

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στα χέρια του αναγνώστη το βιβλίο αυτό είναι ένα εργαλείο με διπλή χρησιμότητα: Πρώτον, του επιτρέπει να αναλύσει τη συμπεριφορά, τη δική του και των συμπολιτών του, κατά τα τελευταία τέσσερα χρόνια. Είναι συμβολή ουσίας για την ελληνική κοινωνία που πέρασε μια δύσκολη περίοδο θετικής προσδοκίας και απογοήτευσης, και δοκιμάστηκε. Περιγράφει γλαφυρά και απλά τη μετάβαση του κάθε επενδυτή στα διάφορα στάδια συμπεριφοράς: από την ισορροπία και την αδιαφορία για το χρηματιστήριο στην επένδυση, στην απληστία, στη δυσκολία, ψυχολογικά, αποχώρησης - ρευστοποίησης των επενδύσεων - καθώς ανέβαιναν οι τιμές και δημιουργείτο η φούσκα, στο ξάφνιασμα της εμφάνισης έντονης πτωτικής τάσης, στη δυσκολία αποδοχής των εσφαλμένων προσωπικών εκτιμήσεων. Με άλλα λόγια, πραγματεύεται αυτό που οι πρακτικοί χρήστες της αγοράς πιστεύουν όταν λένε ότι «το χρηματιστήριο είναι 90% ψυχολογία» και συνήθως οι συμμετέχοντες λειτουργούν με τη λογική της αγέλης.

Δεύτερο, τον εφοδιάζει με βασικές γνώσεις, ώστε, κατά το δυνατόν, να μην ξαναπαρασυρθεί στο μέλλον από έναν καινούργιο κερδοσκοπικό πυρετό που είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα προκύψει με κάποια μορφή είτε στην κεφαλαιαγορά είτε αλλού, π.χ., στα ακίνητα. Παρουσιάζονται με απλό και εύπεπτο τρόπο μέθοδοι θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης, η υπόθεση της αποτελεσματικής κεφαλαιαγοράς, υποδείγματα διαμόρφωσης χρηματιστηριακών τιμών, ανάλυση της θεωρίας χαρτοφυλακίου, η σημασία της πληροφoρίας και της εποπτείας της λειτουργίας της αγοράς. Τέλος, σε παράρτημα, πολλές επισημάνσεις και αναλύσεις που έχουν αναπτυχθεί στα προηγούμενα κεφάλαια επισφραγίζονται με αποσπάσματα από το 12ο κεφάλαιο της «Γενικής Θεωρίας» του Keynes, ο οποίος, ως γνωστόν, άσκησε τη μεγαλύτερη επίδραση στην οικονομική επιστήμη κατά τον 20ό αιώνα, αλλά υπήρξε, επίσης, και επιτυχεστάτος επενδυτής.

Ο Χρήστος Αλεξιάκης είναι νέος και αγαπητός συνάδελφός μου στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου της Αθήνας. Η συνήθης ενασχόληση των νέων επιστημόνων είναι να επικεντρώνουν την προσπάθειά τους αποκλειστικά σε ακαδημαϊκές εργασίες και άρθρα, ώστε να προωθήσουν την εξέλιξή τους στις πανεπιστημιακές βαθμίδες. Ο Χρήστος Αλεξιάκης, παράλληλα με την ακαδημαϊκή του προσπάθεια, ένιωσε την

ανάγκη να διατυπώσει τους προβληματισμούς του με λόγο απλό και εύληπτο σε όλους τους αναγνώστες του βιβλίου, το οποίο, εκτός από γλαφυρό ανάγνωσμα, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως άσκηση αυτογνωσίας και εργαλείο πρόληψης μελλοντικών ατυχών επιλογών. Αυτή η στάση του συγγραφέα αποδεικνύει κοινωνική υπευθυνότητα και ουσιαστική επιστημοσύνη και γι' αυτό είναι άξιος συγχαρητηρίων.

*Μανώλης Ξανθάκης
Αναπληρωτής Καθηγητής
Τμήματος Οικονομικών Επιστημών
Εθνικού Καποδιστριακού Πανεπιστημίου
Πρώην Πρόεδρος Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών*

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

*«Το **παιχνίδι** της επαγγελματικής επένδυσης είναι πολύ βαρετό και απαιτητικό για κάποιον που δεν έχει το ένστικτο του τζόγου, ενώ αυτός που το έχει, πρέπει να πληρώσει το κατάλληλο αντίτιμο».*

Keynes J. M. (1936), *The General Theory of Employment Interest and Money*

Έτσι έθεσε το θέμα του χρηματιστηρίου ένας από τους σημαντικότερους οικονομολόγους του προηγούμενου αιώνα. Εκτός όμως από σημαντικός οικονομολόγος ο John Maynard Keynes ήταν και ένας πολύ επιτυχημένος επενδυτής ή μάλλον «**παίκτης**», που όταν αρρώστησε από την καρδιά του, μεταξύ των λίγων συνηθειών που διατήρησε ήταν και η ενασχόληση με το χρηματιστήριο.

Το «παιχνίδι» του χρηματιστηρίου από την εποχή του Keynes παραμένει αναλλοίωτο στη διάρκεια του χρόνου. Οι «παίκτες» είναι αυτοί που αλλάζουν. Και αυτό λόγω φυσικής φθοράς, αλλιώς δεν νομίζω να σταματούσε κανένας. Στο «παιχνίδι» αυτό κάποιοι λένε ότι οι αποδόσεις είναι ένας τρόπος για να ξέρουμε ποιος κερδίζει. Για να κρατάμε το σκορ. Πολλοί από αυτούς που έχουν κερδίσει χρήματα στο χρηματιστήριο τα έχουν ανταλλάξει με ακριβά αγαθά, όπως ταχύπλοα και αυτοκίνητα.¹ Οι αληθινοί όμως παίκτες τα αφήνουν σύντομα στην άκρη και ξαναμπάνουν στο «παιχνίδι». Γιατί εκεί είναι όλη η διασκέδαση και όχι στα ακριβά gadgets.

Η γοητεία του χρηματιστηριακού «παιχνιδιού» φαίνεται άλλωστε και από τον τρόπο που περιγράφεται από τους συμμετέχοντες σε αυτό. Άλλοι το βρίσκουν σαγηνευτικό...

1. Έχει υπολογιστεί ότι το 23% των φαντασιώσεών μας αφορούν το χρήμα. Τα δύο πράγματα που οι περισσότεροι άνθρωποι φαντασιώνονται πιο συχνά από το χρήμα είναι το φαγητό και το σεξ (Cohen D., 2001, *Fear Greed and Panic, the psychology of the stock market*, σελ. 5).

«Η αγορά (χρηματιστηριακή) μοιάζει με μια όμορφη γυναίκα, απείρως γοητευτική, σύνθετη και μυστηριώδης και η μελέτη της δεν είναι επιστήμη, είναι τέχνη. Σήμερα υπάρχουν αναλύσεις και στατιστικές αλλά η κατανόηση της αγοράς δεν είναι πιο εύκολη. Είναι υπόθεση προσωπικής διαίσθησης και κανόνων συμπεριφοράς. Υπάρχει πάντα κάτι άγνωστο».

Άλλοι άγριο και αδυσώπητο...

«Η αγορά (χρηματιστηριακή), όπως και η φύση, έχει αίμα στα νύχια και το δόντια της. Δεν έχει συνείδηση της ηθικής και της δικαιοσύνης. Οι συμμετέχοντες σε αυτήν είναι αρπαχτικοί και ενδιαφέρονται κυρίως για την επιβίωσή τους. Δεν σκέφτονται ούτε στο ελάχιστο το καλό του συστήματος. Αυτό δεν σημαίνει βέβαια ότι η αγορά είναι κακή ή ότι δεν δουλεύει προς όφελος του συνόλου».

Όπως και να έχει, με περισσότερη ή λιγότερη σεξουαλικότητα και βία, η χρηματιστηριακή αγορά είναι σίγουρα ένα μέρος όπου μπορεί κανείς να βρει τα όρια της **απληστίας** και του **φόβου** του.

Ωστόσο, δεν πρέπει να ξεχνάμε και κάτι σημαντικό, που άλλωστε με αυτό ξεκινήσαμε: **το αντίτιμο**.

Διότι εάν δεν ξέρεις ποιος είσαι, το χρηματιστήριο είναι ένα **ακριβό** μέρος για να μάθεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Ο ΣΚΟΠΟΣ ΤΟΥ «ΠΑΙΧΝΙΔΙΟΥ» ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΠΟΥ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΓΝΩΡΙΖΟΥΜΕ (ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΞΙΩΝ, ΕΠΕΝΔΥΣΗ, ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ, ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΜΑΝΙΕΣ ΚΑΙ ΚΡΙΣΕΙΣ)

1.1 Πρωτογενής λειτουργία του χρηματιστηρίου

Η φυσική επένδυση, η επένδυση δηλαδή για τη δημιουργία ενός εργοστασίου, μιας εμπορικής επιχείρησης κ.λπ., είναι μια επικίνδυνη δραστηριότητα εφόσον υπάρχει αβεβαιότητα για τις μελλοντικές αποδόσεις αυτής της επένδυσης. Εάν ένας επιχειρηματίας αποφασίσει να χρηματοδοτήσει μια επιχειρηματική δραστηριότητα με δικούς του πόρους, τότε οι κίνδυνοι, και συνεπώς τα κέρδη ή οι ζημιές, θα ανήκουν αποκλειστικά σε αυτόν. Ωστόσο, ο επιχειρηματίας μπορεί ν' αποφασίσει να μεταβιβάσει μέρος του κινδύνου σε άλλους επενδυτές, εάν και αυτοί το θελήσουν, διά μέσου του χρηματιστηρίου,¹ με την έκδοση μετοχών. Οι επενδυτές αυτοί θα δώσουν τα χρήματά τους για να χρηματοδοτήσουν τη λειτουργία και την ανάπτυξη

1. Δύο λόγοι αναφέρεται ότι συντέλεσαν στην ανάπτυξη των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών.

Πρώτον, η εμφάνιση ενός σύνθετου νομικού κατασκευάσματος εταιρίας με σύστημα ελέγχου και διαφάνεια, στην οποία οι ζημιές ενός συμμετοχού περιορίζονται στο κεφάλαιο που επένδυσε, ενώ τα πιθανά κέρδη είναι θεωρητικά χωρίς όριο. Η εταιρία αυτή ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρία (Societe Anonyme). Δεύτερο, ως αποτέλεσμα της Βιομηχανικής Επανάστασης κυριάρχησαν μεγάλες επιχειρήσεις εντάσεως κεφαλαίου που απαιτούσαν ύψος χρηματικών κεφαλαίων το οποίο αδυνατούσαν να επενδύσουν οι ιδιοκτήτες τους, αλλά και τα πιστωτικά ιδρύματα δεν ήταν πρόθυμα να παρέχουν πάνω από κάποιο όριο. Έπρεπε να βρεθεί ένας νέος χρηματοδότης. Ο χρηματοδότης που βρέθηκε ονομάστηκε «ευρύ επενδυτικό κοινό» και η οικονομική φιλοσοφία που στηρίχτηκε το όλο σχήμα μπορεί να ονομαστεί «λαϊκός καπιταλισμός» ή αλλιώς «η ελπίδα του φτωχού».

ξη μιας επιχείρησης και θα αμείβονται με μια διανομή των κερδών που πέτυχε η επιχείρηση, το λεγόμενο μέρισμα. Το μέρισμα θα είναι υψηλό σε κερδοφόρες περιόδους, χαμηλό σε λιγότερο κερδοφόρες ή ακόμη και μηδενικό σε ζημιογόνες περιόδους. Σε καλές περιόδους, οι επενδυτές θα απολαμβάνουν και μια αύξηση της τιμής των μετοχών τους, εφόσον η επιχείρηση που επένδυσαν, λόγω των καλών προοπτικών, θα εκτιμάται ότι αξίζει περισσότερο (Rutterford, 1990).

Αυτός είναι ο ρόλος της **πρωτογενούς χρηματιστηριακής αγοράς: η δυνατότητα μεταβίβασης/ανάληψης του επιχειρηματικού κινδύνου**, μιας φυσικής επένδυσης από τον επιχειρηματία σε άλλους επενδυτές. Οι επενδυτές που προσφέρουν τα κεφάλαιά τους διαλέγουν μεταξύ εναλλακτικών επιχειρηματικών προτάσεων, κατά την άποψή τους, την καλύτερη, οδηγώντας ίσως την κοινωνία σε ένα άριστο ή αποτελεσματικό καταμερισμό των κεφαλαίων της στην οικονομία.² Για το λόγο αυτόν άλλωστε το χρηματιστήριο θεωρείται ένα **δημοκρατικό πλειοψηφικό σύστημα**. Οι επενδυτές ουσιαστικά ψηφίζουν επιχειρήσεις εμπιστευόμενοι τα κεφάλαιά τους σε αυτές. Στο δημοκρατικό αυτό σύστημα δεν έχει σημασία η

2. Όπως αναφέρει ο Edward Chancellor (1999) στο βιβλίο του «Devil Take the Hindmost», μεταξύ των επενδυτικών προσπαθειών που έχουν χρηματοδοτηθεί από τη χρηματιστηριακή αγορά της Αγγλίας, στην αρχή της ανάπτυξης της και όταν το χρηματιστήριο ήταν στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος, μπορούμε να ξεχωρίσουμε εκείνες, οι οποίες θεωρητικά «οδηγούν την κοινωνία σε ένα άριστο ή αποτελεσματικό καταμερισμό των κεφαλαίων της στην οικονομία»:

– Η αποξήρανση της Ερυθράς Θάλασσας για να βρεθούν οι θησαυροί των Αιγυπτίων που τη διέσχισαν μετά από τους Ισραηλίτες, σύμφωνα με την Παλαιά Διαθήκη.

– Η ανέλκυση και εμπορία των οβίδων από τη ναυμαχία των Άγγλων στο Τραφάλγκαρ, διότι με την εκτόξευση της οβίδας το αγγλικό δημόσιο παραιτείτο του δικαιώματος που είχε σε αυτήν.

– Η χρηματοδότηση διαφόρων ειδών εταιριών, των οποίων οι μετοχές μετατρέπονταν σε λαχνούς που όταν κέρδιζαν οι τυχεροί μεταξύ άλλων, και με έξοδα της εταιρίας, θα διδάσκονταν: λατινικά, ελληνικά, εβραϊκά, γαλλικά, ισπανικά, μελέτη κωνικών σχημάτων, τριγωνομετρία, οικοσημολογία, την τέχνη του βερνικόματος, κατασκευή οχυρωματικών έργων, την τήρηση λογιστικών βιβλίων και την τέχνη του λαούτου.

Ο συγγραφέας αναφέρει ότι στην Αγγλία του 17ου αιώνα, σε περιόδους χρηματιστηριακού παροξυσμού, πολλές εταιρίες ιδρύονταν και έμπαιναν στο χρηματιστήριο με αποκλειστικό σκοπό να ωφεληθούν οι ιδρυτές τους, πράγμα το οποίο αληθεύει ακόμη και σήμερα και όχι βέβαια μόνο για την Αγγλία.

γνώμη των ειδικών, αλλά η όλη κατάσταση διαμορφώνεται από τη γνώμη των πολλών. Όπως άλλωστε και σε όλα τα δημοκρατικά συστήματα.

1.2 Δευτερογενής λειτουργία του χρηματιστηρίου

Οι μετοχές μπορεί να έχουν πολύ μεγάλη διάρκεια ζωής, θεωρητικά ακόμη και απεριόριστη, οι επενδυτές όμως όχι.

Έτσι, ένας επενδυτής που αγόρασε μετοχές και εισπράττει μερίσματα, μπορεί σε κάποια χρονική στιγμή και για κάποιον λόγο, π.χ., για να αγοράσει ένα αυτοκίνητο ή να πραγματοποιήσει ένα εξωτικό ταξίδι ή ακόμη την αγορά ενός ακινήτου για τα παιδιά του, να πουλήσει τις μετοχές αυτές σε έναν άλλο επενδυτή που είχε κάποιο επιπλέον εισόδημα σε σχέση με την κατανάλωσή του τη συγκεκριμένη στιγμή. Ο νέος επενδυτής θα απολαμβάνει πλέον τα μερίσματα της μετοχής, ως μέρος της αμοιβής για τον κίνδυνο που ανέλαβε αγοράζοντας τη μετοχή αυτή. Αυτή είναι η δευτερογενής λειτουργία του χρηματιστηρίου, η **μεταβίβαση της δυνατότητας κατανάλωσης και του κινδύνου** μεταξύ των επενδυτών (Rutterford, 1990). Αυτό τουλάχιστον λένε τα περισσότερα βιβλία.

Υπάρχουν όμως και κάποιοι που πιστεύουν ότι η αγοραπωλησία μετοχών γίνεται και για έναν άλλο λόγο. Ο λόγος αυτός είναι η συμμετοχή στο «παιχνίδι» του χρηματιστηρίου με σκοπό όχι μόνο το κέρδος, αλλά και τη συγκίνηση που προσφέρει το «παιχνίδι». Πολλοί συμμετέχουν στο «παιχνίδι» του χρηματιστηρίου και για άλλη μια ηδονή πέρα από το κέρδος και την κατανάλωση που αυτό μπορεί να προσφέρει, **την ηδονή να κερδίσουν τους άλλους**.

Η μη μετρήσιμη αυτή ικανοποίηση είναι για πολλούς πολύ σημαντική. Ίσως πιο σημαντική και από το ύψος των κερδών, εφόσον η νίκη στο «παιχνίδι» επιβεβαιώνει την εικόνα που έχουμε όλοι για τον εαυτό μας, την εικόνα ενός έξυπνου ανθρώπου.

Ωστόσο, και η συμμετοχή καθαυτή είναι σημαντική. Δεν είναι λίγοι οι επενδυτές που κατέχουν ελάχιστες μετοχές απλά και μόνο για να συμμετέχουν, εφόσον η συμμετοχή τους δίνει τη χαρά ενός παιχνιδιού που στερούνται ίσως όταν φεύγουν από την παιδική ηλικία. Θυμάμαι ότι στα σχολικά χρόνια παίζαμε με τα χαρτάκια που βρísκαμε μέσα σε συσκευασίες σοκολάτας. Σκοπός υποτίθεται ότι ήταν να συμπληρώσουμε ένα άλμπουμ με τα χαρτάκια αυτά, για να κερδίσουμε μια μπάλα ποδοσφαίρου. Κανείς και ποτέ, απ' όσο ξέρω, δεν το έκανε. Παίρναμε τις σοκολάτες για τα χαρτάκια που είχαν μέσα, και όχι για τη σοκολάτα. Αλλάξαμε τα χαρτάκια που μας περίσσευαν με αυτά που δεν είχαμε, σ' ένα παιδικό χρημα-

τιστήριο: παίζαμε παιχνίδια ικανότητας και τύχης για να πάρουμε τα χαρτάκια των άλλων, αλλά ποτέ δεν τα κολλούσαμε στο άλμπουμ, γιατί έτσι θα τελείωνε και το παιχνίδι. Το κύριο χαρακτηριστικό της δευτερογενούς χρηματιστηριακής αγοράς είναι η **εμπορευσιμότητα**, η σιγουριά δηλαδή ότι το «παιχνίδι» συνεχίζεται.

Βέβαια, εδώ πρέπει να αναφέρουμε και μια άλλη σημαντική λειτουργία που συντελείται στη δευτερογενή χρηματιστηριακή αγορά. Κατά την αγοραπωλησία μετοχών πραγματοποιείται και μια αναδιανομή εισοδήματος ή μάλλον **αναδιανομή μελλοντικού εισοδήματος**. Κατά πολλούς θεωρητικούς οικονομολόγους, η διανομή είναι εξίσου σημαντική όσο και η παραγωγή σε ένα οικονομικό σύστημα. Το ερώτημα βέβαια είναι, τι μορφή έχει ή πρέπει να έχει η διανομή αυτή; Από τους λιγότερο ικανούς στους περισσότερους ικανούς; Από τους λιγότερο πληροφορημένους στους περισσότερους πληροφορημένους; Είναι διανομή τύπου Ρομπέν των Δασών προς όφελος των κατώτερων εισοδημάτων; Ή είναι η γνωστή σε όλους διανομή κατά την οποία οι πλούσιοι γίνονται πλουσιότεροι και οι φτωχοί φτωχότεροι;

1.3 Κερδοσκοπία και επένδυση

Έχει εκφραστεί πολλές φορές η άποψη ότι υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ επένδυσης στο χρηματιστήριο και τζόγου, υπό την έννοια ότι ένας παίκτης τυχερών παιχνιδιών **κερδοσκοπεί**, ποντάροντας ένα ποσό σε ένα παιχνίδι τύχης, π.χ., στο μαύρο ή το κόκκινο χρώμα της ρουλέτας, κάτι που κάνει και ένας επενδυτής στο χρηματιστήριο, ποντάροντας σε μια άνοδο ή πτώση των χρηματιστηριακών τιμών.³ Σαφής διάκριση, ωστόσο, μεταξύ κερδοσκοπίας και επένδυσης δεν είναι εύκολο να γίνει, ακόμη και εάν όλοι έχουμε κάποια άποψη για τις έννοιες αυτές.

Στην αγγλική ορολογία υπάρχουν δύο λέξεις που στην ελληνική γλώσσα αποδίδονται γενικότερα με τον όρο κερδοσκοπία: **arbitrage** και **speculation**. Το arbitrage ή αντισταθμιστική κερδοσκοπία αναφέρεται στην κερδοσκοπική συναλλαγή που αφορά την αγοραπωλησία ενός περιουσιακού

3. Εδώ βέβαια, πρέπει να αναφέρουμε ότι οι κίνδυνοι ενός παιχνιδιού τύχης, όπως η ρουλέτα, δεν υπάρχουν πραγματικά αλλά τους δημιουργούν οι παίκτες που συμμετέχουν σ' αυτό. Αντίθετα, ο κίνδυνος του χρηματιστηρίου είναι ο οικονομικός κίνδυνος που συνδέεται με την παραγωγική διαδικασία και ωθεί κάποια μέλη της κοινωνίας να τον αναλάβουν ώστε αυτή να πραγματοποιηθεί.

στοιχείου, όταν αυτό έχει τουλάχιστον δύο διαφορετικές τιμές σε δύο ή περισσότερες αγορές (Haugen, 1995). Για παράδειγμα, θεωρήστε μια μετοχή που διαπραγματεύεται στην αγορά της Αθήνας και την αγορά της Νέας Υόρκης και η τιμή της, σε ευρώ ή δολάρια με βάση την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου, είναι διαφορετική στις δύο αυτές αγορές (Lorensten, 1988). Οι arbitrageurs ή arbs, εκείνοι που εξασκούν το arbitrage, αγοράζουν το περιουσιακό στοιχείο στην αγορά που είναι φθηνό και το πουλάνε στην αγορά που είναι ακριβό. Όταν αυτό γίνει από πολλούς arbs και σε μεγάλη έκταση, η χαμηλή τιμή ανεβαίνει και η υψηλή μειώνεται, έως ότου οι διαφορετικές τιμές να εξισωθούν. Έτσι, το arbitrage συμβάλλει στην ισορροπία των τιμών, εφόσον δεν είναι οικονομικά λογικό το ίδιο περιουσιακό στοιχείο να έχει δύο διαφορετικές τιμές σε δύο αγορές που επικοινωνούν μεταξύ τους.

Από την άλλη πλευρά, υπάρχει ο όρος speculation. Ο όρος αυτός αναφέρεται στην αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων μέσα σε μη λογικό οικονομικό πλαίσιο. Οι κερδοσκόποι, speculators σ' αυτή την περίπτωση, μπορεί να αγοράζουν ένα περιουσιακό στοιχείο σε υψηλή τιμή διότι ελπίζουν ότι θα βρεθεί κάποιος άλλος να το αγοράσει σε ακόμη υψηλότερη, ο οποίος με τη σειρά του ελπίζει ότι θα το πουλήσει σε κάποιον άλλο σε ακόμη υψηλότερη. Ο βασικός παράγοντας εδώ είναι η εκτίμηση της τιμής μεταπώλησης με βάση την ψυχολογία του ατόμου ή της μάζας και όχι η οικονομικά λογική απόδοση που το περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποφέρει.⁴ Το arbitrage θα μπορούσε να πει κανείς ότι είναι μια τεχνική που βασίζεται στην παρακολούθηση των τιμών, την οικονομικά

4. Κατά πολλούς αυτή η κερδοσκοπία ισοδυναμεί με αρρώστια και ο κερδοσκόπος εμφανίζεται ως διαταραγμένη προσωπικότητα. Για παράδειγμα, ο Edward Chancellor (1999) στο βιβλίο του «Devil Take the Hindmost» αναφέρει ότι ο Penso de la Vega (1688), στο βιβλίο «Confusion de Confusiones» (Η σύγχυση των συγχύσεων) που έγραψε στην Ολλανδία κατά την περίοδο μιας έντονης κερδοσκοπικής μανίας (η μανία της τουλίπας) περιγράφει ως εξής το χαρακτηριστικό τύπο του κερδοσκόπου: «(ο κερδοσκόπος)... αμφιταλαντεύεται για το ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος να σιγουρέψει τα κέρδη του, μασάει τα νύχια του, τραβάει τα δάκτυλά του, κλείνει τα μάτια του, κάνει τέσσερα βήματα και τέσσερις φορές μιλάει στον εαυτό του, φέρνει το χέρι στο μάγουλό του σαν να τον πονάνε τα δόντια του, παίρνει σκεφτική έκφραση, τεντώνει ένα δάκτυλο, τρώει τα φρούδια του και όλα αυτά συνοδεύονται από ένα μυστηριώδη βήχα σαν να μπορούσε να πειθαναγκάσει το χέρι της μοίρας». Για πολλούς συγγραφείς της εποχής εκείνης, παραπλήσια συμπτώματα παρουσιάζουν και οι ερωτευμένοι. Ο κερδοσκόπος και ο ερωτευμένος άνθρωπος το μόνο κοινό που έχουν είναι το πάθος.

ορθή τιμολόγηση των περιουσιακών στοιχείων και στο λεπτομερή υπολογισμό του κόστους και του οφέλους από μια συναλλαγή. Το speculation, από την άλλη πλευρά, βασίζεται στην παρόρμηση και τη θετική ή αρνητική ψυχολογία.

Τέλος, ως **επένδυση** μπορούμε να ορίσουμε την πράξη αγοράς και πώλησης ενός περιουσιακού στοιχείου με βάση την οικονομικά λογική απόδοση που το περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποφέρει για το χρονικό ορίζοντα που θέτει ο επενδυτής. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ο χρονικός ορίζοντας δεν είναι εκείνο το χαρακτηριστικό που μπορεί να διαχωρίσει την επένδυση από οποιαδήποτε μορφή κερδοσκοπίας. Για παράδειγμα, η αγορά μετοχών μιας προς πτώχευση εταιρίας με την προσδοκία ότι η εταιρία αυτή μέσα σε κάποιο χρονικό διάστημα ίσως εξαγοραστεί από μια οικονομικά εύρωστη εταιρία, σαφώς δεν είναι επένδυση ακόμη και εάν ο χρονικός ορίζοντας διακράτησης των μετοχών είναι μεγάλος. Με τα λόγια ενός φίλου χρηματιστή –υπερβάλλοντας βέβαια– η πιο πάνω πράξη είναι σαν να αγοράζει κάποιος οικόπεδα σε βουνό με την προσδοκία ενός κατακλυσμού ώστε τα οικόπεδα να γίνουν παραθαλάσσια. Παρότι το παράδειγμα είναι ακραίο και οι πιθανότητες ενός κατακλυσμού και μιας εξαγοράς διαφέρουν, η λογική είναι η ίδια. Είναι η λογική του τζόγου.

1.4 Χρηματιστηριακές κρίσεις

«Τι μπορεί να καταστρέψει μια κοινωνία; Ο πλούτος χωρίς μόχθο, η πολιτική χωρίς αρχές, η επιστήμη χωρίς ανθρωπιά, η απόλαυση χωρίς συναίσθημα, η παιδεία χωρίς ήθος, το εμπόριο χωρίς εντιμότητα και η λατρεία χωρίς προσωπικές θυσίες».

Μαχάτμα Γκάντι

Λέγεται ότι οι χρηματιστηριακές κρίσεις είναι σαν τις όμορφες γυναίκες, δύσκολα τις ορίζεις αλλά εύκολα τις αναγνωρίζεις. Ως χρηματιστηριακή κρίση ωστόσο έχει οριστεί, κατά κάποιον τρόπο, η απότομη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, κυρίως των μετοχών, η οποία συνοδεύεται από απότομη χειροτέρευση όλων των, περισσότερων ή μεγάλης ομάδας, οικονομικών δεικτών και από περιπτώσεις πτωχεύσεων εταιριών και αποτυχίας χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων (Kindleberger, 1978). Το

κύριο όμως χαρακτηριστικό μιας χρηματιστηριακής κρίσης είναι η απότομη αλλαγή των προσδοκιών, που συνήθως ξεκινά από κάποιον αρνητικό εξωγενή παράγοντα. Ένα εξωτερικό σοκ για οικονομικό σύστημα, το οποίο θα δημιουργήσει ευκαιρίες για κάποιους και θα στενέψει τα περιθώρια για τους περισσότερους. Η φύση αυτού του εξωγενή παράγοντα μπορεί να διαφέρει. Μπορεί να είναι ένας πόλεμος, μια κακή σοδειά αγροτικών προϊόντων λόγω άσχημων καιρικών συνθηκών, η ευρεία υιοθέτηση μιας καινοτομίας με σημαντικά αποτελέσματα ή κάποιο πολιτικό γεγονός. Όποια κι αν είναι η πηγή της διαταραχής, εάν είναι αρκετά σημαντική, τότε αυτή αλλάζει το οικονομικό περιβάλλον και τις προσδοκίες.

Της κρίσης, βέβαια, προηγείται η οικονομική έξαρση. Ας υποθέσουμε λοιπόν, ότι η διάθεση κερδοσκοπίας –speculation– είναι παρούσα σ' ένα οικονομικό σύστημα και αυτή μετατρέπεται σε ζήτηση για αγαθά ή χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Μετά από κάποιο διάστημα, λόγω της αυξημένης ζήτησης, το επίπεδο των τιμών ανεβαίνει, δημιουργώντας νέες ευκαιρίες κέρδους και προσελκύνοντας νέους κερδοσκόπους.⁵ Τότε, η λεγόμενη **θετική ανάδραση** (positive feedback) αρχίζει να λειτουργεί: η νέα επένδυση οδηγεί σε αύξηση του εισοδήματος, διεγείροντας και άλλη επένδυση που με τη σειρά της επιφέρει νέα αύξηση του εισοδήματος. Αυτό είναι το λεγόμενο στάδιο της ευφορίας.

Η ευφορία σχεδόν πάντα ενδυναμώνεται από μια διεύρυνση της τραπεζικής πίστωσης. Σ' ένα τραπεζικό σύστημα, στο στάδιο της οικονομικής έξαρσης, τα χρηματικά μέσα μπορεί να επεκταθούν με την ίδρυση νέων τραπεζών, την ανάπτυξη νέων προϊόντων πίστωσης, αλλά και τη διεύρυνση της ατομικής πίστωσης εκτός επίσημου πλαισίου. Έτσι αυξάνεται η αγοραστική δύναμη, διότι η αγοραστική δύναμη ενός ατόμου συνίσταται στα χρήματα που έχει στην κατοχή του, στα χρήματα που έχει στην τράπεζα και σε όποιο άλλο ποσό χρημάτων είναι διαθέσιμο στη ζήτησή του, αλλά και στο ύψος της πίστωσης που απολαμβάνει.

5. Ο Άγιος Αυγουστίνος θεωρούσε τη δίψα για κέρδος, την «appetitus divitarum infinitus», ένα από τα τρία σοβαρότερα αμαρτήματα μαζί με τον πόθο για δύναμη και τη σεξουαλική λαγνεία.

Επίσης ο Ακινάτης είχε διακηρύξει ότι η ανταλλαγή χρήματος με χρήμα ή πραγμάτων με χρήμα, η οποία δεν αποσκοπεί στην κάλυψη βασικών αναγκών, αλλά στην αποκόμιση κέρδους, δίκαια καταδικάζεται (Edward Chancellor, 1999).

Ο τόκος, επίσης, ως μορφή κέρδους για την παραίτηση από την κατανάλωση καταδικάζεται και από τους μουσουλμάνους. Γι' αυτόν το λόγο άλλωστε, συν το γεγονός ότι αρκετοί μουσουλμάνοι είναι πολύ πλούσιοι, σε μερικά βρετανικά πανεπιστήμια διδάσκεται ως ξεχωριστό μάθημα το Islamic Banking.

Στο στάδιο αυτό η κερδοσκοπία, που έχουμε υποθέσει ότι είναι παρούσα, είναι **ανατιμητική κερδοσκοπία**. Με την ανατιμητική κερδοσκοπία οι αγορές προϊόντων γίνονται με σκοπό τη μεταπώληση και όχι τη χρήση, και οι αγορές πολλών περιουσιακών στοιχείων με σκοπό τη μεταπώληση και όχι το εισόδημα που αυτά μπορούν να δημιουργήσουν.

Ο Bagehot⁶ έγραψε για το στάδιο αυτό: «Οι ιδιοκτήτες αποταμιεύσεων τρέχουν σε οτιδήποτε υπόσχεται κέρδη, και μόλις ανακαλύψουν ότι οι επενδύσεις αυτές μπορούν να πωληθούν μ' ένα υψηλό κέρδος, τρέχουν σε αυτές όλο και περισσότερο. Η κύρια παρόρμηση είναι για την υψηλή απόδοση αλλά αυτή η παρόρμηση γίνεται δευτερεύουσα. Υπάρχει μια άλλη όρεξη για μεγάλα κέρδη που πραγματοποιούνται πωλώντας την επένδυση που φέρει την υψηλή απόδοση. Όσο τέτοιες πωλήσεις συνεχίζουν να είναι επικερδείς συνεχίζει και η μανία» (Lombard Street, 1872).

Η ανατιμητική κερδοσκοπία σε συνδυασμό με την ευφορία οδηγεί σε υπερεκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων και ακόμη μεγαλύτερο δανεισμό. Καθώς τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις βλέπουν τους άλλους να πλουτίζουν, προσπαθούν να κάνουν το ίδιο γιατί όπως λένε «δεν υπάρχει τίποτα πιο ενοχλητικό για την ψυχική ισορροπία κάποιου απ' το να δει ένα φίλο ή γείτονα να πλουτίζει».

Όταν ο αριθμός των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών που συμμετέχουν στη διαδικασία αυτή γίνει αρκετά μεγάλος, με συμμετέχοντες που συνήθως δεν θα έπαιρναν μέρος, τότε η ορθολογική συμπεριφορά μιας κοινωνίας μετατρέπεται σε **μανία**. Τα επιτόκια, η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και οι τιμές συνεχίζουν να ανεβαίνουν κι ένας όλο και μεγαλύτερος αριθμός ανθρώπων θέλει να γίνει πλούσιος χωρίς να κατανοεί τη διαδικασία στην οποία έχει μπει ή προσπαθεί να μπει.

Το αντικείμενο της κερδοσκοπικής μανίας μπορεί σε κάθε περίπτωση να είναι και διαφορετικό: εισαγόμενα ή εξαγόμενα προϊόντα, ντόπιες ή διεθνείς μετοχές, γη, συμβόλαια δικαιωμάτων πώλησης ή αγοράς αξιών, ακόμη και βολβοί τουλίπας, στην Ολλανδία (1633-1637), όπως έχει δείξει η ιστορία.⁷

6. Εκδότης του περιοδικού «Economist» κατά το 19ο αιώνα.

7. Την εποχή εκείνη οι τουλίπες έγιναν αντικείμενο κερδοσκοπίας με αποτέλεσμα οι τιμές τους σε σχέση με το είδος και το βάρος του βολβού να φτάσουν σε εξωφρενικά ύψη. Ένας βολβός τουλίπας του τύπου Admiral Liefken που ζύγιζε λιγότερο από 400 γραμμάρια πουλιόταν 4.400 φιορίνια, ενώ ο πιο σπάνιος τύπος Semper Augustus, 5.500 φιορίνια. Σε σημερινές τιμές τα 5.500 φιορίνια είναι περίπου ισόποσο των 550.000 δολαρίων (Hinshley, 1998).

Σε κάποια χρονική στιγμή, κάποιοι και για κάποιο λόγο αποφασίζουν να πάρουν τα κέρδη τους και ν' αποσυρθούν. Τότε δημιουργείται μια λεπτή ισορροπία, ίσως γιατί αυτοί που μπαίνουν στο «παιχνίδι» της κερδοσκοπίας αρχίζουν να εξισορροπούνται από αυτούς που αποσύρονται. Οι τιμές τότε ισορροπούν και οι αγορές αρχίζουν να διακατέχονται από ανησυχία. Ανησυχία ότι δεν θα μπορέσουν να ανταποκριθούν στις οικονομικές υποχρεώσεις και θα πέσουν.

Όπως τέθηκε γλαφυρά από άγνωστο γυρπριε ποιητή (Adam Smith, 1976)...

«Είμαστε σ' ένα υπέροχο πάρτι, αλλά σύμφωνα με τους κανόνες ξέρουμε ότι κάποια στιγμή οι μαύροι καβαλάρηδες θα έρθουν να θερίσουν με τα σπαθιά τούς γλεντζέδες.

Αυτοί που θα φύγουν κάπως πιο νωρίς θα σωθούν, αλλά η μουσική και το κρασί σε αποπλανούν και κανένας μας δεν θέλει να φύγει.

Ρωτάμε: Τι ώρα είναι; Τι ώρα είναι;

Μόνο που κανένα από τα ρολόγια δεν έχει δείκτες».

Σε αυτήν τη στιγμή όλο και περισσότεροι αρχίζουν να σκέφτονται να ρευστοποιήσουν και ν' αρχίσουν να μαζεύουν μετρητά. Μόλις αρχίσουν να πραγματοποιούν αυτές τις σκέψεις, λίγοι στην αρχή, μετά όλο και περισσότεροι ή, χειρότερα, όλοι μαζί, τότε αρχίζει η αντίστροφη μέτρηση, η λεγόμενη **μεταστροφή**. Ο βασικός παράγοντας που πυροδοτεί τη μεταστροφή μπορεί να είναι η πτώχευση κάποιας τράπεζας ή εταιρίας, μια οικονομική απάτη μεγάλου μεγέθους, η δραματική πτώση της τιμής ενός από τα αντικείμενα κερδοσκοπίας. Τότε όλοι σπεύδουν να ρευστοποιήσουν, καθώς καταλαβαίνουν ότι δεν υπάρχει τόσο ρευστό στην αγορά ώστε όλοι να πουλήσουν στην κορυφή, εφόσον ο υψηλός ρυθμός νέων συμμετοχών στο «παιχνίδι» της κερδοσκοπίας δεν μπορεί να διατηρηθεί για πολύ ακόμη. Η μεταστροφή αυτή οδηγεί σε ελάττωση της πίστωσης, που όπως είπαμε είναι διευρυμένη, εφόσον κανένας δεν δέχεται ως ενέχυρο δανεισμού τα αντικείμενα των οποίων η τιμή έχει αρχίσει να πέφτει με γρήγορους ρυθμούς. Η οικονομία έχει περάσει πλέον στο στάδιο του **πανικού**.

Ο πανικός συνεχίζεται έως ότου συμβεί κάτι από τα παρακάτω για να αποκατασταθεί η ομαλότητα:

- Οι τιμές πέφτουν τόσο πολύ που κάποιοι αποφασίζουν ν' αγοράσουν.

- Μπαίνουν όρια στις τιμές και το εμπόριο και κλείνουν τα χρηματιστήρια για κάποια περίοδο, που μπορεί να είναι ώρες ή και ημέρες.
- Κάποια μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα, κυρίως η Κεντρική Τράπεζα, πείθουν την αγορά ότι υπάρχουν χρήματα για να ικανοποιηθεί η ζήτηση σε μετρητά. Η εμπιστοσύνη μπορεί ν' αποκατασταθεί ακόμη και αν το ρευστό δεν δοθεί. Η διαβεβαίωση ότι κάποιος μπορεί να βρει μετρητά άμα το θελήσει, μειώνει την επιθυμία του γι' αυτά.

Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό της φάσης της πτώσης είναι και οι **χρηματιστηριακές απάτες**. Στη φάση της ανόδου, ο χρηματιστηριακός χώρος παράγει άφθονο χρήμα για όσους συμμετέχουν σε αυτόν. Συνεπώς, με το φόβο της τιμωρίας δεν υπάρχει λόγος για παρανομία με σκοπό το κέρδος.

Το μεγαλύτερο μερίδιο πλούτου, βέβαια, συγκεντρώνεται στα χέρια αυτών που διεξάγουν τις συναλλαγές για λογαριασμό των επενδυτών, για δύο κυρίως λόγους:

Πρώτον, διότι αυτοί λαμβάνουν προμήθειες από τις συναλλαγές, που σε περίοδο αγοραστικής μανίας είναι υπερβολικά υψηλές, και δεύτερο διότι έχουν άμεση πρόσβαση στις τιμές και στις χρηματιστηριακές διαδικασίες, πρακτικές και εντολές, ώστε αγοράζουν ή πουλούν από τους πρώτους και συνεπώς σε καλύτερες τιμές από το ευρύ επενδυτικό κοινό.⁸

Πολλοί, λοιπόν, από τους επαγγελματίες του χρηματιστηριακού παιχνιδιού και όσον αφορά το life style που ακολουθούν την περίοδο της χρηματιστηριακής έξαρσης, ξεφεύγουν από κάθε όριο λογικής, ξεχνώντας ότι το να αποκτήσουν ακριβές συνήθειες είναι ένα θέμα, το να τις συντηρήσουν όμως είναι ένα άλλο. Όταν ξεκινήσει η πτώση, με τη δραματική μείωση της συναλλακτικής δραστηριότητας που συνήθως τη συνοδεύει, το εισόδημα που παράγουν δεν είναι ικανό να συντηρήσει τον τρόπο ζωής που έχουν δημιουργήσει. Ο χρηματιστηριακός κλάδος μπαίνει σε περίοδο ύφεσης, τα έσοδα των χρηματιστηριακών εταιριών μειώνονται σημαντικά και η απόλυση για τους επαγγελματίες του χώρου είναι ένα σοβαρό ενδεχόμενο. Το φαινόμενο στέρησης της πολυτέλειας και η ψυχική κατάπτωση που επιφέρει αλλά και η αβεβαιότητα για το μέλλον είναι

8. Η πρακτική να αγοράζει ή να πουλά ο εντολοδόχος πριν από την εκτέλεση μιας μεγάλης χρηματιστηριακής εντολής λέγεται front running, απαγορεύεται και διώκεται πειθαρχικά εάν αποδειχθεί. Αυτό είναι και το πρόβλημα στο οποίο στηρίζονται συνήθως οι περισσότερες χρηματιστηριακές απάτες: πρέπει να αποδειχθούν, συνήθως μέσα από μια διαδικασία χρονοβόρα, σύνθετη και με αμφίβολα αποτελέσματα, όσον αφορά την τιμωρία.

έντονα ενοχλητικά στοιχεία. Άλλωστε, όσο πιο μεγάλη είναι η πτώση του εισοδήματος τόσο πιο δύσκολη είναι και η προσαρμογή στη νέα πραγματικότητα. Για να μπορέσουν να αντεπεξέλθουν αυτοί οι άνθρωποι σε ψυχολογικά αλλά και σε ουσιαστικά οικονομικά προβλήματα, μπορεί να οδηγηθούν σε χρηματιστηριακές ατασθαλίες που στην πιο ήπια μορφή είναι να αλλάζουν συχνά και άσκοπα μετοχές με αγορές και αντίστοιχες πωλήσεις, ώστε να καρπώνονται την προμήθεια συναλλαγής, ροκανίζοντας όμως τα κεφάλαια των πελατών τους.

Δεν είναι μόνο οι επαγγελματίες του χώρου όμως που μπορούν να οδηγηθούν σε παράνομες ή ανήθικες, συναλλακτικά, πρακτικές αλλά και οι απλοί μικροεπενδυτές.

Την περίοδο της χρηματιστηριακής ευφορίας συνήθως χάνεται η αίσθηση του χρήματος, διότι αυτό βγαίνει με πολύ εύκολο τρόπο και σχεδόν για όλους. Πόσο εύκολο όμως είναι για ένα μέσο άνθρωπο να συνειδητοποιήσει ότι πρέπει να δουλέψει οκτώωρο, πέντε ημέρες την εβδομάδα και όχι κάτω από τις καλύτερες δυνατές συνθήκες, για να κερδίσει αυτά που άλλοτε κέρδιζε στη διάρκεια μιας χρηματιστηριακής συνεδρίασης, πίνοντας espresso στα γραφεία κάποιας χρηματιστηριακής εταιρίας;

Εδώ πρέπει να σημειώσουμε ότι κατά πολλούς οικονομολόγους μια οικονομική κρίση μπορεί να έχει αποτελέσματα ευεργετικά για το οικονομικό σύστημα. Για παράδειγμα, ο Schumpeter χαρακτήριζε τις κρίσεις ως «ένα καλό κρύο ντους» για την οικονομία. Επίσης, μετά το κραχ του 1929, ο υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ, Mellon, υποστήριξε ότι το κραχ θα εξάγνιζε το οικονομικό σύστημα από τα σάπια στοιχεία. Το υψηλό κόστος ζωής και ο πολυτελής τρόπος διαβίωσης θα περιοριζόνταν. Οι άνθρωποι θα εργάζονταν πιο σκληρά και θα ζούσαν μια πιο ηθική ζωή. Οι αξίες θα προσαρμόζονταν στις νέες συνθήκες και οι άνθρωποι με επιχειρηματικό πνεύμα θα συμμαζεύαν τα ερείπια που άφησαν πίσω τους άλλοι, λιγότερο ικανοί (R. Heilbroner, 2000).

Τέλος, και όσον αφορά τις χρηματιστηριακές κρίσεις, πρέπει να αναφέρουμε ότι δεν είναι όλες οι οικονομίες το ίδιο επιρρεπείς σε αυτές. Οι κοινωνίες και οικονομίες κατατάσσονται σε δύο κατηγορίες: Από τη μια πλευρά έχουμε τις λεγόμενες **Διονυσιακές** κοινωνίες, που είναι αποσταθεροποιητικές κοινωνίες επιρρεπείς στις κρίσεις, και από την άλλη πλευρά τις λεγόμενες **Απολλώνιες** κοινωνίες που έχουν μια τάση προς την ισορροπία και τη σταθερότητα (Kindleberger, 1978). Σε ποια κατηγορία ανήκει μια κοινωνία είναι ένα ερώτημα που μόνο μέσα από τη μελέτη της ιστορίας μπορεί να απαντηθεί.