



## Νευρικότητα στις αγορές και οικονομική αβεβαιότητα

### Description

**Ιωάννης Τιρκίδης\***

Όταν η Τράπεζα της Ιαπωνίας αύξησε το βασικό της επιτόκιο από το μηδέν έως το 0.1% στο 0.25%, προφανώς για να ανακόψει την πτώση του γεν έναντι του δολαρίου, στις αγορές επικράτησε νευρικότητα. Η αστάθεια και η μεταβλητότητα κορυφώθηκαν στις αρχές του μήνα με αποτέλεσμα την απότομη πτώση των αγορών μετοχών. Αν και αυτό μπορεί να αποδειχθεί μια προσωρινή παρεκτροπή, οι αγορές αντιδρούν σε πολλές επιδράσεις ταυτόχρονα, συμπεριλαμβανομένων των πλούσιων αποτιμήσεων, των περιορισμών της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, των μεταβαλλόμενων οικονομικών προοπτικών, κοινωνικών αναταραχών και ευρύτερου πολέμου. Όλοι αυτοί οι παράγοντες είναι μακρόχρονοι μεν, αλλά επίμονοι και δεν έχουν ακόμη διατρέξει τον δρόμο τους μέσα από το σύστημα. Έτσι, μια περίοδος αδυναμίας και αλλαγής κατευθύνσεων ενδεχομένως να είναι προ των πυλών.

### **Το συναλλακτικό εμπόριο του γεν (yen carry trade)**

Οι αγορές μπορεί να καταρρεύσουν για θεμελιώδεις ή τεχνικούς λόγους, και μερικές φορές και για τους δύο λόγους. Τα θεμελιώδη έχουν να κάνουν με τις αποτιμήσεις αγορών, τη συνολική οικονομία και την αναπτυξιακή της τροχιά. Ο τεχνικός παράγοντας στις πρόσφατες πτώσεις των αγορών σχετίζεται με το συναλλακτικό εμπόριο του γεν (yen carry trade).

Ένα συναλλακτικό εμπόριο σε νόμισμα είναι όταν οι επενδυτές, τα ταμεία και τα

---

ιδρύματα, που χρησιμοποιούν κυρίως μόχλευση στα χαρτοφυλάκιά τους, δανείζονται σε νόμισμα χαμηλού επιτοκιακού κόστους, και επενδύουν σε άλλο νόμισμα υψηλότερων αποδόσεων. Στο συναλλακτικό εμπόριο του γεν, οι επενδυτές δανείζονται σε γεν σε εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια και επενδύουν σε άλλα νομίσματα, ιδίως στο δολάριο των Ηνωμένων Πολιτειών, όπου οι αποδόσεις είναι πολύ υψηλότερες. Αυτό το είδος συναλλαγών, μεταξύ Ιαπωνικού γεν και αμερικάνικου δολαρίου, συνεχίζεται σε γενικές γραμμές εδώ και πολύ καιρό.

Αλλά τέτοιες συναλλαγές περιέχουν κινδύνους. Εάν το γεν στην περίπτωση αυτή ανατιμηθεί, όπως συνέβη μετά την αύξηση των επιτοκίων από την Τράπεζα της Ιαπωνίας, έστω λίγο πάνω από το μηδέν για να περιορίσει τις πληθωριστικές πιέσεις και να στηρίξει την συναλλαγματική ισοτιμία, οι επενδυτές θα αναγκαστούν να βάλουν περισσότερες εγγυήσεις για τα περιουσιακά στοιχεία που πούλησαν σορτάροντας τα στη αγορά, για να αποκτήσουν το γεν εξαρχής, ασκώντας έτσι πίεση στις συναλλακτικές πράξεις του γεν. Αυτό οδηγεί στην εκκαθάριση των συναλλακτικών πράξεων, όπου οι επενδυτές πωλούν τις αντίστοιχες θέσεις τους σε δολάρια και αγοράζουν πίσω το ανατιμημένο γεν. Όλη αυτή η μπερδεμένη υπόθεση μπορεί να οδηγήσει σε μερικές έντονες κινήσεις στις αγορές, όπως έχουμε δει.

Αλλά υπάρχουν περισσότερα πράγματα σε αυτή την αντίδραση της αγοράς από τις συναλλακτικές πράξεις του γεν.

### **Τα θεμελιώδη δεδομένα**

Ανά πάσα στιγμή, οι επιδράσεις στην παγκόσμια οικονομία είναι πολλές. Γνωρίζουμε ότι η ευρωπαϊκή οικονομική δραστηριότητα, ιδίως στις χώρες του βόρειου πυρήνα, είναι αδύναμη από την έναρξη του πολέμου στην Ουκρανία και μετά. Στις ΗΠΑ, τα οικονομικά δεδομένα ήταν καλύτερα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, αλλά η έκθεση για την απασχόληση του Ιουλίου ήταν σαφώς κατώτερη των προσδοκιών, που είναι ανησυχητικό.

Ενδεχομένως οι αγορές τελικά να συνειδητοποιούν ότι μπορεί πράγματι να έχουμε τελικά μια προσγείωση της οικονομίας, ακόμη και ύφεση. Οι αγορές παίζουν με την ιδέα μιας ήπιας προσγείωσης εδώ και αρκετό καιρό. Αλλά αυτό που μας είπε η πρόσφατη μεταβλητότητα των αγορών είναι ότι οι επενδυτές δεν αποτιμούν πραγματικά μια ήπια προσγείωση για την οικονομία των ΗΠΑ, αλλά μάλλον μια μη προσγείωση. Η μη προσγείωση ως ορισμός, είναι όταν η οικονομία αναπτύσσεται κοντά στο δυνητικό της ρυθμό, που είναι περίπου 2% για τις Ηνωμένες Πολιτείες και λιγότερο από 1% για την Ευρώπη στο σύνολό της. Μια ήπια προσγείωση, είναι όταν η οικονομία βρίσκεται κοντά στη στασιμότητα, αλλά δεν βρίσκεται ακόμα σε ύφεση. Μια σκληρή προσγείωση θα ήταν

---

μια απόλυτη συρρίκνωση, δηλαδή ύφεση.

Εάν οι μετοχές είναι τόσο ακριβές όπως είναι, κάτι τέτοιο δεν θα συμβάδιζε με την έννοια μιας ήπιας προσγείωσης και σίγουρα όχι με σκληρή προσγείωση. Το τι συνιστά μια ακριβή αγορά μετοχών και τι όχι δεν είναι τόσο απλό. Αυτό θα εξαρτιόταν από πολλούς και μεταβλητούς παράγοντες. Αλλά τα ιστορικά προηγούμενα υποδηλώνουν ότι ένας πολλαπλασιαστής τιμής/κερδών άνω του 20x για το αμερικανικό χρηματιστήριο όπως είναι σήμερα, είναι πολύ υψηλός. Αυτός ο πολλαπλασιαστής θα υποδήλωνε μια πολύ αισιόδοξη προοπτική για την οικονομία σε βάθος χρόνου, η οποία δεν είναι διατηρήσιμη. Εν ολίγοις, οι μετοχές δεν είναι φθηνές στα τρέχοντα επίπεδα, και σε υψηλότερες αποτιμήσεις, οι αγορές είναι πιο ευάλωτες σε αρνητικά σοκ, στους αυξανόμενους γεωπολιτικούς κινδύνους και την παρατεταμένη και βαθύτερη οικονομική αδυναμία.

### **Περιοριστικές πολιτικές**

Η δημοσιονομική πολιτική στις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ευρώπη μπορεί να είναι, ή σε πολλές περιπτώσεις έχει αρχίσει να γίνεται, μη βιώσιμη. Αυτό συμβαίνει όταν τα επίπεδα χρέους είναι υψηλά σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας και οι πληρωμές τόκων για το υφιστάμενο χρέος απορροφούν όλο και μεγαλύτερο μέρος του προϋπολογισμού, αναγκάζοντας σε περικοπές σε άλλους τομείς και τροφοδοτώντας τον πληθωρισμό και τα υψηλότερα επιτόκια σε μια δυνητικά αποσταθεροποιητική δυναμική.

Οι αγορές ομολόγων μπορούν μερικές φορές να αποτελέσουν βαρόμετρο για τη βιωσιμότητα του χρέους. Εάν οι αγορές δεν απορροφούν τις νέες εκδόσεις ομολόγων, αυτό είναι κακό σημάδι. Δύο πράγματα μπορούν να συμβούν σε τέτοια περίπτωση: οι αποδόσεις θα αυξηθούν για να απορροφήσουν τις νέες εκδόσεις, καθιστώντας το χρέος ακόμη λιγότερο βιώσιμο, ή η νομισματική αρχή θα αναγκαστεί να ρευστοποιήσει μεγαλύτερο μέρος του χρέους, γεγονός που θα προκαλέσει πληθωρισμό.

Μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, η νομισματική πολιτική ήταν πολύ διευκολυντική για μεγάλο χρονικό διάστημα. Τα επιτόκια μειώθηκαν στο μηδέν ή κοντά στο μηδέν, και σε ορισμένες περιπτώσεις ήταν ακόμα και αρνητικά. Οι ισολογισμοί των κεντρικών τραπεζών διογκώθηκαν μετά από διαδοχικούς γύρους ποσοτικής χαλάρωσης και παραμένουν ακόμη πολύ διογκωμένοι. Τα περιθώρια για περαιτέρω μη πληθωριστική χαλάρωση μπορεί να μην υπάρχουν πια.

Το πιο σημαντικό είναι ότι τα υψηλά επίπεδα δημόσιου χρέους καθιστούν πιο δύσκολη τη διαχείριση της καμπύλης των επιτοκίων στις μακροπρόθεσμες λήξεις. Καθώς τα επιτόκια αυξάνονται, η εξυπηρέτηση του χρέους αυξάνεται και οι κρατικές δαπάνες πρέπει να

---

αυξηθούν περαιτέρω για να αποφευχθεί η λιτότητα. Καθώς το δημόσιο χρέος γίνεται λιγότερο ελκυστικό, η μειωμένη ζήτησή του ασκεί ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια. Όταν η κεντρική τράπεζα απορροφά τις χρηματοδοτικές ανάγκες της κυβέρνησης, αυξάνει τις πληθωριστικές πιέσεις. Μακροπρόθεσμα, τα επιτόκια, όπως και ο πληθωρισμός, κινούνται σε μακροχρόνιους και πολυετείς κύκλους. Από το 1981 έως το 2020, τα επιτόκια βρισκόταν σε πτωτική πορεία για σχεδόν 40 χρόνια. Τα επιτόκια βρισκονται τώρα σε ανοδική τάση από το 2020 και μετά. Τα επιτόκια θα έχουν διακυμάνσεις, μπορεί ακόμη και να πέσουν βραχυπρόθεσμα, αλλά κατά μέσο όρο μακροπρόθεσμα, και δεν μπορούμε να πούμε εκ των προτέρων πόσο καιρό θα διαρκέσει αυτό, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια αναμένεται να αυξηθούν και να παραμείνουν υψηλότερα.

### **Επιβράδυνση της ανάπτυξης**

Η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα ενδεχομένως να επιβραδύνεται περισσότερο από ό,τι αναμενόταν. Η ανάπτυξη στις Ηνωμένες Πολιτείες μπορεί να αυξήθηκε από 1.3% το πρώτο τρίμηνο σε 2.4% το δεύτερο, αλλά υπάρχει αντιστροφή της τάσης. Αυτό μπορεί να φανεί από τη συρρίκνωση της προσφοράς χρήματος και την αύξηση της ανεργίας. Η μεταποιητική δραστηριότητα βρίσκεται σε ύφεση εδώ και περίπου δύο χρόνια, όπως αποτυπώνεται στους δείκτες αγορών, οι οποίοι έχουν επιδεινωθεί κάτω από το 50, το σημείο αναφοράς μεταξύ επέκτασης και συρρίκνωσης. Ο τομέας των υπηρεσιών ήταν πιο ανθεκτικός, αλλά έχει επίσης αρχίσει να επιβραδύνεται.

### **Συμπέρασμα**

Η αντίληψη ότι οι οικονομίες κυμαίνονται με αυτοδιορθωτικό τρόπο, ότι υπάρχουν αυτόματοι διορθωτικοί παράγοντες που ωθούν την οικονομία προς την αντίθετη κατεύθυνση, από την ύφεση στην ανάκαμψη και αντίστροφα, δεν είναι πάντα αληθής. Αυτό που αγνοεί αυτή η αντίληψη είναι την αρχική θέση μιας οικονομίας μετά από μια ύφεση ή μετά από μια ανάκαμψη. Συνήθως, στις περισσότερες περιπτώσεις, κάθε ανάκαμψη μετά από ύφεση ξεκινά με υψηλότερο επίπεδο χρέους, τόσο του δημόσιου όσο και του ιδιωτικού. Στην εξέλιξη της, μακροπρόθεσμα, αυτή η διαδικασία φτάνει τελικά σε ένα σημείο μέγιστης δυνατότητας διαχείρισης και εξυπηρέτησης του χρέους. Ενώ το χρέος μπορεί να είναι θετικός παράγοντας για μια οικονομία σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, αποτελεί τροχοπέδη σε υψηλά επίπεδα. Κάθε ανάκαμψη μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ήταν περισσότερο αδύναμη και η κατανομή του εισοδήματος πιο ανισότιμη. Το χρέος είναι στην ουσία μια γενικευμένη δαπάνη, που καταβάλλεται από την οικονομία στο σύνολό της, από τη συντριπτική πλειονότητα των υπερχρεωμένων νοικοκυριών και επιχειρήσεων, σε μια μειοψηφία πιστωτών. Το ευρύτερο

---

πλαίσιο είναι ότι τα γενικά έξοδα του χρέους δεν μπορούν να πληρωθούν χωρίς μεταφορά εισοδήματος και πλούτου από τους οφειλέτες στους πιστωτές. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο επέρχεται πόλωση, με τα ανώτερα εκατοστημόρια της κατανομής του εισοδήματος να περιορίζονται στο 10% ή στο 1%.

*\*Ο Ιωάννης Τιρκίδης είναι Διευθυντής Οικονομικών Ερευνών στην Τράπεζα Κύπρου και Πρόεδρος της Εταιρείας Κυπριακών Οικονομικών Μελετών (Cyprus Economic Society). Οι απόψεις που εκφράζονται είναι προσωπικές.*