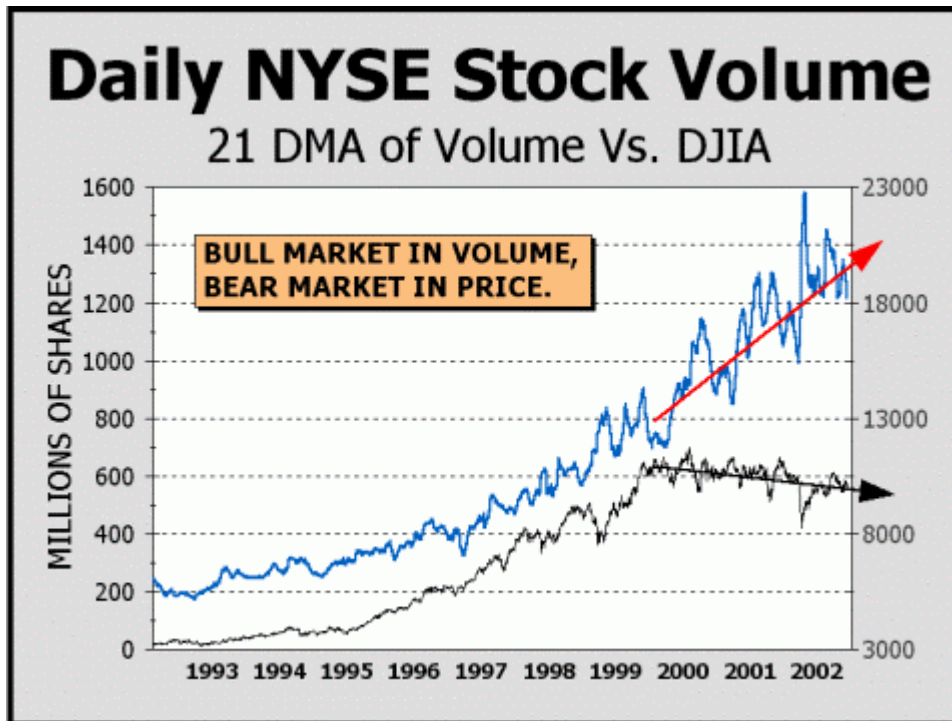


NEW YORK STOCK EXCHANGE (N.Y.S.E.)

“Τιμές και Όγκος Συναλλαγών: Ένας Μύθος Υπό Αμφισβήτηση”

Ένα από τα παλαιότερα ρητά της Wall Street είναι αυτό που αναφέρει ότι “ο όγκος συναλλαγών οδηγεί τις τιμές.” Πολύ απλά σημαίνει ότι ο αυξημένος όγκος συναλλαγών είναι προάγγελος ανόδου των τιμών (μετοχών αλλά και δεικτών) στις περισσότερες περιπτώσεις, όπως έχει αποδείξει η ιστορία δύο και πλέον αιώνων στην αμερικανικές αγορές. Το παρόν σχόλιο δεν έχει σκοπό να αναλύσει τους λόγους για τους οποίους συμβαίνει το παραπάνω γεγονός, αλλά να παρατηρήσει κάτι πολύ σημαντικό βασισμένο στην ιστορικά αποδεδειγμένη υπόθεση της σχέσης μεταξύ όγκου συναλλαγών και τιμών.

ΓΡΑΦΗΜΑ 1: ΗΜΕΡΗΣΙΟΣ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΤΟ NYSE ΚΑΙ Ο DOW JONES INDUSTRIALS AVERAGE (DJIA)



ΠΗΓΗ: HD BROUS & CO, Inc.

Αναφέρουν λοιπόν οι βετεράνοι της Wall Street ότι ο όγκος συναλλαγών προηγείται ή οδηγεί τις τιμές των μετοχών. Αλήθεια μεν, αλλά αυτό μέχρι πρόσφατα. Σύμφωνα με το **ΓΡΑΦΗΜΑ 1** φαίνεται ότι κάτι έχει αλλάξει εδώ και δύο περίπου χρόνια.

Αυτό που είναι εμφανές από την πρόσφατη εμπειρία στις αγορές των Η.Π.Α. είναι ότι αυτό στο οποίο οδηγεί ο όγκος συναλλαγών είναι η **Ε Λ Π Ι Δ Α**. **Ε Λ Π Ι Δ Α** ότι οι αγορές μετοχών θα εξέλθουν από το λήθαργο στον οποίο έχουν περιπέσει στο χειρότερο Bear Market των τελευταίων 30 χρόνων.

Αυτό που διακρίνω ως απλός παρατηρητής είναι ότι **κάποιο λάθος συμβαίνει με τις προσδοκίες των επενδυτών** στις αμερικανικές αγορές μετοχών. Το παλαιό ρητό “δούλεψε” περίφημα στα πρώτα χρόνια της κερδοσκοπικής “μανίας” στην αγορά μετοχών και ιδιαίτερα μεταξύ 1995 και 2000. Η αύξηση του όγκου συναλλαγών οδήγησε σε άνοδο των τιμών. Το ενδιαφέρον των επενδυτών αυξήθηκε επίσης οδηγώντας σε περαιτέρω ενίσχυση του όγκου συναλλαγών. Οι τιμές συνέχισαν να ανεβαίνουν. Το ενδιαφέρον των επενδυτών διευρύνθηκε εκ νέου και μαζί του αυξήθηκε ακόμη περισσότερο ο όγκος συναλλαγών. Ο κύκλος αυτός μπορεί να τελειώσει με τεράστια εκτίναξη των συναλλαγών, καθώς οι τιμές των μετοχών αγγίζουν επίπεδα που δεν είναι διατηρήσιμα (**Unsustainable Price Levels**) ή με πτώση του όγκου συναλλαγών που δεν είναι σε θέση να συντηρήσει τα παρόντα επίπεδα (τιμών).

Το πιο ασυνήθιστο σενάριο όμως είναι εκείνο του ΓΡΑΦΗΜΑΤΟΣ 1, καθώς δεν έχει υπάρξει παρόμοιο του σε καμία αγορά μετοχών εδώ και δεκαετίες.

Όταν ο δείκτης **Dow Jones Industrials Average (DJIA)** πέρασε για πρώτη φορά το φράγμα των 10.000 μονάδων στις 29/3/99, ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών στο New Stock Exchange (NYSE) ανερχόταν στα 772 εκατομμύρια μετοχές. Κατά τη διάρκεια των επόμενων μηνών και οδεύοντας προς την ημέρα του ιστορικού υψηλού όλων εποχών για τον DJIA (11.722 μονάδες στις 14/1/00), ο όγκος αυξανόταν με γρήγορους ρυθμούς. Οι υψηλότερες τιμές προσέλκυαν περισσότερους επενδυτές με αποτέλεσμα στις αρχές του 2000 ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών στο NYSE να αυξηθεί κατά 20,3% στα 929 εκατομμύρια μετοχές. Επίδοση διόλου ευκαταφρόνητη, καθώς η παραπάνω αύξηση του όγκου οδήγησε σε ταυτόχρονη άνοδο του δείκτη DJIA κατά 17,2% (από τις 10.000 στις 11.722 μονάδες).

Στη συνέχεια όμως, και καθώς ο όγκος συναλλαγών συνέχισε να αυξάνει, οι τιμές σταθεροποιήθηκαν, έπεσαν, σταθεροποιήθηκαν ξανά, και μετά έπεσαν περαιτέρω. Αυτό που αντιλαμβάνομαι, και νομίζω ότι είναι εμφανές από το ΓΡΑΦΗΜΑ 1, είναι ότι το νέο αυτό Pattern της σχέσης όγκου συναλλαγών και τιμών στον DJIA αποτέλεσε την τελειότερη αναπαράσταση της μαζικότερης **Διανομής (Distribution¹)** στη χρηματιστηριακή ιστορία των αμερικανικών αγορών. Η διανομή αυτή συνεχίζεται μέχρι και τη στιγμή που γράφονται αυτές οι γραμμές.

Από το υψηλό του Ιανουαρίου του 2000, και ενώ ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών αυξήθηκε κατά ένα επιπλέον 30,6% και έφτασε τα 1,214 δισεκατομμύρια μετοχές, οι τιμές (δείκτης DJIA) είναι μειωμένες κατά 15% περίπου. Αν λάβουμε επίσης ως ημέρα βάσης την 29^η Μαρτίου 1999 που ο DJIA πέρασε τις 10.000 μονάδες για πρώτη φορά, ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών αυξήθηκε κατά 57,2% καθώς ο δείκτης άγγιξε τις 11.722 μονάδες. Σήμερα όμως, παρά την αύξηση αυτή οι τιμές είναι χαμηλότερα !!!

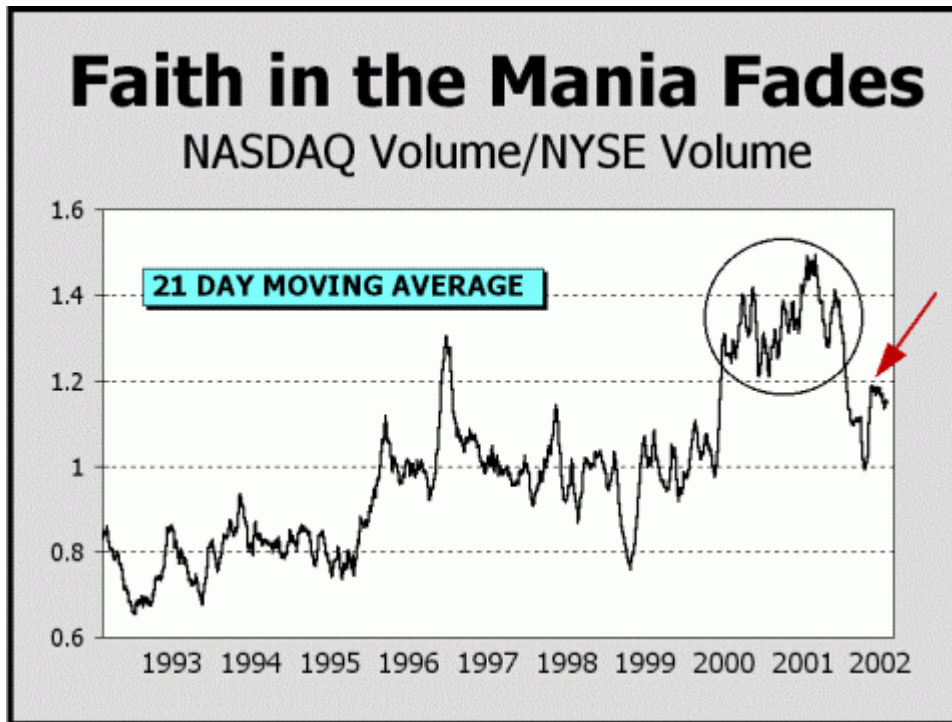
Η Ε Λ Π Ι Δ Α είναι ακόμα ισχυρή στο μυαλό των επενδυτών και συνεχίζει να αποτελεί το “καύσιμο” στην κερδοσκοπική μανία. Το Bear Market πιθανότατα δεν θα τελειώσει μέχρι να παρασύρει και την ίδια την ελπίδα στο δικό της Bear ρυθμό. **Αυτό όπως γίνεται αντιληπτό θα λάβει τη μορφή της μείωσης του όγκου των συναλλαγών καθώς οι επενδυτές εγκαταλείπουν την “επενδυτική αρένα” σε κατάσταση ΑΠΟΓΝΩΣΗΣ.**

Τα πρώτα σημάδια πτώσης του όγκου συναλλαγών είναι εμφανή τόσο από το ΓΡΑΦΗΜΑ 1 όσο και από το ΓΡΑΦΗΜΑ 2 που ακολουθεί αμέσως παρακάτω.

¹ Η **Διανομή (Distribution)** είναι το ακριβώς αντίστροφο της **Συσσώρευσης (Accumulation)** και δεν είναι τίποτε άλλο από το “ξεφόρτωμα” μετοχών οι οποίες για ολόκληρα χρόνια συγκεντρώνονταν στα “χέρια” των επενδυτών. Οι αυθεντίες του Distribution είναι φυσικά οι θεσμικοί επενδυτές οι οποίοι είναι πάντα πρόθυμοι να προσφέρουν (πωλήσουν) μετοχές όταν όλοι οι υπόλοιποι θέλουν να τις αποκτήσουν (περίοδος ΕΛΠΙΔΑΣ) αλλά πάντα πρόθυμοι να ζητήσουν (αγοράσουν) μετοχές όταν κανείς δεν τις θέλει (φάση ΑΠΟΓΝΩΣΗΣ στους μακροχρόνιους πυθμένες των Bear Markets ή διορθώσεων σημαντικότερου χαρακτήρα).

ΓΡΑΦΗΜΑ 2: ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΟΓΚΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ NASDAQ ΚΑΙ NYSE



ΠΗΓΗ: HD BROUS & CO, Inc.

Εδώ παρατηρούμε μείωση του όγκου συναλλαγών όχι μόνο στο NYSE αλλά και στην αγορά της NASDAQ, που αποτελεί την κατεξοχήν “αρένα” της κερδοσκοπικής μανίας των τελευταίων ετών. Η πτώση του λόγου Όγκος Συναλλαγών NASDAQ / Όγκος Συναλλαγών NYSE αντικατοπτρίζει τη μετατόπιση του ενδιαφέροντος και πάλι προς τις μετοχές παραδοσιακών κλάδων (βιομηχανία, εμπόριο, φάρμακα, κτλ.) και τη σταδιακή επαναφορά του εξεταζόμενου δείκτη στην “προ-μανιάς” εποχή (επίπεδα κάτω της μονάδας – περίπου 0,8).

Αυτός όμως που συνεχίζει να παρατηρείται καθημερινά, και παρά τα μέχρι σήμερα συμβάντα του Bear Market αλλά και τα άλλα γεγονότα που ακολούθησαν (όπως καταρρεύσεις εταιριών, απάτες με εμπλεκόμενες χρηματοπιστηριακές εταιρίες της Wall Street, χρήση παραπλανητικών οικονομικών στοιχείων), είναι η εσφαλμένη εντύπωση ότι οι όγκοι συναλλαγών της κορυφής της κερδοσκοπικής “μανίας” είναι ο κανόνας. Δυστυχώς αποτελούν την εξαίρεση του κανόνα και τα αποτελέσματα είναι αποτυπωμένα στα ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ 1 και 2. Μόνο σε περιόδους επενδυτικού παροξυσμού είχαμε παρόμοια φαινόμενα τα οποία σιγά-σιγά υποχώρησαν με συνεπακόλουθη πτώση των τιμών των μετοχών χωρίς διάκριση κλάδων (Bear Markets 1929-1933 και 1966-1982). Ας μην ξεχνάμε επίσης ότι ένα σημαντικό κομμάτι της αύξησης του όγκου συναλλαγών προήλθε τόσο από τη συμμετοχή των μικροεπενδυτών στο τελευταίο στάδιο της κερδοσκοπικής μανίας όσο και από τη συμμετοχή των ξένων

επενδυτών στις αμερικανικές αγορές μετοχών στο δεύτερο μισό της τελευταίας δεκαετίας του 20^{ου} αιώνα. Η συμμετοχή των ξένων επενδυτών έγινε και άμεσα και έμμεσα. Άμεσα με απευθείας αγοραπωλησίες τίτλων στα αμερικανικά χρηματιστήρια και έμμεσα με εξαγορές και συγχωνεύσεις ξένων εταιριών με αμερικανικές. Η πρόσθετη ρευστότητα που απέκτησε το σύστημα ενδεχομένως άρχισε να “στεγνώνει” με την απουσία των “μικρών” επενδυτών που αντίκρισαν τα χαρτοφυλάκιά τους να γκρεμίζονται και με την σταδιακή αποχώρηση των ξένων επενδυτών. Καλύτερος (γενικός) δείκτης ρευστότητας είναι το ίδιο το δολάριο. Η πτώση του νομίσματος καθιστά τα ξένα χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων να εμφανίζουν περαιτέρω απώλειες με αποτέλεσμα να αναγκάζουν φοβισμένους ξένους επενδυτές να αποσύρουν τα κεφάλαια τους από τις Η.Π.Α..

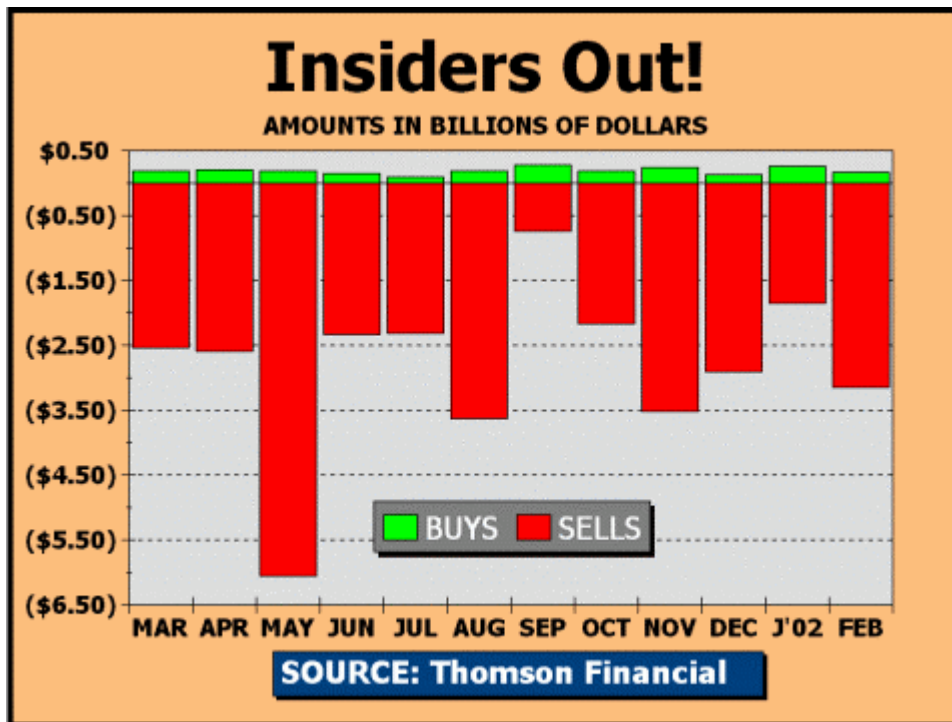
Η μείωση της ρευστότητας είναι αρνητικός παράγοντας με συνέπειες οι οποίες μπορεί να είναι κάτι παραπάνω από άμεσες. Η αύξηση της ρευστότητας γίνεται συνήθως με ένα και μόνο τρόπο: πωλήσεις τίτλων.

Είδαμε λοιπόν ότι ο μύθος της σχέσης όγκου συναλλαγών και τιμών ισχύει αλλά ίσως μόνο κατά τη διάρκεια ενός Bull Market. Σε ένα Bear Market τα συμπεράσματα είναι τελείως διαφορετικά. Συνάμα δεν είναι και πολύ ευχάριστα για όλους όσους ελπίζουν σε ένα νέο 1999. Η ιστορία έχει δείξει και αποδείξει ότι μετά από μία επενδυτική “μανία”, οι τιμές των μετοχών επανέρχονται σε επίπεδα χαμηλότερα από εκείνα πριν την έναρξη της “μανίας.” Αυτό συμβαίνει ανεξαρτήτου αγοράς ή και χώρας.

Τίποτα μέχρι τώρα δε φαίνεται να αλλάζει την προδιαγεγραμμένη πορεία του Bear Market. Η πτωτική τάση είναι η κύρια τάση των αγορών επί 2 και πλέον χρόνια, χωρίς σημαντικές ενδείξεις αντιστροφής. Το σημαντικότερο όμως μήνυμα που πρέπει να αντιληφθεί κανείς, είναι η εκπληκτική προσήλωση εκατομμυρίων επενδυτών στην ελπίδα και σε ένα όνειρο που φαντάζει πια απατηλό. Όσο οι επενδυτές συνεχίζουν να μην εγκαταλείπουν το “πλοίο” αλλά ελπίζουν με κάθε δυνατό τρόπο εν μέσω απογοητευτικών δεδομένων σε δεκάδες μέτωπα, το Bear Market θα συνεχίζει να τους ταλαιπωρεί και να “ροκανίζει” την αξία των χαρτοφυλακίων τους.

Λίγο πριν από το τέλος της παρούσας ανάλυσης, θα ήθελα να παραθέσω ένα ακόμα εκπληκτικό στοιχείο και σήμα κατατεθέν του παρόντος Bear Market. Στο **ΓΡΑΦΗΜΑ 3** παρατίθενται σε δολαριακή αξία, οι αγορές και πωλήσεις μετοχές από **Insiders** (Διευθύνοντες Συμβούλους, Στελέχη Επιχειρήσεων, κλπ.) για το σύνολο της αμερικανικής χρηματιστηριακής αγοράς. Εδώ φαίνεται ότι οι Insiders πωλούν και δεν αγοράζουν.

ΓΡΑΦΗΜΑ 3: ΤΟ “ΞΕΠΟΥΛΗΜΑ” ΤΩΝ INSIDERS



ΠΗΓΗ: HD BROUS & CO, Inc. Courtesy of Thomson Financial

Η πικρή πραγματικότητα ότι οι Insiders δεν έχουν πίστη στις ίδιες τις μετοχές τους και πωλούν χωρίς διακοπή δεν είναι καθόλου ενθαρρυντική για την τελική έκβαση των τιμών. Όμως η ιστορία επαναλαμβάνεται με τον ίδιο απaráμιλλο και “πικρό” τρόπο. Έτσι απλά όπως και στο τελευταίο Bear Market.

Είναι δυνατό να τελειώνει ένας κύκλος πτωτικής αγοράς και εκείνοι που γνωρίζουν πραγματικά την αξία μιας εταιρίας (και άρα των μετοχών της) να μην την πλησιάζουν; Από την άλλη πλευρά πώς γίνεται εκείνοι οι οποίοι δραστηριοποιούνται επί δεκαετίες στο χώρο (Θεσμικοί Επενδυτές) να ξεφορτώνονται μετοχές (Distribution) σε κάθε ράλι της αγοράς;

Ίσως λοιπόν γνωρίζουν κάτι παραπάνω από τους υπόλοιπους.

Σπυρίδων Ε. Βασιλείου

MBA Finance

info@iraj.gr

Ιούνιος 2002