοχών τεχνολογίας) που μία ενδεχόμενη αποτυχία να γίνουν πραγματικότητα θα σήμαινε δραματική συρρίκνωση των P/E και σημαντική πτώση των τιμών.**



**ΓΡΑΦΗΜΑ 11**



ΠΗΓΗ: Elliott Wave International

**Η «Τρέλα» Είναι και Πάλι στις Μετοχές Τεχνολογίας**

Οι αποτιμήσεις των μετοχών τεχνολογίας είναι σήμερα (14/1/2002) υψηλότερες από την κορυφή του 2000 όταν ξεκίνησε το bear market που βιώνουμε ακόμη και σε αυτές τις ημέρες. Ο δείκτης Nasdaq είναι 42,1% υψηλότερα από το χαμηλό του Σεπτεμβρίου 2001 και οι μετοχές τεχνολογίας έχουν επανέλθει και πάλι στο προσκήνιο αλλά και στους τίτλους εφημερίδων και περιοδικών. Μόλις την περασμένη εβδομάδα, οι επενδυτές στην αγορά μετοχών τεχνολογίας “έφαγαν” το πιο πρόσφατο παραμύθι ανακοινώσεων από τις εταιρίες Cisco Systems και Oracle, σαν να βρισκόμασταν στις ημέρες λίγο πριν από την τελική κορυφή του δείκτη στις 10/3/2000.

Παρά το γεγονός ότι ο δείκτης Nasdaq είναι κατά 60% χαμηλότερα από το υψηλότερο σημείο του (5.048,62 μονάδες σε τιμές κλεισίματος ή 5.132,52 ενδο-συνεδριακά), οι αποτιμήσεις έχουν αρχίσει να κινούνται σε απαγορευτικά υψηλά επίπεδα. Οι επενδυτές στην αγορά της Nasdaq συνεχίζουν να κινηθούν τις μετοχές σε υψηλότερα επίπεδα αποτιμήσεων επιχειρηματολογώντας ότι οι εταιρίες τεχνολογίας προσφέρουν υψηλότερους ρυθμούς αύξησης κερδών από την υπόλοιπη αγορά. Οι αναλυτές αναμένουν / προβλέπουν αύξηση κερδών κατά 46% για τις εταιρίες στη Nasdaq, ενώ για τις εταιρίες του S&P 500 οι εκτιμήσεις τους τοποθετούν την αύξηση κερδών στο 15,8%.

Ο δείκτης τεχνολογίας του S&P 500 (υπο-κλάδος του μεγάλου δείκτη S&P 500) διαπραγματεύεται τη στιγμή αυτή σε υψηλότερο Forward P/E (χρησιμοποιώντας εκτιμήσεις για τα κέρδη των επόμενων 4 τριμήνων = 1 έτους) από εκείνο της κορυφής ρεκόρ. Σύμφωνα με την εταιρία συλλογής προβλέψεων κερδών Thomson Financial/First Call, ο S&P Technology Index διαπραγματεύεται σε τιμή 48 φορές τα προβλεπόμενα κέρδη του 2002 συγκρινόμενος με το P/E 46,7 τον Μάρτιο του 2000 !!!

Ενδεικτικά αναφέρω ότι η υπερτίμηση των μετοχών τεχνολογίας σε σχέση με τις μετοχές άλλων κλάδων δεν είναι πρόσφατο φαινόμενο. Ιστορικά οι τιμές των μετοχών τεχνολογίας διαπραγματεύονται σε premium έναντι των υπολοίπων, λόγω του υψηλότερου ρυθμού αύξησης των κερδών στο κλάδο. Το μέσο Forward P/E για τον S&P Technology Index από το 1985 είναι 18,3, ενώ το μέσο P/E για το σύνολο των εταιριών του S&P 500 είναι 15,2. Άρα το premium ιστορικά είναι κοντά στο 20%.

Τον Μάρτιο του 2000 το premium των μετοχών τεχνολογίας ήταν στο 107%. Σήμερα το premium είναι στο 114%. Πιστεύω ότι είναι πολύ δύσκολο να αποδεχθώ τέτοιου είδους αποτιμήσεις κάτω από οποιαδήποτε συγκυρία, πόσο μάλλον σήμερα που διανύουμε περίοδο παγκόσμιας ύφεσης. Αν σκεφτεί κανείς πόσο υψηλές είναι εκτιμήσεις κερδών για το 2002 (και άρα υπάρχουν σοβαρές πιθανότητες για μη πραγματοποίησή τους), τότε τα P/E είναι ακόμη υψηλότερα στη “στρατόσφαιρα.” Οι παρακάτω πίνακες αποτελούν το καλύτερο επιχειρήμα στη δυσκολία μας να δικαιολογήσουμε τις τρέχουσες αποτιμήσεις, καθώς τα θεμελιώδη μεγέθη των σημαντικότερων εταιριών τεχνολογίας βαίνουν προς χειροτέρευση τα τελευταία χρόνια.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Οι Μετοχές Τεχνολογίας Είναι και Πάλι σε “Τρελές Αποτιμήσεις”**

**GLORY DAYS ARE GONE**

Fundamentals for many large technology companies are not as strong as they were during the mid 1990s, making it more difficult to justify higher valuations.

Company	Current Gross Profit Margin*	5 Yr Avg. Gross Profit Margin	Current Return on Equity*	5 Yr Avg. Return on Equity
Applied Materials (AMAT)	44.3%	47.2%	10.3%	18.7%
Cisco (CSCO)	47.6%	62.0%	-7.6%	16.9%
Dell (DELL)	17.8%	21.4%	22.8%	63.1%
Intel (INTC)	52.9%	58.5%	8.1%	31.7%
JDS Uniphase (JDSU)	20.2%	44.4%	-216.1%	-70.4%
Microsoft (MSFT)	86.3%	84.9%	13.6%	31.4%
Nokia (NOK)	36.3%	35.4%	27.7%	35.0%
Oracle (ORCL)	74.9%	70.2%	43.9%	54.5%
Sun Microsystems (SUNW)	42.5%	50.2%	2.9%	24.1%
Yahoo (YHOO)	80.3%	80.3%	-9.3%	-9.0%

\*Based on trailing twelve month results  
Source: MarketGuide

**ANOTHER BUBBLE?**

Valuations are starting to approach March 2000 levels for many blue chip tech stocks. And some are even more expensive today than they were two years ago.

Company	Peak Forward P/E*	Current Forward P/E**	Peak PEG Ratio*	Current PEG Ratio**
Applied Materials (AMAT)	33.3	32.9	1.3	1.3
Cisco (CSCO)	103.3	51.8	3.3	2.1
Dell (DELL)	56.9	39.2	1.8	2.6
Intel (INTC)	41.3	54.8	2.0	3.0
JDS Uniphase (JDSU)	250.9	180.4	5.4	7.2
Microsoft (MSFT)	59.8	37.3	2.4	2.5
Nokia (NOK)	73.9	31.2	2.4	1.7
Oracle (ORCL)	140.7	36.2	6.0	1.8
Sun Microsystems (SUNW)	79.8	55.5	4.0	2.8
Yahoo (YHOO)	456.6	224.0	9.4	9.0

\*Based on prices and estimates as of March 10, 2000  
\*\*Based on prices and estimates as of January 11, 2001  
Source: Thomson Financial/First Call

ΠΗΓΗ: Marketguide, Thomson Financial/First Call

Τόσο τα P/E όσο και τα PEG (price/earnings over growth ratio) των εταιριών τεχνολογίας των πινάκων αποδεικνύουν με τον παραστατικότερο τρόπο το γεγονός ότι οι μετοχές αυτές είναι ακριβότερες (σε όρους αποτιμήσεων) από τα επίπεδα ρεκόρ του 2000. Χωρίς να αρνούμαι ότι οι μετοχές τεχνολογίας έχουν σχεδόν πάντα τις καλύτερες προοπτικές από το σύνολο της αγοράς, είναι σημαντικότερο να γνωρίζω την τιμή που πληρώνω για τις ροές των κερδών από αυτές. Τη στιγμή αυτή οι τιμές είναι απαγορευτικές για τον επενδυτή που προσεγγίζει την αγορά με νοοτροπία αγοράς-διακράτησης (buy and hold). Αυτό σημαίνει ότι απαιτείται επιπλέον προσοχή στις μετοχές αυτές μετά το τελευταίο bear market rally.

**Πιστεύω ότι το ράλι αυτό από τα χαμηλά του Σεπτεμβρίου έδωσε την καλύτερη ευκαιρία σε όσους είχαν εγκλωβιστεί σε αρκετές από τις μετοχές τεχνολογίας να πωλήσουν μέρος ή όλο το κομμάτι του χαρτοφυλακίου τους που είχε τοποθετηθεί σε τέτοιους τίτλους. Δεν τίθεται θέμα για το αν θα πέσουν οι αποτιμήσεις, αλλά για το πότε θα ξεκινήσει η διόρθωση και πόσο βίαιη θα είναι αυτή.**

### Οικονομικοί Κύκλοι

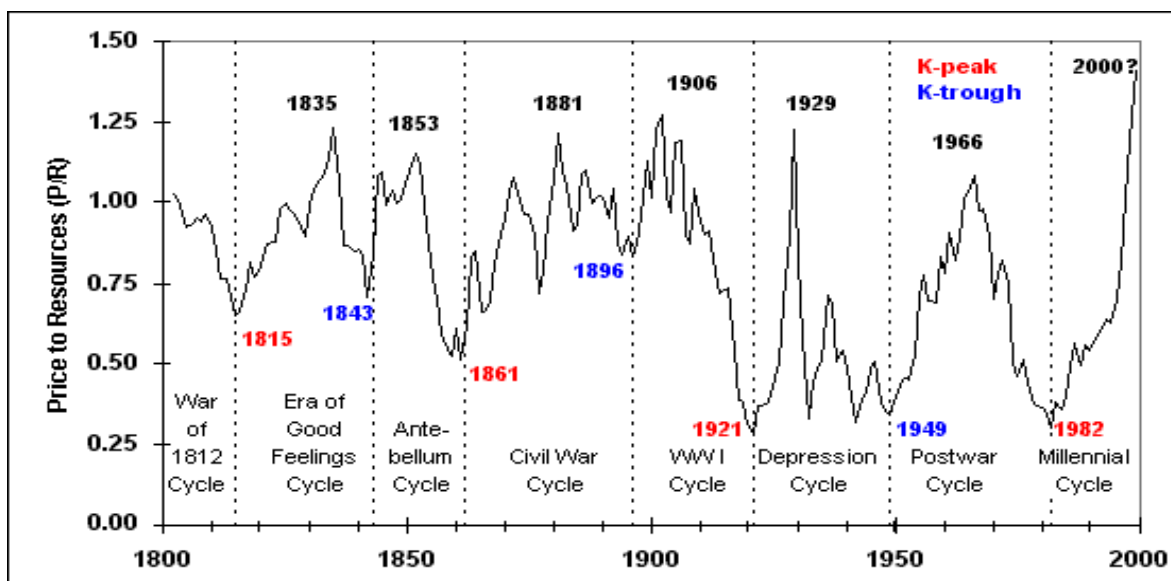
Από την εποχή που υπάρχουν αρκετά διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία (δηλαδή από τις αρχές του 19<sup>ου</sup> αιώνα) γίνεται αντιληπτό ότι η οικονομία κινείται σε κύκλους, οι οποίοι επαναλαμβάνονται. Η πιο διαδεδομένη προσέγγιση δόθηκε από το Ρώσο οικονομολόγο **Nikolai Dmyitriyevich Kondratief (1892 - 1938)**<sup>4</sup> το 1926, ο οποίος παρατήρησε ότι κάθε 50-60 χρόνια (μέσος όρος 54) η οικονομία ολοκληρώνει έναν πλήρη κύκλο (K-Wave). Η πρώτη περίοδος (25-30 χρόνια) χαρακτηρίζεται από ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ, ενώ η δεύτερη χαρακτηρίζεται από ΑΠΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ. Η τελευταία πενταετία της δεύτερης περιόδου, σύμφωνα με τους υποστηρικτές της θεωρίας, παρουσιάζει έντονα προβλήματα αποπληθωρισμού και ονομάζεται K-Wave Winter (χειμώνας του κύκλου Kondratieff). Οι τιμές αγαθών και υπηρεσιών υποχωρούν, τα κέρδη των εταιριών εξαφανίζονται λόγω ανύπαρκτων περιθωρίων κέρδους, ενώ παρατηρούνται και σημαντικές καταρρεύσεις εταιριών λόγω υπερχρέωσης που έγινε στα “ ανέμελα ” χρόνια της ανοδικής οικονομικής ευφορίας. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο Kondratieff χρησιμοποίησε στην ανάλυσή του τις τιμές των εμπορευμάτων και όχι χρηματιστηριακούς δείκτες όπως πολλοί αναλυτές κάνουν λανθασμένα στις ημέρες μας.

Παρά τα γεγονότα αυτά, σύγχυση δημιουργείται όταν οι οικονομολόγοι / αναλυτές διαφωνούν για το σημείο εκκίνησης του κάθε κύκλου. Ευτυχώς η διαμάχη για το πότε άρχισε ο τελευταίος κύκλος Kondratieff δεν είναι σοβαρή, καθώς οι περισσότεροι συμφωνούν ότι το έτος αφετηρίας του κύκλου είναι το 1949. Η χρονολογία εκείνη δίνει σημαντικό πλεονέκτημα στη θεωρία αυτή καθώς όντως τα πρώτα 25-30 χρόνια (1974-1979) χαρακτηρίστηκαν από υψηλό πληθωρισμό.

---

<sup>4</sup> Το όνομα του Ρώσου οικονομολόγου γράφεται και ως **Nikolai Dmyitriyevich Kondratyev**.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 12:**



**ΠΗΓΗ:** STOCK CYCLES, *Why Stocks won't beat money markets over the next twenty years* by Michael A. Alexander, Writer Class Club, 2000.

Παρά τις διαφωνίες, επί της ουσίας της θεωρίας, και το δεύτερο μέρος του κύκλου προχωράει ως αναμενόμενα. Δηλαδή η εικοσαετία μετά την κορυφή του γενικού επιπέδου των τιμών 1980-81, ήταν έντονα αποπληθωριστική ακόμα και αν δεν το καταλάβαμε. Μερικοί από τους παράγοντες που επέδρασαν σε αυτή την πτώση τιμών ήταν<sup>5</sup>:

- Οι εφαρμογές προγραμμάτων αποκρατικοποιήσεων σε όλο τον κόσμο. Ο ανταγωνισμός οδηγεί σχεδόν πάντα σε καλύτερες υπηρεσίες και σε χαμηλότερες τιμές (π.χ. τηλεπικοινωνίες).
- Η πτώση των τιμών ηλεκτρονικού και τεχνολογικού εξοπλισμού (transistors, ημιαγωγοί, Η/Υ, κ.τ.λ.)
- Ο ανταγωνισμός στο Internet που οδήγησε σε χαμηλότερες τιμές.
- Το ισχυρό δολάριο.
- Οι Κεντρικές Τράπεζες που συνέχισαν σε ολόκληρη την εικοσαετία να “κυνηγούν” τον πληθωρισμό.
- Η ασιατική κρίση μέσω της υποτίμησης των νομισμάτων.
- Τα μαζικά συστήματα διανομής που μειώνουν το κόστος των αγαθών και υπηρεσιών
- Τα προγράμματα αναδιοργάνωσης (restructuring) στις αγγλόφωνες κυρίως οικονομίες
- Το τέλος του Ψυχρού Πολέμου που οδήγησε σε σημαντική μείωση των αμυντικών δαπανών.

**Αυτό που μένει να δούμε είναι η επίδραση του K-Wave στις δυτικές οικονομίες (Η.Π.Α., Ευρώπη) αφού τα σημάδια του είναι έντονα ορατά στην Ασία εδώ και χρόνια.** Αν η διάρκειά του είναι 54 με 55 χρόνια (δηλαδή ο μέσος όρος του κύκλου) θα αναμέναμε τον πυθμένα του μεταξύ των ετών 2003 και 2004. Αυτός είναι και ένας από τους λόγους που αδυνατά να είμαι μακροχρόνια αισιόδοξος για νέο bull market, όταν δεν έχει τελειώσει το bear market που ακόμα διανύουμε (και μάλλον θα διανύουμε μέχρι να βρει πυθμένα το K-Wave). Γνωρίζω ότι ίσως αυτά να ακούγονται αρκετά θεωρητικά και απόμακρα από την πράξη του αγοράζειν και πωλείν. Όμως οι ημερομηνίες / αριθμοί είναι αδιάμφεστοι μάρτυρες των όσων έχουν συμβεί στα προηγούμενα K-Wave winters. Μήπως και πάλι είναι όλα διαφορετικά όπως ήταν στις

<sup>5</sup> Deflation. *How to Survive and Thrive in the Coming Wave of Deflation*, A. Gary Shilling, McGraw Hill, 1999.

αρχές του 2000; Τότε προτείνω τη διπλή ανάγνωση της ενότητας «Αποτιμήσεις» που αποδεικνύει με απλά μεγέθη και γραφήματα ότι βρισκόμαστε σε σχεδόν παρόμοια κατάσταση με αυτή του Μαρτίου 2000.

### Χρηματιστηριακοί Κύκλοι

Οι χρηματιστηριακές αγορές δημιουργήθηκαν για να προσφέρουν σε επιχειρήσεις που επιθυμούν να πωλήσουν ένα κομμάτι του μετοχικού κεφαλαίου τους στο επενδυτικό κοινό, πρόσβαση σε κεφάλαια φθηνότερα από εκείνα των τραπεζών. Όμως τα χρηματιστήρια, σήμερα και εν ολίγοις, δεν είναι πια τίποτε άλλο από μία οργανωμένη αγορά όπου οι επενδυτές ψηφίζουν με τον οβολό τους για τη “σωστή” αξία μίας εταιρίας μέσω της αγοράς (θετική ψήφος) και της πώλησης (αρνητική ψήφος) μετοχών. Τις περισσότερες φορές βέβαια, η αγορά μετοχών μετατρέπεται σε απέραντο πεδίο κερδοσκοπίας χωρίς έμφαση στην πραγματική αξία της εταιρίας και κατά συνέπεια της μετοχής της.

Η κίνηση των τιμών των μετοχών και κατ’ επέκταση των δεικτών δεν είναι τυχαία. Ακολουθεί διάφορα μονοπάτια (patterns) αλλά και κύκλους που διαχρονικά έδωσαν την ευκαιρία σε ιστορικούς των αγορών και των χρηματιστηρίων να τους σημειώσουν. Παρά την ύπαρξη αρκετών κύκλων που είναι μικροί σε διάρκεια (εβδομάδες) οι περισσότεροι κυμαίνονται από μήνες έως χρόνια.

Αρκετοί χρηματιστηριακοί κύκλοι όμως αλλάζουν συχνά διάρκεια και συχνότητα εμφάνισης, καθώς η ανθρώπινη / επενδυτική ψυχολογία από τη φύση της προσπαθεί να προλάβει τους κύκλους αυτούς, αλλάζοντας στην ουσία τη διάρκειά τους. Ο μοναδικός κύκλος που εμφανίζεται με στατιστικά αποδεδειγμένη συχνότητα είναι αυτός των 13 ετών. Από το 1802 υπήρξαν 14 εναλλασσόμενοι κύκλοι (από bull σε bear) 13 ετών. Η μοναδική φορά που δεν έγινε εναλλαγή από μία φάση σε άλλη ήταν το 1987. Η τότε προσδοκία ήταν για εναλλαγή από bull σε bear φάση. Η μεταβολή του κύκλου δεν έγινε ποτέ με αποτέλεσμα να διαρκέσει ο κύκλος σε φάση bull για επιπλέον 13 χρόνια φτάνοντας ουσιαστικά τα 26. Σας θυμίζει μήπως τίποτε ο αριθμός 26 έτη στα τέλη του 1999 ή αρχές 2000<sup>6</sup>. Συνεπώς, η πιθανότητα να είναι τυχαίος ο κύκλος των 13 ετών είναι μόνο 3,9%, εφόσον μόνο μία φορά από το 1802 απέτυχε να εναλλαχθεί με αντίθετη χρηματιστηριακή φάση.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Μακροχρόνιες (Secular) Bull και Bear Αγορές

Mr. A (Secular Bear Markets)			Mr. B (Secular Bull Markets)		
Period	Duration	Annual Real Return	Period	Duration	Annual Real Return
1802-1815	13	+2.8%	1815-1835	20	+9.6%
1835-1843	8	-1.1%	1843-1853	10	+12.5%
1853-1861	8	-2.8%	1861-1881	20	+11.5%
1881-1896	15	+3.7%	1896-1906	10	+11.5%
1906-1921	15	-1.9%	1921-1929	8	+24.8%

<sup>6</sup> Στην προηγούμενη μόλις ενότητα έγινε λόγος για εκκίνηση του K-Wave Winter μετά το 1999. Όμως μία προσεκτικότερη ανάλυση αρκετών αμερικανικών χρηματιστηριακών δεικτών σε πραγματικούς όρους (σε σταθερά δολάρια) και όχι σε ονομαστικούς, μας αποκαλύπτει ότι οι δείκτες “έπιασαν κορυφή” την περίοδο μεταξύ Απριλίου και Ιουλίου 1999. Την ίδια περίοδο περίπου έκανε top και το breadth (σχέση ανοδικών και καθοδικών μετοχών) στην αγορά στο New York Stock Exchange (NYSE), προϊδεάζοντας του έμπειρους επενδυτές ότι από το σημείο εκείνο το ράλι ήταν πολύ “στενό”. Με άλλα λόγια, οι δείκτες σημείωναν αλλεπάλληλα υψηλότερα επίπεδα από την άνοδο όλο και λιγότερων μετοχών.

1929-1949	20	+1.2%	1949-1966	17	+14.1%
1966-1982	16	-1.5%	1982-2000	18	+14.8%
<b>Overall</b>	<b>95</b>	<b>+0.3%</b>	<b>Overall</b>	<b>103</b>	<b>+13.2%</b>

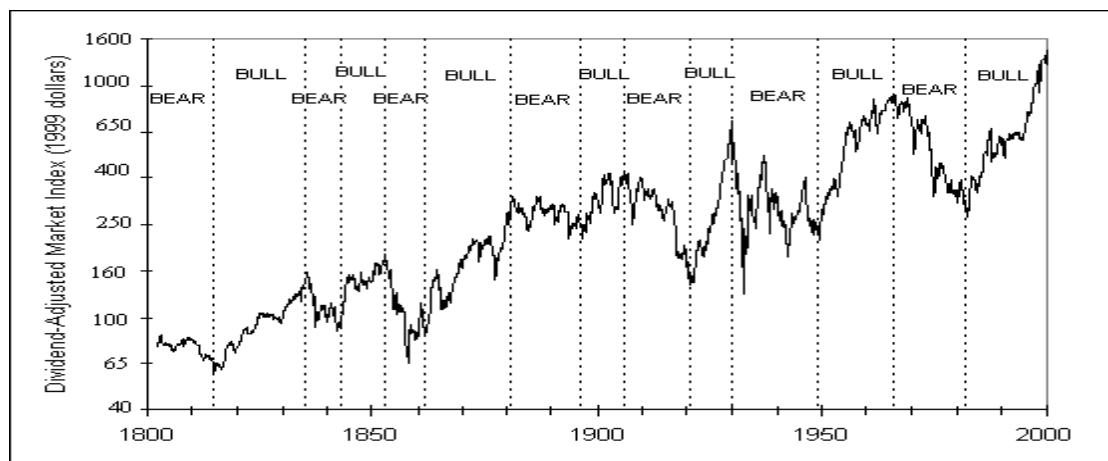
**ΠΗΓΗ:** STOCK CYCLES, Why Stocks won't beat money markets over the next twenty years by Michael A. Alexander, Writer Class Club, 2000.

Τα αμερικανικά χρηματιστήρια έχουν εισέλθει σε φάση πτώσης από τις αρχές του 2000, χωρίς αμφιβολία. Στον παραπάνω παραθέτω στοιχεία για τη διάρκεια των bull και bear φάσεων από το 1802 και μετά. Καμία bull ή bear φάση δεν έχει διαρκέσει λιγότερο από 8 έτη και περισσότερο από 20. Ταυτόχρονα ο πίνακας περιλαμβάνει και τις ονομαστικές αποδόσεις<sup>7</sup> των εν λόγω περιόδων οι οποίες κυμαίνονται από -2,8% μέχρι +24,8% !!! Ο μέσος πληθωρισμός ήταν για την περίοδο 1802 – 2000 περίπου 4,5%.

Εκπληκτικό! Καμία φάση bear δεν ήταν τόσο αρνητική ακόμα κι αν αφαιρέσουμε τον πληθωρισμό. Από την άλλη, θα περιμέναμε να δούμε την τελευταία bull φάση (1982-2000) ως την περίοδο με τη μεγαλύτερη μέση ετήσια απόδοση. Δυστυχώς η (ονομαστική) απόδοση ήταν μόνο +14,8%. Το μέχρι τώρα ρεκόρ κατέχει η δετία 1921-1929 με απόδοση +24,8% !!!

Αυτό που πρέπει να αποκομίσουμε από το ιστορικό δίδαγμα του πίνακα είναι ότι η διαδοχή των φάσεων είναι «εκνευριστικά» ακριβής, και εφόσον διανύουμε αναμφισβήτητα bear φάση δεν θα πρέπει να αναμένουμε αλλαγή φάσης για αρκετά χρόνια ακόμα (**ΓΡΑΦΗΜΑ 13**). Αυτό το ιστορικό γεγονός σε συνδυασμό και το K-Wave και την υπέρμετρη αισιοδοξία των επενδυτών, με κάνει να πιστεύω ότι το bear market έχει να διανύσει αρκετό δρόμο ακόμη πριν ολοκληρώσει τον κύκλο του.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 13:** Η Απόδοση της Αγοράς Μετοχών [S&P από το 1926] (σε σταθερά δολάρια) τα Τελευταία 200 χρόνια



**ΠΗΓΗ:** STOCK CYCLES, Why Stocks won't beat money markets over the next twenty years by Michael A. Alexander, Writer Class Club, 2000.

<sup>7</sup> Η απόδοση του ΠΙΝΑΚΑ έχει υπολογιστεί ως εξής: Αγορά του δείκτη (ή καλαθιού μετοχών για τα έτη πριν το 1880) την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης της χρονιάς εκκίνησης της bull ή bear φάσης, και πώληση την τελευταία ημέρα της φάσης.



Το άλλο σημαντικό στοιχείο που προκύπτει από τα δεδομένα 200 σχεδόν χρόνων και 14 bull και bear φάσεων είναι οι αποδόσεις στις bear περιόδους, οι οποίες δεν είναι τόσο αρνητικές καθώς προς το τέλος του κάθε bear market σημειώθηκαν σημαντικές άνοδοι. Με απλά λόγια, η απόδοση σε bear φάσεις όπως παρουσιάζεται, είναι ελαφρώς παραπλανητική αφού οι ενδιάμεσες πτώσεις ήταν πολύ σοβαρότερες και δεν γίνονται διακριτές από τους αριθμούς. Όμως για μακροχρόνιους επενδυτές που “βλέπουν” πολύ μακριά αρκετές από τις bear φάσεις τελικά δεν είναι και τόσο άσχημες. Το πρόβλημα βέβαια με αυτή τη λογική είναι ότι η τελική απόδοση σχετίζεται τελικά με τις επενδυτικές επιλογές του κάθε ιδιώτη επενδυτή. Μπορεί δηλαδή να μην υπάρξουν μεγάλες απώλειες σε δείκτες όπως ο S&P 500 σε μία καθοδική φάση αλλά δείκτες όπως αυτοί της τεχνολογίας (Nasdaq, Nasdaq 100, SOX-Semiconductors, NWX-Networking, INX-Internet, BTK-Biotechnology, κ.τ.λ.) να γνωρίσουν τεράστιες ζημιές και να “τραυματίσουν” το χαρτοφυλάκιο του ιδιώτη περισσότερο από όσο αφήνει να εννοηθεί η απόδοση ολόκληρης της περιόδου.

Το παρόν bear market δεν περιμένω να “φερθεί” στις αγορές ηπιότερα από κάθε προηγούμενο. Η μέση ετήσια απόδοση από μετοχές, και ειδικότερα από αυτές που αγοράστηκαν στην τελική φάση του προηγούμενου bull market, θα παραμείνει πολύ χαμηλή έως αρνητική για τα επόμενα χρόνια. Όταν βέβαια κάποιοι πλήρωναν για μετοχές P/E από 50 και άνω (για να μην αναφερθεί το 1200 του Yahoo! και άλλων παρόμοιων μετοχών Internet) τι περίμεναν; Να έρθει κάποιος “μη λογικός” και να πληρώσει για τις ίδιες μετοχές P/E 60 ή περισσότερο. Αυτό διήρκεσε για λίγο καιρό αλλά διεκόπη απότομα.

### **Σύγκλιση Άλλων Πολλών Κύκλων το 2002 και Προβλέψεις**

Το 2002 όμως δεν είναι απλά μία χρονιά που ξεκίνησε με τις μετοχές να είναι και πάλι υπερτιμημένες από κάθε άποψη. Είναι μία χρονιά στην οποία συγκλίνουν αρκετοί χρηματιστηριακοί κύκλοι μικρότερης ή μεγαλύτερης σημασίας. Με βάση αυτούς τους κύκλους θα προχωρήσω σε μερικές προβλέψεις για το 2002 έχοντας πάντα υπόψη μία βασική μου αρχή: Να προσδιορίζω τα σημεία εκείνα όπου η “μάχη αγοραστών πωλητών” κλείνει προς το ένα ή το άλλο στρατόπεδο.

**Το γεγονός ότι είμαι απαισιόδοξος (το ανέφερα ήδη από την εισαγωγή) δεν σημαίνει ότι είμαι συνεχώς short στα τυφλά.** Αν και από το τεύχος του Οκτωβρίου είχα επισημάνει ότι το ράλι αυτό θα είναι bear market rally και θα κρατήσει περισσότερο από τα προηγούμενα, είναι τελικά χρήσιμο να αναζητήσω τα σημάδια εκείνα που θα δώσουν σήμα για πιο επιθετικό short. Το βέβαιο πάντως είναι ότι οι τωρινές αποτιμήσεις, μας προσκαλούν να συμμετάσχουμε στο όποιο “πάρτι του 2002” περισσότερο από τη short πλευρά.

Η γενική πρόβλεψη που μπορώ να κάνω από τώρα είναι ότι οι σημαντικότερες αποδόσεις και κέρδη θα προέρθουν από θέσεις short ιδιαίτερα μετοχών υψηλής τεχνολογίας.

Ειδικότερα, αναμένω:

**1.** Να έχουμε μία δυνατή “σφαγή / πτώση” το μήνα Οκτώβριο. Στο σημείο εκείνο μάλλον θα δούμε και πάλι το χαμηλότερο σημείο του έτους για τις μετοχές. Τον Οκτώβριο βρίσκει πυθμένα ο κυρίαρχος ενδιάμεσος κύκλος (6 μηνών), ενώ δέχεται τη σημαντική επίδραση του Κυρίου Κύκλου (120 χρόνια), του K-Wave (55 χρόνια), του 30ετούς κύκλου, του 20ετούς κύκλου, του 12ετούς κύκλου, του δετούς κύκλου, του 4ετούς και του 2ετούς. Όλοι αυτοί οι παραπάνω κύκλοι βγαίνουν πτωτικοί μέσα στο 2002 και πιο συγκεκριμένα προς το φθινόπωρο. Ταυτόχρονα, θα υπάρξει επίδραση από τους μικρότερους σε διάρκεια κύκλους των 120, 60 και 40 εβδομάδων. Με αρκετά μεγάλη πιθανότητα, το χαμηλό που θα δώσει η σύγκλιση των παραπάνω κύκλων θα είναι πολύ σημαντικό.

**2.** Ο κύκλος των 120 εβδομάδων, ο οποίος είναι και ο κυρίαρχος κύκλος του trading (λιγότερο από 2 ½ χρόνια) κάνει κορυφή το Φεβρουάριο και βγαίνει πτωτικός προς το Μάρτιο του 2003. Παρά το γεγονός ότι θα

υπάρξουν σοβαρές πιέσεις στις μετοχές προς το τέλος του 2002, το χαμηλό που αναμένω με βάση τη θέση των κύκλων μεταξύ Οκτωβρίου-Νοεμβρίου 2002 θα είναι πολύ σημαντικό. Κι αυτό γιατί η επιρροή των υπόλοιπων ετήσιων κύκλων που βρίσκουν πυθμένα στα τέλη του 2002 κυριαρχούν πάνω στο κύκλο των 120 εβδομάδων.

**3.** Αναμένω σοβαρές πιέσεις πωλήσεων στις μετοχές από τα μέσα Φεβρουαρίου και μέχρι τις αρχές Απριλίου, από όπου οι αγορές μετοχών θα ζήσουν έναν δευτερεύον ράλι (ένα ακόμα bear trap)<sup>8</sup>. Σε εκείνο το σημείο η αγορά θα απολαύσει το μικρό ράλι και συνέχεια της πτώσης μέχρι τον Ιούνιο-Ιούλιο (summer rally). Ένα ακόμη μικρό ράλι τον μήνα Ιούλιο θα κλείσει την αυλαία πριν ξεκινήσει η βίαιη κίνηση προς το επερχόμενο χαμηλό του Οκτώβρη.

**4.** Ενώ ο 2001 τελείωσε σε θετικό τόνο, το 2002 θα τελειώσει σε αρνητικό με την αγορά να βαίνει πτωτική προς τον Ιανουάριο (βέβαια όπως ανέφερα νωρίτερα το χαμηλό της χρονικά θα το δούμε μάλλον κοντά στον / ή τον Οκτώβρη. Το τέλος του 2002 συμπίπτει όπως προαναφέρθηκε με τον πυθμένα αρκετών μακροχρόνιων κύκλων.

**5.** Η αμερικανική οικονομία, παρά την ενδεχόμενη αναιμική ανάκαμψη στα επόμενα τρίμηνα, θα βρεθεί με αρνητικό Α.Ε.Π. (ύφεση) εκ νέου προς το τέλος του 2002. Η ανεργία θα ξεπεράσει το 6% και μάλλον θα αγγίξει το 7%.

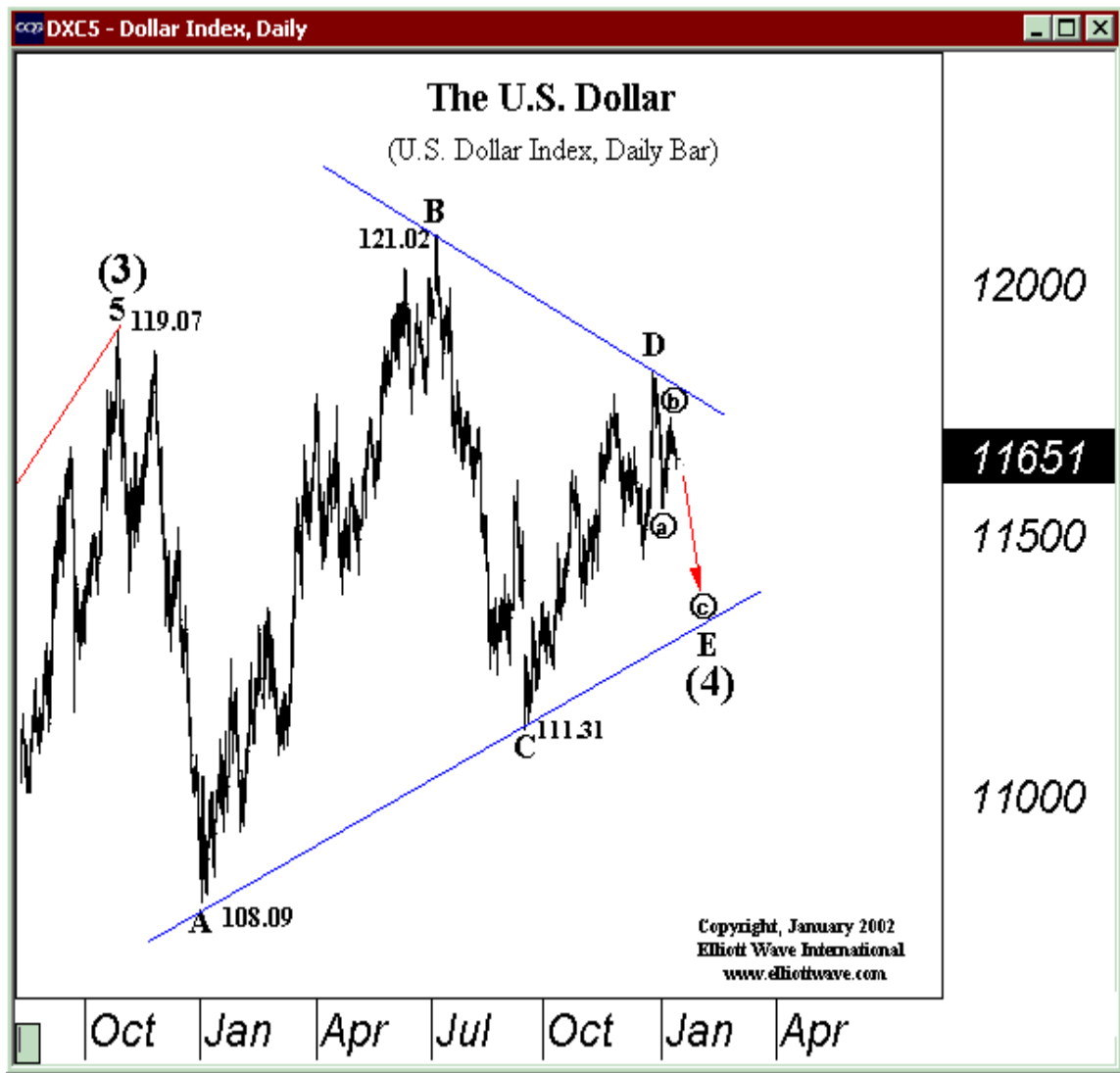
### Οι Διεθνείς Αγορές

Τα διεθνή χρηματιστήρια θα κινηθούν στον αστερισμό της Wall Street. Πήραμε μάλιστα μία ιδέα για το πόσο συγκοινωνούνται είναι τα δοχεία των διεθνών αγορών στην πτώση του περασμένου Σεπτεμβρίου. Παρά το γεγονός ότι τα προβλήματα είναι μεγάλα και δυσεπίλυτα, οι ασιατικές αγορές είναι οι φθηνότερες που υπάρχουν (εξαιρέση αποτελεί ίσως η Ν. Κορέα) από πλευράς αποτιμήσεων. Προσοχή στις παγίδες όμως. Όπως, για παράδειγμα, μία μετοχή μπορεί να αποτιμάται σε χαμηλό P/E λόγω ανησυχιών για προβλήματα στο μέλλον, συνεπώς μία αγορά μπορεί να φαίνεται φθηνή λόγω ανησυχιών των επενδυτών για παρατεταμένη οικονομική στασιμότητα.

Οι αγορές της Ευρώπης θα κινηθούν με βάση τις εξελίξεις στις αγορές των Η.Π.Α., και άρα πτωτικά αλλά με διακυμάνσεις. Τα bear market rallies που επούλωσαν ένα μέρος της πτώσης, βαίνουν σιγά-σιγά προς το τέλος τους όπως ακριβώς είχα τονίσει στο προηγούμενο τεύχος. Στην Ευρώπη, όπως και στις Η.Π.Α., οι αποδόσεις και τα σημαντικότερα κέρδη από μετοχές νομίζω ότι θα προέρθουν από θέσεις short. Η ιστορία του Εύρο σε σχέση με τα άλλα νομίσματα θα αποτελέσει το κλειδί, καθώς ενδεχόμενη ενίσχυσή του σε σχέση με το δολάριο κοντά στα τέλη του 2002 (όταν αναμένω το χαμηλό του έτους στις μετοχές) θα απαλύνει τις όποιες απώλειες. Αξίζει βέβαια να σημειώσω ότι το αμερικανικό νόμισμα διατηρεί την ηγετική του θέση περισσότερο λόγω της ιδιότητάς του ως νόμισμα-ασφαλές καταφύγιο παρά λόγω των θετικών οικονομικών επιδόσεων στις Η.Π.Α.. Στο παρακάτω ΓΡΑΦΗΜΑ απεικονίζεται ένας δείκτης που υπολογίζεται από τις ιστομιές του δολαρίου σε σχέση με τα σημαντικότερα νομίσματα (εύρο, γεν, στερλίνα, ελβετικό φράγκο, κ.τ.λ.).

<sup>8</sup> Αυτό περίπου το χαμηλό (τέλη Μαρτίου / αρχές Απριλίου) υπονοεί και ο κύκλος του ΓΡΑΦΗΜΑΤΟΣ στην ενότητα για τα κύματα Elliott.

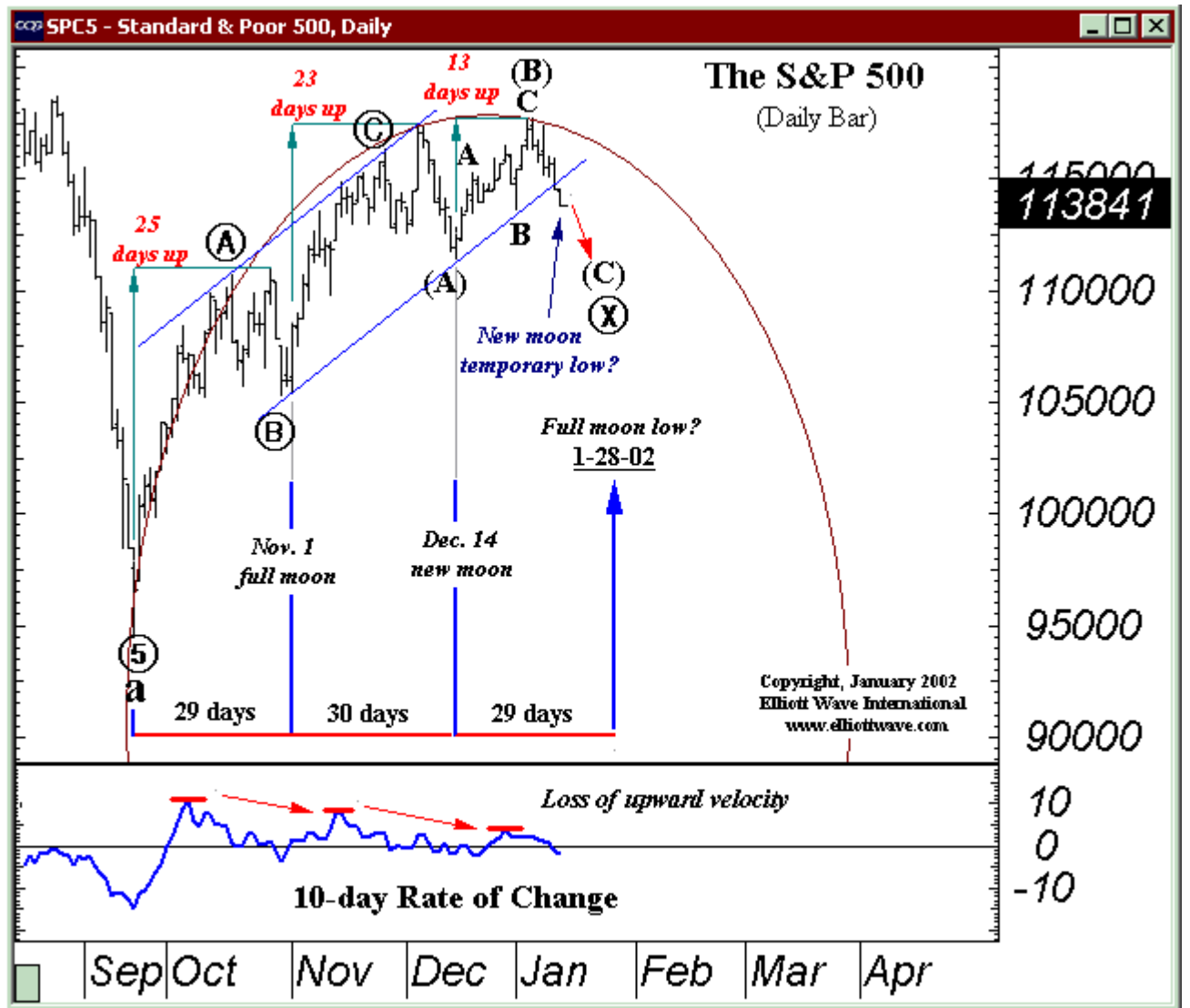
**ΓΡΑΦΗΜΑ 16**



Mon Jan 14 2002 15:28:18

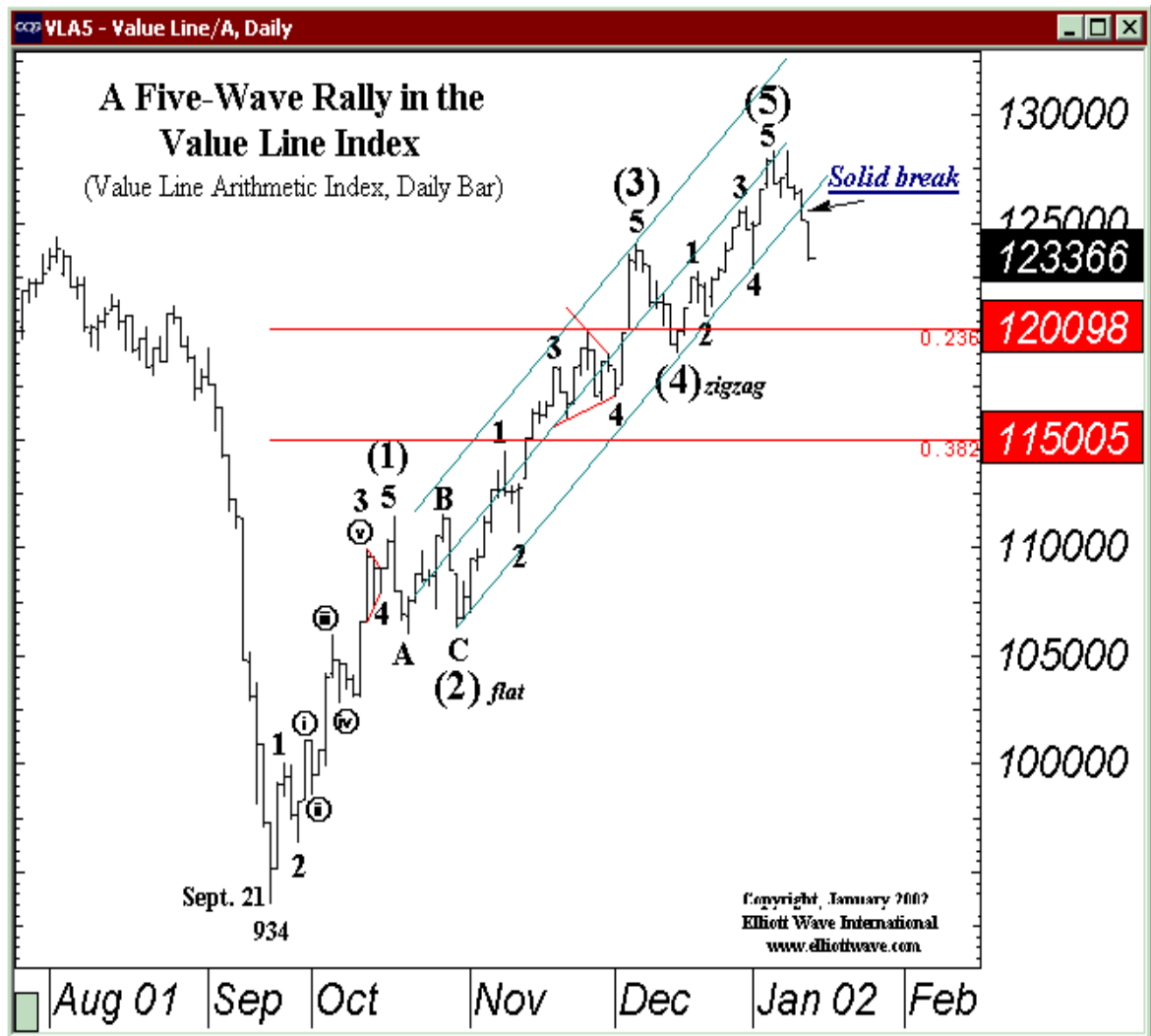
CQG © 2002

Παράρτημα Γραφημάτων Ανάλυσης με βάση τα Κύματα Elliott



Mon Jan 14 2002 16:59:29

CQG © 2002



Mon Jan 14 2002 17:19:44

CGG © 2002