

Διεθνής Αβεβαιότητα, Ομόλογα και Μετοχές

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος
Economic Research Advisor
dmalliaropoulos@eurobank.gr

Κώστας Λαμπρινουδάκης
Economic Analyst
v-klamprinoudakis@eurobank.gr

- Η αντίθετη πορεία των χρηματιστηρίων και της αγοράς κυβερνητικών ομολόγων κατά το τελευταίο εξάμηνο είναι ένα χαρακτηριστικό το οποίο παρατηρούμε συστηματικά σε περιόδους αυξημένης οικονομικής αβεβαιότητας και ιδιαίτερα σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας.
- Η σχετική τιμή μεταξύ μετοχών και ομολόγων παρουσιάζει μια αξιοπρόσεκτη επαναληπτικότητα κατά τα τελευταία 30 χρόνια. Συγκεκριμένα, σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης οι τιμές των μετοχών αυξάνονται με ταχύτερους ρυθμούς από τις τιμές των ομολόγων, με αποτέλεσμα η σχετική τιμή τους να αυξάνει σημαντικά. Αντίθετα, σε περιόδους οικονομικής επιβράδυνσης ή ύφεσης η σχετική τιμή μειώνεται απότομα και προσεγγίζει ένα μακροχρόνιο επίπεδο ισορροπίας.
- Κατά την τελευταία ανοδική αγορά, η οποία ξεκίνησε το Μάρτιο του 2003, οι μετοχές είχαν υπεραποδόσει των ομολόγων κατά 53% περίπου μέχρι το Μάιο του 2007. Έκτοτε, η σχετική τιμή μετοχών έναντι ομολόγων έχει μειωθεί κατά 22%, αφού ο S&P έχει υποχωρήσει κατά 10% και ο ομολογιακός δείκτης έχει αυξηθεί κατά 12%.
- Με βάση την προηγούμενη εμπειρία, εκτιμούμε ότι η αντιστροφή της τάσης στη σχετική τιμή μετοχών/ομολόγων αποτελεί μια σαφή ένδειξη ότι βρισκόμαστε σε μια καθοδική μετοχική αγορά.
- Τα πρώτα σημάδια μιας ύφεσης στην οικονομία των ΗΠΑ έδειξαν ότι το σενάριο της αποδέσμευσης της παγκόσμιας οικονομίας από τις ΗΠΑ ήταν υπέρμετρα αισιόδοξο. Η μεταστροφή αυτή του κλίματος αντανάκλαται και στις μετοχικές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών αλλά και της Ευρώπης, οι οποίες κατά τους τρεις τελευταίους μήνες έχουν υποχωρήσει σημαντικά.
- Πιστεύουμε ότι η διόρθωση των αγορών δημιουργεί επενδυτικές ευκαιρίες σε συγκεκριμένους τύπους εταιριών και κλαδικούς δείκτες.
- Η προηγούμενη εμπειρία έχει δείξει ότι σε περιόδους ύφεσης οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης υπεραποδίδουν των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης και οι μετοχές ανάπτυξης υπεραποδίδουν των μετοχών αξίας. Για το λόγο αυτό, συνεχίζουμε να προτείνουμε αμυντικές θέσεις long-short σε μετοχές υψηλής έναντι χαμηλής κεφαλαιοποίησης και σε μετοχές ανάπτυξης έναντι μετοχών αξίας.
- Σύμφωνα με την ανάλυσή μας, οι πλέον ανθεκτικοί κλάδοι κατά τις τέσσερις τελευταίες υφέσεις ήταν αυτοί των επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας, ενέργειας, τηλεπικοινωνιών και υγείας. Επίσης οι κλάδοι οι οποίοι έχουν ανακάμψει νωρίτερα κατά τις τελευταίες τέσσερις υφέσεις είναι ο χρηματοοικονομικός κλάδος και ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών.
- Παίρνοντας υπόψη ότι οι μετοχές του χρηματοοικονομικού κλάδου έχουν πιεστεί περισσότερο από τις υπόλοιπες στην τρέχουσα συγκυρία, πιστεύουμε ότι θα είναι και αυτή τη φορά οι πρώτες μετοχές που θα ανακάμψουν.

Τόμος(Τεύχος)	Ημερομηνία	Συγγραφείς-Τίτλοι Άρθρων
III(1)	29 Ιανουαρίου 2008	Κ. Ε. Βορλόου: <i>Το Διαδίκτυο και ο Ξενοδοχειακός Κλάδος στην Ελλάδα</i>
II(10)	5 Δεκεμβρίου 2007	Δ. Μαλλιαρόπουλος, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: <i>Τάσεις και Προοπτικές των Αγορών Εμπορευμάτων: Συνέπειες για τις Οικονομίες και τους Επενδυτές</i>
II(9)	2 Νοεμβρίου 2007	G. Hardouvelis, E. Davradakis, E. Georgopoulos, I. Gionis, T. Sampaniotis, C.E. Vorlow: <i>Special Focus on Cyprus</i>
II(8)	23 Οκτωβρίου 2007	Γ. Χαρδούβελης: <i>Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση</i>
II(7)	19 Σεπτεμβρίου 2007	Ε. Γεωργόπουλος: <i>Οικοδομική Δραστηριότητα και οι Προσδοκίες των Νοικοκυριών και των Κατασκευαστών</i>
II(6)	18 Ιουλίου 2007	Μ. Δαβραδάκης: <i>Ελληνικό Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Δανειακή Χρηματοδότηση Ιδιωτικού Τομέα</i>
II(5)	27 Ιουνίου 2007	Γ. Χαρδούβελης, Ε. Σιμιντζή & Ό. Κοσμά: <i>Οι Αντιλήψεις για τον Πληθωρισμό και η Επίδραση του Ευρώ</i>
II(4)	31 Μαΐου 2007	Κ. Ε. Βορλόου: <i>Εκπαίδευση Εργαζομένων και Επιδόσεις του Ξενοδοχειακού Κλάδου στην Ελλάδα</i>
II(3)	27 Απριλίου 2007	Ο. Κοσμά, Ε. Σιμιντζή & Γ. Χαρδούβελης: <i>Ο Πληθωρισμός για Διαφορετικές Εισοδηματικές Τάξεις και η Εισαγωγή του Ευρώ</i>

Διαθέσιμα ηλεκτρονικά από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

<http://www.eurobank.gr/research>

Κυκλοφορούν επίσης:

1. Γκίκας Χαρδούβελης, «*Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;*» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006, Εκδόσεις Κέρκυρα), με τα πρακτικά και τις μελέτες του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).
2. Νικόλαος Καραμούζης & Γκίκας Χαρδούβελης, «*Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες*» (ISBN: 9789604451661, 2007, Εκδόσεις Σάκκουλα).

Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων
Ερευνητική Ομάδα:

Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,
Chief Economist & Director of Research

Δημήτρης Μαλλιαρόπουλος: Research Advisor
Ιωάννης Γκιώνης: Research Economist
Τηλέμαχος Ευθυμιάδης: Research Economist
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst
Κώστας Λαμπρινουδάκης: Economic Analyst

Κώστας Ε. Βορλόου: Research Economist
Στέλλα Κανελλοπούλου: Research economist
Θεοδόσης Σαμpanιώτης: Senior Economic Analyst
Μαρία Πρανδέκα: Economic Analyst

Eurobank EFG, Σουρή 5 & Αμαλίας 20, Μποδοσάκειο, 10557 Αθήνα, τηλ. (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687,
web: <http://www.eurobank.gr/research>, Email επικοινωνίας: Research@eurobank.gr

Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.

Διεθνής Αβεβαιότητα, Ομόλογα και Μετοχές

Δημήτρης Μαλλιάρopoulos¹
Κώστας Λαμπρινουδάκης²

1. Εισαγωγή: Πρόσφατες εξελίξεις στις αγορές και στις οικονομίες

Κατά τους τελευταίους δυο μήνες, οι ενδείξεις μιας ταχείας επιβράδυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ έχουν πολλαπλασιαστεί. Ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας το 4ο τρίμηνο του 2007 επιβραδύνθηκε απότομα στο 0,6% από 4,9% στο 3ο τρίμηνο, η ανεργία έχει πλέον προσεγγίσει το 5%, ενώ ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής ISM βρίσκεται κάτω από το όριο που σηματοδοτεί μείωση της παραγωγής στον τομέα της βιομηχανίας. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, η αμερικανική οικονομία βρίσκεται στα πρόθυρα μιας ύφεσης με πιθανότητα 80%, καθώς η διόρθωση στην αγορά ακινήτων συνεχίζεται, η ιδιωτική κατανάλωση επιβραδύνεται απότομα και η ανεργία βρίσκεται σε ανοδική τροχιά.

Με βάση τη εμπειρία των τελευταίων 50 ετών, πιστεύουμε ότι η ύφεση της οικονομίας των ΗΠΑ θα διαρκέσει 3-4 τρίμηνα και θα οδηγήσει σε μια πτώση του ΑΕΠ κατά 1,5%, μια αύξηση του ποσοστού ανεργίας κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες (στο 6,5% το 2ο τρίμηνο του 2009 από 4,5% το 2ο τρίμηνο του 2007) και μια ισχυρή επιβράδυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης (στο 1,5% ετησίως το 2008 από 2,7% το 2007). Η Fed θα μειώσει τα επιτόκια παρέμβασης στο 2% έως τον Απρίλιο του 2008 από 5,25% το Αύγουστο του 2007) και το δολάριο θα συνεχίσει να υποτιμάται έναντι του ευρώ και του γιέν έως ότου σταθεροποιηθούν τα επιτόκια.

¹Καθηγητής στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Σύμβουλος Οικονομικών Μελετών, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων, Eurobank EFG.

²Υποψήφιος Διδάκτορας στο Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Οικονομικός Αναλυτής, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων, Eurobank EFG.

Για τα χρηματιστήρια, το ξεκίνημα του 2008 υπήρξε ένα από τα χειρότερα της τελευταίας δεκαετίας, καθώς χαρακτηρίστηκε από μαζικές πωλήσεις, οι οποίες οδήγησαν τους μετοχικούς δείκτες ανά τον κόσμο σε απότομη πτώση. Το ξεπούλημα αυτό σημαίνει, κατά την άποψή μας, ότι οι μετοχικές αγορές άρχισαν πλέον να προεξοφλούν σοβαρά το σενάριο μιας ύφεσης στην οικονομία των ΗΠΑ, επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας και σημαντικής πτώσης των εταιρικών κερδών που αυτή συνεπάγεται.

Επιπλέον, η απότομη διόρθωση των μετοχικών αγορών εξάλειψε ένα παράδοξο, το οποίο παρατηρείτο στις αγορές κατά τους τελευταίους μήνες του 2007. Συγκεκριμένα, ενώ η απότομη αύξηση των επιτοκιακών περιθωρίων στις πιστωτικές αγορές και η υποχώρηση των επιτοκίων στην αγορά των κυβερνητικών ομολόγων αντανάκλασαν την επιδείνωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος και την ολοένα αυξανόμενη πιθανότητα ύφεσης στην οικονομία των ΗΠΑ, οι μετοχικές αγορές διατηρούνταν σε ύψη που ενσωμάτωναν αυξημένη αισιοδοξία σχετικά με τις προοπτικές του μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

Λαμβάνοντας υπόψη την έκταση των απωλειών στις μετοχικές αγορές από τα πολυετή υψηλά του περασμένου Οκτωβρίου, αλλά και τις αυξημένες πιθανότητες ύφεσης στην οικονομία των ΗΠΑ, θεωρούμε ότι οι αγορές βρίσκονται σε καθοδική πορεία (bear market) στην τρέχουσα συγκυρία.

Οι υφέσεις προκαλούν κατά κανόνα καθοδική κίνηση των χρηματιστηρίων και ανοδική κίνηση των αγορών

ομολόγων του Δημοσίου. Η υποχώρηση του δείκτη S&P 500 σε περιόδους ύφεσης στις ΗΠΑ κατά τα τελευταία 50 χρόνια έχει κυμανθεί μεταξύ 20% και 50% από τα προηγούμενα υψηλά, ενώ η χρονική διάρκεια της πτώσης έχει κυμανθεί μεταξύ 3 και 20 μηνών. Μέχρι τις 29 Φεβρουαρίου, ο S&P 500 κατέγραφε απώλειες ύψους 10% από τα πρόσφατα υψηλά του Οκτωβρίου, ενώ οι απώλειες στα τέλη Ιανουαρίου είχαν φτάσει μέχρι και 16%. Οι επενδυτές στράφηκαν στην ασφάλεια που παρέχουν τα ομόλογα του Δημοσίου καθώς η Fed έσπευσε να μειώσει τα επιτόκια παρέμβασης για να αντιμετωπίσει την πιστωτική κρίση που ξέσπασε τον Αύγουστο του 2007 και την χειροτέρευση της πραγματικής οικονομίας. Κατά συνέπεια, οι τιμές των 10-ετών ομολόγων του αμερικανικού Δημοσίου αυξήθηκαν σημαντικά, δίνοντας στους επενδυτές αποδόσεις της τάξης του 12% από το Μάιο του 2007.

Η αντίθετη πορεία των χρηματιστηρίων και της αγοράς κυβερνητικών ομολόγων κατά το τελευταίο εξάμηνο είναι ένα χαρακτηριστικό το οποίο παρατηρούμε συστηματικά σε περιόδους αυξημένης οικονομικής αβεβαιότητας και ιδιαίτερα σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας. Σε τέτοιες περιόδους, συντηρητικοί επενδυτές αποδεικνύονται οι λιγότερο χαμένοι καθώς τα κέρδη τους από την αύξηση των τιμών των ομολόγων αντισταθμίζουν σε μεγάλο βαθμό τις απώλειες τους από την πτώση των τιμών των μετοχών.

Τα μέτρα νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής που ελήφθησαν πρόσφατα από την κεντρική τράπεζα και την κυβέρνηση των ΗΠΑ, με στόχο την τόνωση της οικονομίας, στήριξαν προσωρινά τα χρηματιστήρια, καθώς ανέκοψαν την έντονη πτωτική πορεία που κατέγραφαν οι αγορές στο ξεκίνημα του έτους. Φαίνεται όμως ότι οι αγορές δεν είναι ακόμα έτοιμες να ενσωματώσουν πλήρως στις αποτιμήσεις των μετοχών τις θετικές επιδράσεις που αναμένεται ότι θα έχουν τα μέτρα αυτά, καθώς οι παράγοντες αστάθειας επηρεάζουν ακόμα σε σημαντικό βαθμό τις αποφάσεις των επενδυτών, διατηρώντας τα ασφαλιστρα κινδύνου σε υψηλά επίπεδα. Οι μετοχικές αγορές στην παρούσα φάση φαίνεται να προεξοφλούν μια ήπια ύφεση στις ΗΠΑ και μια επιβράδυνση στην παγκόσμια οικονομία. Η διάψευση ή

επαλήθευση του σεναρίου αυτού θα διαμορφώσει κατά πάσα πιθανότητα και την περαιτέρω πορεία των αγορών.

Η αυξημένη αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει το τρέχον οικονομικό περιβάλλον καθιστά οποιαδήποτε πρόβλεψη για την πορεία των χρηματιστηρίων εξαιρετικά επισφαλής. Ο ιδιαίτερα υψηλός βαθμός αβεβαιότητας τροφοδοτείται από παράγοντες όπως η πιστωτική κρίση, η κρίση στην αγορά ακινήτων και το ράλι στις τιμές των εμπορευμάτων, καθώς δεν είναι ακόμα ξεκάθαρο σε ποιο βαθμό θα επηρεάσουν την οικονομία. Συνεπώς, μέχρι να ξεκαθαρίσει η κατάσταση, το κύριο χαρακτηριστικό των αγορών θα είναι η υψηλή μεταβλητότητα, καθώς οι διακυμάνσεις θα είναι έντονες τόσο σε ανοδική όσο και σε καθοδική κατεύθυνση.

Το κρίσιμο ερώτημα που προκύπτει με βάση τις πρόσφατες εξελίξεις είναι ποιες είναι οι ενδεδειγμένες κινήσεις για τους επενδυτές υπό τις παρούσες συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας. Στο υπόλοιπο μέρος της μελέτης μας εξετάζουμε τη μακροχρόνια σχέση ισορροπίας μεταξύ των τιμών των μετοχών και των κυβερνητικών ομολόγων, καθώς και τις επενδυτικές θέσεις που ενδείκνυνται σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας και διόρθωσης των αγορών.

2. Η σχετική τιμή μεταξύ μετοχών και ομολόγων

Η σχετική τιμή μεταξύ μετοχών και ομολόγων παρουσιάζει μια αξιοπρόσεκτη επαναληπτικότητα στη συμπεριφορά της κατά τα τελευταία 30 χρόνια. Συγκεκριμένα, σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης οι τιμές των μετοχών αυξάνονται με ταχύτερους ρυθμούς από τις τιμές των ομολόγων, με αποτέλεσμα η σχετική τιμή τους να αυξάνει σημαντικά. Αντίθετα, σε περιόδους οικονομικής επιβράδυνσης ή ύφεσης η σχετική τιμή μειώνεται απότομα και προσεγγίζει ένα μακροχρόνιο επίπεδο ισορροπίας.

Η συμπεριφορά αυτή αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 1. Η μεταβλητή που παρουσιάζεται σε αυτό αποτελεί το λόγο των δύο πλέον αντιπροσωπευτικών δεικτών για μετοχές και ομόλογα, δηλαδή του δείκτη S&P 500 προς το δείκτη της τιμής του 10ετούς κυβερνητικού ομολόγου των ΗΠΑ.

Διάγραμμα 1
Σχετική τιμή S&P 500 και δεκαετούς ομολόγου ΗΠΑ



Σημείωση: ι) Σχετική τιμή = S&P500/10Y BOND, όπου
 S&P 500 : Standard & Poors 500 Composite Index, Price Return
 10Y BOND : Salomon-Citigroup 10Y US Treasury Benchmark Index
 ιι) Οι γραμμοσκιασμένες περιοχές εκφράζουν περιόδους ύφεσης στις ΗΠΑ

Πίνακας 1
Μέση ετήσια απόδοση και κίνδυνος
μετοχών και ομολόγων κατά την περίοδο 1980-2008

Δείκτες	Ετήσια απόδοση	Κίνδυνος (Τυπική απόκλιση)	Απόδοση/Κίνδυνος
S&P 500	9.0%	14.9%	0.6
S&P 500*	11.8%	14.9%	0.8
Δείκτης 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ	8.4%	8.4%	1.0

*με επανεπένδυση μερισμάτων

Πηγή: Bloomberg και υπολογισμοί των συγγραφέων

Τιμές μεγαλύτερες (μικρότερες) της μονάδας υποδηλώνουν υπεραπόδοση του μετοχικού (ομολογιακού) δείκτη έναντι του ομολογιακού (μετοχικού), ενώ η μονάδα εκφράζει την ισοδυναμία (parity) μεταξύ των δύο δεικτών. Τα δεδομένα μας είναι μηνιαία και αφορούν την περίοδο από Ιανουάριο 1980 μέχρι Φεβρουάριο 2008.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, σε περιόδους υψηλής οικονομικής ανάπτυξης οι τιμές των μετοχών αυξάνονται, καθώς οι επενδυτές προεξοφλούν τις αυξήσεις των εταιρικών κερδών, ενώ η αυξημένη αισιοδοξία στο επενδυτικό κλίμα οδηγεί τα ασφάλιστρα κινδύνου χαμηλότερα και τις αποτιμήσεις υψηλότερα. Αντίθετα, οι τιμές των ομολόγων αυξάνονται σαφώς με χαμηλότερους ρυθμούς, καθώς η επενδυτική ζήτηση για μετοχές

Πίνακας 2

Πτωτικές περιόδους στη σχετική τιμή μετοχών/ομολόγων από το 1980 μέχρι σήμερα

	Περίοδος	Διάρκεια (μήνες)	S&P 500 (απόδοση)	Δείκτης 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ (απόδοση)	Σχετική απόδοση	Συνθήκες οικονομίας και αγορών
1	28/11/1980 - 30/7/1982	20	-24%	18%	-42%	Ύφεση 1981-1982
2	31/8/1983 - 30/9/1986	37	41%	78%	-37%	Πτωτικά επιτόκια
3	30/9/1987 - 30/11/1987	2	-28%	5%	-34%	Χρηματιστηριακό κραχ Οκτωβρίου 1987
4	31/5/1990 - 31/10/1990	5	-16%	3%	-19%	Ύφεση 1990-1991
5	31/5/1991 - 30/9/1993	28	18%	38%	-20%	Πτωτικά επιτόκια
6	31/12/1999 - 30/9/2002	33	-45%	37%	-82%	Κατάρρευση φούσκας μετοχών Διαδικτύου & ύφεση 2001
	Μέσος όρος	21	-9%	30%	-39%	
	Μέσος όρος (περιπτώσεις υφέσεων ή χρηματιστηριακών κρίσεων)	15	-28%	16%	-44%	
7	31/5/2007 - 29/2/2008	9	-10%	12%	-22%	Τρέχουσα περίοδος: πιστωτική κρίση & πιθανή ύφεση

Πηγή: Bloomberg και υπολογισμοί των συγγραφέων

αυξάνεται εις βάρος των ομολόγων. Επιπλέον, σε περιόδους ανάπτυξης, η κεντρική τράπεζα προχωράει συχνά σε αυξήσεις στο παρεμβατικό επιτόκιο, προκειμένου να προλάβει την υπερθέρμανση της οικονομίας και την αναζωπύρωση του πληθωρισμού. Οι αυξήσεις αυτές πιέζουν πτωτικά τις τιμές των ομολόγων.

Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 1, η σχετική τιμή μετοχών/ομολόγων μπορεί να φτάσει σε τέτοιες περιόδους μέχρι και στα επίπεδα του 2.5 όπως στα πρόθυρα της χρηματιστηριακής κρίσης του 2000-2002.

Όταν όμως η οικονομία επιβραδύνεται ή περνά σε μια περίοδο ύφεσης, η σχέση μεταξύ των τιμών μετοχών και ομολόγων αντιστρέφεται απότομα. Τέτοιες περιόδους χαρακτηρίζονται συνήθως από επιβράδυνση ή ακόμα και μείωση της εταιρικής κερδοφορίας, καθώς και από υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας. Ο παράγοντες αυτοί οδηγούν τους επενδυτές σε αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους, πουλώντας μετοχές και αγοράζοντας κυβερνητικά

ομόλογα, τα οποία θεωρούνται ασφαλές καταφύγιο σε περιόδους αναταράξεων. Κατά συνέπεια, η σχετική τιμή ομολόγων/μετοχών παρουσιάζει συνήθως απότομη υποχώρηση όσο πλησιάζουμε σε μια ύφεση ή/και κατά τη διάρκεια αυτής (Διάγραμμα 1). Επίσης σε τέτοιες φάσεις του οικονομικού κύκλου, η κεντρική τράπεζα συνήθως μειώνει το παρεμβατικό επιτόκιο προκειμένου να τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και να προστατεύσει την οικονομία από μια ύφεση. Η μείωση στα επιτόκια αποτελεί έναν επιπλέον παράγοντα αύξησης στις τιμές των ομολόγων.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, η σχετική τιμή υποχωρεί απότομα σε περιόδους οικονομικής ύφεσης (1981, 1990, 2001) και περιόδους χρηματιστηριακών κρίσεων (1987, 2000). Οι πτώσεις των περιόδων 1983-1986 και 1991-1993 διαφέρουν από τις υπόλοιπες τόσο ως προς τη μορφή τους όσο και ως προς τους παράγοντες που τις προκάλεσαν. Συγκεκριμένα, είναι πιο ομαλές από τις

υπόλοιπες, καθώς δεν οφείλονται σε υποχώρηση των μετοχικών αγορών όπως στις υπόλοιπες περιπτώσεις, αλλά σε ράλι στις τιμές των ομολόγων, το οποίο πυροδοτήθηκε από μεγάλες μειώσεις των επιτοκίων παρέμβασης της FED.

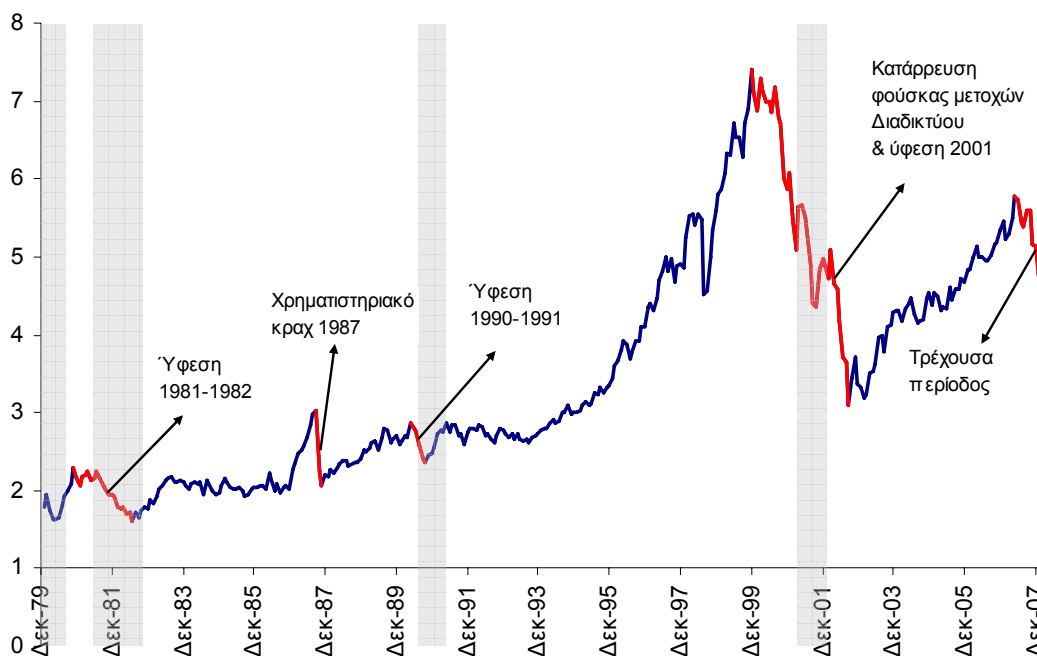
Στο σημείο αυτό είναι απαραίτητο να γίνει μια διευκρίνιση. Όπως παρατηρούμε στον Πίνακα 1, η μέση ετήσια απόδοση του S&P 500, αν υποθέσουμε επανεπένδυση των μερισμάτων, αυξάνεται από 9% σε 11.8%. Η μακροχρόνια υπεραπόδοση των μετοχών (11.8%) έναντι των ομολόγων (8.4%) είναι κάτι φυσιολογικό, αν λάβει κανείς υπόψη τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα που παρουσιάζουν οι μετοχές από τα ομόλογα. Στην παρούσα μελέτη, έχουμε χρησιμοποιήσει το δείκτη του S&P500 χωρίς επανεπένδυση μερισμάτων για τον υπολογισμό της σχετικής τιμής μετοχών/ομολόγων. Εξετάσαμε τη σχετική τιμή χρησιμοποιώντας και το δείκτη με τα μερίσματα και διαπιστώσαμε ότι η σχέση επεδείκνυε και πάλι τάση επιστροφής σε ένα επίπεδο σε περιόδους ύφεσης ή

χρηματιστηριακών κρίσεων. Η διαφορά είναι ότι το επίπεδο αυτό είχε ανοδική τάση, όπως και όλη η σειρά άλλωστε, λόγω της μακροχρόνιας υπεραπόδοσης των μετοχών έναντι των ομολόγων (Διάγραμμα 2).

Τα μερίσματα που δόθηκαν στο παρελθόν έχουν σημασία για τους επενδυτές όταν συγκρίνουν παρελθούσες αποδόσεις. Οι παρελθούσες αποδόσεις παίζουν ρόλο στις αποφάσεις των επενδυτών όταν οι αγορές βρίσκονται σε ανοδική τροχιά, όχι όμως όταν αλλάζει η τάση της αγοράς. Σε φάσεις αυξημένης αβεβαιότητας και πτωτικών αγορών, όπως η παρούσα φάση, οι επενδυτές συγκρίνουν τις τιμές (οι οποίες αντανακλούν προσδοκίες για μελλοντικά μερίσματα) και όχι τα μερίσματα του παρελθόντος, τα οποία έχουν εισπράξει ούτως ή άλλως. Κατά συνέπεια η σχετική τιμή μεταξύ μετοχών και ομολόγων αποκτά αυξημένη σημασία σε περιόδους οικονομικής αβεβαιότητας και ύφεσης της οικονομίας όπως η σημερινή. Σε τέτοιες περιόδους, οι επενδυτές τείνουν να επιστρέφουν στη σιγουριά των κυβερνητικών

Διάγραμμα 2

Σχετική τιμή S&P 500 (με επανεπένδυση μερισμάτων) και δεκαετούς ομολόγου ΗΠΑ



Σημείωση: ι) Σχετική τιμή = S&P500/10Y BOND, όπου
 S&P 500 : Standard & Poors 500 Composite Index, Total Return
 10Y BOND : Salomon-Citigroup 10Y US Treasury Benchmark Index
 ιι) Οι γραμμοσκιασμένες περιοχές εκφράζουν περιόδους ύφεσης στις ΗΠΑ

Πηγή: Bloomberg και υπολογισμοί των συγγραφέων

ομολόγων, οδηγώντας σε απότομες διορθώσεις της σχετικής τιμής μεταξύ μετοχών και ομολόγων, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1.

Κατά την τελευταία ανοδική αγορά (bull market), η οποία ξεκίνησε το Μάρτιο του 2003, οι μετοχές είχαν υπεραποδόσει των ομολόγων κατά 53% περίπου μέχρι το Μάιο του 2007. Έκτοτε, η σχετική τιμή άλλαξε κατεύθυνση. Συγκεκριμένα, από το Μάιο του 2007 (και μέχρι τις 29 Φεβρουαρίου), η σχετική τιμή μετοχών έναντι ομολόγων έχει μειωθεί κατά 22%, αφού ο S&P έχει υποχωρήσει κατά 10% και ο ομολογιακός δείκτης έχει αυξηθεί κατά 12% (Πίνακας 2). Με βάση την προηγούμενη εμπειρία, εκτιμούμε ότι η αντιστροφή της τάσης στη σχετική τιμή μετοχών/ομολόγων αποτελεί μια σαφή ένδειξη του ότι βρισκόμαστε σε μια καθοδική μετοχική αγορά (bear market).

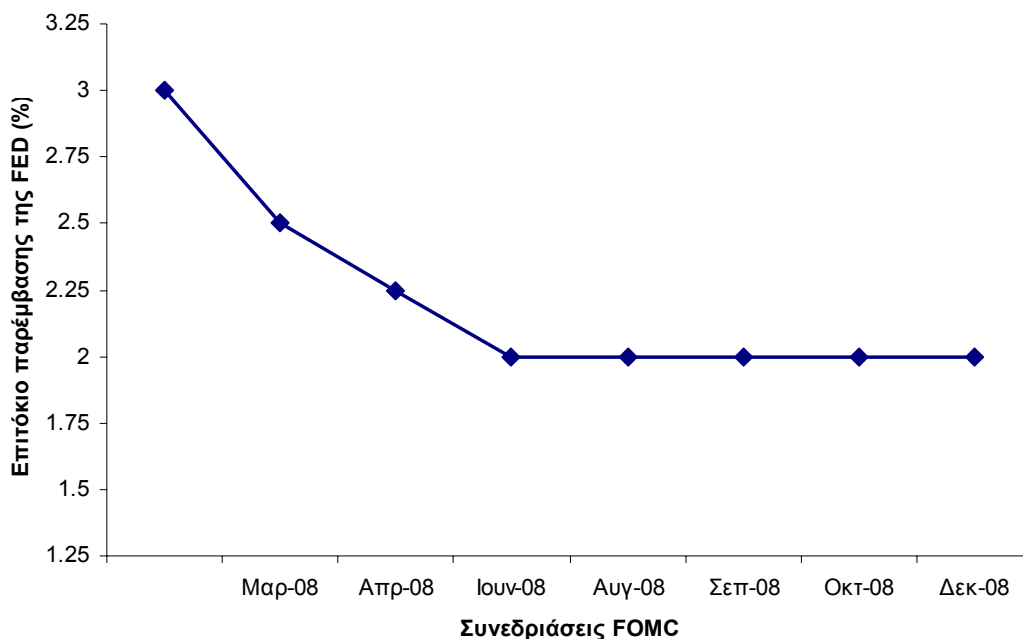
Η μείωση στη σχετική τιμή κατά τη διάρκεια των προηγούμενων πτωτικών περιόδων έχει κυμανθεί σε μεγάλο εύρος, δηλαδή από 19% μέχρι και 82%, ενώ η αντίστοιχη μέση τιμή ανέρχεται στο 39% ή στο 44% αν υπολογίσουμε μόνο τις περιπτώσεις υφέσεων ή

χρηματιστηριακών κρίσεων (Πίνακας 2). Το μεγάλο εύρος στην υποχώρηση της σχετικής τιμής κατά τις προηγούμενες πτωτικές περιόδους καθιστά δύσκολη την εκτίμηση για το πόσο μπορεί να υποχωρήσει αυτή τη φορά και κατ' επέκταση μέχρι ποιο επίπεδο θα μπορούσαν να υποχωρήσουν οι μετοχικές αγορές.

Όσον αφορά τα ομόλογα, οι αυξήσεις στις τιμές τους σε αντίστοιχες πτωτικές περιόδους υφέσεων ή χρηματιστηριακών κρίσεων έχουν κυμανθεί από 3% μέχρι 37% (Πίνακας 2), ανάλογα με την κατάσταση της οικονομίας και τα περιθώρια της FED να μειώσει τα επιτόκια.

Στην τρέχουσα συγκυρία ο αυξημένος κίνδυνος ύφεσης έχει οδηγήσει τη FED σε επιθετική μείωση των επιτοκίων, όπως και κατά τις προηγούμενες δυο υφέσεις (από 9.75% τον Απρίλιο του 1989 σε 3% το Σεπτέμβριο του 1992 και από 6.5% το Δεκέμβριο του 2000 σε 1% τον Ιούνιο του 2003). Σήμερα το επιτόκιο παρέμβασης βρίσκεται στο 3%, έχοντας μειωθεί κατά 225 μ.β. από το Σεπτέμβριο του 2007. Η περαιτέρω μείωση του επιτοκίου θα εξαρτηθεί από τη διάρκεια της πιστωτικής κρίσης, την πορεία της

Διάγραμμα 3
Παράγωγα επί του παρεμβατικού επιτοκίου της FED (26/2/2006)



Πηγή: Bloomberg

αμερικανικής οικονομίας καθώς και την εξέλιξη του πληθωρισμού. Εκτιμούμε ότι οι πιθανότητες για μείωση του επιτοκίου κάτω από τα επίπεδα του 2% είναι περιορισμένη, καθώς ο πληθωρισμός έχει αρχίσει να εμφανίζει έντονες ανοδικές τάσεις. Συγκεκριμένα, τον Ιανουάριο ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή στις ΗΠΑ αυξήθηκε κατά 4.3% σε σχέση με ένα χρόνο πριν, τη μεγαλύτερη ποσοστιαία άνοδο από το Σεπτέμβριο του 2005, ενώ διατηρείται τους τελευταίους τρεις μήνες κοντά στα υψηλά δεκαπενταετίας. Οι αγορές παραγώγων προεξοφλούν ότι η FED θα μειώσει τα επιτόκια κατά 50 μ.β. το Μάρτιο και από 25 μ.β. τον Απρίλιο και τον Ιούνιο και ότι ο τρέχων κύκλος μείωσης θα σταματήσει στο 2% (Διάγραμμα 3).

Αν και οι περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων παρέμβασης της FED έχουν ενσωματωθεί σε ένα βαθμό στις τρέχουσες αποτιμήσεις των ομολόγων, εκτιμούμε ότι οι αποδόσεις του δεκαετούς ομολόγου θα μπορούσαν να μειωθούν μέχρι και τα επίπεδα του 3.10%, όπου δηλαδή είχαν φτάσει και το 2003 όταν τελείωνε ο προηγούμενος κύκλος μειώσεων των επιτοκίων από τη FED.

3. Επενδυτικές θέσεις σε συνθήκες αβεβαιότητας

Η υψηλή μεταβλητότητα στην τρέχουσα οικονομική συγκυρία δεν χαρακτηρίζει μόνο τις μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ, αλλά και αυτές των ευρωπαϊκών και των αναδυόμενων οικονομιών.

Οι ευρωπαϊκές αγορές έχουν ακολουθήσει παράλληλη πορεία με την αμερικανική αγορά από τα μέσα του 2007, όταν οι ανησυχίες για την πιστωτική κρίση και την επίδραση της στην πραγματική οικονομία άρχισαν να αποτυπώνονται στις αποτιμήσεις των μετοχών (Διάγραμμα 4). Μάλιστα, στο ξεπούλημα του Ιανουαρίου η πτώση στις ευρωπαϊκές αγορές ήταν πιο έντονη απ' ό,τι στην αμερικανική αγορά. Οι τρέχουσες αποτιμήσεις θεωρούμε ότι προεξοφλούν την πιθανότητα επιβράδυνσης στην ευρωπαϊκή οικονομία αλλά και την αβεβαιότητα που συνεπάγεται η έκθεση αρκετών ευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε επισφαλή πιστωτικά προϊόντα.

Οι μετοχικές αγορές των μεγάλων αναδυόμενων οικονομιών παρουσίαζαν τάσεις αυτονόμησης από τις αγορές των ανεπτυγμένων οικονομιών κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007, καθώς οι επενδυτές έδειχναν να πιστεύουν στο σενάριο της αποδέσμευσης (decoupling) των οικονομιών αυτών από την πορεία της αμερικανικής οικονομίας. Τα πρώτα σημάδια επιβράδυνσης όμως έδειξαν ότι το σενάριο της αποδέσμευσης ήταν υπέρμετρα αισιόδοξο. Η μεταστροφή αυτή του κλίματος αντανακλάται και στις μετοχικές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών, οι οποίες κατά τους τρεις τελευταίους μήνες έχουν υποχωρήσει σημαντικά (Διάγραμμα 4).

Υπό τις παρούσες συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας, όπου οι αγορές φαίνονται να προεξοφλούν απαισιόδοξα σενάρια σε σχέση με το μακροοικονομικό περιβάλλον, οι αποτιμήσεις έχουν γίνει ελκυστικότερες, με αποτέλεσμα ορισμένες επιλεκτικές τοποθετήσεις να μπορούν δυνητικά να προσφέρουν κέρδη στους επενδυτές.

Κατ' αρχήν ακόμα και σε αγορές με πτωτική τάση, οι τιμές σε αρκετές περιπτώσεις καταγράφουν βραχυπρόθεσμα ράλι (bear market rallies), τα οποία μπορούν να προσφέρουν σημαντικά κέρδη στους επενδυτές. Με βάση την προηγούμενη εμπειρία στις ΗΠΑ από το 1957 μέχρι σήμερα, σε κάθε πτωτική αγορά καταγράφονται κατά μέσο όρο 5 άνοδοι μεγαλύτερες του 3%, εκ των οποίων οι 3 είναι πάνω του 5% και η μία άνω του 10%.

Επίσης, η προηγούμενη εμπειρία έχει δείξει ότι σε περιόδους οικονομικής επιβράδυνσης οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης υπεραποδίδουν των μετοχών μικρής κεφαλαιοποίησης και οι μετοχές ανάπτυξης υπεραποδίδουν των μετοχών αξίας. Για το λόγο αυτό, τον Μάιο του 2007 είχαμε προτείνει αμυντικές θέσεις long-short σε μετοχές υψηλής έναντι χαμηλής κεφαλαιοποίησης και τον Σεπτέμβριο του 2007 προτείναμε αμυντικές θέσεις long-short σε μετοχές ανάπτυξης έναντι μετοχών αξίας (Global Economic & Market Outlook May and September 2007). Οι θέσεις αυτές (US large growth-small value) είχαν απόδοση 15% από το Μάιο του 2007 (6.8% από το Σεπτέμβριο του 2007) καθώς η διόρθωση στις τιμές των μικρών εταιριών αξίας ήταν μεγαλύτερη από τη διόρθωση στις τιμές των μεγάλων εταιριών

ανάπτυξης (Διάγραμμα 5). Θεωρούμε ότι η διατήρηση τέτοιων θέσεων μπορεί να προσφέρει ακόμη θετικές αποδόσεις καθώς η οικονομική επιβράδυνση πλήττει περισσότερο τις μετοχές αξίας και τις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης.

Όσον αφορά τους επιχειρηματικούς κλάδους, η ιστορική εμπειρία δείχνει ότι οι πλέον ανθεκτικοί κλάδοι κατά τις τέσσερις τελευταίες υφέσεις ήταν αυτοί των επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας, ενέργειας, τηλεπικοινωνιών και υγείας. Επίσης οι κλάδοι οι οποίοι έχουν ανακάμψει νωρίτερα κατά τις τελευταίες τέσσερις υφέσεις είναι ο χρηματοοικονομικός κλάδος και ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών. Αν λάβει κανείς υπόψη ότι οι μετοχές του χρηματοοικονομικού κλάδου έχουν πιεστεί περισσότερο από τις υπόλοιπες στην τρέχουσα συγκυρία, αφού τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα βρέθηκαν στο επίκεντρο της πιστωτικής κρίσης, δεν αποκλείεται να είναι και αυτή τη φορά οι πρώτες μετοχές που θα ανακάμψουν.

Επίσης, μια άλλη επενδυτική κατηγορία η οποία μπορεί να προσφέρει θετικές αποδόσεις στους επενδυτές κατά την τρέχουσα συγκυρία – ακόμα και αν το μακροοικονομικό περιβάλλον επιδεινωθεί περαιτέρω – είναι αυτή των εμπορευμάτων και πιο συγκεκριμένα οι κατηγορίες των πολυτίμων μετάλλων και των αγροτικών προϊόντων. Οι τιμές του χρυσού αυξάνονται σε περιόδους αβεβαιότητας και αναταράξεων στις αγορές, καθώς ο χρυσός θεωρείται το κατεξοχήν ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο. Παρότι οι τιμές του χρυσού έχουν καταγράψει σημαντικές αποδόσεις από τον Αύγουστο του 2007 μέχρι σήμερα, υπάρχει σημαντική πιθανότητα για περαιτέρω άνοδο της τιμής του χρυσού, καθώς η αβεβαιότητα παραμένει υψηλή, η πτωτική πορεία του δολαρίου συνεχίζεται και ο πληθωρισμός ακολουθεί ανοδική τροχιά. Όσον αφορά στα αγροτικά προϊόντα, το ελλειμματικό ισοζύγιο προσφοράς/ζήτησης το οποίο έχει διαμορφωθεί σε πολλές αγορές αγροτικών προϊόντων αναμένεται να ασκήσει ανοδική πίεση στις τιμές.

4. Συμπεράσματα

Η πιθανότητα μιας ήπιας ύφεσης στην οικονομία των ΗΠΑ και επιβράδυνσης στην παγκόσμια οικονομία έχει

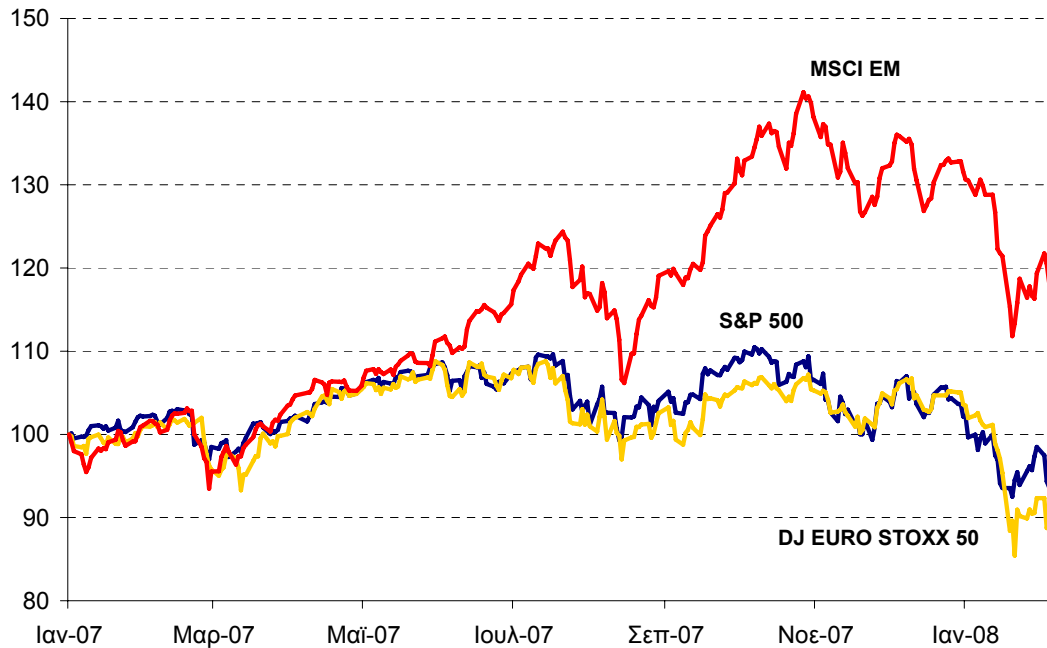
ενσωματωθεί σε σημαντικό βαθμό στις μετοχικές αποτιμήσεις, κάτι που αντανάκλαται στην κατακόρυφη πτώση των μετοχικών αγορών κατά τους πρώτους δυο μήνες του 2008. Τα μέτρα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής που ελήφθησαν εσπευσμένα στις ΗΠΑ προκειμένου να ανακουφίσουν την οικονομία ανέκοψαν την έντονα πτωτική τάση που είχε διαμορφωθεί στις αρχές του έτους. Οι παράγοντες αστάθειας όμως που διατηρούν σε υψηλά επίπεδα την αβεβαιότητα σχετικά με το μακροοικονομικό περιβάλλον, δεν αφήνουν τις αγορές να προεξοφλήσουν ακόμα τις θετικές επιδράσεις που πιθανότατα θα έχουν τα μέτρα αυτά στην οικονομία, με αποτέλεσμα η μεταβλητότητα να διατηρείται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα.

Η αυξημένη αβεβαιότητα καθιστά δύσκολη οποιαδήποτε πρόβλεψη σχετικά με την περαιτέρω πορεία της αγοράς. Συνεπώς, μέχρι να ξεκαθαρίσει η κατάσταση, το κύριο χαρακτηριστικό των αγορών θα είναι, κατά την άποψή μας, η υψηλή μεταβλητότητα, καθώς οι διακυμάνσεις θα είναι έντονες τόσο σε ανοδική όσο και σε καθοδική κατεύθυνση.

Στην τρέχουσα συγκυρία αυξημένης αβεβαιότητας και υψηλής μεταβλητότητας, εκτιμούμε ότι κάποιες επιλεκτικές θέσεις έχουν σημαντικές πιθανότητες να προσφέρουν θετικές αποδόσεις στους επενδυτές:

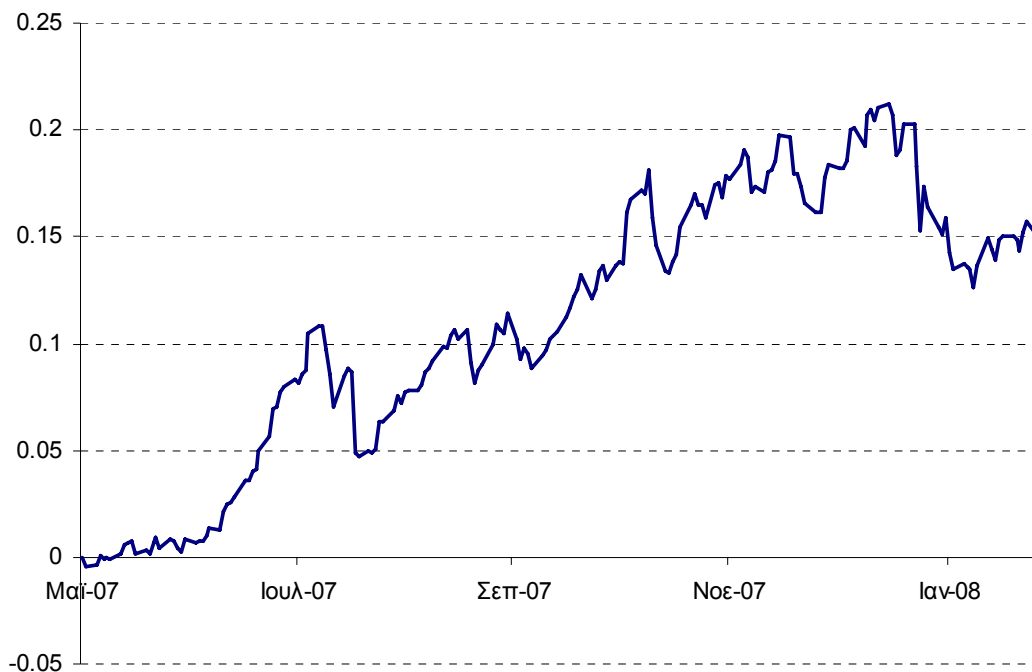
- Αμυντικές θέσεις long-short σε μετοχές ανάπτυξης και υψηλής κεφαλαιοποίησης έναντι μετοχών αξίας και μικρής κεφαλαιοποίησης.
- Αποφυγή μετοχών ευαίσθητων στις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου
- Θέσεις αγοράς σε χρυσό και αγροτικά προϊόντα.
- Αυξημένη ρευστότητα.

Διάγραμμα 4
Μετοχικοί δείκτες ΗΠΑ, Ευρώπης και αναδυόμενων οικονομιών



Πηγή: Bloomberg και υπολογισμοί των συγγραφέων

Διάγραμμα 5
Μετοχές ανάπτυξης υψηλής κεφαλαιοποίησης έναντι
μετοχών αξίας μικρής κεφαλαιοποίησης



Σημείωση: Σχετική τιμή = $\ln(\text{Russel 1000 Growth}/\text{Russel 2000 Value})$, όπου και οι δυο δείκτες έχουν βάση το 100 στις 31/5/2007

Πηγή: Bloomberg και υπολογισμοί των συγγραφέων