

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ

ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ, ΚΥΜΑΤΑ ELLIOTT & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Τα χρηματιστήρια κάθε λογής λειτουργούν στη σημερινή ηλεκτρονική τους μορφή τις τελευταίες και μόνο δεκαετίες. Όμως ως ιδέα-σύλληψη και εφαρμογή υπάρχουν με διάφορες μορφές εδώ και πολλούς αιώνες σε ολόκληρο τον πλανήτη. Οι περισσότεροι επενδυτές βέβαια επικεντρώνουν την προσοχή τους στα χρηματιστήρια μετοχών, καθώς διαφαίνεται ότι είναι και η απλούστερη μορφή αγοράς και πώλησης τίτλων. Οι μετοχικές αξίες είναι κάτι που μπορεί να κατανοηθεί ευκολότερα από το ευρύ επενδυτικό κοινό, άσχετα αν δραστηριοποιείται με αγοραπωλησίες τέτοιου είδους τίτλων. Με άλλα λόγια, είναι πολύ απλό να κατανοηθεί ότι η μετοχή είναι ένα μικρό κομμάτι μιας εταιρίας και ότι επενδύοντας κανείς μπορεί να επωφεληθεί αν έχει κάνει προηγουμένως τη σωστή επιλογή.

Κι αν η ευκολότερη μορφή αγοράς - αυτή δηλαδή της αγοράς μετοχών - είναι η “μόδα” κατά καιρούς σε διάφορες χώρες, τα πρωτεία κατέχουν οι αγορές εμπορευμάτων με αναφορές στην αρχαιότητα από την εποχή των Φοινίκων εμπόρων της Μεσογείου που αγόραζαν και πωλούσαν συμβόλαια *forward*¹ για ολόκληρα φορτία πλοίων. Την ιστορική σκυτάλη αιώνες αργότερα, και μετά το σκοτεινό μεσαίωνα, παίρνουν οι Ιάπωνες *traders* ρυζιού² αλλά και οι Ολλανδοί που αγόραζαν και πωλούσαν με μανία σπάνιους βολβούς τουλίπας σε ένα υποτυπώδες χρηματιστήριο. Η κατάληξη βέβαια της ολλανδικής εμπειρίας είναι λίγο πολύ γνωστή. Οι βολβοί τουλίπας, σπάνιοι και μη, άρχισαν να διαπραγματεύονται σε πολύ υψηλά επίπεδα, με αποτέλεσμα να διατυπωθεί η άποψη ότι η αγορά τουλίπας διακατέχεται από μανία. Οι συμμετέχοντες στην αγορά αρνήθηκαν τα πάντα και ο πυρετός συνεχίστηκε. Μία ωραία πρωία όμως του 1636, κάποιος “επενδυτής” τουλίπας φαίνεται ότι πλήρωσε την ακριβότερη τιμή για το σπανιότερο είδος τουλίπας (*Viceroy*). Την ίδια εποχή αυτός ο βολβός τουλίπας αγόραζε 350 κλά βούτυρο (αξία περίπου 120 φιορινιών) ! Αμέσως μετά, η αγορά τουλίπας κατέρρευσε και οι τιμές έχασαν τους επόμενους μήνες και χρόνια το 99% της αξίας τους¹.

Εν έτη 1929-32 στο NYSE (New York Stock Exchange), 2000-2001 στην ηλεκτρονική αγορά της NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotes), και 1999-2001

¹ Το συμβόλαιο **forward** είναι στην ουσία μία συμφωνία για ανταλλαγή κάποιου είδους σε προκαθορισμένη τιμή και σε συγκεκριμένο χρονικό σημείο στο μέλλον. Η διαφορά του από τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (**futures**) είναι ότι τα *forward* μπορούν να προσαρμοστούν επακριβώς στις ανάγκες και των δύο ανταλλασσομένων και δεν διαπραγματεύονται, ενώ τα *futures* είναι διαπραγματεύσιμα σε επίσημες αγορές-χρηματιστήρια και έχουν συγκεκριμένο μέγεθος (ποσότητα είδους – π.χ. νομίσματος ή εμπορεύματος).

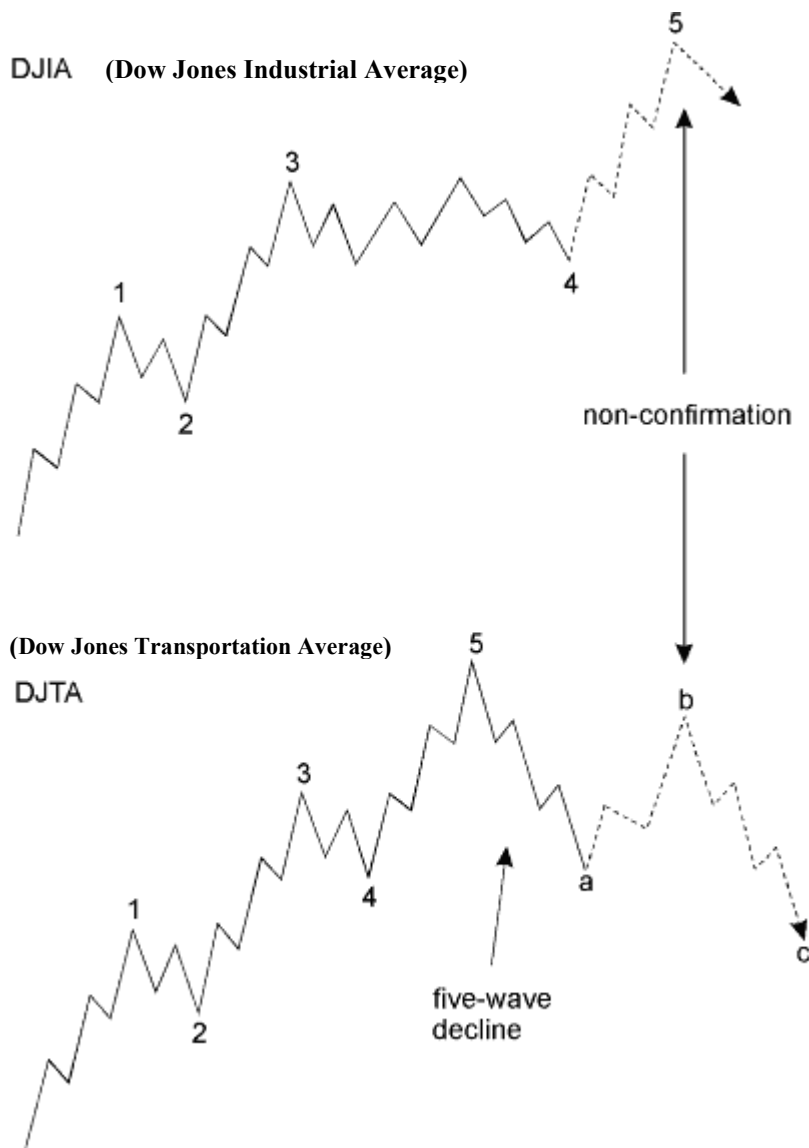
² Οι Ιάπωνες **traders** ρυζιού συναλλάσσονταν σε οργανωμένη αγορά, το **Dojima Rice Exchange**, στην Οσάκα περί τα τέλη του 17^{ου} αιώνα. Εκεί ξεκίνησε και η υποτυπώδης αγοραπωλησία ενός είδους **futures** σε ρύζι το λεγόμενο **rice coupon**, το οποίο δεν ήταν τίποτε άλλο από μία απόδειξη αποθήκης (*warehouse receipt*) ως πιστοποίηση για μελλοντική παράδοση φυσικού εμπορεύματος. Η διαπραγμάτευση των συμβολαίων ρυζιού έμελλε να συνεχισθεί και στην επόμενη μεγάλη οργανωμένη αγορά, εκείνη του **Edo** (δηλαδή της σημερινής πόλης του Τόκυο).

στο Χ.Α.Α. (Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών), ακούγοντας την ιστορία της **Τουλιπομανίας** όπως ονομάστηκε θα νόμιζε κανείς ότι μιλάμε για εκείνες τις αγορές. Ο λόγος που χρησιμοποιείται συχνά το παραπάνω παράδειγμα είναι ακριβώς παραπαισιόδοξο στην ψυχολογία της μανίας που κυριεύει το “επενδυτικό πλήθος”, το οποίο οδηγεί τις τιμές του όποιου είδους ανταλλάσσεται σε δυσθεώρητα ύψη. Η κατάσταση αυτή όμως δεν είναι και τόσο ανεξέλεγκτη. Θα ήταν αφελές να πιστεύουμε ότι ξαφνικά το έτος 1999, για παράδειγμα στην Ελλάδα, πέρασε σε όλα σχεδόν τα στρώματα του πληθυσμού η είδηση ότι το Χρηματιστήριο αποτελεί ένα σύγχρονο νομισματοκοκείο και ότι η τοποθέτηση εκεί επιφέρει εξασφαλισμένα κέρδη. Η όποια προετοιμασία-πλύση εγκεφάλου των επενδυτών είχε ήδη γίνει σταδιακά το αμέσως νωρίτερα διάστημα (μέσω τηλεόρασης, εφημερίδων, ψιθύρων, κτλ.). Δεν πιστεύουμε όμως ότι υπάρχει καμία διαφορά επί της ουσίας μεταξύ του Ολλανδού που αγοράζει βολβούς τουλίπας το 1636 σε υπερβολικά υψηλές τιμές, έχοντας δει τις τιμές μόνο να ανεβαίνουν (τουλάχιστον στο προηγούμενο διάστημα), και του Έλληνα που αγοράζει μετά μανίας επίσης τον Αύγουστο και στις αρχές Σεπτεμβρίου του 1999 μετοχές που είχαν σημειώσει άνοδο από 100 έως 2000% ! Η μήπως ήταν διαφορετική η συμπεριφορά των Ιαπώνων επενδυτών κατά τη δεκαετία του 1980 που οδήγησε σε αγοραστικό πυρετό μετοχών (αλλά και ακινήτων) στέλνοντας το κυριότερο χρηματιστηριακό δείκτη NIKKEI-225 στις 39.500 μονάδες ; Ο NIKKEI-225 όμως διαπραγματεύεται τη στιγμή αυτή στις 10.000 μονάδες !!

Παρόμοια ήταν και η στάση των επενδυτών προς τις μετοχές τεχνολογίας και Internet στην αγορά της NASDAQ. Κι αν υπάρχει λόγος να συνδέουμε όλα τα παραπάνω παραδείγματα μεταξύ τους είτε αφορούν μετοχές στην Ελλάδα, είτε μετοχές στην Ιαπωνία, είτε μετοχές Internet στις Η.Π.Α., είτε τουλίπες στην Ολλανδία του 17 αιώνα, αυτός ο λόγος σχετίζεται με έναν και μόνο παρονομαστή κοινό σε όλες τις περιπτώσεις: **την ανθρώπινη ψυχολογία η οποία αποτυπώνεται με εκπληκτική ομοιότητα - και σε αριθμούς - και ακολουθεί συγκεκριμένους κανόνες και μορφές (patterns).**

Η μορφή κίνησης των μετοχών σε ορατά patterns έγινε λίγο πολύ αντιληπτή στις Η.Π.Α., την πρώτη μεγάλη και οργανωμένη αγορά μετοχών μετά το Λονδίνο, από τις αρχές του αιώνα. Ο γνωστός εκδότης και ένας εκ των δημιουργών του δείκτη Dow Jones, **Charles Dow** διατύπωσε τη θεωρία ότι η αγορά ανεβαίνει σε τρεις φάσεις και περιέγραψε τις συνθήκες και τις προϋποθέσεις κατά τις οποίες ο δείκτης Dow Jones ακολουθείται (και επαληθεύεται) από άλλους δείκτες όπως π.χ. αυτόν των μετοχών μεταφορών (Dow Transports). Οι δύο αυτοί δείκτες πρέπει οπωσδήποτε να επαληθεύουν ο ένας τον άλλο είτε σε νέα χαμηλά είτε σε νέα υψηλά (βλέπε **ΓΡΑΦΗΜΑ 1**). Η απόκλιση δημιουργεί εύθραυστη ισορροπία.

ΓΡΑΦΗΜΑ 1: DJIA DJTA – Η Επαλήθευση



Πηγή: Elliott Wave Principal, p. 176, R. R. Prechter & A. J. Frost, 1978, New Classics Library

KYMATA ELLIOTT

Τη θεωρία του Dow ήρθε να συμπληρώσει κατά κάποιον τρόπο, αλλά και να φέρει σε άλλο επίπεδο, η εκδοχή του **Ralph Nelson Elliott**. Ο Elliott παρατήρησε ότι η αγορά μετοχών όπως αυτή εκφράζεται καλύτερα μέσω συνολικών δεικτών (δηλαδή **aggregate stock prices**) ακολουθούν συγκεκριμένα «μονοπάτια» (patterns), τα οποία υπακούουν κατά κάποιον τρόπο σε μία αρχή που ονόμασε το 1938 ως Αρχή των Κυμάτων (**The Wave Principleⁱⁱ**). Χωρίς να το έχει στην ουσία συνειδητοποιήσει ή αντιληφθεί πλήρως, ο Elliott διατύπωσε ότι πολλά από τα patterns που παρατήρησε, χρησιμοποιώντας τα στοιχεία πολλών χρόνων έως και το 1936-37,

αντιδρούν ή αλλάζουν τάση και κατεύθυνση σε σημεία και τιμές που οδηγούν σε ένα χρυσό κανόνα-λόγο (**golden ratio**) διαδεδομένο από την αρχαιότητα: το 61.8% ή 0.618³.

Σύμφωνα με τον Elliottⁱⁱⁱ, κατά τη διάρκεια **ανοδικής για παράδειγμα τάσης**, η αγορά θεωρείται υγιής όταν η άνοδος πραγματοποιείται σε παλμικά ανοδικά κύματα (**impulsive waves**) τα οποία υποδιαιρούνται σε 3 ανοδικά και 2 καθοδικά (διορθωτικά στην ανοδική τάση) κύματα. Τα κύματα 1, 3, 5 είναι τα ανοδικά, ενώ τα κύματα 2 και 4 της διόρθωσης είναι καθοδικά (αντίστροφα δηλαδή στην κύρια τάση). Τα κύματα 2 και 4 παίρνουν τη μορφή zig zag ή τριγώνων⁴, και η εναλλαγή της μορφής των διορθωτικών κυμάτων μας δίνει πληροφορίες για το τι μπορούμε να περιμένουμε στη συνέχεια. Η σημαντικότερη όμως συμβολή του Elliott σε συνδυασμό με τους λόγους **Fibonacci** δεν συνδέεται τόσο με την ακριβή πρόβλεψη για το πως θα κινηθούν οι δείκτες με βάση τα προδιαγεγραμμένα patterns ή το που θα φτάσει η διόρθωση. Η συμβολή του Elliott αφορά την άποψη ότι τα κύματα όπως αυτά αποτυπώνονται αριθμητικά ως τιμές μετοχών, και άρα συνολικών δεικτών, **δεν είναι τίποτε άλλο από την μεταφορά της ανθρώπινης ψυχολογίας και ειδικότερα της κοινωνικής διάθεσης (social mood)**, στις τιμές που προσδιορίζουν τους χρηματιστηριακούς δείκτες. **Σημείωνε μάλιστα ότι η χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί το σημαντικότερο και καθαρότερο καθρέπτη της διάθεσης και ψυχολογίας των πολιτών μιας χώρας και η οποία εκδηλώνεται με τον καλύτερο τρόπο μέσω της αγοράς των μετοχών.**

Όταν η οικονομική κατάσταση μιας χώρας βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα και οι πολίτες-επενδυτές αισθάνονται καλά και είναι αισιόδοξοι για το μέλλον, τότε είναι πολύ πιθανό, έως σχεδόν βέβαιο (με βάση τα παραδείγματα του παρελθόντος αιώνα), ότι η καλή αυτή κοινωνική διάθεση θα εκφραστεί με αγορά μετοχών. Η δε αντίστροφη διάθεση, θα οδηγήσει σε πωλήσεις. Η διάθεση λοιπόν η οποία γίνεται εμφανής στη κοινωνία μέσω πολλών διαφορετικών τάσεων, αποτελεί συνήθως προάγγελο για το πως (πιθανότατα) θα ακολουθήσουν και οι τιμές των μετοχών. Ενδεχομένως για τους περισσότερους αυτό να ακούγεται κάπως αφηρημένο, όμως **η πράξη έχει πιστοποιήσει τη χρησιμότητα των κυμάτων του Elliott για μακροχρόνιες προβλέψεις και αλλαγές τάσεων, σε βαθμό που η βοήθειά τους να είναι άκρως απαραίτητη.** Η γνώση της τρέχουσας θέσης των χρηματιστηριακών δεικτών πάνω σε κάποιο από τα κύματα του Elliott είναι υπερβολικά χρήσιμη πληροφορία για το προς τα που θα κινηθεί η αγορά στη συνέχεια. Κάθε κύμα έχει τα δικά του χαρακτηριστικά τα οποία σε συνδυασμό με άλλους δείκτες και εργαλεία τεχνικής ανάλυσης μπορεί να αναγνωρισθεί. Το σημαντικότερο χαρακτηριστικό της θεωρίας του Elliott, και το οποίο απουσιάζει από όλες σχεδόν τις υπόλοιπες προσεγγίσεις, είναι οι συγκεκριμένοι κανόνες όσον αφορά τη συμπεριφορά των κυμάτων και τα επίπεδα τα οποία μπορούν ή δεν μπορούν να διασπαστούν. Αυτό το άρθρο δεν έχει σκοπό να αναλύσει σε βάθος τις ιδιαιτερότητες και λεπτομέρειες της προσέγγισης του Elliott γιατί κάτι τέτοιο θα απαιτούσε πολύ μεγάλη έκταση. Η προσέγγιση αυτή όμως μπορεί να παντρέψει τη

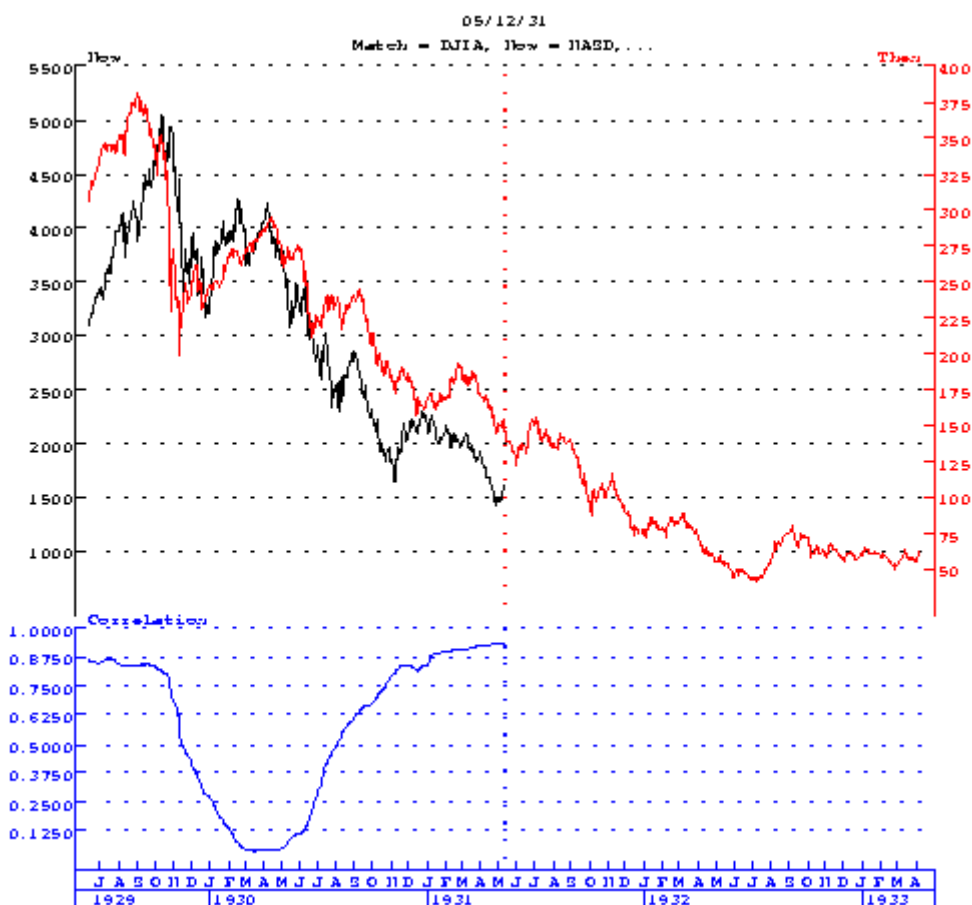
³ Ο λόγος αυτός, παρά το γεγονός ότι χρησιμοποιήθηκε στην αρχαιότητα από Αιγύπτιους και Έλληνες, επανήλθε στο προσκήνιο κοντά στο 1200 μ.Χ. από το μαθηματικό Leonardo di Pisa, γνωστός σήμερα ως Fibonacci. Το παρόν άρθρο βέβαια δεν θα προχωρήσει στην εξήγηση του παραπάνω **ratio** και των παραγώγων από αυτό. Η ανάλυση και μόνο των λόγων χρήσης θα απαιτούσε εκατοντάδες σελίδες. Στο παρόν άρθρο θα παραδεχθούμε την αποδεδειγμένη αξία του και θα το χρησιμοποιήσουμε επικουρικά, όπως έκανε άθελά του και ο R. N. Elliott **στη Θεωρία των Κυμάτων.**

⁴ Υπάρχουν στην πράξη, σύμφωνα με το Elliott, δεκατρία (13) είδη διορθωτικών κυμάτων. Ποτέ τα διορθωτικά κύματα δεν είναι παλμικά δηλαδή ποτέ δεν είναι **πεντάρια (5 παλμικών υποκυμάτων).**

θεωρία με τη πράξη κατά τρόπο εκπληκτικό όχι μόνο στη αγορά μετοχών, αλλά και σε όλες τις αγορές στις οποίες συμμετέχει ο ανθρώπινος παράγοντας. Δηλαδή σχεδόν παντού.

Με άλλα λόγια η κοινωνική διάθεση των ανθρώπων και η ψυχολογία είναι αυτή που κινεί τις τιμές των μετοχών ανεξάρτητα από εάν αυτό συμβαίνει στη δεκαετία του 1930 ή του 1980. Το παρακάτω **ΓΡΑΦΗΜΑ 2**, που παραθέτει τον Dow Jones κατά την περίοδο του χρηματιστηριακού κραχ μεταξύ 1929-1932 και το δείκτη NASDAQ από τις αρχές του 2000 μέχρι σήμερα, επαληθεύει και ενισχύει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο την άποψη αυτή.

ΓΡΑΦΗΜΑ 2 : Dow Jones 1929-32 και NASDAQ 2000-2001



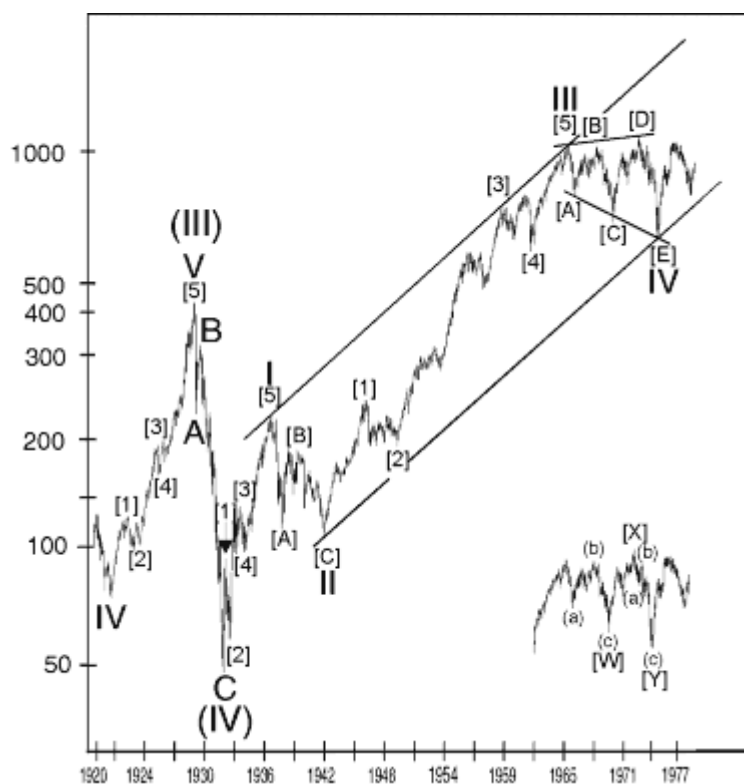
Πηγή: www.markethistory.com

Παρατηρήστε την εκπληκτική ομοιότητα στο γράφημα αλλά και το υψηλό ποσοστό αλληλεξάρτησης (correlation) των δύο δεικτών παρά το γεγονός ότι συνέβησαν σε χρονική απόσταση 70 περίπου χρόνων. Κι όμως το αποτέλεσμα των υπερβολικών αποτιμήσεων τόσο κατά τη δεκαετία του 1920 όσο και κατά τη δεκαετία του 1990 ήταν ακριβώς το ίδιο: **έναρξη ενός bear market το οποίο και απέβη καταστροφικό τόσο για το NYSE στο διάστημα 1929-32 όσο και για την αγορά της NASDAQ το διάστημα Μαρτίου 2000 - Σεπτεμβρίου 2001.**

Το παραπάνω παράδειγμα αποτελεί μία γραφική και μόνο απεικόνιση για το τι συνέβη στο παρελθόν, και όχι πρόβλεψη για το μέλλον της αγοράς NASDAQ. Όμως αρκεί να μας πείσει ότι κανένα επίπεδο δείκτη ή μετοχής δεν αρκετά χαμηλό ώστε να είμαστε βέβαιοι ότι βρήκαμε τον «πάτο» κάθε φορά που σημειώνεται πτώση σαν αυτή που έχουμε βιώσει τα τελευταία 10 χρόνια στην Ιαπωνία, τα τελευταία 2 χρόνια στην Ελλάδα, και τους τελευταίους 19 μήνες στη NASDAQ.

Το κραχ στη χρηματιστηριακή αγορά το 1929 έδειξε τον πραγματικό του εαυτό και ξεδιπλώθηκε μέχρι το 1932 που ήταν και το χαμηλότερο σημείο στο δείκτη DJIA. Η πτώση οδήγησε τον DJIA από το υψηλό των 386.10 μονάδων στο μετά-κραχ χαμηλό των 40.56 μονάδων, χάνοντας δηλαδή το 89.5% της αξίας του στο ίδιο διάστημα. Μετά το χαμηλό του 1932, η αγορά (ο DJIA) ανέκαμψε έως τα επίπεδα του 189.94 (άνοδος 468% και 38.7% Fibonacci retracement της πτώσης) το τρίτο τρίμηνο του 1937, και καθώς τα σύννεφα του Δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου άρχισαν να μαζεύονται πάνω από την Ευρώπη, η αγορά άρχισε και πάλι να πέφτει. Αυτό το κομμάτι της ανόδου ως **παλμικό** (δηλαδή 5 υπό-κυμάτων) **κύμα I** είναι αποτυπωμένο στο **ΓΡΑΦΗΜΑ 3**.

ΓΡΑΦΗΜΑ 3: Dow Jones Industrial Average 1920-1977



Πηγή: Elliott Wave Principal, p. 156, R. R. Prechter & A. J. Frost, 1978, New Classics Library.

Αν τα κύματα του Elliott είναι βοηθός για το τι μέλλει γενέσθαι διεθνώς για τα αμέσως επόμενα χρόνια τα πράγματα δεν θα είναι ευοίωνα. Όμως δεν θα πρέπει να παραλείψουμε κάτι που αποτελεί την πραγματικότητα της αγοράς: **ότι σε καμία στιγμή, κι όποια κι αν είναι η τάση, οι τιμές δεν ταξιδεύουν χωρίς ανάσα.** Στοιχείο το οποίο σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερη

είναι η πτώση τόσο πιο απότομο θα είναι και το bear market ράλι (**bear market counter-trend rally**) τόσο σε ποσοστό όσο και σε χρονική διάρκεια. Ενδεχομένως, κομμάτι της ανόδου που βιώνουμε τον τελευταίο καιρό να αποτελεί μέρος μίας διορθωτικής και μόνο κίνησης που θα μπορούσε να κρατήσει από αρκετές εβδομάδες έως και μερικούς μήνες. Η πίστη μας όμως στην όποια κυματική θεωρία του Elliott δεν είναι ούτε τυφλή, αλλά ούτε και πρόσκαιρη. Σημαντικό ρόλο παίζει η επιβεβαίωση της θεωρίας αυτής για ολόκληρες δεκαετίες στην πράξη και όχι μόνο “στα χαρτιά.” Η δε επιβεβαίωση έρχεται πάντα από πολύπλευρη ανάλυση και χρήση πολυάριθμων άλλων δεικτών τεχνικής (και όχι μόνο) ανάλυσης ώστε να πιστοποιήσουμε το κύμα στο οποίο βρισκόμαστε. Στις περισσότερες περιπτώσεις δε, οι αναλυτές της θεωρίας του Elliott, λαμβάνουν σοβαρά υπόψιν και πολλές μεταβλητές της οικονομικής συγκυρίας για την επαλήθευση του κυματικού σημείου στο οποίο και βρισκόμαστε. Κατόπιν, μπορούμε να κάνουμε “ασφαλείς” προβλέψεις με συγκεκριμένο πάντα επίπεδο εξόδου (**stop-loss**) αν έχουμε κάνει λάθος.

Elliott και Fibonacci

Ένα στοιχείο της θεωρίας του Elliott, που απουσιάζει από κάθε άλλη προσέγγιση (είτε αυτή είναι θεμελιώδους είτε τεχνικής ανάλυσης) αφορά στα χαρακτηριστικά της επενδυτικής ψυχολογίας σε κάθε κύμα, το οποίο σε συνδυασμό με τη χρήση των αριθμών Fibonacci είναι εφικτό να δώσει πρόβλεψη για το που θα μπορούσε να φτάσει το τρέχον κύμα. Δηλαδή με άλλα λόγια αν έχουμε σοβαρές υπόνοιες ή ενδείξεις ότι η αγορά έχει εισέλθει στο κύμα 3⁵ της τρέχουσας τάσης πολυάριθμοι δείκτες τεχνικής ανάλυσης θα μας δείχνουν μία αγορά που είναι υπερβολικά oversold τεχνικά (υπερπωλημένη), αλλά οι τιμές θα συνεχίζουν να πέφτουν χωρίς να είναι ορατός ο όποιος “πάτος.” Η επενδυτική ψυχολογία κατά περίεργο τρόπο (για τους πολλούς επενδυτές βέβαια) επαναλαμβάνεται με εκπληκτική ομοιότητα και ακρίβεια σε διαφορετικές αγορές, σε διαφορετικές χώρες και σε διαφορετικές χρονικές στιγμές ακολουθώντας την Αρχή των Κυμάτων του Elliott. Οι περισσότεροι αναλυτές ή επικριτές της προσέγγισης αυτής τονίζουν ως αδυναμίες της θεωρίας την πολυπλοκότητά της αλλά και τις συχνές μεταβολές του μετρήματος των κυμάτων. Ακόμα κι αν αυτό είναι αλήθεια, και μιλώντας πάντα σε σύγκριση με άλλες προσεγγίσεις, η Αρχή των Κυμάτων έχει συγκεκριμένους κανόνες που αν δεν πληρούνται τότε τα πράγματα είναι αρκετά ξεκάθαρα. Κι εδώ έρχεται η βοήθεια από τους αριθμούς Fibonacci και το στοιχείο του χρόνου να επαληθεύσει το σωστό μέτρημα ενός κύματος. Αν δηλαδή ένας χρηματιστηριακός δείκτης βρίσκεται σε ένα οποιοδήποτε κύμα (π.χ. κύμα 1) μιας ανοδικής παλμικής κίνησης, τότε η διόρθωση στο κύμα 2 δεν μπορεί να φέρει τις τιμές χαμηλότερα από το χαμηλότερο σημείο (αφετηρία) του κύματος 1. **Έτσι αν κάποιος μακροχρόνιος επενδυτής θέλει να πάρει θέση long περιμένοντας διόρθωση κοντά στο 50%, ή το πολύ 61.8%, Fibonacci retracement και οι ενδείξεις συντείνουν στο γεγονός ότι το προηγούμενο ανοδικό κύμα ήταν το 1^ο μιας παλμικής ανόδου, τότε γνωρίζει πολύ καλά ότι είσοδος στην αγορά σημαίνει αυτόματη έξοδο αν το χαμηλό του 1^{ου} κύματος παραβιαστεί.** Δεν είναι δυνατό το 2^ο κύμα να διορθώσει περισσότερο από το 100% του κύματος 1. Κατόπιν, κι

⁵ Το κύμα 3 είναι συνήθως το μεγαλύτερο σε διάρκεια αλλά και σε ποσοστό μεταβολής σε σχέση με τα υπόλοιπα παλμικά κύματα (1 και 5). Όχι όμως πάντα. Η ανάλυση των επιμέρους χαρακτηριστικών αναγνώρισης των κυμάτων ξεφεύγει από τα πλαίσια ανάλυσης του παρόντος άρθρου. Σε μελλοντική ανάλυση θα επιχειρηθεί μία βαθύτερη ανάλυση των κυμάτων Elliott για να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι διάφορες θέσεις και έννοιες που ίσως τώρα ξενίζουν ή είναι δύσκολες στην ερμηνεία τους.

αν όντως ήταν το κύμα 2 στο οποίο τοποθετήθηκε, ο επενδυτής γνωρίζει ότι πιθανότατα η άνοδος κατά το 3^ο κύμα θα είναι πολύ σημαντική και δεν θα βιαστεί να εξέλθει από την αγορά. Όταν συμπληρωθούν και τα πέντε κύματα, ο εν λόγω επενδυτής θα πρέπει να εξέλθει από τη αγορά αναζητώντας την πρώτη ολοκληρωμένη πτώση σε 5 πάλι (καθοδικά) κύματα.

Η πλέον σημαντική συμβολή του Elliott με την Αρχή των Κυμάτων αφορά μία απλή κατά τα άλλα διαπίστωση: **όταν μία αγορά κινείται προς οποιαδήποτε κατεύθυνση τα παλμικά κύματα είναι οπωσδήποτε 5 υπο-κυμάτων.** Η κατεύθυνση του παλμικού κύματος είναι πάντα και η κατεύθυνση της τάσης στο τρέχον επίπεδο κύματος. Αυτό που ενδεχομένως παραπλανά πολλούς είναι το λάθος μέτρημα των παλμικών κυμάτων σε διάφορα υπο-κύματα. Όταν συμπληρωθούν 5 κύματα στο 5^ο κύμα ενός μεγαλύτερου βαθμού (επιπέδου), τότε η άνοδος έχει τελειώσει. Η πρώτη επιβεβαίωση έρχεται πάντα σε καθοδικό κύμα το οποίο θεωρείται παλμικό όταν αποτελείται από 5 υπο-κύματα.

Τελειώνοντας τη σύντομη αναφορά μας σχετικά με τη σύνδεση επενδυτικής ψυχολογίας και των κυμάτων του Elliott δεν θα πρέπει να παραληφθεί κάτι το οποίο συνήθως διαφεύγει από την αντίληψη πολλών αναλυτών που χρησιμοποιούν είτε τεχνική είτε θεμελιώδη ανάλυση. Το σημαντικό αυτό στοιχείο είναι ο χρόνος. Οι τιμές ανεβαίνουν ή κατεβαίνουν αλλά συνήθως υπάρχει σχεδόν τέλεια αντιστοιχία κυμάτων ανόδου ή καθόδου (και όχι κατά βάση αυτών που ασπάζονται τη θεωρία του Elliott) και χρόνου, κατά τον οποίο συντελείται η όποια διόρθωση στην κύρια τάση. Δεν είναι δυνατόν για παράδειγμα κάποιος να επιχειρηματολογήσει ότι το Χ.Α.Α. δεν βρίσκεται σε bear market τουλάχιστον από τον περασμένο Μάρτιο του 2001 (αν όχι από το Σεπτέμβριο του 2000). Κι αυτό όχι τόσο για το εκπληκτικό ποσοστό της πτώσης του, αλλά για το στοιχείο της χρονικής διάρκειας της πτώσης. Αν σκεφτεί κανείς ότι η σημαντική άνοδος πραγματοποιήθηκε μεταξύ Μαρτίου 1998 και Σεπτεμβρίου 1999, δηλαδή σε 16 μήνες, τότε αν η πτώση από το υψηλό ήταν μία διόρθωση και μόνο θα είχε τελειώσει προ καιρού. Αντίθετα, τη στιγμή που γράφονται αυτές οι γραμμές το bear market στο ελληνικό χρηματιστήριο διανύει τον 25^ο μήνα της ύπαρξής του ! Το ίδιο βέβαια θα σημείωνε κανείς τόσο για τις αμερικανικές αγορές μετοχών (Dow Jones, S&P 500 και NASDAQ) όσο και για τις ευρωπαϊκές.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΙΣ ΥΦΕΣΗΣ ή Irrational Exuberance: Το Παράδειγμα των Αμερικανικών Αγορών Μετοχών

Οι τελευταίες εβδομάδες για τους ανά τον κόσμο επενδυτές είναι ενδεχομένως και οι δυσκολότερες και αυτό για δύο λόγους: πρώτον, έχουν να απαντήσουν στο “καυτό” ερώτημα αν το χαμηλό στις 21/9 ήταν **ΤΟ ΧΑΜΗΛΟ** και ότι οι αγορές θα κοιτάζουν υψηλότερα στο μέλλον, και δεύτερον, αν οι τιμές των μετοχών έχουν τις αποτιμήσεις εκείνες που να θεωρούνται ελκυστικές ώστε να επανέλθουν οι μακροχρόνιοι επενδυτές στην αγορά (αν δεν το έχουν ήδη κάνει μετά τις 21/9). Η τοποθέτηση των επενδυτών στα παραπάνω ερωτήματα έδωσε και θα δίνει τον τόνο στις αγορές για αρκετό καιρό ακόμη. Όμως δεν θα απαντηθούν και τα δύο ερωτήματα κοιτώντας τις αποτιμήσεις και σε ένα βαθμό τα ιστορικά στοιχεία; Το **ΓΡΑΦΗΜΑ 4** απεικονίζει το λόγο τιμής / αναμενόμενα κέρδη (**Forward P/E**) για ένα διάστημα 25 ετών από το 1976 μέχρι σήμερα. Πολύ εύκολα μπορεί κάποιος λογικά σκεπτόμενος

επενδυτής να παρατηρήσει μερικά πράγματα κοιτώντας και μόνο το γράφημα. Κι αυτά είναι τα εξής:

1. Οι αποτιμήσεις των μετοχών παρά τη διόρθωση των τελευταίων μηνών παραμένουν σε υπερβολικά επίπεδα.
2. Με forward p/e σχεδόν στο 20 οι τιμές είναι εκπληκτικά υπερτιμημένες σε σχέση με τον μέσο όρο 11.6 της τελευταίας 25ετίας.
3. Το τρέχον p/e δεν θα μπορούσε να είναι το p/e μιας αγοράς που είτε είναι είτε κατευθύνεται σε ύφεση.

ΓΡΑΦΗΜΑ 4: S&P 500 Forward Price/Earnings (P/E) Ratio από τον Ιανουάριο 1976 μέχρι Σήμερα (σε μηνιαία βάση)



Πηγή: Morgan Stanley Dean Witter

Η άποψή μας είναι ότι ανεξάρτητα από τη διάρκεια του παρόντος ράλι όλα τα δεδομένα συντείνουν στο συμπέρασμα ότι θα είναι και αυτό ένα bear market rally, ενδεχομένως όμως μεγαλύτερης διάρκειας. Αυτό βέβαια θα γίνει αντιληπτό στην πράξη προσεχώς. Η μεγάλη μας απορία εντούτοις συνδέεται με το πώς τελικά αποτιμά η αγορά τα μελλοντικά κέρδη, γιατί αυτό τελικά εκφράζει ο λόγος p/e. Η απάντηση στην απορία είναι ευθεία και σκληρή: **οι τιμές των μετοχών στις αμερικανικές αγορές, με ηγετικό δείκτη τον S&P 500, είναι απαγορευτικά αποτιμημένες για την παρούσα φάση του οικονομικού κύκλου. Αν μία αγορά αποτιμά τις μετοχές του S&P 500 στο ζενίθ της με forward p/e 25 και ρυθμούς ανάπτυξης της αμερικανικής οικονομίας άνω του 5%, πως είναι δυνατό να αποτιμά τις ίδιες σχεδόν**

μετοχές⁶ με p/e κοντά στο 20 στα πρόθυρα ύφεσης; Εύλογα θα σημείωνε κανείς ότι η θεωρητική τιμή (**fair value**) του p/e είναι χαμηλότερη λόγω των χαμηλότερων αποδόσεων (yields) των ομολόγων του Αμερικανικού Δημοσίου, και άρα δεν θα πρέπει να κοιτάμε το 20 ως υψηλό. Ακόμα και αν είναι έτσι δεν θα ήταν δυνατό να δεχθεί κανείς ότι η αμερικανική αγορά (εκφραζόμενη από τον S&P 500) είναι φθηνή. **Σε καμία περίπτωση δεν θα περιμέναμε το χαμηλό στις 21/9 να αποτελέσει μακροχρόνια το τελικό χαμηλό, καθώς αυτό μας επιτρέπει να πιστεύουμε η αποτίμηση των μετοχών στην παρούσα φάση.** Αν λοιπόν η αμερικανική οικονομία βρίσκεται ήδη σε ύφεση και τη στιγμή αυτή την αποτιμάμε έτσι όπως προαναφέρθηκε, τότε γιατί οι επενδυτές έδιναν forward p/e στον ίδιο χρηματιστηριακό δείκτη κατά την έναρξη και διάρκεια της προηγούμενης ύφεσης του 1990-91 p/e κάτω από το μέσο όρο 11.6; Τι θα γίνει αν η αγορά ομολόγων στείλει τα yields σε υψηλότερα επίπεδα;

Η απάντησή μας στο ερώτημα είναι ξεκάθαρη, απλή και δίνεται με τις ακόλουθες παρατηρήσεις:

1. Οι τρέχουσες αποτιμήσεις δεν αποτελούν αποτιμήσεις μακροχρόνιου χαμηλού, και άρα οι αγορές θα έπρεπε να δουν σημαντικά χαμηλότερα επίπεδα κατά τα επόμενα 1-2 χρόνια.
2. Οι επενδυτές των αμερικανικών αγορών δεν έχουν ξεχάσει ακόμη το σύνδρομο των “φουσκοειδών” αποτιμήσεων που κυριάρχησε καθόλη τη διάρκεια του bull market, από το 1982 και μετά, και έλαβε διαστάσεις μανίας μεταξύ 1998-αρχές 2000, ιδίως στη NASDAQ. Άρα, συνεχίζουν να αποτιμούν λανθασμένα και πάλι τις μετοχές με συνέπειες που όλοι γνωρίσαμε στο πρόσφατο παρελθόν.
3. Το παρόν ράλι είναι «πατριωτικό-συναισθηματικό» στις Η.Π.Α., ενώ βοηθιέται από σημαντικό short covering. Άρα, είναι bear market ράλι τεχνικό στη φύση του.
4. Τα υψηλότερα yields θα μειώσουν το fair value του forward p/e και θα κάνει τις μετοχές ακόμα πιο ακριβές.
5. Οι αποτιμήσεις δεν παίζουν και πάλι ρόλο. Αυτό που κινεί τις αγορές είναι το momentum.

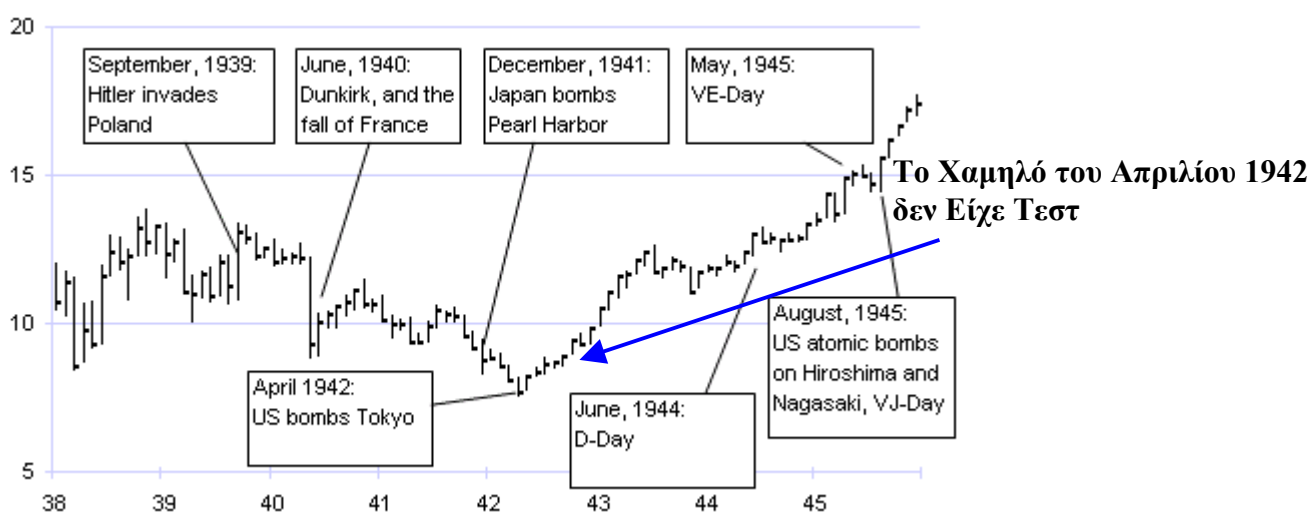
Όπως γίνεται αντιληπτό **δεν υπάρχει μονολεκτική απάντηση στο ερώτημα αν οι αποτιμήσεις είναι υψηλές. Το βέβαιο είναι πάντως ότι ποτέ άλλοτε οι Η.Π.Α. δεν εισήλθαν σε ύφεση με το τόσο υψηλό p/e.** Το πιθανότερο είναι ότι οι επενδυτές έψαχναν, ή ακόμη ψάχνουν, ένα σοβαρό λόγο για να αγοράσουν μετοχές μετά από πολλούς μήνες πτώσης. Οι αγορές ήταν **oversold** (υπερπωλημένες) και ένα ράλι ανακούφισης ήταν αναγκαίο. Είναι όμως όλα τα συστατικά παρόντα για ένα ράλι διαρκείας;

Η όποια απάντηση και πάλι δεν θα μπορούσε να είναι μονολεκτική. Το σημαντικότερο συστατικό που λείπει τη στιγμή αυτή για την υιοθέτηση της άποψης ότι στις 21/9 είδαμε **μακροχρόνιο πάτο**, είναι η αισιοδοξία των ίδιων των επενδυτών και η πεποίθηση της συντριπτικής πλειοψηφίας αυτών ότι το χαμηλό του Σεπτεμβρίου ήταν **ΤΟ ΧΑΜΗΛΟ. Προσοχή, άλλο μεσοπρόθεσμο και άλλο μακροχρόνιο χαμηλό.** Μπορεί το χαμηλό στις 21/9 να μην παραβιαστεί για εβδομάδες ή μήνες, όμως αυτό δεν θα αποτελέσει απόδειξη ότι έχουμε δει το μακροχρόνιο χαμηλό. Η αισιοδοξία των επενδυτών είναι σε υψηλά για την εποχή επίπεδα παρά

⁶ Θα πρέπει να τονισθεί ότι οι μετοχές του δείκτη S&P 500 υπόκεινται σε αλλαγές καθώς αρκετές εταιρίες συγχωνεύονται με άλλες, ενώ κάποιες αποχωρούν λόγω μη πλήρωσης των κριτηρίων. Στη θέση τους εισέρχονται νέες μετοχές.

το γεγονός ότι βρισκόμαστε εν μέσω Οκτώβρη. Και το σημαντικότερο, το χαμηλό όλων των αμερικανικών δεικτών για να αποδείξει ότι είναι το χαμηλό θα πρέπει να αντέξει σε ένα τουλάχιστον (αν όχι αλληπάλληλα) τεστ. Κανένα σημαντικό **μακροχρόνιο χαμηλό** και **κανένα σημαντικό bull market στον Dow Jones από 1893 και μετά δεν ξεκίνησε**, με εξαίρεση αυτό του Απριλίου 1942 (βλέπε **ΓΡΑΦΗΜΑ 5**), χωρίς τεστ των προηγούμενων χαμηλών.

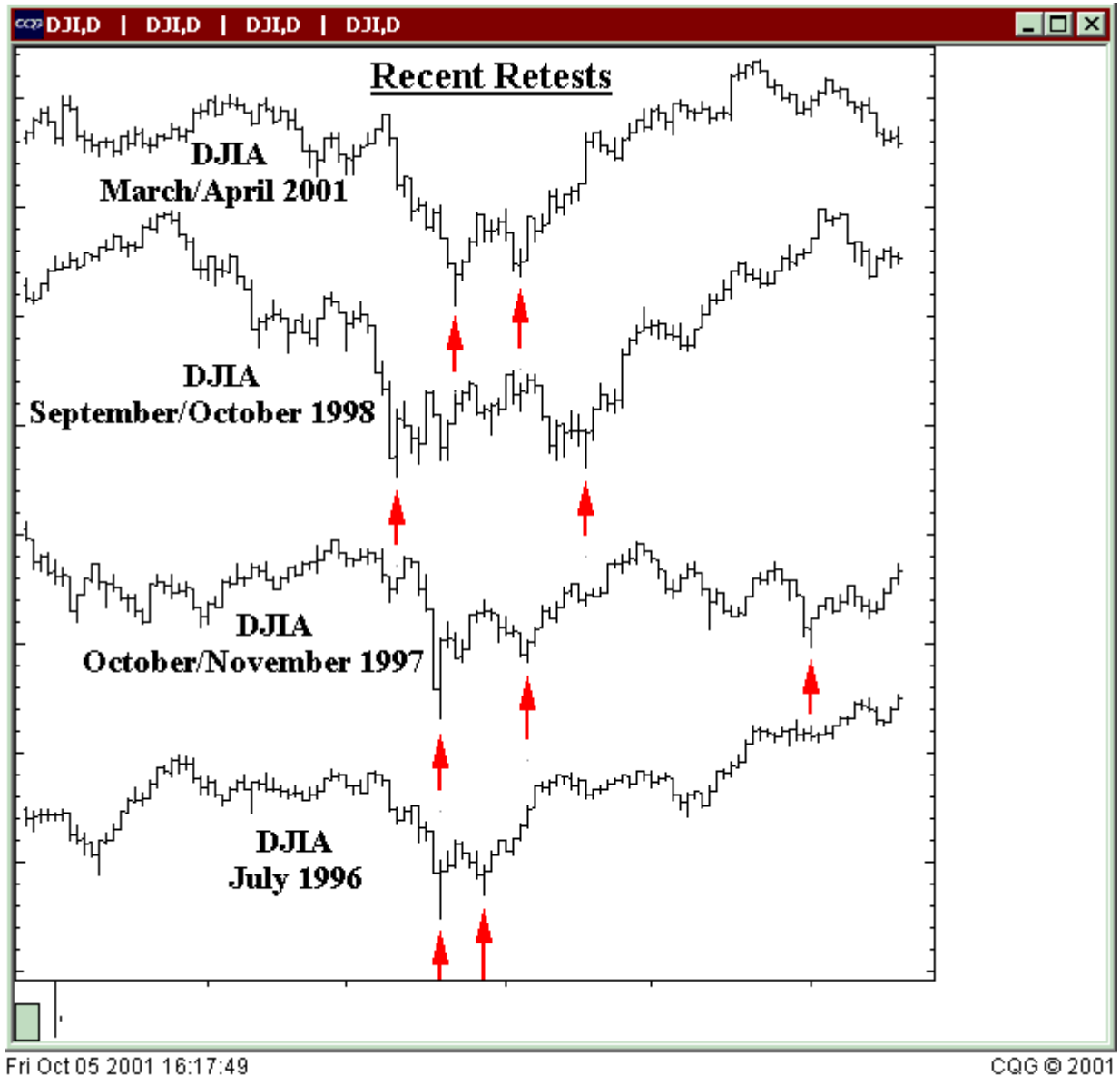
ΓΡΑΦΗΜΑ 5: Ο Β' Παγκόσμιος Πόλεμος, Ιανουάριος 1938 - Δεκέμβριος 1945. **Το Ατεστάριστο Χαμηλό του S&P 500**



Πηγή: www.capitalismmagazine.com

Αντίθετα, μία γρήγορη και πρόχειρη ματιά σε πρόσφατα **μεσοπρόθεσμα χαμηλά** αποδεικνύει ότι υπάρχει ένα χαμηλό στον δείκτη Dow Jones που δεν υπεβλήθη σε τεστ. Αυτό το χαμηλό ήταν του περασμένου Οκτώβρη του 2000 το οποίο και κράτησε μέχρι τον Μάρτιο του 2001. Το **ΓΡΑΦΗΜΑ 6** όμως φανερώνει ότι ο Dow Jones συνηθίζει να επισκέπτεται τα χαμηλά του για λόγους τεχνικής επαλήθευσης (**technical validation of a bottom**) κάθε φορά που πραγματοποιεί “ταξίδι” προς χαμηλότερες αποτιμήσεις.

ΓΡΑΦΗΜΑ 6: Ο Δείκτης Dow Jones και τα Τεστ των Χαμηλών μετά από Κάθε Μεσοπρόθεσμο “Πιάτο”



Πηγή: www.elliottwave.com

Μία δεύτερη γραφική απεικόνιση για το πιθανό τεστ του Dow Jones τις αμέσως επόμενες εβδομάδες (αν όχι ημέρες) υπάρχει στο γραφικό παράρτημα στο τέλος της παρούσας έρευνας μαζί με άλλα ενδιαφέροντα γραφήματα. Σε αυτά τα γραφήματα μπορούμε να δούμε την ομοιότητα της ανοδικής πορείας (ΓΡΑΦΗΜΑ Α: +700 μονάδες) του Dow Jones μέχρι τα μέσα Οκτώβρη 1999 και επακόλουθη διόρθωση στο δεύτερο μισό του μήνα (ΓΡΑΦΗΜΑ Γ: -700 μονάδες).

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑ & ΙΣΤΟΡΙΑ

Ο επίλογος της μικρής αυτής έρευνας, μας αναγκάζει να επισημάνουμε μερικά πράγματα που έχουμε διδαχθεί από το πρόσφατο ή απώτερο χρηματιστηριακό παρελθόν, και τα οποία αποτελούν χρήσιμο οδηγό για την παραπέρα ανάλυση της παρούσας ψυχολογίας στις αγορές μετοχών. Προσπαθώντας να εξηγήσουμε το τελευταίο ράλι σε όλες σχεδόν τις αγορές μετοχών, αλλά κυρίως προσπαθώντας να ερμηνεύσουμε τη συμπεριφορά των επενδυτών κατά τη διάρκεια του τελευταίου διαστήματος, ώστε να αξιολογήσουμε την ποιότητα της ανόδου, πρέπει να λάβουμε υπόψιν το σημείο εκκίνησης του ράλι και τη διεθνή εμπειρία σε παρόμοιες καταστάσεις.

Δεν χωράει αμφιβολία ότι μετά από 6 εβδομάδες αδιάκοπης πτώσης (αρχές Αυγούστου μέχρι τέλη Σεπτεμβρίου) σε όλες τις αγορές μετοχών, θα ήταν ορατή μία ανάκαμψη τουλάχιστον τεχνητής φύσεως, δηλαδή **short covering** και λίγες αγορές από τολμηρούς αγοραστές. Όμως η άνοδος αυτή φανερώνει την μυωπική αντιμετώπιση της αγοράς από τους επενδυτές που διψούν για θετικά νέα (ή τουλάχιστον όχι αρνητικά). Η πορεία όλων των χρηματιστηριακών δεικτών όμως καταδεικνύει ότι η μανία για αγορά μετοχών διεθνώς, που οδήγησε στη σημαντικότερη πτώση στις Η.Π.Α. από την εποχή της μεγάλης κατάρρευσης του 1929-32, δεν έχει εντελώς εξαλειφθεί. Κι όσο θα υπάρχει τέτοιου είδους επενδυτική αντιμετώπιση αποκλείεται να συναντήσουμε τον πολυπόθητο μακροχρόνιο πάτο. Το πιθανότερο είναι, αν τα χαμηλά του Σεπτεμβρίου κρατήσουν σε ένα τεστ, το τρέχον ράλι να διαρκέσει περισσότερο από ότι περιμένει η συντριπτική πλειοψηφία των αναλυτών και των επενδυτών. Απλά δεν θα πρέπει να ξεχνάμε ότι όταν όλοι είναι bullish είναι επειδή έχουν ξοδέψει και τον τελευταίο οβολό τους σε μετοχές, άρα δεν υπάρχουν και πολλοί αγοραστές να στηρίζουν ή να ανεβάσουν τις τιμές παραπέρα.

Ένας επιπρόσθετος λόγος που θα μας έκανε να πιστεύουμε ότι το χαμηλό στις 21/9 μπορεί να μην είναι ο μακροχρόνιος πάτος, συνδέεται με την αντίδραση της ίδιας της αγοράς όταν συνεχίζουν να ανακοινώνονται συγχωνεύσεις σαν κι αυτές της **Hewlett-Packard** με την **Compaq** ύψους \$ 25 δισ. δολαρίων. Ταυτόχρονα υπάρχουν αρκετές δημόσιες εγγραφές (IPO) προς εισαγωγή. Όταν θα βρισκόμαστε πολύ κοντά στον πάτο ή ΣΤΟΝ ΠΑΤΟ αποκλείεται να υπάρχουν τέτοιου είδους συμφωνίες δισεκατομμυρίων, ενώ λίγες εταιρίες θα τολμούν να πλησιάσουν το κατώφλι των χρηματιστηρίων.

Και για να μην κλείσουμε με μόνο αρνητική χροιά, δεν θα πρέπει να ξεχνάμε επίσης τον «Superman» των αγορών, την αμερικανική **FED**. Η αντίδρασή της στο πρώτο σκέλος τουλάχιστον του αμερικανικού bear market με τις συνεχείς μειώσεις των επιτοκίων ήταν τόσο λανθασμένη όσο ήταν και πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας (**Bank of Japan**) επί μία ολόκληρη δεκαετία. Οι πτώση των ιαπωνικών επιτοκίων σε μηδενικά επίπεδα δεν έφερε κανένα αποτέλεσμα στην οικονομία και κατ' επέκταση στις αγορές μετοχών. Το διαφορετικό στην περίπτωση της Ιαπωνίας είναι ότι επί μία δεκαετία η οικονομία της μαστίζεται από το φαινόμενο του αποπληθωρισμού⁷ το οποίο ήταν αποτέλεσμα του “σκασίματος της φούσκας” στην αγορά

⁷ Το φαινόμενο του αποπληθωρισμού θα μας απασχολήσει σε μία εκτενή αρθρογραφία και παρουσίαση σε επόμενα τεύχη του IRAJ. Κι αυτό γιατί η απειλή του και μόνο μπορεί να δημιουργήσει προσδοκίες επιβλαβείς στην οικονομική δραστηριότητα.

μετοχών και ακινήτων. Σε παρόμοια «παρέλαση» χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής, η FED δεν είχε τα αναμενόμενα αποτελέσματα τουλάχιστον όσον αφορά τις αγορές μετοχών. Ταυτόχρονα η μείωση των επιτοκίων, με μείωση των επιτοκίων στεγαστικής πίστης (mortgage rates) δίνει το “φιλί του θανάτου” στην αγορά των ακινήτων που είναι και το τελευταίο προπύργιο του “πλούτου” των καταναλωτών-επενδυτών. Η εντύπωση των Αμερικανών, για παράδειγμα, ότι κομμάτι του χαμένου πλούτου από το χρηματιστήριο μετοχών έχει συντηρηθεί από το κράτημα της αγοράς ακινήτων σε υψηλά επίπεδα έχει ως αποτέλεσμα τη διατήρηση της κατανάλωσης σε εξίσου υψηλά επίπεδα. Η αγορά ακινήτων όμως είναι η τελευταία που ενδίδει σε πτωτικές πιέσεις και αυτό δημιουργεί την αυταπάτη στους επενδυτές. Η πτώση στη αγορά ακινήτων σχεδόν πάντα συνοδεύεται από μείωση της κατανάλωσης και αύξηση της αποταμίευσης. Σε πολλές χώρες της Ασίας (όπως π.χ. Ιαπωνία, Χονγκ Κονγκ, Σιγκαπούρη, Ταϊλάνδη, Μαλαισία, κ.τ.λ.) η πτώση των ακινήτων είναι μεταξύ του 40 - 70%. Όλες οικονομίες βρίσκονται σε παρατεταμένη ύφεση. Αποπληθωρισμός λοιπόν με όλα του τα χαρακτηριστικά.

Τα μειωμένα επιτόκια δίνουν όμως και το “φιλί θανάτου” σε αποφάσεις επενδύσεων οι οποίες δεν ολοκληρώθηκαν κατά το έτος 2000 λόγω του υψηλού κόστους χρήματος, και θα ολοκληρωθούν στο προσεχές μέλλον. Το μόνο που θα καταφέρουν θα είναι η συνεισφορά τους σε ένα ήδη κορεσμένο από παραγωγική δυναμικότητα (**capacity**) περιβάλλον. Η παραγωγική υπερ-δυναμικότητα (*over-capacity*) θα είναι εκείνη που θα επιτείνει κατά πάσα πιθανότητα το πρόβλημα την επόμενη διετία οδηγώντας σε νέα υπερ-αποθέματα και χαμηλότερες τιμές αγαθών και μετοχών. Η λύση ενδεχομένως στο πρόβλημα του πιθανού αποπληθωρισμού, συνδέεται με το ερώτημα εάν η παροχή ρευστότητας είναι ποιοτική (**qualitative**) μέσω της μείωσης επιτοκίων ή ποσοτική (**quantitative**) μέσω της ένεσης αληθινής ρευστότητας στην οικονομία δια της αγοράς από τη FED κρατικών ομολόγων και παροχή μετρητών στους καταναλωτές-επενδυτές. Η “πραγματική” ρευστότητα είναι πολύ πιθανό να έχει καλύτερα αποτελέσματα από την όποια περαιτέρω μείωση επιτοκίων. **Η FED έκανε το τραγικό λάθος να “φουσκώσει” την αμερικανική (αλλά εμμέσως και την παγκόσμια) οικονομία και αναγκάστηκε να λάβει μέτρα για να επιτύχει το ξεφούσκωμα.** Ξέχασε όμως να λάβει υπόψιν της το θλιβερό παράδειγμα του παρελθόντος 1929-1941, όταν τα τελικά στάδια μιας υπερβολής ρευστότητας οδήγησαν σε άκρατη κερδοσκοπία. Έτσι έγινε και κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990. Η FED φούσκωσε και η FED ξεφούσκωσε τις αγορές. Λησμόνησε όμως να λάβει επιπλέον υπόψιν της ότι η διαμόρφωση της επενδυτικής ψυχολογίας των μαζών (και όχι των επαγγελματιών της Wall Street) δεν γίνεται από την μία μέρα στη άλλη. Κι αυτό είναι το λάθος της νομισματικής και γενικότερης οικονομικής πολιτικής αναφορικά με τις αγορές μετοχών. Η ψυχολογία των ταύρων (*bulls*) κυριάρχησε για μία ολόκληρη εικοσαετία και διεκόπη απότομα στις αρχές του 2000. Δεκαέξι μήνες πτώσης παρά την συντριβή μετοχών και δεικτών ανά το κόσμο, δεν έχει αλλάξει κατά βάθος τον τρόπο με τον οποίο προσεγγίζουν οι επενδυτές τις αγορές μετοχών. Μόνο ένα πολυετές bear market θα τους ταρακουνήσει ώστε να επιστρέψουν στο πραγματικό **investing** από το **momentum** trading στο οποίο επιδόθηκαν επί μία ολόκληρη δεκαετία (αυτή του 1990).

Αν κατανοούμε σωστά εκείνο που προσπαθεί να κάνει η FED τη στιγμή αυτή θα λέγαμε ότι αυτό είναι κοινωνικά κατακριτέο, κατά την άποψη μας, κι αυτό γιατί διαισθανόμαστε ότι επιχειρεί εκ νέου “φούσκωμα” του συστήματος μέσω ποσοτικής ρευστότητας. Αυτό θα δώσει ευκαιρία στους “παγιδευμένους” επενδυτές να αποχωρήσουν με λιγότερες απώλειες. Δυστυχώς

όμως, αυτό είναι το πλεονέκτημα μόνο των μεγάλων θεσμικών παραγόντων που έχουν και τη δυνατότητα άντλησης σημαντικής ρευστότητας και όχι των μικροεπενδυτών (διεθνώς).

ΓΡΑΦΗΜΑ 7: Standard & Poor's 500 κατά τη Διάρκεια της Κρίσης στον Περσικό Κόλπο, 1/1/90-28/2/91



Πηγή: www.capitalismmagazine.com

Η άποψη του IRAJ σε αυτήν τη χρονική στιγμή δεν είναι να καλέσει τους επενδυτές να παραγνωρίσουν το παρόν momentum των αγορών διεθνώς και να σπεύσουν σε μαζική έξοδο από μετοχές. Αυτό θα έρεπε να το είχαν κάνει από τα τέλη του 1999 ή τις αρχές του 2000. Άγνοια του τι αποδόσεις μπορεί να φέρει ένα σημαντικότατο bear market ράλι είναι μισή καταστροφή. Κι λόγος είναι ότι τα μεγαλύτερα bear rallies (κι όχι τα μικρά “δοντάκια” της παρελθούσας πτώσης) είναι τεράστια σε ποσοστά ανόδου. Συνήθως όμως η μεγάλη πλειοψηφία των επενδυτών επανέρχεται στην αγορά στα τελικά στάδια του ράλι όταν είναι πια αργά. Ας μη ξεχνάμε όμως ότι τα ιστορικά γραφήματα του παρελθόντος εν μέσω πολέμων-αναταραχών είναι σχεδόν πάντα bullish κατά την έναρξη των πολεμικών επιχειρήσεων (βλέπε ΓΡΑΦΗΜΑ 7). Μέχρι σήμερα (14/10/01) αυτό επαληθεύεται και στην παρούσα κρίση.

Η τελική συμβουλή του παρόντος άρθρου είναι ότι τα μακροχρόνια patterns του Elliott θεωρούν το παρόν ράλι ως ένα ακόμα bear rally, μεγαλύτερο όμως σε διάρκεια από τα προηγούμενα. Τόσο το γράφημα της NASDAQ όσο και του S&P 500 φανερώνει πέντε αδιαμφισβήτητα πτωτικά κύματα, γεγονός που σημαίνει ότι η μακροχρόνια τάση έχει μεταστραφεί σε πτωτική και το counter-trend rally μπορεί να είναι πολύ σημαντικό σε ποσοστό. Ακόμα και αν το χαμηλό στις 21/9 ήταν μεσοπρόθεσμο χαμηλό δεν θα πρέπει να ξεχνάμε ότι η μακροχρόνια τάση και οι χρηματιστηριακοί κύκλοι 4, 10 και 20 ετών βαίνουν πτωτικοί. Με άλλα λόγια, θα πρέπει να αντιμετωπίσουμε το τρέχον ράλι ως μεσοπρόθεσμο, στην καλύτερη των περιπτώσεων, και η όποια επενδυτική απόφαση θα πρέπει να σταθμίζεται ως

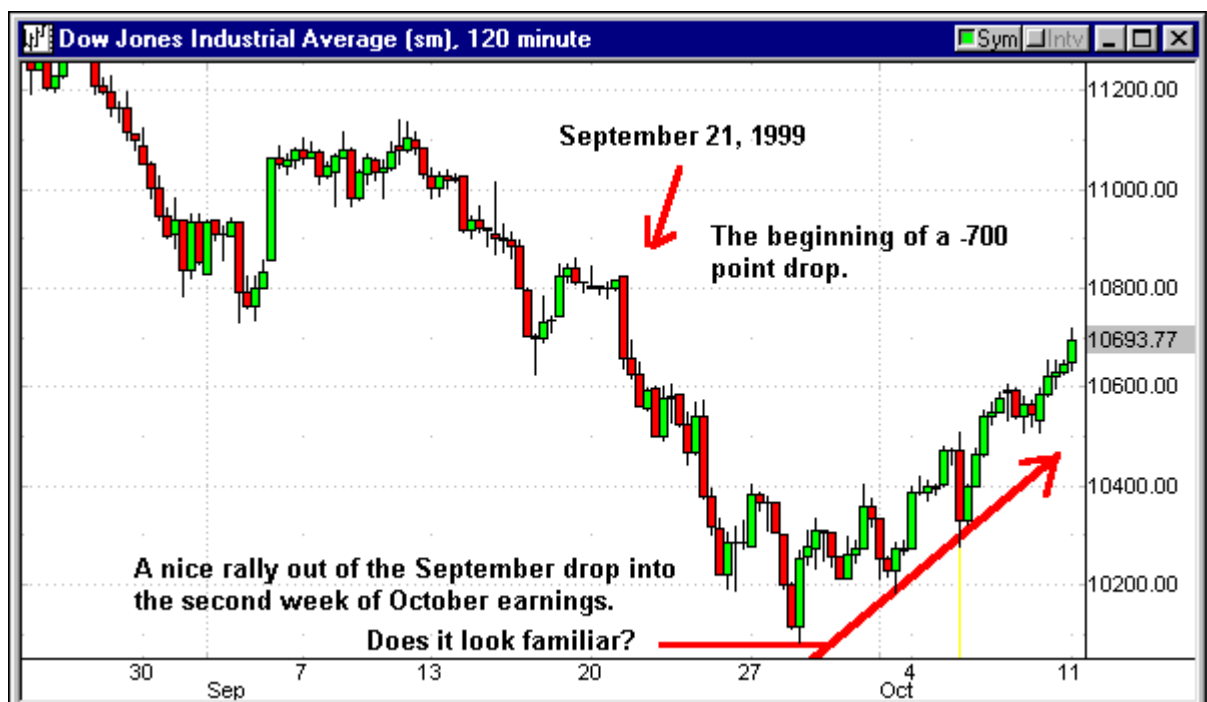
τέτοια (δηλαδή μεσοπρόθεσμη). Τέλος, βραχυπρόθεσμα (1-3 εβδομάδες), η παρούσα άνοδος δείχνει σημάδια κόπωσης με αποκλίσεις σε αρκετούς ταλαντωτές τεχνικής ανάλυσης (βλέπε **ΓΡΑΦΗΜΑ Δ** του ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΟΣ), άρα είμαστε κοντά σε αντιστροφή της βραχυπρόθεσμης τάσης.

Σπυρίδων Ε. Βασιλείου
MBA Finance

Investment Research & Analysis Journal

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΓΡΑΦΙΚΩΝ

ΓΡΑΦΗΜΑ Α: Dow Jones Σεπτέμβριος – Μέσα Οκτωβρίου 2001



Πηγή: www.optioninvestor.com

ΓΡΑΦΗΜΑ Β: Dow Jones Σεπτέμβριος – Μέσα Οκτωβρίου 2001



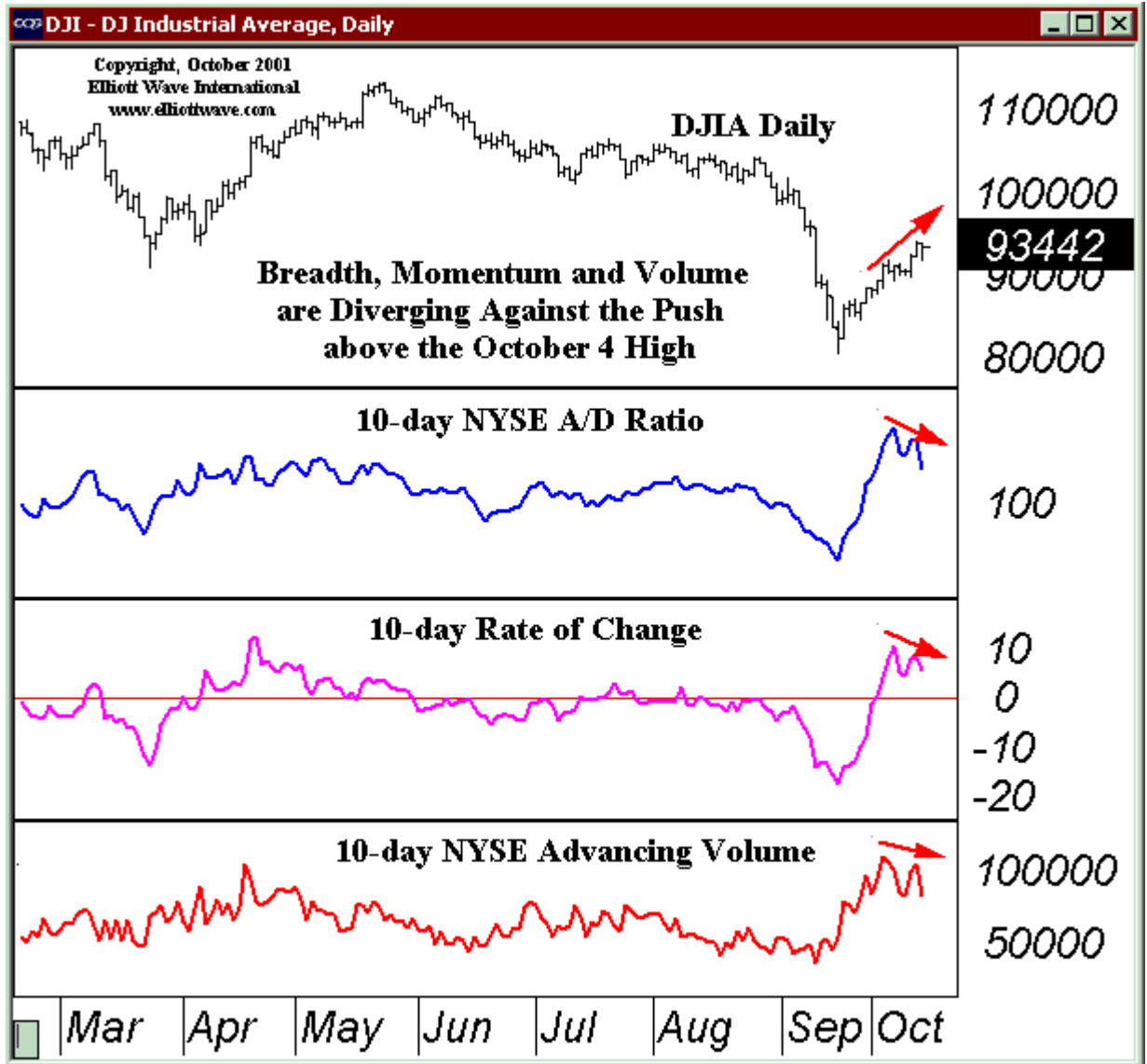
Πηγή: www.optioninvestor.com

ΓΡΑΦΗΜΑ Γ: Dow Jones Σεπτέμβριος – Οκτώβριος 1999



Πηγή: www.optioninvestor.com

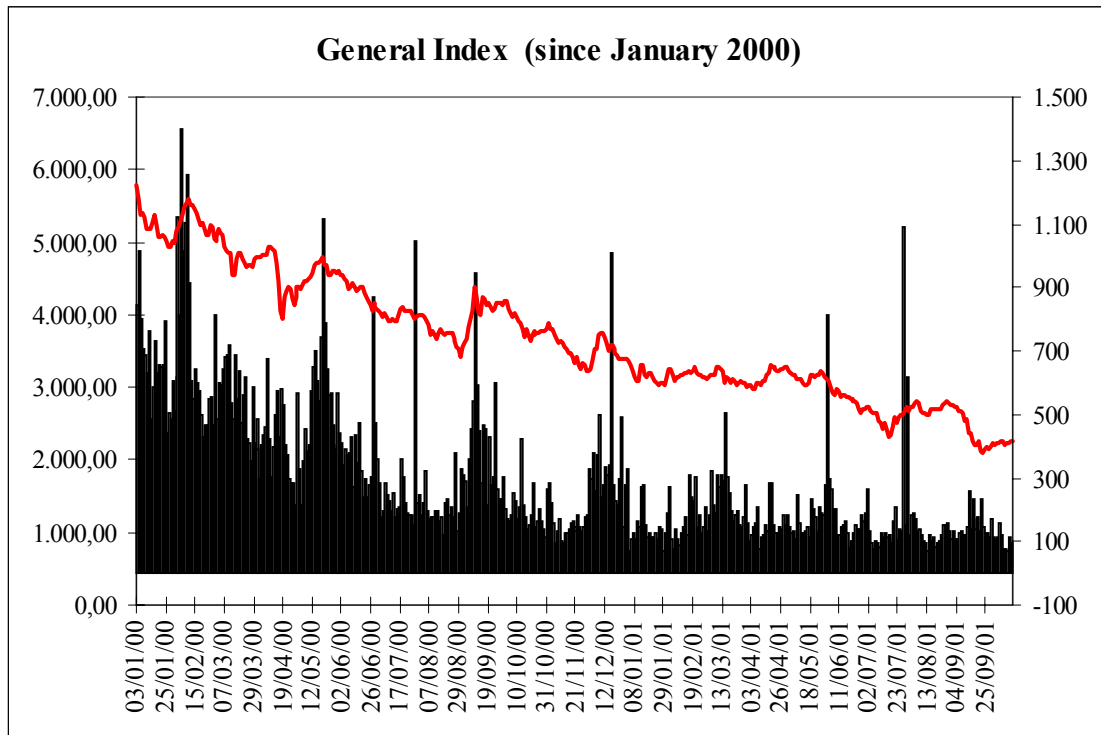
ΓΡΑΦΗΜΑ Δ



Fri Oct 12 2001 16:38:12

CQG © 2001

ΓΡΑΦΗΜΑ Ε: Γενικός Δείκτης Χ.Α.Α. από τις αρχές του 2000.



ⁱ Charles Mackay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, 1841, London.

ⁱⁱ R.N. Elliott's Masterworks: The Definitive Collection, edited by Robert R. Prechter, Jr, 1994, Georgia, USA.

ⁱⁱⁱ R. N. Elliott's Market Letters 1938-1943, edited by Robert R. Prechter, Jr, 1993, Georgia, USA.