



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ &
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ &
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ**

**«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ
& ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ»**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. ΝΙΚΗΤΑΣ ΠΙΤΤΗΣ

ΓΡΥΛΛΑΚΗΣ ΘΕΟΦΙΛΟΣ ΜΧΡΗ/0606

Πειραιάς 2008

1. ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	1
2.ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	3
3.ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ ΣΕ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ	4
3.1. Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΟ 1929.....	8
4. ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	12
Επιπτώσεις στους πολίτες και ευθύνες	20
5. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ 1929 ΣΤΗ WALL STREET ΜΕ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 1999	22
6.ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ (RATIONAL BUBBLES).....	24
7. ΠΡΙΜ ΦΟΥΣΚΑΣ.....	36
8. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.....	37
9. ΜΕΛΕΤΗ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ	39
9.1. Τεχνολογία.....	43
9.2. Υπηρεσίες κοινής ωφέλειας.....	44
9.3. Τρόφιμα & ποτά.....	45
9.4. Χημικά.....	46
9.5. Ασφάλειες.....	47
9.6. Προσωπικά & οικιακά προϊόντα.....	48
9.7. Πετρέλαιο & αέριο.....	49
9.8. Τηλεπικοινωνίες.....	50
9.9. Μέσα ενημέρωσης.....	51
9.10. Υγεία.....	52
9.11. Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.....	53
9.12. Ταξίδια & αναψυχή.....	54
9.13. Εμπόριο.....	55
9.14. Πρώτες ύλες.....	56
9.15. Τράπεζες.....	57
9.16. Κατασκευές & υλικά κατασκευών.....	58
9.17. Βιομηχανικά προϊόντα & υπηρεσίες.....	59
10.ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	60
11.REFERENCES.....	61
12.BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	63
13.WEB SITES.....	63
14.ΒΑΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....	63

2.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα μεγάλα κραχ που συνοδεύουν μεγάλες χρηματιστηριακές κρίσεις δεν εκδηλώνονται ποτέ με τον ίδιο τρόπο. Τα χρηματιστηριακά κραχ ανήκουν γενικότερα στην κατηγορία των ανωμαλιών, με την έννοια ότι δεν υπάρχει πάντοτε ερμηνεία για ό,τι συμβαίνει. Μάλιστα, στο New Palgrave Dictionary of Money and Finance, οι Stephen G. Cecchetti και G. William Schwert έκαναν έρευνες σχετικά με τα μεγάλα κραχ του 1929 και 1987 αντίστοιχα, χωρίς όμως να καταφέρουν να βρουν παράγοντες υπεύθυνους για αυτά.

Η ανθρώπινη παρόρμηση, η έλλειψη παιδείας, η αίσθηση υπερβάλλουσας ρευστότητας το ελλιπές νομοθετικό πλαίσιο και φυσικά οι προσδοκίες αποτελούν κάποιες από τις βασικές αιτίες δημιουργίας κάποιου κραχ. Παρ' όλα αυτά, το μέγεθός τους, οι αιτίες που τα προκαλούν αλλά και οι επιπτώσεις τους στην παγκόσμια οικονομία διαφέρουν ανά περίπτωση. Ωστόσο, υπάρχει κάτι που τα συνδέει και αυτό είναι οι «χρηματοοικονομικές φούσκες». Πρόκειται για την ασυνήθιστη και ίσως παράλογη εκτόξευση των τιμών των μετοχών στα χρηματιστήρια. Μια αύξηση τιμών πλασματική καθώς δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων. Όπως συνηθίζουν ν' αναφέρουν στη Wall Street, *«το χρηματιστήριο είναι ο τόπος όπου επιβεβαιώνονται όλες οι προβλέψεις»*. Ο Nury Vitachi είχε πει: *«Μόνο στην διάρκεια ενός κραχ γίνονται φανερές οι αρετές του να παίζεις με καινούριους κανόνες.»*

Οι χρηματοοικονομικές φούσκες αποτελούν φαινόμενο που απαντάται σε παγκόσμιο επίπεδο σε όλες τις χρηματοοικονομικές αγορές. Το μέγεθος και η συχνότητα του φαινομένου εξαρτάται από το πόσο ανεπτυγμένο και ώριμο είναι ένα χρηματιστήριο καθώς και από την ικανότητά του να μπορεί να το εντοπίσει και να το εξυγιάνει εγκαίρως.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει την παρουσία χρηματοοικονομικών φουσκών στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και συγκεκριμένα κατά την περίοδο της χρηματιστηριακής κρίσης της περιόδου 1998-2001.

3.ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΤΩΝ ΚΥΡΙΟΤΕΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΚΡΙΣΕΩΝ ΣΕ ΔΙΕΘΝΕΣ ΕΠΙΠΕΔΟ

Η χρηματιστηριακή πτώση του 1929 στη Wall Street ήταν τόσο απότομη και απρόσμενη που πολλοί έδειχναν να μη πιστεύουν αυτό που έβλεπαν ή άκουγαν. Το κραχ του Οκτωβρίου 1929 έμεινε στην ιστορία όχι για το μέγεθος της πτώσης την «Μαύρη Τρίτη» αλλά για την μετέπειτα οικονομική κρίση που έφερε. Ήταν μια κρίση τόσο βαθιά που έμεινε γνωστή ως “great depression”. Ο αντίκτυπος της χρηματιστηριακής πτώσης έγινε τόσο εμφανής στην πραγματική οικονομία των ΗΠΑ που οδήγησε μία ολόκληρη γενιά σε οικονομικό μαρασμό. Χιλιάδες επιχειρήσεις κατέρρευσαν, τράπεζες αφανίστηκαν σε μερικές μόνο ημέρες, επενδύσεις και περιουσίες χάθηκαν σε μια στιγμή, ενώ εκατομμύρια εργαζόμενοι βρέθηκαν στο δρόμο. Η ανεργία έφτασε το 30% σε πολλές πολιτείες των ΗΠΑ. Η πτώση για τους οικονομικούς συντάκτες έγινε εμφανής μόλις τον Οκτώβριο του 1929. Η μόδα της «επένδυσης» στο χρηματιστήριο ξέφυγε από τα στενά όρια των τραπεζιτών και επαγγελματιών της αγοράς οδηγώντας μεγάλες μάζες του πληθυσμού να εναποθέσουν τις ελπίδες τους στις μετοχές. Λίγο πριν ξεκινήσουν οι συναλλαγές, οι δημοσιογράφοι της Wall Street παρατήρησαν κάτι ασυνήθιστο. Οι λούστροι, που δεν προλάβαιναν να εξυπηρετήσουν την εκλεκτή πελατεία τους, εκείνη τη μέρα είχαν αναδουλειές. Οι χρηματιστές έμπαιναν τρέχοντας στο «ναό του δολαρίου» χωρίς να κοιτούν καθόλου γύρω τους. Ήταν ανήσυχoi, γιατί την προηγούμενη Πέμπτη οι μετοχές είχαν πέσει αισθητά και αναπάντεχα, γεγονός ασυνήθιστο για τη Wall Street, όπου οι τιμές είχαν ανοδική πορεία επί δέκα συναπτά έτη. Στις επόμενες σαράντα οχτώ ώρες οι μετοχές καταποντίστηκαν, σημειώνοντας απώλεια της του 25%. Αυτό μεταφράζεται σε 8 εκατομμύρια δολάρια, τα οποία στα μέσα Νοεμβρίου έγιναν 30 εκατομμύρια. Σε απόλυτους αριθμούς τα ποσά φαίνονται μικρά, όμως σε

σχέση με την αμερικανική οικονομία εκείνης της εποχής ήταν απίστευτα μεγάλα. Ισοδυναμούσαν με το διπλάσιο σχεδόν του δημόσιου χρέους των ΗΠΑ.

Μετά την κρίση του 1929 ακολούθησαν αρκετές περίοδοι υψηλών διακυμάνσεων. Συνολικά έχουν καταγραφεί 85 μεγάλες πτώσεις των τιμών στη Wall Street από το 1980 μέχρι σήμερα. Από αυτές σημαντικότερη θεωρείται η **κρίση του 1987** που είναι η μεγαλύτερη στην ιστορία του αμερικάνικου χρηματιστηρίου σε επίπεδο ημερήσιας πτώσης των τιμών. Ειδικότερα, στις 19 Οκτωβρίου του 1987, η Wall Street έμοιαζε με πραγματικό πεδίο μάχης. Μέσα σε μία μέρα ο δείκτης σημείωσε απώλειες της τάξης του 22,6%, δηλαδή 550 εκατομμύρια δολάρια προκαλώντας μαζικό ξεπούλημα μετοχών στην Ευρώπη και την Ιαπωνία. Ήταν η μεγαλύτερη πτώση που σημειώθηκε ποτέ στην αγορά μετοχών. Από την αρχή του χρόνου έως το καλοκαίρι, ο δείκτης αυξηθεί κατά 44%. Το Σεπτέμβριο άρχισαν να φαίνονται οι πρώτες τάσεις συγκράτησης. Την εβδομάδα που προηγήθηκε του κραχ οι μετοχές είχαν χάσει περίπου το 10% της αξίας τους. Για τους οικονομικούς αναλυτές όμως δεν ήταν παρά ένα «φυσιολογικό φαινόμενο». Φημολογίες για περιπτώσεις εσωτερικής πληροφόρησης, η επιβράδυνση της οικονομίας των ΗΠΑ, ριψοκίνδυνες εξαγορές, η κερδοσκοπία στην αγορά προθεσμιακών τίτλων στο χρηματιστήριο του Σικάγο, τα αυτοματοποιημένα προγράμματα των ηλεκτρονικών υπολογιστών και η σημαντική υποτίμηση του δολαρίου ήταν κάποιες από τις κυριότερες αιτίες. Η απόφαση της Γερμανίας να αυξήσει τα επιτόκια σε συνδυασμό με την άνοδο του μάρκου έναντι του δολαρίου όξυνε το κλίμα. Οι αμερικανικές τράπεζες, η FED(Federal Economic Department) και άλλες κεντρικές τράπεζες φοβούμενες μια επερχόμενη κρίση, προέβησαν σε μείωση των επιτοκίων και δάνεισαν σημαντικά κεφάλαια στις μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις. Η κρίση εκείνη απέδειξε ότι οι παγκόσμιες αγορές αποτελούν συγκοινωνούντα δοχεία και ότι οι αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών προκαλούν επιπτώσεις σε όλες τις οικονομίες.

Οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν κατά κάποιο τρόπο τις προσδοκίες και τις πεποιθήσεις των επενδυτών . Όταν η πλειοψηφία των επενδυτών αναμένει μία άνοδο των τιμών, τότε συμπεριφέρεται σύμφωνα μ' αυτή την προσδοκία

και οι μετοχές τελικά ανεβαίνουν. Αντίθετα, αν αναμένουν πτώση τότε οι τιμές ακολουθούν πτωτική πορεία. Κάτι αντίστοιχο συνέβη και τη «Μαύρη Δευτέρα». Μετά τις πτωτικές τάσεις της προηγούμενης εβδομάδας οι κερδοσκόποι στοιχημάτισαν σε νέα πτώση, η οποία και πραγματοποιήθηκε. Όταν όμως η πτώση των τίτλων ξεπέρασε το 4%, οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές των αμοιβαίων κεφαλαίων άρχισαν να ρίχνουν αυτομάτως στην αγορά τεράστιες ποσότητες μετοχών. Έτσι είχαν προγραμματιστεί να κάνουν όταν οι απώλειες θα ξεπερνούσαν το μέγιστο αποδεκτό επίπεδο. Οι αυτοματισμοί αυτοί έκαναν ζημιά στο χρηματιστήριο το 1987 αφού όλοι πουλούσαν και κανείς δεν αγόραζε.

Η διαφορά της «Μαύρης Δευτέρας» με το κραχ του 1929 βρίσκεται στο ότι η αμερικανική οικονομία ήταν πιο δυνατή και ανθεκτική. Καθοριστική υπήρξε επίσης η επέμβαση της κυβέρνησης και της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ, οι οποίες διέθεσαν στην αγορά μεγάλες ποσότητες ρευστού χρήματος. Οι τράπεζες επωφελήθηκαν από την ενέργεια αυτή, μείωσαν τα επιτόκια και δάνεισαν σημαντικά κεφάλαια στις μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις.

Τον Ιανουάριο του 1995 έχουμε μία νέα χρηματιστηριακή κρίση γνωστή ως το **φαινόμενο «Τεκίλα»**. Στις 30 Ιανουαρίου, με αφορμή το Παγκόσμιο Οικονομικό Συνέδριο, συναντώνται στο Νταβός της Ελβετίας οι σημαντικότεροι τραπεζίτες του κόσμου. Η κρίση του μεξικανικού πέσο, το οποίο είχε απολέσει το 40% της αξίας του έναντι του δολαρίου σε διάστημα ενός μηνός, εξαιτίας της διαφυγής κεφαλαίων από τη χώρα, ήταν το κυριότερο θέμα συζήτησης. Τα συναλλαγματικά αποθέματα του Μεξικού ήταν λιγότερα από 5 δις δολάρια οπότε το Μεξικό θα έπρεπε επιστρέψει στους αμερικανούς τραπεζίτες μέσα σε λίγες μέρες το ποσό των 18 δις δολαρίων, διαφορετικά η αδυναμία εξόφλησης των χρεών θα ζημίωνε τη χώρα τους αλλά και τις ΗΠΑ. Στις 3 Φεβρουαρίου 1995, ο πρόεδρος της Αμερικής, Μπιλ Κλίντον, παρεμβαίνει και εξασφαλίζει διεθνή χρηματοδότηση ύψους 50 δις δολαρίων για λογαριασμό του Μεξικού. Παρότι η έκρηξη του επικίνδυνου φαινομένου «Τεκίλα» απειράπη την τελευταία στιγμή, η πτώση των τιμών στο

χρηματιστήριο του Μεξικού προκάλεσε και στη Wall Street απώλειες ύψους 10 δις δολαρίων.

Το 1997 συναντούμε την λεγόμενη «**ασιατική κρίση**». Ένα γεγονός που οδήγησε σε μια χρηματοοικονομική κρίση παγκόσμιας εμβέλειας προκαλώντας την υποτίμηση νομισμάτων, την κατάρρευση των τιμών στα χρηματιστήρια της χώρας και όχι μόνο αλλά και τη μαζική εκροή κεφαλαίων από αυτήν. Η αφετηρία της κρίσης υπολογίζεται στο πρώτο μισό της δεκαετίας του '90 όταν οι επενδυτές που επεδίωκαν υψηλές επιδόσεις στην Ασία άρχισαν να στρέφονται στην σαφώς ασφαλέστερη αμερικανική αγορά που την περίοδο εκείνη βρισκόταν σε μία περίοδο ανάκαμψης. Την τάση αυτή των επενδυτών ενίσχυσε και η κρίση του μεξικάνικου πέσο το 1994, που «υπενθύμισε» στους επενδυτές τον κίνδυνο υποτίμησης των νομισμάτων των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Η ασιατική κρίση επηρέασε τις οικονομίες ολόκληρου του κόσμου. Χαρακτηριστικά, στις 27 Οκτωβρίου 1997 ο Dow Jones έχασε, ως αποτέλεσμα των εξελίξεων στην Ασία, 7,2% της αξίας του.

Συνεχίζοντας την αναδρομή στις σημαντικότερες χρηματιστηριακές κρίσεις φτάνουμε στον Οκτώβριο του 1998 σε μία νέα κρίση που πλήττει τη Wall Street. Η **κρίση του 1998** ξεκίνησε από τη Νοτιοανατολική Ασία. Χώρες όπως η Μαλαισία, η Ταϊλάνδη, η Ινδονησία και οι Φιλιππίνες γνώρισαν μια ραγδαία ανάπτυξη, χάρη στα υπέρογκα ποσά που επένδυσαν ιαπωνικές τράπεζες και αμερικανικοί οργανισμοί. Οι ξένοι επενδυτές δεν ανησυχούσαν για τα κέρδη τους, καθώς τα τοπικά νομίσματα ήταν προσκολλημένα στο δολάριο. Τα μεγάλα ελλείμματα όμως και οι αλληπάλληλες επενδύσεις δεν μπορούσαν να συγκρατήσουν περισσότερο τη συναλλαγματική ισοτιμία με το δολάριο. Η απόφαση να εγκαταλειφθεί η συναλλαγματική ισοτιμία με το δολάριο προκάλεσε πτώση στα χρηματιστήρια. Οι Αμερικανοί επενδυτές ανησύχησαν γιατί η δοκιμασία της οικονομίας των ασιατικών χωρών θα επηρέαζε και τις ιαπωνικές τράπεζες στις οποίες οι ίδιοι είχαν επενδύσει, με αποτέλεσμα την κρίση.

Στη συνέχεια ακολουθεί μια λεπτομερέστερη αναφορά στα γεγονότα του 1929 και μία σύντομη παρουσίαση των αιτίων που οδήγησαν σε αυτή τη μεγάλη κρίση.

3.1. Η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΑΜΕΡΙΚΑΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΟ 1929

Σχεδόν 79 χρόνια έχουν περάσει από τη μεγάλη χρηματιστηριακή κρίση του 1929. Μία από τις χειρότερες χρηματιστηριακές κρίσεις της αμερικανικής ιστορίας. Το καλοκαίρι του 1929 η Αμερική βρίσκεται σε ευημερία. Το κόστος χρήματος βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα για να υπάρξει ανάπτυξη. Η σημαντική αύξηση του όγκου συναλλαγών αλλά και οι επιδόσεις των εισηγμένων εταιρειών οδήγησαν το Χρημαστήριο της Wall Street σε μια περίοδο άνθισης. Μάλιστα την τριετία πριν από το κραχ του 1929 ο δείκτης τιμών του Χρημαστηρίου της Νέας Υόρκης υπερδιπλασιάστηκε. Η έντονη αυτή οικονομική ανάπτυξη σε συνδυασμό με την αυξανόμενη συμμετοχή μικροεπενδυτών δημιούργησε ένα ευοίωνο κλίμα στην αγορά, η άνοδος της οποίας έμοιαζε να μην έχει όριο. Ο κόσμος δανειζόταν από τις τράπεζες για να «παιξει» στη Wall Street. Ο δείκτης Dow Jones έφθασε στο υψηλότερο σημείο του, στις 381.17 μονάδες. Η ίδια η κατανάλωση τροφοδοτούνταν από τα κέρδη του Χρημαστηρίου. Η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών είχε αυξηθεί τόσο πολύ που οι διορατικότεροι μιλούσαν για «φούσκα» έτοιμη να σκάσει. Η FED ανησυχεί για την εξέλιξη της κατάστασης όμως το επενδυτικό κοινό δεν της αφήνει περιθώρια να παρέμβει.

Οικονομικοί κύκλοι φοβούμενοι μία επερχόμενη πτώση των τιμών των μετοχών άρχισαν να τις ρευστοποιούν. Την Πέμπτη 24 Οκτωβρίου 1929 (γνωστή ως «Μαύρη Πέμπτη») 12.900.000 μετοχές άλλαξαν χέρια, αριθμός ρεκόρ για την ιστορία του χρημαστηρίου. Επενδυτές και χρηματιστές καταλαμβάνονται από πανικό. Οι μεγάλοι επενδυτές άρχισαν να αγοράζουν μαζικά τις καλές μετοχές (blue chips), σε μια προσπάθεια να συγκρατήσουν την πτώση. Η κίνηση αυτή είχε αποδώσει στη χρηματιστηριακή κρίση του 1907, όχι όμως και τη συγκεκριμένη χρονιά. Οι εφημερίδες στις Ηνωμένες Πολιτείες δραματοποιούν ακόμη περισσότερο την κατάσταση. Τη Δευτέρα 28 Οκτωβρίου 1929, οι τιμές συνεχίζουν να πέφτουν και πλέον οι επενδυτές

προσπαθούν να πουλήσουν τις μετοχές τους και να στραφούν σε νέες επενδυτικές ευκαιρίες. Ο δείκτης έχει χάσει 12% της αξίας του και 16,4 εκατομμύρια μετοχές αλλάζουν χέρια. Η κατάσταση είναι πλέον ανεξέλεγκτη.

Την επόμενη μέρα, Τρίτη 29 Οκτωβρίου (γνωστή ως «Μαύρη Τρίτη»), η Wall Street καταρρέει. Ο Dow Jones έχασε 12% και η αγορά 14 δισ. δολ. από την αξία της, φέρνοντας τις απώλειες της εβδομάδας σε \$30 δισ., δέκα φορές τον ετήσιο προϋπολογισμό της ομοσπονδιακής κυβέρνησης και πολλές φορές περισσότερα από όσα είχαν ξοδέψει οι ΗΠΑ στον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο. Την Παρασκευή 25 Οκτωβρίου ακολουθεί συνάντηση τραπεζιτών της Wall Street προκειμένου να βρεθεί κάποια λύση για να αντιμετωπισθεί ο πανικός και το χάος που είχε δημιουργηθεί. Στη συνάντηση συμμετείχαν ο Thomas W. Lamont, επικεφαλής της Morgan Bank, ο Albert Wiggin, επικεφαλής της Chase National Bank, και ο Charles E. Mitchell, πρόεδρος της National City Bank. Ο Richard Whitney εκλέγεται αντιπρόεδρος του χρηματιστηρίου. Έχοντας τη στήριξη των οικονομικών παραγόντων ο Whitney έδωσε εντολή για την αγορά ενός μεγάλου πακέτου μετοχών στην US Steel σε τιμή αρκετά υψηλότερη από την τρέχουσα. Ο Whitney έδωσε αντίστοιχες εντολές και για άλλες blue chip μετοχές. Ακολούθησε δηλαδή στρατηγική παρόμοια με εκείνη που είχε δώσει τέλος στον πανικό του 1907. Πολλές τράπεζες που είχαν τοποθετήσει τα χρήματα των πελατών τους σε μετοχές για να αποκομίσουν μεγαλύτερα κέρδη, αντιμετωπίζουν δυσεπίλυτα προβλήματα και τις επόμενες μέρες κηρύσσουν πτώχευση. Οι επιπτώσεις του κραχ στις ΗΠΑ ήταν δραματικές. Ο γνωστός κωμικός ηθοποιός Groucho Marx¹ είπε χαρακτηριστικά: «Ήμουν τυχερός. Ό,τι έχασα ήταν \$240.000. Θα μπορούσα να είχα χάσει περισσότερα, αλλά αυτά ήταν όλα μου τα χρήματα». Μαζικές αναλήψεις καταθέσεων δημιούργησαν πανικό. Το ένα τρίτο των αμερικανών βρέθηκε κάτω από το όριο της φτώχειας. Ενδεικτικά, 12.000.000 πολίτες έμειναν άνεργοι, 12.000 έχαναν τη δουλειά τους σε καθημερινή βάση, το ΑΕΠ συρρικνώθηκε από \$ 104 δισ σε \$ 59 δισ το 1932, 20.000 επιχειρήσεις και 1616 τράπεζες κήρυξαν πτώχευση ενώ οι αυτοκτονίες έφτασαν στον αριθμό ρεκόρ των 23.000 μέσα σε διάστημα ενός έτος. Η αποεπένδυση Βρετανικών κεφαλαίων από την αγορά της Ν. Υόρκης

¹ London Herald 25/10/1929, 'Wall Street crash!'

θεωρήθηκε η σταγόνα που ξεχείλισε το ποτήρι. Κανείς δεν πίστευε (ούτε ο πρόεδρος των ΗΠΑ) ότι η πτώση που μόλις ξεκινούσε θα είχε μακροχρόνιο χαρακτήρα.

Το γεγονός αυτό χειροτέρευσε την ήδη εύθραυστη κατάσταση της αμερικανικής οικονομίας και συνέβαλε στη μεγαλύτερη οικονομική ύφεση της δεκαετίας του '30, που έπληξε Ευρώπη και Αμερική, με μαζικές πτωχεύσεις εταιρειών, υψηλούς δείκτες ανεργίας και μεγάλη κεφαλαιοκρατική συγκέντρωση. Ακόμη και σήμερα αποτελεί πηγή έντονης ακαδημαϊκής συζήτησης για τις συνέπειές του τόσο στην αμερικανική οικονομία όσο και στον υπόλοιπο κόσμο. Αξίζει να αναφερθεί πως ενώ μετά τη μεγάλη κατάρρευση του Οκτωβρίου του 1929, που σημειώθηκε η μεγαλύτερη ημερήσια πτώση στην ιστορία της Wall Street, η αγορά χρειάστηκε λιγότερο από δύο χρόνια για να ανακτήσει το χαμένο της έδαφος, ο Dow Jones δεν ξαναβρήκε το χαμένο μεγαλείο του παρά μόνο ύστερα από 25 ολόκληρα χρόνια. Συγκεκριμένα, μέχρι τον Ιούλιο του 1932 είχε απολέσει το 89% της αξίας του ενώ στα επίπεδα του Σεπτεμβρίου του 1929 επανήλθε τον Νοέμβριο του 1934.

Η Wall Street ανέκαμψε προσωρινά στις αρχές του 1930, για να κατακυλήσει ξανά ύστερα από ένα χρονικό διάστημα και ο δείκτης Dow Jones να φθάσει στις 41.22 μονάδες στις 8 Ιουλίου 1932, στο χαμηλότερο σημείο όλων των εποχών. Τα επόμενα χρόνια, με βάση την εμπειρία της Wall Street, τα χρηματιστήρια όλου του κόσμου έλαβαν μέτρα για να αποτρέψουν ένα ανάλογο κραχ. Το κυριότερο μέτρο ήταν η διακοπή των συνεδριάσεων σε περιόδους ραγδαίων μεταβολών της χρηματιστηριακής αγοράς.

Ωστόσο, κάποιοι που λειτούργησαν προνοητικά κατάφεραν να αποκομίσουν κέρδη. Μία τέτοια περίπτωση ήταν εκείνη του πατέρα του John F. Kennedy, Joseph Kennedy, ο οποίος πρόλαβε να πουλήσει τις μετοχές του πριν την μεγάλη κρίση και να κερδίσει εκατομμύρια, καθώς άκουσε τυχαία νεαρούς λούστρους στο δρόμο να συζητούν πως θα κερδοσκοπήσουν στην αγορά, εικόνα ενδεικτική της ελαφρότητας που επικρατούσε την περίοδο εκείνη στο χρηματιστήριο.

Τι ήταν όμως αυτό που οδήγησε σε μία τέτοια κατάσταση; Τα βαθύτερα αίτια της καταστροφής ήταν τα ακόλουθα:

1. Υπερτιμημένες μετοχές: Βάσει του δείκτη P/E φαίνεται πως η πλειονότητα των μετοχών ήταν υπερτιμημένες. Το μέσο P/E των μετοχών κατά το 1929 υπολογίζεται πως ήταν το 60 , όταν η ενδεικνυόμενη τιμή του δείκτη είναι κοντά στις 4 με 5 μονάδες.

2. Τραπεζικό σύστημα & νομοθεσία: Κατά τη δεκαετία του '20 άνοιγαν κατά μέσο όρο 4 με 5 τράπεζες τη μέρα στις ΗΠΑ. Επιπλέον, δεν υπήρχε νομοθεσία για το ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο μιας τράπεζας αλλά ούτε κανόνες Βασιλείας για τη διατήρηση διαθεσίμων επί των δανείων. Αυτό προκάλεσε την πτώχευση πολλών τραπεζών.

3. Η πολιτική της FED: Σε μια προσπάθεια για αυστηρότερη νομισματική πολιτική, ο τότε πρόεδρος της FED προχώρησε σε επιθετικές αυξήσεις των επιτοκίων με αποτέλεσμα την επιβάρυνση των δανειοληπτών (πολλοί εκ των οποίων δανείζονταν για να επενδύσουν) και τις μαζικές ρευστοποιήσεις μετοχών.

Έπειτα από την παρουσίαση των βασικότερων αιτιών της χρηματιστηριακής κρίσης του 1929, ακολουθεί μία συνοπτική περιγραφή της μακρόχρονης πορείας του ελληνικού χρηματιστηρίου καταλήγοντας στο κραχ του 1999 και στις επιπτώσεις του.

4. ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δημιουργήθηκε το 1870 όμως άρχισε να εμφανίζει σημαντική πορεία μετά το 1983. Η περίοδος 1983 – 2003 χαρακτηρίζει τη σύγχρονη ιστορία του ελληνικού Χρηματιστηρίου καθώς κατά τη διάρκεια αυτής η εγχώρια κεφαλαιαγορά γνώρισε ιδιαίτερη ανάπτυξη. Το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επεφύλαξε ιδιαίτερα έντονες συγκινήσεις στους Έλληνες θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές, οδηγώντας στη διεθνοποίηση της ελληνικής αγοράς μετοχών και στην αναβάθμισή της σε ένα ώριμο ευρωπαϊκών προδιαγραφών Χρηματιστήριο. Ωστόσο, δεν έλειψαν οι έντονες διακυμάνσεις και οι ακραίες αντιδράσεις των επενδυτών, τόσο σε επίπεδο ανόδου όσο και σε επίπεδο πτώσης, των τιμών των μετοχών, επιβεβαιώνοντας διαρκώς τον ιστορικό κανόνα της εναλλαγής των χρηματιστηριακών κύκλων και τη μετάβαση της επενδυτικής ψυχολογίας από την υπέρμετρη αισιοδοξία στην απόλυτη απαισιοδοξία.

Την χρονική περίοδο 1983 – 1985 το ελληνικό Χρηματιστήριο κινήθηκε εν μέσω άτονων συνεδριάσεων αλλά και περιορισμένων διακυμάνσεων, με την αξία των συναλλαγών να διαμορφώνεται σε χαμηλά επίπεδα. Ο μέσος λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) της αγοράς κινήθηκε στο εύρος των 4 – 6 φορές με τη μέση μερισματική απόδοση να κυμαίνεται σε 9% - 11% και τα επιτόκια της αγοράς να ανέρχονται σε 10% - 15%. Η περίοδος αυτή ολοκληρώνεται με την ανακοίνωση των μέτρων σταθεροποίησης της Ελληνικής οικονομίας τον Οκτώβριο του 1985. Το ίδιο έτος, η άνοδος του Γενικού Δείκτη (Γ.Δ.) διαμορφώθηκε σε 19,89%. Τα 3 επόμενα χρόνια, η λήψη των μέτρων σταθεροποίησης της Ελληνικής οικονομίας με απώτερο στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την μείωση του πληθωρισμού, οδήγησε στη σταδιακή ανάκαμψη του Χρηματιστηρίου και προκάλεσε φαινόμενα έξαρσης στην άνοδο των τιμών των μετοχών έως και το φθινόπωρο του 1987. Στην ίδια χρονική περίοδο, οι διεθνείς αγορές παρουσίασαν ανάλογες ανοδικές τάσεις ενώ η κίνηση των κεφαλαίων ενισχύθηκε μεταξύ των οικονομιών. Η άνοδος του Γ.Δ. διαμορφώθηκε σε 46,38% το 1986 και κατέστη

εντονότερη το πρώτο 10μηνο του 1987. Είναι ενδεικτικό ότι σε διάστημα μόλις 10 μηνών, η άνοδος της αγοράς προσέγγισε τα επίπεδα του 400% ! Τη Δευτέρα 19 Οκτωβρίου 1987, σημειώθηκε «μίνι κραχ» στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, με το Δείκτη Dow Jones Ind. Avg να σημειώνει κάθετη πτώση της τάξεως του 22,7% σε μία και μόνο συνεδρίαση. Η εξέλιξη εκείνη είχε ως αποτέλεσμα την αντιστροφή της ανοδικής τάσης που είχε σημειωθεί στην Ελληνική αγορά μετοχών. Παρά το γεγονός αυτό, το έτος 1987 έκλεισε με ετήσια άνοδο της τάξεως του 162,34%, ενώ το 1988 αποτέλεσε μία μεταβατική περίοδο στην πορεία των τιμών των Ελληνικών μετοχών.

Το 1989 αποτέλεσε ένα ιδιαίτερα έντονο προεκλογικό έτος, ενώ μετά από 3 διαδοχικές εκλογικές αναμετρήσεις, προέκυψε αυτοδύναμη κυβέρνηση τον Απρίλιο του 1990. Οι οικονομικές προσδοκίες που δημιουργήθηκαν οδήγησαν σε μία άνοδο της τάξεως του 42,59% το 1989 και σε μία χρηματιστηριακή έξαρση από τις αρχές έως και το καλοκαίρι του 1990. Αμέσως μετά τη σημείωση του ιστορικού υψηλού του Γ.Δ. – 1.684,31 μονάδες - τον Ιούλιο του ίδιου έτους, η εισβολή του Ιράκ στο Κουβέιτ και η αποτυχία ανάληψης της Ολυμπιάδας του 1996, οδήγησαν σε μία έντονη πτώση των αποτιμήσεων. Η πτώση αυτή ανακόπηκε από το θετικό για τις αγορές γεγονός της νίκης των συμμάχων στον Πόλεμο του Κόλπου, με το Γ.Δ. να επανακάμπτει κοντά στις 1.300 μονάδες στο πρώτο τρίμηνο του έτους 1991.

Μέχρι και το Νοέμβριο του 1992, ο Γ.Δ. υποχώρησε σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα, κοντά στις 550 μονάδες. Η εικόνα των επόμενων τριών ετών ήταν υποτονική με περιορισμένο έως και ελάχιστο το συναλλακτικό ενδιαφέρον εκ μέρους των συμμετεχόντων. Εξαιρέσεις αποτέλεσαν η άνοδος λόγω των εκλογών του Οκτωβρίου 1993 αλλά και η «μίνι» έξαρση των τιμών των κατασκευαστικών μετοχών στις αρχές του 1994 – με το Γ.Δ. να πλησιάζει τις 1.200 μονάδες. Από την άλλη πλευρά όμως, ως αρνητικό επιστέγασμα της εν λόγω περιόδου ήρθε το σκάνδαλο της Δέλτα Χρηματιστηριακής στα τέλη του 1996.

Η χρονική περίοδος από το 1997 μέχρι το 1999 η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά γνώρισε τη μεγαλύτερη φάση ανάπτυξης της ιστορίας της. Αυτό όχι τόσο σε επίπεδο εξέλιξης της τιμής του γενικού δείκτη(αφού η μεγαλύτερη αύξηση της τιμής του γενικού δείκτη πραγματοποιήθηκε το διάστημα 1969-1972), αλλά σε διάφορους άλλους τομείς. Την περίοδο αυτή

παρατηρήθηκε η μαζικότερη προσέλκυση επενδυτικού κοινού αφού στα τέλη του 1999 ο αριθμός των ενεργών επενδυτών έφθανε στο 1.500.000. Ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών ξεπερνούσε τα 220 δισεκατομμύρια δραχμές. Η συνολική κεφαλαιοποίηση έφθανε στο 120% του ΑΕΠ. Πολλοί ξένοι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές άρχισαν να δραστηριοποιούνται έντονα. Το 1999 μάλιστα αντλήθηκαν περίπου 4,4 τρισεκατομμύρια δραχμές από την πρωτογενή χρηματιστηριακή αγορά ενώ κατά την τετραετία 1997-2000 αντλήθηκαν από την κεφαλαιαγορά 10,8 τρισεκατομμύρια δραχμές. Στην περίοδο αυτήν προεξοφλήθηκαν με άκρως έντονο τρόπο τα οφέλη της εισόδου της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. και η βελτίωση των μακροοικονομικών της μεγεθών – κάμψη πληθωρισμού και επιτοκίων, μείωση δημόσιου χρέους, βελτίωση δημοσιονομικών μεγεθών – ενώ η είσοδος καταρχήν των ξένων θεσμικών επενδυτών και μετέπειτα του ευρύτερου επενδυτικού κοινού στην αγορά μεγιστοποίησε τα μεγέθη των συναλλαγών σε ημερήσια βάση και ανέβασε τη χρηματιστηριακή αξία του Χρηματιστηρίου σε επίπεδα άνω του 150% του Α.Ε.Π.. Το 1999 αποτέλεσε το έτος με τη μεγαλύτερη άνοδο του Γ.Δ. – κατά 102% - παρά τα αρνητικά γεγονότα - της κρίσης Οτσαλάν, του Πόλεμου της Γιουγκοσλαβίας και του καταστροφικού σεισμού της Αθήνας – που μεσολάβησαν. Οι δείκτες P/E των μετοχών εκτινάχθηκαν σε τριψήφια νούμερα, με τις εισηγμένες επιχειρήσεις να επιδίδονται σε ένα χορό εξαγορών και συγχωνεύσεων για να τεκμηριώσουν τις αποτιμήσεις τους.

Παρόμοιες καταστάσεις είχε ζήσει η ελληνική οικονομία και στο παρελθόν, κυρίως κατά τα έτη 1972 και 1990. Αυτή τη φορά όμως, η χρηματιστηριακή έξαρση υπήρξε πιο μαζική και αφορούσε σε εκατοντάδες χιλιάδες επενδυτές με μια ευρύτερη γεωγραφική διασπορά. Η Ελλάδα ζούσε στο ρυθμό των χρηματιστηριακών γεγονότων και η άνοδος του χρηματιστηρίου ήταν επί εβδομάδες το κυριότερο θέμα της επικαιρότητας. Η ανοδική πορεία των τιμών των μετοχών κορυφώθηκε στα μέσα του Σεπτεμβρίου του 1999 που ο γενικός δείκτης κατέγραψε την ανώτατη ιστορική του τιμή στις 6.355 μονάδες. Η συσσωρευμένη όμως υπερτίμηση των τιμών των δεικτών που σημειώθηκε το 1999, επρόκειτο να διοχετευτεί σε μία πτωτική προσαρμογή, η οποία κατά το 2000 ενισχύθηκε και από το γεγονός ότι προς την κατεύθυνση αυτή κινήθηκε και το σύνολο σχεδόν των αναδυόμενων αλλά και αρκετά ώριμων αγορών.

Με τα σημάδια της αρχής τη πτώσης – μετά από μία αλόγιστη άνοδο των τιμών – να είναι εμφανή, οι εκλογές του Απριλίου του 2000 αλλά και η είσοδος της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε. τον Ιούνιο του ίδιου έτους, δεν απέτρεψαν την βίαιη αποκλιμάκωση των αποτιμήσεων που έμελλε να συνεχίζεται έως και τους πρώτους μήνες του 2003. Η έλευση του ευρώ στις αρχές του 2002, η προς τα πάνω αναθεώρηση του δημόσιου χρέους, καθώς και η άνοδος των πληθωριστικών πιέσεων διαδραμάτισαν αρνητικό ρόλο στη χρηματιστηριακή αγορά, αφού πρώτα προηγήθηκαν η κρίση εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού λόγω της κάθετης πτώσης των τιμών των μετοχών αλλά και η σοβαρή μείωση των επιχειρηματικών κερδών σε σχέση με τα σχεδόν ανεπανάληπτα ύψη της περιόδου του 1999. Η άνοδος και η πτώση των τιμών των μετοχών συνιστούν τον απαραίτητο νόμο των διεθνών χρηματιστηρίων οδηγώντας τους ανά τον κόσμο επενδυτές σε έντονη εναλλαγή συναισθημάτων και προσδοκιών. Η Ελληνική αγορά μετοχών διήνυσε με συστηματικό τρόπο αυτόν το δρόμο κατά την τελευταία 20ετία, επιβεβαιώνοντας την άποψη ότι η ενασχόληση με το Χρηματιστήριο αποδίδει το μέγιστο αποτέλεσμα όταν γίνεται σε πολύ μεγάλο βάθος χρόνου. Παράλληλα, αποδείχθηκε ότι ο Γενικός Δείκτης είναι προδιαγεγραμμένο να σημειώνει ξανά τα ιστορικά υψηλά του, ανεξαρτήτως της έκτασης ή του μεγέθους της πτώσης που έχει λάβει χώρα στο ενδιάμεσο χρονικό διάστημα.

Κατά την περίοδο 1988-1997 ο ρόλος των 'αναδυόμενων' χρηματιστηριακών αγορών, αυξήθηκε σημαντικά. Οι ταχύτεροι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης των χωρών αυτών, συνδυάστηκαν με την διεθνή μακροοικονομική σταθερότητα και την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, αυξάνοντας έτσι το βάθος και την κεφαλαιοποίηση των αγορών αυτών. Το Χ.Α.Α. κατείχε και συνεχίζει να κατέχει, πρωταγωνιστικό ρόλο σε αυτήν την ανάπτυξη προσφέροντας υψηλές αποδόσεις στους Έλληνες και ξένους επενδυτές. Βέβαια, η έλλειψη εμπειρίας και οργάνωσης των 'αναδυόμενων' αγορών αλλά και η αβεβαιότητα ως προς την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών των χωρών αυτών προκαλούν συχνές, έντονες διακυμάνσεις και διορθώσεις στις τιμές των 'μικρών' αυτών χρηματιστηρίων.

Από το 1987 μέχρι το 1991 η κεφαλαιοποίηση της αγοράς αυξήθηκε από \$4 δις σε \$15 δις ενώ ο Γενικός Δείκτης Τιμών ξεκίνησε από τις 103.86 μονάδες το 1987 για να σημειώσει το ανώτατο ρεκόρ στην ιστορία του μέχρι τότε φτάνοντας τις 1684.31

μονάδες στις 5/7/1990. Παράλληλα, το ΧΑ.Α. την περίοδο 1988-1997 μέση ετήσια απόδοση 28.38% ενώ ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών αυξήθηκε αυτή την περίοδο από 118 σε 240 και ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών αυξήθηκε από 500 εκ σε 45 δις δραχμές. Ας εξετάσουμε όμως την πορεία του Γενικού Δείκτη την δεκαετία αυτή.

Η πορεία του γενικού δείκτη τιμών κατά την περίοδο 1986-1996 χαρακτηρίστηκε από έντονα ανοδικές τάσεις αλλά και από βίαιες 'διορθώσεις' των τιμών των μετοχών. Οι μεταστροφές της αγοράς αποδόθηκαν συχνά σε κερδοσκοπικές φούσκες, όμως η πορεία των μεγεθών των εταιρειών σε συνάρτηση με τις μεταβαλλόμενες προσδοκίες για την μελλοντική πορεία της Ελληνικής οικονομίας μάλλον δικαιολογούν την κίνηση των τιμών των μετοχών. Η πορεία του χρηματιστηρίου, κυρίως μετά την διεθνή κρίση του Οκτωβρίου 1997, φαίνεται να επιβεβαιώνει το παραπάνω συμπέρασμα αφού σε ένα περιβάλλον διεθνούς αστάθειας και εγχωρίων διαρθρωτικών μεταβολών η εκτίμηση των θεμελιωδών μεγεθών είναι αρκετά δύσκολη. Ένα τέτοιο περιβάλλον αποτελεί πρόσφορο έδαφος για κερδοσκοπία καθώς η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές εξελίξεις προκαλεί την έντονη διακύμανση των προσδοκώμενων θεμελιωδών μεγεθών γεγονός που έχει μεγάλο αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών.

Η πορεία του Ελληνικού Χρηματιστηρίου το 1987 επιβεβαιώνει το παραπάνω συμπέρασμα καθώς δεν έμεινε ανεπηρέαστο από τις διεθνείς εξελίξεις. Ο Δείκτης παρουσίασε έντονες ανοδικές τάσεις μετά τις 18/6/1987 για να παρουσιάσει κέρδη 340% μέχρι τις 15/10 όπου και έκλεισε στις 518.875 μονάδες. Η κρίση όμως των διεθνών αγορών στις 19/10 προκάλεσε την ραγδαία πτώση των τιμών με αποτέλεσμα ο Δείκτης να επιστρέψει στις 208.06 μονάδες στις 7/12/1987. Μία έρευνα του Choudhry έδειξε πως υπήρχε αυξημένη μεταβλητότητα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου ενώ η μεταβλητότητα αυτή εξαφανίστηκε μετά τον Νοέμβριο του 1987. Έτσι, τα δεδομένα δείχνουν πως η διακύμανση των τιμών δεν ήταν στάσιμη αυτήν την περίοδο και ο Choudhry καταλήγει στο συμπέρασμα πως υπήρχε φούσκα στο χρηματιστήριο την περίοδο αυτή.

Παρόμοια πορεία παρουσίασε ο Γενικός Δείκτης τιμών και την περίοδο 1989-1991. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από αυξημένη αισιοδοξία, λόγω της πιθανότητας ανάληψης της Ολυμπιάδας, ενώ το επενδυτικό κλίμα βελτιώθηκε ακόμα

περισσότερο μετά τον Απρίλιο του 1990, όταν και λύθηκε το πρόβλημα πολιτικής αστάθειας. Το κλίμα αυτό ενίσχυσε τις ανοδικές τάσεις στο Χ.Α.Α. με αποτέλεσμα να σημειώνονται συνεχόμενα ρεκόρ τιμών μέχρι τον Σεπτέμβριο. Η αποτυχία όμως ανάληψης της Ολυμπιάδας του 1996 οδήγησε τον δείκτη σε κατάρρευση καθώς οι προσδοκίες για αυξημένα κέρδη και μερίσματα, κυρίως από τις κατασκευαστικές εταιρείες, διαψεύστηκαν. Ο Δείκτης Τιμών στις 12 Νοεμβρίου είχε φτάσει τις 752.14 μονάδες σημειώνοντας πτώση 55.33% από την μέγιστη τιμή του έτους. Στην πτώση αυτή πρωταγωνίστησαν μετοχές του κατασκευαστικού κλάδου και των οικοδομήσιμων υλικών όπως για παράδειγμα η κοινή μετοχή του Τιτάνα η οποία ξεκίνησε το έτος με τιμή 9,980 δρχ. για να φτάσει στις 29,648 Δρχ. στις 5/7 και να κλείσει στις 13/11 στις 10,700 δρχ. έχοντας χάσει το 65.91% της αξίας της.

Το ΧΑΑ από το 1991 έχει σημειώσει μία θεαματική πορεία καθώς τόσο τα μικροοικονομικά όσο και τα μακροοικονομικά μεγέθη της Ελληνικής οικονομίας βελτιώνονται συνεχώς. Βέβαια οι ανοδικές τάσεις συχνά αντιστρέφονταν είτε λόγω αβεβαιότητας για τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας ή λόγω εισαγόμενων διαταραχών καθώς η πολιτική της σκληρής δραχμής ενίσχυσε την εισροή ξένου κεφαλαίου στο Ελληνικό Χρηματιστήριο. Οι διορθωτικές αυτές κινήσεις της αγοράς συχνά αποδόθηκαν στην κατάρρευση κερδοσκοπικών φουσκών όμως αρκετοί μελετητές υποστηρίζουν πως ήταν αποτέλεσμα της διόρθωσης των προσδοκιών των επενδυτών.

Ωστόσο, ανησυχητική είναι ακόμη η διαπίστωση ότι και οι δύο μεγάλες διεθνείς κρίσεις, που παρέσυραν και την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και σηματοδότησαν την έναρξη ενός μεγάλου καθοδικού κύκλου, συνοδεύτηκαν από πτωτικές συνεδριάσεις και μάλιστα με ποσοστά πολύ μεγαλύτερα από αυτά που άρχισαν.

Για παράδειγμα, τη «Μαύρη Δευτέρα» της 19ης Οκτωβρίου του 1987, η οποία προκλήθηκε από δραματική πτώση του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών είχε μειωθεί μόνο κατά -2,2%, αλλά, μετά την επαναλειουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις 26 Οκτωβρίου, η πτώση αυτή ήταν -12,6%, η οποία συνοδεύτηκε και από άλλες που έφτασαν έως το -22,4% (26 Νοεμβρίου 1987). Επίσης, την άλλη «Μαύρη Δευτέρα» της

21ης Σεπτεμβρίου του 1999, η πτώση ήταν -4,91%, η οποία συνοδεύτηκε από άλλες που έφτασαν έως το -9,17% (17 Απριλίου 2000).

Οι μεγαλύτερες χρηματιστηριακές κρίσεις μετά το 1990 ήταν εκείνες στις 17 Απριλίου του 2000 με πτώση κατά 9,17%, στις 19 Αυγούστου 1991 με πτώση κατά 7,64%, την 1η Απριλίου 1999 με πτώση κατά 7,55%, στις 2 Οκτωβρίου 1998 με πτώση 7,32%, στις 9 Σεπτεμβρίου 1993 με πτώση 6,89%, στις 14 Μαρτίου 2000 με πτώση 6,60%, στις 6 Μαΐου 1993 με πτώση 6,55% και στις 13 Ιανουαρίου 1999 με πτώση 6,21%. Η τελευταία μάλιστα χρηματιστηριακή κρίση συνοδεύτηκε στην αρχή από μικρές διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών και στη συνέχεια (κυρίως από την άνοιξη του ίδιου χρόνου) από το γνωστό χρηματιστηριακό παροξυσμό που οδήγησε στην ιλιγγιώδη αύξηση του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών έως τις 17 Σεπτεμβρίου 1999 και στη θεαματική πτώση του μετά τις 21 Σεπτεμβρίου 1999.

Πάντως, επισημαίνεται ότι αυτές οι χρηματιστηριακές κρίσεις ή απότομες διακυμάνσεις που προκαλούνται στην ελληνική και διεθνή χρηματιστηριακή αγορά από διάφορα αίτια και αφορμές, είναι συνήθεις σε όλους σχεδόν τους καθοδικούς κύκλους, όπως είναι ο σημερινός 13ος μετά το 1970. Η έως τώρα εμπειρία από τους προηγούμενους χρηματιστηριακούς κύκλους καταδεικνύει ότι, όπως δημιουργούνται αναταράξεις από διάφορα αίτια και αφορμές, έτσι προκαλούνται και χρηματιστηριακοί «πυρετοί» από άλλα αίτια και αφορμές. Για το λόγο αυτό οι επενδύσεις σε μετοχές απαιτούν κυρίως ψυχραιμία, νηφαλιότητα και προσοχή.

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σημαδεύτηκε από το κραχ τού 1999 στο οποίο ενεπλάκη μεγάλο μέρος των Ελλήνων. Στην Ελλάδα το καλοκαίρι του 99 πολλοί Έλληνες ασχολούνταν με το χρηματιστήριο: ακόμα και σε μικρά χωριά υπήρχαν ΕΛΔΕ (γραφεία αγοράς και πώλησης μετοχών), και πολλές μικρές εταιρίες εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο. Οι ενεργοί κωδικοί επενδυτών στο ΧΑΑ έφτασαν το 1,5 εκ περίπου, όταν οι Έλληνες εργαζόμενοι είναι περίπου 4,5 εκ. Με τον γενικό δείκτη να καταρρίπτει καθημερινά κάθε ρεκόρ πολλοί Έλληνες πίστεψαν ότι έλυσαν το οικονομικό πρόβλημα της

ζωής τους. Όπως είχε πει και ο Martin, W. McChesney: *“Δύο παρορμήσεις λειτουργούν στο χρηματιστήριο: Ο φόβος και η απληστία.”* . Φαίνεται λοιπόν πως η απληστία είχε καταλάβει μεγάλο μέρος του επενδυτικού κοινού με αποτέλεσμα να επενδύουν όλο και περισσότερα χρήματα.

Την περίοδο αυτή διακρίνουμε δύο φάσεις. Η πρώτη περιλαμβάνει τη διετία 1998-1999 με τη φούσκα κατά τη διάρκεια της οποίας συνέβησαν γεγονότα που ευνόησαν την κατάσταση. Ειδικότερα, σημειώθηκαν αποδόσεις της τάξης του 356%, υποτιμήθηκε η δραχμή, υιοθετήθηκε το ευρώ, τα επιτόκια ακολουθούσαν πτωτική πορεία ενώ παράλληλα παρατηρήθηκε μεγάλη ρευστότητα εκτός αγοράς. Στη δεύτερη φάση έχουμε πλέον το κραχ. Η πτώση διαρκεί συνολικά 1.291 ημέρες. Έχει εκτιμηθεί ότι περίπου εκατό δισεκατομμύρια ευρώ άλλαξαν χέρια, μεγάλο μέρος από τα οποία έχασαν οι λεγόμενοι μικροεπενδυτές. Η χρηματιστηριακή κρίση του 1999 αποτέλεσε την αφορμή για την αναδιανομή μεγάλου μέρους του πλούτου.

Η απότομη πτώση του Χρηματιστηρίου ακολούθησε την άνοδο των προηγούμενων ετών που κορυφώθηκε το 1999 και συνδέθηκε με την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ και την προοπτική ανάληψης των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας του 2004. Ανάλογη πορεία ακολουθούσαν και τα χρηματιστήρια σε διεθνές επίπεδο, λόγω της αισιοδοξίας περί νέας οικονομίας, δηλαδή μόνιμη και σημαντική άνοδος της παραγωγικότητας χάριν στις επαναστάσεις της πληροφορικής. Πρελούδιο της κρίσης θεωρείται η οικονομική κρίση στην Ασία που προκάλεσε το μίνι κραχ του 1997 .

Η πτώση που ξεκίνησε στις 23 Σεπτεμβρίου συνεχίστηκε για αρκετά χρόνια εξανεμίζοντας την αξία των μετοχών. Πολλές από τις μετοχές που είχαν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αποδείχτηκαν "φούσκες", δηλαδή άνευ αντικρίσματος μετοχές με εταιρείες χωρίς έργο αλλά μόνο σκοπό την ελκυστική εικόνα στο χρηματιστήριο. Από το Μάιο του 2001 η ελληνική αγορά ανήκει πλέον στις «ώριμες», δηλαδή αναπτυσσόμενες αγορές.

Επιπτώσεις στους πολίτες και ευθύνες

Πολλοί υποστήριζαν ότι το χρηματιστήριο έγινε αντικείμενο χειραγώγησης από διάφορους παράγοντες ενώ κάποιοι άλλοι επέριψαν ευθύνες στην τότε κυβέρνηση. Η μετέπειτα διερεύνηση των γεγονότων έφερε στην επιφάνεια νέα σκάνδαλα καθώς αποδείχτηκε συγκάλυψη ευθυνών. Από τις 1100 ΕΛΔΕ έκλεισαν ή υπολειπόμενοι οι 900. Από τις 100 ΑΧΕ/ΑΧΕΠΕΥ έκλεισαν οι 16. Το Χρηματιστήριο πέρασε στην σφαίρα της ανυποληψίας. Ιδιαίτερα σημαντικό γεγονός ήταν ότι παρουσιάστηκε αδυναμία εναλλακτικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η οικονομική στενότητα επεκτάθηκε πλέον σε χιλιάδες νοικοκυριά.

Οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία όμως ήταν μάλλον μικρές. Και οι επιπτώσεις στους πολίτες υπερτιμήθηκαν από μέρος της πολιτικής και τον εντυπωσιοθηρικό τύπο. Για παράδειγμα αιτιάσεις ότι χάθηκαν δεκάδες δισεκατομμύρια ευρώ από την περιουσία του ελληνικού λαού υπόκεινται συνήθως σε δυο πλάνες:

1. μεγάλο μέρος του ΧΑΑ είναι σε χέρια ξένων επενδυτών (τον Αύγουστο 2006 σχεδόν 42%)
2. η άνοδος μιας μετοχής κατά 100% δεν σημαίνει πραγματικά κέρδη 100% για τους επενδυτές. Είναι μόνο χάρτινα κέρδη, αν όλοι οι επενδυτές προσπαθούσαν να ρευστοποιήσουν οι τιμές θα έπεφταν κατά πολύ. Έτσι η πτώση από τα ανώτατα επίπεδα του 1999 δεν σημαίνει ότι οι επενδυτές είχαν μεγάλα κέρδη και τα έχασαν, σημαίνει ότι ποτέ δεν μπόρεσαν να ρευστοποιήσουν δυνάμει κέρδη. Πραγματικά χαμένοι επενδυτές, κατά το μέγεθος που παρουσίασαν οι εντυπωσιοθηρικές, είναι μόνο αυτοί που αγόρασαν στα υψηλότερα και πούλησαν στα χαμηλότερα σημεία, δηλαδή ένα πολύ μικρό ποσοστό των επενδυτών.

Η εξέλιξη του ελληνικού χρηματιστηρίου κάθε άλλο παρά ομαλή υπήρξε. Παρά τον δυναμισμό που επέδειξε η ελληνική οικονομία τα τελευταία

χρόνια σε όρους αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος της, η ασύμμετρη συμπεριφορά του Χ.Α.Α. ως προς τα μεγάλα διεθνή χρηματιστήρια καταδεικνύει τις μακροχρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας, οι οποίες θα υπαγορεύσουν την εξέλιξη της πορείας του χρηματιστηρίου και στο μέλλον. Τόσο η εκάστοτε κυβέρνηση όσο και οι ελληνικοί επιχειρησιακοί κύκλοι καλούνται να λύσουν το πρόβλημα της ανταγωνιστικότητας και της παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας ώστε να αναστραφεί το αρνητικό επενδυτικό κλίμα και να αποκατασταθεί η χαμένη αξιοπιστία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Ο καταλογισμός της ευθύνης για την πτώση του ελληνικού χρηματιστηρίου στο γεγονός της διεθνοποίησής του και της αύξησης της συσχέτισής του με τα ώριμα χρηματιστηριακά κέντρα αποτελεί εκούσιο στρουθοκαμηλισμό, ο οποίος σε τίποτα δεν συνεισφέρει στον δύσκολο αγώνα της επίλυσης των προβλημάτων της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται μία ενδιαφέρουσα σύγκριση ανάμεσα στην κρίση του 1929 στην Αμερική και στην χρηματιστηριακή κρίση του 1999 στην Ελλάδα. Τα δύο αυτά γεγονότα παρουσιάζουν αρκετά κοινά στοιχεία αλλά και κάποιες διαφορές κυρίως ως προς τον τρόπο αντιμετώπισής τους από την κάθε χώρα.

5. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΤΟΥ 1929 ΣΤΗ WALL STREET ΜΕ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 1999

Η χρηματιστηριακή κρίση του 1999 στην Ελλάδα παρουσιάζει αρκετές ομοιότητες με τη χρηματιστηριακή κρίση του 1929 στη Wall Street. Και στα δύο χρηματιστήρια παρατηρήθηκαν κερδοσκοπικές τάσεις ενώ η χρηματιστηριακή κρίση οδήγησε και τις δύο χώρες σε περίοδο ύφεσης. Επιπλέον δεν είχαν θεσπιστεί λειτουργίες της κεφαλαιαγοράς όπως η επιτροπή κεφαλαιαγοράς που δημιουργήθηκε αργότερα για να προστατεύει το επενδυτικό κοινό από κερδοσκοπικές ενέργειες. Οι τάξεις που πλήγηκαν περισσότερο ήταν οι ιδιώτες χρηματιστηριακοί επενδυτές και στις δύο περιπτώσεις Αξίζει να σημειωθεί ότι οι κρίσεις προήλθαν από μία γενικότερη ευφορία που επικρατούσε στις οικονομίες της Αμερικής και της Ελλάδας για διαφορετικούς κατά περίπτωση λόγους. Όσον αφορά την Ελλάδα το θετικό κλίμα που επικρατούσε οφειλόταν κυρίως στους επερχόμενους ολυμπιακούς αγώνες στην Αθήνα και την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ(Οικονομική Νομισματική Ένωση). Στην Ελλάδα είχαν δημιουργηθεί επιπρόσθετα προσδοκίες για ριζική αντιμετώπιση του δημοσιονομικού ελλείμματος από την κυβέρνηση αλλά και για τόνωση της εξαγωγικής δραστηριότητας των ελληνικών επιχειρήσεων ύστερα από την απότομη υποτίμηση της δραχμής που είχε προηγηθεί.

Πέρα από τα κοινά στοιχεία που παρουσιάζουν οι δύο μεγάλες κρίσεις διαφέρουν σε κάποια σημεία. Οι επιπτώσεις τους δεν είχαν το ίδιο αντίκτυπο στην κοινωνία καθώς το μέγεθος διέφερε σημαντικά. Ο τρόπος αντιμετώπισης της κρίσης από την κάθε κυβέρνηση ήταν επίσης διαφορετικός. Σε αντίθεση με την αμερικάνικη κυβέρνηση, η ελληνική δεν έκανε καμία προσπάθεια συγκράτησης της πτώσης αφού δεν παρατηρήθηκαν αντίστοιχες ενέργειες, με

τις αμερικάνικες, από την τότε κυβέρνηση της Ελλάδας προκειμένου να αντιμετωπιστεί η κρίση.

Δεν υπάρχει ωστόσο αμφιβολία ότι τόσο η Αμερική όσο και η Ελλάδα έζησαν μία περίοδο έντονης ύφεσης την οποία προκάλεσε κάποια ορθολογική φούσκα. Τι ορίζουμε όμως ως ορθολογική φούσκα; Το κεφάλαιο που ακολουθεί απαντά στο ερώτημα αυτό.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑΣ

6. ΟΡΘΟΛΟΓΙΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ

(RATIONAL BUBBLES)

Μια απρόσμενη διαπίστωση κατά την ανάλυση των πολλαπλών λύσεων σε μοντέλα ορθολογικών προσδοκιών ήταν η διαπίστωση ότι τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποκλίνουν «ορθολογικά» από τα θεμελιώδη (που είναι ίσα με την αναμενόμενη προεξοφλημένη αξία των μερισμάτων) της αγοράς. Αυτές οι αποκλίσεις ερμηνεύονται ως «φούσκες» και αντανακλούν κρίσεις στις χρηματοοικονομικές αγορές, αυτοεκπληρούμενες προφητείες κ.α.. Συνεπώς, φούσκα ονομάζεται η απόκλιση της τιμής ενός χρηματιστηριακού τίτλου από τη θεμελιώδη αξία του. Το κύριο χαρακτηριστικό των κερδοσκοπικών φουσκών είναι ότι παρατηρείται μια διαρκής και αυξανόμενη απόκλιση των τιμών από τις θεμελιώδεις τιμές. Μία συστηματική απόκλιση που αυξάνει διαχρονικά μπορεί να είναι ορθολογική κερδοσκοπική φούσκα. Οι αποκλίσεις μπορεί να αναφέρονται σε επίπεδα τιμών, συναλλαγματικές ισοτιμίες και τιμές μετοχών². Η ορθολογική φούσκα δεν μπορεί να είναι αρνητική ενώ αν μηδενιστεί είναι αδύνατον να δημιουργηθεί μόνη της. Οι φούσκες μπορούν να προκληθούν από εξωγενείς παράγοντες που δεν σχετίζονται με την αγορά και την πραγματική οικονομία ή από λανθασμένη εκτίμηση των θεμελιωδών μεγεθών των εταιρειών και των επιχειρήσεων. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 μία εκτενής βιβλιογραφία έχει προσπαθήσει να εξετάσει το θεωρητικό υπόβαθρο αλλά και τις συνθήκες εμπειρικής ανίχνευσης τέτοιων ορθολογικών φουσκών. Ενδεικτικά, οι Flood και Garber(1980), Blanchard και Watson(1982), Meese(1986), Evans(1986), West(1987), Flood και Hodrick(1990) και Stiglitz(1990) έχουν μελετήσει τις φούσκες ορθολογικών προσδοκιών. Σε νεότερες μελέτες αναφέρεται ότι φούσκες μπορεί να δημιουργηθούν και λόγω ατελειών πληροφόρησης στην αγορά. Ανεξάρτητα από το πώς δημιουργούνται το αποτέλεσμα είναι η συστηματική αυξανόμενη απόκλιση των τιμών από τη θεμελιώδη αξία τους.

² Olivier Blanchard and Mark Watson (1982) μελέτησαν επίσης και την αγορά του χρυσού.

Το ενδεχόμενο οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών να οφείλονται σε αυτοεκπληρούμενες προφητείες των εμπλεκομένων στην αγορά έχει απασχολήσει πλήθος μελετητών της ελεύθερης αγοράς. Τέτοιες αυτοεκπληρούμενες προφητείες ονομάζονται συχνά «φούσκες» ή “sunspots” για να υποδηλώσουν την εξάρτησή τους από γεγονότα όχι άμεσα σχετιζόμενα με την αγορά. Σύμφωνα με τους Flood & Hodrick³ οι κερδοσκοπικές φούσκες είναι αυτοεκπληρούμενες προφητείες. Η «τουλίπα», η «φούσκα» της South Sea, η «φούσκα» του Mississippi καθώς και η αύξηση των τιμών των μετοχών που διαδέχτηκε το «κραχ» του 1929 αποτελούν παραδείγματα αυτοεκπληρούμενων προφητειών. Ο John Maynard Keynes (1936) υποστήριξε ότι οι κερδοσκόποι προσπαθούν να κάνουν εκτιμήσεις για το μέλλον της αγοράς και συγκεκριμένα ποια θα είναι η «μέση» εκτίμηση από το επενδυτικό κοινό παρά να εστιάζουν στα θεμελιώδη της αγοράς. Αν καταφέρουν να είναι ακριβείς στις προβλέψεις τους τότε θα είναι σε θέση να πραγματοποιήσουν υπερκέρδη. Στην περίπτωση που ένα μεγάλο μέρος της αγοράς λειτουργήσει με αυτόν τον τρόπο, τότε άμεσο επακόλουθο θα είναι η άνοδος ή πτώση των τιμών που θα επιβεβαιώσει τελικά τις προσδοκίες. Καταλήγουμε συνεπώς στο συμπέρασμα πως η «φούσκα» θα δημιουργηθεί όταν ένα μεγάλο μέρος της αγοράς συμπεριφερθεί με τον ίδιο τρόπο δημιουργώντας έτσι μια συμπεριφορά «κοπαδιού» η οποία θα προκαλέσει και το «σπάσιμο» της φούσκας. Η ορθολογική φούσκα μπορεί να εμφανιστεί μόνο σε πεπερασμένους επενδυτικούς χρονικούς ορίζοντες καθώς είναι ασύμβατη με την διαχρονική μεγιστοποίηση της ευημερίας ενός επενδυτή στο άπειρο μίας και σε τέτοιες συνθήκες οι αποκλίσεις από την θεμελιώδη αξία διορθώνονται από τον ίδιο τον επενδυτή.

Η εκτεταμένη υιοθέτηση της υπόθεσης των ορθολογικών προσδοκιών διασφάλισε την απαιτούμενη βάση για τη θεωρητική και εμπειρική μελέτη τέτοιων φαινομένων. Πολλά μοντέλα ορθολογικών προσδοκιών ωστόσο, όπως παρατήρησαν οι William Brock, John Taylor και Robert Shiller, εμφανίζουν κάποια ασάφεια. Συνήθως αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι οι αποφάσεις των επενδυτών επηρεάζονται τόσο από τις τρέχουσες τιμές της

³ Robert P. Flood, Robert J. Hodrick: ‘On Testing for Speculative Bubbles’, The Journal of Economic Perspectives, Vol.4, No.2(Spring, 1990), pp.85-101.

αγοράς όσο και από τις προσδοκίες για τις μελλοντικές τιμές. Για παράδειγμα, σε μία δημόσια εγγραφή, η τιμή των μετοχών θα καθοριστεί σύμφωνα με το νόμο ζήτησης-προσφοράς. Το επίπεδο ισορροπίας για τη ζήτηση και την προσφορά θα προσδιοριστεί από την τρέχουσα τιμή της μετοχής και τις προσδοκίες για την μελλοντική της πορεία ενώ οι προσδοκίες με τη σειρά τους εξαρτώνται από τις τρέχουσες τιμές. Συνεπώς, φαίνεται πως ένα απλό υπόδειγμα αγοράς δεν είναι σε θέση να προσδιορίσει την τιμή της αγοράς παρά μόνο ακολουθίες τιμών. Μία από αυτές θα είναι η θεμελιώδης τιμή ενώ όλες οι υπόλοιπες θα περιέχουν φούσκες. Έτσι οι τιμές καθορίζονται μόνο σε ένα ποσοστό από τα θεμελιώδη μεγέθη. Κυρίως όμως καθορίζονται από τις σωστές ή λανθασμένες προσδοκίες για το επίπεδο των μελλοντικών τιμών. Με άλλα λόγια, σε μία αγορά παρατηρείται αδυναμία προσδιορισμού των τιμών, δηλαδή απόκλιση από την θεμελιώδη τιμή, όταν οι επενδυτές βασίζονται και στα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας αλλά και στις προσδοκίες για τις μελλοντικές τιμές για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Αν λοιπόν η αγορά προβλέπει αύξηση των τιμών στο μέλλον θα αυξηθεί η ζήτηση σήμερα με αποτέλεσμα να αυξηθούν οι τιμές στην τρέχουσα περίοδο επιβεβαιώνοντας τις προσδοκίες. Μάλιστα αν δεν μεταβληθούν οι προσδοκίες θα παραμείνουν υψηλές οι τιμές .

Σε τέτοιες περιπτώσεις απαιτούνται επιπρόσθετοι περιορισμοί στα οικονομικά μοντέλα ώστε να μικρύνει η πιθανότητα να καταλήξουμε σε τιμές που εμπεριέχουν φούσκες. Για παράδειγμα, ο Jean Tirole (1985) υποστηρίζει ότι οι πραγματικές τιμές των περιουσιακών στοιχείων θα είναι μοναδικές και θα εξαρτώνται μόνο από τα θεμελιώδη της αγοράς σε μία οικονομία με πεπερασμένο αριθμό ορθολογικών «αθάντων⁴» επενδυτών. Η υπόθεση όμως των «αθάντων» επενδυτών είναι σαφώς αμφισβητήσιμη και συνεπώς κάποιοι οικονομολόγοι χαρακτηρίζουν αυτή τη μέθοδο αναποτελεσματική. Πολλοί ερευνητές ισχυρίζονται ότι τα εμπειρικά τεστ για τον εντοπισμό «φουσκών» είναι περιορισμένου ενδιαφέροντος αφού μπορούν να αντικρουστούν από διάφορες ορθολογικές οικονομικές θεωρίες. Από την άλλη μεριά όμως, τα τεστ για τον εντοπισμό «φουσκών» εξετάζουν μια σύνθετη μηδενική υπόθεση για απουσία φούσκας και σωστά προσδιορισμένα

⁴ Φυσικά δεν υπάρχουν αθάνατοι επενδυτές αλλά οι οικογένειες των επενδυτών μπορούν να επηρεάσουν τα γεγονότα διαμέσου των γενεών μέσω κληρονομιών και προσφορών.

θεμελιώδη της αγοράς και πρέπει να μπορούν να ανιχνεύουν αδυναμίες του εκάστοτε μοντέλου.

Οι M.C.Adam και A.Szafarz⁵ επισημαίνουν ότι οι φούσκες ορθολογικών προσδοκιών προσδιορίζονται μόνο στα πλαίσια ενός ειδικού μοντέλου. Δουλεύοντας μάλιστα με τα ίδια δεδομένα και με το ίδιο μοντέλο μπορούν να ανιχνεύσουν διαφορετικές φούσκες.

Σε μοντέλα ορθολογικών προσδοκιών, οι φούσκες μπορούν να παρουσιαστούν εύκολα από το μοντέλο του Cagan(1965). Πρόκειται για ένα μοντέλο υπερπληθωρισμού:

$$m_t - p_t = -\alpha [E(p_{t+1}/I_t) - p_t] + x_t \quad (1)$$

Όπου m_t , p_t είναι φυσικοί λογάριθμοι του χρήματος και της τιμής.

Ο όρος $E(p_{t+1}/I_t)$ υποδηλώνει τις ορθολογικές προσδοκίες p_{t+1} στο χρόνο t δεδομένου του σετ πληροφοριών I . Το τελευταίο περιλαμβάνει όλες τις τρέχουσες και παλιότερες μεταβλητές του μοντέλου.

Σε αυτό το μοντέλο ο όρος m_t θεωρείται εξωγενής μεταβλητή και $\alpha > 0$. Η σχέση (1) μπορεί να γραφεί και ως εξής:

$$p_t = \alpha E(p_{t+1}/I_t) + z_t \quad (2)$$

Όπου $z_t = (m_t - x_t)/(\alpha + 1)$ και $\alpha = \alpha/(\alpha + 1)$, εάν $\alpha > 0$.

Αυτή η σχέση εκφράζει μία ενδογενή μεταβλητή σαν μια γραμμική λειτουργία της αναμενόμενης τιμής για την επόμενη περίοδο και μιας εξωγενούς μεταβλητής z_t . Η σχέση (2) αποτελεί τον κεντρικό πυρήνα πολλών μοντέλων σχετικών με φούσκες ορθολογικών προσδοκιών. Επίσης αποτελεί το εναρκτήριο σημείο για τους Blanchard(1979), Flood και Garber(1980), Diba και Grossman(1983) και άλλους ερευνητές που ασχολήθηκαν με το μοντέλο

⁵ M. C. Adam, A. Szafarz: 'Speculative Bubbles and Financial Markets', Oxford Economic Papers, New Series, Vol. 44, No.4, Special Issue on Financial Markets, Institution and Policy.(Oct., 1992), pp.626-640.

του υπερπληθωρισμού. Το μοντέλο αυτό ωστόσο, έχει άπειρες λύσεις. Καταλήγοντας σε μια forward λύση, εκφράζει την τιμή ως αναμενόμενη συνάρτηση των τιμών των εξωγενών μεταβλητών του συστήματος. Η λύση αυτή είναι γνωστή και ως θεμελιώδης λύση. Πρέπει όμως να σημειωθεί ότι αυτή η λύση ενδεχομένως και να μην υπάρχει. Επαρκείς συνθήκες για να υπάρχει η λύση είναι $|a| < 1$ και η εξωγενής μεταβλητή z_t να είναι στάσιμη. Η ύπαρξη της λύσης οδηγεί στην ανάγκη για δημιουργία περιορισμών ώστε να μειωθεί το εύρος των λύσεων. Ένας τέτοιος περιορισμός μπορεί να δημιουργηθεί από τη συνθήκη το όριο του όρου $a^t E(p_{t+T}/I_T)$ προς το άπειρο να τείνει στο μηδέν.

Σε ένα οικονομικό μοντέλο όμως αυτές οι συνθήκες δύσκολα τηρούνται. Έπειτα οι M.C.Adam και A.Szafarz χρησιμοποιούν ένα άλλο μοντέλο, με τη βοήθεια των αποτελεσμάτων των Gougiourou, Lafont και Monfort(1982), προκειμένου να οριστούν οι φούσκες μέσα από τη σχέση:

$$p_t = p_t^F + (1/a^t)N_t \quad (3)$$

Όπου N_t είναι μια arbitrary martingale process. Η γενική ιδέα για την martingale περιλαμβάνει και κάποια στοχαστικά στοιχεία τα οποία συνοψίζονται στον όρο Θ_t .

Έτσι:

$$N_t = N + \Theta_t$$

Όπου Θ_t είναι μία στοχαστική ακολουθία με μηδενικό μέσο έτσι ώστε $E(\Theta_{t+1}/I_t) = \Theta_t$. Έτσι κατέληξαν στη σχέση:

$$p_t = p_t^F + (1/a^t)N + (1/a^t)\Theta_t \quad (4)$$

Μετά από όλα αυτά όρισαν τη φούσκα σαν άθροισμα ενός ντετερμινιστικού και ενός στοχαστικού όρου. Έτσι:

$$B_t = (1/\alpha^t)N + (1/\alpha^t)\Theta_t. \quad (5)$$

Σύμφωνα με την ορολογία που αναπτύχθηκε από τους Blanchard και Watson(1982) και Diba και Grossman(1983), ο πρώτος όρος εκφράζει το ντετερμινιστικό κομμάτι της φούσκας ενώ ο δεύτερος το στοχαστικό.

Το πρωτοποριακό άρθρο των Flood και Garber(1980) επικεντρώνεται στο ντετερμινιστικό όρο του μοντέλου του υπερπληθωρισμού. Ο όρος αυτός εκφράζει το στοιχείο του αυτοεκπληρούμενου όπου οι επενδυτές αναμένουν οι τιμές να μεταβληθούν με έναν ρυθμό πολύ έντονο. Όπως όμως επισήμανε ο Blanchard(1979), οι ντετερμινιστικές φούσκες μη αριθμήσιμες καθώς στα πλαίσια της κερδοσκοπικής αγοράς δεν παύουν να υπάρχουν.

Αξίζει να τονιστεί ότι ο ντετερμινιστικός αλλά και ο στοχαστικός όρος ξετάζονται συνήθως ξεχωριστά. Όμως τίποτα δεν αποκλείει την ταυτόχρονη πραγματοποίησή τους έτσι ώστε η φούσκα να εκδηλώσει τάσεις «σκασίματος».

Ωστόσο η προσπάθεια των M.C.Adam και A.Szafarz αμφισβητήθηκε από κάποιους καθώς υποστηρίζεται ότι το μοντέλο που προτείνουν είναι αρκετά ειδικό καθώς είναι δύσκολο να τηρείται η συνθήκη $|a| < 1$ αλλά και να ισχύει η στασιμότητα των εξωγενών μεταβλητών. Επιπρόσθετα το μοντέλο τους στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί και ότι υπάρχει ομοιογενής πληροφόρηση με την έννοια ότι το σετ I είναι κοινό για όλους. Συνεπώς δεν έχει προβλεφθεί η περίπτωση ετερογενούς πληροφόρησης.

Οι M.C.Adam και A.Szafarz προσπάθησαν να διαχωρίσουν την έννοια της φούσκας ορθολογικών προσδοκιών από την παραδοσιακή έννοια της φούσκας. Υποστήριξαν συγκεκριμένα ότι οι παραδοσιακές φούσκες έχουν μία συγκεκριμένη μορφή και δεν εμφανίζονται σε αγορές που επικρατούν ορθολογικές προσδοκίες. Αντιθέτως, οι φούσκες ορθολογικών προσδοκιών εμφανίζουν μία ποικιλία από μορφές, πολλές από τις οποίες δεν ανταποκρίνονται στη μορφή μιας παραδοσιακής φούσκας.

Στην έρευνα τους οι Flood και Garber(1980) διερωτώνται αν οι φούσκες αποτελούν απλά ένα τέχνημα ενός μοντέλου το οποίο έχει την ικανότητα να προβλέπει σωστά ή αν πράγματι υπάρχουν.

Ο Kenneth West⁶ (1987) ανέπτυξε ένα έξυπνο τεστ για φούσκες. Χρησιμοποίησε το κλασικό μοντέλο για αναμενόμενες αποδόσεις ώστε να ελέγξει τη μηδενική υπόθεση. Ξεκινάει με μία σειρά από τεστ και στη συνέχεια υπολογίζει μία σχέση για την πρόβλεψη μερισμάτων εξετάζοντας πάντα τη συνέπεια των δεδομένων. Έπειτα συγκρίνει τις παραμέτρους για τις τιμές των μετοχών σε ένα σετ πληροφοριών το οποίο πρέπει να συμφωνεί με τις φόρμουλες του Hansen Sargent (1981) καταλήγοντας τελικά στο συμπέρασμα ότι «..τα δεδομένα απορρίπτουν τη μηδενική υπόθεση για την μη ύπαρξη φουσκών». Ο West αμφισβητήθηκε επειδή θεώρησε ότι οι εξισώσεις για τον υπολογισμό των μελλοντικών μερισμάτων είναι στάσιμες σε οποιαδήποτε επίπεδα πραγματικών μερισμάτων.

Οι Gilles & LeRoy απέδειξαν μαθηματικά ότι οποιοδήποτε συνεχές, δυναμικό σύστημα τιμών μπορεί να διαιρεθεί σε δύο μέρη: το θεμελιώδες και τη φούσκα. Κάθε υποσύνολο τιμών χαρακτηρίζεται από ορισμένες ιδιότητες. Το θεμελιώδες υποσύνολο έχει την ιδιότητα ότι διαμορφώνεται σύμφωνα με ένα σταθερό άθροισμα απείρων όρων (τα μερίσματα) και το μέγεθος του ισούται με το άθροισμα αυτών. Αντιθέτως, η φούσκα είναι ένα σύνολο μελλοντικών τιμών της οποίας το μέγεθος όμως είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα αυτών. Με άλλα λόγια το θεμελιώδες κομμάτι της τιμής μιας μετοχής αποτελεί γραμμικό συνδυασμό των μερών του (γραμμικό συνδυασμό των μελλοντικών μερισμάτων) ενώ η φούσκα είναι μη γραμμικός συνδυασμός των μερών και άρα αυξάνει στο χρόνο.

Μια άλλη προσέγγιση στο φαινόμενο των κερδοσκοπικών φούσκων είναι αυτή του Lux ο οποίος αποδίδει το φαινόμενο των κερδοσκοπικών φουσκών σε συμπεριφορά κοπαδιού. Συγκεκριμένα προσπαθεί να δημιουργήσει ένα απλό μοντέλο συμπεριφοράς του χρηματιστηρίου το οποίο θα αντικατοπτρίζει την κοινή γνώμη και συμπεριφορά η οποία ευθύνεται για τις ανεξέλεγκτες κινήσεις των τιμών των μετοχών. Οι Potterba και Summers,

⁶ West, K. D. 'A Specification Test for Speculative Bubbles', Princeton Univ. Working Paper # 58 (April, 1985).

Shiller και Kindleberger υποστηρίζουν την παραπάνω θεωρία. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τις ιδιότητες μιας κερδοσκοπικής φούσκας.

Οι Froot και Obstfeld πρότειναν ένα μοντέλο σχετικό με τις τιμές των μετοχών το οποίο περιλαμβάνει εσωτερικές φούσκες και δείχνει ότι ένα τέτοιο μοντέλο είναι σαφώς καλύτερο από ένα απλό μοντέλο, που χρησιμοποιεί ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης, ως προς την ικανότητα να προβλέπει μεταβολές στις πραγματικές τιμές των μετοχών. Η υπεροχή του μοντέλου τους έγκειται στον συνυπολογισμό μιας μη γραμμικής φούσκας. Οι Froot και Obstfeld ωστόσο, αναγνωρίζουν το γεγονός ότι ο προσδιορισμός των ορθολογικών φουσκών δεν είναι ο μοναδικός τρόπος επεξήγησης μεταβολών στις τιμές των μετοχών. Σε μία προσπάθεια επέκτασης της ανάλυσής τους, οι Lucy F. Ackert και William C. Hunter έδειξαν ότι η μη γραμμικότητα στη σχέση μεταξύ τιμών και μερισμάτων μπορεί να προκύψει από τον τρόπο που οι μάνατζερ επιλέγουν να πληρώσουν τα μερίσματα. Πιο συγκεκριμένα, οι τελευταίοι πρότειναν ένα μοντέλο διαχείρισης μερισμάτων το οποίο είναι σε θέση να εξηγήσει παρατηρούμενες μακροχρόνιες τάσεις στις τιμές των μετοχών. Σε αντίθεση με τους Froot και Obstfeld, το μοντέλο των Lucy F. Ackert και William C. Hunter βασίζεται στις παρατηρήσεις του στην παρατηρούμενη συμπεριφορά των μάνατζερ και όχι σε φούσκες. Επιπλέον επισήμαναν ότι τα ίδια οφέλη προκύπτουν από την πρόβλεψη των τιμών των μετοχών είτε από ένα μοντέλο μελέτης φουσκών είτε από ένα μοντέλο ελέγχου μερισμάτων.

Οι Hashem Dezhbakhsh και Asli Demirguc-Kunt⁷ έκαναν μία μελέτη πάνω στις τιμές των αμερικανικών μετοχών και κατέληξαν στο γεγονός ότι η συμπεριφορά αυτών δεν επιβεβαιώνει την ύπαρξη κερδοσκοπικής φούσκας, εφόσον τα τεστ που έκαναν δεν απέρριψαν την υπόθεση μη ύπαρξης φούσκας, αλλά ούτε και το μπουμ της δεκαετίας του 1980 παρέχει κάποια υποστήριξη για την ύπαρξη φούσκας. Συγκεκριμένα η υπόθεση της μη ύπαρξης φούσκας υποστηρίζεται μόνο όταν η εναλλακτική είναι μια ορθολογική φούσκα έτοιμη να εκραγεί. Τα αποτελέσματα αυτά όμως δεν πρέπει να χρησιμοποιηθούν ως απόδειξη υπερβάλλουσας μεταβλητότητας στις τιμές των μετοχών. Επίσης, οι Hashem Dezhbakhsh και Asli Demirguc-

⁷ Hashem Dezhbakhsh, Asli Demirguc-Kunt: ' On the Presence of Speculative Bubbles in Stock Prices', The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.25, No. 1.(Mar., 1990), pp.101-112.

Kunt εξήγησαν την αποτυχία των τεστ στην απόρριψη της υπόθεσης μη ύπαρξης φούσκας ως απόδειξης ενάντια στην ύπαρξη φούσκας.

Η ελεύθερη διάθεση μετοχών, η οποία αμέσως περιορίζει την ύπαρξη αρνητικών φουσκών σε τιμές μετοχών, επιβάλλει θεωρητικούς περιορισμούς για μία πιθανή εμφάνιση θετικών ορθολογικών φουσκών. Οι Behzad T. Diba και Herschel I. Grossman στην ανάλυσή τους υποστηρίζουν ότι μία θετική ορθολογική φούσκα μπορεί να δημιουργηθεί μόνο στα πρώτα στάδια διαπραγμάτευσης μιας μετοχής. Συνεπώς, μια ορθολογική φούσκα που σκάει δεν μπορεί να ξαναδημιουργηθεί. Επιπλέον, συμπληρώνουν πως η εμφάνιση ορθολογικών φουσκών σε οποιαδήποτε στιγμή συνεπάγεται ότι η μετοχή έχει υπερτιμηθεί από την έναρξη της διάθεσής της συγκρινόμενη με τα θεμελιώδη της αγοράς. Η ανάλυσή τους εστιάστηκε σε ένα περιουσιακό στοιχείο (μία μετοχή) που πληρώνει πραγματικό μέρισμα. Η περίπτωση ενός πραγματικού περιουσιακού στοιχείου που αποδίδει άμεσα χρησιμότητα, όπως ο χρυσός, είναι πανομοιότυπη. Οι Behzad T. Diba και Herschel I. Grossman περιόρισαν τις ορθολογικές αντιπληθωριστικές φούσκες είτε χρησιμοποιώντας τα πορίσματα των Brock και Tirole ενάντια στο ενδεχόμενο εμφάνισης θετικών ορθολογικών φουσκών είτε υποθέτοντας ότι το σχετικό επιτόκιο υπερβαίνει το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

Η κερδοσκοπική φούσκα μπορεί να ανιχνευτεί τόσο σε επίπεδο τιμών όσο και σε επίπεδο αποδόσεων. Αρχικά θα εξετάσουμε την επίδραση που έχει η φούσκα στην τιμή μιας μετοχής και στη συνέχεια θα αναλύσουμε τις επιπτώσεις στην απόδοση των χρηματιστηριακών τίτλων. Οι οικονομικές φούσκες προκαλούν μία αρνητική επίδραση στην οικονομία καθώς προκαλούν κακή κατανομή των πόρων σε μη κατάλληλες χρήσεις. Παράγοντες όπως η ανθρώπινη παρόρμηση, η έλλειψη παιδείας, η αίσθηση υπερβάλλουσας ρευστότητας καθώς και ένα ελλιπές νομοθετικό πλαίσιο είναι ικανοί να προκαλέσουν ένα κραχ ύστερα από μια φούσκα.

Την τελευταία εικοσαετία, ένας μεγάλος αριθμός ερευνών έχει ασχοληθεί με την προσπάθεια μιας θεωρητικής ερμηνείας της κίνησης των μετοχών και τα διάφορα tests έχουν αναπτυχθεί προκειμένου να υπολογιστεί το μέγεθος της μεταβλητότητάς τους. Δύο είναι τα ρεύματα τέτοιων θεωριών που κυριαρχούν πάνω στο συγκεκριμένο αντικείμενο.

Η πρώτη κατηγορία μοντέλων δημιουργήθηκε σύμφωνα με τη θεωρία των αποδοτικών αγορών (Fama, 1970, 1976, Flood και Hodrick, 1986, Buiter, 1986, Diba και Grossman, 1987, 1988, West 1988 και Leroy 1989). Σε αυτά τα μοντέλα, η τιμή των μετοχών προσδιορίζεται σε ανταγωνιστικές αγορές και σε οποιαδήποτε στιγμή εκφράζει πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Με άλλα λόγια, δεδομένης της τρέχουσας πληροφόρησης ($\Phi(t)$), η διαφορά μεταξύ των αποδόσεων σε ένα επικίνδυνο περιουσιακό στοιχείο, με σταθερή αναμενόμενη απόδοση r , είναι ένα δίκαιο παιχνίδι. Η σημερινή τιμή δίνεται από ένα μοντέλο martingale (Leroy, 1989):

$$p(t) = (1+r)^{-1} E[p(t+1) + z(t+1) | \Phi(t)] \quad (6)$$

Όπου z είναι τα μερίσματα και αντιπροσωπεύουν τα θεμελιώδη της αγοράς. Η παραπάνω ισότητα είναι μια σχέση arbitrage. Η forward λύση της προσδιορίζει τη θεμελιώδη αξία:

$$F(t) = \sum (1+r)^{-r} E[z(t+r) | \Phi(t)] \quad (7)$$

Εάν αυτή η σχέση αποτύχει, η γενική λύση προσδιορίζει την παρούσα τιμή της μετοχής (Blanchard και Watson, 1982, Tirole, 1985):

$$p(t) = F(t) + B(t) \quad (8)$$

Όπου $B(t)$ είναι μία ορθολογική φούσκα, που είναι arbitrary martingale. $E[B(t+1)|\Phi(t)] = (1+r) B(t)$.

Στο μοντέλο martingale, σχέση (6), οι πανομοιότυποι ζώντες επενδυτές μεγιστοποιούν τη χρησιμότητά τους, με την υπόθεση πάντα της αδιαφορίας ως προς τον κίνδυνο.

Μια δεύτερη κατηγορία μοντέλων έχει επίσης αναπτυχθεί και είναι η λεγόμενη ομάδα των "fads" μοντέλων. Πρωτοδημιουργήθηκε από τον Shiller⁸ (1984) και επαναπροσδιορίστηκε από τον West (1988). Ιδιαίτερος στόχος

⁸ Shiller, R. J. 'Do Stock Prices Move to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?', American Economic Review, 71(June, 1981), pp.421-436.

των μοντέλων αυτών είναι να συμπεριληφθούν τα λεγόμενα “animal spirits” που προτάθηκαν από τον Keynes (1936). Τα μοντέλα “fads” παρουσιάζουν, σε αντίθεση με τα παραδοσιακά μοντέλα, την πιθανότητα οι αποφάσεις των traders να μην σχετίζονται με την οικονομική πραγματικότητα. Προσοχή πρέπει να δοθεί στο γεγονός ότι το μοντέλο της οικονομίας που γνωρίζει ο κάθε agent όταν κάνει τις προβλέψεις του για να υπολογίσει τη θεμελιώδη αξία από τη σχέση (2), είναι ένα μέρος του σετ πληροφορήσεώς του και επομένως περιλαμβάνει τα λεγόμενα “animal spirits” και “fads” των επενδυτών.

Ο Shiller αφού κατασκεύασε μια χρονολογική σειρά της ex post τιμής για τον δείκτη S&P 500, σύγκρινε στη συνέχεια για μία συγκεκριμένη περίοδο τις πραγματικές τιμές του δείκτη με την διακύμανσή της και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η πραγματική διακύμανση υπερέβαινε την εκτιμώμενη. Έτσι διαπίστωσε ότι η αγορά υπεραντιδρά σε νέα που αφορούν στα θεμελιώδη αλλά και στο ότι δεν είναι αποτελεσματική.

Ο Richard Topol, θέλοντας να παρουσιάσει τις επιπτώσεις της λεγόμενης μιμητικής μόλυνσης-φούσκας (mimetic contagion bubble), προτείνει ένα μοντέλο “fads”. Σε αυτό κάθε επενδυτής ορίζει τις bid/ask τιμές σύμφωνα με μία πρόσθετη διαδικασία μάθησης. Έπειτα προσαρμόζει τις τιμές στην παρούσα αξία σύμφωνα με το ημιτελές σετ πληροφοριών του. Πρόκειται για μία περιορισμένη ορθολογική συμπεριφορά. Επίσης, προσαρμόζει τις τιμές στις μέσες τιμές των πλησιέστερων αγοραστών-πωλητών. Αυτή είναι και η λεγόμενη μιμητική μόλυνση που προκαλεί έντονη κινητικότητα και στις άλλες μετοχές.

Εάν υπάρχει μόλυνση και αν οι επενδυτές κάνουν ασθενείς ορθολογικές προσδοκίες, τότε η μόλυνση, μέσα από συσχετίσεις με τις συμπεριφορές των επενδυτών, λειτουργεί σαν μία αναπτυσσόμενη μολυσματική κερδοσκοπική φούσκα και προκαλεί κάποια μεταβλητότητα στην αγορά.

Ένα βασικό στοιχείο των κερδοσκοπικών φουσκών είναι ότι οι επενδυτές παρατηρούν ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη, όμως δεν είναι διατεθειμένοι να εγκαταλείψουν την αγορά ρευστοποιώντας τους τίτλους τους.

Στοιχεία από το 1987 δείχνουν πως πριν την κρίση του Οκτωβρίου το 70% των ιδιωτών και το 85% των θεσμικών επενδυτών γνώριζαν πως η αγορά είναι υπερτιμημένη όμως δεν ρευστοποιήσαν. Θα μπορούσαμε να αποδώσουμε την στάση αυτή σε ψεύτικο αίσθημα ασφάλειας που προσέφερε η ύπαρξη χρηματοπιστωτικών παραγώγων ή στην προσδοκία πως δεν θα υπήρχε διόρθωση των τιμών όμως δεν θα εξετάσουμε όμως αυτή την περίπτωση συλλογικού παραλογισμού. Είδαμε παραπάνω πως η τιμή μίας μετοχής περιλαμβάνει δύο μέρη, το θεμελιώδες και το κερδοσκοπικό. Ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης του κερδοσκοπικού κομματιού, όπως είδαμε και παραπάνω, είναι το κίνητρο που έχει ο επενδυτής για να μην 'κλείσει' την θέση του στην αγορά.

7. ΠΡΙΜ ΦΟΥΣΚΑΣ

Πριμ φούσκας ονομάζεται η επιπλέον απόδοση πέραν της θεμελιώδους που απαιτούν οι επενδυτές για να κρατήσουν ανοικτές θέσεις αφού η απόδοση φούσκας τους αποζημιώνει για την ανάληψη αυξημένου κινδύνου όταν υπάρχει κερδοσκοπική φούσκα. Δηλαδή εφ' όσον ο τίτλος του χρηματιστηρίου έχει υψηλότερο κίνδυνο από τον τίτλο χωρίς κίνδυνο (π.χ. Ε.Γ.Ε.Δ.) ο επενδυτής για να τοποθετηθεί στην αγορά θα πρέπει να αποκομίσει μία απόδοση που θα τον αποζημιώνει για τον κίνδυνο αυτό. Η απόδοση αυτή είναι το απλό πριμ κινδύνου σε κανονικές, χωρίς φούσκα, συνθήκες. Αν στην τιμή του τίτλου υπάρχει φούσκα τότε ο επενδυτής θα ζητήσει ακόμα μεγαλύτερη απόδοση. Η ύπαρξη πριμ κινδύνου συνεπώς αποτελεί ένδειξη για την ύπαρξη φούσκας. Ωστόσο, η ύπαρξη πριμ κινδύνου δεν αποτελεί την μοναδική ένδειξη για φούσκες. Ο έλεγχος για την ύπαρξη υπερβάλλουσας μεταβλητότητας στις τιμές των μετοχών μπορεί επίσης να αποτελέσει στοιχείο για την ύπαρξη φούσκας. Μία πιθανή φούσκα θα προκαλέσει υψηλότερη διακύμανση των θεμελιωδών στοιχείων που συνθέτουν την τιμή μιας μετοχής. Παρότι όμως η μέθοδος ελέγχου υπερβάλλουσας μεταβλητότητας είναι αποτελεσματική, είναι παράλληλα και αρκετά δύσκολη στην εφαρμογή της αφού απαιτείται σύγκριση της πραγματικής μεταβλητότητας της μετοχής με την προσδοκώμενη μεταβλητότητα που προκύπτει από το αντίστοιχο μοντέλο πρόβλεψης. Ένα τέτοιο μοντέλο πιθανόν να αποδίδει και αρκετά σφάλματα εξαιτίας λαθών κατά τον προσδιορισμό των μεταβλητών και έτσι να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει φούσκα ενώ στην πραγματικότητα έχει γίνει λάθος εκτίμηση των τιμών. Επομένως ο έλεγχος για την ύπαρξη φούσκας μέσω της μεθόδου ελέγχου υπερβάλλουσας μεταβλητότητας ίσως να μην είναι ο καλύτερος.

Πέρα από τις ορθολογικές φούσκες και τα πριμ αυτών οφείλουμε να εξετάσουμε και την συμπεριφορά των επενδυτών που ευθύνεται κάποιες φορές για τη δημιουργία αυτών. Στο επόμενο κεφάλαιο παρατηρούμε ποιες κατηγορίες επενδυτών υπάρχουν αλλά και πως συμπεριφέρονται οι επενδυτές κάθε κατηγορίας.

8. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Οι έλεγχοι για την ύπαρξη φούσκας βασίζονται όπως έχουμε ήδη αναφέρει σε διάφορα κλασικά μοντέλα αποτίμησης των μετοχών. Οι υποθέσεις στις οποίες στηρίζονται τα μοντέλα αυτά όμως αντιμετωπίζουν συχνά διάφορα προβλήματα, οικονομικά και μη, με αποτέλεσμα να αμφισβητείται κάποιες φορές η αξιοπιστία των συμπερασμάτων. Η υπόθεση της ορθολογικότητας είναι κυρίως αυτή που αμφισβητείται συχνότερα. Συνεπώς βασικό ρόλο παίζει η συμπεριφορά των επενδυτών και το κατά πόσο ενεργούν ορθολογικά. Παρουσιάζεται έτσι η ανάγκη να χρησιμοποιούνται μοντέλα τα οποία να προβλέπουν την συμπεριφορά των επενδυτών. Διακρίνουμε δύο βασικές κατηγορίες επενδυτών. Η πρώτη περιλαμβάνει τους ορθολογικούς επενδυτές ενώ οι δεύτερη τους μη ορθολογικούς, γνωστούς και ως noise traders, οι οποίοι στερούνται τέλειας πληροφόρησης και ενεργούν παρορμητικά. Την ύπαρξη μάλιστα των μη ορθολογικών επενδυτών υποστηρίζει και ο Adams⁹ αποδίδοντας την απόκλιση των τιμών από τα θεμελιώδη στην ύπαρξη προσαρμοζόμενων προσδοκιών. Η δεύτερη κατηγορία είναι δυνατόν να προκαλέσει προβλήματα στην οικονομία λόγω του ότι δημιουργεί μία συμπεριφορά κοπαδιού που επηρεάζεται άμεσα από τις κινήσεις των άλλων επενδυτών. Επομένως σε μία ενδεχόμενη θετική υπερβάλλουσα απόδοση οι επενδυτές θα αγοράσουν μαζικά μετοχές προκαλώντας έτσι άνοδο της τιμής της. Δημιουργείται έτσι μία φούσκα που κάποια στιγμή θα αρχίσει να φθίνει. Το θέμα συνεπώς είναι ποιοι επενδυτές θα προλάβουν να είναι από τους πρώτους που θα ρευστοποιήσουν τις μετοχές ώστε να πραγματοποιήσουν κέρδη.

Παρατηρείται δηλαδή ένα συγκεκριμένο φαινόμενο αλυσιδωτής αντίδρασης που οδηγεί τελικά σε υποτίμηση των μετοχών εξαιτίας της συμπεριφοράς κοπαδιού που υιοθετείται από τους επενδυτές. Το φαινόμενο θα συνεχίσει να υφίσταται μέχρις ότου η ίδια η αγορά φτάσει στα κατώτερα επίπεδα όπου η ανάγκη για αγορά μετοχών θα είναι επιτακτική. Ωστόσο,

⁹ Adams J. : 'An inefficient Market Hypothesis', <http://www.primenet.com:80/~lion/j.htm>, January 1996

εξαιτίας πάντα της συμπεριφοράς κοπαδιού, θα σημειωθεί αυξημένη και ίσως μη φυσιολογική ζήτηση για μετοχές με αποτέλεσμα να έχουμε ξανά φούσκα.

Η πληροφόρηση είναι ο βασικός παράγοντας που ευθύνεται για το φαινόμενο της συμπεριφοράς αυτής. Όταν δεν υπάρχει πληροφόρηση είτε, αν υπάρχει, είναι ελλιπής, η προοπτική της «αντιγραφής» συμπεριφοράς μοιάζει φυσιολογική.

Ο Kindleberger διαπίστωσε ότι όταν επικρατεί μία συγκεκριμένη προσδοκία στην αγορά τότε θα παρατηρηθεί μία αντιστροφή στη συμπεριφορά των επενδυτών. Έτσι κατά την κατάρρευση μιας φούσκας οι επενδυτές θα αυξήσουν την προσφορά λόγω της ρευστοποίησης και θα αρχίσουν να διακατέχονται από αίσθημα απαισιοδοξίας. Η συμπεριφορά όμως αυτή αλλάζει και πάλι προκαλώντας όμως υπερτίμηση των μετοχών.

Παρατηρούμε επομένως ότι η δημιουργία χρηματοοικονομικών φουσκών εξαρτάται από το ποια ομάδα επενδυτών, ορθολογικοί ή παρορμητικοί, υπερτερεί. Η ελληνική πραγματικότητα και η ιστορία απέδειξαν ότι οι παρορμητικοί επενδυτές επικράτησαν των ορθολογικών με τις γνωστές σε όλους συνέπειες. Συνεπώς, συμπεριφορά των επενδυτών είναι αυτή που καθορίζει σε σημαντικό βαθμό τις εξελίξεις στο χώρο του χρηματιστηρίου.

9. ΜΕΛΕΤΗ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Στο κεφάλαιο αυτό θα μελετήσουμε διαχρονικά την πορεία των τιμών κάποιων αντιπροσωπευτικών μετοχών από κάθε κλάδο του χρηματιστηρίου Αθηνών, καθώς και τη σχέση των τιμών αυτών με τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές.

Η σχέση μεταξύ πραγματικής τιμής μιας μετοχής (market price) και της αντίστοιχης θεωρητικής της (fair price), μας υποδεικνύει αν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη και συνεπώς αν υπάρχει ορθολογική φούσκα σε αυτή. Ειδικότερα, όταν η πραγματική τιμή μιας μετοχής υπερβαίνει την αντίστοιχη θεωρητική τότε μιλάμε για υπερτιμημένη μετοχή ενώ όταν υπολείπεται της θεωρητικής τότε έχουμε μια υποτιμημένη μετοχή. Η σύγκριση πραγματικής και θεωρητικής τιμής απαιτεί πρώτα τον υπολογισμό της τελευταίας καθώς η πραγματική είναι γνωστή από την αγορά.

Η θεωρητική τιμή κάθε μετοχής, γνωστή και ως fair price ή intrinsic value, θα υπολογιστεί με τη χρήση του τύπου των Miller & Modigliani (1961) σύμφωνα με τους οποίους η θεωρητική τιμή μιας μετοχής ισούται με την προεξόφληση του μερίσματος της κάθε μετοχής στο διηνεκές. Ειδικότερα ο υπολογισμός της γίνεται ως εξής:

$$\text{Fair price} = \text{Div}_t / (1 + \text{risk premium} + R_f) \quad (9)$$

Όπου Div_t είναι το μέρισμα κάθε μετοχής για την περίοδο t ,

Risk premium είναι η υπερβάλλουσα απόδοση κάθε μετοχής από το επιτόκιο R_f την οποία θα εξηγήσουμε στη συνέχεια πως υπολογίζουμε και

R_f θα θεωρήσουμε το επιτόκιο των Γραμματίων Ελληνικού Δημοσίου για την περίοδο από το 1987-1999 και το Euribor από το 1999 και μετά.

Ο υπολογισμός της υπερβάλλουσας απόδοσης ώστε να γνωρίζουμε το risk premium ορίζεται ως:

$$\text{Risk premium}_{it} = R_{it} - R_{ft} \quad (10)$$

Για να υπολογίσουμε όμως το κόστος κεφαλαίου κάθε μετοχής (R_{it}) πρέπει ωρύτερα να έχουμε υπολογίσει τον συντελεστή βήτα(beta) κάθε μετοχής. Ο συντελεστής αυτός δείχνει πώς μεταβάλλεται η απόδοση της μετοχής σε σχέση με αυτή της αγοράς. Είναι συνεπώς ένας συντελεστής ευαισθησίας. Στη συνέχεια με τη βοήθεια ενός άλλου υποδείγματος θα υπολογίσουμε το κόστος κεφαλαίου κάθε μετοχής και συνεπώς το αντίστοιχο risk premium.

Για τον υπολογισμό του βήτα(beta) θα χρησιμοποιήσουμε το **Υπόδειγμα της Αγοράς (Market Model)**, με όλες τις αδυναμίες που μπορεί να περιέχει ένα τέτοιο μοντέλο. Σύμφωνα με το υπόδειγμα της αγοράς ισχύει ότι:

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it} \quad (11)$$

Όπου R_{it} είναι η απόδοση κάθε μετοχής

a_i είναι μία σταθερά

b_i είναι ο συντελεστής βήτα (beta) κάθε μετοχής

R_{mt} είναι η απόδοση της αγοράς¹⁰ και

e_{it} είναι κάποιο σφάλμα

Το Υπόδειγμα της Αγοράς ισχύει υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Πρέπει:

(i) $E(e_{it}) = 0$

(ii) $\sigma^2(e_{it}) = \text{σταθερό}$

(iii) $\text{Cov}(e_{it}, e_{jt}) = 0$

(iv) $\text{Cov}(R_{mt}, e_{it}) = 0$

(v) $a_i, b_i = \text{σταθερά}$

Πρέπει να σημειωθεί ότι το Υπόδειγμα της Αγοράς είναι δυνατόν να μην ισχύει στατιστικά όταν:

(i) τα a_i, b_i είναι στατιστικά μη σημαντικά

¹⁰ Εδώ απόδοση της αγοράς θα θεωρήσουμε την απόδοση του Γενικού Δείκτη.

(ii) υπάρχει μικρό R^2

(iii) δεν ισχύουν οι βασικές συνθήκες είτε γίνεται παραβίαση αυτών

Εφαρμόζοντας επομένως τη Μέθοδο Ελαχίστων Τετραγώνων, υπολογίζουμε με το Υπόδειγμα της Αγοράς τον συντελεστή βήτα(Beta) για κάθε μετοχή.

Το επόμενο βήμα είναι να υπολογίσουμε το κόστος κεφαλαίου(R_i) κάθε μετοχής. Σε αυτό θα μας βοηθήσει ένα άλλο υπόδειγμα, το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων(ΥΑΚΣ) ή αλλιώς Capital Asset Pricing Model(CAPM).

Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων(ΥΑΚΣ) ή αλλιώς Capital Asset Pricing Model(CAPM) ισχύει ότι:

$$R_{it} = R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft}) b_{it} + e_{it} \quad (12)$$

Όπου R_{it} είναι το κόστος κεφαλαίου κάθε μετοχής

R_{ft} είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο¹¹

R_{mt} είναι η απόδοση της αγοράς¹²

b_{it} είναι ο συντελεστής βήτα (beta) κάθε μετοχής

e_{it} είναι κάποιο σφάλμα

Γνωρίζοντας πλέον το b_{it} κάθε μετοχής από τη σχέση (11) μπορούμε πλέον να υπολογίσουμε το κόστος κεφαλαίου για την κάθε μετοχή. Επομένως είμαστε σε θέση να υπολογίσουμε το fair price κάθε μετοχής από τη σχέση (9). Η σχέση (9) όμως λόγω της σχέσης (10) γίνεται:

$$\text{Fair price} = \text{Div}_t / (1 + R_{it}) \quad (13)$$

Η διαδικασία υπολογισμού της θεωρητικής τιμής κάθε μετοχής έχει πλέον ολοκληρωθεί.

¹¹ Εδώ θα θεωρήσουμε ως επιτόκιο μηδενικού κινδύνου το επιτόκιο των Γραμματίων Ελληνικού Δημοσίου για την περίοδο από το 1987-1999 και το Euribor από το 1999 και μετά.

¹² Εδώ απόδοση της αγοράς θα θεωρήσουμε την απόδοση του Γενικού Δείκτη.

Την διαδικασία αυτή ακολουθήσαμε για μία μετοχή από κάθε κλάδο του Χρηματιστηρίου Αθηνών ώστε να δούμε διαχρονικά πως εξελισσόταν η σχέση market price-fair price για κάθε μετοχή και να διαπιστώσουμε πότε δημιουργήθηκε φούσκα στις τιμές των μετοχών.

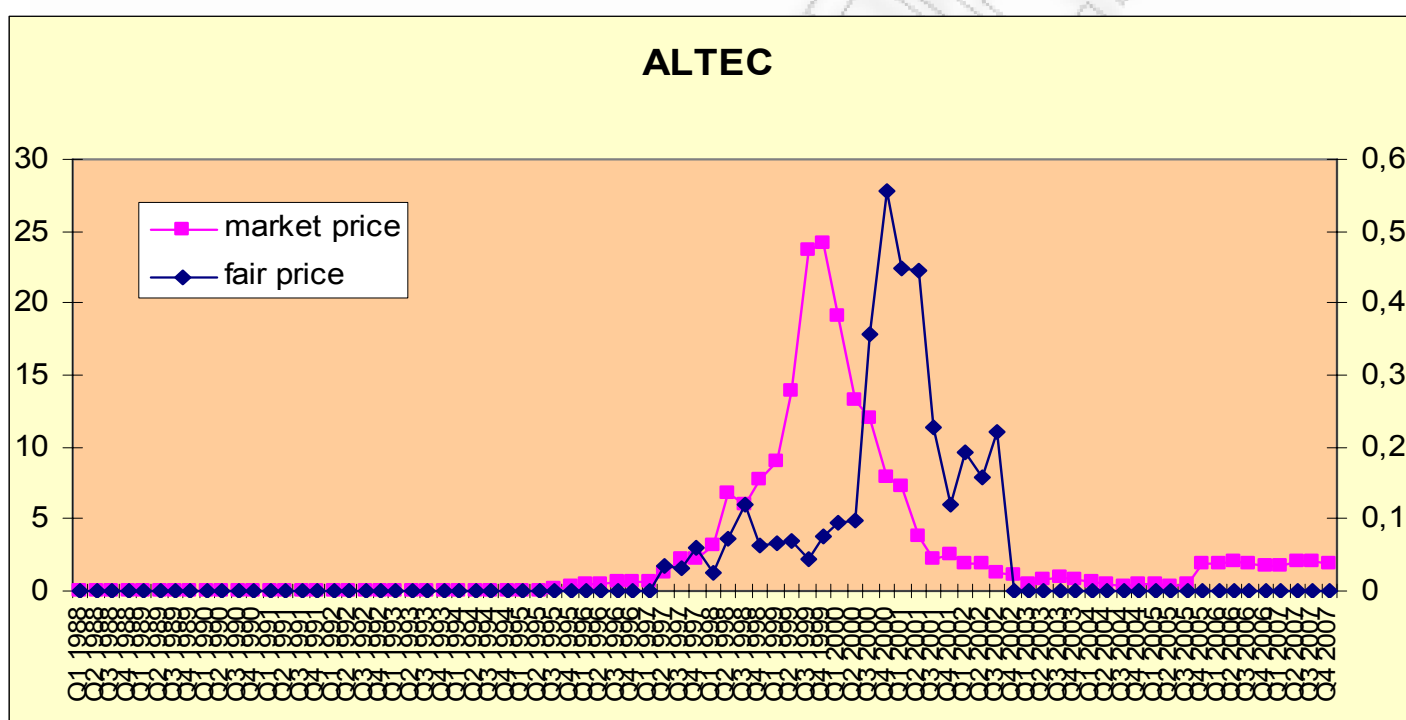
Η επιλογή των μετοχών έγινε με το κριτήριο της υψηλότερης εμπορευσιμότητας φροντίζοντας όμως παράλληλα να επιλέγονται μετοχές που να διαθέτουν στοιχεία για όλη την εξεταζόμενη περίοδο η οποία ξεκινά από το πρώτο τρίμηνο του 1988 μέχρι και το τελευταίο τρίμηνο του 2007.

Τα δεδομένα που έχουν χρησιμοποιηθεί είναι όλα σε τρίμηνη βάση και η βάση δεδομένων που χρησιμοποιήθηκε είναι η DataStream.

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε για κάθε κλάδο του Χρηματιστηρίου Αθηνών, το διάγραμμα που εμφανίζει τη σχέση market price-fair price για κάθε αντιπροσωπευτική μετοχή.

9.1. Τεχνολογία

Στον κλάδο της τεχνολογίας έχουμε επιλέξει την εταιρεία «ΑΛΤΕΚ», η υψηλότερη σε εμπορευσιμότητα στον κλάδο, που δραστηριοποιείται στην παραγωγή και συναρμολόγηση ηλεκτρονικών υπολογιστών, στη διανομή προϊόντων πληροφορικής και τηλεπικοινωνιών αλλά και τη συντήρηση (Service) και παροχή υπηρεσιών.

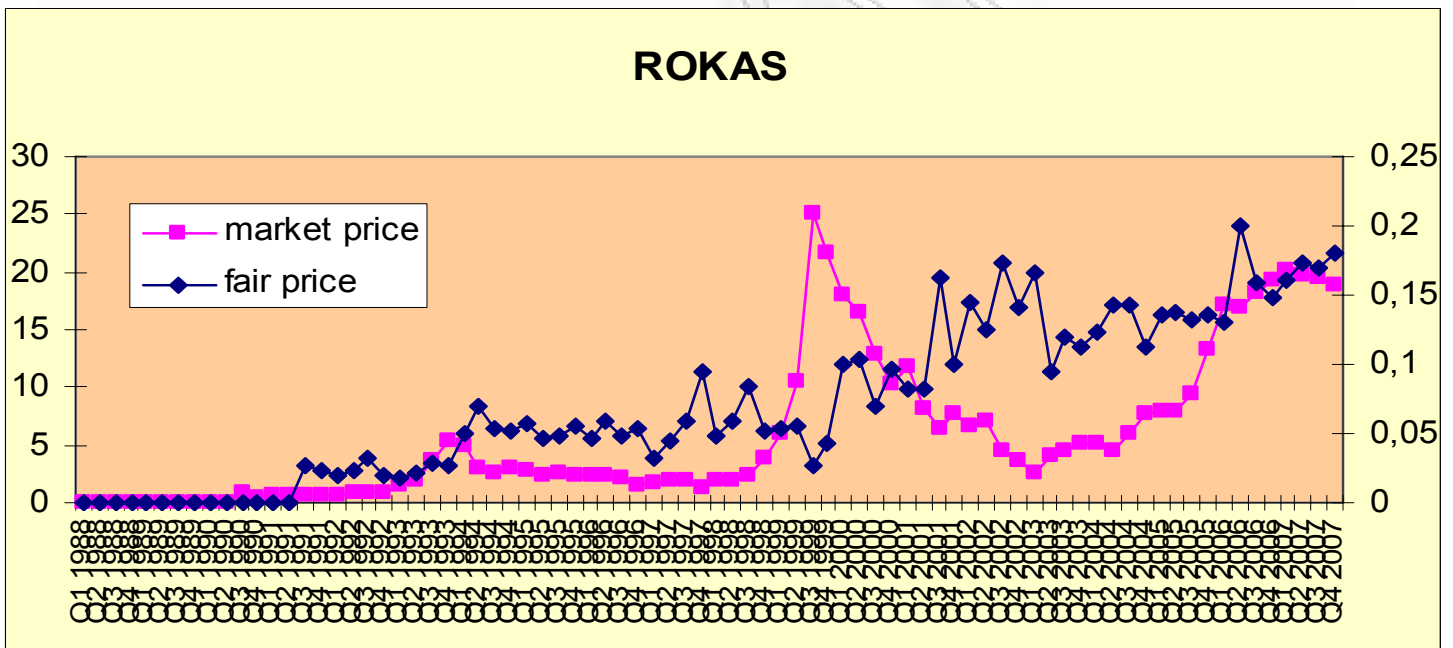


Παρατηρούμε από το διάγραμμα ότι η εταιρεία «ΑΛΤΕΚ» την περίοδο της μεγάλης χρηματιστηριακής κρίσης και συγκεκριμένα από το πρώτο τρίμηνο του 1999 μέχρι και το δεύτερο τρίμηνο του 2000 ήταν υπερτιμημένη καθώς η market price υπερέβαινε κατά πολύ την fair price και μάλιστα το τελευταίο τρίμηνο του 1999 η απόκλιση market price-fair price ήταν τέτοια που μιλάμε ξεκάθαρα για φούσκα. Η απόκλιση αυτή οφείλεται, όπως έχει αναφερθεί και σε προηγούμενο κεφάλαιο, στην υπέρμετρη αισιοδοξία των επενδυτών οι οποίοι με τις ενέργειές τους αύξησαν τόσο την τιμή της μετοχής χωρίς να υποστηρίζεται από τα δεδομένα της επιχείρησης και του κλάδου αυτή η μη φυσιολογική εκτόξευση της τιμής. Όπως ήταν αναμενόμενο η

κατάσταση αυτή ήταν αδύνατον να συνεχίζεται επ' άπειρο και έτσι από το δεύτερο τρίμηνο του 2000 και μετά ξεκίνησε μια υποτίμηση της μετοχής η οποία συνεχίστηκε μέχρι και τα τέλη του 2002.

9.2. Υπηρεσίες κοινής ωφέλειας

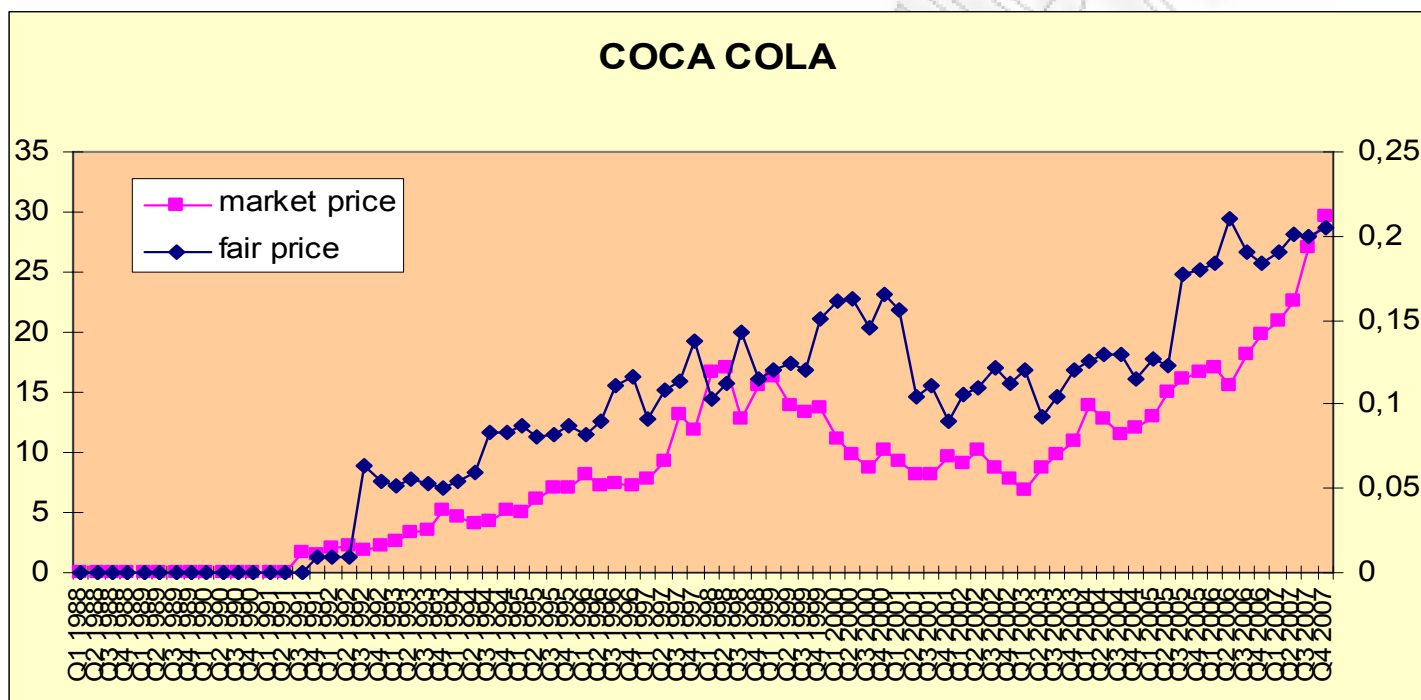
Η εταιρεία «Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.», η υψηλότερη σε εμπορευσιμότητα στον κλάδο των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας, ασχολείται με τη μελέτη και κατασκευή μηχανουργικών και μεταλλικών κατασκευών παντός είδους, ιδίως γερανογεφυρών και ανυψωτικών μηχανημάτων.



Όπως και στην προηγούμενη εταιρεία, έτσι και εδώ παρατηρούμε τα τελευταία τρίμηνα του 1999 και τα πρώτα του 2000 η μετοχή της εταιρείας «Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.» να είναι υπερτιμημένη. Από τα τέλη του 2000 η μετοχή της εταιρείας άρχισε να υποτιμάται και να έρχεται σε φυσιολογικά επίπεδα από τα μέσα του 2006.

9.3. Τρόφιμα & ποτά

Η εταιρεία «Coca-Cola», με την υψηλότερη εμπορευσιμότητα στον κλάδο των τροφίμων και ποτών, ασχολείται με την παραγωγή και συσκευασία των αναψυκτικών ποτών της εταιρίας "The Coca-Cola Co" καθώς και την παραγωγή,

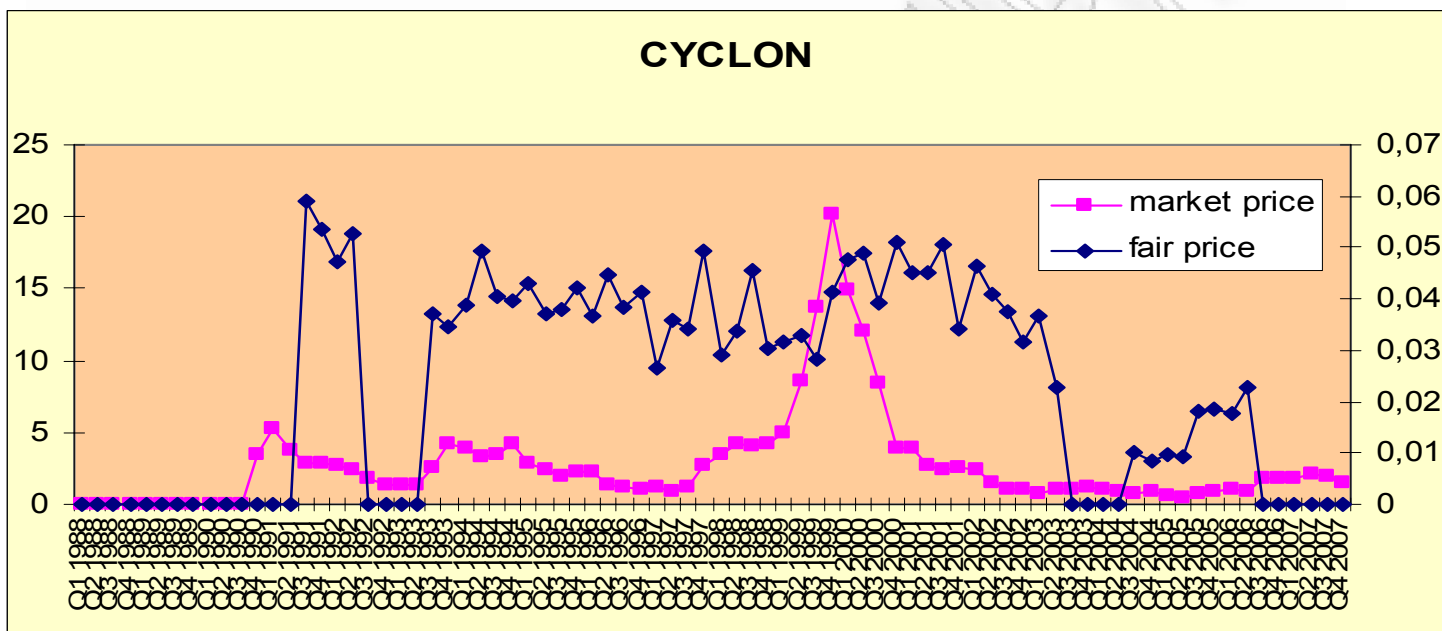


εμπορία αναψυκτικών ποτών, φυσικών χυμών, επιτραπέζιων νερών και τροφίμων.

Η εταιρεία «Coca-Cola» φαίνεται να είναι συνεχώς υποτιμημένη και να παρουσιάζει μια σχετικά ικανοποιητική σχέση ανάμεσα στην market price και την fair price. Αξίζει να παρατηρηθεί ότι κατά την περίοδο της μεγάλης χρηματιστηριακής κρίσης η τιμή της «Coca-Cola» δεν επηρεάστηκε από τις προσδοκίες και συνέχισε την πορεία της στα ίδια περίπου επίπεδα με το παρελθόν.

9.4. Χημικά

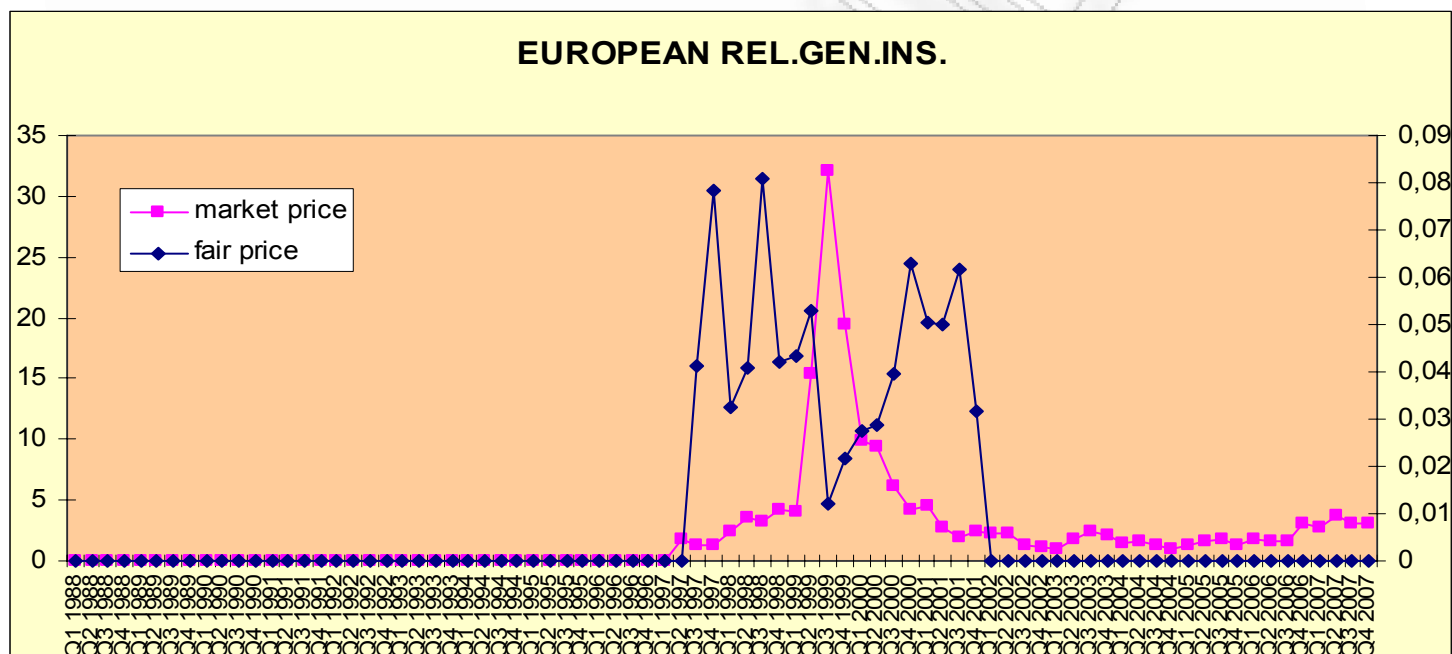
Η εταιρεία «CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Ε.» με σχετικά υψηλό δείκτη εμπορευσιμότητας στον κλάδο των χημικών, κατασκευάζει και εμπορεύεται πλαστικούς σωλήνες και εξαρτήματα.



Όπως φαίνεται από το διάγραμμα, η συγκεκριμένη εταιρεία είχε μια ιδιαίτερη πορεία σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο με έντονες υποτιμήσεις και την περίοδο του 1999 μια ενδιαφέρουσα υπερτίμηση η οποία κράτησε μέχρι το δεύτερο τρίμηνο του 2000. Στη συνέχεια η τιμή της μετοχής επανήλθε στα ιστορικά επίπεδα.

9.5. Ασφάλειες

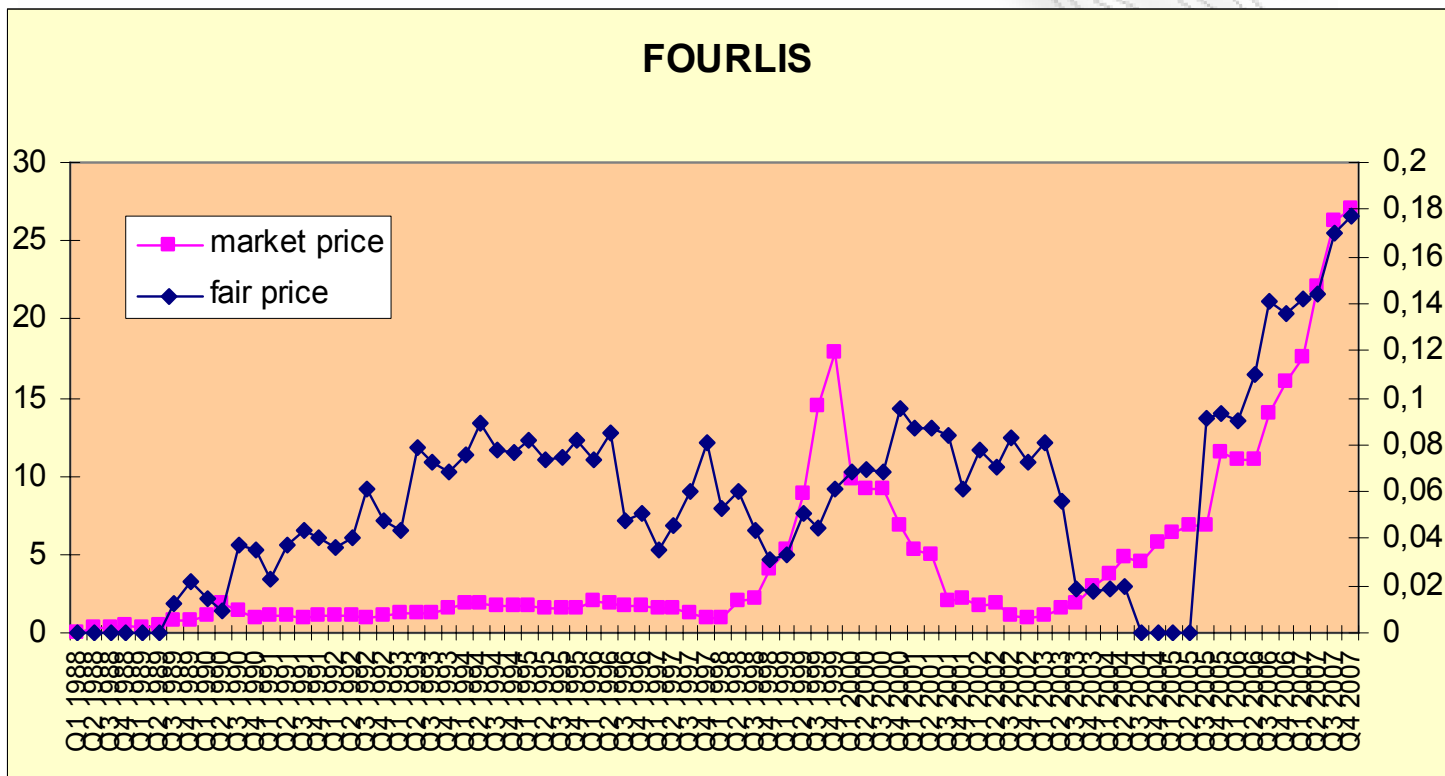
Η εταιρεία «ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ», δεύτερη σε δείκτη εμπορευσιμότητας στον κλάδο των ασφαλειών, συνάπτει ασφαλίσεις κατά ζημιών σε όλους τους κλάδους, αντασφαλίσεις κάθε είδους και κλάδου. Επίσης ειδικεύεται στην αντιπροσώπευση άλλων ημεδαπών και αλλοδαπών ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων. Διαχειρίζεται υποθέσεις άλλων ημεδαπών και αλλοδαπών ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων και εκτελεί κάθε άλλης συναφούς και από το νόμο επιτρεπόμενης ασφαλιστική εργασία.



Η πορεία της μετοχής φαίνεται από το διάγραμμα ότι ακολούθησε το ρεύμα των περισσότερων μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την περίοδο 1999-2000 σημειώνοντας μια ιδιαίτερα σημαντική υπερτίμηση. Η φούσκα αυτή στην τιμή της μετοχής της «ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΠΙΣΤΗ» δεν κράτησε πολύ καθώς εξυγιάνθηκε τα επόμενα τρίμηνα.

9.6. Προσωπικά & οικιακά προϊόντα

Η εταιρεία «ΦΟΥΡΛΗΣ» είναι μία εταιρεία συμμετοχών στον κλάδο των προσωπικών και οικιακών προϊόντων.

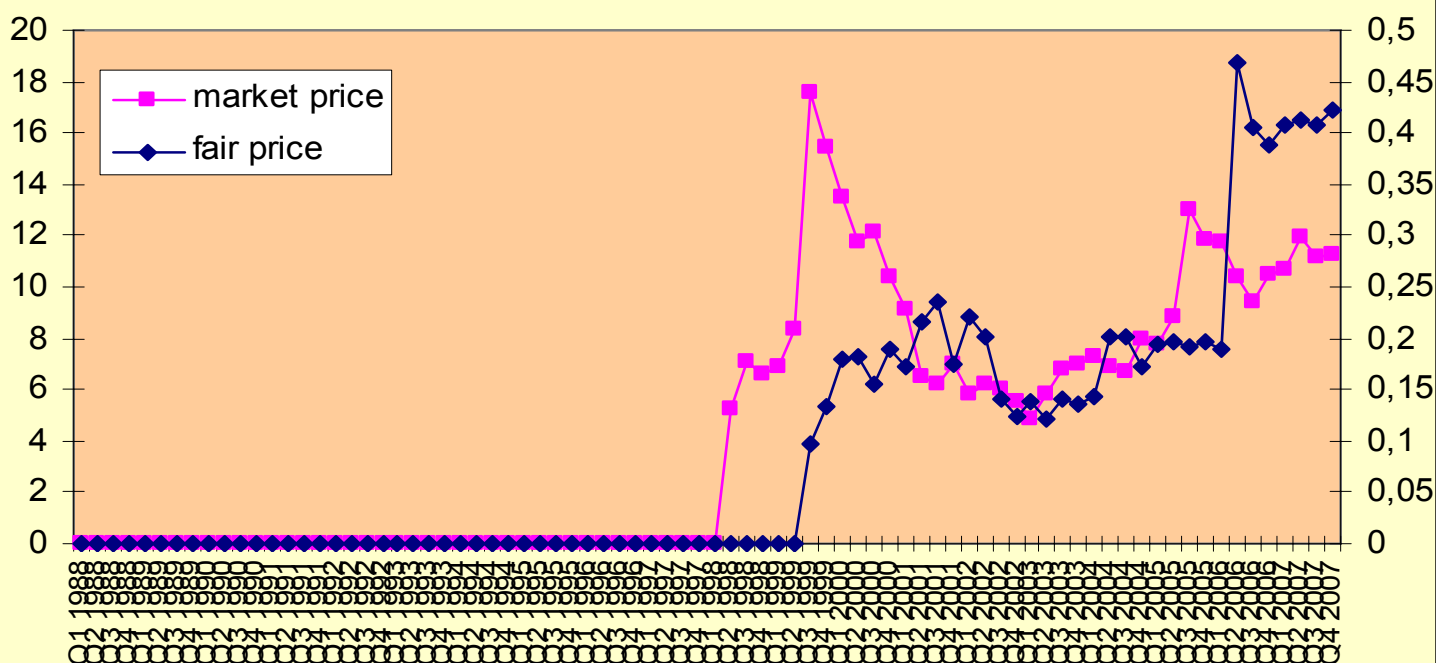


Όπως παρατηρούμε διαγραμματικά, η εταιρεία «ΦΟΥΡΛΗΣ» από τα τέλη του 1998 άρχισε να υπερτιμάται με αποκορύφωμα το τελευταίο τρίμηνο του 1999 όπου σημειώθηκε η μεγαλύτερη υπερτίμηση. Η φούσκα στην τιμή και αυτής της εταιρείας εξυγιάνθηκε τα επόμενα τρίμηνα με τις όποιες επιπτώσεις στο επενδυτικό κοινό που είχε επενδύσει σε αυτήν.

9.7. Πετρέλαιο & αέριο

Τα «ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ», με τον υψηλότερο δείκτη εμπορευσιμότητας στον κλάδο του πετρελαίου και αερίου, ασχολούνται με τη διύλιση αργού πετρελαίου καθώς και τη διάθεση και εμπορία προϊόντων διύλισης πετρελαίου, την παραγωγή διάθεση και εμπορία πετροχημικών, την αναζήτηση, έρευνα, και παραγωγή υδρογονανθράκων καθώς και οποιαδήποτε άλλη δραστηριότητα σχετική με τον τομέα των υδρογονανθράκων.

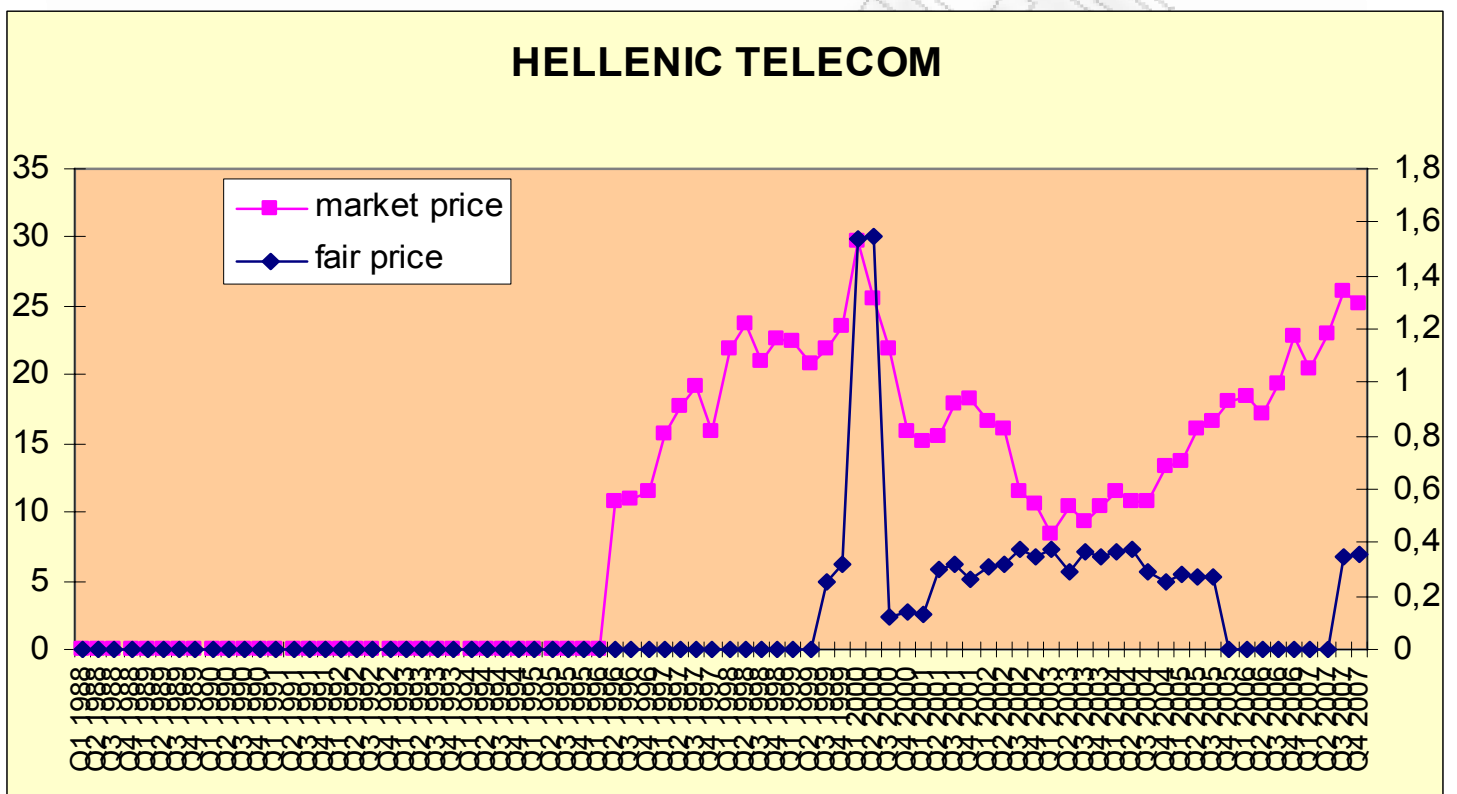
HELLENIC PETROLEUM



Παρατηρούμε ότι η συγκεκριμένη μετοχή γνώρισε πολύ έντονη υπερέτιμηση την περίοδο 1998-2000 με αποκορύφωμα τα τέλη του 1999 και τις αρχές του 2000. Επρόκειτο για κανονική φούσκα η οποία διατηρήθηκε για κάποια περίοδο προκαλώντας σημαντικές απώλειες στους κατόχους της όταν αυτή «έσκασε».

9.8. Τηλεπικοινωνίες

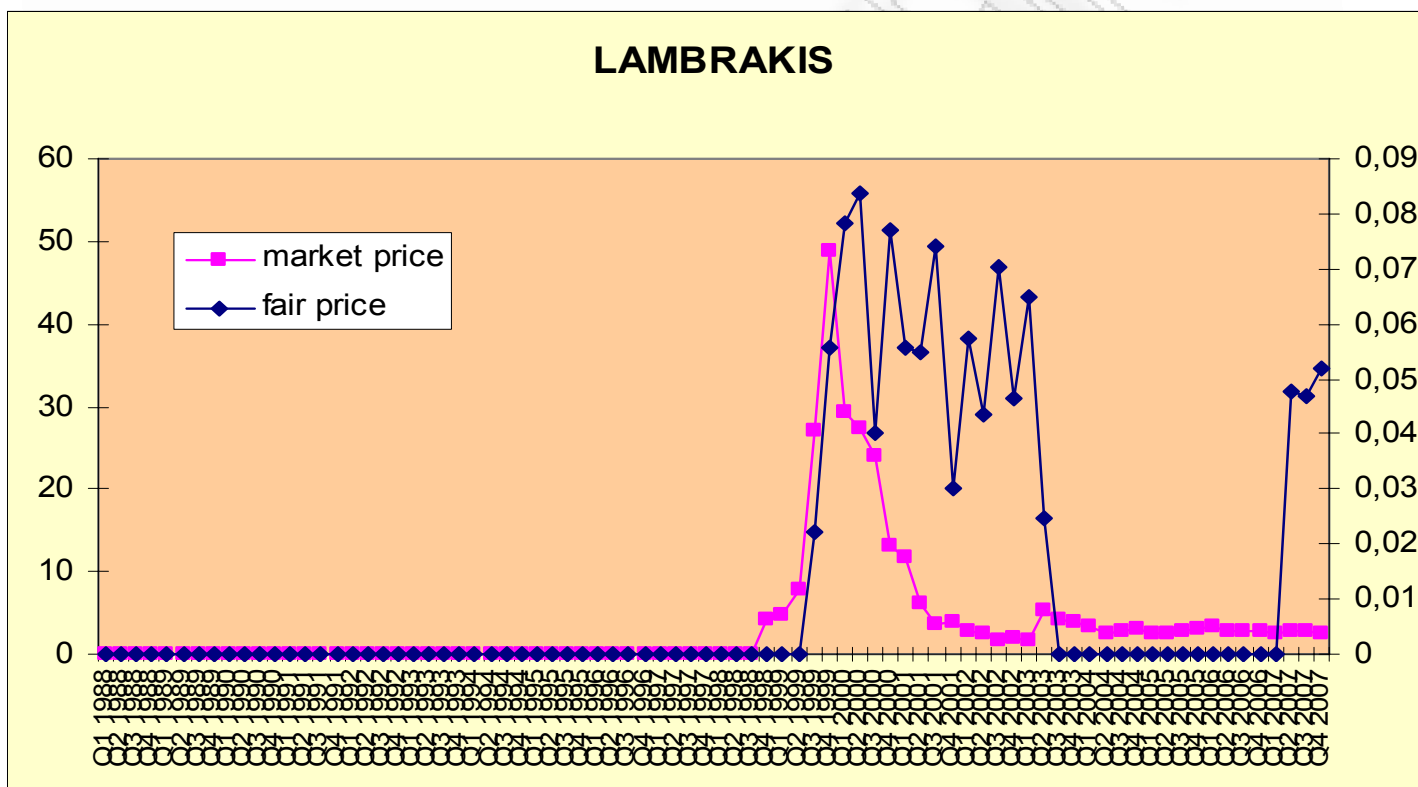
Ο «ΟΤΕ» ασχολείται με την εγκατάσταση, λειτουργία, εκμετάλλευση, διαχείριση και ανάπτυξη κάθε είδους τηλεπικοινωνιακής υποδομής, την παροχή πάσης φύσεως τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών, καθώς και την ανάληψη κάθε εμπορικής ή άλλης δραστηριότητας, άμεσα ή έμμεσα συνδεόμενης με το σκοπό της εταιρείας.



Η μετοχή του «ΟΤΕ» παρουσιάζει μία ιδιαίτερη πορεία διαχρονικά, όντας κατά βάση υπερτιμημένη.

9.9. Μέσα ενημέρωσης

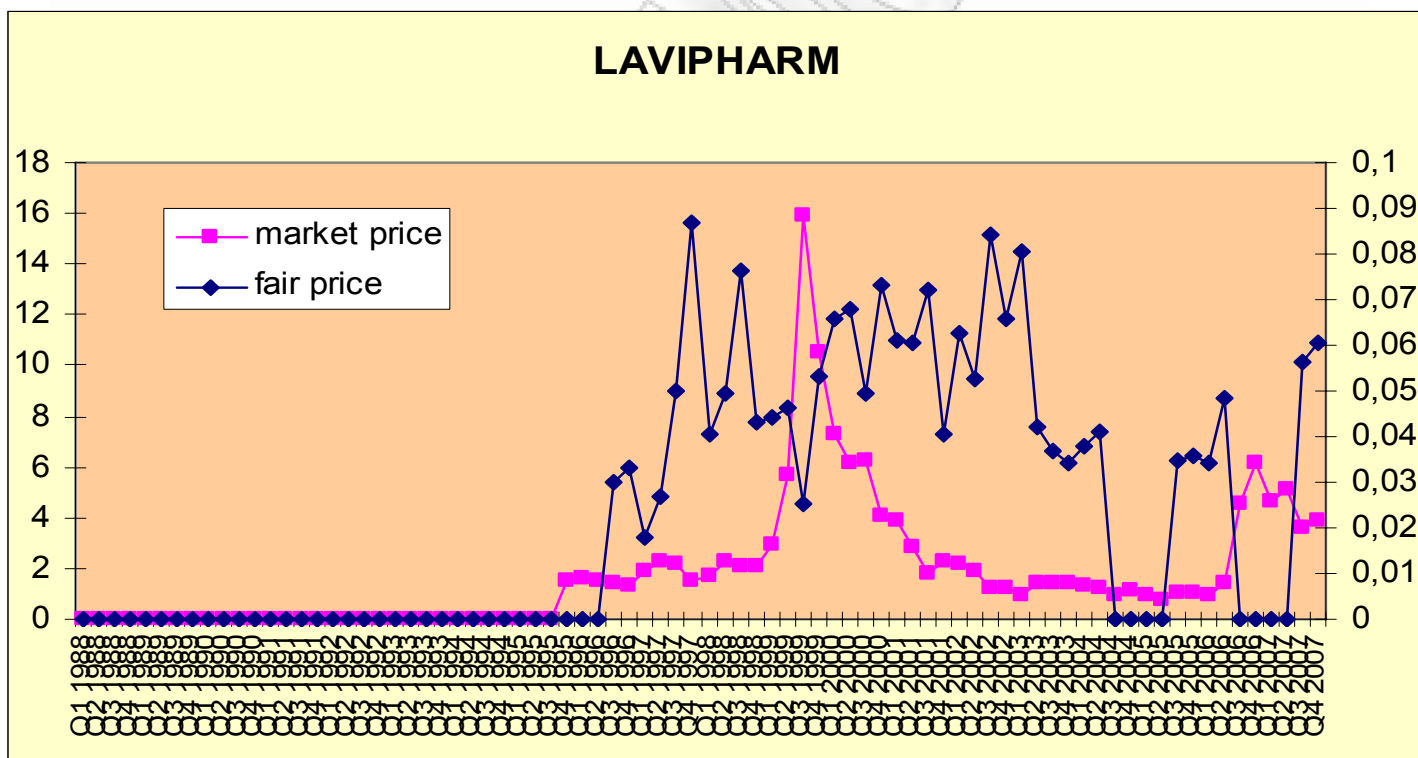
Ο δημοσιογραφικός οργανισμός «ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.», δεύτερος σε εμπορευσιμότητα μετά τις «ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ», δραστηριοποιείται σε τρεις τομείς: α) Εκδοτικός (Το Βήμα, Τα Νέα, Οικονομικός Ταχυδρόμος, κλπ.), β) Βιομηχανικός-Εκτυπωτικός, γ) Τουριστικός (Travel Plan).



Η πορεία της μετοχής «ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.» είναι αρκετά ενδιαφέρουσα καθώς από το τρίτο τρίμηνο του 1999 ακολούθησε μία ιδιαίτερη πορεία. Συγκεκριμένα, από τις αρχές ήδη του 1999 η μετοχή φαινόταν υπερτιμημένη, όμως από τα τέλη του 1999 ξεκίνησε μια ξαφνική υποτίμηση ενώ η fair price της μετοχής παρουσίαζε έντονες διακυμάνσεις μέχρι και τα τέλη του 2003.

9.10. Υγεία

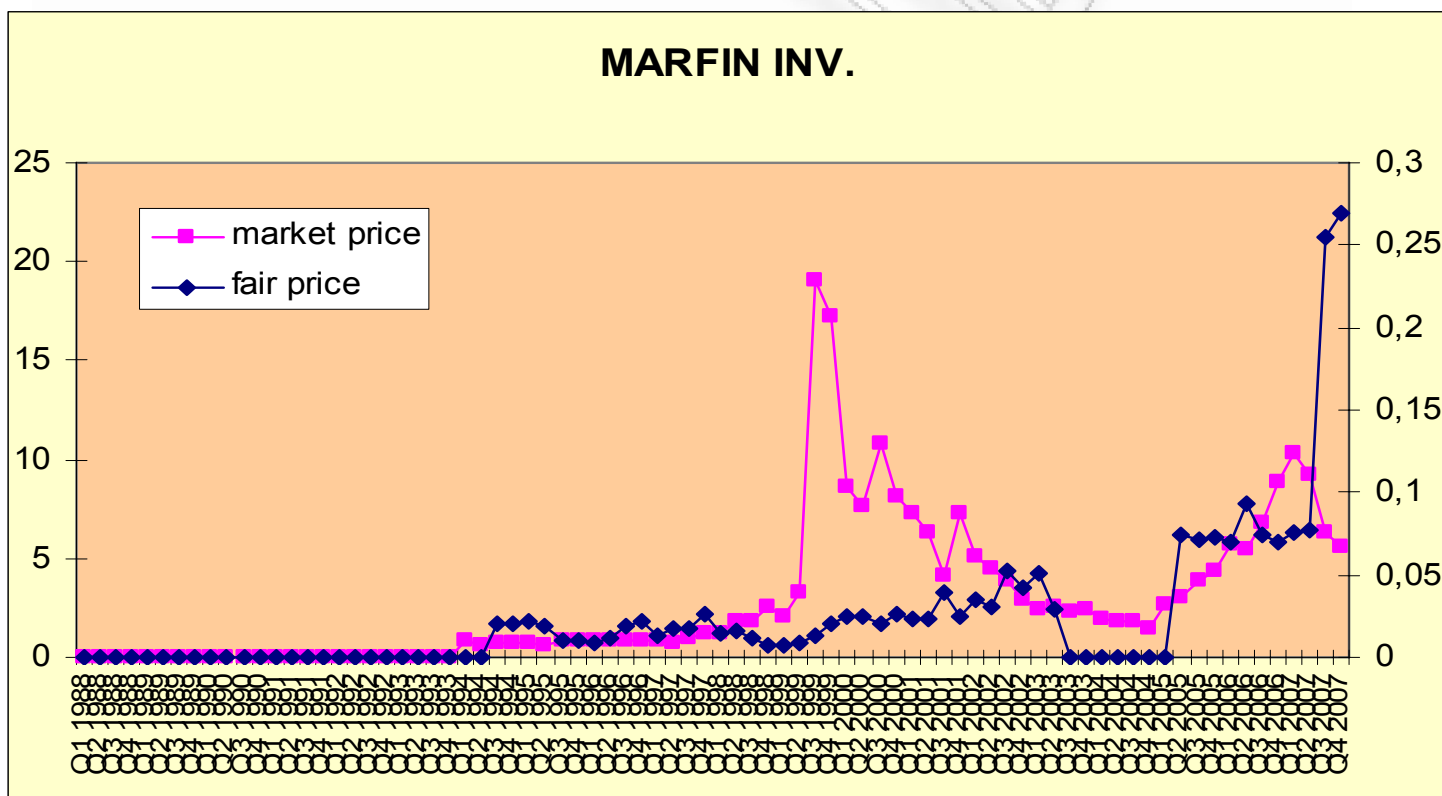
Η εταιρεία «LAVIPHARM», με αρκετά υψηλό δείκτη εμπορευσιμότητας, δραστηριοποιείται στην βιομηχανική παραγωγή και συσκευασία πάσης φύσεως και μορφής φαρμακευτικών, χημικών, κτηνιατρικών και καλλυντικών προϊόντων, των πρώτων υλών αυτών, όπως και συναφών προς αυτά ειδών είτε για ίδιο λογαριασμό είτε για λογαριασμό τρίτων. Επίσης με την εμπορία, εισαγωγή και εξαγωγή των παραπάνω ειδών είτε για ίδιο λογαριασμό, είτε για λογαριασμό τρίτων όπως και με την έρευνα και ανάπτυξη χημικών, κτηνιατρικών, φαρμακευτικών, καλλυντικών προϊόντων και συναφών προς αυτά ειδών είτε για ίδιο λογαριασμό είτε για λογαριασμό τρίτων και τέλος με την παροχή διοικητικών υπηρεσιών προς τρίτους.



Η μετοχή της εταιρείας «LAVIPHARM» φαίνεται ξεκάθαρα από το διάγραμμα πως υπερτιμήθηκε σημαντικά στα τέλη του 1999 με αποτέλεσμα τη δημιουργία φούσκας για ακόμη μία φορά.

9.11. Χρηματοοικονομικές υπηρεσίες

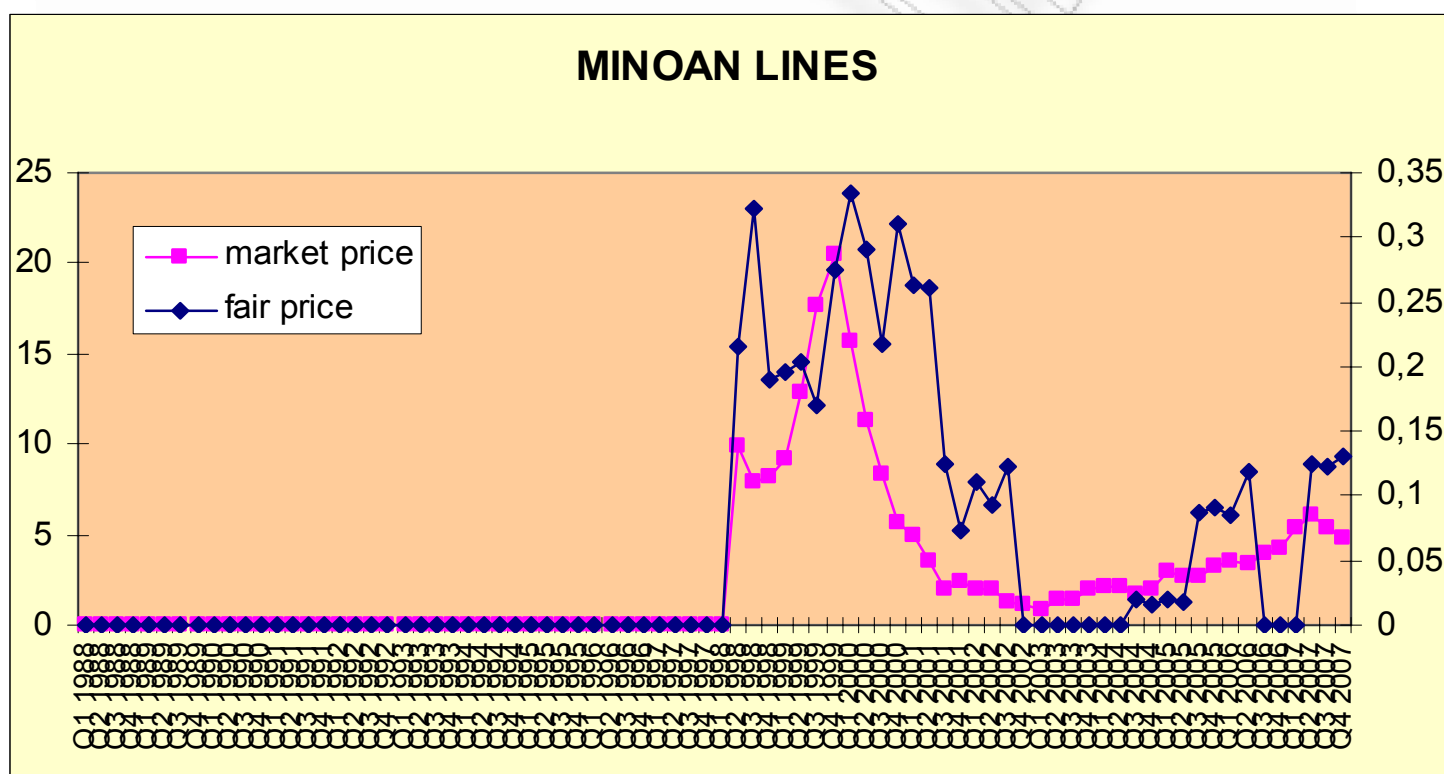
Η «MARFIN INVESTMENT» συμμετέχει σε εταιρίες και επιχειρήσεις οιασδήποτε μορφής, ίδρυση νέων εταιριών και επιχειρήσεων οιασδήποτε σκοπού και εταιρικής μορφής, διοίκηση και διαχείριση αυτών, επένδυση σε κινητές αξίες και χρηματοπιστωτικά μέσα, διενέργεια πάσης πράξεως και επιχειρήσεως παρεμφερούς ή συναφούς.



Η μετοχή της εταιρείας «MARFIN INVESTMENT» περιείχε φούσκα κατά την κρίσιμη περίοδο του ελληνικού Χρηματιστηρίου μετά το «σκάσιμο» της οποίας η μετοχή ακολούθησε μια πιο φυσιολογική πορεία.

9.12. Ταξίδια & αναψυχή

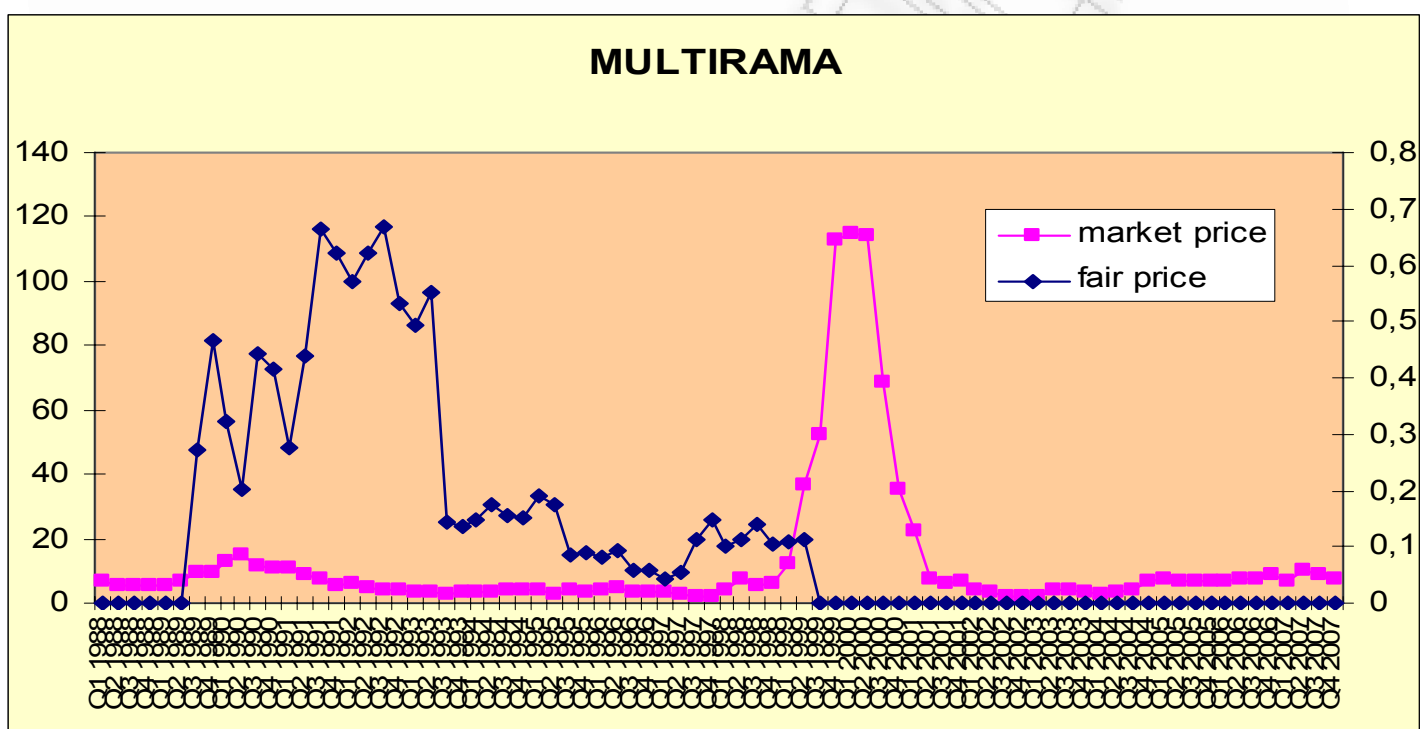
Οι «ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ» αγοράζουν και εκμεταλλεύονται πλοία επιβατηγού ναυτιλίας, κατάλληλα για την ασφαλή μεταφορά προσώπων και πραγμάτων σε γραμμές του εσωτερικού και του εξωτερικού. Συμμετέχουν επιπλέον σε άλλες εταιρίες με τους ίδιους ή παρεμφερείς στόχους, όπως η ίδρυση και εκμετάλλευση ξενοδοχείων, η αγορά ή μίσθωση συγκοινωνιακών μέσων. Επέκταση σε παρεμφερείς κλάδους τουριστικών και εμπορικών δραστηριοτήτων.



Η μετοχή της εταιρείας «ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ» ήταν, όπως βλέπουμε από το διάγραμμα, κατά βάση υποτιμημένη με εξαίρεση το τελευταίο τρίμηνο του 1999 και το πρώτο του 2000 που ήταν κάπως υπερτιμημένη. Παρατηρούμε επομένως ότι και αυτή η μετοχή επηρεάστηκε έστω και λίγο από το γενικότερο κλίμα που επικρατούσε την περίοδο του 1999 στον χώρο του Χρηματιστηρίου των Αθηνών.

9.13. Εμπόριο

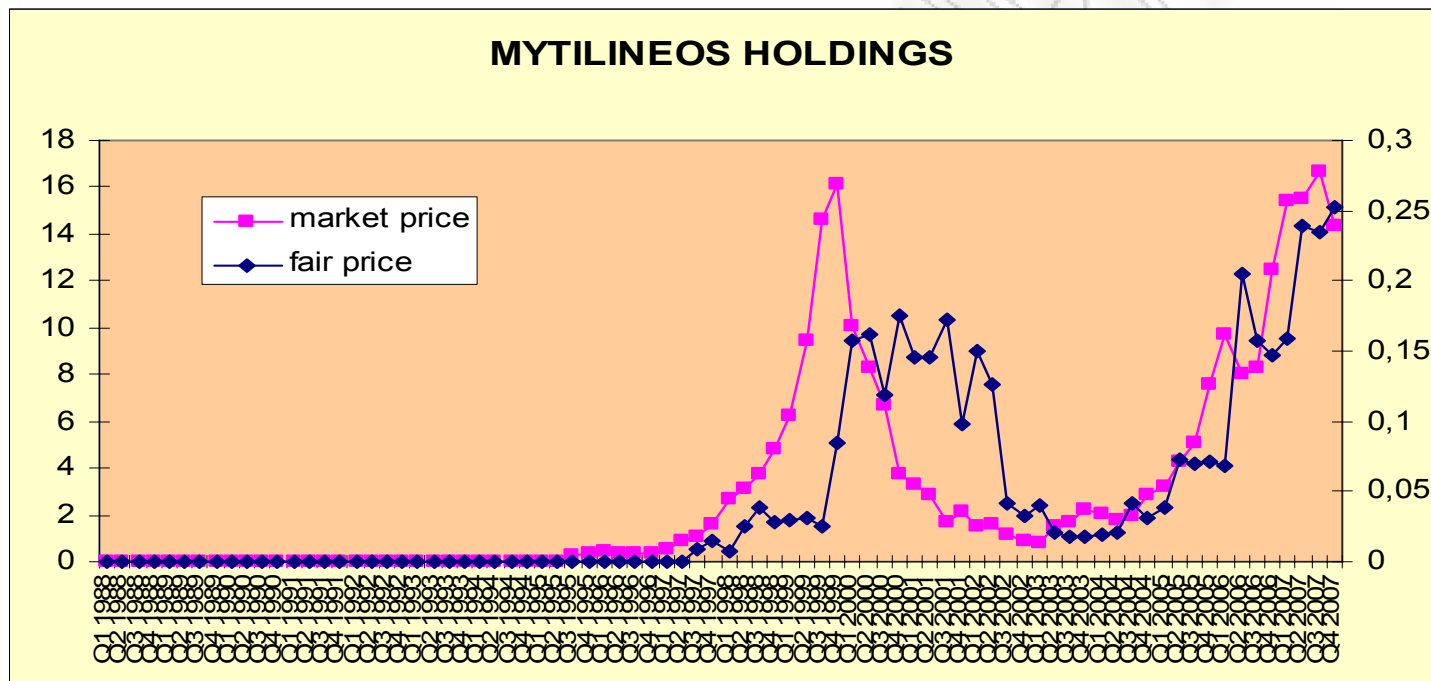
Η «MULTIRAMA», τρίτη σήμερα σε δείκτη εμπορευσιμότητας στον κλάδο του εμπορίου, ασχολείται με την εμπορία προϊόντων πληροφορικής, τηλεπικοινωνιών και μηχανών γραφείου, παροχή υπηρεσιών εκπαίδευσης και τεχνικής υποστήριξης (support plus), τον εξοπλισμό γραφείου, την εμπορία προϊόντων χαρτοπωλείου και το εμπόριο ετοιμών ενδυμάτων, υφασμάτων, λευκών ειδών.



Παρατηρούμε ότι κατά τις πρώτες δεκαετίες, η μετοχή της εταιρείας ήταν υποτιμημένη και μάλιστα η market price της μετοχής να παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις. Στην συνέχεια όμως τα γεγονότα ανατρέπονται με μία σημαντική φούσκα που πραγματοποιήθηκε τη γνωστή για όλο το χρηματιστήριο περίοδο.

9.14. Πρώτες ύλες

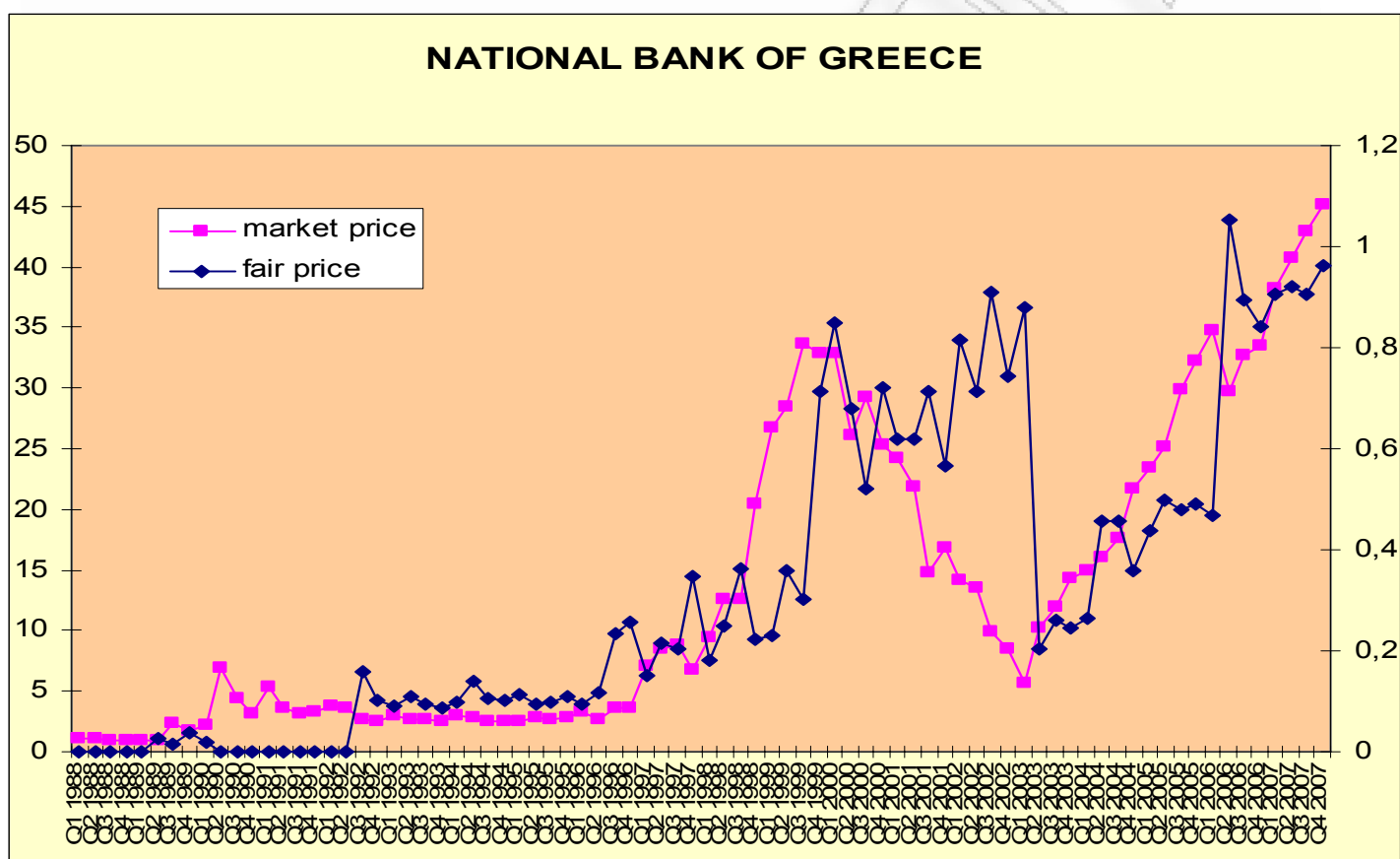
Η «ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ» είναι η πρώτη εταιρεία στον κλάδο των πρώτων υλών όσον αφορά το δείκτη εμπορευσιμότητας και ασχολείται με τη διεθνή εμπορία μετάλλων.



Διαχρονικά δεν παρατηρείται σημαντική απόκλιση ανάμεσα στην market price και στην fair price της μετοχής της εταιρείας «ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ». Ωστόσο, είναι εμφανές από το διάγραμμα ότι η ισορροπία διαταράχθηκε την ευρύτερη περίοδο της κρίσης του Χρηματιστηρίου παρουσιάζοντας αρχικά μεγάλη υπερτίμηση και στη συνέχεια υποτίμηση. Τα τελευταία χρόνια φαίνεται η πορεία της να έχει σταθεροποιηθεί σε φυσιολογικά επίπεδα.

9.15. Τράπεζες

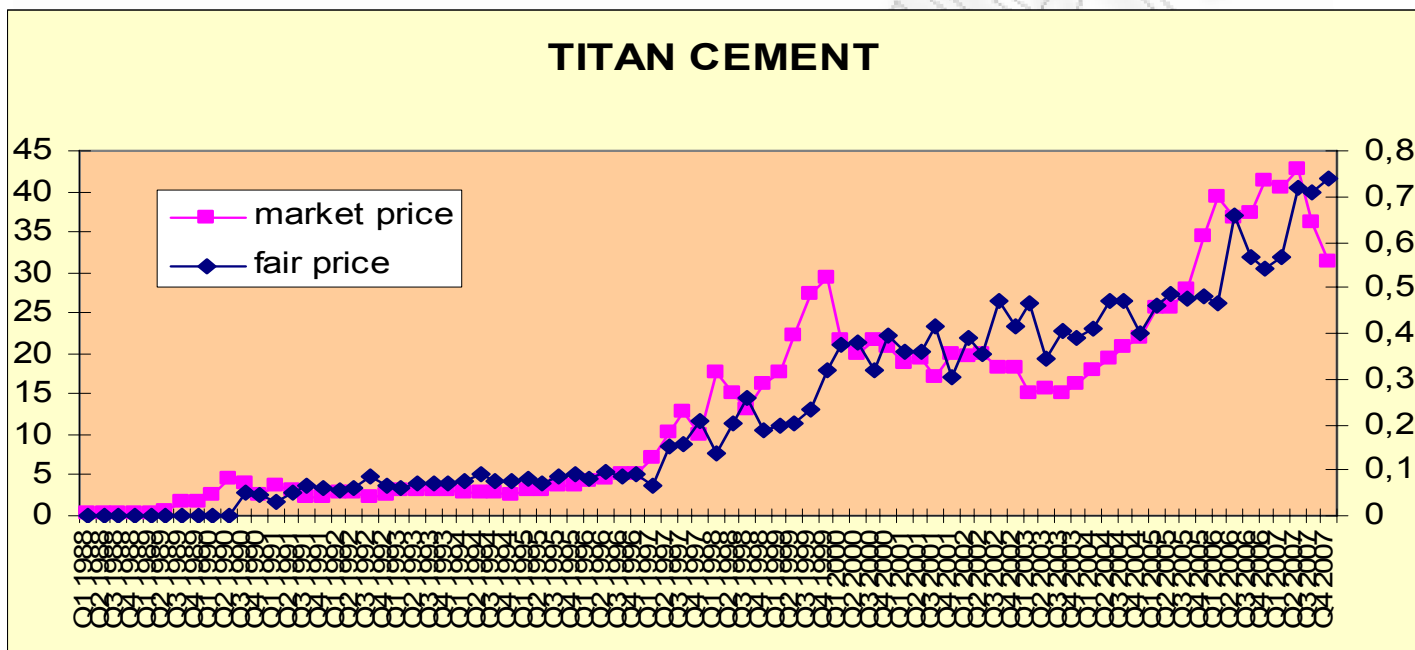
Η «ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ» είναι σήμερα η τρίτη τράπεζα σε εμπορευσιμότητα στον κλάδο της και όπως είναι προφανές διενεργεί τραπεζικές εργασίες.



Η πορεία της μετοχής της «ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ» όπως φαίνεται διαγραμματικά είναι αρκετά ικανοποιητική. Η περίοδος του 1999 επηρέασε και τη συγκεκριμένη μετοχή που είχε υπερτιμηθεί για κάποια τρίμηνα. Η υποτίμηση όμως της μετοχής δεν ξεκίνησε άμεσα όπως στις περισσότερες μετοχές αλλά λίγο μετά το 2001.

9.16. Κατασκευές & υλικά κατασκευών

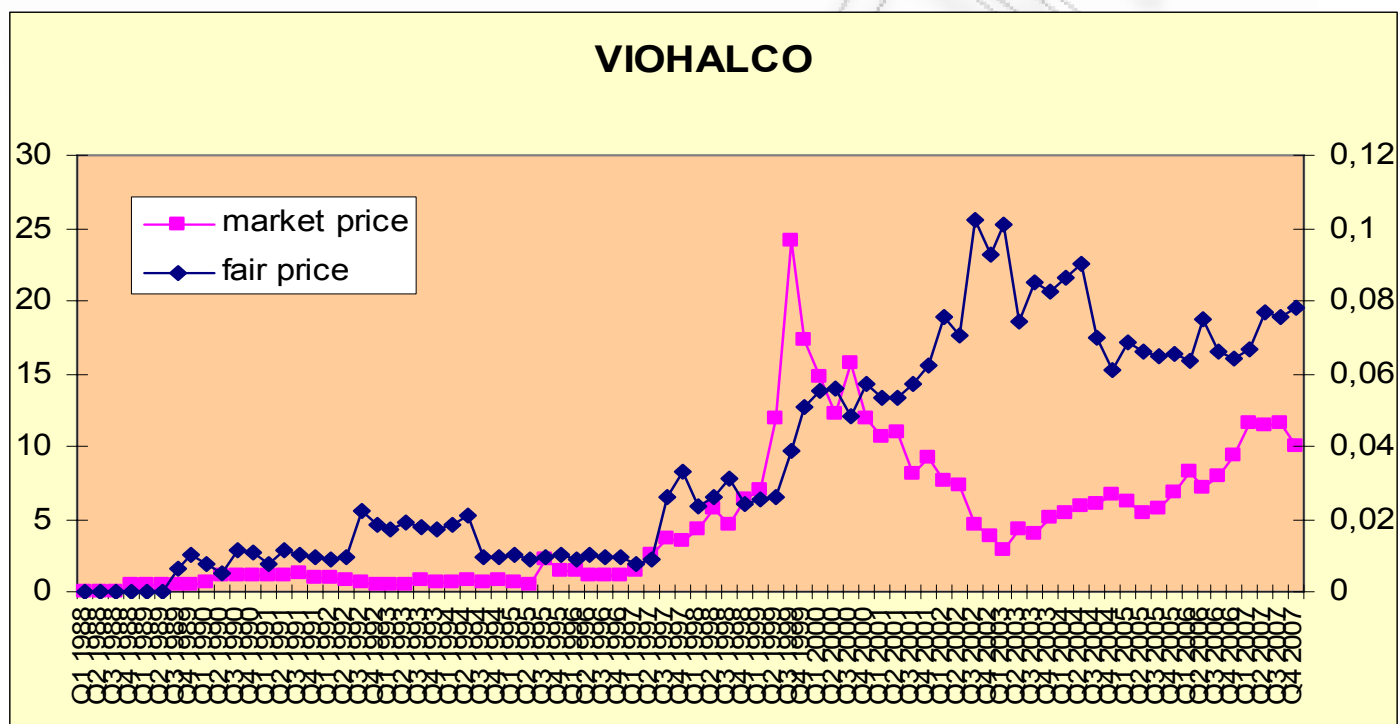
Η «TITAN A.E», πολύ σημαντική εταιρεία στον κλάδο των κατασκευών, παράγει και πωλεί τσιμέντα και παρεμφερή προϊόντα, εκμεταλλεύεται μεταλλεία, ορυχεία και λατομεία, χερσαίων και θαλασσίων μεταφορών.



Η πορεία της μετοχής διαχρονικά κρίνεται ιδιαιτέρως ικανοποιητική με εξαίρεση την περίοδο από τα μέσα του 1998 μέχρι και το πρώτο τρίμηνο του 2000 που η μετοχή ήταν υπερτιμημένη. Πρόκειται για ακόμη μία φούσκα του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά την περίοδο της γενικότερης κρίσης.

9.17. Βιομηχανικά προϊόντα & υπηρεσίες

Η «ΒΙΟΧΑΛΚΟ» είναι μία εταιρεία συμμετοχών και είναι δεύτερη σε εμπορευσιμότητα στον κλάδο των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών.



Μέχρι το δεύτερο τρίμηνο του 1999 η market price βρισκόταν κοντά με την fair price της μετοχής. Από κει και μετά δημιουργήθηκε μία φούσκα η οποία οδήγησε την μετοχή σε μία μακροχρόνια και σημαντική υποτίμηση μέχρι και σήμερα.

10.ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Από τα διαγράμματα που είδαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο για τις αντιπροσωπευτικές μετοχές κάθε κλάδου, διαπιστώσαμε κάποια κοινά στοιχεία στη συμπεριφορά των μετοχών κατά την περίοδο της χρηματιστηριακής κρίσης. Είδαμε ότι σχεδόν σε όλες τις μετοχές είχαν δημιουργηθεί φούσκες οι οποίες δημιουργήθηκαν από τη συμπεριφορά και τις ενέργειες των επενδυτών. Η γενικότερη ευφορία που επικρατούσε την περίοδο εκείνη είτε λόγω των επερχόμενων Ολυμπιακών Αγώνων, είτε της επερχόμενης ένταξης της Ελλάδας στην Οικονομική Νομισματική Ένωση(ΟΝΕ), δημιούργησε στους επενδυτές υπέρμετρη αισιοδοξία. Η ασυγκράτητη αυτή αισιοδοξία δημιούργησε αυτοεκπληρούμενες προφητείες με τα γνωστά σε όλους επακόλουθα σε αρκετούς τομείς της οικονομίας. Χαρακτηριστικό είναι μάλιστα το γεγονός της ξαφνικής υποτίμησης των περισσότερων μετοχών αμέσως μετά το «σκάσιμο» της φούσκας, γεγονός αναμενόμενο για τους έμπειρους του χώρου, αφού οι πολύ υψηλές τιμές που είχαν δημιουργηθεί δεν είχαν αντίκρισμα στις δυνατότητες και στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και ήταν τελικά πλασματικές αφού δεν ανταποκρίνονταν στην πραγματικότητα. Είναι γεγονός πως τέτοιες καταστάσεις είναι αναμενόμενο να συμβαίνουν κατά καιρούς σε όλα τα χρηματιστήρια. Το θέμα είναι όμως είναι να υπάρχει η προνοητικότητα και το ταλέντο να προληφθεί κάτι τέτοιο ή αν τελικά συμβεί, να μπορεί να αντιμετωπιστεί και να εξυγιανθεί εγκαίρως ώστε να περιοριστούν τα μετέπειτα προβλήματα.

11. REFERENCES

- Behzad T. Diba; Herschel I. Grossman, '**The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices**', *The Economic Journal*, Vol. 98, No. 392. (Sep., 1998), pp. 746-754
- Richard Topol, '**Bubbles and Volatility of Stock Prices: Effect of Mimetic Contagion**', *The Economic Journal*, Vol. 101, No. 407. (Jul., 1991), pp. 786-800
- Hashem Dezhbakhsh, '**On the Presence of Speculative Bubbles in Stock Prices**', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 1. (Mar., 1990), pp. 101-112
- M. C. Adam; A. Szafarz, '**Speculative Bubbles and Financial Markets**', *Oxford Economic Papers, New Series*, Vol. 44, No. 4, Special Issue on Financial Markets, Institutions and Policy. (Oct., 1992), pp.626-640
- Robert P. Flood; Robert J. Hodrick, '**On Testing for Speculative Bubbles**', *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 2. (Spring, 1990), pp. 85-101
- Peter Rappoport; Eugene N. White, '**Was There a Bubble in the 1929 Stock Market?**', *The Journal of Economic History*, Vol. 53, No. 3. (Sep., 1993), pp. 549-574
- Eugene N. White, '**Stock Market Bubbles? A Reply**', *The Journal of Economic History*, Vol. 55, No. 3. (Sep., 1995), pp. 655-665
- F. Van Der Ploeg, '**Rational Expectations, Risk and Chaos in Financial Markets**', *The Economic Journal*, Vol. 96, Supplement: Conference Papers, (1986), pp. 151-162
- Behzad Behzad T. Diba; Herschel I. Grossman, '**Explosive Rational Bubbles in Stock Prices?**', *The American Economic Review*, Vol. 78, No. 3. (Jun., 1998), pp. 520-530
- Kenneth D. West, '**A Specification Test for Speculative Bubbles**', *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, No. 3. (Aug., 1987), pp. 553-580
- Camerer C.: '**Bubbles and Fads in Asset Prices**', *Journal of Economic Surveys*, 1989, pp. 3-38
- Charemza W. W.; Deadman D. F.: '**Rational and Intrinsic Bubbles: a Reinterpretation of Empirical Results**', *Applied Financial Economics*, 1995, pp.199-202
- Choudhry Taufiq: '**Stock Market Volatility at the Crash of 1987: Evidence from Six Emerging Markets**', *Journal of International Money and Finance*, Vol. 15, No.6, (Dec., 1996), pp. 969-981

- Clare A. & Thomas s.: ‘ **The Overreaction Hypothesis and the UK Stockmarket**’, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No. 7, Oct., 1995, pp. 603-686
- Craine R.: ‘ **Rational Bubbles: A Test**’, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1993, pp. 829-846
- Culter D. M., Poterba J. M. Ad Summers L. H.: ‘**What Moves Stock Prices?**’, *Journal of Portfolio Management*, Spring 1989, pp.36-40
- Diba B. T. & Grossman H. I.: ‘**On the Inception of Rational Bubbles**’, *Quarterly Journal of Economics*, August 1987, pp.697-700
- Eun C. S. & Shim S.: ‘**The Transmission of Stock Market Movements**’, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24, No. 2, June 1989, pp. 241-256
- Koutmos G. Lee U., Theodossiou P.: ‘**Stochastic Behavior of the Athens Stock Market Exchange**’, *Applied Financial Economics*, 1993, pp.119-126
- Lee B. s.: ‘ **The Response of Stock Prices to Permanent and temporary Shocks to Dividends**’ *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, No. 1., March 1995, pp. 1-20
- Gilles C., Leroy S. f.: ‘**Bubbles and Charges**’, *International Economic Review*, Vol.33, No. 2., May 1992, pp. 323-339
- Hamilton J. D.: ‘ **On Testing for Self-Fulfilling Speculative Prices Bubbles**’, *International Economic Review*, 1986, pp. 545-552
- Orlean A.: ‘**Mimetic Contagion and Speculative Bubbles**’, *Theory and Decision*, Vol. 27, 1989, p.63-92
- Romer C.: ‘ **The Great Crash and the Onset of the Great Depression**’, *Quarterly Journal of Economics*, August 1990
- Sirkin, G.: ‘**The Stock Market of 1929 Revisited: A Note**’, *Business History Review*, Vol.80, No.2, 1975, pp. 223-231
- Summers L. H.: ‘**Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?**’ *The Journal of Finance*, Vol. XLI, No.3, July 1986, pp.591-603
- White E. N.: ‘**The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited**’, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No.2, Spring 1990, pp.67-83
- Galbraith, John k.: ‘**The Great Crash 1929**’, Boston: Houghton Mifflin Company, 1988
- Shiller Robert J.: ‘**Market Volatility**’, MIT Press, Cambridge Massachusetts, Fifth Edition, 1997

12.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- George P. Diacogiannis: **‘Financial Management; A modeling Approach Using Spreadsheets’**, 1994
- Νικόλαος Τεσσαρομάτης, **«Αποδόσεις και Κίνδυνος στο Χρηματιστήριο Αθηνών την Τελευταία Δεκαετία»**, *Περιοδικό ΤΑΣΕΙΣ-Ελληνική Οικονομία 2003*

13.WEB SITES

- www.ase.gr
- www.naftemporiki.gr
- www.enet.gr
- www.in.gr
- www.investopedia.com

14.ΒΑΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

- **DataStream**