



Σοφοκλέους 7-9, Αθήνα 10559/7-9 Sophokleous St. 10559 Athens  
Τηλ./Tel. 210 3213913,3216191  
Fax 210 3216115  
email: nchryso@otenet.gr  
www.chrysochoidis.gr

### Επενδυτική Στρατηγική – Σεπτέμβριος 2008

Οι αγορές εισέρχονται σε ένα θερμό φθινόπωρο αναζήτησης των καταλυτών για την αντιστροφή της αρνητικής μακροοικονομικής συγκυρίας. Όπως σας είχα επισημάνει, η αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων είναι ο παράγοντας κλειδί για την απαρχή της βελτίωσης των αγορών. Ακολουθώντας, το τελευταίο διάστημα παρατηρείται πτωτική τάση στις τιμές του πετρελαίου και βελτίωση της ισοτιμίας του δολλαρίου σε σχέση με τα άλλα νομίσματα, που συμβαδίζουν με τις προσδοκίες μας. Η τρέχουσα ισοτιμία ευρώ-δολλαρίου ήδη δείχνει κέρδη 10% για το Αμερικανικό νόμισμα ενώ και η τιμή του πετρελαίου έχει υποχωρήσει κατά 27% από τα πρόσφατα υψηλά της. Η περαιτέρω διατήρηση αυτής της τάσης σε συνδυασμό με την απουσία νέων δυσμενών εξελίξεων (χρεοκοπίες-αδυναμίες τραπεζικών οργανισμών, αρνητική ανάπτυξη) θα οδηγήσει σε σταδιακή βελτίωση της επενδυτικής ψυχολογίας. Αντίστοιχα, και οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες παρουσιάζουν συγκρατημένα θετική εικόνα: ο S&P 500 σημειώνει τιμές άνω των 1200 μονάδων και ο GDAX άνω των 6000 αντίστοιχα. Τα όρια αυτά είναι σαφώς κρίσιμα ωστόσο, με την παρούσα τιμολόγηση των πενταετών κρατικών ομολόγων των Η.Π.Α. στις 32 φορές και στις 24 φορές για τα αντίστοιχα της Ευρωζώνης, οι αποτιμήσεις συνηγορούν υπέρ των μετοχών. Στο επόμενο στάδιο, στοίχημα θα αποτελέσει η σταθεροποίηση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης που αν και έχουν επιβραδυνθεί, δεν έχουν εισέλθει τετελεσμένα σε αρνητικό έδαφος. Στο βαθμό που η κατανάλωση διατηρηθεί σε ικανοποιητικά επίπεδα, μπορούμε να ελπίζουμε σε έξοδο από την κρίση ενώ όπως έχω επισημάνει, το εκλογικό αποτέλεσμα στις Η.Π.Α. θα έχει τη δική του σημασία.

Στην Ελληνική αγορά, τα εταιρικά αποτελέσματα του πρώτου εξαμήνου είχαν ως θετική ανάγνωση την ανθεκτικότητα των περισσότερων εγχώριων τραπεζών στην κρίση και τη διατήρηση εκ μέρους τους, ικανοποιητικών ρυθμών κερδοφορίας. Το αρνητικό στοιχείο είναι η αδυναμία πολλών επιχειρήσεων να αντεπεξέλθουν στις συνθήκες ακριβότερου κόστους χρήματος και χαμηλότερης ζήτησης. Δυστυχώς, η επιδείνωση του λόγου των δανειακών προς τα ίδια κεφάλαια σε συνδυασμό με δυσκολότερες συνθήκες δανεισμού, 'ροκανίζει' τις χρηματικές ροές πολλών επιχειρήσεων και οδηγεί σε προβλήματα βιωσιμότητας. Το στοιχείο της αμφιβολίας για την ικανότητα πολλών επιχειρήσεων να διατηρήσουν βιώσιμη κερδοφορία έχει κάνει, λοιπόν, την εμφάνισή του και δυστυχώς, πληθώρα εισηγμένων με υψηλό δανεισμό και αδύναμα περιθώρια κέρδους βρίσκεται σε δυστοκία.

Στις βασικές μας επιλογές αξίας, τα αποτελέσματα κρίνονται ικανοποιητικά και ζητούμενο αποτελεί η αυστηρή τήρηση των ισοροπιών μεταξύ δανειακών και ιδίων κεφαλαίων. Ακολουθώντας, ο δείκτης FTSE 20 διαπραγματεύεται προς 9,8 φορές τα προσδοκώμενα κέρδη και ο FTSE 40 προς 11,5 φορές αντίστοιχα. Η προσδοκώμενη απόδοση των μερισμάτων για τον δείκτη FTSE 20 είναι όμως μόλις 3,98% με βάση τα μερίσματα του 2007 και αν προσαρμόσουμε για τον φόρο 10%, αντί για 4,4% που ήταν χωρίς το φόρο... Δυστυχώς, η σχεδιαζόμενη επιβολή φόρου στα μερίσματα θέτει υψηλότερα τον πήχυ των αποδόσεων των εγχώριων εταιρειών σε σύγκριση με τις αντίστοιχες του εξωτερικού, και, σε μια δύσκολη συγκυρία από πλευράς ρευστότητας, μειώνει την ελκυστικότητα του εγχώριου χρηματιστηρίου στο διεθνοποιημένο περιβάλλον. Τα αποτελέσματα των Άλφα Τράπεζα, Εθνική Τράπεζα, Μότορ Οйл, Ελληνικών Πετρελαίων, ΟΠΑΠ, ΕΛΛΑΚΤΩΡ είναι ενδεικτικά πάντως, της ικανοποιητικής σχέσης αποτίμησης-απόδοσης που προσδωκόμαστε, ενώ περαιτέρω βελτίωση του ενεργειακού κόστους και ενδυνάμωση του αμερικανικού νομίσματος θα ενισχύσει και την κερδοφορία επιχειρήσεων όπως ενδεικτικά ο TITAN, ο Μυτηληνραίος και η S&B, που λόγω της έκθεσής τους σε αυτά υπέστησαν επιδείνωση μεγεθών.

Δεν πρέπει, τέλος, να παραγνωρίζουμε τα πρόσθετα κόστη που αναφέραμε στην προηγούμενη συζήτηση μας και που δυσχεραίνουν το ήδη επιβαρυνόμενο κλίμα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο: Η πρόθεση επιβολής φόρου υπεραξίας στα μετοχικά κέρδη και η ασάφεια που χαρακτηρίζει την πρακτική εφαρμογή του μέτρου αυτού, μειώνει περαιτέρω την συμμετοχή στις συναλλαγές, αποθαρύνει την επένδυση στο Ελληνικό Χρηματιστήριο και στρέφει τους επενδυτές προς άλλες επιλογές ή αγορές. Άλλωστε, η περιορισμένη ορατότητα στους όρους οποιασδήποτε επένδυσης σε συνδιασμό με την επιβάρυνση του κόστους της επένδυσης αυτής, αποτελούν θεμελιώδη αντικίνητρα για οποιοδήποτε σώφρονα επενδυτή και τον απομακρύνουν από το Χρηματιστήριο. Αυτή η αποθάρυνση των ιδιωτών επενδυτών είναι ολέθρια γιατί συντελεί στην απαξίωση του Χρηματιστηρίου και καταστρέφει τις προοπτικές υγιούς και αδέσμευτης οικονομικής ανάπτυξης για τις επιχειρήσεις και την, ούτως ή άλλως, ευάλωτη Ελληνική οικονομία. Τέλος, εφόσον η μακροοικονομική πολιτική της χώρας μας στρέφεται πλέον στην αποθάρυνση της κατανάλωσης προκειμένου να συμπειστεί το εμπορικό έλλειμα της χώρας, θα πρέπει να δοθούν αφενώς κατάλληλα κίνητρα για αποταμίευση στους ιδιώτες και αφετέρου, κίνητρα για επενδύσεις στις επιχειρήσεις.

#### **Ρήτρα Περιορισμού Ευθύνης:**

Απαγορεύεται η αναδημοσίευση του παρόντος χωρίς την άδεια της Ν. ΧΡΥΣΟΧΟΪΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ. Οι απόψεις που περιέχονται βασίζονται σε πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες, ωστόσο η Ν. ΧΡΥΣΟΧΟΪΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ. δεν ευθύνεται για την εγκυρότητα, ορθότητα ή αξιοπιστία τους και διατηρεί το δικαίωμα αλλαγής τους χωρίς πρότερη ειδοποίηση. Τόσο η Ν. ΧΡΥΣΟΧΟΪΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ. όσο και οι διευθύνοντες και υπάλληλοι της δεν φέρουν ουδεμία ευθύνη για οποιαδήποτε συνέπεια των πληροφοριών αυτών. **Το παρόν δεν αποτελεί προσφορά, προτροπή ή επενδυτική πρόταση για αγορά ή πώληση μετοχών ή άλλων κινητών αξιών. Οι επενδύσεις που αναφέρονται ενδέχεται να μην είναι οι ενδειγμένες για ορισμένους επενδυτές.**

#### **Disclaimer:**

This report has been issued by N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A., a member of the Athens Stock Exchange, and may not be reproduced in any manner or provided to any other persons. Each person that receives a copy by acceptance thereof represents and agrees that it will not distribute or provide it to any other person. The information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable but has not been verified by N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. The opinions expressed herein may not necessarily coincide with those of any member of N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. No representation or warranty (express or implied) is made as to the accuracy, completeness, correctness, timeliness or fairness of the information or opinions herein, all of which are subject to change without notice. No responsibility of liability whatsoever or howsoever arising is accepted in relation to the contents hereof by N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. or any of its directors, officers or employees. **This report is not an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell securities mentioned herein.** N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. may effect transactions in or perform or seek to perform brokerage services for companies covered. The investments discussed in this report may be unsuitable for investors, depending on their specific investment objectives and financial position.