

Διαδικασίες Κορύφωσης Μετοχών: Μαθήματα & Παθήματα από το Παρελθόν Εκτιμήσεις για το Μέλλον

Εισαγωγή

Εκατομμύρια επενδυτές παγκοσμίως ασχολούνται καθημερινά με τις αγορές μετοχών αγοράζοντας και πωλώντας τίτλους. Στα περίξ βρίσκονται δεκάδες εμπλεκόμενοι που διεκδικούν το δικό τους μερίδιο στην πίτα των κερδών, των προμηθειών αλλά και της ενημέρωσης/ανάλυσης. Μιλάμε βεβαίως για τους επαγγελματίες του χώρου [τα αμοιβαία κεφάλαια (A/K), τις εταιρίες επενδύσεων και τα τελευταία χρόνια τα hedge funds], τις χρηματιστηριακές εταιρίες, τις επενδυτικές τράπεζες, τις εταιρίες και ιστοσελίδες αναλύσεων (εδώ ανήκουμε εμείς), τις εφημερίδες-περιοδικά και κάθε λογής μέσο επενδυτικής ενημέρωσης. Όλοι οι παραπάνω έχουν συμμετοχή σε ολόκληρη την διαδικασία. Από την εκκίνηση μίας είδησης μέχρι την ανάλυση μίας κατάστασης όλοι οι παραπάνω συμβάλουν στην διαδικασία της διαμόρφωσης γνώμης-άποψης και επηρεάζουν (ή νομίζουν ότι επηρεάζουν) την ροή των τιμών στο "ταμπλό". Στο τέλος πρέπει να αναφέρουμε τις εταιρίες που έχουν εισηγμένους τίτλους στις αγορές. Είναι αυτές που έχουν πωλήσει μέρος του εαυτού τους για να λάβουν φθηνότερη χρηματοδότηση μέσω της κεφαλαιαγοράς. Αυτό τουλάχιστον διατείνεται κάθε εισαγωγικό εγχειρίδιο χρηματοοικονομικής που διαβάζουν οι φοιτητές οικονομικών σχολών και κάθε λογής αναγνώστης.

Όμως στόχος του παρόντος Special Report δεν είναι η ανάλυση του ρόλου των εμπλεκόμενων στις αγορές μετοχών αλλά η προσπάθεια ανάγνωσης της διαδικασίας κορύφωσης σε μία αγορά. Δεν μιλάμε βέβαια για την απόπειρα εύρεσης της απόλυτης κορυφής των τιμών ή της ημέρας κορύφωσης. Αυτό μπορεί να γίνει προσεγγιστικά και μόνο. Μερικές φορές με επιτυχία ενώ άλλες με αποτυχία. Μιλάμε για την σωστή ανάγνωση της διαδικασίας κορύφωσης σε μία αγορά μετοχών πριν την αλλαγή μίας μεσο-μακροπρόθεσμης τάσης. Η κορύφωση είναι διαδικασία και όχι μία χρονική στιγμή, δηλαδή αυτή της απόλυτης υψηλότερης τιμής. Η σύγχυση επί του θέματος είναι τόσο μεγάλη που απαιτείται λίγο περισσότερο φως. Αυτό επιχειρούμε στο τρέχον κείμενο έχοντας την συμπαράσταση αρκετών γραφημάτων και παραδειγμάτων.

Η Κορύφωση των Αγορών και τα Είδη Κορύφωσης

Σε προηγούμενες αναλύσεις μας έχουμε εκτενώς αναφερθεί στην διαδικασία κορύφωσης μίας αγοράς μετοχών. Χρησιμοποιήσαμε γραφικά τον ΓΔ στο ΧΑ και προσπαθήσαμε να βγάλουμε μερικά χρήσιμα συμπεράσματα ρίχνοντας μία ματιά **στο πότε** κορύφωσαν οι μετοχές του FTSE-20, του FTSE-40 καθώς και οι κλαδικοί δείκτες της Σοφοκλέους¹. Τώρα θα κάνουμε ένα ακόμα βήμα παραπέρα. Θα δούμε μέσα από τα παραδείγματα αρκετών μετοχών του FTSE-20 **το πως** κορύφωσαν το 1999-2000, δηλαδή στην σημαντικότερη **μέχρι τώρα** μακροχρόνια κορυφή². Η ανάλυση που ακολουθεί αποτελεί έναν μικρό αλλά σημαντικό οδηγό για το πως θα πρέπει να περιμένουμε την επόμενη σημαντική κορύφωση. Δεν μιλάμε για κορύφωση καρμπόν βέβαια. Όμως τα σημαντικά στοιχεία που παρατηρήσαμε στην προηγούμενη

¹ Βλέπε το Report **Μία Εικόνα Χίλιες Λέξεις** στο www.metatrading.gr/free/SpecialReport070305.pdf.

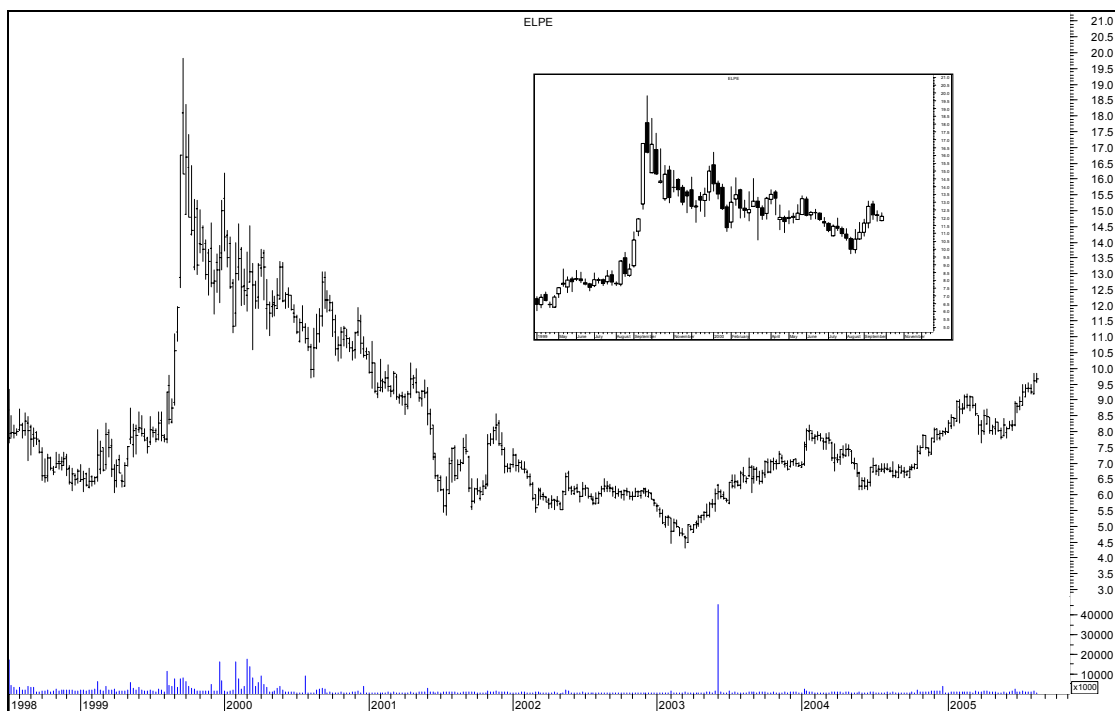
² Στο κείμενο απεικονίζονται τα γραφήματα δύο τριών μετοχών μόνο. Τα υπόλοιπα παρατίθενται σε ΠΑΡΑΤΗΜΑ στο τέλος του Report.

κορυφή θα πρέπει να είναι παρόντα και στην επόμενη. Έτσι τουλάχιστον εικάζουμε. Οι διαφορές που θα υπάρχουν θα είναι γιατί βρισκόμαστε σε διαφορετική φάση του μακροχρόνιου κύκλου.

Όπως έχουμε γράψει πολλές φορές οι τιμές των μετοχών (ή των δεικτών) κορυφώνουν μεσο-μακροπρόθεσμα με δύο τρόπους: την κορύφωση με **εκτίναξη (blow-off)** και την κορύφωση με **διανομή (distribution)**. Γιατί μερικές μετοχές (δείκτες) κορυφώνουν με το έναν ή τον άλλο τρόπο; Γιατί οι επενδυτές συνεχίζουν να διαπράττουν τα ίδια σφάλματα ενώ έχουν τις προηγούμενες εμπειρίες ως οδηγό; Γιατί οι περισσότεροι αναλυτές αποτυγχάνουν να εντοπίσουν τις κορυφές; Γιατί οι περισσότεροι θεμελιώδεις αναλυτές είναι πάντα ένα καρέ πίσω; Τα παραπάνω γιατί προσπαθούμε να αναλύσουμε ευθύς αμέσως. Τα βασικά στοιχεία που πρέπει να γνωρίζουμε για την διαδικασία κορύφωσης ώστε να απαντήσουμε στα γιατί αναλύονται στις παρακάτω ενότητες.

Τις κορυφώσεις τύπου blow-off είναι πιθανότερο να συναντήσουμε σε κερδοσκοπικά ράλι με αποτιμήσεις που δεν είναι πια μετρήσιμες. Βρισκόμαστε δηλαδή σε περιόδους φουσκοειδών αποτιμήσεων όταν οι τιμές στο ταμπλό έχουν αποσυνδεθεί πλήρως από τα όποια θεμελιώδη μεγέθη της εταιρίας. Οι κατακόρυφες εκτινάξεις επιταχύνονται από την ύπαρξη μεγάλης ρευστότητας, της παρουσίας ιδιωτών επενδυτών που δεν γνωρίζουν θεμελιώδη στοιχεία αλλά και short covering (στις αγορές που επιτρέπονται οι ανοικτές πωλήσεις). Η τρομακτική ανισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο χωρίς ανάσα. Σε μία τέτοια κατάσταση το λεγόμενο "έξυπνο χρήμα" είτε αποχωρεί σταδιακά είτε απέχει πλήρως. Αν και είναι συχνότερο φαινόμενο να βιώνουμε blow-off κορυφή στις πιο κερδοσκοπικές των μετοχών όπου η παρουσία των θεσμικών κεφαλαίων είναι μικρότερη, σε περιόδους χρηματιστηριακού παροξυσμού το βλέπουμε και σε άλλους τίτλους. Σε αυτή τη φάση οι ιδιώτες επενδυτές είναι οι κυρίαρχοι του παιχνιδιού, για όσο βέβαια διαρκεί. Επειδή πολλοί από αυτούς εισέρχονται στο παιχνίδι καθυστερημένα (και σε τελικό συνήθως στάδιο) δεν έχουν θέσει σημεία stop-loss όντας βέβαιοι ότι η τοποθέτησή τους θα αποβεί οπωσδήποτε κερδοφόρα. Έτσι συνέβη κάθε φορά τα τελευταία χρόνια, γιατί όχι και τώρα; Οι χρηματιστές αλλά και τα μέσα ενημέρωσης με τα γνωστά παπαγαλάκια είναι βέβαιοι για το παροδικό της υποχώρησης. Όχι μόνο δεν ανησυχούν αλλά προτρέπουν και σε αύξηση θέσεων καθώς οι τιμές υποχωρούν. Το γράφημα των **Ελληνικών Πετρελαίων (ΕΛΠΕ)** στην κορυφή του 1999 είναι χαρακτηριστικό (**ΓΡΑΦΗΜΑ 1**). Η μετοχή κινείται κατακόρυφα ανοδικά και υποχωρεί με τον ίδιο βίαιο τρόπο. Αυτές οι κορυφές αποκαλούνται και κορυφές **V-tops** καθώς παίρνουν τη μορφή ενός αντίστροφου αγγλικού **V**. Οι ρευστοποιήσεις είναι τόσο έντονες που οι τιμές δεν μπορούν να συγκρατηθούν με τίποτα.

ΓΡΑΦΗΜΑ 1: Κορύφωση Blow-off για τα ΕΛΠΕ



Οι κορυφώσεις τύπου διανομής είναι το δεύτερο βασικό είδος δημιουργίας μεσο-μακροπρόθεσμης κορυφής. Σε αυτές το τελευταίο ανοδικό σκέλος είναι τύπου blow-off αλλά η επακόλουθη υποχώρηση

είναι βίαιη για μικρό χρονικό διάστημα. Οι τιμές γρήγορα ανακάμπτουν χωρίς να κάνουν νέα υψηλά. Η διαδικασία αυτή επαναλαμβάνεται αρκετές φορές και διαρκεί από μερικές εβδομάδες έως μερικούς μήνες. Η οπτική εικόνα αυτού το τύπου κορύφωσης είναι σχεδόν τέλεια στον τίτλο της **Intracom (INTKA)** από το καλοκαίρι του 1999 μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2000 (**ΓΡΑΦΗΜΑ 2**). Η διαδικασία διανομής της Intracom κράτησε 14 ολόκληρους μήνες! Ως κανόνα σε τέτοιες κορυφώσεις έχουμε να σημειώσουμε το απόφθεγμα πολλών τεχνικών αναλυτών ότι όσο περισσότερο διαρκέσει η διαδικασία κορύφωσης τόσο σημαντικότερη θα είναι η κορυφή. Μπορεί οπτικά όλα να φαίνεται εύκολα και διακριτά **μετά το γεγονός** όσο όμως διαρκεί η διαδικασία διανομής λίγοι είναι εκείνοι που αντιλαμβάνονται τις σημαντικές λεπτομέρειες. Σίγουρα δεν τις αντιλαμβάνονται οι περισσότεροι ιδιώτες επενδυτές.

ΓΡΑΦΗΜΑ 2: Κορύφωση και Διανομή στην Intracom το 1999-2000



Εκείνο όμως που πραγματικά πρέπει να αναλυθεί είναι ψυχολογία πίσω από την διαδικασία της διανομής όπως αυτή αποτυπώνεται στις τιμές. Το πρώτο συστατικό της διανομής αφορά τους κατόχους των τίτλων προς διανομή. Οι συνήθεις ύποπτοι είναι βέβαια οι **insiders** της εταιρίας και τα **θεσμικά χαρτοφυλάκια**. Και οι δύο αυτοί βασικοί μέτοχοι κατέχουν σημαντικά ποσοστά μετοχών που δεν μπορούν να πωληθούν στην ανοικτή αγορά από τη μία μέρα στην άλλη. Έτσι η κατακόρυφη υποχώρηση των τιμών δεν είναι λύση για αυτούς καθώς θα αναγκαστούν να αποχωριστούν τις μετοχές τους σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα. Η στρατηγική τους είναι να "στηρίζουν" τις τιμές με αγορές σε σημαντικά τεχνικά σημεία μετά την πρώτη υποχώρηση. Οι περισσότεροι επενδυτές (αλλά και πολλοί άπειροι αναλυτές) χαρακτηρίζουν την πρώτη υποχώρηση ως μία ακόμα διόρθωση στην ανοδική φάση. Εξάλλου η αγορά κάθε φορά που διόρθωνε απότομα επανερχόταν και μάλιστα με νέα υψηλά σε σύντομο χρονικό διάστημα. Όσοι επενδυτές δεν αγόρασαν στο προηγούμενο ράλι θεωρούν την υποχώρηση ως ευκαιρία για νέες τοποθετήσεις και αγοράζουν επιθετικά. Το σημαντικό (αλλά αρνητικό τελικά) στην ψυχολογία τους είναι η πίστη ότι οι τιμές θα συνεχίσουν ανοδικά και την επόμενη χρονιά, όπως έπραξαν το 1997, το 1998 και το 1999. Πολλοί μάλιστα αναλυτές σπεύδουν να τονίσουν ότι αφού η αγορά μπόρεσε να ξεπεράσει σημαντικές κρίσεις (1997 – κρίση στα νομίσματα της Ασίας, 1998 – Ρωσία και κατάρρευση της Long Term Capital στις ΗΠΑ) τώρα δεν μπορεί να έχει προβλήματα όταν όλα βαίνουν καλά και η χώρα είναι στην πόρτα της ΟΝΕ, τα επιτόκια μειώνονται, οι επιχειρήσεις έχουν ισχυρούς ισολογισμούς (μετά τις αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων) και οι επιχειρηματικές συνεργασίες και συμφωνίες είναι σημαντικές. Το πιο "έξυπνο χρήμα" αδειάζει σιγά σιγά τις μετοχές του στη έχουσα μεγάλη ρευστότητα αγορά. Όταν δεν κατέχει πια αρκετούς τίτλους αφήνει την μετοχή στην τύχη της γνωρίζοντας πολύ καλά ότι άλλοι έχουν το πρόβλημα και τα "χαρτιά." Σε επόμενο κύκλο το έξυπνο και υπομονετικό χρήμα θα μαζέψει ξανά σε πολύ χαμηλότερες τιμές το ποσοστό που επιθυμεί από τους απογοητευμένους και πλήρως κατεστραμμένους επενδυτές.

Το πρώτο σημάδι της διαδικασίας διανομής είναι **η αποτυχία πραγματοποίησης νέας κορυφής στις τιμές μετά την πρώτη σφοδρή υποχώρηση**. Αν και αυτό δεν αποτελεί βασική προϋπόθεση

είναι συχνό φαινόμενο. Ακόμα και αν οι τιμές κάνουν νέο υψηλό με κατακόρυφο ράλι μετά από διανομή μερικών μηνών η πτώση είναι επίσης κατακόρυφη. Με άλλα λόγια δεν είναι κορυφή που έχει διάρκεια. Το παράδειγμα του ΟΤΕ στις αρχές του 2000 είναι χαρακτηριστικό (**ΓΡΑΦΗΜΑ 3**). Η σχετική "σταθερότητα" των τιμών σε ένα εύρος (διανομής) κοντά στην κορυφή δίνει την εντύπωση σε αναλυτές και επενδυτές ότι το υψηλότερο αυτό πλατό αποτελεί συσσώρευση πριν το επόμενο σημαντικό ράλι. Το ράλι είναι κατακόρυφο αλλά πολύ σύντομο παγιδεύοντας επενδυτές και ρευστότητα.

Οι επενδυτές πέφτουν στην παγίδα καθώς μετά από ένα μακροχρόνιο ανοδικό σκέλος και τρομακτικές αποδόσεις είναι σχεδόν "παντρεμένοι" με τις μετοχές που τους έκαναν πλούσιους (λογιστικά). Αυτό βέβαια συμβαίνει και με άλλους τίτλους που δεν έχουν διαδικασία κορύφωσης με διανομή. Οι επενδυτές είναι σίγουροι ότι θα πάρουν πίσω τα κεφάλαιά τους με τους τίτλους που οδήγησαν το ράλι κορύφωσης. Αυτό στην πράξη δεν συμβαίνει ποτέ.

ΓΡΑΦΗΜΑ 3: Μετά την Διανομή του 1998-1999 το τελικό Blow-off Ήταν ΠΑΓΙΔΑ



Η Ελπίδα Πεθαίνει Πάντα Τελευταία

Ένα από τα βασικά συστατικά της διαδικασίας κορύφωσης είναι ύπαρξη ελπίδας ότι όλα βαίνουν καλώς. Η απουσία φόβου για το αύριο είναι χαρακτηριστικό των κορυφών αλλά και της επακόλουθης πτώσης. Είναι γνωστό το ρητό της Wall Street (σε ελεύθερη μετάφραση) που λέει ότι **"οι αγορές ανεβαίνουν με το φόβο και υποχωρούν με την ελπίδα."** Στις σημαντικές μεσο-μακροπρόθεσμες κορυφές ΔΕΝ ΥΠΑΡΧΕΙ φόβος εν μέσω μαζικών τοποθετήσεων σε μετοχές. Η ελπίδα δε αποτελεί συστατικό όχι μόνο της διαδικασίας κορύφωσης αλλά και μεγάλου μέρους της επακόλουθης πτώσης. Η αλλαγή της τάσης δεν συμβαίνει την στιγμή που κάποια σημεία στήριξης χάνονται και οι τιμές καταρρέουν. Τότε υπάρχει απλά η επιβεβαίωση. Η μεταστροφή της ανοδικής τάσης σε καθοδική συμβαίνει στα τελευταία στάδια της ανόδου και δίνει τα δικά της σημάδια. Καμία σημαντική κορύφωση δεν έγινε από τη μία μέρα στην άλλη. Ο χρόνος που απαιτεί η διαδικασία είναι τόσο μεγάλος που αποτελεί απορίας άξιο γιατί τόσο επενδυτές παγιδεύονται και δεν αποχωρούν νωρίτερα έστω από μέρος των τοποθετήσεών τους. Ίσως η αρχική ελπίδα να συντηρείται από τις θετικές ειδήσεις που συνεχίζουν να εισρέουν στην αγορά.

Είναι γνωστό ότι οι αγορές προσπαθούν να προεξοφλήσουν την πορεία μίας οικονομίας για αρκετό καιρό πριν αυτή βρεθεί σε φάση επιβράδυνσης ή και ύφεσης. Έτσι είναι απόλυτα φυσιολογικό να έχουμε συνεχή ροή θετικών εταιρικών και οικονομικών ειδήσεων καιρό μετά την κορύφωση των τιμών των μετοχών. Όπως είδαμε στα παραδείγματα των μετοχών του FTSE-20 που κορύφωσαν με διαδικασία διανομής το χρονικό διάστημα μέχρι την τελική εγκατάλειψη των σχηματισμών κορυφής ήταν μεγάλο. Το γεγονός ότι οι τιμές δεν μπορούσαν να ανέλθουν άλλο μετά από θετικά νέα, και εν μέσω συνεχών

μειώσεων των επιτοκίων, ήταν το σημάδι προειδοποίησης ότι κάτι πολύ σημαντικό έχει προεξοφληθεί στην κορυφή του 1999. Εκ των υστέρων βέβαια όλα φαντάζουν πολύ ξεκάθαρα και λογικά. Τι γίνεται όμως όταν οι εξελίξεις πραγματοποιούνται σε πραγματικό χρόνο; (Η απάντηση αυτή θα δοθεί σε επόμενη παράγραφο όταν κουβεντιάσουμε την στρατηγική αποφυγής εγκλωβισμού σε διαδικασίες σημαντικής κορύφωσης).

Ένα από τα Πολύ Σημαντικά Σημεία της Διαδικασίας Κορύφωσης Είναι οι Αποκλίσεις

Πολλοί εμπλεκόμενοι θα νομίσουν ότι κάνουμε λόγο για τις αποκλίσεις μεταξύ τιμών και κάποιων ταλαντωτών τεχνικής ανάλυσης ίσως στο χρονικό διάστημα της κορύφωσης. Δεν μιλάμε για αυτές. Μιλάμε για τις εσωτερικές αποκλίσεις της ίδιας της αγοράς που συμβαίνουν καιρό πριν οι τιμές βρουν την τελική τους κορυφή. Αναφερόμαστε στην διαφορετική συμπεριφορά που αναπτύσσει η μεγάλη κεφαλαιοποίηση σε σχέση με την μικρή κεφαλαιοποίηση καθ' όλη τη διάρκεια της κορύφωσης. Όπως είναι εμφανές από τα γραφήματα των μετοχών του FTSE-20 (αλλά και των γραφημάτων με τις ημερομηνίες κορύφωσης στο Special Report **Μία Εικόνα Χίλιες Λέξεις** – 7/3/2005) η διαδικασία κορύφωσης των μετοχών της μεγάλης κεφαλαιοποίησης είχε ξεκινήσει πολλούς μήνες πριν την απόλυτη κορυφή του Σεπτεμβρίου 1999. Δεν είναι σύμπτωση ότι τραπεζικοί τίτλοι όπως η **Eurobank** ή η **Τράπεζα Πειραιώς** κορύφωσαν στις αρχές του 1999 (16/2/99) και τον Ιούλιο (6/7/99) του ίδιου έτους, αντίστοιχα. Η **3E** είχε ήδη κορυφώσει από τον Απρίλιο (22/4) του 1998! Αν κάτι είναι έκδηλο από τα γραφήματα, και ασχέτως από τις απόλυτες κορυφές των μετοχών μεγάλης κεφαλαιοποίησης, είναι η νωχελική σε γενικές γραμμές συμπεριφορά τους από τις αρχές του 1999. Η αδυναμία πολλών από αυτές να ακολουθήσουν patterns όμοια με αυτά των μετοχών της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης υπογραμμίζει την σπουδαιότητα της ηγετικής τους θέσης. Πολλοί από τους επενδυτές θα θυμούνται ότι το καλοκαίρι του 1999 ήταν απογοητευτικό για όσους αγόρασαν μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Η στροφή τους σε τίτλους της περιφέρειας ήταν καταδικαστική.

Δεν μπορεί κανείς να αρνηθεί το σημαντικό ράλι της ETE μέχρι τις (σχεδόν) 80-100 χιλ. δρχ. πριν το split των μετοχών της. Τα ενημερωτικά έγγραφα έκαναν λόγο για τον δυνατό ισολογισμό της τράπεζας που κατείχε μεγάλα ποσοστά σε ΓΕΝΑΚ, ΚΑΜΠΑ, και άλλες τέτοιες μετοχές. Κανείς από τους "γκουρού" θεμελιώδεις αναλυτές δεν μας είπε τότε (ή έκτοτε) γιατί πρέπει να αποτιμούμε μία εταιρία τόσο υψηλά όταν οι συμμετοχές είναι σε εταιρίες με άπειρο P/E και όταν τα κεφαλαιακά κέρδη μπορούν να εξανεμιστούν εν ριπή οφθαλμού. Όταν αποτιμούμε μία μετοχή σε υψηλό P/E και πολλά από αυτά τα κέρδη προέρχονται από συμμετοχές σε άλλες εταιρίες με εξίσου υψηλά ή άπειρα P/E είναι σαν να υποθέτουμε ότι η εταιρία θα συνεχίσει να πραγματοποιεί παρόμοια κέρδη (από πωλήσεις τέτοιων τίτλων) ή να έχει υψηλότερη αξία η συμμετοχή της σε αυτούς. Η χήνα με τα χρυσά αυγά κάποτε πεθαίνει ή πηγαίνει για Χριστουγεννιάτικο ρεβεγιόν. Οι μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης δεν μπόρεσαν ούτε καν να πλησιάσουν τις αποδόσεις αυτών της μικρής και μεσαίας. Και το σημαντικό σημείο αφορά την απόκλιση αυτή.

Γιατί οι τιμές των μεγάλων κεφαλαιοποιήσεων δεν ακολουθούσαν τις μικρές αλλά αντίθετα έδειχναν σημάδια σημαντικής κόπωσης; Είναι προφανές πια ότι η διαδικασία κορύφωσης είχε ήδη ξεκινήσει. Πολλοί ξένοι διαχειριστές είχαν ήδη αρχίσει τις ρευστοποιήσεις από τις αρχές του καλοκαιριού 1999. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα του διαχειριστή **Mark Mobius (Templeton Funds Asia)** που ξεκίνησε την αποχώρησή του από τα ελληνικά blue chips (με πρώτο αυτό της Alpha Bank) στα τέλη Ιουνίου 1999. Αν και η αποχώρησή του δεν συνέπεσε με την απόλυτη κορυφή της αγοράς, ή της Alpha, εν τούτοις έπρεπε να κρούσει κώδωνα κινδύνου. Οι διαχειριστές κεφαλαίων και το λεγόμενο "έξυπνο χρήμα" γνωρίζουν ότι δεν πρόκειται να βρουν την απόλυτη κορυφή όπως απατώνται δεκάδες αναλυτές τεχνικής ανάλυσης ή traders. Αποχωρούν όταν βλέπουν περιορισμένα περιθώρια ανόδου ή ακριβές αποτιμήσεις. Ο εν λόγω διαχειριστής είπε ότι αποχωρεί για να αυξήσει θέσεις στη Ρωσία, το Βιετνάμ και άλλες ασιατικές αγορές που ήταν φθηνότερες από την Ελλάδα. Αλήθεια, όταν ο Mobius όντας διαχειριστής σε αμοιβαία κεφάλαια αναδυόμενων αγορών έχει τοποθετηθεί σε blue chips του ΧΑ και αποχωρεί το καλοκαίρι του 1999 γιατί οι εμπλεκόμενοι της Σοφοκλέους έκαναν λόγο για αποχώρηση των "αναδυόμενων" funds με την αναβάθμιση της αγοράς το 2001; Σε αυτά τα δύο χρόνια που μεσολάβησαν ο ΓΔ είχε ήδη χάσει 3.500 μονάδες και ήταν μόλις λίγο πάνω από τις 3.000 μονάδες. Μήπως άργησαν λιγάκι;

Το Ράλι Τελειώνει Συνήθως με Άκρατη Κερδοσκοπία στις Μικρές Κεφαλαιοποιήσεις

Το σημείο αυτό είναι άμεσα συνδεδεμένο με το προηγούμενο. Τα φαινόμενα των κερδοσκοπικών φουσκών τις περισσότερες φορές τελειώνουν με άκρατη κερδοσκοπία σε μετοχές μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης με αμφίβολο μέλλον ή χωρίς ιστορία. Οι μικρότερες κεφαλαιοποιήσεις αποτελούν τα κατεξοχήν οχήματα κερδοσκοπίας-χειραγώγησης για πολλούς και διάφορους λόγους. Το "όνειρο" ότι μικρή αυτή εταιρία θα είναι η επόμενη Microsoft (έστω σε αποδόσεις) ελκύει κερδοσκόπους και

τζογαδόρους. Η χαμηλή εμπορευσιμότητα αποτελεί θετικό γεγονός καθώς η ανέλιξη των τιμών είναι γρηγορότερη και ευκολότερη. Η συνεχής άνοδος της τιμής σε μία κατάσταση ευφορίας και αυξημένης ζήτησης τίτλων για συμμετοχή στο όνειρο ήταν πολύ εύκολη. Ευκολότερο ήταν βεβαίως το έντεχνο περιτύλιγμα στα prospectus των αναδόχων για σχέδια επέκτασης, νέες συμφωνίες, νέες εγκαταστάσεις και ανάλυση αποτίμησης στις νέες εισαγωγές ή τις αυξήσεις κεφαλαίων. Όταν η ζήτηση για μετοχές είναι μεγαλύτερη από την προσφορά η κατεύθυνση είναι μόνο ανοδική. Μεγάλη εντύπωση (σε πολλούς ίσως) κάνει το γεγονός ότι οι μετοχές της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης έτυχαν αποδοχής της συντριπτικής πλειοψηφίας των επενδυτών/διαχειριστών. Όμως τα γραφήματα αποτυπώνουν την **αδυναμία ανέλιξης** των τιμών στην μεγάλη κεφαλαιοποίηση. Αυτό σήμαινε απλά ότι οι μετοχές των blue chips είχαν ήδη προεξοφλήσει κάθε δυνατό θετικό σενάριο και η αποτίμησή τους ήταν σε κάποιο ανώτατο σημείο. Η αδυναμία περαιτέρω ανέλιξης των τιμών δείχνει αυτό ακριβώς. Η διαδικασία αποχώρησης-διανομής ήταν το επόμενο στάδιο. **Όταν τα κεφάλαια δεν βλέπουν επιπλέον ευκαιρίες σε κάποιον κλάδο, τομέα ή κομμάτι της αγοράς μοιραία κατευθύνονται στους υπόλοιπους.** Η δεδομένη μείωση των επιτοκίων δεν καθιστούσε το ταμιευτήριο ως εναλλακτική λύση. Όπως θα δούμε και στις τελευταίες παραγράφους του Report οι καταθέσεις σε ταμιευτήριο αποδίδουν ΠΕΡΙΣΣΟΤΕΡΟ σε ένα bear market από οποιαδήποτε άλλη τοποθέτηση και αποτελούν εναλλακτική λύση.

Οι μετοχές της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης αποτελούν το τελικό χαρτί μίας κορύφωσης καθώς είναι αυτές που χαίρουν ρευστότητας (στο τελικό στάδιο) και εκπληκτικών αποδόσεων. Πως είναι δυνατόν να αντισταθούν οι επενδυτές σε ειδήσεις τριψήφιων αποδόσεων ή έστω δεκάδων ποσοστιαίων μονάδων όταν οι μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης έδειχναν δεινόσαυροι ενώ οι μερισματικές αποδόσεις ήταν ψίχουλα; Αλήθεια ποιος έκανε σκέψεις για μερισματική απόδοση 3-4% όταν τα limit-up έδιναν την απόδοση αυτή μόλις στο άνοιγμα μίας συνεδρίασης; Όταν ο επενδυτικός παροξυσμός ξεπερνά τα όρια της όποιας λογικής και οι συζητήσεις σε στέκια, γεύματα, παρέες, συνεσιόσεις και γιορτές είναι για τέτοιες μετοχές (ενώ τα σπιβάρá blue chips δείχνουν ακούνητα) γνωρίζουμε ότι βρισκόμαστε ήδη στο τελικό στάδιο μίας ανόδου με τις αποκλίσεις στο ενδιαφέρον και την συμπεριφορά των τιμών να αποτελούν κεντρικό πυρήνα. Σε αυτές τις καταστάσεις βιώνουμε αποτιμήσεις μικρών και μεσαίων εταιριών που αγγίζουν τα όρια της παράνοιας και πλησιάζουν αυτές των blue chips που έχουν έστω προίσοφια, εμπειρία και κέρδη εκατομμυρίων ή δισεκατομμυρίων. Η αποτίμηση του **Δημοσιογραφικού Οργανισμού Λαμπράκη (ΔΟΛ)** στα 1,4 τρισεκατομμύρια δρχ. (€4,1 δις.) ή αυτή του **Ομίλου Κλωνατέξ** (περίπου 1 τρις δρχ.) σε επίπεδα αποτίμησης κοντά σε αυτά του ΟΤΕ τι ήταν; Αλήθεια τι σκέφτηκαν οι επίδοξοι αγοραστές τον Σεπτέμβριο του 1999;

Αυτό που είδαμε τότε και βλέπουμε σε κάθε σχεδόν σημαντική κορυφή είναι η παρομοίωση της διαδικασίας κορύφωσης (κατά την ιαπωνική επενδυτική και στρατιωτική κουλτούρα) με ένα πεδίο μάχης. Παρομοιάζονται οι μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης με τους στρατηγούς και οι υπόλοιπες μετοχές της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης με τους στρατιώτες. Σε μία μάχη η τακτική σχεδιάζεται από τους στρατηγούς οι οποίοι και κατευθύνουν το στράτευμα μέσω οδηγιών προς στους κατωτέρους τους. Η εγκατάλειψη της μάχης από τους στρατηγούς σημαίνει τόσο έλλειψη καθοδήγησης τις κρίσιμες ώρες όσο και απουσία ψυχολογίας για νίκη. Πως αισθάνονται αλήθεια οι στρατιώτες μόλις συνειδητοποιήσουν ότι οι ανώτεροί τους έχουν τραπέι σε φυγή; Κατά παρόμοιο τρόπο στις κερδοσκοπικές κορυφές των αγορών μετοχών οι μικρές και μεσαίες κεφαλαιοποιήσεις είναι μόνες στη μάχη. Η απατηλή ύπαρξη ρευστότητας που δημιουργείται στα τελευταία στάδια της ανόδου από την αυξημένη ζήτηση και το συνεχές trading των εμπλεκόμενων αποτελεί την μεγάλη παγίδα για όσους έχουν τα περισσότερα κεφάλαιά τους τοποθετημένα σε τέτοιες μετοχές. Η ύπαρξη σημαντικού αέρα για το παιχνίδι στην αγορά χειροτερεύει απλά την κατάσταση. Αυτός είναι ο λόγος που πιστεύουμε ότι ο έγκαιρος έλεγχος του αέρα θα είχε μετριάσει την άνοδο και την επακόλουθη πτώση. Η ανακοίνωση από την Τράπεζα της Ελλάδος για περιορισμό του αέρα λίγο μετά τα μέσα του Σεπτεμβρίου 1999 έβαλε ουσιαστικά την ταφόπλακα στο bull market της δεκαετίας του 1999 που ήταν και το μεγαλύτερο στην σύγχρονη ελληνική ιστορία. Παρόλα αυτά το ανοδικό momentum και οι τελευταίες εισροές στην αγορά έκαναν πολλές μικρές μετοχές να κορυφώσουν εβδομάδες αργότερα από τον ΓΔ. Μόλις το momentum στις κερδοσκοπικές μετοχές ανακοπεί και αρχίσει η βίαιη υποχώρηση, η αγορά έχει ήδη κορυφώσει σε απόλυτες τιμές κατά τα 2/3 περίπου. Η κορύφωση των μικρών και μεσαίων τίτλων είναι σχεδόν πάντα τύπου blow-off και ακολουθείται από κατακόρυφη πτώση. Η ανυπαρξία επιπλέον κεφαλαίων να στηρίξουν τις τιμές αλλά και η απροθυμία αρκετών σοβαρών επενδυτών να εισέλθουν για αγορές στο κομμάτι αυτό της αγοράς αφήνει τις τιμές στο έλεος των πωλητών που φεύγουν σε κατάσταση πανικού. Και αυτή είναι μόλις η πρώτη φάση της πτώσης.

Οι Μικρές και Μεσαίες Μετοχές Είναι Πάντα Πιο Ευάλωτες σε Μία Καθοδική Αγορά

Το καλοκαίρι του 1999 βρήκε τις μετοχές της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης σε κατάσταση χρηματιστηριακής ευφορίας. Εν μέσω υπερβολικής ρευστότητας που υποβοηθήθηκε τόσο από την μείωση των επιτοκίων όσο και από την υπερβολική χρήση "αέρα" το πάρτι στις μικρές κεφαλαιοποιήσεις

έμοιαζε αιώνιο και χωρίς τέλος. Χαρακτηριστικό των φουσκοειδών αποτιμήσεων (σε κάθε αγορά ανεξαρτήτου χώρας) είναι η γρήγορη μετάβαση από την μικρή κεφαλαιοποίηση στην μεσαία και από εκεί στην μεγάλη. Με όρους χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης πολλές νέο-εισερχόμενες μετοχές έγιναν blue chips σε μία νύχτα. Το τραγικό λάθος που διαπράττουν οι απανταχού επενδυτές είναι ότι ο κίνδυνος συνεχίζει να ακολουθεί τις μετοχές των εταιριών αυτών ακόμα κι αν δείχνουν προσωρινά ως γίγαντες. Γίγαντες με γυάλινα πόδια ήταν χωρίς αμφιβολία.

Οι εκ των υστέρων προφήτες και “γκουρού” είναι παγκοσμίως γνωστοί. Όμως λίγη σημασία έχει όταν τα συμπεράσματα βγούνε καιρό μετά. Οι μεγάλες απώλειες είναι γεγονός που δύσκολα αντιστρέφεται. Φωτεινή εξαίρεση στον κυκεώνα των αδαών επενδυτών/αναλυτών και γενικότερα εμπλεκομένων στο ΧΑ αποτέλεσαν κάποιοι ακαδημαϊκοί που έγκαιρα προειδοποίησαν για τους ορατούς κινδύνους. Σε μία εκπληκτική ανάλυση του Μηνιαίου Οικονομικού Δελτίου της Εθνικής Τράπεζας (Τεύχος Νοεμβρίου 1999) οι καθηγητές κ. **Μαλλιαρόπουλος** και κ. **Χαρδούβελης** μελέτησαν τον κίνδυνο των μικρών και μεσαίων μετοχών δίνοντας έμφαση στο **ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium)**³. Η ανάλυσή τους οδήγησε στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές των μικρών και μεσαίων κεφαλαιοποιήσεων αντιμετώπιζαν ενδεχόμενη πτώση από 70% έως 80%. Βλέπετε ότι τελικά οι άνθρωποι διαψεύστηκαν. Διαψεύστηκαν θετικά όμως καθώς η πτώση ήταν ακόμη μεγαλύτερη και άγγιξε το απόλυτο 99% για μερικούς τίτλους. Αυτοί οι τίτλοι βέβαια συνεχίζουν να “υπάρχουν” στο ταμπλό σε τιμή μερικών σεντς, ενώ αρκετοί άλλοι το εγκατέλειψαν (ή εκδιώχθηκαν).

Οι Αυξήσεις των Μετοχικών Κεφαλαίων και Τα Σημάδια Κορύφωσης.

Οι έχοντες σοβαρή ενασχόληση με τα χρηματοοικονομικά ακολουθούν κατά πόδας την βιβλιογραφία και τις ακαδημαϊκές μελέτες για τις αγορές κεφαλαίου. Σχεδόν κάθε φοιτητής χρηματοοικονομικής έρχεται αντιμέτωπος με πολλές ακαδημαϊκές εργασίες που σχετίζονται με δημόσιες εγγραφές, αυξήσεις κεφαλαίων, εξαγορές/συγχωνεύσεις. Η βιβλιογραφία είναι εκτενής. Ένας εκ των συγγραφέων του τρέχοντος Report βρέθηκε σε δεινή θέση αρκετές φορές το φθινόπωρο του 1999. Ερωτώμενος για το αν επρόκειτο περί ευκαιρίας η συμμετοχή των επενδυτών στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σχεδόν γελοιοποιήθηκε από τις ανταπαντήσεις πολλών “έμπειρων” επενδυτών που είχαν έρθει σε πρώτη επαφή με την ελληνική αγορά μετοχών ένα-δύο χρόνια νωρίτερα. Η απάντησή του ήταν κατηγορηματικά **όχι**. Τότε βέβαια ήταν δύσκολη η αιτιολόγηση του γιατί όχι. Βρήκε σθεναρή αντίσταση όχι μόνο από τους άσχετους περί τα χρηματοοικονομικά αλλά και από πολλούς της ομήγυρης του με μεταπτυχιακά διπλώματα στα χρηματοοικονομικά σε ιδρύματα του εξωτερικού μάλιστα.

Σε μία σημαντική επιστημονική εργασία του 1984 ο **Stewart C. Myers** και ο **Nicholas Majluf** έδειξαν ότι εκείνοι που διευθύνουν τις εισηγμένες εταιρίες έχουν πληροφόρηση που οι επενδυτές δεν έχουν⁴. Κατά συνέπεια οι αποφάσεις για την χρηματοδότηση και τις επενδύσεις των εταιριών δίνουν σήμα για το πώς βλέπουν την αποτίμηση των μετοχών τους. Όταν οι ιδιοκτήτες των εταιριών αποφασίζουν να μειώσουν περαιτέρω το μερίδιό τους και να το πωλήσουν στο επενδυτικό κοινό “δίνουν σήμα” ότι οι τιμές των μετοχών τους είναι σε επίπεδα ανώτερα από αυτά που θεωρούν δίκαια. Έτσι πωλούν τις μετοχές έχοντας ως “δικαιολογία” επενδυτικά σχέδια και χρήση κεφαλαίων για εξαγορές/συγχωνεύσεις. Αν θεωρούσαν ότι οι τιμές των μετοχών τους είναι υπο-τιμημένες δεν θα τις πωλούσαν. Έτσι, οι δύο συγγραφείς της εργασίας παρατήρησαν ότι οι ανακοινώσεις για αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με πώληση τίτλων στους επενδυτές είχαν συνήθως αρνητικές επιπτώσεις (περίπου -3%) στην αξία της μετοχής την ημέρα της ανακοίνωσης⁵.

Η ελληνική εμπειρία του φθινοπώρου του 1999 ήταν κάτι το εντελώς διαφορετικό. Κάθε ανακοίνωση για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ισοδυναμούσε με αύξηση της τιμής των μετοχών και πολλές φορές με στιγμιαίο limit-up. Γιατί ήταν τόσο διαφορετική συμπεριφορά της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς; Η απάντηση που δόθηκε στις ερωτήσεις μας ήταν κλασσική: δεν δουλεύουν τα ακαδημαϊκά μοντέλα στην Σοφοκλέους. Αλήθεια γιατί το μοντέλο των κ. Μαλλιαρόπουλου και κ. Χαρδούβελη δούλεψε και μάλιστα εκπληκτικά;

Όταν σε μία αγορά μετοχών παρατηρούμε φαινόμενα επενδυτικού παροξυσμού σαν κι αυτό του 1999 στο ΧΑ και αυξημένη ζήτηση για ότι είναι μετοχική αξία μηνύματα σαν κι αυτά της συμπεριφοράς των ιδιοκτητών και διευθυντικών στελεχών (δηλαδή αθρόες πωλήσεις μετοχών) πρέπει να αποτελούν σφραγίδα στην διαδικασία κορύφωσης μίας αγοράς.

³ Το **risk premium** είναι η επιπλέον απόδοση πάνω από την απόδοση των χωρίς ρίσκο ομολόγων που απαιτούν οι επενδυτές σε μία μετοχική αξία. Είναι με απλά λόγια η αμοιβή τους για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

⁴ **Myers, Stewart C., and Nicholas Majluf**, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," **Journal of Financial Economics**, vol. 13, June 1984, pp. 187-221.

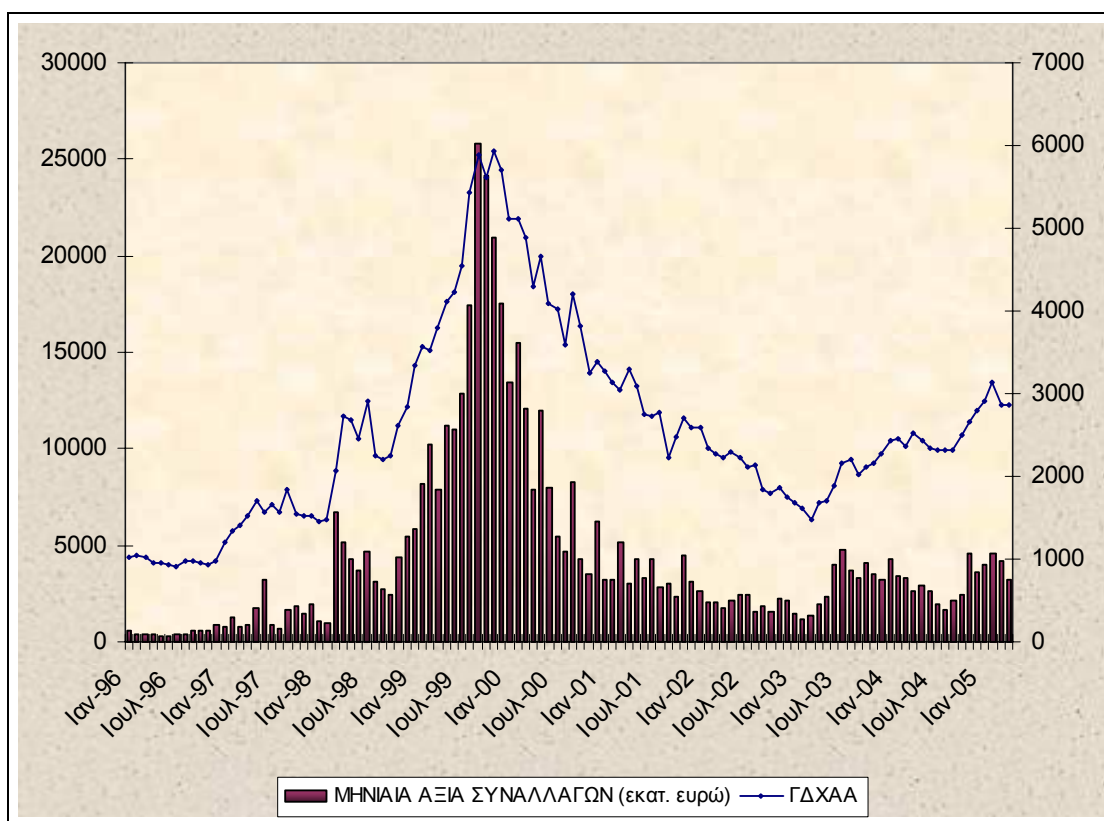
⁵ Υπάρχουν πολλές ακόμα εργασίες με αναφορές στο θέμα. Δεν επεκτείνουμε την ανάλυση γιατί είναι πέρα από τα όρια του Report.

Πολλοί σήμερα θέτουν το ίδιο ερώτημα και για τις αποτιμήσεις πολλών μετοχών “κρατικού” συμφέροντος εν μέσω μάλιστα συνεχών ιδιωτικοποιήσεων-μετοχοποιήσεων. Θεωρώντας ως δεδομένη την ανάγκη του κράτους για έσοδα η πώληση κρατικών εταιριών δεν αποτελεί έκπληξη. Οι τιμές το ίδιο. Απαντούμε το ερώτημα με μία δική μας ερώτηση: εάν δεν είχε ανάγκη η κρατική μηχανή τα έσοδα θα βλέπαμε τέτοιο ράλι τιμών σε μετοχές κρατικού ενδιαφέροντος; Αμφιβάλλουμε.

Ο Όγκος Συναλλαγών και Η Διαδικασία Κορύφωσης

Μακάρι να μπορούσαμε να μιλήσουμε με βεβαιότητα αλλά μάλλον δεν υπάρχουν κανόνες όσον αφορά την ακριβή σχέση μεταξύ κορύφωσης και όγκου συναλλαγών. Όπως είπαμε και νωρίτερα η χρηματιστηριακή ευφορία ωρίμασε με τεράστιο όγκο συναλλαγών που δεν ήταν παρά μόνο πλασματικός. Ο όγκος που είχε προέλευση τον “αέρα” ήταν εκπληκτικός. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι κάποιες ημέρες του Αυγούστου και Σεπτεμβρίου 1999 ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών (σε δραχμές) ξεπέρασε τον ημερήσιο όγκο τόσο της αγοράς της Φρανκφούρτης όσο και της αγοράς της Ζυρίχης. Μιλάμε για δύο αγορές από πολλαπλάσιες σε μέγεθος οικονομίες (σε όρους ΑΕΠ) και πολλαπλάσιες κεφαλαιοποιήσεις. Το **ΓΡΑΦΗΜΑ 4** της σελίδας είναι γλαφυρότατο και δεν απαιτεί επιπλέον σχόλια. Η εικόνα μιλάει από μόνη της.

ΓΡΑΦΗΜΑ 4: Μηνιαία Αξία Συναλλαγών και Γενικός Δείκτης ΧΑ



ΠΗΓΗ: Δρ. Νικόλαος Δ. Φίλιππας, άρθρο στο www.euro2day.gr, 20/8/05⁶.

Μία προσεκτική ματιά σε γραφήματα μετοχών και όγκου συναλλαγών πολλών μετοχών του ΧΑ έδειξε τα εξής:

1. Σε πολλές μετοχές που κορύφωσαν με εκτίναξη τύπου blow-off ο μεγαλύτερος όγκος συναλλαγών παρατηρήθηκε στα τελευταία στάδια της ανόδου. Μετά την κορύφωση και την πρώτη δυνατή υποχώρηση ο όγκος μειώθηκε σημαντικά. Το τελικό στέγνωμά του όγκου ήρθε το 2002 και 2003. Αυτό είναι απόλυτα λογικό και θα εξηγήσουμε γιατί. Το αυξημένο trading του τελικού σταδίου σε υψηλότερα επίπεδα τιμών είναι φυσικό να συνεπάγεται μεγαλύτερη αξία συναλλαγών. Όμως μετά

⁶ Βλέπε άρθρο του **Δρ. Νικόλαου Δ. Φίλιππα** στο www.euro2day.gr/articles/85465.

την πρώτη δυνατή υποχώρηση του φθινοπώρου 1999 πολλοί ιδιώτες επενδυτές μετατράπηκαν από traders λίγων ωρών ή ημερών σε μακροχρόνιους επενδυτές. Η μείωση του όγκο συναλλαγών κατά την πτώση αντικατοπτρίζει ακριβώς τον εγκλωβισμό τους σε υψηλότερα επίπεδα τιμών. Οι αγοραστές του ράλι του καλοκαιριού 1999 μετατράπηκαν σε **buy and hold επενδυτές** που είχαν ως οδηγό τους την **ελπίδα** ότι οι τιμές θα επανέλθουν στα επίπεδα αγοράς τους. Μάταια. Όταν το πέρασμα του χρόνου δεν φέρνει ανάκαμψη πολλοί εγκλωβισμένοι πωλούν τις μετοχές τους σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα. Κάποια στιγμή η πτώση είναι τόσο μεγάλη (σε ποσοστό) που οι πωλήσεις στεγνώνουν. Ελλείπει πωλητών και σε λογικότερες αποτιμήσεις ο πρώτοι αγοραστές φέρνουν σημαντικό ράλι με τους όγκους να αυξάνονται και πάλι.

2. Σε περιπτώσεις κορύφωσης μετοχών με διανομή (π.χ. Τράπεζα Πειραιώς, ΕΤΕ, Τιτάν) ο όγκος συναλλαγών παρέμεινε αρκετά υψηλός κατά τη διάρκεια της διαδικασίας. Γεγονός απόλυτα λογικό επίσης καθώς οι έχοντες συμφέρον διανομής των τίτλων ("δυνατά χέρια") που κατέχουν σε "ασθενή χέρια" επεμβαίνουν όποτε χρειάζεται ώστε να πείσουν τους ενδιαφερόμενους ότι οι μετοχές των blue chips είναι αυτές που θα κρατήσουν στην πτώση (περισσότερα για το θέμα αυτό στην επόμενη ενότητα). Έτσι στην διανομή τίτλων ο όγκος μειώνεται όταν ολοκληρωθεί η διαδικασία και οι τιμές ξεκινούν το ταξίδι προς τα νότια.
3. Ο όγκος συναλλαγών είναι συνήθως απατηλά υψηλότερος καθώς υπολογίζεται σε αξία συναλλαγών. Όταν οι τιμές ξεκίνησαν την υποχώρηση μειώνεται και η αντίστοιχη αξία των συναλλαγών.

Η Σωτηρία στα Blue Chips;

Πολλοί από τους αναγνώστες του τρέχοντος Report θα έχουν ακούσει ή διαβάσει το βιβλίο **Reminiscences Of A Stock Operator** του **Edwin Lefevre**. Μακάρι να το είχαν διαβάσει πολλοί από τους επενδυτές στο ΧΑ πριν το καλοκαίρι του 1999. Το βιβλίο εξιστορεί τις περιπέτειες ενός από τους πιο διάσημους traders της Wall Street τις πρώτες δεκαετίες του 20^{ου} αιώνα, του **Jesse Livermore**. Γραμμένο το 1923, και πριν από το τελευταίο bull market που οδήγησε στην κορυφή του 1929, το βιβλίο αποτελεί έναν μικρό θησαυρό εμπειριών. Ο Livermore κάνει συχνά λόγο για τους stock operators που δεν είναι άλλοι από τους specialists του NYSE, τους τραπεζίτες και τους διαχειριστές των investment pools (υβριδικής μορφής αμοιβαίων κεφαλαίων). Η διανομή τίτλων από τους operators εκείνης της εποχής ήταν βέβαιη όσο βέβαιη ήταν και η ανατολή του ηλίου. Το επενδυτικό κοινό αγόραζε μετοχές με ελάχιστα κεφάλαια και άφθονο margin (αέρα). Καμία διαφορά απολύτως από το ελληνικό 1999.

Η διαδικασία κορύφωσης και η διανομή των τίτλων της μεγάλης κεφαλαιοποίησης στο ΧΑ δεν ήταν καθόλου διαφορετική από αυτή που αναλύει το βιβλίο του 1923. Μόλις οι επενδυτές δοκίμασαν το "σκοτσέζικο ντους" των μετοχών της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης με την πτώση του φθινοπώρου 1999 το τροπάριο των operators της Σοφοκλέους άλλαξε. Τότε ακριβώς έγιναν πιο δυνατές οι φωνές εκείνων που άρχισαν να διατυμπανίζουν ότι οι μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι τα blue chips του ΧΑ και αυτές που θα αντέξουν στην όποια υποχώρηση. **"Άλλο τα μικρά χαρτιά κι άλλο οι τράπεζες,"** έλεγαν σε τηλεόραση, ραδιόφωνο και εφημερίδες. Διαφημιστικά σποτ στην τηλεόραση από μεγάλη ΑΧΕ το φθινόπωρο του 2000 προέτρεπαν τους επενδυτές να σπεύσουν στην αγορά για τις ευκαιρίες μετά την διόρθωση. Επιπλέον **ρευστά** ή/και **μετοχο-δάνεια** μεγάλωσαν το εγκλωβισμό.

Φαίνεται όμως ότι οι τότε πωλητές (διανομείς) των μετοχών της μεγάλης κεφαλαιοποίησης ξέχασαν να ενημερώσουν το επενδυτικό κοινό ότι η χρηματιστηριακή ιστορία έχει καταγράψει διαφορετικά πράγματα. "Οι προηγούμενες χρηματιστηριακές φούσκες είναι πάντα φαινόμενα των άλλων αγορών" έλεγαν οι ανιστόρητοι όπως αποδείχθηκε ειδικοί. Μέχρι βέβαια να ξυπνήσουμε συνειδητοποιώντας ότι δεν είμαστε άτρωτοι. Δεν περιμέναμε να το πράξουν βέβαια. Εξάλλου το ίδιο θα συμβεί και την επόμενη φορά όποτε αυτή έρθει.

Όταν ξεκινάει μία μακροπρόθεσμη καθοδική φάση τίποτα δεν ξεφεύγει από τα δόντια της "αρκούδας." Η αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίων που πρότειναν δεκάδες "σύμβουλοι επενδύσεων," τραπεζίτες, χρηματιστές και έντυπα ενημέρωσης οδήγησε στην μεγαλύτερη σφαγή όσων σχετικά νωρίς έδειξαν να ανησυχούν για την πορεία των τιμών. Το αποτέλεσμα ήταν τρομακτικές αρχικές απώλειες από τις μικρές και μεσαίες μετοχές οι οποίες πολλαπλασιάστηκαν από τις σημαντικές επίσης απώλειες των blue chips μετά τις αρχές του 2000. Σκεφθείτε με τι ψυχολογία ήρθαν αντιμέτωποι πολλοί ιδιώτες επενδυτές στα τέλη του 2000 όταν ξεκίνησε και το απότομο καθοδικό σκέλος στις τιμές των αμερικανικών και ευρωπαϊκών αγορών.

Σε τέτοια περίπου ψυχολογία θα πρέπει να βρεθούνε κάποια στιγμή και οι υπόλοιποι θεσμικοί επενδυτές όταν ξεκινήσει η επόμενη φάση του bear market. Στην 2^η αυτή φάση τα blue chips θα δεχθούν ισχυρές πιέσεις πωλήσεων και θα οδηγηθούν σε αισθητά χαμηλότερα επίπεδα τιμών. Ένα "κούρεμα" 30-50% δεν θα μας εξέπλησσε. Η είσοδος νέων μετοχών όμως με σημαντικό βάρος στους βασικούς δείκτες δεν μας

επιτρέπει να προβλέψουμε ακόμη τα επίπεδα τιμών στον επόμενο σημαντικό πυθμένα. Πάντως προς το παρόν σημασία έχει να αναφέρουμε ότι το επόμενο "σκοτσέζικο ντους" θα είναι για μερίδα του έξυπνου χρήματος που μόλις επέζησε στην 1^η φάση του bear market.

Δεν απαιτούνται νέα χαμηλά για να τρομοκρατηθούν οι θεσμικοί επενδυτές. Στην 1^η φάση της πτώσης οι σημαντικές απώλειες στις τιμές των μετοχών είχαν σοβαρό αντίκτυπο στις αποδόσεις των Α/Κ και των εταιριών επενδύσεων. Η προσήλωση κάποιων διαχειριστών στα blue chips οδήγησε σε απώλειες ελαφρώς μικρότερες από αυτές των δεικτών. Σε ένα περιβάλλον που συνεχίζει να δίνει βάρος στις συγκριτικές αποδόσεις (σε σχέση με κάποιον δείκτη benchmark) και όχι στις απόλυτες (absolute returns) οι απώλειες ήταν κατά κάποιον τρόπο δικαιολογημένες. Τι θα μπορούσε να πουν οι επενδυτές σε κάποιον διαχειριστή όταν βούλιαξε το σύνολο της αγοράς. Στην τρέχουσα και την επόμενη φάση όμως οι δικαιολογίες ΔΕΝ ΘΑ ΥΠΑΡΧΟΥΝ. Το ράλι από τα χαμηλά του 2003 ήταν βασικά ράλι της μεγάλης κεφαλαιοποίησης με παροδικές εξάρσεις κάποιων επιπλέον τίτλων. Σε μία ενδεχόμενη σημαντική υποχώρηση ποια θα είναι η δικαιολογία; Πως είναι δυνατόν να μην προέβλεψαν οι ειδικοί για 2^η φορά την σημαντική κορύφωση και την επερχόμενη πτώση; Την πρώτη φορά έγινε γρήγορα και ήταν δύσκολο. Την 2^η όμως;

Στην επόμενη καθοδική φάση οι απώλειες θα μοιραστούν μεταξύ των θεσμικών. Είναι παγκοσμίως γνωστό από τις προηγούμενες εμπειρίες των καθοδικών φάσεων ότι μετά την πρώτη (καθοδική) φάση ισοπεδώνονται οι κερδοσκοπικές μετοχές ενώ στο ράλι που ακολουθεί τα ηνία λαμβάνουν οι μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Οι επενδυτές που στην πλειοψηφία τους είναι θεσμικοί, καθώς οι ιδιώτες είναι παγωμένοι, στρέφονται στις μετοχές με μεγάλη εμπορευσιμότητα. Αυτές είναι συνήθως μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης που δίνουν την αίσθηση σιγουριάς και επιπλέον προσφέρονται για trading. Όταν αρχίσουν οι απώλειες στις μεγάλες μετοχές δεν θα υπάρχει μέρος να κρυφτούν. Με τα δεδομένα του Αυγούστου 2005 δεν είμαστε σε θέση να προσδιορίσουμε εάν τα ξεκαθάρισμα αυτό θα γίνει στην διόρθωση που αναμένεται μετά την μεσοπρόθεσμη κορύφωση (και προς το 2006) ή στον επόμενο καθοδικό κύκλο του 2009-2014. Δεν βιαζόμαστε να βγάλουμε συμπεράσματα. Θα αφήσουμε τις τιμές να μας οδηγήσουν εκτός αγοράς.

Η Αποτυχία των Αναλυτών στην Διαδικασία Κορύφωσης

Όπως προιδεάζει ο τίτλος της υπο-ενότητας δεν θα μπορούσαμε να αφήσουμε στο απυρόβλητο τους αναλυτές στις αγορές μετοχών. Μεταξύ αυτών βέβαια και τους εαυτούς μας καθώς πολλές φορές δεν αποτελούμε εξαίρεση. Αυτό που θα γράψουμε στις επόμενες παραγράφους δεν είναι φαινόμενο ελληνικό και ούτε αφορά μία κατηγορία μόνο αναλυτών. Παγκοσμίως παρατηρούμε το ίδιο ακριβώς φαινόμενο, δηλαδή της αποτυχίας έγκαιρης εκτίμησης και της εκ των υστέρων πιστοποίησης ότι η αγορά κορύφωσε.

Όπως γνωρίζουμε όλοι μας η συντριπτική πλειοψηφία των εμπλεκομένων στις αγορές μετοχών είναι με την πλευρά των αισιόδοξων. Επ' αυτού δεν υπάρχει αντίρρηση και ούτε μας ενοχλεί. Είναι άλλωστε η αισιόδοξη ανθρώπινη φύση που αποτυπώνεται γλαφυρά στις τιμές των μετοχών. Στα μεγαλύτερα διαστήματα της χρηματιστηριακής ιστορίας οι αγορές έχουν ανοδική τάση. Εννοείται πως μεγάλο κομμάτι αυτής της ανόδου οφείλεται σημαντικά στον πληθωρισμό. Όμως η διάρκεια των ανοδικών φάσεων είναι πάντα μεγαλύτερη από αυτή των καθοδικών. Φυσιολογική κατάληξη καθώς η διάρκεια των ανοδικών οικονομικών κύκλων είναι μεγαλύτερη από αυτή της επιβράδυνσης ή ύφεσης. Επιπλέον πολλές από τις υφέσεις είναι "σχεδιασμένες" από τις κεντρικές τράπεζες σε μία προσπάθεια να συντηρηθεί η οικονομική ανάπτυξη χωρίς υπερθέρμανση στην οικονομία και τον πληθωρισμό. Η τρέχουσα ανάλυση δεν αφορά όμως τις οικονομικές πολιτικές για την διαχείριση των οικονομικών κύκλων. Αφοράς την μονίμως αισιόδοξη στάση πολλών αναλυτών ανεξαρτήτου φάσης του κύκλου. Θα αφήσουμε προς το παρόν τους τεχνικούς αναλυτές στην δυστυχία τους να προσπαθούν να εντοπίσουν κάθε κορυφή και κάθε πυθμένα και θα ασχοληθούμε τους θεμελιώδεις αναλυτές. Εξάλλου μεγάλη μερίδα ακαδημαϊκών αλλά και επενδυτών ΔΕΝ ΑΠΟΔΕΧΕΤΑΙ τις απόψεις της τεχνικής ανάλυσης. Τα επιχειρήματα που παραθέτουμε στη συνέχεια είναι απλά. Όχι μόνο γιατί είναι σημαντική ΚΑΙ η συμβολή των τεχνικών αναλυτών αλλά και γιατί σε κομβικά σημεία η βοήθειά τους είναι σημαντικότερη από αυτή των θεμελιωδών αναλυτών.

Η προσέγγιση της θεμελιώδους εικόνας μίας εταιρίας (ή αγοράς) από τους αναλυτές είναι κάτι αρκετά παλιό. Οι αναλύσεις των δημοσιευμένων οικονομικών στοιχείων (εθνικών λογαριασμών ή ισολογισμών) είναι κάτι που υπάρχει από τότε που υπάρχουν οργανωμένα κράτη και εταιρικές μορφές. Υπάρχει όμως ένα τεχνικό πρόβλημα για τους θεμελιώδεις αναλυτές: **η χρονική υστέρηση** των δεδομένων που καλούνται να ελέγχουν προκειμένου να προχωρήσουν σε εκτιμήσεις. Πολλά δεδομένα ανακοινώνονται με υστέρηση ενώ οι αγορές διαμορφώνουν τιμές εδώ και τώρα. Το πρόβλημα αυτό θεωρητικά λύνεται με τις προβλέψεις. (Η εξήγησή μας είναι απλοϊκή και δεν μπαίνουμε σε λεπτομέρειες). Έτσι με τη χρήση μοντέλων αποτίμησης, προσομοίωσης και άλλες μεθόδους οι αναλυτές προσπαθούν να υπολογίσουν τις

πωλήσεις και τα κέρδη των επόμενων μηνών όσο γίνεται καλύτερα. Οι οικονομολόγοι (που και αυτοί είναι κατά βάση θεμελιώδεις αναλυτές) προσπαθούν να εκτιμήσουν στοιχεία όπως ο ρυθμός ανάπτυξης, ο πληθωρισμός, η ανεργία, το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών. Δύσκολοι καιροί για πρίγκιπες θα λέγαμε. Παρά τα προχωρημένα οικονομικά μοντέλα και την χρήση εξελιγμένων Η/Υ ελάχιστες φορές στο παρελθόν μπόρεσαν οι αναλυτές/οικονομολόγοι αυτοί να εκτιμήσουν σωστά μία οικονομική ύφεση αρκετά έγκαιρα. Αρέσκονται κυρίως στο να ανακοινώνουν ΕΠΙΣΗΜΑ ότι μία οικονομία βρέθηκε σε ύφεση πάντα εκ των υστέρων και όταν αυτή (η ύφεση) έχει ήδη ξεπεραστεί.

Με παρόμοιο τρόπο οι θεμελιώδεις αναλυτές μας λένε για την κερδοφορία μιας εταιρίας που συνέβη στο ΠΑΡΕΛΘΟΝ και με βάση τα δεδομένα που συλλέγουν (μακροοικονομικά στοιχεία, στοιχεία κλάδου και ενημέρωση από την ίδια την εταιρία) προβαίνουν σε εκτιμήσεις. Έτσι συνεχίζουν να εκτιμούν ρόδινες ημέρες για τα εταιρικά αποτελέσματα αρκετό καιρό μετά την κορύφωση των τιμών. **Είτε από κεκτημένη ταχύτητα είτε γιατί η θεμελιώδης ανάλυση αρέσκεται στο να προβλέπει για το μέλλον ότι ακριβώς συνέβη στο πρόσφατο παρελθόν (extrapolation) οι αναλυτές αυτοί είναι ΠΑΝΤΑ ένα καρέ πίσω.** Αυτός είναι ο λόγος που συνεχίζουν τις βελτιωμένες εκτιμήσεις τους (και άρα τις αυξήσεις των τιμών στόχων) για μήνες μετά την κορύφωση των τιμών, ενώ συνεχίζουν να έχουν συγκρατημένες εκτιμήσεις αρκετό καιρό μετά την εύρεση πυθμένα. Όταν οι θεμελιώδεις αναλυτές ξεκινούν την σταδιακή μείωση των τιμών στόχων, που έτσι κι αλλιώς στο τελικό στάδιο είναι αρκετά υψηλότερες, οι τιμές έχουν ήδη βρεθεί πολύ χαμηλότερα.

Διαβάζοντας τα παραπάνω θα νομίσει ο αναγνώστης ότι τα έχουμε με τους θεμελιώδεις αναλυτές όντας βρισκόμενοι από την πλευρά της τεχνικής ανάλυσης, σωστά; Λάθος. Εξηγούμαστε αμέσως. Ένας εκ των συγγραφέων του Report στο μεγαλύτερο μέρος του μεταπτυχιακού του προγράμματος ασχολήθηκε εκτενώς με corporate finance (χρηματοοικονομική επιχειρήσεων) και valuations (αποτιμήσεις). Δεκάδες case-studies με αποτιμήσεις, εξαγορές-συγχωνεύσεις, MBO's (management buy-out's), LBO's (leverage buy-out's) πέρασαν από μπροστά του. Θεμελιώδης ανάλυση στο μεγαλείο της και μάλιστα με παραδείγματα της Μέκκας των αγορών Wall Street. Το μοντέλο της προεξόφλησης ταμειακών ορών (discounted cash flow analysis – DCF) ήταν μπροστά του σε κάθε βήμα. Αμήν. Η επιστροφή στην σκληρή πραγματικότητα έγινε με το συμβάν της παγκόσμιας φούσκα στις μετοχές στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Η κατακόρυφη ανέλιξη των τιμών άφησε μοντέλα και θεμελιώδη ανάλυση στα αζήτητα. Μαζί τους στα αζήτητα βρέθηκε και η ακαδημαϊκή εξήγηση για τις αποτιμήσεις όταν ο επενδυτικός παροξυσμός και η μανία ανέλαβε τα ηνία. Το ανοδικό momentum παρέσυρε επενδυτές και αναλυτές με αποτέλεσμα οι πρώτοι να αναμένουν συνεχώς υψηλότερα επίπεδα τιμών ενώ οι δεύτεροι να προσπαθούν να αιτιολογήσουν την φουσκωμένες αποτιμήσεις. Τα μάτια μας είδαν θεμελιώδεις αναλύσεις που για να μπορέσουν με ένα DCF μοντέλο να δικαιολογήσουν την αποτίμηση στο ταμπλό υπέθεταν πράγματα που αν τα γράψουμε στο τρέχον Report θα γελάνε ακόμη και οι μαθητές του δημοτικού. Προσοχή, δεν απορρίπτουμε την θεμελιώδη ανάλυση. Ούτε μπορούμε να ξεχάσουμε ότι επί ελληνικού εδάφους τα πράγματα λίγα χρόνια νωρίτερα ήταν πολύ αντίξοα για τους αναλυτές αυτού του είδους. Η πληροφόρηση από πλευράς εισηγμένων εταιριών ήταν χειρίστη και σε πολλές περιπτώσεις συνεχίζει να είναι ακόμα. Πως θα μπορούσε κάποιος θεμελιώδης αναλυτής να εκτιμήσει μελλοντικά αποτελέσματα εάν δεν έχει και λίγη βοήθεια από την ίδια την εταιρία;

Το πρόβλημα μας με τους θεμελιώδεις αναλυτές είναι τεχνικό καθαρά και όχι προσωπικό. Η μάχη με τις εκτιμήσεις για τα μελλοντικά κέρδη μοιάζει σαν κομμάτι της ιστορίας από τον κλασικό ήρωα του **Miguel de Cervantes**. Μας θυμίζει την μάταια μάχη του **Δον Κιχώτη** με τους ανεμόμυλους. Ακόμη και ο πιστός του υπηρέτης Σάντσο Πάντσα έμεινε άναυδος με την μάχη. Μόνο που οι ανεμόμυλοι δεν ήταν ζωντανοί. Ούτε καν υπαρκτοί. Έτσι και οι θεμελιώδεις αναλυτές μάχονται με αριθμούς που ΔΕΝ ΜΠΟΡΟΥΝ εκ των πραγμάτων να εκτιμήσουν. Πως είναι δυνατόν να παρουσιάζει ένας αναλυτής εκτιμήσεις για τα εταιρικά κέρδη του 2006 ή του 2007 ενώ η ίδια η εταιρία δεν έχει ιδέα για το τι θα συμβεί το επόμενο εξάμηνο; Σίγουρα τα μοντέλα απαιτούν υποθέσεις για τα δεδομένα που υπεισέρχονται στην εκτίμηση. Υποθέσεις για τα επιτόκια, το κόστος κεφαλαίου, τον ρυθμό αύξησης των κερδών, τον φορολογικό συντελεστή, κ.ο.κ. χρησιμοποιούνται άλλοτε χαλαρά και άλλοτε σωστότερα. Και με αυτό δεν διαφωνούμε. Οι υποθέσεις είναι μέρος του παιχνιδιού και δεν υπάρχει τρόπος να παρακαμφθούν. Η σοβαρότητα των υποθέσεων όμως και αντοχή τους στα τεστ είναι ένα άλλο θέμα. Συνεχίζει να μας ενοχλεί το γεγονός ότι παρά τα τρομακτικά λάθη του παρελθόντος μετά την πρόσφατη φούσκα η προσέγγιση είναι σε γενικές γραμμές ΠΑΝΟΜΟΙΟΤΥΠΗ.

Τα παραπάνω δεν αποτελούν ούτε κατηγορώ ούτε απόρριψη για την μερίδα εκείνων που ασχολούνται με την θεμελιώδη ανάλυση. Κάθε άλλο. Μακροπρόθεσμα οι αναλύσεις αυτές είναι πάντα χρήσιμες και δίνουν μία καλή εικόνα της πορείας μίας εταιρίας (και ίσως μίας μετοχής). Η εταιρική κερδοφορία κάνει κύκλους παρόμοιους με αυτούς της οικονομίας και αλίμονο αν δεν έχουμε την βοήθεια της θεμελιώδους ανάλυσης. Πιο βραχυπρόθεσμα όμως και ειδικότερα όσον αφορά διαδικασίες κορύφωσης και πυθμένα οι θεμελιώδεις αναλυτές είναι ΜΑΚΡΑΝ εκτός θέματος και κλίματος. Αυτό που παρατηρείται συχνά τώρα

τελευταία είναι ένα μείγμα θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης. Πολλοί αναλυτές που είναι γνωστοί για τις θεμελιώδεις τους απόψεις αρθρογραφούν και χρησιμοποιούν στόχους εμπνευσμένους από την τεχνική ανάλυση. Αυτό δεν μας ενοχλεί βέβαια καθώς αρκετές φορές διασώζει την θλιβερή εικόνα του να εμμένει κάποιος σε μία άποψη περί αποτίμησης ή επενδυτικής ευκαιρίας και η μετοχή να τσακίζεται στον πάτο του βαρελιού.

Η μεγάλη μας ένσταση στην τυφλή χρήση θεμελιώδους ανάλυσης έγκειται στην χρήση δεδομένων και στοιχείων που είναι τουλάχιστον αμφίβολα. Ποια από τα δημοσιευμένα στοιχεία να πιστέψουμε; Τα στοιχεία των κυβερνητικών οργανισμών (υπουργείων και υπηρεσιών στατιστικής) που συνεχώς αναπροσαρμόζονται; Τα στοιχεία των ισολογισμών που έχουν αναληθείς σημειώσεις ακόμα και από ορκωτούς λογιστές και ελεγκτές; Αν άνοιγε το θέμα της διαφάνειας και εγκυρότητας των επίσημων στοιχείων θα κουβεντιάζαμε για καιρό. Η εμπειρία και ενασχόλησή μας με αρκετές (και διαφορετικές) αγορές και κουλτούρες επένδυσης μας έπεισε ότι την αλήθεια την βρίσκουμε **πιο συχνά** στις τιμές των μετοχών όπως αυτές διαπραγματεύονται στο ταμπλό. Η διαφωνία ενός αναλυτή με το ταμπλό θα τον βγάλει συχνότερα χαμένο, όπως και τους πελάτες του. Η τυφλή όμως προσήλωση στις τιμές της ταινίας είναι και αυτή πολύ επικίνδυνη. Ας μη ξεχνάμε τι συνέβη το 1999-2000. Πόσοι δεν ήταν εκείνοι που έσπευδαν να μας θυμίζουν ότι το ταμπλό γράφει 5.000 μονάδες και άρα εκεί είναι η αξία των μετοχών. Ναι σωστά, αλλά το ταμπλό σε μία δεδομένη χρονική στιγμή αποτυπώνει την τρέχουσα ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Η αξία; Που βρισκόταν η αξία των μετοχών; Η συνέχεια ήταν καταδικαστική για τους "τυφλούς" αναγνώστες του ταμπλό. Το ταμπλό είναι πολύ χρήσιμο εργαλείο αλλά όχι μονόδρομος στην ανάλυση της αγοράς μετοχών ξεχνώντας τις αρχές που διέπουν την αποτίμηση των μετοχικών αξιών. Αργά ή γρήγορα η αξία επιστρέφει στην μέση τιμή της (mean reversion principle). Είναι απλά θέμα χρόνου.

Η σημαντική διαφορά μεταξύ της τεχνικής και της θεμελιώδους ανάλυσης βρίσκεται στη χρήση των δεδομένων. Η σωστή τεχνική ανάλυση χρησιμοποιεί τις τιμές της αγοράς με προσεκτικό τρόπο. Αν λοιπόν όντως η αγορά προεξοφλεί την οικονομική δραστηριότητα και τα εταιρικά κέρδη η τεχνική ανάλυση θα μας δίνει νωρίτερα τα σημάδια εισόδου ή εξόδου. Η αγορά μιλά με τις τιμές αλλά το πρόβλημα είναι ότι οι συμμετέχοντες δεν ακούνε. Σε μία διαδικασία κορύφωσης με διανομή, για παράδειγμα, η αγορά με τις τιμές προειδοποιεί ότι κάτι αλλάζει στην συμπεριφορά της. Όταν μία εκτεταμένη ανοδική κίνηση έχει σταματήσει και οι τιμές αρνούνται να ανέλθουν παρά τα θετικά νέα που ανακοινώνονται, εμφανώς κάτι αλλάζει. Γιατί στο ελληνικό συμβάν του 1997-1999 οι τιμές ανέβαιναν χωρίς ανάσα επί χρόνια και πολλά blue chips μετά την κορύφωση του 1999 αρνήθηκαν να κινηθούν ανοδικά για πολλούς μήνες; Στο διάστημα εκείνο κανείς θεμελιώδης αναλυτής δεν έγραψε αρνητικά σχόλιο για την αγορά μετοχών. Ακόμα κι αν δεν ήταν εφικτό αυτό (διότι εργαζόμενοι σε AXE είναι οι περισσότεροι) τουλάχιστον θα μπορούσαν να προειδοποιήσουν. Οσοι ελάχιστοι το έπραξαν αντιμετωπίστηκαν ως λεπροί. Το ίδιο θα συμβεί και στην επόμενη σημαντική κορύφωση όταν η θεμελιώδης ανάλυση θα μας επιδεικνύει τα δεδομένα της *προηγούμενης ανοδικής φάσης*.

Δεν αμφισβητούμε ότι και στην τεχνική ανάλυση γίνονται λάθη και μάλιστα σοβαρά. Εμείς οι ίδιοι (εννοούμε το metatrading.gr) αρκετές φορές στο παρελθόν αναφωνήσαμε MEA CULPA για λάθος εκτιμήσεις μας. Δεν είναι εύκολο να εκτιμά κάποιος αναλυτής με ακρίβεια κάθε γύρισμα της αγοράς. Είναι σημαντικό όμως να παραμένει ευέλικτος ώστε να διορθώνει γρήγορα το λάθος και τη στάση του. Η συντριπτική πλειοψηφία των αναλυτών παρέμεινε αισιόδοξη στο μεγαλύτερο διάστημα της καθόδου από το 1999-2000 στο 2003. Μετά από ποιο σημείο δεν ήταν εφικτή η ανάγνωση ότι η υποχώρηση δεν είναι απλή διόρθωση αλλά bear market; Ίσως οφειλόταν στο γεγονός ότι κανείς από τους αναλυτές δεν είχε βιώσει εκτεταμένο bear market. Όμως η εμπειρία του 1991-1996 διαφεύδει αυτή την άποψη. Η πτώση από το 1991 μέχρι το 1996 τι ήταν; Δεν ήταν bear market εκείνο;

Πιστεύουμε ότι τεχνικοί αναλυτές έχουν καλύτερα εφόδια να εκτιμήσουν την πορεία των αγορών εφόσον οι ίδιες οι τιμές αποτελούν το βασικότερο όπλο στην ανάλυσή τους. Όταν οι τιμές δείχνουν μεσο-μακροπρόθεσμα προς μία κατεύθυνση το δείχνουν καθαρά και χωρίς θολά σημεία. Από την κορυφή του 1999 μέχρι σήμερα έχουμε δύο μόνο τάσεις: μία καθοδική και μία ανοδική. Αν μεσο-μακροπρόθεσμα οι τεχνικοί αναλυτές μπορούν να παραμείνουν αρκετό καιρό με την κυρίαρχη τάση είναι βέβαιο ότι οι εκτιμήσεις θα είναι σωστές και κερδοφόρες για τους επενδυτές. Όταν μία τάση αλλάζει κατεύθυνση μεσο-μακροπρόθεσμα το βροντοφωνάζει καιρό πριν. Τα σημάδια της αλλαγής συμπεριφοράς της αγοράς είναι τόσο εμφανή που μας κάνει εντύπωση η αποτυχημένη ανάγνωσή τους από την πλειοψηφία.

Αποφυγή Εγκλωβισμού

Ίσως η ρίζα του κακού να βρίσκεται στην απέλπιδα προσπάθεια πολλών αναλυτών (κυρίως τεχνικών) να βρουν την απόλυτη κορυφή της μεσο-μακροπρόθεσμης κίνησης και επίσης κάθε κορυφή των ράλι

αντίδρασης. Αυτό δεν είναι καθόλου εύκολο. Εξάλλου πολλά δεινά προέρχονται από τον διακαή πόθο των επενδυτών να είναι μονίμως τοποθετημένοι στην αγορά. Η εμμονή αυτή είναι συνταγή αποτυχίας. Γιατί τα ρευστά και το ταμειυτήριο δεν είναι επιλογή των επενδυτών; Γιατί όταν δεν είμαστε βέβαιοι για την εξέλιξη των πραγμάτων δεν αποχωρούμε μέχρι να ξεκαθαρίσουν; Αν οι ιδιώτες επενδυτές του 1999-2000 είχαν αφήσει στο ταμειυτήριο έστω και 20% της αξίας των κωδικών τους το καλοκαίρι του 1999 θα είχαν πολλά περισσότερα καύσιμα στο χαρτοφυλάκιό τους. Το πενιχρό και ετήσιο 2-3% μοιάζει ως μάνα εξ ουρανού σε σχέση με το -50% ή -70% (αν όχι χειρότερα) που αντιμετώπισαν πολλοί επενδυτές στο διάστημα 1999-2003.

Τελειότητα δεν υπάρχει πουθενά. Έτσι ας μην περιμένουμε τον εκάστοτε τεχνικό αναλυτή ή τον θεμελιώδη αναλυτή της όποιας ΑΧΕ να μας σώσει από βέβαιο "πνιγμό" σε μία φουρτούνα της αγοράς. Είναι χαρακτηριστικό των επενδυτών να καρπώνονται τη δόξα εάν άκουσαν τον αναλυτή να μνημονεύει μετοχές και τελικά κέρδισαν αλλά να σημαδεύουν με το δίκαννο τους αναλυτές εάν δεν εφαρμόσουν stop-loss, αναχαίτιση ρίσκου σε χαρτοφυλάκια (π.χ. με παράγωγα) ή πλήρη αποχή αφού πάρουν τα κέρδη τους. **Η διαδικασία κορύφωσης αποτελεί σημαντικό ορόσημο στην επενδυτική ψυχολογία γιατί τότε ακριβώς πραγματοποιούνται τα περισσότερα λάθη και οι εγκλωβισμοί.** Η εμμονή των επενδυτών να πάρουν και την τελευταία ανοδική σταγόνα του ράλι τους κάνει ευάλωτους σε απότομες διορθώσεις ενώ ταυτόχρονα χάνουν το δάσος για τα δέντρα. Σε μία κορύφωση της αγοράς αρκετοί τίτλοι συνεχίζουν το ράλι τους ακόμα και μετά την επίτευξη κορυφής από τους δείκτες. Η παραπλανητική συμπεριφορά των δεικτών επικαλύπτει την εσωτερική εξασθένιση της αγοράς ενώ λαμβάνει χώρα διανομή τίτλων σε αδύναμα χέρια. Είναι τέτοια η προσκόλληση των επενδυτών στην καθημερινή αυξομείωση των τιμών που παραβλέπουν τα σημάδια κορύφωσης.

Σε μία διαδικασία κορύφωσης τα μηνύματα δίνονται τόσο από τους ηγέτες της αγοράς όσο και από τις αδύναμες μετοχές. Οι ηγέτες (στρατηγοί) σταματούν να ηγούνται της ανόδου εμφανίζοντας κόπωση και απώλεια momentum. Οι αδύναμες μετοχές (ακόμα και αν είναι blue chips όπως οι τράπεζες) κόβουν τα σημεία στήριξης το ένα μετά το άλλο. Η κυκλική κορύφωση της αγοράς αποτελεί παγίδα καθώς πολλοί επενδυτές πιστεύουν ότι απλά μεταφέρονται κεφάλαια από τη μία μετοχή στην άλλη. Η αγορά στήνει κυριολεκτικά στον "τοίχο" έναν έναν τους μέχρι πρόσφατα ηγέτες και τους πυροβολεί. Η κυκλική κορύφωση δεν είναι ορατή ούτε στους θεμελιώδεις αναλυτές αλλά ούτε και στους *βιαστικούς* τεχνικούς αναλυτές. Όταν η διόρθωση προχωρήσει αρχίζει και πάλι να εμφανίζεται η ελπίδα ότι η υποχώρηση είναι μία παροδική διόρθωση και θα υπάρξει έστω ράλι να πωλήσουμε σε καλύτερο σημείο. Ο εγκλωβισμός είναι πραγματικότητα.

Ως μοναδική απάντηση στο ερώτημα του πως αποφεύγουμε εγκλωβισμό σε μία μεσο-μακροπρόθεσμη κορυφή έχουμε να αντιπαραθέσουμε τις τιμές. Όταν οι τιμές περάσουν το σημείο της επιβεβαίωσης απαιτείται ΑΜΕΣΗ και ΟΛΙΚΗ ΑΠΟΧΩΡΗΣΗ. Δεν πρέπει να υπάρχει δίλημμα του τύπου ίσως, θα δούμε ή να περιμένουμε λίγες ημέρες ακόμα. Όταν η διαδικασία κορύφωσης-διανομής ολοκληρωθεί η πτώση είναι ΠΑΝΤΑ βίαιη και τρομακτική. Η πώληση σε κατάσταση πανικού είναι βέβαιο ότι οδηγεί σε χαμηλότερες εισπράξεις από πωλήσεις μετοχών σε χαμηλότερες τιμές. Οι συντηρητικοί επενδυτές μπορούν να περιορίσουν τις θέσεις τους κατά το ήμισυ και να περιμένουν επιβεβαίωση. Ακριβώς επειδή το σήμα της κορύφωσης δίνεται από τις κερδοσκοπικές και σέξι μετοχές αυτές θα έπρεπε να πωλήσουν πρώτα οι επενδυτές. Το γεγονός όμως ότι είναι "οι σειρήνες" της αγοράς καθιστά δύσκολο τον αποχωρισμό. Οι μετοχές που οδηγούν το τελευταίο κομμάτι της ανόδου και κορυφώνουν συνήθως με διαδικασία blow-off είναι αυτές που έχουν τις μεγαλύτερες απώλειες μόλις αρχίσει η υποχώρηση. Είναι συχνό το φαινόμενο να εξανεμίζονται κέρδη πολλών εβδομάδων (ή μηνών) σε μερικές μόνο ημέρες. Έτσι η αποχώρηση πρέπει να γίνεται πρώτα από τις μικρές και μεσαίες κεφαλαιοποιήσεις. Ελάχιστοι επενδυτές το πράττουν όμως. Ελάχιστοι μπορούν να αντισταθούν στον πειρασμό να εισέλθουν και πάλι σε έναν τίτλο (ακόμα και σε υψηλότερα επίπεδα) όταν πωλήσουν νωρίς. Η ιδέα ότι ήταν τοποθετημένοι στην μετοχή και αυτή συνεχίζει ανοδικά δεν μπορεί να νικηθεί εύκολα. Ο εγκλωβισμός είναι πραγματικότητα.

Συμπεράσματα

Αν προσπαθήσουμε να αποκωδικοποιήσουμε την τρέχουσα συμπεριφορά της αγοράς στο ΧΑ για ομοιότητες με την κορύφωση του 1999-2000 θα βρούμε κάποιες χωρίς αμφιβολία. Όμως πρέπει να γίνει κατανοητό ότι δεν βρισκόμαστε σε παρόμοιο σημείο του χρηματιστηριακού κύκλου. **Η όποια κορύφωση που αναμένουμε στην αγορά μετοχών το προσεχές διάστημα θα έχει χαρακτηριστικά σαν κι αυτά του 1999-2000 αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό.** Βρισκόμαστε σε ένα ράλι δύο και πλέον ετών από τα χαμηλά του Μαρτίου 2003, ενώ πολλοί κλάδοι βρήκαν πυθμένα μόλις πριν από μερικούς μήνες. Όλο το ενδιαφέρον των επενδυτών κατά τη διάρκεια του ράλι στράφηκε για μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης όπως ακριβώς το είχαμε περιγράψει και στο **GLOBAL TRENDS**

2003. Η πρώτη σημαντική άνοδος από έναν πυθμένα bear market γίνεται πάντα με τις πιο εμπορεύσιμες μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Η τρέχουσα κατάσταση των βασικών δεικτών στο ΧΑ δεν μας επιτρέπει να εκτιμήσουμε νέα χαμηλά στην επερχόμενη υποχώρηση. Θα θεωρούμε την όποια κορύφωση ως μεσοπρόθεσμη και όχι μακροπρόθεσμη. Η υποχώρηση από την κορυφή που θα βιώσουμε θα πρέπει να είναι μέχρι και 50% των ΚΕΡΔΩΝ της ανόδου από τις 1.462 μονάδες. Έτσι αν υποθέσουμε ότι η αγορά κορυφώσει στις 3.500 μονάδες, τότε θα μιλάμε για μία πτώση 1.000 μονάδων στον ΓΔ (μέχρι τις 2.500). Απώλεια 50% των κερδών είναι φυσιολογική μετά από τέτοια ανέλιξη. Θα προσδιορίσουμε τους στόχους αφού πρώτα επιβεβαιώσουμε την κορυφή. Εάν η διόρθωση ολοκληρωθεί μέχρι εκείνα τα επίπεδα θα πρέπει να αναμένουμε ράλι σε υψηλότερα υψηλά από αυτά που βιώνουμε τώρα (ή θα βιώσουμε σύντομα).

Πιστεύουμε ακράδαντα όμως ότι η επερχόμενη μεσοπρόθεσμη υποχώρηση ακόμα κι αν είναι πολύ μικρότερη σε μονάδες ΓΔ θα πονέσει περισσότερο πολλούς επενδυτές και διαχειριστές.

Κι αυτό γιατί η τρέχουσα άνοδος (που σε μερικούς τίτλους έγινε με σημαδεμένη τράπουλα) έχει δημιουργήσει την εντύπωση ότι αποτελεί νέο bull market. Βεβαίως είναι bull market αλλά μόνο για τα κρατικά ταμεία που αναμένουν εισπράξεις από συγκεκριμένες μετοχές. Η σιγουριά των θεσμικών κυρίως επενδυτών ότι είδαμε τα χειρότερα θα τους κρατήσει περισσότερο αναμιγμένους από όσο θα έπρεπε. Ξέρετε ότι δεν έχει σημασία το ποσοστό πτώσης σε μία αγορά ή σε μια μετοχή. Σημασία έχει πόσο μεγάλη είναι η θέση στην αγορά, η εμπορευσιμότητά της αγοράς (ή της μετοχής) και η ρευστότητα της υπόλοιπης αγοράς. Τα ράλι της 2^{ης} φάσης (Κύματα Β) είναι συχνά απατηλά όπως έχουμε γράψει και παλαιότερα (βλέπε **GLOBAL TRENDS 2004**, σελ. 65). Μόλις τελειώσουν η ρευστότητα εξαφανίζεται και η πτώση είναι εξαιρετικά οδυνηρή. Η υποχώρηση των blue chips θα πονέσει περισσότερο κάποιους επενδυτές γιατί ακριβώς είναι πεπεισμένοι ότι δεν πρόκειται να υποχωρήσουν και πάλι σημαντικά οι τιμές. Αναμείνατε.

Το διαφορετικό της μεσοπρόθεσμης κορύφωσης που θα βιώσουμε είναι η θέση των μικρών και μεσαίων μετοχών. Όσων βέβαια έχουν απομείνει στο ταμπλό της Σοφοκλέους και έχουν κάποια εμπορευσιμότητα. **Πολλές μετοχές της κατηγορίας αυτής έχουν από το 2001-2002 ξεκινήσει την διαδικασία ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΟΥ ΠΥΘΜΕΝΑ.** Σωστά διαβάσατε. Μακροχρόνιου πυθμένα. Κι αυτό δεν αλλάζει καθόλου την ανάλυσή μας για την επερχόμενη υποχώρηση της μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Εξάλλου μιλάμε προς το παρόν για διόρθωση της ανόδου από το 2003 και όχι για νέα χαμηλά. Έτσι οι μικρές και μεσαίες μετοχές θα υποχωρήσουν πολύ λιγότερο (σε ποσοστιαία βάση) τους ερχόμενους μήνες. Εκεί πιστεύουμε ότι κρύβονται και οι τρομακτικές επενδυτικές ευκαιρίες της επόμενης ανοδικής κίνησης από τον μεσοπρόθεσμο πυθμένα. Η μεθεπόμενη μεσοπρόθεσμη κορύφωση θα έχει περισσότερες ομοιότητες με αυτήν του 1999-2000 καθώς η συμμετοχή πολλών νέων εταιριών στο ράλι (κι άρα χωρίς εγκλωβισμένους) θα είναι σημαντική. Βέβαια θα παρακολουθούμε καρέ καρέ τις εξελίξεις από την ιστοσελίδα. Αν χρειαστεί θα αλλάξουμε στάση όπως συνέβη πέρυσι το φθινόπωρο με το πέρασμα του ΓΔ πάνω από τις 2.375-2.400 μονάδες. Οι αγορές είναι δυναμικό φαινόμενο και όταν αλλάζουν πρέπει να αλλάζουμε κι εμείς. Όπως έλεγε και ο πασίγνωστος οικονομολόγος **John Maynard Keynes**: "Τα δεδομένα άλλαξαν και οφείλω να αλλάξω γνώμη. Εσείς τι θα κάνετε κύριε;"

Η μεγάλη παγίδα στην προηγούμενη καθοδική φάση αφορούσε τις μετοχές που οδήγησαν το ράλι του 1999-2000. Από την παγκόσμια χρηματιστηριακή ιστορία γνωρίζουμε ότι ένα νέο bull market αναπηδά από της στάχτες του προηγούμενου bear market και οι μετοχές που οδηγούν το νέο μακροχρόνιο ράλι δεν είναι εκείνες που τελείωσαν το προηγούμενο bull market. Έτσι παγιδεύτηκαν δεκάδες χιλιάδες επενδυτές στα bear rallies της περιόδου 1999-2003 ελπίζοντας ότι θα "ξελασπώσουν" έχοντας μεγάλες θέσεις στις μετοχές σηματοωρούς της φούσκας. Ο εγκλωβισμός ήταν πραγματικότητα.

Κι όμως στην τρέχουσα φάση παρατηρούμε απουσία δηλώσεων από τους περισσότερους αναλυτές. Δεν νομίζουμε να οφείλεται στην θερινή ραστώνη. Το καλοκαίρι του 1999 αλλά και το σύντομο ράλι του καλοκαιριού 2003 στις μικρές μετοχές αποδεικνύει ότι η εποχή δεν παίζει τον πρώτο ρόλο. Πολλοί αναλυτές διστάζουν να τοποθετηθούν με σαφήνεια απόψεων για την αγορά.

Στρουθοκαμηλισμός ή ένστικτο επιβίωσης; Μάλλον και τα δύο. Μας κάνει εντύπωση γιατί αυτοί οι κατά τα άλλα υψηλόμισθοι αναλυτές ντόπιων ΑΧΕ και ξένων οίκων διστάζουν να πούνε με σαφήνεια τέλος του ράλι, εδώ πουλάμε. Και αν η αγορά συνεχίσει 10% υψηλότερα τι έγινε; Μήπως είναι προτιμότερο να παραμείνουν οι επενδυτές τους τοποθετημένοι και να αρχίσουν φωνές απελπισίας και πωλήσεων μετά από 500 μονάδες πτώσης; Και αν ακόμα κάνουν λάθος και η αγορά συνεχίσει ανοδικά ένα ΜΕΑ CULPA δεν μπορούν να εκφράσουν; Πιστέψτε μας, η αναγνώριση του λάθους είναι πολύ καλύτερη από το στραπάτσο του 1999-2003. Μεγαλύτερο από εκείνο δεν μπορεί να συμβεί στην παρούσα φάση.

Σωστά, ξεχάσαμε τις προμήθειες των ΑΧΕ, τα έσοδα αναδοχών και τα έσοδα διαχείρισης. Αν οι επενδυτές είναι εκτός αγοράς τα παχυλά bonus μειώνονται. Θα αρχίσουμε να ακούμε πάλι τα περι

αναδιάρθρωσης χαρτοφυλακίων, κτλ., κτλ., κτλ.. Να δούμε ποιος τολμηρός αναλυτής θα μιλήσει για αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίων και είσοδο σε μικρότερες κεφαλαιοποιήσεις όταν θα αρχίσει η υποχώρηση των blue chips; Είναι βέβαιο ότι οι αναλυτές τότε θα μιλάνε για *πλήρη αφανισμό* των μετοχών της μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης (λες και έμειναν πολλές υγιείς εταιρίες) ενώ αυτές θα αποτελούν **την σημαντικότερη ευκαιρία** της επόμενης δεκαετίας. Όσοι επενδυτές μπορούν να διακρίνουν τις εταιρίες που θα επιζήσουν θα ανταμειφθούν με εκπληκτικές αποδόσεις.

Κι όπως έλεγε ο Keynes θα αναφωνήσουμε: “Εμείς θα αλλάξουμε στάση. Εσείς τι θα πράξετε Κύριοι;”

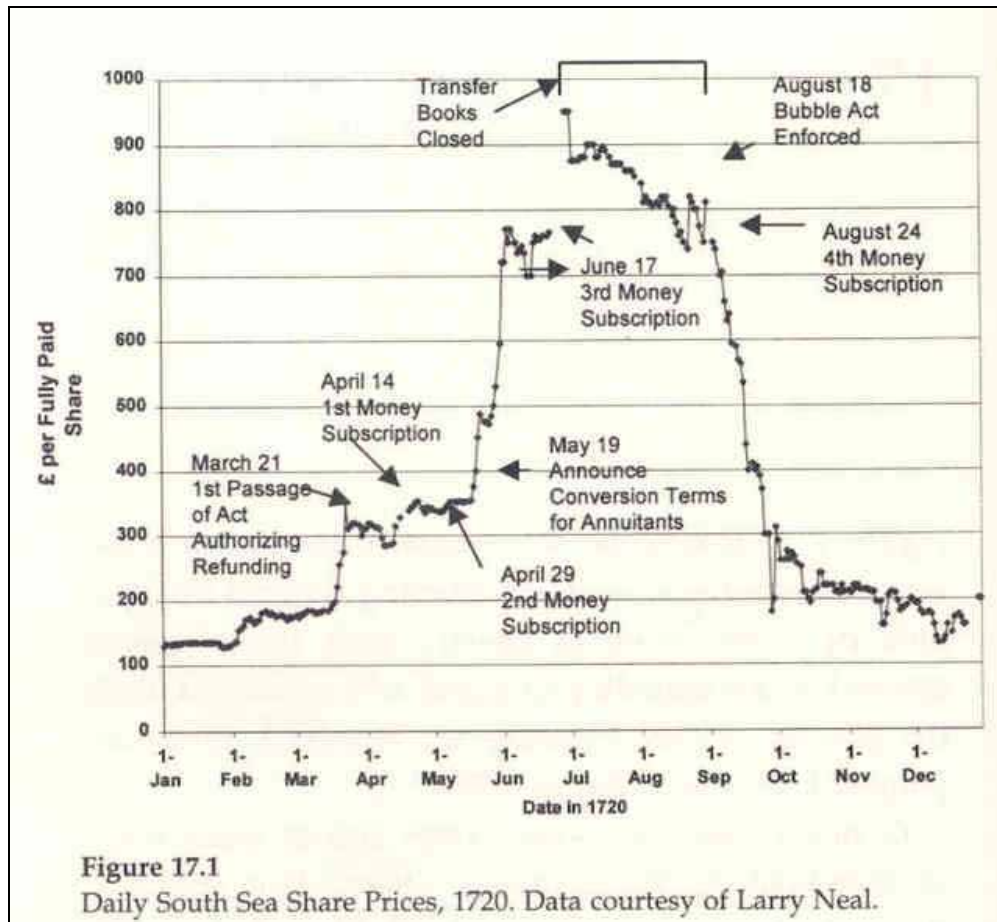
Σπύρος Ε. Βασιλείου
Ηλίας Ν. Μπούσιος

metatrading.gr

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.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΓΡΑΦΗΜΑ 1: Το bubble top της South Sea του 1720



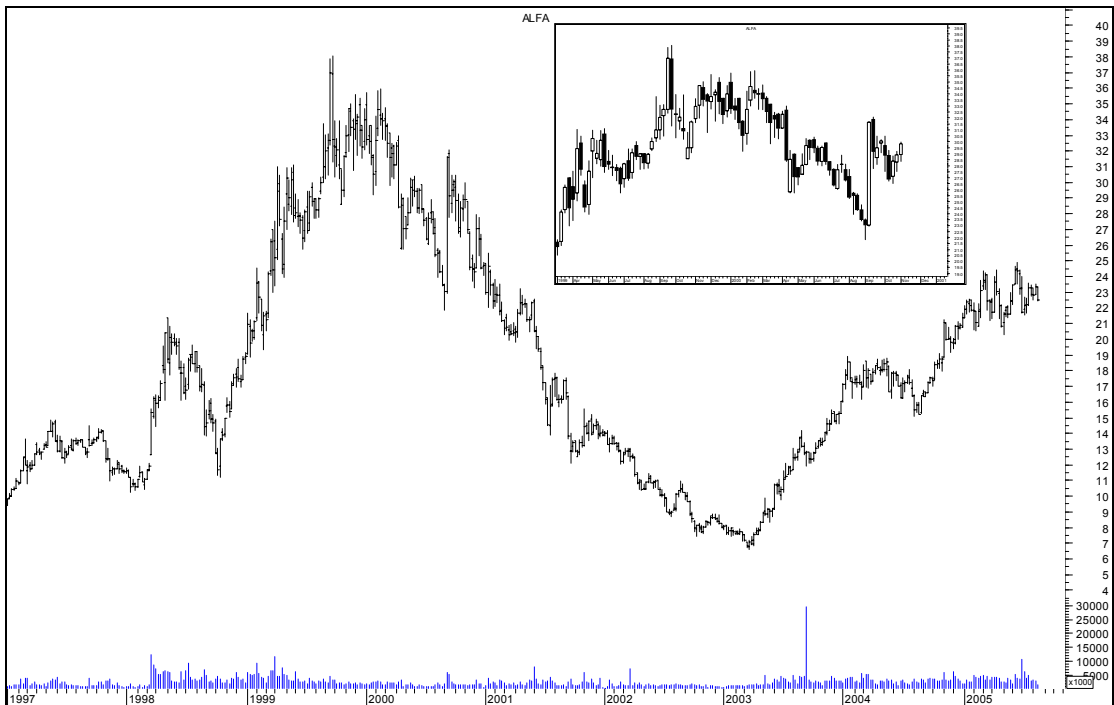
Αν νομίζουμε ότι οι κερδοσκοπικές φούσκες αποτελούν φαινόμενο του 20^{ου} αιώνα μάλλον απαιτείται μία ματιά στο παραπάνω γράφημα αλλά και στο footnote 7 της τρέχουσας σελίδας. Το γράφημα αποτυπώνει την άνοδο της τιμής μετοχής της South Sea Co. στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου το 1720⁷.

⁷ Για μία εκτενή αναφορά στις πρώτες μεγάλες επενδυτικές φούσκες (**Τουλίνας** στην Ολλανδία τον Φεβρουάριο του 1637 και το λεγόμενο **South Sea Bubble** στο Λονδίνο του 1720) βλέπε το βιβλίο του **Peter M. Garber, Famous First Bubbles, The Fundamentals of Early Manias**, MIT Press, 2nd Edition, 2000. Οι λάτρεις της *Κυματικής Θεωρίας του Elliott* και της τεχνικής ανάλυσης θα μείνουν έκπληκτοι με το γράφημα της σελίδας 116 στο βιβλίο του Garber (είναι το ίδιο γράφημα με το δικό μας **ΓΡΑΦΗΜΑ 1** του παραρτήματος), το οποίο απεικονίζει τις ημερήσιες τιμές της μετοχής της South Sea Company. Από το γράφημα είναι ξεκάθαρα ευδιάκριτα τα πέντε (ανοδικά) προωθητικά κύματα της ανόδου από τον Ιανουάριο του 1720 μέχρι τα τέλη Ιουνίου του ίδιου χρόνου. Το 5^ο κύμα τελειώνει με ένα **χάσμα (gap)** που οι περισσότεροι τεχνικοί αναλυτές θα ονόμαζαν **exhaustion gap** με το οποίο εξαντλείται η ανοδική κίνηση σε ένα **spike** τιμών. Η μεταστροφή της τάσης είναι ακαριαία. Στη συνέχεια διακρίνουμε και πάλι 5 προωθητικά (καθοδικά) κύματα αμέσως μετά την κορυφή, μικρή ανοδική διόρθωση (2^ο κύμα) και στη συνέχεια κατάρρευση τιμών στο 3^ο κύμα. Το 3^ο κύμα ξεκινάει με την 4^η δημόσια εγγραφή (αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) στις 24 Αυγούστου 1720. Η τιμή της μετοχής ανοίγει με χάσμα [σύννηθες χαρακτηριστικό του 3^{ου} κύματος] και καταρρέει μέχρι τα τέλη Σεπτεμβρίου του 1720. Την μικρή ανοδική διόρθωση (4^ο κύμα) διαδέχεται η τελευταία πράξη του έργου, το 5^ο κύμα, που οδηγεί τις τιμές σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά πριν ξεκινήσει η μανία. ΕΚΠΛΗΚΤΙΚΟ! Όπως ακριβώς στις μέρες μας η FED είναι αυτή που βγάζει το "φίδι από την τρύπα" (βλέπε διάσωση της Long Term Capital το 1998) και είναι ο λεγόμενος **lender of last resort**, την εποχή της κατάρρευσης του 1720, το "φίδι" από την τρύπα έβγαλε η Bank Of England. Μήπως υπάρχει ομοιότητα ;

Η άνοδος από τις 120 περίπου λίρες έφτασε σχεδόν τις 1000 σε διάστημα 7 μόλις μηνών. Οι ημερομηνίες 14^η Απριλίου, 29^η Απριλίου, 17^η Ιουνίου και 24^η Αυγούστου αφορούν πωλήσεις μετοχών (δηλαδή αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου). Παρατηρείτε καμία ομοιότητα με τις δεκάδες μετοχές του ΧΑ το 1999-2000; Παρά την υβριδική του μορφή το σκηνικό στήθηκε με το ίδιο ακριβώς τρόπο. Η πώληση (ξεφόρτωμα) μετοχών από τα "δυνατά χέρια" στο ευρύ κοινό ήταν υποδειγματική. Όσοι θέλουν να διαβάσουν με περισσότερες λεπτομέρειες τις πρώτες σημαντικές εμπειρίες χρηματιστηριακών φουσκών ας κοιτάξουν και το βιβλίο του **Charles Mackay Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds**. Γραμμένο το 1843!

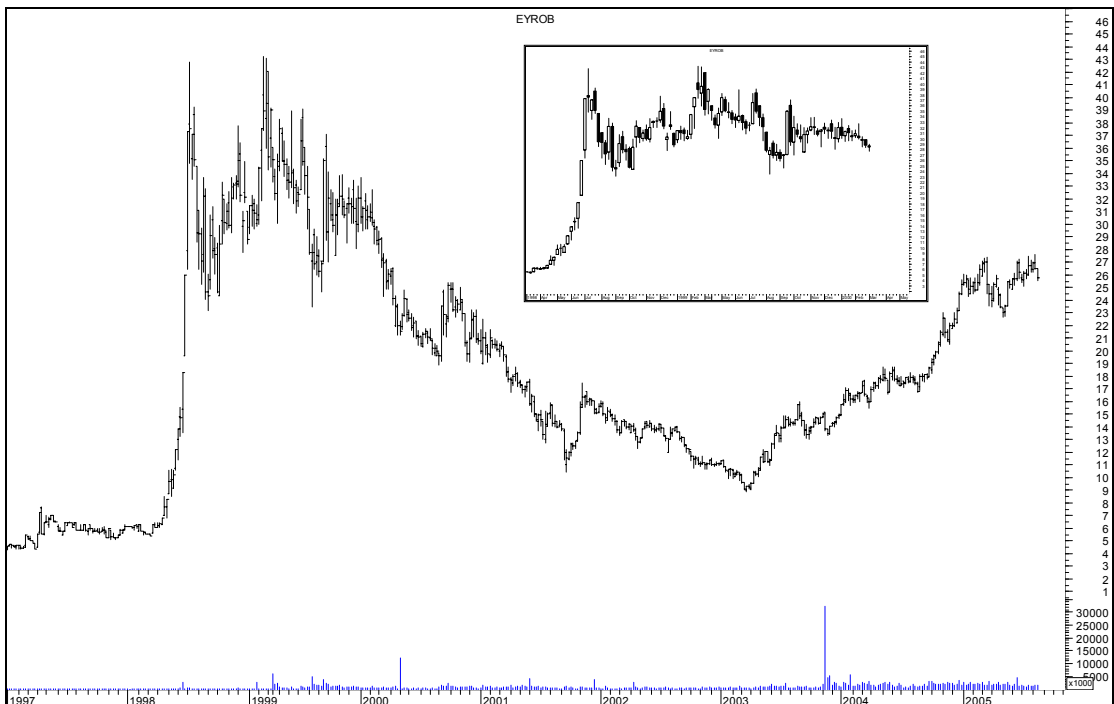
Μία διεξοδικότερη ανάλυση περασμένων Φουσκών, Μανιών, Πανικών και Κραχ γίνεται στο βιβλίο του **Charles P. Kindleberger, MANIAS, PANICS, and CRASHES, A History of Financial Crises**, JOHN WILEY & SONS, 4th Edition, 2000.

ΓΡΑΦΗΜΑ 2: Η Κορύφωση-Διανομή της Alpha Bank



Κλασικό γράφημα κορύφωσης-διανομής. Μοιάζει καθόλου το γράφημα των τελευταίων μηνών με αυτό της κορυφής του 1999-2000; Οι ομοιότητες είναι πολλές. Η συμπεριφορά της μετοχής της Alpha είναι προβληματική τους τελευταίους μήνες.

ΓΡΑΦΗΜΑ 3: Η Κορύφωση-Διανομή της Eurobank



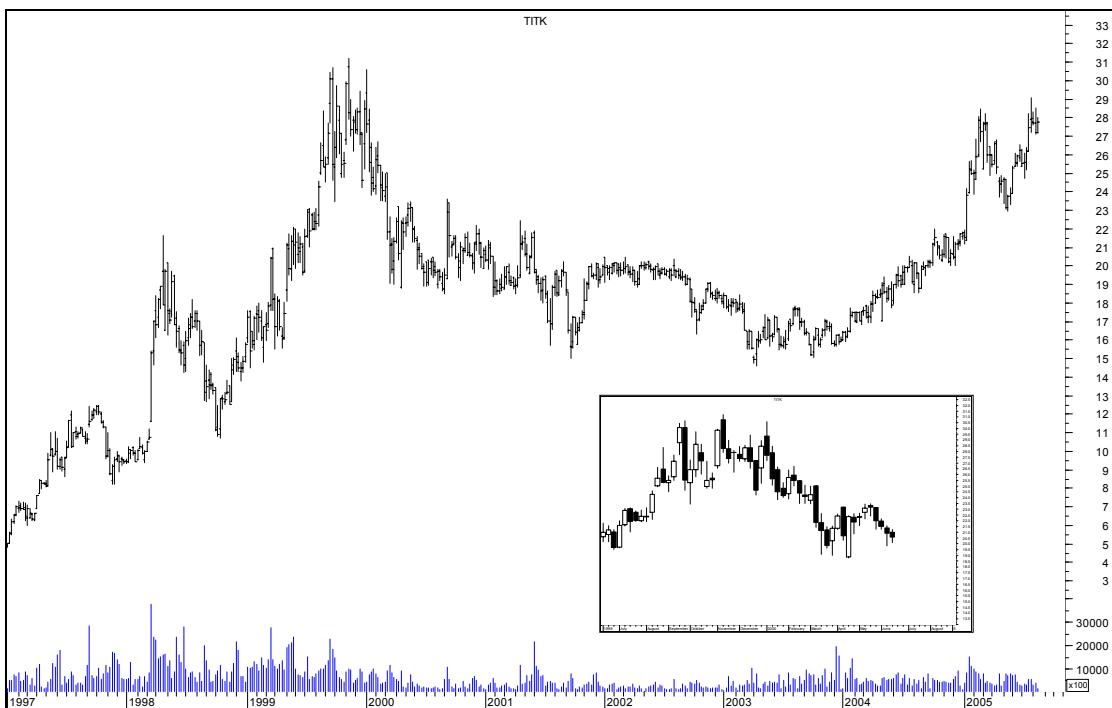
Εκπληκτικό γράφημα. 1^ο στάδιο = blow-off, 2^ο στάδιο = διανομή 2 χρόνων! 3^ο στάδιο = κατάρρευση.

ΓΡΑΦΗΜΑ 4: Η Κορύφωση-Διανομή της Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος



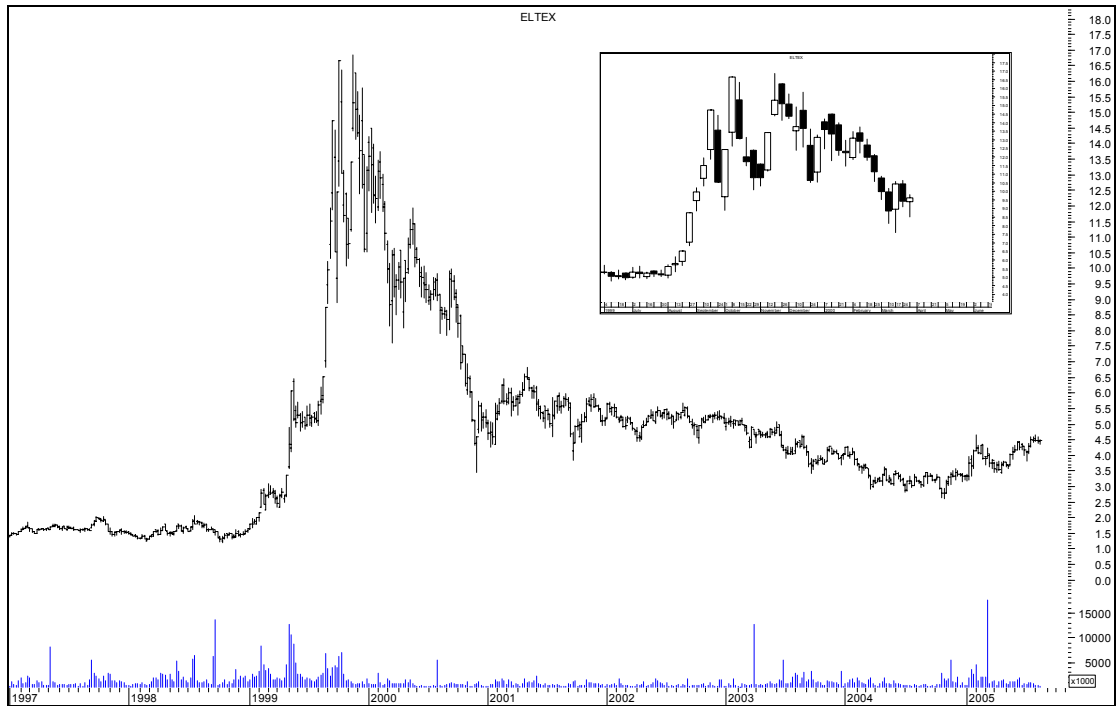
Μια από τα ίδια. Διαδικασία διανομής που κράτησε 2 ολόκληρα χρόνια.

ΓΡΑΦΗΜΑ 5: Η Κορύφωση-Διανομή του Τιτάνα

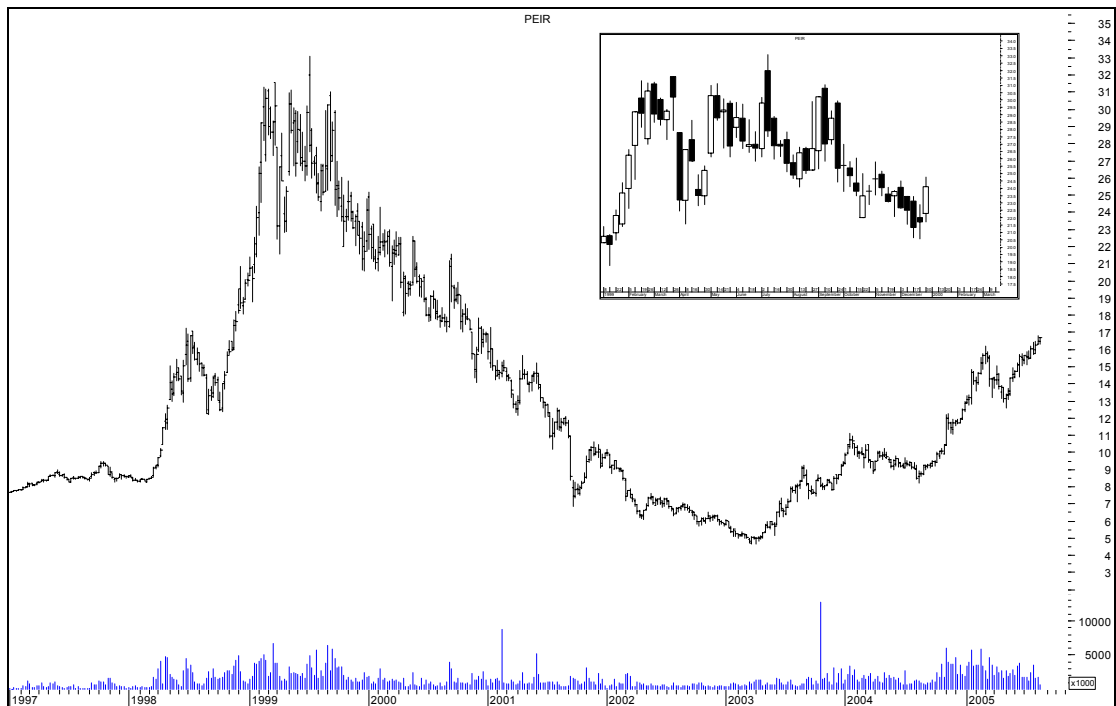


Μικρότερο χρόνος στην διανομή. Όμως προσέξετε τον όγκο συναλλαγών που προηγήθηκε της κορυφής. Το επακόλουθο στέγνωμα αντικατοπτρίζει τον εγκλωβισμό όσων αγόρασαν στα υψηλά και έμεινες με τις μετοχές στα χέρια. Η μη αντίδραση (με πωλήσεις) αποτυπώνεται σε χαμηλότερο όγκο συναλλαγών.

ΓΡΑΦΗΜΑ 6: Η Κορύφωση-Διανομή της Ελληνικής Τεχνοδομικής



ΓΡΑΦΗΜΑ 7: Η Κορύφωση-Διανομή της Τράπεζας Πειραιώς



ΓΡΑΦΗΜΑ 8: Η Κορύφωση Τύπου Blow-off της ΒΙΟΧΑΛΚΟ



Οι αγοραστές στην ΒΙΟΧΑΛΚΟ δεν μπόρεσαν να αντιδράσουν. Η υποχώρηση ήταν πολύ γρήγορη. Ομοιότητες με τις μετοχές της περιφέρειας.

ΓΡΑΦΗΜΑ 9: Η Κορύφωση Τύπου Blow-off των ΚΑΕ

