

IRAJ on VOLUME

Σπυρίδων Ε. Βασιλείου
info@iraj.gr

Τετάρτη 18 Σεπτεμβρίου 2002

Όγκος Συναλλαγών, “Selling Climaxes” και Wall Street

Ενδεικτικές Διαφορές Μεταξύ “Bull Market” και “Bear Market”

Σε πρόσφατη μελέτη μου στο IRAJ¹ είχα εν συντομία προσπαθήσει με τη βοήθεια μερικών γραφημάτων να παραθέσω το “τέλος” μιας σχέσης, κατά άλλους θεωρίας, αναφορικά με τον όγκο συναλλαγών. Η εδώ και πολλά χρόνια άποψη ότι ο όγκος συναλλαγών είναι θετικά συσχετισμένος με την επέλαση των τιμών των μετοχών σε όλο και υψηλότερα επίπεδα αρχίζει να “σκοντάφτει” σοβαρά. Το ΓΡΑΦΗΜΑ 1 (Ημερήσιος Όγκος Συναλλαγών στο NYSE και ο Dow Jones) της τότε ανάλυσης έδειχνε με περισσή καθαρότητα ότι εδώ και 3 περίπου χρόνια, ενώ ο όγκος συναλλαγών συνεχίζει να κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα, οι τιμές υποχωρούν. Γιατί λοιπόν ο αυξημένος όγκος συναλλαγών δεν μπορεί να ωθήσει τις τιμές; Η απάντηση παρουσιάστηκε στην τότε ανάλυση και την επαναλαμβάνω για μία ακόμη φορά: **Distribution (Διανομή)**². Το έξυπνο χρήμα ξεφορτώνεται αθόρυβα τις τοποθετήσεις του σε μετοχές αρκετά νωρίτερα από οποιονδήποτε ανυποψίαστο μακροχρόνιο μικροεπενδυτή. Όπως είναι φυσικό οι επαγγελματίες του χώρου είναι αυτοί που “ελέγχουν” το σημαντικότερο κομμάτι του όγκου συναλλαγών.

Η τότε ανάλυση εμφανίστηκε στις αρχές Ιουνίου 2002 και στις **σελίδες 3 και 4** σημειώνα:

«Ας μην ξεχνάμε επίσης ότι ένα σημαντικό κομμάτι 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 Καλύτερος (γενικός) δείκτης είναι το ίδιο το δολάριο. Η πτώση του νομίσματος καθιστά τα ξένα χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων να εμφανίζουν περαιτέρω απώλειες με αποτέλεσμα να αναγκάζουν ξένους επενδυτές να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους από τις Η.Π.Α..»

¹ Μελέτη IRAJ New York Stock Exchange (NYSE) “**Τιμές και Όγκος Συναλλαγών: Ένας Μύθος Υπό Αμφισβήτηση**”

² Η Διανομή (Distribution) είναι το αντίστροφο της Συσσώρευσης (Accumulation). Η διανομή είναι με απλά λόγια το “ξεφόρτωμα” μετοχών από τα “ισχυρά” χέρια στα “αδύναμα” χέρια. Ισχυρά χέρια, και αυθεντίες του Distribution, είναι φυσικά οι Θεσμικοί Επενδυτές (Αμοιβαία Κεφαλαία, Pension Funds) που πωλούν τις μετοχές τους καιρό πριν η πλειοψηφία αντιληφθεί τη μεταστροφή της τάσης. Είναι εκείνοι επίσης που προσφέρουν ρευστότητα (δηλαδή είναι πρόθυμοι να αγοράσουν μετοχές) στους μικρότερους επενδυτές όταν αυτοί θέλουν να ρευστοποιήσουν “όσο-όσο” και να αποχωρήσουν από την αγορά μετοχών.

*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 του όγκου συναλλαγών και τιμών ισχύει αλλά ίσως μόνο κατά τη διάρκεια ενός Bull Market.

Τίποτα μέχρι τώρα δε φαίνεται να αλλάζει την προδιαγεγραμμένη πορεία του Bear Market. Η πρωτική τάση είναι η κύρια τάση των αγορών επί 2 και πλέον χρόνια, χωρίς σημαντικές ενδείξεις αντιστροφής.....»

Όλα τα παραπάνω ειπώθηκαν στις αρχές Ιουνίου. Δε χρειάζεται να επαναλάβω αυτό το οποίο συνέβη από τότε. Όμως το σενάριο της τότε ανάλυσης εκπληρώθηκε στο έπακρο και μάλιστα με εκπληκτική ακρίβεια ως προς την πτώση του δολαρίου, των αγορών μετοχών αλλά και της αύξησης της ρευστότητας (μέσω πωλήσεων φυσικά).

Καθώς γράφονταν οι παραπάνω γραμμές οι αγορές εισέρχονταν στην “αργή” περίοδο του καλοκαιριού, η οποία σύμφωνα με τη θεωρία και πάλι, χαρακτηρίζεται από χαμηλό όγκο συναλλαγών. Σύμφωνα με τη θεωρία, οι σοβαροί επενδυτές / traders κάνουν τις τοποθετήσεις τους κυρίως την περίοδο μετά το Νοέμβριο και αποχωρούν μόλις τελειώσουν οι ανακοινώσεις αποτελεσμάτων του 1^{ου} τριμήνου, το Μάιο.

Το φετινό καλοκαίρι, και ιδιαίτερα το δίμηνο Ιουνίου-Ιουλίου, έμελλε να είναι διαφορετικό από τα προηγούμενα. Ο όγκος συναλλαγών σημείωσε αύξηση καθώς οι τιμές υποχωρούσαν σε όλο και χαμηλότερα επίπεδα. Ένδειξη δηλαδή για περαιτέρω Distribution. Αυτό που μου έκανε προσωπικά εντύπωση είναι η εμμονή των επενδυτών, αλλά και των αναλυτών κατ’ επέκταση, να τονίζουν ότι ο όγκος συναλλαγών στην πτώση (με εξαίρεση το κρίσιμο πενθήμερο του βραχυπρόθεσμου χαμηλού της 23^{ης} Ιουλίου) δεν ήταν μεγάλος.

Θα διαφωνήσω και θα πω για μία ακόμη φορά ότι **είναι λάθος οι επενδυτές να προσεγγίζουν το παρόν Bear Market εφαρμόζοντας τους κανόνες του περασμένου Bull Market**. Δυστυχώς για τους πολύ αισιόδοξους, αφού ο όγκος συναλλαγών μας δίνει πολύ διαφορετικά μηνύματα. Στην πτώση του διαστήματος Μαρτίου-Ιουλίου, ο όγκος συναλλαγών δεν ήταν σε καμία περίπτωση αυτός που θα έδειχνε πανικό από μέρους των επενδυτών. Αυξήθηκε σημαντικά αλλά δεν έφτασε στα όρια του πανικού πωλήσεων.

Όμως τι θεωρούμε πανικό πωλήσεων; Το συνολικό όγκο; Τον πολύ μεγάλο αριθμό μετοχών σε νέα χαμηλά 52 εβδομάδων; Η παροδοσιακή ανάλυση χρησιμοποιεί τα παραπάνω και μερικά άλλα παρόμοιας φύσης δεδομένα. Στην παρούσα ανάλυση θα ακολουθήσω έναν άλλο δρόμο, διαφορετικό (ως συνήθως) από την παράδοση.

Σύμφωνα με την εταιρία τεχνικής ανάλυσης **Lowry’s** (www.lowrysreports)³ ο ορισμός του **Selling Climax** (ας το μεταφράσουμε ως πανικό πωλήσεων) είναι λίγο διαφορετικός.

³ Στο Website της εταιρίας **Lowry’s** θα βρείτε ένα **Sample Report** σε μορφή **Adobe Acrobat (PDF)** που αναλύει με μεγάλη λεπτομέρεια την έννοια του **Selling Climax** κατά τον προηγούμενο ορισμό. Η εταιρία Lowry’s εκδίδει δείκτες ανάλυσης με βάση τον όγκο συναλλαγών (ανοδικό και καθοδικό) ανελλιπώς από το 1938.

Κατά τη Lowry's, το Selling Climax παίρνει τη μορφή της λεγόμενης **90% Καθοδικής Ημέρας**. Μία ημέρα θεωρείται 90% Καθοδική όταν ο όγκος των καθοδικών μετοχών (Down Volume) είναι το 90% του αθροίσματος των ανοδικών και καθοδικών μετοχών (Up + Down Volume) και οι Αρνητικοί Πόντοι είναι το 90% του αθροίσματος των Θετικών και Αρνητικών Πόντων⁴. Η μέθοδος αυτή, που αποτελεί σήμα κατατεθέν της έρευνας της εταιρίας Lowry's δίνει ένα διαφορετικό ορισμό στην έννοια του Selling Climax. Μέχρι σήμερα οι περισσότεροι αναλυτές, τεχνικοί και μη, συσχέτιζαν την έννοια του Selling Climax με μεγέθη **δραστηριότητας (Activity)** όπως αυτά του συνολικού όγκου συναλλαγών, του αριθμού των καθοδικών μετοχών, κτλ. Σύμφωνα με την εταιρία Lowry's αυτό που έχει μεγαλύτερη σημασία είναι η **ένταση (Intensity)** των πωλήσεων, καθώς το Selling Climax δεν είναι τίποτε άλλο από μία περίοδος συμπεριφοράς πανικού (πωλήσεων) από μέρους των επενδυτών.

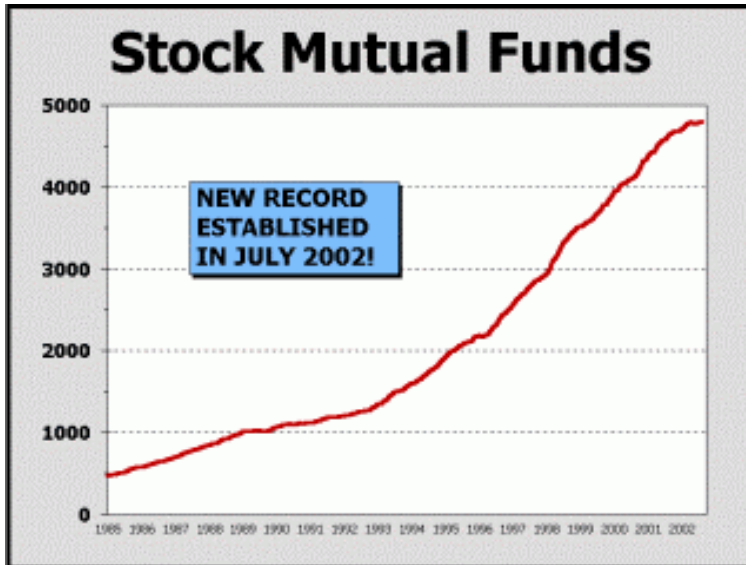
Μία 90% Καθοδική Ημέρα παρατηρήθηκε στις 3/9/02, η πρώτη μετά τον Απρίλιο του 2001. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περυσινές πτώσεις πριν και αμέσως μετά την 11^η Σεπτεμβρίου δεν αξιολογήθηκαν ως ημέρες 90% Καθοδικές. Σύμφωνα με τα στοιχεία του ερευνητικού τμήματος της Lowry's 90% Καθοδικές Ημέρες δεν συμβαίνουν μόνο κοντά στον τελικό πυθμένα μιας πτώσης της αγοράς. Συμβαίνουν σε διάφορα σημεία κατά τη διάρκεια μιας πτωτικής τάσης, ενώ μία σειρά (3-5) από 90% Καθοδικές ημέρες συμβαίνουν κοντά στον τελικό πυθμένα. **Η ιστορία έχει δείξει ότι ποτέ δεν βιώσαμε σημαντικό μεσο-μακροπρόθεσμο πυθμένα χωρίς να έχουν συμβεί αρκετές τέτοιες ημέρες. Ο μέσος όρος μιλάει για περίπου 5 τέτοια συμβάντα πριν κάποιον σημαντικό πυθμένα. Όμως το 1974, που αποτέλεσε μία από τις χειρότερες χρονιές για την αμερικανική αγορά μετοχών μετά το 1941-42, είχαμε 9 περιστατικά 90% Καθοδικών Ημερών πριν το μεσοπρόθεσμο πυθμένα.** Η επιβεβαίωση δίνεται με το ακριβές αντίστροφο σήμα, δηλαδή την **90% Ανοδική Ημέρα**, κατά την οποία ο όγκος συναλλαγών των ανοδικών μετοχών είναι το 90% του αθροίσματος ανοδικών και καθοδικών. Διαβάστε περισσότερες λεπτομέρειες στο Report της εταιρίας Lowry's με τίτλο Redefining The Selling-Climax.

Όπως προανέφερα οι κανόνες του Bull Market είναι διαφορετικοί από αυτούς του Bear Market για μία σειρά μεταβλητές στον κόσμο των επενδύσεων. Ο όγκος συναλλαγών είναι με βεβαιότητα μία από αυτές. Είναι στους περισσότερους επενδυτές γνωστό (και εμφανές από το ΓΡΑΦΗΜΑ 1 της μελέτης του Ιουνίου) ότι η αύξηση του όγκου συναλλαγών είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών καθόλη τη διάρκεια του τελευταίου Bull Market (1982-2000). Σε κάθε διόρθωση της τότε ανοδικής τάσης οι αναλυτές ήθελαν να βλέπουν πτώσεις με χαμηλότερο όγκο συναλλαγών και στη συνέχεια αυξημένο όγκο στο επόμενο ανοδικό κύμα. Ο ενθουσιασμός των επενδυτών συνεχίστηκε με αμείωτο ρυθμό μέχρι πρόσφατα (και όχι μέχρι τις αρχές του 2000, όπως πιστοποιούν τα ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ 1 και 2).

⁴ Οι Αρνητικοί Πόντοι είναι το άθροισμα όλων των αρνητικών μεταβολών σε δολάρια των μετοχών που υποχωρούν. Θετικοί Πόντοι είναι το άθροισμα των θετικών μεταβολών σε δολάρια των μετοχών που βελτιώνονται. Για παράδειγμα, σε ένα υποθετικό χαρτοφυλάκιο τεσσάρων μετοχών με τη μετοχή 1 (\$ -2,90), τη μετοχή 2 (\$ -0,50), τη μετοχή 3 (\$ -2,20) και τη μετοχή 4 (\$ +0,50), το άθροισμα των θετικών πόντων είναι (\$ +0,50), ενώ το άθροισμα των αρνητικών (\$ -5,60). Άρα, το άθροισμα και των δύο είναι 6,10 πόντοι, ενώ ο λόγος αρνητικών πόντων προς το άθροισμα αρνητικών + θετικών πόντων είναι 5,60/ (5,60 + 0,50) = 91,80%.

Ο απλός παρατηρητής θα περίμενε ότι μετά την πρώτη μεγάλη πτώση το 2000 θα είχαμε κάποιου είδους συρρίκνωση του όγκου των συναλλαγών, καθώς η αποχώρηση των επενδυτών θα σήμαινε ταυτόχρονη απόσυρση κεφαλαίων και από τα αμοιβαία κεφάλαια. Αυτό βέβαια θα σήμαινε και περαιτέρω μείωση του αριθμού των αμοιβαίων κεφαλαίων, ή τουλάχιστον όχι αύξησή τους. Μια ματιά στο ΓΡΑΦΗΜΑ 1 μας διαψεύδει πικρά. Ο αριθμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α/Κ) σημείωσε ρεκόρ όλων των εποχών μόλις τον περασμένο Ιούλιο τη στιγμή ακριβώς που οι αγορές έσπαζαν το ένα σημείο στήριξης μετά το άλλο.

ΓΡΑΦΗΜΑ 1: Ο Αριθμός των Α/Κ Σημείωσε Ρεκόρ τον Ιούλιο του 2002



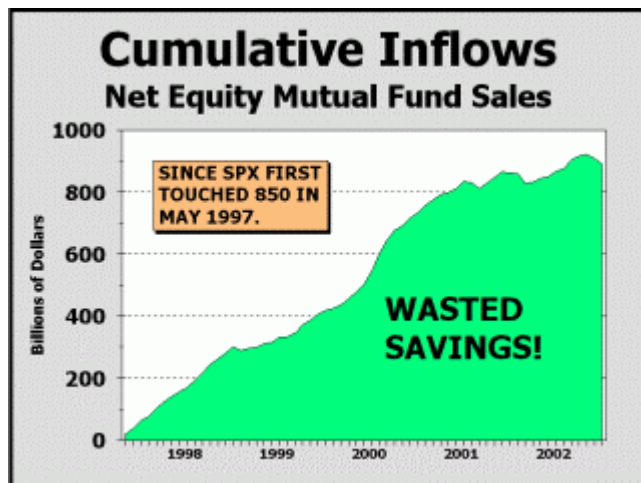
ΠΗΓΗ: Courtesy of HD Brous & Co, Inc.

Οι Αμερικανοί επενδυτές αντιμετώπιζαν με το χειρότερο Bear Market μετά το Depression του 1929-32, συνέχισαν να τοποθετούν κεφάλαια σε μία καθοδική αγορά καταστρέφοντας σημαντικό ποσοστό των αποταμιεύσεών τους. Το ΓΡΑΦΗΜΑ 2 (επόμενη σελίδα) δείχνει τις εισροές σε δισ. δολάρια από το 1997, όταν ο δείκτης Standard & Poor's 500 (S&P 500) ήταν στα επίπεδα των 850 μονάδων, δηλαδή πολύ κοντά στο σημείο που βρίσκεται τη στιγμή αυτή (περίπου 870). Είναι εμφανές ότι μόλις τους τελευταίους μήνες παρατηρούμε το ξεκίνημα μιας διόρθωσης στην ανοδική τάση των εισροών.

Οι επενδυτές αγόραζαν μερίδια Α/Κ και βέβαια τα Α/Κ τα τοποθετούσαν στην αγορά την ρευστότητα αυτή χωρίς καθυστέρηση και δισταγμό. Άμεσα. Αλλά γιατί να υπάρχει πρόβλημα με το γεγονός αυτό; Πολύ απλά θα έλεγε κανείς ότι εφόσον αυτή είναι η δουλειά των Α/Κ, καλώς αυτό έπραξαν. Το πρόβλημα βρίσκεται στο γεγονός το οποίο σχετίζεται με τη γενικότερη ρευστότητα. Επανελάβα κάτι στην αρχή της ανάλυσης (και που το είχα ξαναγράψει στην ανάλυση του Ιουνίου) σχετικά με την αύξηση της ρευστότητας σε περιόδους αβεβαιότητας. Όταν απαιτείται αύξηση (ρευστότητας) συνεπάγεται αυτομάτως ότι οι επενδυτές πωλούν τίτλους για να την αποκτήσουν. Το ΓΡΑΦΗΜΑ 3 αποδεικνύει ένα ακόμα παράδοξο, που κατά την άποψή μου, αποτελεί σύγκρουση των κανόνων “παιχνιδιού” στο παρόν Bear Market. Μετά την κορυφή των τιμών

στις αρχές του 2000, οι σημαντικές πωλήσεις από τα Α/Κ είχαν σαν αποτέλεσμα την αύξηση του ποσοστού των ρευστών στα επίπεδα του 6%, δηλαδή πολύ κοντά σε αυτά του 1997 (Νομισματική Κρίση στην Ασία) και του 1998 (Κρίση στη Ρωσία). Από τις αρχές όμως του 2001 και στο εξής, τα Α/Κ επανήλθαν στην αγορά “χωρίς ανάσα.” Μέχρι και πριν από μερικές εβδομάδες παρατηρούνταν συνεχής πτώση των ρευστών.

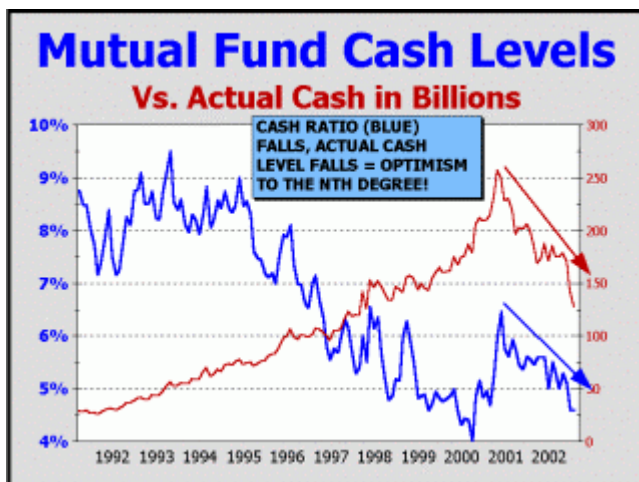
ΓΡΑΦΗΜΑ 2: Σωρευτικές Εισροές στα Α/Κ (σε δις. δολάρια)



ΠΗΓΗ: Courtesy of HD Brous & Co, Inc.

Αν τα Α/Κ έχουν “στεγνώσει” από ρευστά, τότε που θα βρεθεί η απαραίτητη ρευστότητα για αγορές μετοχών και άρα αύξηση του όγκου συναλλαγών και τιμών; Η πεποίθησή μου είναι ότι η ρευστότητα θα βρεθεί μέσα από πωλήσεις οδηγώντας τις τιμές ακόμη χαμηλότερα τις προηγούμενες εβδομάδες. Τα Α/Κ φαίνεται ότι πίστεψαν τουλάχιστον κατά τη διάρκεια του 2001 στο παλαιό ρητό της Wall Street ότι δεν είναι καλό να πηγαίνουν οι επενδυτές ενάντια στη FED (Do not Fight The FED) όταν αυτή μειώνει τα επιτόκια. Η θεωρία έλεγε ότι 6-12 μήνες μετά τις πρώτες μειώσεις επιτοκίων η οικονομία επανέρχεται και οι τιμές των μετοχών βελτιώνονται. Το πρόβλημα είναι ότι βρισκόμασταν σε ένα Bear Market και ότι η οικονομία παρουσίαζε άλλου είδους “αρρώστιες” που δεν γιαιτρεύονται από τα επιτόκια. **Τα Α/Κ απέτυχαν οικτρά !**

ΓΡΑΦΗΜΑ 3: Τα Επίπεδα Ρευστών στα Α/Κ (σε % και δισ. δολάρια)



ΠΗΓΗ: Courtesy of HD Brous & Co, Inc.

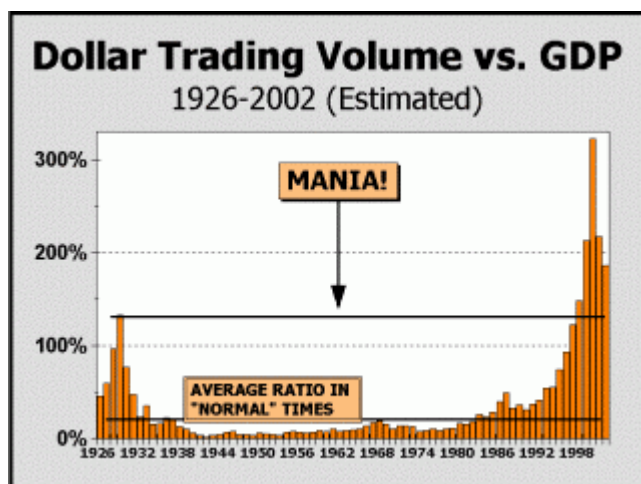
Όλα τα παραπάνω διατήρησαν τον όγκο συναλλαγών σε υψηλά επίπεδα αλλά οι επιδράσεις αποτελούν πια παρελθόν. Αν η ιστορία είναι οδηγός για το τι ενδεχομένως πρόκειται να συμβεί στη συνέχεια (με βάση το τι συνέβη στο παρελθόν) θα περιμέναμε μείωση του όγκου συναλλαγών, καθώς οδεύουμε “βαθύτερα” στο Secular Bear Market. Η καθοδική τάση ροκανίζει την επενδυτική ψυχολογία και μειώνει το ενδιαφέρον των εμπλεκομένων στην αγορά. Αν αυτό συνδυαστεί με τις σημαντικές απώλειες από μετοχές τότε το κίνητρο για συχνή συμμετοχή στην αγορά μειώνεται περαιτέρω. Κι εδώ είναι η στιγμή να θέσω έναν από τους “νέους” για τον όγκο συναλλαγών κανόνες σε ένα Bear Market. **Ο όγκος συναλλαγών μειώνεται και συνήθως βρίσκεται το δικό του πυθμένα σε χρονική στιγμή πολύ κοντά στον πυθμένα των τιμών.** Αυτό συνέβη σε κάθε πυθμένα των πιο πρόσφατων μακροχρόνιων Bear φάσεων (1948-49 και 1982).

Σύμφωνα με τον **Richard Russell** (www.dowtheoryletters.com) που εκδίδει το Newsletter **Dow Theory Letters** ανελλιπώς από το 1958, ο όγκος συναλλαγών θα καθορίσει και το τωρινό Bear Market⁵. Όμως πιστεύει ότι βρισκόμαστε πολύ μακριά από τον τελικό πυθμένα, που θα βρεθεί αρκετά χρόνια αργότερα και όταν το ενδιαφέρον των επενδυτών για μετοχές μειωθεί σημαντικά. Στο τελευταίο του Report αναφέρει ότι το Bear Market θα τελειώσει όταν ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών αγγίξει τα 100-200 εκατομμύρια μετοχές στο New York Stock Exchange (NYSE) από 1,2 δισ. μετοχές σήμερα. Θα τελειώσει όταν κανείς δεν κοιτάει, όταν κανείς δεν ενδιαφέρεται πια.

Το παρακάτω ΓΡΑΦΗΜΑ 4 απεικονίζει τον όγκο συναλλαγών ως ποσοστό του αμερικανικού Α.Ε.Π.. Εδώ νομίζω ότι τα λόγια είναι περιττά !

⁵ Το **Dow Theory Letters** του **Richard Russell** έχει την καλύτερη απόδοση από όλα τα **Investment Newsletters** (160 συνολικά) που παρακολουθεί και βαθμολογεί το **Hulbert Financial Digest** τα τελευταία 22 χρόνια.

ΓΡΑΦΗΜΑ 4: Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Α.Ε.Π. των Η.Π.Α.



ΠΗΓΗ: Courtesy of HD Brous & Co, Inc.

Ο δολαριακός όγκος συναλλαγών εκτοξεύθηκε σε δυσθεώρητα ύψη αγγίζοντας το 300% του αμερικανικού Α.Ε.Π. και χρωματίζοντας τη μανιώδη δίψα των επενδυτών για μετοχές. Αν και ο ιστορικός μέσος όρος δεν είναι το καλύτερο μέτρο σύγκρισης, αφού η διάδοση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και η επακόλουθη “πλήση εγκεφάλου” για τοποθετήσεις στην αγορά μετοχών με μακροχρόνιο ορίζοντα επηρέασε σημαντικά τον όγκο, το ξέσπασμα έγινε στην ουσία μετά το 1994-95. Η τεράστια αύξηση του όγκου σε όρους δολαρίου σε επίπεδα υψηλότερα από αυτά της μανίας του 1929 πιστοποιεί την επανάληψη της μανιώδους συμπεριφοράς των επενδυτών.

Το πλέον πιθανό είναι ότι καθώς ωριμάζει το παρόν Bear Market το ενδιαφέρον των επενδυτών θα μειώνεται σταθερά. Η χρηματιστηριακή μανία που διήρκησε 18 ολόκληρα χρόνια άφησε ανεξίτηλα τα σημάδια της πάνω στις τιμές (μέχρι τις αρχές του 2000) και τον όγκο συναλλαγών. Σε ένα Bear Market συμβαίνει κατά κόρον το αντίστροφο του Bull Market. Οι τιμές των μετοχών υποχωρούν συχνά με μικρό όγκο συναλλαγών. Πολλοί αναλυτές και επενδυτές δηλώνουν ικανοποιημένοι που οι τιμές υποχωρούν με μικρό όγκο συναλλαγών και προτείνουν είτε αύξηση θέσεων στις πτώσεις (Buy the Dip) είτε αναμονή. Όταν η πτώση ξεπεράσει τα συνηθισμένα επίπεδα εμφανίζεται μεγαλύτερος όγκος συναλλαγών που ωθεί τις τιμές ακόμη χαμηλότερα. Τις περισσότερες φορές είναι λίγο αργά. **Οι επενδυτές εγκλωβίζονται σε υψηλότερα επίπεδα και ΕΛΠΙΖΟΥΝ.**

Μετά από ένα ισχυρό κύμα πωλήσεων, για παράδειγμα σαν κι αυτό που είδαμε το Σεπτέμβριο του 2001 ή τον Ιούνιο-Ιούλιο 2002, οι απανταχού “αναλυτές” δηλώνουν ότι το χαμηλό που μόλις βιώσαμε είναι ΤΟ ΧΑΜΗΛΟ και προτείνουν αύξηση θέσεων σε μετοχές. Ο όγκος συναλλαγών αυξάνεται τόσο από τις αγορές των **Bargain Hunters** όσο και από το **Short Covering**. Εφόσον όμως βρισκόμαστε σε καθοδική φάση και πιθανότατα το ράλι θα σταματήσει χαμηλότερα από την κορυφή του προηγούμενου, οι επενδυτές δεν έχουν ποτέ την ευκαιρία να “ισοσταθμίσουν” τις απώλειές τους. Ο αυξημένος όγκος συναλλαγών κατά τη διάρκεια ενός τέτοιου Bear Rally ξεγελά πολλούς ειδικούς που

πιστεύουν ότι η ανάκαμψη των τιμών είναι πραγματικότητα, και με αυτό τον τρόπο εγκλωβίζει περισσότερους επενδυτές. Ο κύκλος επαναλαμβάνεται για μία ακόμη φορά. Όταν ξεπλυθεί η αγορά από τους πωλητές και οι τιμές είναι ελκυστικές για τους αγοραστές τότε μόνον η άνοδος έχει κάποια διάρκεια. Ο όγκος συναλλαγών επιστρέφει στον επόμενο ανοδικό κύκλο.

Ένας τελευταίος λόγος της μείωσης του όγκου συναλλαγών έχει ενδεχομένως να κάνει με τη διστακτικότητα πολλών θεσμικών επενδυτών να επαν-εισέλθουν στην αγορά (αυτό βέβαια υποθέτει ότι είναι στο περιθώριο). Κατά πόσο είναι στο περιθώριο όταν τα ποσοστά ρευστών είναι τόσο χαμηλά; Το επιχείρημα λέει ότι κεφάλαια θα επιστρέψουν στις μετοχές από την αγορά ομολόγων και από τα A/K Διαθεσίμων. Ίσως. Όμως είναι στατιστικά αποδεδειγμένο (τουλάχιστον για τις Η.Π.Α.) ότι οι επενδυτές που έχουν “καεί” από τις μετοχές δεν επανέρχονται στην αγορά για αρκετά χρόνια. Έτσι, οι εισροές από τους κατ’εξοχήν «αιμοδότες» των A/K δεν φαίνεται να αποτελούν θετικό παράγοντα για τον όγκο συναλλαγών και τις τιμές.

Σε ποιο σημείο βρισκόμαστε τη στιγμή αυτή στις αγορές μετοχών των Η.Π. Α.; Πιστεύω ότι βρισκόμαστε ένα βήμα πιο κοντά **στο τέλος της πρώτης φάσης** του μακροχρόνιου Bear Market (ίσως τις επόμενες εβδομάδες ή την άνοιξη του 2003). Θα δούμε την πτώση καρέ-καρέ και θα δούμε που θα σταματήσει. Το όποιο ράλι, διαφαίνεται ότι θα ξεκινήσει από αρκετά χαμηλότερα επίπεδα.

Επανάληψη από την ανάλυση REVISITING THE PAST για το Σεπτέμβριο

*«Αυτό που ίσως ξεχωρίζει το φετινό Σεπτέμβριο από όλους τους προηγούμενους των τελευταίων χρόνων είναι ότι βρισκόμαστε εν μέσω ενός μακροχρόνιου (κατά την αποψη μου) Bear Market. Αυτή η ιδιαιτερότητα κάνει τις όποιες εκτιμήσεις μας να διαφέρουν τόσο ως προς την κατεύθυνση όσο και ως προς την ένταση της τάσης (που παραμένει ερμητικά καθοδική). Σε πρόσφατο Update του IRAJ (μελέτη του κου Μπούσιου στις 21/8/02) έγινε λόγος για την **Ανοδική Σφήνα (Rising Wedge)** στο δείκτη S&P 500 και το μακροχρόνιο **Trendline** στο δείκτη DJIA.*

*Εφόσον ο Αύγουστος υπήρξε ήπιος αναμένουμε λοιπόν το Σεπτέμβριο να είναι μήνας με μεγάλες διακυμάνσεις και με πτωτικές διαθέσεις. Εξάλλου η “σφήνα” που μνημονεύθηκε στο άρθρο του κου Μπούσιου είναι Bearish από κάθε άποψη. Για τους λάτρεις της τεχνικής ανάλυσης ο σχηματισμός αυτός αναφέρεται ως πολύ απαισιόδοξος και ως χαρακτηριστικό παράδειγμα Bear Market Rally στο βιβλίο “βίβλο” **Technical Analysis of Stock Trends** από τους **Robert D. Edwards και John Magee**, 7th Edition 2nd Printing, 1998, CRC Pres LLC. (1st Edition 1948).*

*Εξάλλου στο Bear Market Update στις 15 Ιουλίου έγραφα ότι στην καλύτερη των περιπτώσεων το ράλι από τα χαμηλά του Ιουνίου-Ιουλίου θα ήταν διορθωτικό και Bear Rally. Αυτό σημαίνει ότι η αγορά θα κάνει Re-test τα χαμηλά του Ιουλίου και πολύ πιθανότατα θα τα σπάσει. Αυτό όμως θα το αναμέναμε στο δίμηνο Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου. Όσοι διάβασαν τις μελέτες μου στο IRAJ από τις αρχές του 2002 θα θυμούνται ότι περιμένω με βάση πολλούς κύκλους, ένα σημαντικό χαμηλό το φετινό φθινόπωρο. Αν η “αρκούδα” επιδείξει πρόσθετο πείσμα τότε ίσως να δούμε **ΤΗΝ ΠΡΩΤΗ ΦΑΣΗ** αυτού του μακροχρόνιου Bear Market να τελειώνει την άνοιξη*

του 2003. Προς το παρόν συνεχίζω να υπογράφω τις προβλέψεις που έκανα στις αρχές του 2002 καθώς αποτελέσαν καλό οδηγό για αποφυγή απωλειών ή / και κερδοφόρες συμβουλές.

Σημαντικές ημέρες είναι η 6^η και η 9^η του μήνα για πιθανό υψηλό αν υπάρξει Counter-Trend Rally ή χαμηλό αν συνεχίσει το Sell Off που ξεκίνησε την προηγούμενη εβδομάδα. Αν η τάση είναι πια και πάλι καθοδική, κανένα από τα Counter-Trend Rallies δεν θα πρέπει να διαρκέσει πάνω από 3-4 ημέρες.

Καλό Σεπτέμβρη λοιπόν που από ότι φαίνεται θα είναι ένας από τους προηγούμενους (δηλαδή και πάλι άστατος και πιθανότατα αρνητικός).»

Το χαμηλό ήρθε μόλις ώρες πριν την 6^η Σεπτεμβρίου (869 στον S&P 500), ενώ κανένα Counter-Trend Rally δεν ξεπέρασε τις 4 ημέρες σε διάρκεια. Η πτώση ήρθε φυσιολογικά όπως αναμενόταν. Έτσι, λόγω “βαρύτητας.” Οι τιμές των μετοχών παραμένουν ιστορικά αρκετά υπερτιμημένες. Η πτώση του Ιουλίου δεν ήταν αρκετή να φέρει τις τιμές σε επίπεδα που να αποτελούν ευκαιρίες για μακροχρόνιες τοποθετήσεις. Απαιτείται πρόσθετη πτώση ώστε να είναι ελκυστικότερες. Επιπλέον, κανένα Bull Market δεν έχει ξεκινήσει από τέτοιες υψηλές αποτιμήσεις. **Γιατί να είναι διαφορετικά τη φορά αυτή ;**

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειρισματομένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερα δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.
