

Η Αποτυχία των Μακρο-Οικονομολόγων Να Προβλέπουν Κραχ και Υφέσεις¹

“History Does Not Repeat Itself ... But It Rhymes” – Mark Twain

Μπορεί η ιστορία να μην επαναλαμβάνεται με τον ίδιο και απaráμιλλο τρόπο, αλλά πολύ συχνά τα οικονομικά γεγονότα λαμβάνουν μορφή που θυμίζει κάτι από το παρελθόν. Διαβάζοντας λίγο από οικονομική ιστορία και γυρίζοντας πίσω αρκετές δεκαετίες εύκολα κάποιος μελετητής καταλήγει σε μερικά κοινώς αποδεκτά συμπεράσματα αναφορικά με τα παρακάτω οικονομικά φαινόμενα: 1) **Τους οικονομικούς κύκλους**, δηλαδή ολόκληρη τη διαδρομή από το οικονομικό ναδίρ στην άνθηση και από την κρίση στην κάθοδο. 2) **Τις χρηματιστηριακές κρίσεις** (διεθνείς και εγχώριες) και τις συνέπειές τους στην πραγματική οικονομία. 3) **Το ρόλο των επιτοκίων** στην οικονομία. 4) **Το ρόλο των κυβερνήσεων** στις δύσκολες αυτές οικονομικές συγκυρίες, και 5) **Την ψυχολογία των επενδυτών** εν μέσω οικονομικής ευφορίας, χρηματιστηριακής μανίας και επεκτατικής πιστωτικής πολιτικής.

Τα παραπάνω φαινόμενα αποτελούν νομοτελειακά το αντικείμενο συζήτησης κάθε φορά που η διεθνής οικονομία περιέρχεται σε φάση οικονομικού κορεσμού, ύφεσης, υπερχρέωσης νοικοκυριών / επιχειρήσεων / κρατών, αλλά και αδιεξόδων οικονομικής πολιτικής. Αυτό που προκαλεί ιδιαίτερη εντύπωση είναι το γεγονός ότι ενώ είμαστε γνώστες του προηγούμενου κύκλου με τα ίδια περίπου φαινόμενα, αντιδρούμε πιστά με τον (σχεδόν ίδιο πάντα) λανθασμένο τρόπο. Γιατί άραγε; Αν και δε νομίζω ότι υπάρχει απλή απάντηση στο ερώτημα, εντούτοις πιστεύω ότι όλα πηγάζουν από την ίδια την ανθρώπινη φύση που συνεπάγεται συγκεκριμένη επενδυτική ψυχολογία και αντίδραση σε παρόμοια ερωτήματα και οικονομικά προβλήματα². Οι επενδυτές, παρά την αντίθετη και την κοινώς αποδεκτή άποψη ότι με την πάροδο των χρόνων αλλάζει ο τρόπος αποτίμησης πολλών μορφών επενδύσεων, συνεχίζουν για πολλές δεκαετίες να αποτιμούν τις μετοχές και τα ομόλογα (αλλά και άλλες μορφές επενδύσεων) με τον ίδιο σχεδόν τρόπο³.

¹ Αποσπάσματα του κειμένου αποτελούν μετάφραση ισπανικού κειμένου ενός οικονομολόγου από την Χιλή ονόματι **Hernan Cortes**. Έχω προσωπική επαφή με το εν λόγω οικονομολόγο (μέσω internet forum) και απέσπασα την άδεια χρήσης μέρους του κειμένου.

² Η θέση μου για την επενδυτική ψυχολογία και τα **Κύματα Elliott** είναι λίγο πολύ γνωστή από παλαιότερες τοποθετήσεις στην ιστοσελίδα του IRAJ. Όμως αυτό που δεν έχω αναφέρει σχεδόν καθόλου σε προηγούμενα κείμενα είναι η εμπλοκή των εκάστοτε κυβερνήσεων στη διαμόρφωση πολιτικών. Για παράδειγμα, το ρόλο της αμερικανικής κυβέρνησης σε συνδυασμό με τη FED (Κεντρική Τράπεζα των Η.Π.Α.) για την εκάστοτε νομισματική και πιστωτική πολιτική. Η ανεξάρτητη κατά τα άλλα FED αποδεικνύεται αρκετά “δέσμια” των εκάστοτε κυβερνήσεων από ιδρύσεώς της το 1913.

³ Από τη βάση δεδομένων του **Jeremy Siegel**, Καθηγητή Πανεπιστημίου στο **Wharton School of Business (University of Pennsylvania)** βρίσκουμε ότι οι πραγματικές αποδόσεις (αφού αφαιρεθεί ο πληθωρισμός) από μετοχές για τους τελευταίους δύο αιώνες είναι σχεδόν ίδιες. Μεταξύ 1801 και 1900, οι μετοχές απέδωσαν ετησίως **6,76%**, ενώ μεταξύ 1901 και 2000 το ποσοστό ήταν **6,45%**. Σχεδόν πανομοιότυπο !

Με την ίδια περίπου προσέγγιση και γυρίζοντας δεκαετίες πίσω, βρισκόμαστε μπροστά σε μία κατάσταση που φαίνεται να επαναλαμβάνεται κάθε φορά που οι οικονομίες αντιμετωπίζουν προβλήματα του βεληνεκού της τωρινής κρίσης. Οικονομολόγοι και αναλυτές αδυνατούν να προβλέπουν επερχόμενες υφέσεις και σοβαρές οικονομικές κρίσεις, ή τουλάχιστον αφελώς παραδέχονται ότι τη φορά αυτή **κάτι είναι διαφορετικό**. Η ίδια “αφέλεια” διακατέχει και τους επενδυτές, οι οποίοι ενώ γνωρίζουν τι ακριβώς συνέβη στο παρελθόν “διαπράττουν” τα ίδια επενδυτικά λάθη. Η πρόσφατη ευφορία στις Η.Π.Α. και την παγκόσμια οικονομία έφερε στο προσκήνιο την έννοια της **ΝΕΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**. Σε αυτήν τη νέα εποχή, ισχυρίστηκαν πολλοί, οι μέθοδοι προσέγγισης των αγορών θα έπρεπε να είναι διαφορετικές. Η επενδυτική ευφορία δύο περίπου δεκαετιών έκανε πολλούς ειδικούς της αγοράς να “ξεχάσουν” τα συμβάντα του παρελθόντος και να προβλέπουν σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης για ακόμα πολλά χρόνια στο μέλλον. Το αποτέλεσμα ήταν υπερβολικά υψηλές αποτιμήσεις μετοχών παγκοσμίως και συναπτά έτη σημαντικών θετικών αποδόσεων για τους περισσότερους χρηματιστηριακούς δείκτες με αιχμή του δόρατος τις μετοχές τεχνολογίας και την αγορά της NASDAQ. Το χρηματιστηριακό “πάρτυ” όμως έδειχνε σημάδια κούρασης και παροξυσμού.

Αυτή η επενδυτική και χρηματιστηριακή ευφορία καταλήγει συνήθως σε μανία τρομακτικών διαστάσεων που υποβοηθάται συχνά από τη σημαντική ρευστότητα στην οικονομία. Η ρευστότητα βρίσκει εύκολα το δρόμο της προς την αγορά μετοχών και μάλιστα των πιο κερδοσκοπικών τίτλων. Εύλογα όμως γεννάται το ερώτημα του τι έπραξαν οι “φύλακες” του συστήματος και ειδικότερα η FED. Ο **Alan Greenspan** για πάρα πολλά χρόνια, και παρά την περίφημη φράση του για **Irrational Exuberance** και υπερτιμημένες μετοχές στις αρχές Δεκεμβρίου 1996, συνέχισε να “ρίχνει λάδι στη φωτιά” της αγοράς μετοχών μιλώντας για την αύξηση και το “θαύμα” της παραγωγικότητας. Σε πρόσφατο άρθρο του στους **New York Times** ο **Peter G. Gosselin** αναφέρει ότι παρά τις προσπάθειες του Greenspan να πειστούν οι πάντες για τα επιτεύγματα της παραγωγικότητας, οι αριθμοί (ποσοστά της παραγωγικότητας) ήταν σε απόλυτη αρμονία με το απώτερο περελθόν. Αρα, δεν βρισκόμασταν μπροστά σε κανένα καινούργιο κόσμο ούτε σε καμμία ΝΕΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ. Αρκετούς μήνες μετά το συμβάν του Δεκεμβρίου 1996 (που οδήγησε σε πρόσκαιρη διόρθωση και μόνο), και συγκεκριμένα το Μάιο του 1998, σε συνέντευξη με τον τότε διοικητή κάποιας περιφερειακής FED **Lawrence Lindsey**, ο Alan Greenspan παραδέχθηκε την παρουσία “πολλών ομοιοτήτων” μεταξύ των χρόνων πριν το κραχ του 1929 και της δεκαετίας του 1990. Στη συνέχεια δεν έκανε απολύτως τίποτε για να αποφευχθεί η πραγματοποίηση αυτού που συνέβη το 1929.

Ο Alan Greenspan θεωρήθηκε από πολλούς ο αδιαμφισβήτητος “υπεύθυνος” για το οικονομικό και τεχνολογικό θαύμα των Η.Π.Α. την προηγούμενη δεκαετία, καθώς και για τον τρόπο με τον οποίο χειρίστηκε την πιστωτική επέκταση και τα επιτόκια. Αν και το παρόν κείμενο δεν έχει σκοπό να αναφερθεί στον τρόπο χειρισμού των επιτοκίων από τη FED, αξίζει να τονίσω ότι σε αυτήν οφείλεται σε πολύ μεγάλο βαθμό η υπερχρέωση των αμερικανικών νοικοκυριών και επιχειρήσεων που θα αποτελέσει τροχοπέδη για την οικονομική ανάπτυξη στο άμεσο και απώτερο μέλλον. **Αν η FED, ο Alan Greenspan και οι υπόλοιποι διοικητές των περιφερειακών FED δεν ήταν σε θέση να γνωρίζουν καλύτερα από κάθε άλλον τα πραγματικά δεδομένα της αμερικανικής οικονομίας, τότε ποιός θα τα γνώριζε ώστε να κάνει σωστές προβλέψεις;**

Το φαινόμενο της αδυναμίας σωστών προβλέψεων για τις οικονομικές υφέσεις και τα χρηματιστηριακά κραχ δεν είναι κάτι καινούργιο. Τόσο στο τελευταίο μεγάλο κραχ του 1987 όσο

και σε αυτό του 1929, οι εμπλεκόμενοι οικονομολόγοι και οι χρηματιστηριακοί αναλυτές απέτυχαν παταγωδώς στο να προβλέψουν το παραμικρό. Δεν θα περίμενα βέβαια να γίνει πρόβλεψη από αναλυτές στο πού θα γίνει η κορυφή της αγοράς μετοχών ή από οικονομολόγους στο πότε θα κάνει κορυφή η οικονομική ανάπτυξη. Όμως θα περίμενα και τις δύο κατηγορίες ειδικών να είναι πιο συγκρατημένοι μετά από 18 χρόνια χρηματιστηριακής ευφορίας και 120 και πλέον τρίμηνα συνεχούς οικονομικής ανάπτυξης (στις Η.Π.Α.). Αυτή η “μέθη” οδήγησε δεκάδες οικονομολόγους να εναποθέσουν τεράστιες ελπίδες του οικονομικού μέλλοντος στους χειρισμούς της “αλάθητης” FED. **Η προσήλωσή τους στην πίστη ότι ο χειρισμός των επιτοκίων από τη FED θα αποτελέσει το αντίδοτο σε κάθε οικονομική διόρθωση ήταν και το σημαντικότερο σφάλμα τους.**

“Αυτή η οικονομική επέκταση θα συνεχιστεί για πάντα.” Όχι για δύο χρόνια, ή τρία, ή δέκα, αλλά για πάντα. Με αυτόν ακριβώς τον τρόπο περιέγραψε ένας καθηγητής οικονομικών του MIT (**Massachusetts Institute of Technology**) το όραμά του / άποψή του για την οικονομική ανάπτυξη στις Η.Π.Α. με άρθρο του στη γνωστή εφημερίδα **Wall Street Journal** στις 30 Ιουλίου 1998. Σήμερα η τότε τοποθέτησή του φαντάζει μάλλον ακραία. Απλά δεν συνέβη. Η οικονομική υπερβολή, αλλά και η υπερβολή βαρύγδουπων δηλώσεων προερχόταν από την αντίληψη ότι η “**ΝΕΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**” δεν άφηνε περιθώρια για υφέσεις. Ο παραπάνω καθηγητής, ονόματι **Rudi Dornbusch**, έγραφε ότι η αμερικανική οικονομία “δεν θα έβλεπε ύφεση για πολλά χρόνια ακόμα στο μέλλον.” Όμως γιατί άραγε; Γιατί σύμφωνα με τον Dornbusch, “δεν θέλουμε ύφεση, θέλουμε να διατηρήσουμε την παρούσα ανάπτυξη, **δεν θα έχουμε ύφεση.**” Και συνέχισε, “μόνο φυσικά αίτια και όχι η FED, μπορούν να φέρουν την οικονομία σε αδράνεια. Ευτυχώς έχουμε τους νομισματικούς και δημοσιονομικούς πόρους να εμποδίσουμε το όποιο ‘φρενάρισμα,’ και την ομάδα ανθρώπων που δεν θα διστάσει να χρησιμοποιήσει τα παραπάνω εργαλεία για να συνεχιστεί η οικονομική επέκταση.”

Κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1990, η ευφορία ήταν έκδηλη όχι μόνο στις Η.Π.Α. αλλά σχεδόν παντού. Είναι ασύλληπτο να φανταστεί κανείς άρθρο (Asia’s Bright Future) με χειρότερο Timing από αυτό των δύο καθηγητών του Πανεπιστημίου Χάρβαρντ (Harvard University) **Steven Radelet** και **Jeffrey Sachs** που δημοσιεύτηκε στο τεύχος Νοεμβρίου / Δεκεμβρίου 1997 της επιθεώρησης **Foreign Affairs**. Το άρθρο δημοσιεύτηκε ακριβώς τη στιγμή που η κρίση στις αγορές, στα νομίσματα και στις οικονομίες της Νοτιανατολικής Ασίας έπαιρνε τη μορφή κατάρρευσης!

Είναι ένα πράγμα να λέμε ότι οι κρίσεις είναι ανεπιθύμητες και άλλο να λέμε ότι οι οικονομολόγοι είναι, πρώτον, τόσο καταρτισμένοι που να μπορούν να προβλέπουν αλλαγές της οικονομική τάσης (κύκλου) από πάνω προς τα κάτω, και δεύτερον, ότι έχουν τα απαραίτητα εργαλεία πολιτικής ώστε να αποφεύγονται οικονομικές και χρηματοοικονομικές κρίσεις. Αν αυτό είναι αλήθεια γιατί τότε αποτυγχάνουν **ΚΑΘΕ ΦΟΡΑ** στο να προβλέψουν την επόμενη οικονομική συρρίκνωση; Γιατί αλλάζουν τις προβλέψεις τους κάθε λίγο και λιγάκι κάθε φορά που διαφαίνεται αλλαγή της τάσης; Γιατί η Ιαπωνία “κόλλησε” οικονομικά για 11 και πλέον χρόνια γνωρίζοντας τρεις υφέσεις στο ίδιο διάστημα;

Το ιστορικό της αποτυχίας στην πρόβλεψη κραχ και υφέσεων δεν είναι κάτι καινούργιο. Το κραχ του 1929 και το **Great Depression** που ακολούθησε εμφανίστηκε σαν μία χιονοστιβάδα από το πουθενά για τους διάσημους οικονομολόγους της εποχής. Μόλις 14 ημέρες πριν το κράχ της Μαύρης Τρίτης (**Black Tuesday**) στις 29 Οκτωβρίου 1929, ο **Irving Fisher**, ο γνωστότερος και

διασημότερος αμερικανός οικονομολόγος και καθηγητής οικονομικών στο Πανεπιστήμιο του Γιέιλ (Yale University), είπε: “Σε μερικούς μήνες περιμένω να δω την αγορά μετοχών πολύ υψηλότερα από εκεί που βρίσκεται σήμερα.”

Ημέρες μετά το κραχ, η **Harvard Economic Society** ενημέρωνε τους συνδρομητές της: “Ένα σοβαρό **Depression** σαν κι αυτό του 1920-21 είναι πέρα από τη σφαίρα των πιθανοτήτων. Δεν αντιμετωπίζουμε παρατεταμένη ρευστοποίηση τίτλων.” Μετά από επανειλημμένα άστοχες και μόνο αισιόδοξες προβλέψεις η Harvard Economic Society “έκλεισε τις πόρτες της” το 1932. Τα δύο πιο γνωστά ινστιτούτα οικονομικών προβλέψεων στις Η.Π.Α. την εποχή εκείνη απέτυχαν στο να καταλάβουν ότι το χρηματιστηριακό κραχ θα οδηγούσε σε οικονομική κατάρρευση, και συνέχισαν να είναι αισιόδοξα καθόλη τη διάρκεια του Great Depression που ισοπέδωσε οικονομικά μεγάλες μάζες του αμερικανικού πληθυσμού.

Ο Irving Fisher έχασε 140 εκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α. στο χρηματιστηριακό κράχ του 1929. Ο Fisher ήταν ένα πολυτάλαντος άνθρωπος, μεγάλος οικονομολόγος, εξαιρετος θεωρητικός, “πατέρας” της οικονομετρίας και πρωτοπόρος της ανάλυσης αριθμοδεικτών. Ήταν επίσης εφευρέτης του συστήματος αρχειοθέτησης **c-kardex**, την πατέντα του οποίου και πούλησε στην εταιρία **Remington Rand** για πολλά εκατομμύρια δολάρια, τα οποία και στη συνέχεια έχασε στο κραχ.

Ο **John Maynard Keynes**, ο πιο διάσημος βρετανός οικονομολόγος και πατέρας της μακροοικονομικής, που έκανε σημαντική περιουσία στα χρηματιστήρια, για αυτόν και το Πανεπιστήμιο του Κέμπριτζ (Cambridge University), έχασε 1 εκατομμύριο λίρες Αγγλίας στο κραχ του 1929-32.

Με δύο μόνο εξαιρέσεις, κανένας ακαδημαϊκός οικονομολόγος δεν μπόρεσε να προβλέψει το κράχ του 1929 και το επακόλουθο Depression. Επτά δεκαετίες έχουν ήδη περάσει. Σίγουρα θα έπρεπε να γνωρίζουμε κάτι παραπάνω, έτσι δεν είναι; Το 1988, εξήντα σχεδόν χρόνια μετά το κράχ του 1929 και το Depression, οι καθηγητές πανεπιστημίου **Kathryn Domingez**, **Ray Fair** και **Matthew Shapiro** με άρθρο τους στο American Economic Review, που αποτελεί την επίσημη επιθεώρηση του **American Economic Association**, έγραψαν ότι ακόμα κι αν χρησιμοποιούσαν σύγχρονες οικονομετρικές μεθόδους της δεκαετίας του 1990 και δεδομένα που δεν υπήρχαν το 1929, **το μεγάλο Depression του 1929 ΔΕΝ ΘΑ ΜΠΟΡΟΥΣΕ ΝΑ ΕΙΧΕ ΠΡΟΒΛΕΦΘΕΙ.**

Τον Οκτώβριο του 2000, 60 οικονομολόγοι συγκεντρώθηκαν στην έδρα της Minneapolis FED για να παρουσιάσουν επιστημονικές εργασίες και να συζητήσουν το μεγάλο Depression της δεκαετίας του 1930. Στο συνέδριο συμμετείχε όλη η αφρόκρεμα των μακρο-οικονομολόγων: ο νομπελίστας **Robert Lucas**, ο **Ed Prescott**, ο **Tom Sargent**, ο **Ben Bernanke**, ο **Finn Kydland**, η **Nancy Stockey**, ο **Kevin Murphy** και πολλοί άλλοι. Το “ζουμί” συμπερασμάτων συνοψίζεται στον τίτλο της επιθεώρησης “The Region” που εκδίδει η Minneapolis FED: “Κάτι Απρόβλεπτο Συνέβη.” Στις δηλώσεις που έκανε ο Robert Lucas κατά το πέρας των εργασιών του συνεδρίου σημείωσε αναφορικά με την συνέχιση της έρευνας των μακρο-μεγεθών της οικονομίας “... Θα πρέπει να συνεχίσουμε να ψάχνουμε για κοινούς παρανομαστές στην έρευνα των οικονομικών με έμφαση στη νομισματική σταθερότητα και πολιτική. **Μεγάλα ρεύματα αποπληθωρισμού είναι σχετισμένα με Depressions, και παντού κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1930 υπήρχε αποπληθωρισμός.**”

Η τελευταία παράγραφος του άρθρου στη επιθεώρηση “The Region” έγραφε: “Τελικά, αν το Great Depression είναι μία ιστορία, τότε έχει όλα τα χαρακτηριστικά εκείνα του μυστηρίου με ύποπτους και πλοκή που δύσκολα θα μπορούσαμε να λύσουμε. Ακόμα κι αν γνωρίζαμε το τέλος της ιστορίας που διαβάζουμε ξανά και ξανά, κάθε φορά καταλήγουμε σε διαφορετικό συμπέρασμα.”

Οι οικονομολόγοι, και συγκεκριμένα από το 1936 και μετά, όπως αποκαλύπτει η δήλωση του Robert Lucas, βλέπουν τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη. Εντούτοις η ιστορία μας έχει διδάξει ότι καμιά χρηματοοικονομική κατάρρευση δεν έχει συμβεί όταν τα πράγματα δείχνουν άσχημα και απαισιόδοξα. Το αντίθετο μάλιστα, τα μακροοικονομικά μεγέθη δείχνουν πολύ καλά πριν τα κραχ. Πριν από κάθε κατάρρευση, οι οικονομολόγοι βρίσκουν συνήθως την οικονομία να βρίσκεται σε φόρμα. Σε ένα μεγάλο Boom, η οικονομία είναι “Νέα Οικονομία.” Ο πρόεδρος των Η.Π.Α. **Hoover** μας λέει στα απομνημονεύματά του για την περίοδο πριν από το Great Depression: “ Με αυξανόμενη αισιοδοξία, γέννησαν μία ιδέα και τη βάφτισαν Νέα Οικονομική Εποχή – **New Economic Era**.

Μήπως ακούγεται παρόμοιο με αυτά που ακούγαμε περί Νέας Οικονομίας;

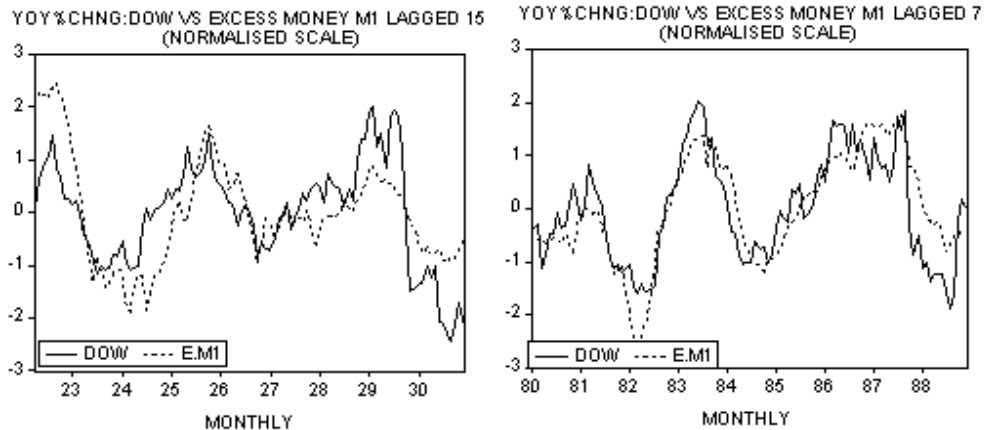
Αυτή η αντίληψη εξαπλώθηκε σε ολόκληρη τη χώρα. Επαναπαυθήκαμε στη διαβεβαίωση ότι στη νέα εποχή δεν θα ίσχυαν οι παλιές αρχές της οικονομικής θεωρίας.” Ο ίδιος ο Hoover διετέλεσε υπουργός οικονομικών στις αρχές της δεκαετίας του 1920 και υπήρξε μάρτυρας ενός άλλου κραχ στο χρηματιστήριο της Wall Street που αργότερα επισκιάστηκε από αυτό του 1929-32. Κατά τη διάρκεια του κραχ του 1921 όταν ο Hoover ήταν υπουργός οικονομικών των Η.Π.Α. προσπάθησε να επέμβει μέσω της FED για γρήγορη μείωση των επιτοκίων ώστε να “σώσει” την οικονομία. Δεν κατάφερε τελικά να υπερισχύσει η αποχή του και η μείωση των επιτοκίων δεν έγινε. Η απραγία της νομισματικής πολιτικής είχε τελικά ευεργετικά για την οικονομία αποτελέσματα, καθώς η κρίση ωρίμασε φυσιολογικά και οδήγησε σιγά σιγά σε έξοδο από την ύφεση. **Αυτή είναι με απλά λόγια και η προσέγγιση της Αυστριακής Σχολής, δηλαδή δεν ενθαρρύνει καμμία παρέμβαση από την κεντρική τράπεζα μέσω μείωσης των επιτοκίων.**

Σε αυτές τις “Νέες Εποχές” τα πάντα δείχνουν ρόδινα, οι αγορές μετοχών κινούνται όλο και υψηλότερα, ενώ τα μακροοικονομικά θεμελιώδη μεγέθη (παραγωγή, απασχόληση, κτλ.) φαίνεται ότι βελτιώνονται. Τα μεγέθη αυτά όμως μας μιλούν για το παρελθόν με αποτέλεσμα οι χρήστες αυτών των στοιχείων να προβλέπουν ότι τα μεγέθη αυτά θα βελτιώνονται στο διηνεκές με τους ίδιους ρυθμούς.

Ένα Παράδειγμα

Οι εξελίξεις στην οικονομία των Η.Π.Α., και κατ’ επέκταση στις εκεί αγορές (μετοχών, ομολόγων, κ.τ.λ.) έδειξαν ότι ο Alan Greenspan δεν ήταν συνεπής στο ραντεβού του με την ιστορία. Από τη μία έκανε λόγο για υπερβολικές αποτιμήσεις των μετοχών στις αμερικανικές αγορές, ενώ από την άλλη συνέχισε την αλόγιστη επέκταση της προσφοράς χρήματος. Τα **ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ 1 & 2** αναπαριστούν με περισσή γλαφυρότητα τη σχέση της μεταβολής προσφοράς χρήματος (M1) και του **Dow Jones Industrials Average** (DJIA). Βέβαια για τις ανάγκες των γραφημάτων το M1 είναι **Lagged** μερικούς μήνες. Η συσχέτιση είναι υψηλού βαθμού και η σχέση είναι το λιγότερο εκπληκτική.

ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ 1 & 2: Dow Jones και Υπερβάλλουσα Προσφορά Χρήματος M1

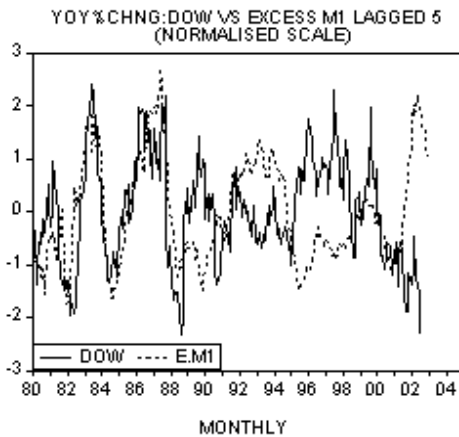


ΠΗΓΗ: Mises Institute.

Αυτό όμως που προκαλεί τα μεγαλύτερα ερωτηματικά για τη νομισματική πολιτική της FED είναι η “ιστορική λήθη” (εσκεμμένη και μη). Ο ρυθμός μεταβολής του M1 προέβλεψε ουσιαστικά (και μάλιστα μήνες πριν) δύο πολύ μεγάλα χρηματιστηριακά κραχ. Γιατί άραγε η FED ακολούθησε τον ίδιο αποτυχημένο νομισματικό δρόμο; Ο ρυθμός μεταβολής του M1 “έπιασε” χαμηλότερη κορυφή στα τέλη του 1999. Γιατί ο Alan Greenspan δεν επανέλαβε “Irrational Exuberance” στα τέλη του 1999;

Δυστυχώς για πολλούς επενδυτές υπαίτιος αυτής της προσφοράς χρήματος ήταν η ίδια η FED και κατά συνέπεια παραδοχή του λάθους θα σήμαινε “αυτοκριτική” που βέβαια δεν είναι εύκολη. Σε πρόσφατη μελέτη του IRAJ (**Bear Market Update, 15/7/2002**) σημειώθηκε επί λέξει: “**Η κυριότερη αιτία για την αποτυχία της FED βρίσκεται στις ίδιες τις ενέργειες της αλόγιστης νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης που όμοιά της δεν έχουμε ξαναζήσει. Είναι ειρωνικό, αλλά δυστυχώς η FED θερίζει ότι ακριβώς έσπυρε.**” Το αμέσως παρακάτω **ΓΡΑΦΗΜΑ 3** που απεικονίζει τη σχέση M1 και DJIA από το 1980 μέχρι και σήμερα αποδεικνύει ότι ο ρυθμός μεταβολής του M1 “προέβλεψε για μία ακόμα φορά ένα ακόμα κραχ: αυτό που ζήσαμε σε Slow-Motion από τον Απρίλιο του 2002.”

ΓΡΑΦΗΜΑ 3: Dow Jones Industrial Average και Προσφορά Χρήματος M1



ΠΗΓΗ: Mises Institute.

Η σωρευτική πτώση των τιμών των μετοχών, τουλάχιστον σε ποσοστό, ήταν παρόμοια ή και χειρότερη από αυτήν της 19^{ης} Οκτωβρίου 1987, όταν ο δείκτης Dow Jones υποχώρησε κατά 22% περίπου σε μία ημέρα !!! Τη φορά αυτήν όμως η πτώση ήταν αργή σε εξέλιξη, και πιστεύω χειρότερη, γιατί κατάφερε να εγκλωβίσει περισσότερους επενδυτές στη σταδιακή υποχώρηση. Επίσης, το τελευταίο στάδιο της υποχώρησης (Ιούλιος 2002) ήρθε μετά από παρατεταμένη πτώση εβδομάδων στα πλαίσια της ήδη γνωστής καθοδικής τάσης. Σε ένα κράχ σαν κι αυτό του 1987 πολλοί επενδυτές δεν κατάλαβαν τι ακριβώς έγινε. Αρκετοί από αυτούς δεν πρόλαβαν καν να πωλήσουν τις μετοχές τους, καθώς η ανάκαμψη ήρθε αρκετά γρήγορα. **Ήταν ένα Capitulation εν μέσω Bull Market και όχι ένα μεσο-βραχυπρόθεσμο χαμηλό κατά τη διάρκεια ενός μακροχρόνιου κυκλικού (Secular) Bear Market.** Η τωρινή κατάσταση είναι όμως αρκετά διαφορετική. Η τάση παραμένει πτωτική μεσο-μακροπρόθεσμα και θα παραμένει για αρκετό διάστημα. Σκεφτείτε ότι θα απαιτούνταν ένα επιπλέον ράλι 33% για το δείκτη S&P 500 (δηλαδή από το τρέχον 880 στο 1.177 – το υψηλό του Μαρτίου 2002) τουλάχιστον για να μιλήσουμε για μεταστροφή της μεσοπρόθεσμης τάσης σε πρώτη φάση. Πόσο εφικτό είναι άραγε με τις αποτιμήσεις να βρίσκονται στα επίπεδα που είναι; Πιστεύω ότι είναι αρκετά έως πολύ δύσκολο.

Αν γυρίσουμε μερικές εβδομάδες πίσω και διαβάσουμε τις εκτιμήσεις πολλών αναλυτών και οικονομολόγων για το τι ανέμεναν θα διαπιστώναμε παντελή αποτυχία για μία ακόμα φορά. Ακόμα και ο “πρωτεργάτης” του οικονομικού θαύματος Greenspan σε κατάθεσή του στο αμερικανικό κοινοβούλιο στις αρχές Μαρτίου 2002 τόνισε ότι η ανάκαμψη είχε ήδη φτάσει. Μερικές ημέρες αργότερα (10/3/2002) ο δείκτης Dow Jones έβρισκε την υψηλότερη κορυφή του για τους τελευταίους 10 μήνες. Η συνέχεια είναι σε όλους πια γνωστή !

Η Αυστριακή Σχολή Σκέψης των Επιχειρηματικών Κύκλων

Ο **Friedrich von Hayek**, στον οποίο απονεμήθηκε το βραβείο Νομπέλ για τα οικονομικά το 1974, ήταν ο μοναδικός οικονομολόγος που έγραψε πριν από το Great Depression ότι η κρίση και πτώση της αμερικανικής οικονομίας ήταν θέμα χρόνου. “Τα επιτόκια παγκοσμίως,” είπε, “δεν θα πέσουν αν δεν καταρρεύσει το αμερικανικό Boom, και το Boom θα καταρρεύσει τους επόμενους μήνες.” Αυτή η πρόβλεψη του Hayek που δημοσιεύθηκε στο Austrian Institute of Economic Research Report τον Φεβρουάριο του 1929 δημιούργησε μεγάλο ενδιαφέρον για την Αυστριακή Σχολή οικονομικής σκέψης. Το καταστροφικό κραχ τελικά συνέβη και το **London School of Economics** προσέφερε στον Hayek έδρα διδασκαλίας στις αρχές της δεκαετίας του 1930.

Ο **Ludwig von Mises**, μεγάλος επίσης “πατέρας” της Αυστριακής Σχολής, ανέμενε το παγκόσμιο Depression από καιρό πριν, σύμφωνα με τα λεγόμενα και γραφόμενα του **Fritz Machlup**, βοηθού του Mises την εποχή εκείνη. Η γυναίκα του Mises, Margit, έγραψε στη βιογραφία του άντρα της, ότι το καλοκαίρι του 1929 ο Mises είχε απορρίψει πρόταση για υψηλόβαθμη θέση εργασίας στην βιεννέζικη τράπεζα **Kredit Anstalt**, μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Ευρώπη τον καιρό εκείνο. Η εξήγησή του ήταν ότι, “ένα μεγάλο κραχ έρχεται και δεν επιθυμώ να συνδέσω το όνομά μου με οιονδήποτε τρόπο με αυτό.” Λιγότερο από δύο χρόνια αργότερα το Μάιο του 1931 η Kredit Anstalt κατέρρευσε οικονομικά. Επίσης η ίδια τράπεζα κατηγορήθηκε και για ανάμιξη σε χρηματοδότηση του χιτλερικού κινήματος πριν ακόμα ο Χίτλερ ανέλθει στη γερμανική εξουσία στις αρχές της δεκαετίας του 1930. Ο Mises κατέφυγε στις Η.Π.Α. από όπου και συνέχισε την οικονομική του έρευνα για αρκετές ακόμα δεκαετίες συγγράφοντας σημαντικά βιβλία και συνεισφέροντας με το δικό του ξεχωριστό τρόπο στη **Θεωρία των Επιχειρηματικών Κύκλων**. Από την πρώτη επίσημη δημοσίευση (1912) στο έργο του **Η Θεωρία του Χρήματος και της Πίστης**⁴, ο Mises ήταν ενάντια στο νόμισμα που δεν έχει αντίκρουσμα σε αποθέματα χρυσού. “Το χρήμα αυτό ονομάζεται **Fiat Currency** και είναι καταδικασμένο να αποτύχει,” έλεγε χαρακτηριστικά. Σύμφωνα με το Mises, αλλά και τους υπόλοιπους μεγάλους της ίδιας σχολής σκέψης (Hayek, Rothbard), η νομισματική κυκλοφορία θα πρέπει να υποστηρίζεται από αποθέματα χρυσού στην κεντρική τράπεζα σε αντίθεση με την άποψη της **Σχολής του Σικάγο** για 100% χαρτονόμισμα. Σύμφωνα με τη Σχολή του Σικάγο, η πολιτική για 100% χαρτονόμισμα αποτελεί χρήσιμο εργαλείο στα χέρια των κυβερνήσεων για χειραγώγηση της προσφοράς χρήματος χωρίς το βάρος των χρονικών υστερήσεων του τραπεζικού συστήματος.

Υιοθέτησαν οι υποστηρικτές των Ορθολογικών Οικονομικών (**Rational Economics**)⁵ τις απόψεις και ιδέες του Mises και του Hayek; Δυστυχώς όχι. Αντίθετα υιοθέτησαν αυτές του J. M. Keynes. Όμως ο Mises και ο Hayek αποτέλεσαν τις εξαιρέσεις και όχι τον κανόνα. Όχι μόνο οι οικονομολόγοι δεν μπόρεσαν να προβλέψουν το Great Depression της δεκαετίας του 1930, αλλά απέτυχαν σχεδόν παταγωδώς να προβλέψουν κάθε σημαντική συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας γενικότερα. Η παρούσα συρρίκνωση είναι απλά το πιο πρόσφατο παράδειγμα. “Οι οικονομολόγοι έχουν ένα πολύ αρνητικό ρεκόρ στο να προβλέπουν υφέσεις,” έγραφε σε άρθρο του το έγκυρο περιοδικό The Economist στο τεύχος της 29^{ης} Νοεμβρίου 2001.

⁴ Το βιβλίο πρωτογράφηκε στα γερμανικά και μεταφράστηκε στα αγγλικά μερικά χρόνια αργότερα με τίτλο, **The Theory of Money and Credit**.

⁵ Για τη θεωρία του περί Ορθολογικών Προσδοκιών έλαβε και το βραβείο Νομπέλ ο Robert Lucas.

Έκτοτε δεκάδες αναλυτές “πέφτουν συνεχώς έξω” στις εκτιμήσεις τους για εταιρικά κέρδη, οικονομικούς δείκτες αλλά και τιμές μετοχών. **Κανείς δεν αμφισβητεί νομίζω ότι οι προβλέψεις για δυναμικά οικονομικά φαινόμενα είναι κάτι το εξαιρετικά δύσκολο, όμως η πλήρης αποτυχία σε πολύ σημαντικές μεταστροφές της οικονομικής τάσης από ανοδική σε καθοδική και μετά από δύο δεκαετίες καλπάζουσας ανάπτυξης (σε σύγκριση με τα τωρινά δεδομένα) είναι αξιοσημείωτη.** Αν ήταν η πρώτη σημαντική αποτυχία για προβλέψεις πιστεύω ότι θα είμασταν πιο επιεικείς κριτές. Οι συνεχείς όμως για πολλές δεκαετίες εσφαλμένες εκτιμήσεις υποδηλώνουν κάτι διαφορετικό.

Γιατί άραγε να συμβαίνει αυτό; Τι δεν γνωρίζουν οι οικονομολόγοι; Ή τι γνώριζαν παλαιότερα και τώρα το “ξέχασαν” ή το λησμονούν εσκεμμένα;

Τα Γεγονότα

Τρεις αιώνες καταγεγραμμένων οικονομικών κρίσεων και υφέσεων μας οδηγούν σε τέσσερις βασικές εμπειρικές παρατηρήσεις. Αυτές αφορούν αρκετές πλευρές της οικονομικής ζωής. Παρακάτω παρατίθενται οι πιο σημαντικές.

1. Χρήμα και Χρέος, Κεφαλαιαγορές και Επιχειρηματικοί Κύκλοι (Business Cycles)

Η πρώτη παρατήρηση αφορά γνωστές στους οικονομολόγους θέσεις και θεωρίες για τον επιχειρηματικό κύκλο που έχουν κάπως παραμεληθεί τώρα τελευταία. Μεγάλη και διαρκής αύξηση της προσφοράς χρήματος σε συνδυασμό με αύξηση του χρέους (δανεισμού) του ιδιωτικού τομέα συνοδεύει πάντα οικονομικά και χρηματοοικονομικά Boom. Σημαντικές συρρικνώσεις στην προσφορά χρήματος και το ιδιωτικό χρέος συνοδεύονται πάντα από οικονομικές συρρικνώσεις. Αυτή η παρατήρηση είναι σύμφωνη με τη Μονεταριστική (**Milton Friedman**) και Αυστριακή (**Ludwig von Mises και Friedrich von Hayek**) θεωρία περί επιχειρηματικών κύκλων. Η δηλώσεις του Robert Lucas ίσως να είναι ένδειξη ότι αναθερμαίνεται το ενδιαφέρον για αυτές τις θεωρίες.

Η συσσώρευση χρέους επιταγχύνεται κυρίως κατά τη διάρκεια των οικονομικής άνθησης (Boom). Αλλαγές στο επίπεδο του ιδιωτικού χρέους συμβαδίζουν με αλλαγές στους δείκτες των αγορών μετοχών και της οικονομικής δραστηριότητας. Το χρέος αυξάνεται υπερβολικά και με γρήγορους ρυθμούς σε περιόδους οικονομικής άνθησης, ενώ μειώνεται σημαντικά σε περιόδους οικονομικής συρρίκνωσης. Η επισήμανση αυτή για τη συσσώρευση χρέους και τον αποπληθωρισμό έγινε στο άρθρο του Irving Fisher με τίτλο “**Debt Deflation Theory of Depressions**” στην επιθεώρηση *Econometrica*. Το παράδοξο είναι ότι αυτή η δημοσίευση δεν έλαβε μεγάλη δημοσιότητα έκτοτε. Σε μία εργασία-έργο ζωής τελείως παραμελημένη από τους περισσότερους οικονομολόγους, ο **Hyman Minsky** τόνισε την αστάθεια που δημιουργεί στο χρηματοοικονομικό σύστημα η διαχρονική αύξηση του χρέους.

Σε ένα **Bull Market** ανωτέρου βαθμού, δηλαδή σαν και αυτό που τελείωσε το 2000, η συσσώρευση χρέους από τον ιδιωτικό τομέα έγινε με πολύ γρήγορους ρυθμούς φθάνοντας υψηλότερα επίπεδα, ειδικότερα τα τελευταία χρόνια της οικονομικής άνθησης. Εντούτοις, δόθηκε λίγη έως καθόλου προσοχή στο φαινόμενο αυτό από τους περισσότερους οικονομολόγους.

Οι δύο επόμενες παρατηρήσεις, που συνήθως δεν λαμβάνονται υπόψη από “οικονομολόγους” είναι το κλειδί για την κατανόηση των οικονομικών συρρικνώσεων κάθε βαθμού (Degree)⁶. Ισως το γεγονός ότι δεν τις λαμβάνουν καθόλου υπόψη να έχει ως αποτέλεσμα την εντελώς αποτυχημένη προϊστορία των προβλέψεών τους.

2. Οι Δείκτες των Αγορών Μετοχών Ακολουθούν Patterns και Κύματα (Waves)

Όσοι έχουν ασχοληθεί εκτενώς με την τεχνική ανάλυση σίγουρα θα βρέθηκαν μπροστά στην εκδοχή της Κυματικής Θεωρίας. Αυτή η προσέγγιση είναι βασισμένη στη δουλειά του του **Ralph Nelson Elliott** κατά τη δεκαετία του 1930, αλλά και στη μετέπειτα προσπάθεια (τα τελευταία 30 χρόνια) του **Robert R. Prechter, Jr.** Σύμφωνα με την κυματική θεωρία οι αγορές μετοχών κινούνται προς μία κατεύθυνση (**Trend**) και αντιστρέφουν την τάση τους σε αναγνωρίσιμα **Patterns**. Οι δομές αυτές είναι προσδιορισμένες σε μορφή (και όχι κατά ανάγκη σε χρόνο). **Patterns** χαμηλότερου βαθμού (**Lower/Lesser Degree**) συνδέονται μεταξύ τους και δημιουργούν **Patterns** υψηλότερου βαθμού (**Larger/Higher Degree**). Η κίνηση προς τη φορά της τάσης γίνεται σε πέντε αναγνωρίσιμα προωθητικά κύματα (**Impulse Waves**), ενώ οι διορθώσεις (**Corrective Waves**) που αποτελούν και το πολυπλοκότερο κομμάτι της θεωρίας παίρνουν 13 διαφορετικές μορφές κυμάτων. Η διόρθωση γίνεται σε τρεις φάσεις (3 κύματα).

Κύματα μικρότερου βαθμού συνθέτουν κύματα του αμέσως ανώτερου βαθμού, ενώ το ίδιο συμβαίνει και με τις διορθώσεις. **Οι αγορές, με άλλα λόγια, είναι ιεραρχικές.** Κι αυτό δεν έχει ανακαλυφθεί από τους εμπλεκόμενους με αυτές αλλά από φυσικούς που τις μελέτησαν. Οι κινήσεις των αγορών, όπως και οι σεισμοί, έχουν διαφορετικούς βαθμούς (κλίμακες) και γίνονται σύμφωνα με τη δομή των **Patterns**.

“Οι μυστηριώδεις μεταβολές της ψυχολογίας της αγοράς,” γίνονται σύμφωνα με το **Pattern**. Οι αγορές μετοχών δεν είναι **Random Walks (Τυχαία Μονοπάτια)**, όπως διδάσκεται ακόμη σε εκατοντάδες μεταπτυχιακά προγράμματα των Η.Π.Α. και της Ευρώπης. Παρά το γεγονός ότι οι αγορές θεωρούνται από πολλούς “τέρατα” που κινούνται ανεξήγητα, αυτές επιδεικνύουν διακριτά επίπεδα και κλίμακες ιεραρχίας διεθνώς. Βλέποντας τις (αγορές) ως δυναμικά και σύνθετα συστήματα, οι **Sornette** και **Johansen** συμπεραίνουν ότι οι αγορές που “θέλουν” να οδηγηθούν προς κραχ το κάνουν χωρίς “φόβο”.⁷ Μάλιστα, οι αγορές δίνουν σημάδια για το πως πρόκειται να κινηθούν κυρίως μέσα από την αντίδραση συγκεκριμένων μετοχών καιρό πριν το κραχ (βλέπε σχόλιο για τη μετοχή της Intel στη μελέτη **Bear Market Update του IRAJ στις 15/7/02**). Η μετοχή της Intel έκανε κορυφή 5 μήνες μετά την κορυφή του δείκτη NASDAQ Composite, δηλαδή ημέρες / εβδομάδες πριν την κατάρρευση των μετοχών τεχνολογίας στα τέλη του 2000. Υπάρχει κατά συνέπεια το στοιχείο της προβλεψιμότητας στις αγορές, όχι επειδή είναι πολύπλοκη η δομή τους, αλλά ακριβώς λόγω του ότι είναι σύνθετες.

⁶ Η οικονομική άνθηση και συρρίκνωση εμπεριέχουν ιεραρχία με διαφορετική κλίμακα (επίπεδα) μεταβολών στις κεφαλαιαγορές, όπως ακριβώς και οι σεισμοί.

⁷ D. Sornette and A. Johansen, “Large Financial Crashes”, *Physics A*, 245, 3-4, 1997.

3. Οι Μεταβολές στις Αγορές Κεφαλαίου Προηγούνται των Μεταβολών στις Οικονομικές Μεταβλητές

Bull Markets υψηλότερου βαθμού στις αγορές μετοχών προηγούνται της οικονομικής άνθησης υψηλότερου βαθμού, ενώ Bull Markets χαμηλότερου βαθμού προηγούνται των οικονομικών μεγεθύνσεων χαμηλότερου βαθμού. Αντίθετα, **Bear Markets** υψηλότερου βαθμού στις αγορές μετοχών προηγούνται της οικονομικής συρρίκνωσης υψηλότερου βαθμού, ενώ Bear Markets χαμηλότερου βαθμού προηγούνται από τις οικονομικές συρρικνώσεις χαμηλότερου βαθμού.

Μεταβολές στους δείκτες της αγοράς μετοχών, κατά συνέπεια, προηγούνται και δεν ακολουθούν τις μεταβολές στην οικονομική δραστηριότητα. Οι μεταβολές στις αγορές μετοχών είναι Leading Indicator των μεταβολών στην οικονομική δραστηριότητα. Αυτή ήταν βέβαια και η διαπίστωση του **Wesley Mitchell** και του National Bureau of Economic Research πριν από 8 δεκαετίες. Η αποτυχία όμως και των δύο να προσδιορίσουν τη διαφορά στους βαθμούς (κλίμακα) των αγορών και της οικονομικής δραστηριότητας έκανε την παραπάνω παρατήρηση λιγότερο χρήσιμη.

4. Τα Οικονομικά Boom Ακολουθούνται από Υφέσεις και Συρρίκνωση

Bull Markets υψηλότερου βαθμού στις αγορές μετοχών ακολουθούνται από Bear Markets υψηλότερου βαθμού, ενώ κατ' αναλογία οικονομική άνθηση υψηλότερου βαθμού ακολουθείται από οικονομική συρρίκνωση επίσης υψηλότερου βαθμού. Είναι απίθανο να δεχθούμε ότι μετά από μία μεγάλη σε διάρκεια οικονομική άνθηση, η οικονομική συρρίκνωση θα είναι μέτριας έντασης. Το **“Plucking Model”** του **Milton Friedman**, σύμφωνα με το οποίο οι συρρικνώσεις είναι σχετιζόμενες με την επόμενη άνθηση, αλλά δεν έχουν σχέση με την προηγούμενη (άνθηση), δεν είναι σύμφωνο με την παραπάνω παρατήρηση. Αντίθετα, η **Θεωρία του Επιχειρηματικού Κύκλου** της Αυστριακής Σχολής Οικονομικής σκέψης (Mises και Hayek), σύμφωνα με την οποία ο **“αέρας”** της προηγούμενης άνθησης είναι η αιτία του επόμενου Bust, ερμηνεύει πολύ καλύτερα την παρατήρηση.

... και Μία Ιστορία

“Economic Reasoning will be of no value in cases of uncertainty.” Οι λέξεις αυτές ανήκουν στον Robert Lucas⁸. Οι **Mises, Knight** και **Hayek** μας έχουν διδάξει, παρόλα αυτά, ότι η αβεβαιότητα αποτελεί φυσιολογικό χαρακτηριστικό της κοινωνίας μας⁹. Οι αγορές αντιμετωπίζουν την αβεβαιότητα, ανταλλάσσοντας πληροφορίες και γνώση. Στον κόσμο της αβεβαιότητας οι προσδοκίες είναι μία από τις σημαντικότερες μεταβλητές στην λήψη των περισσότερων αποφάσεων, και ειδικότερα σε αυτές που αφορούν επενδύσεις, χρηματοδότηση (αύξηση του επιπέδου του χρέους) και άλλες χρηματοοικονομικές και οικονομικές αποφάσεις.

Ο βραβευμένος με βραβείο Νομπέλ **Robert Solow** είπε πριν από λίγο καιρό, “είναι πολύ άβολο να γνωρίζεις κανείς ότι στα μακροοικονομικά τόσα πολλά εξαρτώνται από το πως κάποιος

⁸ Robert Lucas, “Understanding Business Cycles,” in K. Brunner and A.H. Meltzer. Eds., *Stabilization of the Domestic and International Economy*, North Holland, 1977, p.15.

⁹ Ο Frank Knight υπήρξε καθηγητής Οικονομικών στο University of Chicago, και ήταν δάσκαλος πολλών μετέπειτα οικονομολόγων που βραβεύθηκαν με βραβείο Νομπέλ.

αντιμετωπίζει έννοιες σαν κι αυτή των προσδοκιών, για την οποία υπάρχει τόση λίγη εμπειρική κατανόηση και τόσο μεγάλο περιθώριο για επινόηση¹⁰.” Συνεπώς είναι απολύτως απαραίτητο να γνωρίζουμε καλά την έννοια των προσδοκιών και της εμπιστοσύνης. Όπως λέει και ο **Bob Prechter**, “κι ενώ οι προσδοκίες μπορεί να υπονοούν ορθολογικότητα (**Rationality**) στην πραγματικότητα είναι το αποτέλεσμα του ορθολογισμού.”

Μία εναλλακτική υπόθεση στη μακροοικονομική έννοια του “**Representative Agent**” με ορθολογικές προσδοκίες μπορεί να αντικατασταθεί για να επιτευχθεί μία πιο συναφής εξήγηση για τα παρατηρούμενα Patterns. Στον κόσμο της αβεβαιότητας, αλλαγές στις προσδοκίες (στην εμπιστοσύνη κυρίως και όχι στη διάθεση) αντανακλούνται γρηγορότερα πάνω στις μεταβολές των τιμών των μετοχών. Οι τελευταίες (δηλαδή οι τιμές μετοχών) μπορούν να χρησιμοποιηθούν και ως **Proxy** για μεταβολές στην εμπιστοσύνη. Μεταβολές στην τάση των τιμών των μετοχών μετατρέπονται σε βαρόμετρο αισιοδοξίας και απαισιοδοξίας. Όπως ακριβώς οι μεταβολές στις αισιόδοξες και απαισιόδοξες προσδοκίες (προηγούνται και) οδηγούν τις περισσότερες μεταβολές των χρηματοοικονομικών και οικονομικών αποφάσεων, δεν αποτελεί έκπληξη ότι οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών αποτελούν **Leading Indicators** των μεταβολών της κατάστασης της οικονομίας.

Οι μεταβολές των χρηματιστηριακών δεικτών δεν αντιδρούν, ούτε είναι αποτέλεσμα, εξωγενών μεταβολών στα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας ή τα ειδησεογραφικά νέα για αυτά – δεν αποτελούν Random Walks (Τυχαία Μονοπάτια). Οι μεταβολές των χρηματιστηριακών δεικτών αντανακλούν μεταβολές στην εμπιστοσύνη, την κίνηση των ανθρώπων / επενδυτών από κατάσταση αισιοδοξίας σε απαισιοδοξία και το αντίστροφο. **Οι μεταβολές στις χρηματιστηριακές τιμές προηγούνται των μεταβολών των θεμελιωδών μεγεθών της οικονομίας.**

Οι παραπάνω θέσεις μας δίνουν και μία εξήγηση γιατί αρνητικές μεταβολές στους χρηματιστηριακούς δείκτες – μεγαλύτερου βαθμού (Higher Degree) – προηγούνται (ή προοιωνίζουν) οικονομικά Depressions¹¹. Αρνητικές μεταβολές (χρηματιστηριακών δεικτών) χαμηλότερου βαθμού (Lesser Degree), αντίθετα, προοιωνίζουν οικονομικές υφέσεις και ηπιότερες συρρικνώσεις. **Συμπερασματικά, οι αγορές μετοχών οδηγούνται από κύματα αισιοδοξίας και απαισιοδοξίας.**

Αισιοδοξία κατά τη διάρκεια της οικονομικής άνθησης οδηγεί σε αύξηση του δανεισμού (χρέους). Η αύξηση του δανεισμού από τον ιδιωτικό τομέα αποτελεί σημαντικότερη έκφραση της αισιοδοξίας και της ευφορίας στα τελευταία στάδια του Boom. Ο υπερβολικός δανεισμός οδηγεί σε εύθραυστη χρηματοοικονομική κατάσταση τα τραπεζικά ιδρύματα, τις επιχειρήσεις, καθώς και τα νοικοκυριά. Όταν το Boom τελειώνει και η απαισιοδοξία αντικαθιστά την αισιοδοξία, οι πιστωτές καλούν πίσω τα δάνειά τους, οι τράπεζες μειώνουν τον δανεισμό τους¹², οι χρεοκοπίες

¹⁰ Robert Solow, “Toward a Macroeconomics of the Medium Run”, *Journal of Economic Perspectives*, Winter 2000.

¹¹ Βλέπε τη σχετική μελέτη *Αγορές Μετοχών και Ακινήτων στις Η.Π.Α. και τον Κόσμο: Συσχετισμοί των Δύο Αγορών* στο IRAJ το μήνα Ιούνιο.

¹² Αναφέρεται για παράδειγμα η “προτροπή” της Τράπεζα της Ελλάδος προς τις εμπορικές τράπεζες μόλις πριν από λίγες ημέρες για περιορισμό της πιστωτικής επέκτασης μέσω καρτών, καταναλωτικών και στεγαστικών δανείων.

αυξάνονται ημέρα με την ημέρα, ενώ ταυτόχρονα αρχίζει σημαντική οικονομική συρρίκνωση. **Η εύθραυστη σταθερότητα μετατρέπεται σε έλλειψη φερεγγυότητας.**

Το τελευταίο κομμάτι του χρηματοστηριακού Boom – όπως αυτό που όλοι ζήσαμε κυρίως στην αγορά της NASDAQ τα χρόνια πριν από το 2000 ή στον Dow Jones τα χρόνια πριν από το 1929 – είναι συσχετισμένο με δανεισμό (υπερχρέωση) υψηλότερου βαθμού και ταυτόχρονα συσχετισμένο με πολύ σημαντική οικονομική συρρίκνωση (την οποία ζούμε και όπως δείχνουν τα πράγματα θα επιδεινωθεί περαιτέρω).

Αν οι παραπάνω θέσεις είναι σωστές, τότε μία σημαντική οικονομική συρρίκνωση θα ξεκινούσε, για παράδειγμα, με μία πολύ μεγάλη και συνεχόμενη πτώση των τιμών των μετοχών (σας θυμίζει τίποτα τις τελευταίες εβδομάδες;), που όπως ανεφέρθει νορίτερα αποτελεί Proxy για μεγάλη πτώση στην εμπιστοσύνη, και μεταστροφή από αισιοδοξία σε απαισιοδοξία. Τα υψηλά επίπεδα δανεισμού που συσσωρεύθηκαν κατά τη διάρκεια της οικονομικής άνθησης με γρήγορους ρυθμούς θα είναι (είναι) υπεύθυνα για τη γενικότερη αστάθεια στην οικονομία. Αυτό ακριβώς συμβαίνει τη στιγμή αυτή.

Η μεταβολή (από αισιοδοξία) σε απαισιοδοξία, που προαναγγέλθηκε από τη μεταστροφή της τάσης στις αγορές μετοχών (από το 2000 και ύστερα) θα οδηγήσει (ή ήδη οδηγεί) σε ανάκληση δανείων, πτωχεύσεις, ανεργία και γενική οικονομική συρρίκνωση. Αυτή την κατάσταση ζούμε τη στιγμή αυτή. Μόνο όταν ο δανεισμός φτάσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ως αποτέλεσμα των πτωχεύσεων ή του πληθωρισμού, η οικονομία θα είναι έτοιμη για ανάκαμψη. Οι πτωχεύσεις αυξάνονται με γρήγορο ρυθμό σε κάθε γωνιά του πλανήτη και δεν αφορούν μόνο επιχειρήσεις κολοσσούς σαν τις **Enron, Global Crossing, WorldCom**. Ο υπερβολικός δανεισμός έχει αρχίσει να πιάει τους απλούς πολίτες οι οποίοι έχουν αυξήσει σημαντικά τη χρήση των πιστωτικών καρτών και των στεγαστικών δανείων. Η πτώχευση πολλών θα επέλθει χωρίς αμφιβολία όταν το εισόδημα ή ο ρυθμός αύξησής του δεν θα μπορεί να υποστηρίξει τις δόσεις των δανείων.

Αυτό θα συμβεί όμως σιγά σιγά και όχι από τη μία ημέρα στην άλλη. Η προσαρμογή στις νέες συνθήκες θα κρατήσει για αρκετά χρόνια στο απώτερο μέλλον και δεν θα είναι μονόπλευρη. Θα ανέμενα δηλαδή και περιόδους αισιοδοξίας, και άρα ράλι στις αγορές μετοχών, μέχρι να έρθει το επόμενο κύμα οικονομικής καθόδου και χρηματιστηριακής πτώσης. Στο διάστημα 1966-1982 η αμερικανική οικονομία έζησε 3 υφέσεις, ενώ η χρηματιστηριακή αγορά γνώρισε αρκετά ράλι και πολλές διορθώσεις που κράτησαν από μερικούς μήνες έως και χρόνια. **Οι συνθήκες σήμερα δεν είναι ακριβώς οι ίδιες με αυτές της δεκαετίας του 1970. Κατά πολλούς βρισκόμαστε σε πλεονεκτικότερη θέση λόγω της εμπειρίας που έχουμε αποκομίσει, ενώ κατά άλλους βρισκόμαστε σε πολύ βαθύτερο τέλμα. Είναι άραγε και πάλι όλα τόσο διαφορετικά όπως ήταν το 1929, το 1973-74, το 1987 και το 2000; Η μήπως θα ζήσουμε το ίδιο “όνειρο;”**

Η συνέχεια λοιπόν θα αναδυθεί στην αρένα της πραγματικής αγοράς και οικονομίας. Είναι άραγε μία ακόμα εκδίκηση της πραγματικότητας;

Σπυρίδων Ε. Βασιλείου

MBA Finance

info@iraj.gr

Ιούλιος 2002

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 εμπειριστατωμένο 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 μέρος 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 υποψήφια / 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.
