



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**EXECUTIVE MBA**

**Διπλωματική Εργασία**

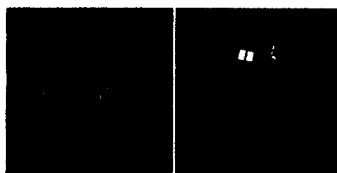
***ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΦΟΥΣΚΩΝ***  
***ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ***

**Ζαχαρίας Καλαϊτζάκης**

**Επιβλέπων Καθηγητής:**  
**Καθηγητής Παναγιώτης Γ. Αρτίκης**

**Πειραιάς, 2019**

**Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας**



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

**ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : Ε-MBA» με τίτλο ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΦΟΥΣΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριάς.....

Όνοματεπώνυμο ΖΑΧΑΡΙΑΣ ΚΑΛΑΪΤΖΑΚΗΣ...

Ημερομηνία.....31/10/2019.....

*Αφιερώνεται στην Νίκη για την υπομονή της*

## ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΦΟΥΣΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ

Σημαντικοί όροι: Οικονομικές κρίσεις, Χρηματοοικονομική Φούσκα, Rational Models, Behavioral Models, Συμπεριφορικά σφάλματα

### ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η μελέτη των Μηχανισμών Δημιουργίας Χρηματοοικονομικών Φουσκών και οι οικονομικές συνέπειες τους. Οικονομικές κρίσεις και χρηματοοικονομικές φούσκες είναι φαινόμενα τα οποία απαντώνται αρκετά συχνά στις αγορές περιουσιακών στοιχείων και θεωρούνται ως ένα βαθμό αλληλένδετες και αλληλοεξαρτώμενες. Η φούσκα ακινήτων που έσκασε στην Αμερική το 2008 και συμπαρέσυρε μαζί της την παγκόσμια οικονομία κατέδειξε τη σοβαρότητα των επιπτώσεων που μπορούν να έχουν τέτοιες ανισορροπίες. Αρχικά αναπτύσσεται η έννοια της οικονομικής κρίσης, τα χαρακτηριστικά της ενώ παρατίθενται οι κύριες κατηγορίες οικονομικών κρίσεων. Στην συνέχεια αναλύονται οι χρηματοοικονομικές φούσκες (έννοιες, ορισμοί), εξετάζονται τα στάδια μιας φούσκας από την στιγμή που ξεκινάει μέχρι το επώδυνο σπάσιμο της ενώ αναλύονται τα κυριότερα μοντέλα δημιουργίας χρηματοοικονομικών φουσκών τα οποία χωρίζονται σε δύο βασικές κατηγορίες: 1) Τα Ορθολογικά Μοντέλα (Rational Models) τα οποία κινούνται γύρω από την υπόθεση ότι οι επενδυτές δρουν ορθολογικά και 2) Τα Συμπεριφορικά Μοντέλα (Behavioral Models) τα οποία αποκλίνουν από την υπόθεση της πλήρους ορθολογικότητας και ερμηνεύουν την δημιουργία και το σκάσιμο της φούσκας χρησιμοποιώντας εμπειρικά δεδομένα της ψυχολογίας. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έφερε επανάσταση στην Οικονομική Επιστήμη μετά το δεύτερο μισό του 20ου αιώνα καθώς ανέδειξε ότι οι άνθρωποι δεν επιλέγουν πάντοτε τις επενδύσεις τους ορθολογικά και πολύ συχνά διαπράττουν γνωστικά και συναισθηματικά σφάλματα που οδηγούν σε καταστροφικές συνέπειες για τους ίδιους αλλά και στρεβλώσεις στις αγορές. Τα κυριότερα από αυτά τα συμπεριφορικά σφάλματα αναλύονται στην παρούσα εργασία. Τέλος, θα δούμε και θα αναλύσουμε τις συνέπειες που προέκυψαν από μεγάλες και διάσημες φούσκες της παγκόσμιας οικονομικής ιστορίας και θα κλείσουμε με ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα φούσκας στην Ελληνική πραγματικότητα του 19ου αιώνα (σταφιδικό ζήτημα) που οι επιπτώσεις της ταλαιπώρησαν την Ελληνική κοινωνία για αρκετά χρόνια.

## ***Ευχαριστίες***

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους καθηγητές μου και όλους αυτούς που δημιούργησαν και υποστηρίζουν αυτό το μεταπτυχιακό πρόγραμμα. Ιδιαίτερες ευχαριστίες αποδίδω στον επιβλέπων καθηγητή μου Παναγιώτη Αρτίκη, για την υποστήριξη του στην ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.*

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ</b>	<b>Σελ.</b>
Πίνακας 1: Minsky Moment	<b>23</b>

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b>	<b>Σελ.</b>
Διάγραμμα 1: Ο κύκλος των συναισθημάτων του μέσου επενδυτή	<b>49</b>
Διάγραμμα 2: Τιμή Τουλίπας (1636-1637)	<b>52</b>
Διάγραμμα 3: Τιμή μετοχής εταιρείας Νότιας Θάλασσας (1718-1721)	<b>53</b>
Διάγραμμα 4: Τιμή μετοχής εταιρείας του Μισισιπή (1719-1721)	<b>55</b>
Διάγραμμα 5: Πορεία Dow Jones (1929-1940)	<b>58</b>
Διάγραμμα 6: Πορεία Nikkei (1970-2000)	<b>60</b>
Διάγραμμα 7: Πορεία δείκτη τιμών ακινήτων Ιαπωνίας (1980-2006)	<b>61</b>
Διάγραμμα 8: Πορεία Nasdaq (1995-2010)	<b>63</b>
Διάγραμμα 9: Πορεία Mortgage Delinquencies USA (1998-2010)	<b>66</b>
Διάγραμμα 10: Δείκτης Παραγωγής/Εξαγωγών Κορινθιακής Σταφίδας (1896-1925)	<b>68</b>

<b>ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ</b>	<b>Σελ.</b>
Περίληψη	III
Ευχαριστίες	IV
Κατάσταση Πινάκων/Διαγραμμάτων	V
Εισαγωγή	1
<b>Κεφάλαιο 1: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ</b>	<b>1</b>
1.1: Συναλλαγματικές Κρίσεις	3
1.2: Κρίσεις Πληθωρισμού	4
1.3: Τραπεζικές Κρίσεις	5
1.4: Κρίσεις Εξωτερικού Χρέους	7
1.5: Κρίσεις της Ασίας Περιουσιακών Στοιχείων	8
1.6: Κοινό Εξωγενές Σοκ	8
<b>Κεφάλαιο 2: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΦΟΥΣΚΑ</b>	<b>9</b>
2.1: Πως ξεκινάει μια φούσκα	12
2.2: Πότε σκάει μια φούσκα	15
<b>Κεφάλαιο 3: ΜΟΝΤΕΛΑ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΦΟΥΣΚΩΝ</b>	<b>17</b>
3.1: Ορθολογικά Μοντέλα	17
3.2: Νέα γενιά των Rational Models	19
3.2.1: Το φαινόμενο της αγέλης	19
3.2.2: Περιορισμένη ευθύνη	20

3.2.3: Στρεβλά κίνητρα	21
3.2.4: Minsky Moment	22
<b>Κεφάλαιο 4: ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ: Η ΑΜΦΙΣΒΗΤΗΣΗ</b>	<b>27</b>
4.1.1: Differences of opinion and short sale constraints	28
4.1.2: Feedback trading	29
4.1.3: Representativeness heuristic	30
4.1.4: Biased self-attribution	30
4.2: Συμπεριφορικά σφάλματα	31
4.2.1: Σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας	32
4.2.2: Σφάλμα διαθεσιμότητας	33
4.2.3: Φήμες και αντίδραση στα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης	34
4.2.4: Σφάλμα οικειότητας και σφάλμα εντοπιότητας	34
4.2.5: Σφάλμα διατύπωσης	35
4.2.6: Νοητική λογιστική	36
4.2.7: Αγκίστρωση ή Προσκόλληση	37
4.2.8: Υπερβολική αυτοπεποίθηση	38
4.2.9: Αποστροφή απώλειας	39
4.2.10: Αποστροφή αβεβαιότητας	39
4.2.11: Αποστροφή μετάνοιας και αποτέλεσμα προδιάθεσης	40
4.2.12: Συντηρητισμός	41
4.2.13: Αγελαία συμπεριφορά	42



4.2.14: Υπεραντίδραση	42
4.2.15: Γνωστική ασυμφωνία	43
4.2.16: Σφάλμα επιβεβαίωσης	44
4.2.17: Σφάλμα αισιοδοξίας και σφάλμα απαισιοδοξίας	44
4.2.18: Ψευδαισθήσεις	45
4.2.19: Ψευδαίσθηση του χρήματος	45
4.2.20: Ψευδαίσθηση της γνώσης	46
4.2.21: Ψευδαίσθηση του ελέγχου	47
4.3: Ο κύκλος των συναισθημάτων του μέσου επενδυτή	47
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΜΕΓΑΛΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ</b>	<b>49</b>
5.1: Η φούσκα της Τουλίπας	49
5.2: Η φούσκα της Νότιας Θάλασσας	52
5.3: Η φούσκα του Μισισιπή	54
5.4: Η φούσκα του 1929	55
5.5: Η φούσκα των μετοχών και των ακινήτων της Ιαπωνίας	59
5.6: Η φούσκα του Internet	62
5.7: Η φούσκα των Subprime Mortgages	63
5.8: Η φούσκα της σταφίδας (Ελληνική περίπτωση)	67
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b>	<b>70</b>
<b>Ελληνική Βιβλιογραφία/Αρθρογραφία</b>	<b>71</b>
<b>Ξένη Βιβλιογραφία/Αρθρογραφία</b>	<b>71</b>

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Την άνοιξη του 1720, ο Sir Isaac Newton -ένας από τους πιο έξυπνους ανθρώπους που έζησαν ποτέ- κατείχε μετοχές στην South Sea Company, την πιο «καυτή» τότε μετοχή στην Αγγλία. Πούλησε τις μετοχές του αποκομίζοντας 7.000 λίρες που αντιστοιχούσαν στο 100% της αρχικής του επένδυσης. Μόλις λίγους μήνες αργότερα όμως, σε μια περίοδο έντονου ενθουσιασμού αγόρασε και πάλι μετοχές της ίδιας εταιρίας σε πολύ υψηλότερη τιμή και έχασε 20.000 λίρες βιώνοντας με πολύ οδυνηρό τρόπο το σπάσιμο μιας μεγάλης χρηματοοικονομικής φούσκας. Εν ολίγοις άφησε την μανία της αγέλης να κατευθύνει την δική του κρίση παραβλέποντας την συναισθηματική πειθαρχία που απαιτεί η επιτυχημένη επένδυση.

Οι φούσκες και οι χρηματοοικονομικές κρίσεις είναι φαινόμενα τα οποία απαντώνται αρκετά συχνά στις αγορές περιουσιακών στοιχείων. Ακόμη και αν έχει διατυπωθεί πλήθος θεωριών για τους λόγους και τους τρόπους που αναπτύσσεται και σκάει μια φούσκα, φαίνεται πως είναι πολύ δύσκολη η πρόβλεψη και αποφυγή τους. Και αυτό γιατί οι ανισορροπίες που δημιουργούνται στην αγορά και οδηγούν στο σκάσιμο μιας φούσκας είναι πολλές φορές δύσκολο να ανιχνευθούν.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ**

Οι οικονομικές κρίσεις είναι ένα σύνθετο φαινόμενο. Καμία οικονομική κρίση δεν είναι ακριβώς η ίδια, αλλά και καμία οικονομική κρίση δεν είναι μοναδική και χωρίς προηγούμενο. Μπορεί να έχουν πολλές και διαφορετικές αιτίες (π.χ. πτώση της αξίας του νομίσματος, πτώση του χρηματιστηρίου, αλλά και πόλεμος, κυβερνητική πολιτική, κοκ.), να εκδηλώνονται σε διαφορετικούς κλάδους της οικονομίας (π.χ. χρηματοπιστωτικό τομέα, πραγματική οικονομία, δημοσιονομική διοίκηση, εμπόριο), να λαμβάνουν χώρα σε διαφορετικό γεωγραφικό επίπεδο (π.χ. εθνικό, περιφερειακό, παγκόσμιο) και να έχουν διαφορετικές επιπτώσεις οικονομικές, κοινωνικές αλλά και πολιτικές. Ωστόσο, ενδέχεται να συμβαίνουν και όλα ή αρκετά από τα παραπάνω μαζί ταυτόχρονα σε μια κρίση.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι οικονομικές κρίσεις συνήθως συνδυάζουν συμπτώματα περισσότερων από μια κατηγορία των κρίσεων που θα αναλυθούν παρακάτω. Πολύ συχνά ένα είδος κρίσης, έχει επιπτώσεις που οδηγούν και σε άλλο είδος κρίσης. Έτσι για παράδειγμα, μια κρίση λόγω φυγής κεφαλαίων (για οικονομικούς ή πολιτικούς λόγους, ή ακόμα και για εξωτερικούς λόγους), πολύ συχνά οδηγεί σε μια συναλλαγματική κρίση, καθώς οι επενδυτές που φεύγουν πωλούν το τοπικό νόμισμα, γεγονός που μπορεί να έχει επιπτώσεις και για τον τραπεζικό τομέα ή τις τοπικές επιχειρήσεις αν έχουν δανειστεί σε ξένο συνάλλαγμα, με συνέπεια να έχουμε και πιθανή τραπεζική κρίση, ή ακόμα και μια κρίση (ιδιωτικού) χρέους. Πολύ συχνά, ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια οι οικονομικές κρίσεις ξεφεύγουν από το εθνικό επίπεδο και επηρεάζουν την περιφερειακή ή ακόμα και την παγκόσμια οικονομία. Αυτό συμβαίνει γιατί έχει αυξηθεί η πιθανότητα μετάδοσης (contagion) των κρίσεων, εξαιτίας παραγόντων όπως η ελεύθερη και ταχύτερη κυκλοφορία κεφαλαίων, η ελεύθερη διακύμανση συναλλαγματικών ισοτιμιών, η αυξανόμενη αλληλεξάρτηση των οικονομιών, κ.ο.κ. Τα παραδείγματα είναι πολλά και δεν περιορίζονται μόνο στην εποχή της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης – π.χ. Η φούσκα των Νοτίων Θαλασσών του 1720 και η φούσκα της εταιρείας του Μισσισιππή την ίδια χρονιά, η κρίση του 1873, η κρίση του 1929, η κρίση της δεκαετίας του 1980, η κρίση της Νοτιοανατολικής Ασίας, η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-8, αλλά και η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη.

Οι οικονομικές κρίσεις αποκτούν διεθνείς διαστάσεις είτε γιατί έχουν προκαλέσει κάποιο σοκ που επηρεάζει ταυτόχρονα σημαντικά τμήματα του διεθνούς οικονομικού συστήματος, αυτοτελώς ή μέσω διαφόρων «καναλιών», είτε γιατί μια εθνική ή άλλη κρίση μεταδίδεται μέσω των ίδιων «καναλιών» από χώρα σε χώρα (contagion). Τα κανάλια αυτά συνήθως είναι το διεθνές εμπόριο, οι διεθνείς κινήσεις κεφαλαίου και το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Η οικονομική βιβλιογραφία έχει οδηγηθεί στην δημιουργία κατηγοριοποιήσεων/τυπολογιών κρίσεων, συνήθως με βασικό κριτήριο τα αίτια της κρίσης. Ωστόσο η τυπολογία αυτές δεν ταυτίζονται πάντα. Εδώ θα εξετάσουμε τις περισσότερες από τις κατηγορίες κρίσεων που αναφέρονται στην βιβλιογραφία, ανεξάρτητα αν αυτές εμπίπτουν σε μια ή περισσότερες τυπολογίες.

## 1.1 Συναλλαγματικές Κρίσεις (Currency Crises)

Οι συναλλαγματικές κρίσεις αναφέρονται στην (συνήθως) απότομη και μεγάλη πτώση της αξίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας ενός νομίσματος. Ο ορισμός που ακολουθείται συνήθως είναι αυτός των Frankel and Rose (1996), που ορίζει ότι έχουμε συναλλαγματική κρίση εάν υπάρχει πτώση της αξίας ενός νομίσματος τουλάχιστον 25% σε ετήσια βάση. Συνήθως τέτοιες κρίσεις έχουμε όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή (fixed exchange rate). Η πτώση της αξίας ενός νομίσματος επέρχεται όταν γίνονται μαζικές πωλήσεις αυτού του νομίσματος που οδηγούν στην εξάντληση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας στην προσπάθεια της να υπερασπιστεί την αξία του νομίσματος, καθώς και ενδεχομένως από την σημαντική αύξηση των επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα, σε μια προσπάθεια να συγκρατήσει τις πωλήσεις.

Οι λόγοι της πτώσης της αξίας ενός νομίσματος μπορεί να είναι πολλοί: η κακή πορεία της οικονομίας μιας χώρας η οποία οδηγεί τους επενδυτές στην πώληση των περιουσιακών στοιχείων που διέθεταν στην χώρα αυτή και κατ' επέκταση στην πώληση μεγάλων ποσοτήτων του νομίσματος της χώρας, η απώλεια της αξιοπιστίας της οικονομικής πολιτικής μιας χώρας (ιδιαίτερα εάν αυτή συνδέεται και με το ενδεχόμενο μη αποπληρωμής χρεών προς εξωτερικούς δανειστές), ένα εξωτερικό σοκ, όπως η αύξηση των διεθνών επιτοκίων, ή ακόμα και μια πολεμική σύρραξη στην ευρύτερη γεωγραφική περιοχή, προβλήματα στους ισολογισμούς των τραπεζικών ιδρυμάτων ή/και μεγάλων επιχειρήσεων σε μια χώρα, ή ακόμα και η κερδοσκοπία των αγορών.

Υπάρχουν τρεις «γενιές» μοντέλων που εξηγούν συναλλαγματικές κρίσεις. Η πρώτη γενιά μοντέλων εστιάζει κυρίως στην οικονομική πολιτική των χωρών και την συμπεριφορά των επενδυτών, οι οποίοι δρώντας ορθολογικά «ποντάρουν» στην αδυναμία συνέχισης της τρέχουσας οικονομικής πολιτικής και προεξοφλώντας την μελλοντική υποτίμηση του νομίσματος ενεργούν με τέτοιο τρόπο (πουλώντας το νόμισμα) ώστε να κερδίσουν από αυτή. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν χώρες οι οποίες έχουν μεγάλα ελλείμματα στο δημοσιονομικό ισοζύγιο ή στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ή και στα δύο (δίδυμα ελλείμματα) – για αυτό και οι κρίσεις αυτές ονομάζονταν και κρίσεις του ισοζυγίου πληρωμών (balance of payments crises). Η δεύτερη γενιά μοντέλων εστιάζεται περισσότερο στην κερδοσκοπία και στην πιθανότητα δημιουργίας μιας κρίσης παρά το

γεγονός ότι την δεδομένη στιγμή τα χαρακτηριστικά μιας οικονομίας εμφανίζονται υγιή. Η κρίση επέρχεται γιατί ορισμένοι επενδυτές διαβλέπουν ένα μελλοντικό κίνδυνο αποσταθεροποίησης της ισοτιμίας και ενεργούν πρώτοι (πουλάνε), με το σκεπτικό ότι αργά ή γρήγορα θα αντιληφθούν τον κίνδυνο και άλλοι επενδυτές οι οποίοι θα πουλήσουν – για να μην μείνουν τελευταίοι και υποστούν ζημίες – ξεκινάνε τις πωλήσεις οι οποίες στην ουσία λειτουργούν σαν αυτό-εκπληρούμενη προφητεία αφού οδηγούν και άλλους επενδυτές σε μαζικές πωλήσεις (ψυχολογία του όχλου – herd behaviour). Η ανάπτυξη αυτών των μοντέλων επηρεάστηκε από την κρίση του Ευρωπαϊκού Συστήματος Συναλλαγματικών Ισοτιμιών στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Η τρίτη γενιά μοντέλων επηρεάστηκε από την Ασιατική κρίση. Εδώ η κρίση ξεκινάει από τα προβλήματα στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων και κυρίως των τραπεζών. Τα μακροοικονομικά και δημοσιονομικά στοιχεία είναι καλά, ωστόσο υποκρύπτουν ενδεχόμενα προβλήματα στον ιδιωτικό τομέα, τα οποία συνδέονται με την απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της κίνησης κεφαλαίων. Οι μεγάλες εισροές κεφαλαίων αυξάνουν τον κίνδυνο κρίσης καθώς (Breuer 2004): α) αυξάνουν την ρευστότητα στην οικονομία και συνεπώς την ανάληψη επενδύσεων υψηλότερου κινδύνου, β) με αυξημένη πρόσβαση σε κεφάλαια αυξάνουν και οι ευκαιρίες για απάτες και διαφθορά, γ) αυξάνει ο ανταγωνισμός μεταξύ των τραπεζών με αποτέλεσμα την χρηματοδότηση πιο επισφαλών επενδύσεων και δ) το πρόβλημα του «ηθικού κινδύνου» – στον βαθμό που υφίσταται. Τα τελευταία αυτά μοντέλα περιγράφουν ένα τύπο κρίσης που συχνά απαντάται σαν ξεχωριστός και χαρακτηρίζεται από την απότομη διακοπή ή/και αναστροφή εισροών κεφαλαίου για τους παράγοντες που αναφέραμε παραπάνω (Claessens and Kose 2013).

## **1.2 Κρίσεις Πληθωρισμού (Inflation Crises)**

Η ύπαρξη υψηλού πληθωρισμού μπορεί να είναι ένα χρόνιο πρόβλημα σε μια οικονομία και για αυτό συχνά είναι δύσκολο να την ξεχωρίσουμε από μια κρίση πληθωρισμού. Οι Reinhart and Rogoff την ορίζουν σαν μια αύξηση του πληθωρισμού στο 20% μέσα σε μια περίοδο δώδεκα μηνών. Στη ουσία όταν μιλάμε για κρίσεις πληθωρισμού μιλάμε για υπερπληθωρισμό ο οποίος δημιουργείται όταν αυξάνεται συνεχώς η προσφορά χρήματος – κυρίως με την δημιουργία μεγάλων δημοσιονομικών ελλειμμάτων τα οποία χρηματοδοτούνται με το κόψιμο νέου χρήματος- την ύπαρξη αβεβαιότητας για το μέλλον, καθώς και την έλλειψη αγαθών. Σε τέτοιες περιπτώσεις οι τιμές ανεβαίνουν συνεχώς με γεωμετρικό ρυθμό. Τέτοιες κρίσεις συμβαίνουν συνήθως κατά την διάρκεια πολέμων ή

μετά από αυτούς – για παράδειγμα το 1923 η Γερμανία έφτασε να έχει πληθωρισμό της τάξης του  $3.25 \times 10^6$  και χαρτονομίσματα των 100 τρις., ενώ η Ελλάδα το 1944 έφτασε να έχει πληθωρισμό της τάξης του 8,5 δισ. σε ένα μήνα και χαρτονομίσματα των 100 δισ.

Συνήθως η τάξη αποκαθίσταται με την αλλαγή πολιτικής και την μετατροπή των πληθωριστικών νομισμάτων σε νέα (currency reform). Πολύ παλαιότερα, όταν υπήρχαν μεταλλικά νομίσματα, ο υπερπληθωρισμός μπορεί να ήταν αποτέλεσμα της υποτίμησης των νομισμάτων (όσον αφορά την περιεκτικότητά τους σε πολύτιμο μέταλλο).

### **1.3 Τραπεζικές Κρίσεις**

Ένα τραπεζικό ίδρυμα έχει κομβικό ρόλο στην καθημερινή λειτουργία του οικονομικού συστήματος, μέσω της λειτουργίας του ως διαχειριστή και εγγυητή του συστήματος πληρωμών και πίστωσης (payment services). Η χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση επιτρέπει την μεταφορά κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές, μέσω της επίλυσης των «αποτυχιών της αγοράς» και ειδικότερα των προβλημάτων του κόστους συναλλαγών (transaction costs) και των ασυμμετριών πληροφόρησης (information asymmetries) μεταξύ των αποταμιευτών και των επενδυτών.

Τα τραπεζικά ιδρύματα ωστόσο, διατηρούν μόνο ένα ποσοστό των συνολικών καταθέσεων τους ως άμεσα διαθέσιμα ρευστά, ενώ χρησιμοποιούν το υπόλοιπο για την χορήγηση δανείων. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με το πρόβλημα των ασυμμετριών πληροφόρησης μπορεί να οδηγήσει σε «τραπεζικούς πανικούς», δηλαδή την δημιουργία πανικού στους καταθέτες (με αφορμή την γνωστοποίηση προβλημάτων μιας τράπεζας ή ακόμη και την διάδοση μιας φήμης), οι οποίοι μην έχοντας γνώση της ακριβούς κατάστασης προτιμούν για λόγους ασφάλειας να αποσύρουν τις καταθέσεις τους από την τράπεζα. Οι ταυτόχρονες, μαζικές αποσύρσεις καταθέσεων οδηγούν στην κατάρρευση της τράπεζας, καθώς αυτή δεν έχει τα απαραίτητα διαθέσιμα για να πληρώσει τους καταθέτες. Ο πανικός αυτός μπορεί πολύ εύκολα και χωρίς να συντρέχουν απαραίτητα αντικειμενικές προϋποθέσεις να εξαπλωθεί σε όλο τον τραπεζικό κλάδο.

Λόγω του κομβικού ρόλου του τραπεζικού συστήματος για την ανάπτυξη και λειτουργία της οικονομίας οι τραπεζικές κρίσεις έχουν πολύ μεγάλο αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομία και συνήθως οδηγούν σε πάγωμα της ρευστότητας (credit crunch) και

οικονομική ύφεση, ενώ οι κρίσεις που προκαλούν στην ευρύτερη οικονομία συνήθως διαρκούν περισσότερο από κρίσεις που οφείλονται σε άλλους παράγοντες. Για τους λόγους αυτούς υπάρχουν εκτεταμένες ρυθμίσεις του τραπεζικού τομέα όπως Προληπτική ρύθμιση και εποπτεία για την αποφυγή τραπεζικών κρίσεων (Prudential Regulation and Supervision), Εγγύηση καταθέσεων (Deposit Guarantee), Κεντρική Τράπεζα ως Δανειστής Έσχατης Ανάγκης (Lender of Last Resort) κ.α. Ωστόσο, οι ρυθμίσεις αυτές ενδέχεται να δημιουργήσουν ηθικούς κινδύνους, δημιουργώντας έτσι κίνητρα για την ανάληψη υψηλότερων επιπέδων κινδύνων από την πλευρά των τραπεζών (Too big to Fail).

Αν και οι τραπεζικές κρίσεις εκδηλώνονται από τη πλευρά των καταθετών (liabilities – υποχρεώσεις για τους ισολογισμούς των τραπεζών), η αιτία της αντίδρασης των καταθετών πολύ συχνά βρίσκεται στην πλευρά του ενεργητικού των τραπεζών δηλαδή στα περιουσιακά τους στοιχεία – π.χ. στεγαστικά, καταναλωτικά, εταιρικά, και άλλα δάνεια, ή επενδύσεις σε κινητές ή ακίνητες αξίες. Ενδεικτικοί παράγοντες που συνήθως οδηγούν σε τραπεζικές κρίσεις είναι οι μη βιώσιμες αυξήσεις στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, η υπερβολική αύξηση της πίστωσης που οδηγεί σε υπερχρέωση (credit booms), η αύξηση δανείων με υψηλό επίπεδο κινδύνου και αύξηση γενικότερα του λεγόμενου συστημικού κινδύνου και τέλος η αποτυχία της ρύθμισης και της εποπτείας να συμβαδίσει με την καινοτομία στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Σε διεθνές επίπεδο το χρηματοπιστωτικό σύστημα μπορεί να μεταδώσει μια κρίση για διάφορους λόγους και με διάφορους τρόπους: Τράπεζες που έχουν εκτεθεί σε μια κρίση σε άλλη χώρα, αποσύρουν κεφάλαια/ περιορίζουν την χρηματοδότηση/ μειώνουν τα περιουσιακά τους στοιχεία στην μητρική τους χώρα ή σε άλλες χώρες που δραστηριοποιούνται για να καλύψουν τις ζημιές τους/ να καλύψουν τις ανάγκες τους, όπως τα περιθώρια δανεισμού τους με εξασφάλιση. Τράπεζες που έχουν εκτεθεί σε κρίση σε μια άλλη χώρα χρεοκοπούν με αποτέλεσμα την επέκταση της κρίσης στην μητρική ή και σε άλλες χώρες που δραστηριοποιούνται (για παράδειγμα η περίπτωση της Ισλανδίας). Όταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διασώζονται από τις κυβερνήσεις τους τότε μπορεί να οδηγηθούμε σε κρίσεις κρατικού χρέους (π.χ. Ιρλανδία).

## **1.4 Κρίσεις Εξωτερικού Χρέους (External Debt Crises) & Εσωτερικού Χρέους (Domestic Debt Crises)**

Ως κρίση Εξωτερικού Χρέους ορίζεται η αδυναμία μιας χώρας να αποπληρώσει μέρος ή το σύνολο χρέους το οποίο έχει εκδοθεί με βάση το νομικό καθεστώς άλλης χώρας και το οποίο είναι συνήθως αποτιμημένο σε ξένο νόμισμα και βρίσκεται στην κατοχή κυρίως ξένων επενδυτών.

Ως κρίση Εσωτερικού Χρέους ορίζεται ως η αδυναμία μιας χώρας να αποπληρώσει μέρος ή το σύνολο χρέους το οποίο έχει εκδοθεί με βάση το δικό της νομικό καθεστώς και το οποίο είναι αποτιμημένο σε τοπικό νόμισμα και βρίσκεται στην κατοχή κυρίως εγχώριων επενδυτών.

Συνήθως οι κρίσεις εξωτερικού χρέους είναι αυτές που προσελκύουν περισσότερο την προσοχή των διεθνών ΜΜΕ και των αναλυτών γιατί εμπλέκουν επενδυτές σε πολλές χώρες. Επίσης συνήθως οι κυβερνήσεις δεν αθετούν το εσωτερικό χρέος τους καθώς - μπορούν να τυπώσουν χρήμα και να καλύψουν τις ανάγκες αποπληρωμής του χρέους. Ωστόσο αυτό δεν συμβαίνει πάντα -και τότε οι επιπτώσεις μπορεί να είναι πολύ αρνητικές- αλλά ακόμα και αν συμβεί υπάρχουν αρνητικές επιπτώσεις όπως η δημιουργία πληθωρισμού ή ακόμα και υπερπληθωρισμού. Τέτοιες επιλογές (τύπωμα χρήματος) μειώνουν την αξιοπιστία του νομίσματος και δημιουργούν μακροχρόνια προβλήματα στην οικονομία ενώ μειώνουν και την δυνατότητα δανεισμού από τις διεθνείς αγορές.

Η οριστική επίλυση κρίσεων εξωτερικού χρέους μπορεί να πάρει πολλά χρόνια, ακόμα και δεκαετίες – χαρακτηριστικό παράδειγμα η κρίση χρέους της Αργεντινής- καθώς είναι εξαιρετικά πολύπλοκες και εμπλέκονται πολλοί παράγοντες με διαφορετικά κίνητρα (τοπική κυβέρνηση, διαφορετικοί τύποι ξένων ιδιωτών επενδυτών, ξένοι επενδυτές δημόσιου χαρακτήρα (π.χ. κυβερνήσεις), οι Διεθνείς Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί, κοκ.).

Η εκδήλωση κρίσεων χρέους έχει προφανώς να κάνει με την πορεία της οικονομίας μιας χώρας και κατά συνέπεια την ικανότητα της να εξυπηρετήσει το χρέος της – ωστόσο πρέπει να σημειώσουμε ότι εξίσου σημαντικός παράγοντας είναι και η διαθεσιμότητα των κεφαλαίων κατά την «καλή περίοδο» πριν την κρίση. Έτσι η εύκολη πρόσβαση σε δανειακά κεφάλαια με χαμηλό κόστος μπορεί να οδηγήσει σε υπερχρέωση μια χώρα – π.χ.



Ελλάδα. Από την άλλη πλευρά και η αδυναμία πρόσβασης σε δανειακά κεφάλαια μπορεί να αποτελέσει πρόβλημα, όπως στην περίπτωση του λεγόμενου “original sin” αναπτυσσόμενων χωρών που τις κάνει πιο ευάλωτες σε κρίσεις εξωτερικού χρέους.

### **1.5 Κρίσεις της αξίας περιουσιακών στοιχείων (assets)**

Μια χαρακτηριστική μορφή τους είναι οι Χρηματιστηριακές Κρίσεις, δηλαδή η μεγάλη μείωση της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών. Συνήθως δεν συνοδεύονται από άλλες σημαντικές επιπτώσεις (π.χ. η κρίση του 1987, η φούσκα των dot.com, ή ακόμα και η κρίση του ελληνικού χρηματιστηρίου του 1999), αν και αυτό δεν ισχύει πάντα (π.χ. κραχ του 1929, κρίση της Ιαπωνίας, ή κρίση του 2008).

Κρίσεις assets θεωρούνται και αυτές που αφορούν την μεγάλη πτώση στην αξία των τιμών των ακινήτων (οικιακών ή εταιρικών). Αυτού του είδους οι κρίσεις μπορούν να οδηγήσουν σε άλλες μεγαλύτερες κρίσεις καθώς η πτώση των τιμών συμπαρασύρει και τον τραπεζικό τομέα, καθώς συνήθως τα ακίνητα αυτά έχουν αγοραστεί με δάνεια από τράπεζες. Η πτώση της τιμής τους σημαίνει ότι οι δανειολήπτες χρωστάνε πλέον στις τράπεζες περισσότερα από ότι αξίζουν τα ακίνητα τους – οι μαζικές πωλήσεις (fire sales), προκειμένου να εξυπηρετηθούν αυτά τα χρέη οδηγούν σε ακόμη μεγαλύτερη πτώση τιμών. Στον βαθμό που τα ακίνητα λειτουργούσαν ως εγγυήσεις για την παροχή χρηματοδοτήσεων, η πτώση των τιμών τους επίσης επιφέρει μείωση της χρηματοδότησης προς την οικονομία με προφανείς αρνητικές συνέπειες. Επίσης στον βαθμό που τα ακίνητα λειτουργούν σαν εγγύηση στο πλαίσιο τιτλοποιημένων προϊόντων, μπορούν να επιφέρουν σημαντικές ζημιές στους κατόχους των συγκεκριμένων τίτλων, με συνακόλουθες αλυσιδωτές αντιδράσεις, ιδίως αν οι κάτοχοι είναι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (Κρίση του 2007-08).

### **1.6 Κοινό Εξωγενές Σοκ**

Ένα κοινό εξωγενές σοκ μπορεί να προκαλέσει ταυτόχρονα προβλήματα σε πολλές εθνικές οικονομίες, δημιουργώντας εθνικές κρίσεις, οι οποίες μέσω των καναλιών του διεθνούς εμπορίου και επενδύσεων μπορεί ενδεχομένως να επιδεινωθούν. Το σοκ μπορεί να μην αφορά το διεθνές οικονομικό σύστημα αλλά να είναι πολιτικής φύσης, όπως για παράδειγμα ένας πόλεμος. Σε περιόδους ειρήνης εξωγενή σοκ μπορεί να είναι σοκ που

αφορούν την τιμή/ διαθεσιμότητα κάποιου σημαντικού αγαθού. Παράδειγμα: οι πετρελαϊκές κρίσεις του 1970. Μια σημαντική αλλαγή πολιτικής σε μια ισχυρή οικονομική δύναμη, η οποία επηρεάζει πολλές χώρες, μπορεί επίσης να αποτελέσει ένα εξωγενές σοκ. Παράδειγμα η περιοριστική νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ στις αρχές της δεκαετίας του 1980 και η κρίση χρέους της Λατινικής Αμερικής.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΦΟΥΣΚΑ**

Ένα όμορφο θέαμα, μια σφαίρα από υγρό, η οποία όμως δεν περιέχει τίποτα άλλο πέρα από αέρα και η οποία είναι τόσο εύθραυστη που μπορεί ανά πάσα στιγμή να σπάσει. Αυτό γνωρίζουμε εμπειρικά ως μία φούσκα. Κάτι παρόμοιο είναι και η φούσκα στην επιστήμη των οικονομικών. Όταν η τιμή ενός αγαθού ακολουθεί μία έντονα αυξητική πορεία, η οποία όμως δε βασίζεται σε κάποιο σοβαρό λόγο και συμβαίνει απλά και μόνο επειδή οι επενδυτές προσδοκούν ότι αυτό θα συμβεί, τότε ναι μεν το αγαθό έχει μια υψηλή τιμή (γεγονός που στα μάτια κάποιου μοιάζει όμορφο θέαμα), αλλά η τιμή αυτή είναι «κούφια» (μη ρεαλιστική) και μπορεί πολύ εύκολα να καταρρεύσει. Το συγκεκριμένο αγαθό, ή καλύτερα η αγορά του συγκεκριμένου αγαθού, λέμε ότι βρίσκεται σε φούσκα και η τιμή αυτού ονομάζεται τιμή-φούσκα.

Στην χρηματοοικονομική ο όρος της φούσκας αναφέρεται σε μεγάλες, παρατεταμένες λανθασμένες εκτιμήσεις (mispricing) των περιουσιακών στοιχείων. Έτσι, ως φούσκα ορίζεται η απόκλιση της θεμελιώδους τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου (fundamental value) από την τιμή του στην αγορά (market value).

Φυσικά, δεν μπορούμε να αποκαλέσουμε φούσκα κάθε προσωρινό mispricing. Εξαιτίας της δυσκολίας του υπολογισμού της θεμελιώδους αξίας των περιουσιακών στοιχείων οι φούσκες συχνά αναγνωρίζονται εκ των υστέρων, όταν παρατηρηθεί ραγδαία πτώση της τιμής των assets, και γίνεται φανερό ότι η υψηλές τιμές δεν ανταποκρίνονταν σε πραγματικά μεγέθη.

Η έννοια της φούσκας συνδέθηκε για πρώτη φορά με τη χρηματοοικονομική κρίση γύρω στο 1711-1720, κατά τη διάρκεια της φούσκας της Νότιας Θάλασσας που εκδηλώθηκε στη Βρετανία. Κατά το αρχικό αυτό στάδιο, ο όρος αναφερόταν στις ίδιες τις εταιρείες και τις

υπερτιμημένες μετοχές τους, και όχι στην εκδήλωση της κρίσης γενικώς. Η μεταφορά αυτή, κατεδείκνυε το γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών ήταν διογκωμένες και εύθραυστες, αποδίδοντας την συνεχή άνοδό τους σε τίποτα άλλο εκτός από αέρα. Για το λόγο αυτό ήταν ευάλωτες σε αιφνίδιες εκρήξεις, πράγμα το οποίο συνέβη και τότε. Αργότερα, ορισμένοι επέκτειναν τη μεταφορά προκειμένου να τονίσουν τον αναπάντεχο χαρακτήρα της φούσκας: όπως ακριβώς μια φούσκα σκάει ξαφνικά, χωρίς καμία προειδοποίηση, το ίδιο ξαφνικά καταρρέουν και οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων.

Οι φούσκες και οι χρηματοοικονομικές κρίσεις είναι φαινόμενα τα οποία απαντώνται αρκετά συχνά στις αγορές περιουσιακών στοιχείων. Η πρόσφατη φούσκα ακινήτων που έσκασε στην Αμερική και συμπαρέσυρε μαζί της την παγκόσμια οικονομία κατέδειξε τη σοβαρότητα των επιπτώσεων που μπορούν να έχουν τέτοιες ανισορροπίες. Ακόμη και αν έχει διατυπωθεί πλήθος θεωριών για τους λόγους και τους τρόπους που αναπτύσσονται και σκάνε οι φούσκες, φαίνεται πως είναι πολύ δύσκολη η πρόβλεψη και αποφυγή τους. Και αυτό γιατί οι ανισορροπίες που δημιουργούνται στην αγορά και οδηγούν στο σκάσιμο μιας φούσκας είναι πολλές φορές δύσκολο να ανιχνευθούν. Για παράδειγμα μια ξαφνική και έντονη αύξηση της τιμής ενός περιουσιακού στοιχείου συχνά μπορεί να δικαιολογηθεί από μια καινοτομία. Η καινοτομία αυτή μπορεί να είναι είτε τεχνολογική (σιδηρόδρομος, internet) είτε χρηματοοικονομική (τιτλοποίηση). Ωστόσο, καθώς η φούσκα διογκώνεται, αρχίζει να διαφαίνεται ότι οι βελτιώσεις που πυροδότησαν την αρχική αύξηση της τιμής του περιουσιακού στοιχείου, δεν δικαιολογούν πλέον την εκρηκτική πορεία του.

Οι φούσκες μπορεί να είναι είτε θετικές είτε αρνητικές. Ωστόσο, κατά συντριπτική πλειοψηφία εκδηλώνονται θετικές φούσκες. Μια θετική φούσκα λαμβάνει χώρα όταν η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται ένα περιουσιακό στοιχείο είναι μεγαλύτερη από τη θεμελιώδη του αξία, υπερβαίνει δηλαδή την προεξοφλημένη αξία των αναμενόμενων μελλοντικών εισροών (Cash Flows). Αντίθετα, μια αρνητική φούσκα πραγματοποιείται όταν η τιμή διαπραγμάτευσης ενός περιουσιακού στοιχείου είναι μικρότερη από τη θεμελιώδη αξία του.

Το σκάσιμο μιας φούσκας μπορεί να έχει περιορισμένες ή εκτεταμένες επιπτώσεις στην πορεία της οικονομίας. Κάτι τέτοιο εξαρτάται, πέρα από το μέγεθος και το είδος της φούσκας, και από τον βαθμό στον οποίο οι επενδυτές έχουν χρηματοδοτήσει την αγορά του περιουσιακού στοιχείου με δανειακά κεφάλαια. Αν κάτι τέτοιο έχει πραγματοποιηθεί, και οι επενδυτές χάσουν τα χρήματά τους, θα αντιμετωπίσουν δυσκολία στην

αποπληρωμή των δανείων τους. Στην περίπτωση που κάτι τέτοιο συμβεί σε μεγάλο αριθμό δανειζομένων, οι τράπεζες θα αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας και ο κίνδυνος πτώχευσης θα είναι αυξημένος. Η πτώχευση μιας τράπεζας μπορεί να επηρεάσει και άλλες τράπεζες και με τον τρόπο αυτό η κρίση διαχέεται σε ολόκληρη την οικονομία (domino effects). Τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η πρόσφατη φούσκα ακινήτων στην Αμερική. Αντίθετα, η φούσκα του Internet/dot.com είχε περιορισμένη επίδραση στην πραγματική οικονομία, όπως περιορισμένος ήταν και ο βαθμός δανεισμού.

Βασικό χαρακτηριστικό της φούσκας είναι ότι συνήθως συνοδεύεται από αυξημένο όγκο συναλλαγών. Τα παραδοσιακά μοντέλα αδυνατούν να εξηγήσουν τον ασυνήθιστα μεγάλο όγκο συναλλαγών κατά τη διάρκεια της ζωής μιας φούσκας, αλλά και τους παράγοντες που τον επηρεάζουν. Συγκεκριμένα, τα παραδοσιακά rational models θεωρούν ότι οι συναλλαγές γίνονται αποκλειστικά εξαιτίας των “liquidity traders”, οι οποίοι συναλλάσσονται επειδή αντιμετωπίζουν ανάγκη ρευστότητας εξαιτίας εξωγενών παραγόντων. Ωστόσο, ακόμη και με αυτή την υπόθεση τα παραδοσιακά μοντέλα δεν είναι ικανά να εξηγήσουν τις μεγάλες αλλαγές που παρατηρούνται στον όγκο συναλλαγών κατά τη διάρκεια μιας φούσκας. Αντίθετα, τα behavioral models μπορούν να εξηγήσουν πιο ολοκληρωμένα τις μεταβολές στον όγκο συναλλαγών.

Οι Baker και Stein (2004) δημιουργούν ένα μοντέλο στο οποίο υποθέτουν ότι οι μη ορθολογικοί επενδυτές υποαντιδρούν στην πληροφορία που εμπεριέχεται στη ροή των συναλλαγών (order flow). Κατά τις περιόδους που οι επενδυτές αυτοί είναι απαισιόδοξοι για την πορεία ενός περιουσιακού στοιχείου, οι περιορισμοί στο short selling ίσως να μην τους επιτρέψουν να το πουλήσουν. Στις περιόδους αυτές ο όγκος συναλλαγών και η ρευστότητα παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα. Αντίθετα, όταν οι μη ορθολογικοί επενδυτές είναι αισιόδοξοι διαπραγματεύονται συχνά το περιουσιακό στοιχείο. Το γεγονός ότι οι μη ορθολογικοί επενδυτές υποαντιδρούν στην πληροφορία για τη ροή των συναλλαγών διαμορφώνει τον όγκο συναλλαγών και τη ρευστότητα σε υψηλά επίπεδα όταν η αγορά είναι υπερτιμημένη. Συνεπώς, το μοντέλο υποστηρίζει ότι ο όγκος συναλλαγών και το επίπεδο ρευστότητας αποτελούν ένα proxy του συναισθήματος των επενδυτών (investor sentiment).

Ένα δεύτερο μοντέλο υποθέτει ότι κατά τα πρώτα στάδια της ζωής μιας φούσκας ο όγκος συναλλαγών είναι σχετικά χαμηλός. Στη συνέχεια, η αύξηση της τιμής της μετοχής γίνεται αντιληπτή από speculators και feedback traders οι οποίοι μπαίνουν στο παιχνίδι. Σαν

αποτέλεσμα ο όγκος συναλλαγών αυξάνεται απότομα στη μέση της ζωής της φούσκας. Η ζήτηση για το περιουσιακό στοιχείο μεγαλώνει και προκειμένου να καλυφθεί πραγματοποιείται αύξηση της προσφοράς (μέσω IPOs, SEOs, νέων startups ή στην περίπτωση του real estate με την κατασκευή ακινήτων). Όταν οι εισροές νέων επενδυτικών κεφαλαίων μειωθούν, θα πέσει ο ρυθμός ανάπτυξης της φούσκας, το ίδιο και ο όγκος συναλλαγών. Στα τελευταία στάδια της ζωής της φούσκας, οι επενδυτές στην προσπάθειά τους να ξεφορτωθούν το υπερτιμημένο περιουσιακό στοιχείο αναγκάζουν τη φούσκα να εξασθενήσει. Συνεπώς, η αλληλεπίδραση μεταξύ τιμής, αποδόσεων, και όγκου συναλλαγών μπορεί να μας δώσει πληροφορίες σχετικά με το στάδιο της ζωής μιας φούσκας, όπως φαίνεται και από τη μελέτη εμπειρικών δεδομένων των Lee και Swaminathan (2000).

## **2.1 Πως ξεκινάει μια φούσκα**

Έχουν αναπτυχθεί πολλά μοντέλα τα οποία προσπαθούν να ερμηνεύσουν τη δημιουργία μιας φούσκας, όμως κοινός παρονομαστής των περισσότερων είναι ο ρόλος των προσδοκιών των οικονομικών παραγόντων. Συχνά, οι θετικές προσδοκίες που κατακλύζουν τους επενδυτές για την πορεία ενός περιουσιακού στοιχείου, τους οδηγούν στην αγορά του. Όταν το ίδιο συμβεί με μεγάλο αριθμό επενδυτών, η αυξημένη ζήτηση του περιουσιακού στοιχείου θα αυξήσει την τιμή του, γεγονός που θα δημιουργήσει κύματα υπεραισιοδοξίας. Όλο και περισσότεροι επενδυτές θα μπαίνουν στην αγορά, θέλοντας να εκμεταλλευτούν την μοναδική επενδυτική ευκαιρία, με αποτέλεσμα η τιμή του περιουσιακού στοιχείου να εκτοξεύεται. Ωστόσο, κάποια στιγμή η αγορά θα αντιληφθεί ότι η αύξηση της τιμής είναι πέρα από κάθε λογική αντανάκλαση των θεμελιωδών μεγεθών, και οι επενδυτές θα σπεύσουν μαζικά να αποδεσμευτούν από το περιουσιακό στοιχείο προκαλώντας το σκάσιμο της φούσκας.

Μια φούσκα μπορεί να δημιουργηθεί όταν η ανακοίνωση θετικών (ή αρνητικών) πληροφοριών για ένα περιουσιακό στοιχείο αυξάνει (ή μειώνει) την τιμή του, γεγονός που οδηγεί τους επενδυτές σε αγορά (ή πώληση) αυτού του περιουσιακού στοιχείου, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη ότι η τρέχουσα τιμή μπορεί να ενσωματώνει ήδη τη νέα πληροφορία. Ο ενθουσιασμός των επενδυτών θα αυξήσει υπερβολικά τη ζήτηση με αποτέλεσμα να αυξηθούν οι όγκοι συναλλαγών και η τιμή του περιουσιακού στοιχείου να ξεπεράσει την πραγματική του αξία.

Άλλη παράμετρος μπορεί να είναι το ξαφνικό άνοιγμα μιας μεγάλης αγοράς που οδηγεί σε αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς και στην δημιουργία φούσκας, η οποία όταν σπάσει οδηγεί σε κρίση. Επίσης η ανακάλυψη μιας νέας τεχνολογίας μπορεί να οδηγήσει στην δημιουργία φούσκας σε κάποιον κλάδο σε διεθνές επίπεδο, η οποία όταν σπάσει οδηγεί σε κρίση (π.χ. η κρίση του internet/dot.coms το 2000-01).

Η έναρξη μιας διαδικασίας που θα οδηγήσει σε φούσκα και τελικά σε κρίση μπορεί να ενισχυθεί σημαντικά από το διεθνές οικονομικό σύστημα. Αυτό μπορεί να γίνει: 1) Μέσω του διεθνούς εμπορίου (για παράδειγμα τα μεγάλα πλεονάσματα χωρών όπως η Ιαπωνία, οι πετρελαιοπαραγωγές χώρες και οι BRICS, συνέβαλαν στην δημιουργία της φούσκας των ακινήτων σε μια σειρά από χώρες και βέβαια και στις ΗΠΑ πριν από την κρίση του 2007-8), 2) Μέσω κινήσεων κεφαλαίου (για παράδειγμα η φυγή κεφαλαίων από την Ιαπωνία λόγω της κρίσης στις αρχές της δεκαετίας του 1990, αλλά και η στροφή των επενδυτών στις «αναδυόμενες αγορές» έστρωσε τον δρόμο για την φούσκα στα χρηματιστήρια και τα ακίνητα στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας), 3) Μέσω του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος (για παράδειγμα το διεθνές τραπεζικό σύστημα ανακύκλωσε τα πετροδολάρια των πετρελαιοπαραγωγών χωρών στον απόηχο των πετρελαϊκών κρίσεων μέσω δανείων σε αναπτυσσόμενες χώρες της Λατινικής Αμερικής και της Αφρικής την δεκαετία του 1970).

Γενικότερα η απελευθέρωση του διεθνούς οικονομικού συστήματος (απελευθέρωση κινήσεων κεφαλαίου, απορρύθμιση και απελευθέρωση χρηματοπιστωτικού συστήματος, απελευθέρωση εμπορίου και επενδύσεων) έχει συμβάλλει στην μεγάλη κινητικότητα των διεθνών κεφαλαίων σε αναζήτηση υψηλών αποδόσεων με συνέπεια την ενίσχυση με τρόπο υπερ-κυκλικό και άρα αποσταθεροποιητικό τόσο του ανοδικού όσο και του καθοδικού οικονομικού κύκλου των διαφόρων χωρών.

Στα παραδοσιακά rational models μια φούσκα δεν δημιουργείται, αλλά υπάρχει ήδη όταν το περιουσιακό στοιχείο αρχίσει να διαπραγματεύεται. Αντίθετα, στα behavioral models μια φούσκα μπορεί να δημιουργηθεί όταν οι τιμές ενός περιουσιακού στοιχείου υπεραντιδρούν σε πληροφορίες σχετικά με τα θεμελιώδη στοιχεία.

Καμία φούσκα δεν ξεκινά με τον ίδιο τρόπο που ξεκινά μια άλλη καθώς η ιστορία μας έχει αποδείξει ότι κάθε φούσκα έχει ιδιαίτερα γνωρίσματα. Για παράδειγμα οι φούσκες στις τιμές της γης προέκυψαν με την λογική ότι ένας συνεχώς αυξανόμενος πληθυσμός σε

συνδυασμό με την περιορισμένη προσφορά γης, θα έκανε τη γη δυσεύρετη. Κατά τη διάρκεια της πρόσφατης φούσκας ακινήτων στις ΗΠΑ, είχε επικρατήσει η αντίληψη ότι οι τιμές των ακινήτων θα παρουσίαζαν διαρκή αύξηση λόγω των τιποτοποιήσεων οι οποίες θα παρείχαν διαφοροποίηση του κινδύνου. Η φούσκα του internet/dot.com αναπτύχθηκε λόγω των προσδοκιών ότι η νέα τεχνολογία θα φέρει μεγάλες βελτιώσεις στην παραγωγικότητα και την κερδοφορία.

Σύμφωνα με τους Bernanke, Gertler and Gilchrist (1999) ένα αρχικό θετικό σοκ στα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία μπορεί να ενισχύσει ακόμα περισσότερο την τιμή του περιουσιακού στοιχείου μέσω του μηχανισμού “financial accelerator”, σύμφωνα με τον οποίο εταιρείες υψηλής αξίας δανείζονται με χαμηλό κόστος καθώς είναι σε θέση να δίνουν μεγαλύτερες εγγυήσεις. Συνεπώς, οποιοδήποτε επίτευγμα αυξάνει την αξία της επιχείρησης (value-increasing development), όπως μια τεχνολογική καινοτομία, θα μειώσει το κόστος δανεισμού, θα αυξήσει τις επενδύσεις και κατ’ επέκταση τις ταμειακές ροές, άρα θα αυξήσει και την τιμή. Διατυπώνοντας αυτή τη θεωρία οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η επέκταση μέσω δανεισμού μπορεί να δημιουργήσει φούσκες.

Σε ότι αφορά τις φούσκες σε τιμές κατοικιών οι Brunnermeier και Julliard (2008) υποστήριξαν ότι συχνά ξεκινούν μέσω του φαινομένου “money illusion”. Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται στην τάση των επενδυτών να σκέφτονται το χρήμα σε ονομαστικούς και όχι σε πραγματικούς όρους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να αποφασίζουν για το αν θα νοικιάσουν ή θα αγοράσουν μια κατοικία συγκρίνοντας το τρέχον μηνιαίο ενοίκιο με ένα δάνειο σταθερού επιτοκίου, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη ότι τα ενοίκια θα αυξηθούν με τον πληθωρισμό, ενώ η δόση του δανείου θα παραμείνει σταθερή. Συνεπώς, όταν ο πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί, οι δόσεις του δανείου θα είναι μεγαλύτερες από το τρέχον ενοίκιο, καθώς οι τράπεζες θα έχουν λάβει υπόψη τους την αύξηση του επιπέδου τιμών. Ο επενδυτής, αδυνατεί να το διακρίνει αυτό και θεωρεί ότι η τιμή του ενοικίου δεν θα αυξηθεί, γεγονός που τον οδηγεί στην επιλογή της ενοικίασης αντί της αγοράς. Η συμπεριφορά αυτή πιέζει τις τιμές των ακινήτων προς τα κάτω. Αντιθέτως, όταν αναμένεται μείωση του επιπέδου τιμών, οι επενδυτές τείνουν να αγοράζουν τα ακίνητα, προκαλώντας την αύξηση των τιμών τους. Αυτή η αρχική αύξηση των τιμών θα προσελκύσει τους feedback traders, οι οποίοι αγοράζοντας και επαναπουλώντας τα ακίνητα θα διατηρήσουν την αύξηση των τιμών.

Οι φούσκες στον τομέα των νέων τεχνολογιών μελετήθηκαν από τους Hong, Sheinkman και Xiong (2008). Στο μοντέλο τους υποθέτουν ότι υπάρχουν δύο είδη συμβούλων οι οποίοι δίνουν συστάσεις για επενδύσεις. Το πρώτο είδος είναι εκείνοι που αντιλαμβάνονται την επίδραση που μπορεί να έχει μια νέα τεχνολογία και την αξιολογούν υψηλότερα. Το δεύτερο είδος συμβούλων αποτυγχάνει να κατανοήσει τις δυνατότητες μιας νέας τεχνολογίας. Το πρώτο είδος συμβούλων παρουσιάζει υπερβολή στην αισιοδοξία του για το περιουσιακό στοιχείο προκειμένου να διαφοροποιηθεί από το δεύτερο είδος συμβούλων το οποίο προσπαθεί να μιμηθεί τις ενέργειες του πρώτου είδους. Έτσι, όταν τουλάχιστον κάποιοι επενδυτές αποτυγχάνουν να αντιληφθούν τα κίνητρα των συμβούλων του πρώτου είδους, μια φούσκα μπορεί να ξεκινήσει.

Τέλος, σε ότι αφορά τις αναδυόμενες οικονομίες, συχνά οι φούσκες έχουν ως σημείο εκκίνησης την πιστωτική επέκταση, πολλές φορές σε συνδυασμό με την απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος.

## **2.2 Πότε σκάει μια φούσκα**

Μια φούσκα σκάει σε διαφορετική χρονική στιγμή και με διαφορετική αφορμή, ανάλογα με το μοντέλο το οποίο την εξηγεί.

*Differences of opinion and short sale constraints:* Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο, μια φούσκα θα σκάσει είτε όταν παύσει η αβεβαιότητα που επικρατεί σχετικά με την αξία του περιουσιακού στοιχείου, είτε όταν οι περιορισμοί στο short selling σταματήσουν να δεσμεύουν τους επενδυτές. Στην κατεύθυνση αυτή, ο Scherbina (2008) έδειξε ότι στις μετοχές για τις οποίες επικρατούν μεγαλύτερες διαφωνίες μεταξύ των επενδυτών σχετικά με τη πορεία των κερδών, η μεγαλύτερη πτώση της τιμής παρατηρείται κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης των κερδών, οπότε και η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές εισροές μειώνεται σημαντικά. Εμπειρικά στοιχεία για τη φούσκα του Internet/dot.com παρέχονται από τους Ofek και Richardson (2003), οι οποίοι τονίζουν ότι η φούσκα οδηγήθηκε κυρίως από την υπερτίμηση πολλών Internet IPOs (Initial Public Offerings) κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου. Το 80%-85% των IPOs κατέχονταν από insiders και venture capitalists οι οποίοι αντιμετωπίζοντας περιορισμούς δεν είχαν τη δυνατότητα να πουλήσουν τις μετοχές τους. Το γεγονός αυτό είχε διπλό αντίκτυπο: μείωνε τον διαθέσιμο προς πώληση αριθμό μετοχών, αυξάνοντας την τιμή τους, και παράλληλα απαγόρευε στους insiders οι οποίοι είχαν καλύτερη πληροφόρηση να διορθώσουν το



mispricing που γνώριζαν ότι υπάρχει. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν τη θεωρία τους τονίζοντας το γεγονός ότι πολλές από τις δεσμεύσεις που αντιμετώπιζαν οι επενδυτές έληξαν μεταξύ του Οκτωβρίου του 1999 και του Απριλίου του 2000, απελευθερώνοντας σχεδόν 300 δισεκατομμύρια δολάρια σε μετοχές, και προκαλώντας το σκάσιμο της φούσκας.

*Feedback trading:* Το μοντέλο αυτό υποστηρίζει ότι η φούσκα θα σκάσει καθώς η προσφορά νέων κεφαλαίων που προορίζονται για επένδυση σε ένα περιουσιακό στοιχείο αρχίζει να εξαντλείται. Μια φούσκα, προκειμένου να συνεχίσει να διογκώνεται, απαιτείται διαρκής και συνεχόμενη εισροή κεφαλαίων, ώστε οι επενδυτές να συνεχίσουν να αγοράζουν μετοχές, αυξάνοντας ακόμα περισσότερο την τιμή τους. Όταν η εισροή νέων κεφαλαίων αρχίζει να μειώνεται, η τιμή του περιουσιακού στοιχείου αρχίζει να πέφτει, αντιστρέφοντας τις θετικές προσδοκίες και προκαλώντας το σκάσιμο της φούσκας. Στα πλαίσια αυτής της λογικής, οι φούσκες οι οποίες έχουν τροφοδοτηθεί από μεγάλη πιστωτική επέκταση, θα αρχίσουν να ξεφουσκώνουν όταν η χορήγηση των πιστώσεων μειωθεί, πράγμα το οποίο πραγματοποιήθηκε στην Ιαπωνία το 1990. Η εκάστοτε κυβέρνηση μπορεί να αυστηροποιήσει την πιστοδοτική της πολιτική επειδή στοχεύει στο σκάσιμο της φούσκας ή και για άλλους λόγους, όπως για παράδειγμα ο περιορισμός της εισροής ξένου κεφαλαίου. Άλλοι τρόποι με τους οποίους οι κυβερνητικές αρχές προσπαθούν να προκαλέσουν το σκάσιμο μιας φούσκας είναι η επιβολή φόρων στις συναλλαγές ή η αύξηση των φόρων στα κεφαλαιακά κέρδη, μέτρα τα οποία θα μειώσουν τον όγκο συναλλαγών.

*Representativeness heuristic και Biased self-attribution:* Σε αυτό το μοντέλο υποστηρίζεται ότι η φούσκα θα σκάσει όταν το αρχικό θετικό συναίσθημα για την πορεία ενός περιουσιακού στοιχείου αντιστραφεί ή προκύψει δημιουργία ισχυρού αρνητικού σήματος. Τη θεωρία αυτή στηρίζουν οι Nicholas και Scherbina δείχνοντας ότι στην φούσκα του 1929 οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να πέφτουν όταν η αγορά του χρηματιστηρίου κατέρρευσε. Η κατάρρευση αυτή φαίνεται να αποτέλεσε ένα εξαιρετικά αρνητικό σήμα, παρόλο που δεν υπήρχε άμεση συσχέτιση της αγοράς ακινήτων και του χρηματιστηρίου.

Οι φούσκες στα περιουσιακά στοιχεία με περιορισμένη διάρκεια ζωής είναι σίγουρο ότι θα σκάσουν πριν την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης του περιουσιακού στοιχείου. Αυτό ακριβώς συνέβη και στην περίπτωση των κινεζικών warrants, των οποίων η λήξη είναι γνωστή εκ των προτέρων. Μάλιστα, οι Yu και Xiong (2011) παρατήρησαν ότι οι φούσκες

δεν σκάνε ξαφνικά την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσης, αλλά ξεφουσκώνουν σταδιακά, με τις τιμές να πέφτουν περισσότερο έξι ημέρες πριν τη λήξη του warrant.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι μια φούσκα μπορεί επίσης να σκάσει εξαιτίας της δράσης των arbitrageurs οι οποίοι μπορεί να πουλήσουν μια μεγάλη ποσότητα του υπερτιμημένου περιουσιακού στοιχείου, ρίχνοντας έτσι την τιμή του.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΜΟΝΤΕΛΑ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΦΟΥΣΚΩΝ**

### **3.1 Ορθολογικά μοντέλα (Rational Models)**

Η σύγχρονη οικονομική θεωρία σε μεγάλο βαθμό βασίζεται στην υπόθεση των «ορθολογικών προσδοκιών» (rational expectations). Αυτό σημαίνει ότι οι οικονομικοί δρώντες είναι πλήρως ορθολογικοί, έχουν πλήρη γνώση των απαραίτητων πληροφοριών για να κάνουν μια οικονομική επιλογή και μπορούν να αναγνωρίσουν και συνεπώς να λάβουν υπόψη τους σήμερα, στις αποφάσεις τους, τις μελλοντικές συνέπειες των επιλογών τους. Στο χρηματοπιστωτικό πεδίο η προσέγγιση αυτή βρήκε την έκφραση της με την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis). Η θεωρία αυτή μας λέει ότι χρηματοπιστωτικές αγορές λειτουργούν αποτελεσματικά, δηλαδή οι τιμές των κινητών αξιών που διαπραγματεύονται σε αυτές (μετοχές, ομόλογα, κλπ) και όχι μόνο, είναι οι «σωστές» επειδή έχουν ήδη «ενσωματώσει» όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στους επενδυτές.

Στο πεδίο της οικονομικής πολιτικής, οι ορθολογικές προσδοκίες ερμηνεύονται ως η ικανότητα των οικονομικών δρώντων να διαβλέψουν τις μελλοντικές επιπτώσεις μιας πολιτικής και αντιδρώντας ανάλογα, ενδεχομένως και να ακυρώσουν τα αποτελέσματα της πολιτικής που επιθυμούσε η κυβέρνηση που την υιοθέτησε (για παράδειγμα πολιτική ελλειμμάτων σήμερα για την αύξηση της ανάπτυξης, οδηγεί τους πολίτες σε αύξηση της αποταμίευσης και άρα συγκράτηση της ανάπτυξης, καθώς αντιλαμβάνονται ότι στο μέλλον τα ελλείμματα θα πρέπει να καλυφθούν με αυξημένη φορολογία). Συνεπώς, η οικονομική

επιστήμη στην βασική της προσέγγιση δεν προβλέπει την πιθανότητα ανορθολογικότητας της αγοράς και κατά συνέπεια δεν συζητά το ενδεχόμενο η αγορά να προκαλέσει από μόνη της μια κρίση, μέσω για παράδειγμα της δημιουργίας μιας φούσκας. Χαρακτηριστική η ρήση του Friedman, συζητώντας το ενδεχόμενο αποσταθεροποιητικής κερδοσκοπίας σε ένα πλαίσιο ελεύθερα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, ότι «η αποσταθεροποιητική κερδοσκοπία είναι μια θεωρητική πιθανότητα, ωστόσο δεν γνωρίζω καμία εμπειρική απόδειξη ότι έχει υπάρξει έστω ως ειδική περίπτωση, πολλώ δε μάλλον ως γενικός κανόνας» (1969). Η κερδοσκοπία στο πλαίσιο αυτό θεωρείται μια ορθολογική επιλογή που σταθεροποιεί τις τιμές στα σωστά επίπεδα.

Τα rational models αναπτύχθηκαν κάτω από την υπόθεση ότι όλοι οι επενδυτές είναι απολύτως ορθολογικοί. Η υπόθεση αυτή προβλέπει ότι οι επενδυτές έχουν στα χέρια τους τις ίδιες πληροφορίες και τις επεξεργάζονται με τρόπο αποτελεσματικό. Στα μοντέλα αυτά οι φούσκες δεν δημιουργούνται, αλλά προϋπάρχουν. Προκειμένου να μελετήσουμε τα μοντέλα αυτά μπορούμε να διαχωρίσουμε τα περιουσιακά στοιχεία σε αυτά που έχουν περιορισμένη διάρκεια ζωής και σε αυτά με απεριόριστη διάρκεια ζωής.

Η τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου, λαμβάνοντας την υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας των αναμενόμενων μελλοντικών ροών (ή μερισμάτων) και της τιμής του περιουσιακού στοιχείου τη χρονική στιγμή  $T$ . Στα περιουσιακά στοιχεία με περιορισμένη διάρκεια ζωής, η τιμή μετά τη λήξη τους είναι μηδέν ( $p_T = 0$ ). Συνεπώς η τιμή ενός τέτοιου περιουσιακού στοιχείου είναι μοναδική και συμπίπτει με το άθροισμα των προεξοφλημένων αναμενόμενων μερισμάτων μέχρι τη λήξη του.

Θέτοντάς το διαφορετικά, μπορούμε να οδηγηθούμε στο συμπέρασμα ότι η φούσκα δεν μπορεί να υπάρξει στα περιουσιακά στοιχεία με περιορισμένη διάρκεια ζωής ακολουθώντας την εξής λογική: στα περιουσιακά στοιχεία με περιορισμένη διάρκεια ζωής, μπορούμε να είμαστε σίγουροι ότι η φούσκα θα σκάσει στο τέλος της ζωής του περιουσιακού στοιχείου,  $T$ , όταν αυτό ρευστοποιηθεί στη θεμελιώδη του αξία. Όμως, εφόσον το γεγονός αυτό αποτελεί κοινή γνώση μεταξύ όλων των επενδυτών, η φούσκα θα μπορούσε να σκάσει τη χρονική στιγμή  $T-1$ , καθώς κανένας επενδυτής δεν θα ήταν πρόθυμος να αγοράσει ένα υπερτιμημένο περιουσιακό στοιχείο, για το οποίο αναμένεται να σκάσει η φούσκα. Με την ίδια λογική, η φούσκα θα μπορούσε να σκάσει τη χρονική στιγμή  $T-2$ ,  $T-3$  κλπ, φθάνοντας στο παρόν (backward-induction argument). Με βάση τη

λογική αυτή οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι οι φούσκες δεν εμφανίζονται στα περιουσιακά στοιχεία με περιορισμένη διάρκεια ζωής.

Ωστόσο, οι Allen, Morris και Postlewaite (1993) υποστηρίζουν πως οι φούσκες μπορούν να υπάρχουν ακόμα και στα περιουσιακά στοιχεία με περιορισμένη διάρκεια ζωής, όταν επικρατούν περιορισμοί στο short selling και απουσιάζει η κοινή γνώση (common knowledge). Δηλαδή, στην περίπτωση αυτή οι επενδυτές γνωρίζουν ότι το περιουσιακό στοιχείο είναι υπερτιμημένο, όμως δεν γνωρίζουν ότι οι υπόλοιποι επενδυτές το γνωρίζουν επίσης. Μέσα σε ένα τέτοιο περιβάλλον, οι επενδυτές θα είναι πρόθυμοι να διακρατήσουν ένα υπερτιμημένο περιουσιακό στοιχείο, όταν πιστεύουν ότι μπορούν να το πουλήσουν σε υψηλότερη τιμή σε έναν όχι καλά πληροφορημένο επενδυτή.

### **3.2 Νέα γενιά των Rational Models**

Τα μοντέλα αυτά μας δείχνουν πώς τα κίνητρα, οι προτιμήσεις, και οι τριβές της αγοράς συμβάλλουν στη δημιουργία μιας φούσκας. Τα μοντέλα αυτά στηρίζονται στη συμπεριφορά της αγέλης (herding), στην περιορισμένη ευθύνη και στα στρεβλά κίνητρα.

#### **3.2.1 Το φαινόμενο της αγέλης (herding)**

Το φαινόμενο της αγέλης αναφέρεται σε μια κατάσταση σύμφωνα με την οποία οι συμμετέχοντες σε μια αγορά διαμορφώνουν την συμπεριφορά τους σύμφωνα με τη συμπεριφορά των άλλων οικονομικών παραγόντων (agents) και όχι σύμφωνα με τη συμπεριφορά της αγοράς ή τους θεμελιώδεις δείκτες. Η συμπεριφορά της αγέλης μπορεί να εκδηλωθεί επειδή ορισμένοι επενδυτές πιστεύουν ότι υπάρχουν άλλοι επενδυτές που διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση από τους ίδιους. Για τον λόγο αυτό μιμούνται τη συμπεριφορά τους παραβλέποντας τόσο τη δική τους πληροφόρηση, όσο και τους θεμελιώδεις δείκτες της αγοράς.

Οι Scharfstein and Stein (1990) υπέθεσαν ότι μοναδικός στόχος όλων των managers είναι η μεγιστοποίηση της φήμης τους στην αγορά εργασίας, η οποία είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τις αποδόσεις που επιτυγχάνουν. Ωστόσο, ένα ικανός manager είναι πιθανό να λαμβάνει χαμηλές αποδόσεις εξαιτίας της απρόβλεπτης φύσης μιας επένδυσης, ενώ αντίστοιχα ένας μη ικανός manager ίσως λαμβάνει μεγαλύτερες αποδόσεις μόνο και μόνο επειδή στάθηκε τυχερός. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα η αγορά εργασίας να αναθεωρεί τα δεδομένα της σχετικά με το ποιοί είναι οι ικανοί και ποιοί οι μη ικανοί

managers. Η αγορά οδηγείται σε αυτά τα συμπεράσματα όχι μόνο βάσει της απόδοσης ενός manager, αλλά και βάσει του κατά πόσο οι επιλογές αυτού του manager ήταν παρόμοιες με τα επιλογές των υπόλοιπων managers. Οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι σε ένα κόσμο με αυτά τα δύο είδη managers, εκείνος που κινείται δεύτερος θα μιμείται πάντα τις επιλογές του manager που κινείται πρώτος, ανεξάρτητα από τα σημάδια (signals) που λαμβάνει ο ίδιος από την αγορά.

Ο Shiller (2002) υποστηρίζει ότι το herding είναι αποτέλεσμα περιορισμένου χρόνου και πηγών. Συνεπώς, οι managers αδυνατώντας να ερευνήσουν όλες τις επενδυτικές επιλογές και πιστεύοντας ότι οι συνάδελφοί του διαθέτουν ιδιωτική πληροφόρηση, επιλέγουν να μιμηθούν τις επενδυτικές τους επιλογές.

Οι DeMarzo, Kaniel και Kremer (2008) υποστήριξαν ότι η χρησιμότητα ενός agent εξαρτάται όχι μόνο από τον απόλυτο πλούτο του, αλλά και από τον σχετικό του πλούτο, δηλαδή από τον πλούτο του σε σχέση με τον πλούτο των άλλων agents. Στην έρευνά τους κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι στην περίπτωση που αυτή η εξάρτηση είναι δυνατή, ένας agent θα επιλέξει να συμμετάσχει σε μια φούσκα εάν και οι υπόλοιποι agents το πράξουν, έτσι ώστε ο πλούτος του να μη μειωθεί σε σχέση με τον πλούτο των υπολοίπων.

Η απόφαση των επενδυτών να ποντάρουν ενάντια στη φούσκα (και στην αγέλη) είναι εξαιρετικά δύσκολη απόφαση καθώς μπορεί να ενέχει μεγάλο κόστος όταν η φούσκα είναι στην ανοδική της πορεία. Αν ένας manager αποφασίσει κάτι τέτοιο, το πιθανότερο είναι να χάσει τους πελάτες του οι οποίοι θα προτιμήσουν έναν πιο επιτυχημένο manager. Μάλιστα, μια τέτοια απόφαση θα είναι καταστροφική για τη φήμη του manager αν αποδειχθεί ότι είχε άδικο τη στιγμή που η αγέλη κατευθύνθηκε σωστά.

### **3.2.2 Περιορισμένη ευθύνη**

Τα μοντέλα αυτά αποδίδουν τη δημιουργία μιας φούσκας στην περιορισμένη ευθύνη την οποία απολαμβάνουν πολλοί οικονομικοί παράγοντες. Η ιδιότητα της περιορισμένης ευθύνης επιτρέπει στους managers να ωφελούνται χωρίς κάποιο περιορισμό κατά τη διάρκεια της ανοδικής φάσης μιας φούσκας, ενώ αντίθετα τίθεται ένα όριο στα κόστη που αντιμετωπίζουν όταν η φούσκα σκάσει.

Οι Allen και Gorton (1993) παρουσίασαν ένα μοντέλο το οποίο αποτελείται από δύο τύπους managers: τους ικανούς και τους μη ικανούς. Οι ικανοί managers αναγνωρίζουν τα

υποτιμημένα περιουσιακά στοιχεία και αντλούν κέρδη από αυτή τους τη δραστηριότητα. Οι μη ικανοί managers, αντιθέτως, επενδύουν σε φούσκες ελπίζοντας να αποκομίσουν κέρδη όσο η φούσκα βρίσκεται στην ανοδική της φάση, και να πουλήσουν το περιουσιακό στοιχείο πριν το σκάσιμο της φούσκας. Ωστόσο, ακόμη και αν οι μη ικανοί managers δεν προλάβουν να αποσύρουν τα χρήματα που έχουν επενδύσει, οι απώλειές τους θα είναι περιορισμένες εξαιτίας της περιορισμένης ευθύνης

Οι Allen και Gale (2000) υποστήριξαν ότι το χαρακτηριστικό της περιορισμένης ευθύνης μπορεί να επιφέρει φούσκες σε περιουσιακά στοιχεία με υψηλό κίνδυνο. Στο μοντέλο τους, οι οικονομικοί παράγοντες αντλούν κεφάλαια από τις τράπεζες προκειμένου να επενδύσουν τα χρήματά τους. Λόγω της περιορισμένης ευθύνης ο κίνδυνος που αντιμετωπίζουν έχει όριο, δεν ισχύει όμως το ίδιο και με την απόδοση της επένδυσής τους. Η «ανισορροπία» αυτή ωθεί τους επενδυτές στο να προτιμούν να επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία με μεγαλύτερο ρίσκο και μεγαλύτερη απόδοση. Αυτή η προτίμηση σε περιουσιακά στοιχεία με μεγάλο κίνδυνο πυροδοτεί τη δημιουργία της φούσκας, ενώ όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος, τόσο μεγαλύτερο είναι και το μέγεθος της φούσκας.

### **3.2.3 Στρεβλά Κίνητρα**

Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, η δημιουργία μιας φούσκας οφείλεται στα κίνητρα των οικονομικών παραγόντων να μην παρέχουν στην αγορά αληθείς πληροφορίες για την αξία των περιουσιακών στοιχείων. Χαρακτηριστικά παραδείγματα εκδήλωσης στρεβλών κινήτρων είναι η απόκρυψη αρνητικών πληροφοριών για μια εταιρεία, η ευνοϊκή μεταχείριση από τους οίκους αξιολόγησης, ή η παράβλεψη παρατυπιών από τους ελεγκτές.

Οι λόγοι για τους οποίους εκδηλώνονται τα στρεβλά κίνητρα είναι αρκετοί. Αρχικά, οι αναλυτές φοβούνται πως εάν διατυπώσουν αρνητικές αξιολογήσεις για μια εταιρεία, θα χάσουν την εύνοια από το management της εταιρείας και θα διακοπεί η συνεργασία τους. Επίσης, συχνά οι αναλυτές έρχονται σε επαφή με επενδυτικές τράπεζες και ανακοινώνουν θετικά στοιχεία σχετικά με περιουσιακά στοιχεία στα οποία έχουν εκείνες επενδύσει, αυξάνοντας την τιμή τους και αποκομίζοντας προσωπικό όφελος. Τέλος, επειδή οι αναλυτές πληρώνονται μέσω προμηθειών, είναι πιο εύκολο και πιο κερδοφόρο για αυτούς να πραγματοποιούν προτάσεις για αγορά παρά για πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου.

Καθώς τόσο οι οίκοι αξιολόγησης όσο και οι ελεγκτές πληρώνονται από τις εταιρείες τις οποίες αξιολογούν και όχι από τους επενδυτές, είναι απρόθυμοι να προκαλέσουν προβλήματα στους πελάτες τους μέσω αρνητικών αξιολογήσεων. Τις περισσότερες φορές τα βραχυπρόθεσμα οφέλη που προκύπτουν από τη χειραγώγηση των αξιολογήσεων είναι αρκετά μεγάλα, και έτσι πολλές επιχειρήσεις ζητούν από τους οίκους αξιολόγησης να είναι θετικοί μαζί τους και από τους ελεγκτές να παραβλέψουν τυχόν παρατυπίες. Με τον τρόπο αυτό προάγεται μια θετική εικόνα η οποία όμως δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και μπορεί να οδηγήσει σε φούσκες.

### **3.2.4 Minsky Moment**

Παρά τις θεωρητικές διδαχές της οικονομικής επιστήμης, στην πραγματικότητα έχουν υπάρξει πάρα πολλά επεισόδια αποσταθεροποιητικής κερδοσκοπίας από την πλευρά των αγορών. Τα φαινόμενα αυτά έχουν συχνά ονομαστεί «μανίες» (manias) και οδηγούν στην δημιουργία «φουσκών» (bubbles). Το πιο ολοκληρωμένο μοντέλο μιας κρίσης που δημιουργείται λόγω μιας μανίας της αγοράς που οδηγεί σε φούσκα και μετά το σπάσιμο της τελευταίας, σε κρίση, είναι το μοντέλο του Hyman Minsky. Το μοντέλο έχει δύο βασικούς «κινητήριους μοχλούς»:

Ένα εξωγενές θετικό σοκ (displacement), το οποίο εφόσον είναι αρκετά μεγάλο οδηγεί κάποιον κλάδο ή οικονομική δραστηριότητα σε υψηλή ανάπτυξη. Οι ευοίωνες προοπτικές και τα αναμενόμενα αυξημένα κέρδη στον κλάδο αυτό φέρνουν επενδυτές από όλη την οικονομία με σκοπό να επωφεληθούν από τις προσοδοφόρες αποδόσεις που αναμένονται στο μέλλον. Οι επενδυτές δανείζονται και επενδύουν σε μετοχές του κλάδου αυξάνοντας τις τιμές τους. Καθώς το χρηματιστήριο ανεβαίνει και άλλοι επενδυτές εμπλέκονται στο «παιχνίδι» με στόχο να κερδίσουν από την άνοδο των τιμών –με άλλα λόγια αρχίζει η κερδοσκοπία- τα υψηλά κέρδη προσελκύουν και άλλους επενδυτές και ξεκινά μια περίοδο ευφορίας καθώς τα μεγάλα κέρδη από την συνεχή άνοδο των τιμών, η οποία επεκτείνεται και στα ακίνητα, καθώς και σε άλλους κλάδους, τόσο γιατί επενδύονται τα κέρδη που έχουν ήδη δημιουργηθεί, όσο και γιατί μειώνεται ο φόβος των επενδυτών για το μέλλον και εμπεδώνεται η πεποίθηση ότι οι τιμές θα συνεχίσουν να ανεβαίνουν για πάντα. Οι τιμές πλέον έχουν αποκοπεί από την αξιολόγηση των πραγματικών προοπτικών των επιχειρήσεων, κλάδων κλπ.

### Πίνακας 1: Journeying with Minsky

Πηγή: Pimco



Source: PIMCO

Figure 1

Ο δεύτερος πολύ σημαντικός παράγοντας στο μοντέλο του Minsky είναι το χρηματοπιστωτικό σύστημα και ιδιαίτερα η πίστωση (credit). Όλες οι επενδύσεις που προαναφέρθηκαν τόσο στο χρηματιστήριο, όσο και στην αγορά ακινήτων γίνονται δυνατές χάρη στην γρήγορη επέκταση της πίστωσης για αυτές τις επενδύσεις από το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η πίστωση σε αυτή την περίπτωση εντείνει την γενικευμένη άνοδο των τιμών και της οικονομικής δραστηριότητας (procyclical), καθώς διευκολύνει την ανάληψη επενδυτικών κινδύνων. Η αύξηση της πίστωσης σταδιακά οδηγεί σε υπερχρέωση μεγάλου μέρους των επενδυτών. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι πλέον στο



πλαίσιο της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας και της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων η φούσκα που δημιουργείται μπορεί να είναι πολύ μεγαλύτερη από ότι παλαιότερα, καθώς πλέον η ευφορία προσελκύει επενδυτές από όλο τον κόσμο και όχι μόνο από την τοπική οικονομία.

Το σπάσιμο της φούσκας έρχεται όταν οι οικονομικοί δρώντες αισθάνονται ότι έχουν κάνει υπερβολικές επενδύσεις, ότι το ράλι των τιμών έχει φτάσει στο ζενίθ του και πολλοί εξ' αυτών ότι έχουν υπερχρεωθεί, αρχίζουν να προσπαθούν να αποκτήσουν ρευστότητα, τόσο για να κατοχυρώσουν τα κέρδη τους, όσο και για να μειώσουν τα χρέη τους, πριν προλάβουν να αντιληφθούν οι άλλοι την ενδεχόμενη αλλαγή της κατάστασης (Minsky moment).

Οι αυξανόμενες πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων ρίχνουν τις τιμές, δημιουργώντας πρόβλημα στους υπερχρεωμένους επενδυτές που πρέπει για να καλύψουν τις οφειλές τους με τις νέες χαμηλότερες τιμές, να πουλήσουν περισσότερα περιουσιακά στοιχεία. Ξεκινάει έτσι μια διαδικασία μαζικών πωλήσεων (fire sales), που οδηγεί τις τιμές όλο και χαμηλότερα και αποκτά μια δική της δυναμική, όπως ακριβώς έγινε και στον ανοδικό κύκλο. Η διαδικασία αυτή μπορεί να έχει διάφορα στάδια και να υπάρχουν μικρές ανακάμψεις σε ενδιάμεσα στάδια που όμως συνήθως δεν κρατάνε πολύ. Η κρίση μπορεί να γενικευθεί, ιδιαίτερα όταν έχουμε χρεοκοπίες εταιρειών και κυρίως τραπεζών ή άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία είχαν εμπλακεί και τα ίδια ως επενδυτές στην φάση της ευφορίας, μέσω αυξημένου δανεισμού (leverage).

Ταυτόχρονα, το χρηματοπιστωτικό σύστημα περιορίζει την πίστωση καθώς οι εγγυήσεις στην βάση είτε κινητών ή ακίνητων αξιών δεν επαρκούν λόγω της πτώσης των τιμών τους και της αβεβαιότητας για το μέλλον των τιμών αυτών. Συνεπώς έχουμε και μια κρίση ρευστότητας (liquidity crisis), η οποία πολύ πιθανόν να οδηγήσει σε ύφεση και γενικότερη οικονομική κρίση.

Το αντικείμενο τέτοιων κρίσεων είναι συνήθως το χρηματιστήριο και τα ακίνητα, ωστόσο η ευφορία μπορεί να έχει και διαφορετικούς στόχους, ή έστω έμμεσα αποτελέσματα, όπως π.χ. ανατίμηση νομισμάτων, αύξηση του εξωτερικού χρέους, ιδιωτικού ή δημόσιου, την αξία συγκεκριμένων αγαθών ειδικά των commodities (π.χ. πετρέλαιο, φυσικό αέριο,

χρυσός, ασάλι, σιτηρά, κοκ.), ενώ συνήθως περιλαμβάνει ένα συνδυασμό περισσότερων του ενός από αυτούς τους παράγοντες.

Με βάση το παραπάνω μοντέλο Minski, ο μηχανισμός δημιουργίας μιας φούσκας αποτελείται από τις εξής πέντε διαδοχικές φάσεις:

1. *Initial displacement*: μπορεί να είναι μια καινοτομία, είτε τεχνολογική (internet) είτε χρηματοοικονομική (τιτλοποίηση), η οποία θα δημιουργήσει θετικό κλίμα και προσδοκίες για αυξημένα κέρδη και μεγέθυνση της οικονομίας.

2. *Boom phase*: η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από μικρή μεταβλητότητα, αύξηση των επενδύσεων και πιστωτική επέκταση. Κατά τη διάρκεια αυτής της φάσης οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων αυξάνονται, αρχικά με αργό ρυθμό, αλλά στη συνέχεια με μεγαλύτερη ορμή, καθώς όλο και περισσότεροι συμμετέχοντες εισέρχονται στην αγορά. Ο φόβος των επενδυτών ότι μπορεί να χάσουν μια μεγάλη επενδυτική ευκαιρία τους ωθεί να εισέλθουν στην αγορά. Οι αυξήσεις των τιμών μπορεί να είναι τέτοιες που να μην δικαιολογούνται από τις βελτιώσεις που επιτεύχθηκαν λόγω της νέας τεχνολογίας ή της καινοτομίας. Συχνά, κατά τη διάρκεια αυτής της φάσης το υπερτιμολογημένο περιουσιακό στοιχείο προβάλλεται σε μεγάλο βαθμό από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης.

3. *Euphoria phase*: στο σημείο αυτό οι επενδυτές συναλλάσσονται το υπερτιμημένο περιουσιακό στοιχείο με φρενήρη ρυθμό και οι τιμές αυξάνονται εκρηκτικά. Τρανταχτό παράδειγμα αποτελεί η φούσκα της Ιαπωνίας κατά τη διάρκεια της οποίας τα ακίνητα του Τόκιο πωλούνταν περίπου 350 φορές ακριβότερα από εκείνα του Μανχάταν. Ομοίως, στο αποκορύφωμα της φούσκας του Internet, το Μάρτιο του 2000, η συνολική αξία των μετοχών τεχνολογίας του Nasdaq ξεπερνούσε το ΑΕΠ πολλών χωρών. Κατά τη φάση της ευφορίας οι επενδυτές μπορεί να γνωρίζουν, ή τουλάχιστον να υποπτεύονται ότι βρίσκονται μέσα σε μια φούσκα, όμως νιώθουν σίγουροι ότι μπορούν να πουλήσουν το περιουσιακό στοιχείο σε υψηλότερη τιμή και να βγουν εγκαίρως από τη φούσκα αποκομίζοντας μεγάλα κέρδη με ελάχιστο κόπο. Συνήθως, η φάση αυτή συνδέεται με υψηλό όγκο συναλλαγών. Το γεγονός ότι τα υπερτιμημένα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αλλάζουν χέρια πολλές φορές μέσα σε μια μέρα ίσως οδηγήσει σε αυξημένη μεταβλητότητα, όπως έγινε και με τη φούσκα του Internet.

4. *Profit taking phase*: κάποια στιγμή οι περισσότεροι ικανοί και έμπειροι επενδυτές θα αρχίσουν να κλείνουν τις θέσεις τους και να αποσύρουν τα κέρδη τους. Ωστόσο, μπορεί να υπάρξει για αρκετό διάστημα επαρκής ζήτηση από τους λιγότερο έμπειρους επενδυτές που δεν θα έχουν αναγνωρίσει την ύπαρξη φούσκας.

5. *Panic phase*: αργά ή γρήγορα οι τιμές θα αρχίσουν να πέφτουν ραγδαία, με τους επενδυτές να προσπαθούν να ξεφορτωθούν το περιουσιακό στοιχείο. Η κατάσταση μπορεί να είναι χειρότερη, αν η αρχική επένδυση στο συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο είχε χρηματοδοτηθεί με δανεισμό, καθώς η κρίση μπορεί να μεταδοθεί με τον τρόπο αυτό και στον τραπεζικό τομέα. Ένα από τα πιο ζωηρά παραδείγματα παγκόσμιου πανικού των αγορών έλαβε χώρα τον Οκτώβριο του 2008, λίγες εβδομάδες μετά την πτώχευση της Lehman Brothers και την παραλίγο κατάρρευση της Fannie Mae, της Freddie Mac και της AIG, όταν ο S&P έπεσε κατά 17% εκείνο τον μήνα, ενώ η παγκόσμια αγορά μετοχών έχασε το 22% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της.

Γιατί όμως η αγορά συμπεριφέρεται με αυτόν τον τρόπο; Καταρχήν υπάρχουν εμπόδια τόσο στην αποτελεσματική λειτουργία των αγορών (π.χ. ασύμμετρη ή ελλιπή πληροφόρηση που οδηγούν σε λάθος συμπεράσματα/αποφάσεις). Επίσης, σε αντίθεση με το δόγμα των ορθολογικών προσδοκιών, υπάρχει η θεωρία της περιορισμένης ορθολογικότητας (*bounded rationality*), η οποία μας λέει ότι οι άνθρωποι δεν σκέφτονται απολύτως λογικά πάντα, λόγω των περιορισμένων δυνατοτήτων του ανθρώπινου μυαλού, το οποίο ιδιαίτερα σε σύνθετα προβλήματα τείνει να απλοποιεί τις πληροφορίες και να καταλήγει σε αποφάσεις με πιο «απλοϊκούς» τρόπους από ότι θα προέβλεπε η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών. Για παράδειγμα οι περισσότεροι άνθρωποι δεν καταφεύγουν στην ανάλυση του δέντρου των ενδεχόμενων μελλοντικών γεγονότων σαν αποτέλεσμα μιας απόφασης τους. Ωστόσο, πέρα από την περιορισμένη ορθολογικότητα λόγω περιορισμένων ανθρωπίνων νοητικών ικανοτήτων και του υψηλού βαθμού πολυπλοκότητας των καταστάσεων που καλούνται να πάρουν πολλοί άνθρωποι, υπάρχει και η περιορισμένη ορθολογικότητα που προέρχεται από ψυχολογικούς παράγοντες, είτε σε ατομικό, είτε σε συλλογικό/ κοινωνικό επίπεδο.

Σύμφωνα με τον Shiller, υπάρχουν δύο τύποι «οδηγών» (*anchors*) που χρησιμοποιούν οι άνθρωποι για να πάρουν αποφάσεις: ποσοτικοί και ποιοτικοί. Οι ποσοτικοί οδηγοί έχουν να κάνουν με το γεγονός ότι οι άνθρωποι επηρεάζονται όταν διαμορφώνουν στο μυαλό τους την ποσοτική παράμετρο μιας απόφασης (π.χ. το «λογικό» επίπεδο τιμών, το οποίο

τους καθοδηγεί στην επιλογή τους να μπουν ή να βγουν από την αγορά), από κάποιον αριθμό που έχουν ακούσει πρόσφατα, ακόμα και για άσχετο θέμα, μια ανάλυση που διάβασαν πρόσφατα, το πρόσφατο επίπεδο τιμών, κοκ. Οι ποιοτικοί οδηγοί μπορεί να είναι μια αφήγηση που έχουν στο μυαλό τους, η οποία μπορεί να οφείλεται πάλι σε ένα άρθρο σε μια εφημερίδα ή μια εκπομπή στην τηλεόραση όπου άκουσαν έναν ειδικό που εξηγούσε ένα σκεπτικό, π.χ. ότι στην εποχή της νέας τεχνολογίας οι μετοχές των τεχνολογικών εταιρειών σίγουρα θα πάνε καλά μακροπρόθεσμα, ή ότι είναι καλή εποχή να επενδύσεις στα ακίνητα, κοκ. Το ποιοι ποσοτικοί ή ποιοτικοί οδηγοί επικρατούν τελικά, ποιοι αριθμοί και ποιές ιστορίες μας φαίνονται πιο πειστικές καθορίζεται από μια σειρά προσωπικών ψυχολογικών παραγόντων όπως η υπερβολική αυτοπεποίθηση στις απόψεις μας, η πίστη στο «ένστικτο», η απέχθεια για την απώλεια/ ζημία (loss aversion), η ύπαρξη ενός επιπέδου αναφοράς που μπορεί να συνδέεται με παρελθούσες εμπειρίες (reference dependence), η εσφαλμένη κατανομή πιθανοτήτων, η μείωση της ευαισθησίας στα αυξημένα κέρδη ή/και ζημίες (π.χ. ανεστραμμένη καμπύλη στην προσφορά εργασίας), η έμφαση στο άμεσο μέλλον σε σχέση με το μακρινό, προκαταλήψεις (κοινωνικές, προσωπικές, κοκ).

Επίσης υπάρχουν μια σειρά κοινωνικών και ψυχολογικών παραγόντων, όπως η ψυχολογία του όχλου, η οποία ενδέχεται συχνά να οφείλεται σε κοινωνική πίεση, στην επιθυμία να έχεις απολαβές που έχουν και οι άλλοι, ή στην πεποίθηση ότι για κάνουν κάτι πολλοί άλλοι «κάτι θα ξέρουν» (π.χ. παράδειγμα με τα δυο εστιατόρια), η κοινωνική επικαιρότητα η οποία τονίζει περισσότερο ή λιγότερο κάποια θέματα και εξελίξεις, ενώ υπάρχει και το πρόβλημα της ορθολογικής ανορθολογικότητας (rational irrationality – π.χ. το πρόβλημα του μέσου ψηφοφόρου σε θέματα όπως η μετανάστευση, η παγκοσμιοποίηση, ή στην Ελλάδα η κρίση).

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ, Η ΑΜΦΙΣΒΗΤΗΣΗ**

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αποτελεί επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών και ένα ραγδαία εξελισσόμενο κλάδο συνδυάζοντας την

χρηματοοικονομική με την πειραματική έρευνα της ανθρώπινης συμπεριφοράς αμφισβητώντας τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας με βαθύτερο σκοπό να εξετάσει και να εξηγήσει τους λόγους που ωθούν τους επενδυτές να λάβουν τις αποφάσεις τους και να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη τους (Sewel, 2010).

Στα πλαίσια της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής έχουν αναπτυχθεί πιο πρόσφατα μοντέλα τα οποία αποκλίνουν από την υπόθεση της πλήρους ορθολογικότητας. Έτσι με την χρήση κοινωνικών, ψυχολογικών και συναισθηματικών παραγόντων επιχειρεί να κατανοήσει τις οικονομικές αποφάσεις των ατόμων. Υποστηρίζει ότι τα φαινόμενα που παρουσιάζονται στις χρηματοοικονομικές αγορές μπορούν να γίνουν καλύτερα κατανοητά χρησιμοποιώντας πρότυπα στα οποία οι επενδυτές δεν είναι πλήρως ορθολογικοί είτε διότι έχουν λανθασμένες πεποιθήσεις είτε διότι παίρνουν ανεπαρκείς αποφάσεις που βρίσκονται σε αναντιστοιχία με την αναμενόμενη χρησιμότητα τους (Barberis, 2003).

Τα μοντέλα αυτά εξετάζουν τις συνθήκες κάτω από τις οποίες μια φούσκα δημιουργείται και σκάει, χρησιμοποιώντας εμπειρικά δεδομένα της ψυχολογίας.

#### **4.1.1 Differences of opinion and short sale constraints**

Το μοντέλο αυτό εξετάζει τη δημιουργία φούσκας κάτω από την υπόθεση ότι οι επενδυτές έχουν διαφορετικές πεποιθήσεις και αντιμετωπίζουν περιορισμούς στο short-selling. Τα συγκεκριμένα μοντέλα δείχνουν ότι αν οι αισιόδοξοι επενδυτές είναι δογματικοί ως προς τις απόψεις τους θα αποτύχουν να αντιληφθούν ότι κάποιος άλλος επενδυτής μπορεί να είναι απαισιόδοξος σχετικά με την πορεία του περιουσιακού στοιχείου, αλλά δεν μπορούν να το πουλήσουν λόγω περιορισμών στο short-selling. Σαν αποτέλεσμα η τιμή του περιουσιακού στοιχείου θα είναι μεγαλύτερη από την fair value. Θα προσαρμοστεί στα σωστά επίπεδα είτε όταν η αβεβαιότητα για την αξία του περιουσιακού στοιχείου λυθεί και οι πεποιθήσεις των επενδυτών συγκλίνουν, είτε όταν λήξουν οι περιορισμοί στο short selling και το περιουσιακό στοιχείο αρχίσει να πωλείται από τους απαισιόδοξους επενδυτές.

Υπάρχουν αρκετές εμπειρικές μελέτες οι οποίες επιβεβαιώνουν την εγκυρότητα του μοντέλου. Μια από αυτές είναι η μελέτη των Diether, Malloy and Scherbina οι οποίοι χρησιμοποιώντας τη διασπορά στα forecasts των αναλυτών σαν proxy της διαφοράς των πεποιθήσεων, έδειξαν ότι οι μετοχές με μεγάλη διασπορά είναι υπερτιμημένες. Σε παρόμοια συμπεράσματα κατέληξαν οι Chen, Hong και Stein (2001). Συγκεκριμένα,

υποστήριξαν ότι όταν μια μετοχή κατέχεται από μεγάλο αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων, τότε υπάρχουν λιγότερες διαφωνίες απ' ό,τι αν αυτή κατέχεται από μικρό αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές που διακρατούνται από μικρό αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων είναι υπερτιμημένες, γεγονός που επιβεβαιώνει το μοντέλο.

#### **4.1.2 Feedback trading**

Το μοντέλο αυτό ερμηνεύει τη δημιουργία της φούσκας υποθέτοντας ότι μια ομάδα επενδυτών στηρίζει τις συναλλαγές της αποκλειστικά σε παλαιότερες κινήσεις της τιμής του περιουσιακού στοιχείου. Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, μια θετική πληροφορία σχετικά με ένα περιουσιακό στοιχείο οδηγεί σε μια μεγάλη αρχική απόδοση, η οποία προσελκύει κάποιους feedback traders που υποθέτουν ότι οι θετικές αποδόσεις θα συνεχιστούν. Έτσι, σπεύδουν να αγοράσουν το περιουσιακό στοιχείο ανεβάζοντας κι' άλλο την τιμή του. Η περαιτέρω αύξηση της τιμής προσελκύει κι άλλους feedback traders οι οποίοι επίσης ανεβάζουν την τιμή του περιουσιακού στοιχείου, γεγονός που προσελκύει περισσότερους feedback traders κλπ. Η τιμή θα αυξάνεται συνεχώς, όσο νέα κεφάλαια επενδύονται. Ο ρυθμός αύξησης της τιμής του περιουσιακού στοιχείου θα μειωθεί όταν αρχίσουν να μειώνονται οι εισροές νέων κεφαλαίων. Όταν συμβεί αυτό, το κεφάλαιο θα αρχίσει να αποσύρεται από την αγορά προκαλώντας ο σκάσιμο της φούσκας. Συνεπώς, το μοντέλο δείχνει ότι η ανάπτυξη της φούσκας στηρίζεται στην εισροή νέων κεφαλαίων και στους επενδυτές που μπαίνουν στη φούσκα νωρίς, αλλά βγαίνουν πριν σκάσει σε βάρος όμως των επενδυτών που μπήκαν στο παιχνίδι προς το τέλος της ζωής της φούσκας.

Μια συνήθης κριτική στη θεωρία των feedback traders (και γενικώς στα behavioral models) είναι ότι η παρουσία των ορθολογικών επενδυτών θα έπρεπε να επαναφέρει την ισορροπία στην αγορά. Απάντηση σε αυτό δίνει το μοντέλο του DeLong (1990) το οποίο περιλαμβάνει τρεις τύπους traders: τους παθητικούς επενδυτές, των οποίων η ζήτηση εξαρτάται αποκλειστικά από την τιμή του περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με τη θεμελιώδη αξία του, τους πληροφορημένους ορθολογικούς κερδοσκόπους (speculators), οι οποίοι δρουν σύμφωνα με τις πληροφορίες που λαμβάνουν και τη μελλοντική τιμή που αναμένουν, και τους feedback traders. Οι speculators επιθυμώντας να προκαλέσουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερη αύξηση της τιμής, και γνωρίζοντας τον τρόπο αντίδρασης των feedback traders, σχηματίζουν μεγαλύτερη ζήτηση από αυτή που θα σχημάτιζαν εν τη

απουσία των feedback traders, ώστε να ωθήσουν την τιμή σε υψηλότερα επίπεδα. Όταν την επόμενη περίοδο οι feedback traders μπουν στην αγορά, οι speculators αρχίζουν να πωλούν το περιουσιακό στοιχείο αποκομίζοντας κέρδη σε βάρος των feedback traders. Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν, ότι σύμφωνα με το μοντέλο αυτό οι ορθολογικοί traders δεν θα προσπαθήσουν να διορθώσουν το mispricing που αναμένεται να παρατηρηθεί μετά την είσοδο των feedback traders στην αγορά. Αντιθέτως, θα αγοράσουν το περιουσιακό στοιχείο παρόλο που γνωρίζουν ότι είναι υπερτιμημένο, έτσι ώστε να επωφεληθούν από την μεγαλύτερη αύξηση της τιμής του λόγω της εισόδου των feedback traders στην αγορά.

Τέλος, οι Shiller (2002) και Bhattacharya (2009) τόνισαν το ρόλο που μπορούν να διαδραματίσουν τα MME στη διόγκωση της φούσκας. Τα MME έχοντας τη δυνατότητα να τραβήξουν την προσοχή των επενδυτών, έχουν και τη δύναμη να τους ωθήσουν να αγοράσουν ένα περιουσιακό στοιχείο.

#### **4.1.3 Representativeness heuristic**

Το μοντέλο αυτό αποτελεί συνδυασμό δύο συμπεριφορικών φαινομένων: του representativeness heuristic και του conservatism bias. Το πρώτο φαινόμενο οδηγεί τους επενδυτές να υπεραντιδρούν σε μια πληροφορία την οποία θεωρούν εξαιρετικά σημαντική. Το δεύτερο φαινόμενο ωθεί τους επενδυτές να υποεκτιμούν σημαντικά αλλά όχι τρανταχτά (attention-grabbing) στοιχεία, με αποτέλεσμα να υποαντιδρούν στην αναθεώρηση του μοντέλου τους.

Οι Barberis, Shleifer και Vishny (1998) υποθέτουν στο μοντέλο τους ότι τα κέρδη ακολουθούν διαδικασία τυχαίου περιπάτου, και συνεπώς η καλύτερη πρόβλεψη για τα μελλοντικά κέρδη είναι αυτή που στηρίζεται στα πιο πρόσφατα πραγματοποιηθέντα κέρδη. Ωστόσο, οι επενδυτές στηρίζονται, λανθασμένα, στις παλαιότερες αποδόσεις και πιστεύουν ότι τα κέρδη είναι μια συνάρτηση η οποία χαρακτηρίζεται είτε από επιστροφή στον μέσο, είτε από τάση. Παράλληλα, οι επενδυτές πιστεύουν ότι υπάρχει μικρή πιθανότητα να αντιστραφεί η διαδικασία που ακολουθούν τα κέρδη. Έχοντας αυτή την αντίληψη, οι επενδυτές διακρίνουν ένα μοτίβο (pattern) στη συμπεριφορά των κερδών, το οποίο λανθασμένα επεκτείνουν στο μέλλον. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να υπεραντιδρούν σε μια σημερινή πληροφορία καθώς πιστεύουν ότι αυτή θα προεξοφληθεί στο μέλλον. Ωστόσο, όταν οι επενδυτές δουν ότι οι προσδοκίες τους για την πορεία των κερδών δεν

πραγματοποιούνται αναγκάζονται να εγκαταλείψουν το μοντέλο τους, και η φύσκα σκάει με τις τιμές να επιστρέφουν στα σωστά επίπεδα.

#### **4.1.4 Biased self-attribution**

Στο μοντέλο αυτό, το οποίο αναπτύχθηκε από τους Daniel, Hirshleifer and Subrahmanyam (1998) ένας επενδυτής χαρακτηρίζεται από υπερβολική αυτοπεποίθηση, γεγονός που τον οδηγεί στο να λαμβάνει υπόψη του αποκλειστικά τα σημάδια (signals) που επιβεβαιώνουν τις πεποιθήσεις του και να αγνοεί εκείνα που έρχονται σε αντίθεση με αυτές. Συγκεκριμένα, το μοντέλο θεωρεί ότι οι επενδυτές διαμορφώνουν τις αρχικές τους πεποιθήσεις αφού λάβουν μια προσωπική ένδειξη (private signal) για την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου, η οποία υποθέτουμε ότι δεν είναι σωστή (noisy). Στη συνέχεια, οι επενδυτές λαμβάνουν μια δημόσια ένδειξη (public signal) η οποία επίσης δεν είναι σωστή και θα έπρεπε να αγνοηθεί, επιβεβαιώνει όμως, την προσωπική πληροφορία των επενδυτών. Το γεγονός αυτό αυξάνει την αυτοπεποίθηση των επενδυτών με αποτέλεσμα όταν η δημόσια πληροφόρηση έρθει σε αντίθεση με την ιδιωτική τους πληροφόρηση να την αγνοήσουν, διατηρώντας την τιμή του περιουσιακού στοιχείου αμετάβλητη. Η φύσκα που δημιουργείται με αυτόν τον τρόπο θα αρχίσει να ξεφουσκώνει μόλις οι συσσωρευμένες πληροφορίες αναγκάσουν τελικά τους επενδυτές να αμφισβητήσουν τις αρχικές τους απόψεις.

## **4.2 Συμπεριφορικά σφάλματα**

Μελέτες στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έχουν δείξει ότι η διαδικασία λήψης αποφάσεων επηρεάζεται και διαταράσσεται από την εμφάνιση των συμπεριφορικών σφαλμάτων, τα οποία δρουν υποσυνείδητα, άρα είναι δύσκολο να εντοπιστούν παρά μόνο να προβλεφθούν. Παρουσιάζονται σε καταστάσεις όπου είναι πολύπλοκες, υπάρχει αβεβαιότητα, υπάρχουν πολλές διαθέσιμες πληροφορίες, συναισθηματική φόρτιση, πίεση, περιορισμένος χρόνος, κούραση και διάφορες άλλες καταστάσεις ικανές να διαστρεβλώσουν την αντίληψη του επενδυτή. Τα σφάλματα αυτά μπορούν να διαχωριστούν σε γνωστικά (cognitive) και συναισθηματικά (emotional) και σε κάθε περίπτωση οδηγούν σε μια μη ορθολογική επενδυτική απόφαση.

Ως γνωστικά σφάλματα χαρακτηρίζονται τα σφάλματα που προκύπτουν από τον τρόπο



οργάνωσης των πληροφοριών, την προδιάθεση ή τις συστηματικές διαστρεβλώσεις κατά τη διαδικασία λήψης μιας απόφασης. Αποτελούν με άλλα λόγια μια λανθασμένη επεξεργασία πληροφοριών. Ως συναισθηματικά σφάλματα χαρακτηρίζονται τα σφάλματα που προκύπτουν από τα συναισθήματα που μπορούν να προκύψουν όταν το άτομο καταγράφει μια πληροφορία ή τα συναισθήματα που έχει κατά τη λήψη μιας απόφασης και αποτελεί μια ακούσια αντίδραση του ατόμου που δεν μπορεί να ελέγξει ή να αποτρέψει.

Τις περισσότερες φορές παρουσιάζονται συγχρόνως παραπάνω από ένα σφάλματα σε ένα άτομο, με αποτέλεσμα ακόμα και ο διαχωρισμός τους σε γνωστικό ή/και συναισθηματικό σφάλμα να γίνεται αρκετά δύσκολος. Ας δούμε πιο αναλυτικά τις καταστάσεις που περιγράφουν τα συμπεριφορικά σφάλματα:

#### **4.2.1 Σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας (Representativeness bias)**

Σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας είναι η εξέταση κάποιου ζητήματος υπό τη σκοπιά στερεοτύπων, προκαταλήψεων, γενικεύσεων και αντιλήψεων που βρίσκονται θεμελιωμένα στο μυαλό ενός ατόμου. Τα στερεότυπα αποτελούν παγιωμένες απόψεις και πεποιθήσεις των ατόμων για πρόσωπα και καταστάσεις βάσει κάποιων χαρακτηριστικών που παρουσιάζουν. Ο συνδυασμός πληροφοριών που βασίζονται σε στερεότυπα και η αναγωγή συμπερασμάτων, εσφαλμένων ως επί το πλείστον, οδηγούν σε μια συνδυαστική πλάνη (conjunction fallacy). Η εκτίμηση λοιπόν μιας κατάστασης υπό το πρίσμα των στερεοτύπων αναγάγει συμπεράσματα βάσει όμοιων συμπεριφορών και καταστάσεων και όχι βάσει πιθανοτήτων. Αυτό συμβαίνει διότι η ανθρώπινη φύση έχει την έμφυτη τάση να κατηγοριοποιεί μια πληροφορία άμεσα, προκειμένου να την επεξεργαστεί και να την κατανοήσει, ωστόσο μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένο συμπέρασμα, άρα και απόφαση.

Το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας συνδέεται άμεσα με τη λανθασμένη αντίληψη της τυχειότητας, δηλαδή τη λανθασμένη πεποίθηση ότι η πρόσφατη εμφάνιση ενός αποτελέσματος, αυξάνει τη πιθανότητα να μην εμφανιστεί στο μέλλον και έχει χαρακτηριστεί στη βιβλιογραφία ως «λάθος του παίκτη (Gambler's Fallacy)». Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της κατάστασης είναι η ρίψη ενός νομίσματος. Στατιστικά οι πιθανότητες να είναι κορώνα ή γράμματα είναι 50%. Ακόμα και μετά από πολλές συνεχείς ρίψεις όπου το αποτέλεσμα είναι π.χ. κορώνα, οι πιθανότητες να είναι πάλι κορώνα παραμένουν 50%. Ωστόσο, πολλά άτομα που θα παρακολουθούσαν τη

διαδικασία ρίψεων, θα απέδιδαν μεγαλύτερο ποσοστό πιθανότητας η επόμενη ρίψη να έχει ως αποτέλεσμα γράμματα. Το ίδιο συμβαίνει και με την επιλογή αριθμών σε παίγνια τύχης, για παράδειγμα λίγοι θα επέλεγαν τους ίδιους αριθμούς σε ένα λαχείο που κέρδισαν την προηγούμενη μέρα. Η εφαρμογή του Λάθους του Παίκτη στο χώρο των επενδύσεων μπορεί να παρουσιαστεί ως μια πεποίθηση ότι η αγορά θα ακολουθήσει μια διαδικασία αυτοδιόρθωσης προς την αντίθετη κατεύθυνση από την τρέχουσα, ως μια πρόβλεψη για αντιστροφή της τάσης.

Στην ίδια λογική αλλά με την αντίθετη πεποίθηση, ότι δηλαδή η τάση θα συνεχιστεί προς την ίδια κατεύθυνση, είναι το «σφάλμα των ζεστών χεριών (Hot hand Fallacy)». Ο χαρακτηρισμός έχει αποδοθεί από την πρόβλεψη ότι σε ένα παιχνίδι μπάσκετ, οι πιθανότητες να επιτευχθεί εύστοχη βολή ενός παίκτη μετά από μια προηγούμενη εύστοχη βολή του, είναι μεγαλύτερες από το εάν ήταν άστοχη, αποδίδοντας την ευστοχία στα «ζεστά χέρια». Η ευστοχία σίγουρα επηρεάζει την πρόβλεψη αλλά όχι την επίδοση στην πραγματικότητα.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα στο χώρο των επενδύσεων είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια όπου υπάρχει η εντύπωση στο επενδυτικό κοινό ότι οι παρελθούσες αποδόσεις τους είναι αντιπροσωπευτικές των μελλοντικών, οδηγώντας τον επενδυτή πιθανά σε σημαντική μείωση του χαρτοφυλακίου του. Το ίδιο συμβαίνει και με την αγορά μετοχών μιας εταιρίας που έχει εμφανίσει κέρδη διαχρονικά, όμως στη πραγματικότητα είναι πολύ λίγες οι εταιρείες που διαχρονικά μπορούν να διατηρήσουν διαχρονικά ένα υψηλό ρυθμό αύξησης κερδών.

#### **4.2.2 Σφάλμα διαθεσιμότητας (Availability Bias)**

Το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας μπορεί να συνδεθεί και με το Σφάλμα διαθεσιμότητας (Availability Bias), όπου η λήψη αποφάσεων γίνεται με βάση τις άμεσα διαθέσιμες πληροφορίες, χωρίς περαιτέρω έρευνα. Το σφάλμα διαθεσιμότητας οδηγεί στην ψευδαίσθηση ότι όταν κάτι είναι συχνά ή πρόσφατα εμφανιζόμενο ή εύκολο να ανακληθεί στη μνήμη, αποτελεί τη σωστή επιλογή.

Ένα παράδειγμα είναι η επιλογή αγοράς μετοχών εταιρειών που διαφημίζονται και είναι δημοφιλείς. Η φήμη των εταιρειών αυτών δεν συνεπάγεται ότι αξίζουν περισσότερο από

μια λιγότερο δημοφιλή εταιρία. Ένα άλλο παράδειγμα εφαρμογής αυτού του σφάλματος είναι η επιλογή των Αμοιβαίων κεφαλαίων ως μορφή επένδυσης από έναν υποψήφιο επενδυτή, που δεν γνωρίζει ενδεχομένως πολλές άλλες μορφές, καθώς τα αμοιβαία κεφάλαια είναι η πιο διαφημιζόμενη μορφή επένδυσης στα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης και είναι εύκολο να ανακληθεί στη μνήμη.

Το σφάλμα διαθεσιμότητας συνδέεται με το σφάλμα της πρόσφατης κατάστασης ή επικαιρότητας (recency bias) και είναι η τάση ενός ατόμου να δίνει μεγαλύτερη έμφαση σε πρόσφατα γεγονότα, τα οποία μπορούν να ανακληθούν πιο εύκολα στη μνήμη, σε σύγκριση με τα παρελθοντικά. Μπορεί επίσης να ερμηνευτεί ως προσκόλληση και αδυναμία του ανθρώπου να διδαχθεί από την ιστορία. Σαν παράδειγμα μπορεί να αναφερθεί το γεγονός ότι πολλοί επενδυτές τείνουν να επιλέγουν μια μορφή επένδυσης βασιζόμενοι στην απόδοση που εμφάνισαν το προηγούμενο χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα να επενδύουν σε ήδη υψηλές τιμές.

#### **4.2.3 Φήμες (Rumours) και Αντίδραση στα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης (Media Response)**

Οι αποφάσεις λαμβάνονται με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες, υπάρχει όμως περίπτωση αυτές οι πληροφορίες να είναι ανεπιβεβαιώτες, αληθινές ή μη. Οι φήμες είναι πληροφορίες οι οποίες δεν έχουν επιβεβαιωθεί ούτε έχουν διαψευστεί από κάποια έγκυρη πηγή. Επίσης ο τρόπος και η συχνότητα που παρουσιάζεται μια πληροφορία από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης μπορεί να επηρεάσει και να οδηγήσει σε αυθόρμητες αποφάσεις, χωρίς περαιτέρω έρευνα. Η λήψη απόφασης σε τέτοιες καταστάσεις δεν γίνεται ευκολότερη καθώς η εγκυρότητα και το επίπεδο ποιότητας είναι πολλές φορές αμφίβολο.

Η ανάγκη λοιπόν να αντιδράσει ο επενδυτής σε μια πληροφορία, είτε αυτή έχει επιβεβαιωθεί ή όχι, είτε σχετίζεται με την επένδυσή του ή όχι, μπορεί να οδηγήσει σε μια απόφαση που θα μειώσει το χαρτοφυλάκιό του. Το ίδιο συμβαίνει και με μια πληροφορία που προβάλλεται συνεχώς στα μέσα ενημέρωσης ή το μεγάλο πλήθος πληροφοριών.

#### **4.2.4 Σφάλμα Οικειότητας (Familiarity Bias) και Σφάλμα Εντοπιότητας (Home Bias)**

Το σφάλμα οικειότητας είναι η πεποίθηση ότι τα πράγματα που είμαστε περισσότερο εξοικειωμένοι, τα γνωρίζουμε καλύτερα. Η εσφαλμένη αυτή εντύπωση, πέρα από τη νοητική διάσταση, έχει και γεωγραφική, ότι δηλαδή γνωρίζουμε καλύτερα την εγχώρια αγορά από τη διεθνή (local bias). Είναι σύνθηες οι επενδυτές να επιλέγουν επενδύσεις με τις οποίες νιώθουν οικειότητα. Το πιο προσδιοριστικό παράδειγμα που εμφανίζεται το σφάλμα της οικειότητας είναι η επένδυση ενός εργαζομένου στην ίδια την εταιρεία όπου εργάζεται (employer bias), καθώς πιστεύει ότι επειδή εργάζεται σε αυτή, ότι μπορεί να γνωρίζει καλύτερα την κατάσταση της εταιρείας. Με αυτή όμως την επιλογή εκτίθεται σε διπλό κίνδυνο, στον κίνδυνο να πτωχεύσει η εταιρεία αυτή, χάνοντας και το επενδυμένο κεφάλαιο, και τον μισθό του.

Βέβαια, δεν παύει να ισχύει συγχρόνως η άποψη, ότι δεν πρέπει να επενδύει κάποιος σε πράγματα που δεν γνωρίζει. Επίσης, η επένδυση σε διεθνές επίπεδο, δε σημαίνει ότι μπορεί να αφαιρέσει το ενδεχόμενο απωλειών βραχυπρόθεσμα, καθώς ανά περιόδους υπάρχουν σε παγκόσμιο επίπεδο περιστασιακές κρίσεις που μπορεί να επηρεάσουν τις αποδόσεις. Το σφάλμα της εντοπιότητας εντοπίζεται στις παραπάνω καταστάσεις, δηλαδή όταν ο επενδυτής επιλέγει ως επί το πλείστον εγχώριες μετοχές. Μερικοί πιθανοί λόγοι που κάποιος θα επιλέξει εγχώριες επενδύσεις είναι το ότι γνωρίζει ήδη τη νομοθεσία, τη φορολογία και το λογιστικό σύστημα, δεν υπάρχει συναλλαγματικός κίνδυνος, η αμεσότητα στη διάχυση μιας πληροφορίας και άλλοι.

#### **4.2.5 Σφάλμα διατύπωσης (Framing)**

Η δύναμη της διατύπωσης είχε εντοπιστεί και εφαρμοστεί ευρέως καθ' όλη την ιστορία της πολιτικής. Ωστόσο μπορεί να εφαρμοστεί και στους επενδυτικούς κύκλους. Η διατύπωση (ή παρουσίαση) ενός προβλήματος ή ερωτήματος μπορεί να επηρεάσει τη διαδικασία λήψης της απόφασης. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έχει εντοπίσει το σφάλμα στο γεγονός ότι οι εκτιμήσεις ή οι προτάσεις ενός επενδυτικού συμβούλου μπορούν να επηρεάσουν τον υποψήφιο επενδυτή ανάλογα με τον τρόπο που θα διατυπωθεί η πρόταση η απόδοση ή ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος. Αντίθετα η παραδοσιακή Χρηματοοικονομική καθότι βασίζεται σε μαθηματικά μοντέλα, δεν επηρεάζεται από τη διατύπωση και άρα δεν επηρεάζουν την λήψη απόφασης. Για παράδειγμα, ένας επενδυτικός σύμβουλος στη προσπάθεια του να στήσει το επενδυτικό προφίλ του ενδιαφερόμενου, είναι πολύ πιθανό ο τρόπος που θα έχουν αποτυπωθεί οι ερωτήσεις, να

ερμηνευτούν λανθασμένα και οι προτάσεις επενδύσεων που θα γίνουν να μην ταιριάζουν στον υποψήφιο επενδυτή. Έτσι μπορεί να αναλάβει υψηλότερο ή χαμηλότερο κίνδυνο από αυτόν που ήταν αποφασισμένος να λάβει, επηρεάζοντας το ύψος των κερδών ή των ζημιών. Επίσης ο τρόπος που παρουσιάζεται μια επένδυση, αποκρύπτοντας συνήθως μέρος πληροφοριών, ή αποτυπώνοντας με προσεγμένο τρόπο κάποιες πληροφορίες, μπορεί να αποτρέψει ή να οδηγήσει στην συγκεκριμένη επιλογή.

Τέλος, ο τρόπος που θα διατυπωθεί μια πρόταση λύσης/ επένδυσης, έχει καθοριστική σημασία για τον λήπτη απόφασης καθώς μπορεί να την αποδεχτεί πιο εύκολα. Για παράδειγμα, πολλές φορές, ένας σύμβουλος θα προτείνει την «μεταφορά» μιας επένδυσης από μια ζημιόγono σε μια άλλη, ενώ στη πραγματικότητα πρόκειται για ρευστοποίηση της επένδυσης με ζημία και επανεπένδυση του εναπομείναντος κεφαλαίου. Έτσι ο επενδυτής αποδέχεται ευκολότερα την επένδυση και αισθάνεται καλύτερα με την απόφασή του. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι αρκετές διατυπώσεις, γίνονται με τέτοιο τρόπο ώστε να μην είναι ξεκάθαρες αλλά ασαφείς ώστε να επηρεάζουν προς μια κατεύθυνση. Αυτό δείχνει ότι πολλές φορές η διατύπωση παίζει πιο καθοριστικό ρόλο από τις ίδιες τις πληροφορίες, που ενώ είναι διαθέσιμες δεν μπορούν να ερμηνευτούν ορθολογικά.

#### **4.2.6 Νοητική λογιστική (Mental Accounting)**

Νοητική λογιστική είναι ο τρόπος που το ανθρώπινο μυαλό έχει μετατρέψει την αξία του μέσου ανταλλαγής που λέμε «χρήμα» σε μια μη ορθολογική κατανομή, ανάλογα τους στόχους και τις ενέργειες. Το αποτέλεσμα της νοητικής λογιστικής και των λογιστικών αυτών υπολογισμών, είναι ότι η αξία του χρήματος δεν είναι σε όλες τις περιπτώσεις ίδια, καθώς υπάρχουν χρήματα που δεν θα δαπανηθούν ποτέ και κάποια χρήματα που σπαταλούνται χωρίς μέτρο και σκέψη. Η πρακτική του να τηρούνται διαφορετικοί λογαριασμοί π.χ. για την πληρωμή λογαριασμών, των διακοπών, της αποταμίευσης, των σπουδών, είναι συνηθισμένοι στους περισσότερους ανθρώπους. Τα χρήματα λοιπόν χωρίζονται σε λογαριασμούς και στη συνέχεια εφαρμόζονται διαφορετικοί κανόνες. Εφόσον λοιπόν κάποιοι από αυτοί τους λογαριασμούς επενδυθούν, ανάλογα με το σκοπό, θα υπάρχει ίσως και διαφορετικό ρίσκο, οδηγώντας σε μια πολυδιάστατη επενδυτική συμπεριφορά.

Ένα από τα παραδείγματα που χρησιμοποιούνται στη βιβλιογραφία για τη νοητική λογιστική είναι του Thaler, στο οποίο περιγράφεται ένα ζευγάρι που έχει αποταμιεύσει 100.000 € για την αγορά μιας εξοχικής κατοικίας. Το εν λόγω ποσό έχει επενδυθεί σε αξιόγραφα απόδοσης 10% ετησίως και προγραμματίζουν να προχωρήσουν στην αγορά σε 5 χρόνια. Την ίδια στιγμή, αγόρασαν καινούριο αυτοκίνητο αξίας 90.000 € με χρηματοδότηση 3 ετών με επιτόκιο 9%. Από τις επιλογές τους φαίνεται ότι επένδυσαν με χαμηλό ρίσκο για την απόκτηση της κατοικίας αλλά χρηματοδοτήθηκαν με υψηλό επιτόκιο για την απόκτηση αυτοκινήτου, μειώνοντας τον συνολικό πλούτο τους. Ένα άλλο παράδειγμα, το οποίο συνδυάζει το σφάλμα της νοητικής λογιστικής με αυτό της διατύπωσης, είναι η υπόθεση του συμπεριφορικού κύκλου (behavioral life cycle hypothesis), η οποία περιγράφει την νοητή κατανομή των περιουσιακών στοιχείων σε τρεις κατηγορίες: το τρέχον εισόδημα (current income), τον τρέχοντα πλούτο (current wealth) και το μελλοντικό εισόδημα (future income). Ανάλογα με την κατηγορία, ο τρόπος που θα καταναλωθεί, επενδυθεί, ρευστοποιηθεί το ποσό, διαφέρει. Το τρέχον εισόδημα συνήθως καταναλώνεται πιο εύκολα σε αντίθεση με το μελλοντικό. Τέλος, ένα ακόμα παράδειγμα που εντοπίζεται στη νοητική λογιστική είναι το φαινόμενο των διαθέσιμων χρημάτων (House Money Effect). Το φαινόμενο των διαθέσιμων χρημάτων είναι η τάση που εμφανίζει ο επενδυτής να παίρνει μεγαλύτερο ρίσκο όταν επενδύει τα κέρδη του και αναφέρθηκε πρώτη φορά από τους Thaler και Johnson. Η ονομασία προέρχεται από τη φράση που χρησιμοποιείται στο καζίνο "playing with the house's money", δηλαδή ότι ο παίκτης παίζει με τα κέρδη που έχει αποκομίσει. Το φαινόμενο των διαθέσιμων χρημάτων λοιπόν, προβλέπει ότι οι επενδυτές είναι πιο επιρρεπείς να προχωρήσουν σε μια επένδυση μεγαλύτερου ρίσκου μετά από μια κερδοφόρα επένδυση, και συνδέεται με το σφάλμα της νοητικής λογιστικής καθώς νοητά έχουν ξεχωριστά το λογαριασμό του αρχικού κεφαλαίου με αυτόν των κερδών.

#### **4.2.7 Αγκίστρωση ή Προσκόλληση σε σημεία αναφοράς (Anchoring)**

Η αγκίστρωση ή προσκόλληση είναι η τάση του ατόμου να αποφασίζει θέτοντας σημεία αναφοράς (ποσοτικά) που αισθάνεται οικεία. Η αγκίστρωση είναι ένα σφάλμα το οποίο μπορεί πολύ εύκολα να αποδειχθεί, αλλά πολύ δύσκολα να εξαλειφθεί σαν συμπεριφορά. Την αγκίστρωση μπορούμε να την εντοπίσουμε σε πολλούς τομείς της καθημερινότητάς μας καθώς προκειμένου να γίνουν συγκρίσεις, χρησιμοποιούνται σημεία αναφοράς. Για παράδειγμα, σε μια παρουσίαση που έχει αριθμούς, προκειμένου να μπορεί να γίνει

κατανοητό το περιεχόμενο ή τα αποτελέσματα, θα πρέπει να υπάρχουν σημεία αναφοράς. Ένας σύμβουλος επενδύσεων ενδεχομένως, να χρησιμοποιήσει μια σειρά παρελθοντικών αποδόσεων, για να αποδείξει την ωφελιμότητα της πρότασής του. Αυτό βέβαια είναι μια λανθασμένη πρακτική, καθώς η παρελθοντική απόδοση μιας επένδυσης δεν εγγυάται τη μελλοντική. Η άγνοια του υποψήφιου επενδυτή σε αυτή τη περίπτωση, μπορεί να τον οδηγήσει σε μια επένδυση που θα αναμένει να του επιφέρει τις αποδόσεις που του είχε αναφέρει ο σύμβουλος. Σε περιόδους κρίσεων, δεν μπορεί ο επενδυτής να αναμένει υψηλές αποδόσεις ή τα κέρδη που προσδοκούσε στην αρχή της επένδυσης, αλλά με σωστές κινήσεις να μετριάσει τις απώλειες του αλλάζοντας την δομή του χαρτοφυλακίου του.

#### **4.2.8 Υπερβολική αυτοπεποίθηση (Overconfidence)**

Η αυτοπεποίθηση είναι ένα αναπτυξιακό χαρακτηριστικό, δομείται δηλαδή εσωτερικά καθώς το άτομο αναπτύσσεται. Αντανακλά την εμπιστοσύνη που έχει στις ικανότητές του και χειρίζεται τις καταστάσεις που καλείται να αντιμετωπίσει με θετική και ρεαλιστική αντίληψη. Εφόσον ένα άτομο διακατέχεται από υπερβολική αυτοπεποίθηση, έχει την τάση να λαμβάνει αποφάσεις εμπιστευόμενος σε υπερβολικό βαθμό τη διαισθητική του λογική και τις γνωστικές του ικανότητες. Έρευνες και ψυχολογικά τεστ δείχνουν ότι τα άτομα αυτά υπερεκτιμούν την ικανότητά τους για πρόβλεψη γεγονότων, την ακρίβεια των πληροφοριών που έχουν, ενώ σε μια ερώτηση για το πόσο βέβαιοι είναι ότι θα υλοποιηθεί η πρόβλεψή τους η απάντηση δεν απέχει πολύ από το 100%. Ακόμη μια περίπτωση υπερβολικής εμπιστοσύνης είναι αυτή που δείχνει κάποιος στα σχέδιά του (planning fallacy).

Πολλοί επενδυτές διακατέχονται από υπερβολική αυτοπεποίθηση σχετικά με την ικανότητά τους να προβλέπουν το μέλλον και να κατανοούν την χρηματιστηριακή αγορά, βασιζόμενοι στις ικανότητές τους και τις γνώσεις τους. Αυτή η τάση τους οδηγεί σε συχνές επενδυτικές συναλλαγές, υψηλού ρίσκου υποεκτιμώντας τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Για παράδειγμα, μπορεί ένας επενδυτής να λάβει άμεσα μια απόφαση επειδή διάβασε μια πληροφορία στο ίντερνετ ή την άκουσε από κάποιον σύμβουλο επενδύσεων, χωρίς να μπει σε διαδικασία να την επεξεργαστεί, υιοθετώντας την σαν δική του έγκυρη γνώση.

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση μπορεί να περιοριστεί μόνο εάν καταβληθεί αρκετή προσωπική προσπάθεια, καθώς ο άνθρωπος έχει τη τάση να προτιμά πληροφορίες που επιβεβαιώνουν παρά αμφισβητούν τις γνώσεις του, ενώ αποφεύγει και πληροφορίες που έρχονται σε αντίθεση με τις απόψεις και τη κρίση του.

Η υπερβολική αυτοπεποίθηση μπορεί να συναντηθεί στη βιβλιογραφία και ως The Lake Wobegon effect, χαρακτηρισμός που προέρχεται από τη μυθιστορηματική τοποθεσία όπου «όλες οι γυναίκες είναι ισχυρές, όλοι οι άντρες είναι όμορφοι, και όλα τα παιδιά είναι πάνω από τον μέσο όρο» (Garrison Keillor's, Lake Wobegon Days novel, 1985). Με αυτό τον όρο περιγράφεται η τάση κάποιων ατόμων να υπερεκτιμούν τις ικανότητες και τα επιτεύγματά τους σε σχέση με τους άλλους .

#### **4.2.9 Αποστροφή απώλειας (Loss aversion)**

Οι Tversky and Kahneman σε έρευνά τους το 1979 απέδειξαν ότι η επίδραση της απώλειας συναισθηματικά, είναι διπλάσια από εκείνη του κέρδους (prospect theory). Η αποστροφή απώλειας αναφέρεται στην τάση ενός επενδυτή να προτιμά να αποφύγει μια απώλεια από το να κερδίσει ένα ισοδύναμο κέρδος. Προτιμά δηλαδή να μην χάσει 5 από το κερδίσει 5€. Ο επενδυτής αναζητεί υψηλότερο κίνδυνο όταν θέλει να μετριάσει τις απώλειες, ενώ όταν εμφανίζει κέρδη τον αποφεύγει καθώς θέλει να προστατέψει τα κερημένα του. Το εν λόγω σφάλμα συνδέεται με τη πλάνη του χαμένου κόστους (Sunk Cost Fallacy).

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική αναγνωρίζει ότι το χαμένο κόστος μπορεί να επηρεάσει μια οικονομική απόφαση εξαιτίας της αποστροφής της απώλειας. Η αξία που έχει ήδη δαπανηθεί λαμβάνεται υπόψη ως σημείο αναφοράς (σφάλμα αγκίστρωσης), ενώ ορθολογικά θα έπρεπε να είναι ανεξάρτητη. Λόγω του σφάλματος της αποστροφής της απώλειας, ο επενδυτής αποφεύγει να αποδεχτεί τη ζημία και προτιμά να διατηρήσει την επένδυση πεπεισμένος ότι θα ανακτήσει τα κέρδη του. Προκειμένου να το καταφέρει, είναι διατεθειμένος ακόμη και να επενδύσει επιπλέον ποσό ώστε να μειώσει τη τιμή κτήσης και να μπορεί να ισχυριστεί ότι μείωσε τις απώλειες του. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι τα άτομα, έχουν την τάση να θέλουν να πουλήσουν κάτι σε υψηλότερη τιμή από εκείνη που το απέκτησαν. Το συμπεριφορικό αυτό φαινόμενο (endowment effect) συναντάται συχνά



καθώς οι επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη αξία σε κάτι το οποίο θεωρούν δικό τους σε σχέση με την αξία που δίνουν όταν το κατέχει κάποιος άλλος.

#### **4.2.10 Αποστροφή Αβεβαιότητας (Ambiguity Aversion)**

Η αποστροφή αβεβαιότητας υποδηλώνει ότι υπάρχει μια προτίμηση απέναντι σε γνωστούς κινδύνους σε σχέση με άγνωστους κινδύνους. Το άτομο που αποστρέφεται την αβεβαιότητα, όταν βρεθεί σε ένα δίλημμα, θα επιλέξει εκείνη την κατάσταση που η πιθανότητα του αποτελέσματος είναι γνωστή, παρά εκείνη που είναι ασαφής. Μια έκφανση της αυξανόμενης αποστροφής της αβεβαιότητας, είναι η αυξανόμενη ζήτηση για ασφαλιστικά προϊόντα, καθώς το ευρύ κοινό αποστρέφεται το άγνωστο και τα άγνωστα γεγονότα που μπορεί να επηρεάσουν την ζωή και την περιουσία τους.

#### **4.2.11 Αποστροφή μετάνοιας (Regret Aversion) και Αποτέλεσμα Προδιάθεσης (Disposition Effect)**

Η μετάνοια βιώνεται όταν δεν επιτυγχάνεται το τελικό αποτέλεσμα είναι μη επιθυμητό από τις αποφάσεις που τελικά λήφθηκαν ή δεν λήφθηκαν όταν έπρεπε. Αρκετά συχνά η επίδραση του συναισθήματος της μετάνοιας στην ψυχολογία ενός ατόμου, είναι πολύ μεγαλύτερη από τις συνέπειες μιας πράξης ή μιας απώλειας. Η αποστροφή της μετάνοιας είναι η αποφυγή ενεργειών που θα μπορούσαν να προκαλέσουν το δυσάρεστο συναίσθημα της μετάνοιας. Αυτό οδηγεί σε συντηρητικές αποφάσεις ώστε σε περίπτωση αποτυχίας μπορούν πιο εύκολα να δικαιολογηθούν ή σε αποφάσεις που τονώνουν την αυτοεκτίμηση του ατόμου. Το αίσθημα της μετάνοιας στον χώρο των επενδύσεων εμπεριέχει ρίσκο καθώς μπορεί να οδηγήσει σε συναλλαγές χωρίς ορθολογικότητα. Παρατηρείται όταν ο επενδυτής συνειδητοποιεί ότι δεν έχει πετύχει το βέλτιστο αποτέλεσμα από μια απόφασή του και πρέπει να έρθει αντιμέτωπος με τις συνέπειες, οι οποίες είναι και χρηματικές αλλά και συναισθηματικές καθώς θα πρέπει να αποδεχτεί ότι έπραξε λανθασμένα.

Το πιο ισχυρό παράδειγμα είναι η αποφυγή χρήσης του stop loss , δηλαδή η μη πώληση μετοχών όταν αυτές εμφανίζουν απώλειες. Αυτό συμβαίνει συχνά στις περιπτώσεις που πρέπει ο επενδυτής να πουλήσει είτε για να τοποθετηθεί σε άλλη μετοχή είτε να αλλάξει

την επένδυσή του. Τα στοιχεία δείχνουν ότι οι επενδυτές προτιμούν να πουλήσουν μετοχές που τους έχουν επιφέρει κέρδη, παρά μετοχές που εμφανίζουν απώλειες, καθώς έτσι αποφεύγουν να δείξουν ότι μετάνιωσαν για μια αποτυχημένη επένδυση. Το τελευταίο παράδειγμα, η πώληση δηλαδή κερδοφόρων επενδύσεων σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα και η παραμονή σε ζημιωγόνες επενδύσεις για πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα με την ελπίδα να ανακάμψουν, αποτελεί το σφάλμα αποτέλεσμα προδιάθεσης (Disposition effect). Με αυτή τη τακτική, ο επενδυτής προσπαθεί να τονώνεται ψυχολογικά και να επιβεβαιώνεται με τα ευχάριστα συναισθήματα που προκαλεί το κέρδος ώστε να μπορεί συγχρόνως να διαχειριστεί την απώλεια από το μέρος του χαρτοφυλακίου του που εμφανίζει ζημίες. Με άλλα λόγια, ένας επενδυτής με αποστροφή μετάνοιας αποφεύγει να πάρει μια επενδυτική απόφαση καθώς φοβάται την αποτυχία. Γι' αυτό το λόγο θα κρατήσει μια μετοχή που σημειώνει απώλειες ώστε να μην παραδεχτεί πωλώντας την ότι έκανε λάθος επιλογή.

Το σφάλμα της αποστροφής της μετάνοιας σχετίζεται με το σφάλμα της αγκίστρωσης, καθώς λαμβάνεται ως σημείο αναφοράς μια τιμή κάτω από την οποία ξεκινά να ξυπνά το αίσθημα της μετάνοιας. Αυτή η τιμή μπορεί να είναι η τιμή αγοράς, η απόδοση της μετοχής σε σχέση με την απόδοση που καταγράφεται στην αγορά ή μια παρελθούσα τιμή απόδοσης που είχε ικανοποιήσει τον επενδυτή και του είχε επιφέρει κέρδη. Αναφορικά λοιπόν με τις επενδυτικές επιλογές που κάνει κάποιος κάνει προκειμένου να μην βιώσει την μετάνοια, θα δούμε ότι κάνει συντηρητικές επιλογές, χαμηλού ρίσκου, στηρίζεται κυρίως σε βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα ενώ μπορεί να επηρεαστεί από την «αγέλη», ώστε να αποδεσμευτεί από την ευθύνη μιας απόφασης.

#### **4.2.12 Συντηρητισμός (Conservatism) και Σφάλμα Status quo (Status quo bias)**

Το σφάλμα του συντηρητισμού εντοπίζεται όταν ο επενδυτής αποφεύγει και αναβάλλει αποφάσεις που είναι πιθανό να προκαλέσουν σημαντικές αλλαγές. Η καθυστερημένη αντίδραση ή η αργή και συντηρητική προσαρμογή των πεποιθήσεων του επενδυτή όταν υπάρχουν νέες πληροφορίες, μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντικές απώλειες, οι οποίες γίνονται μεγαλύτερες ανάλογα με την σημαντικότητα της πληροφορίας. Πρακτικά, μπορούμε να διακρίνουμε το σφάλμα του συντηρητισμού σε ένα άτομο όταν καθυστερεί να αναλάβει δράση μόλις μάθει μια νέα πληροφορία, πολύ περισσότερο απ' ό,τι θα έπρεπε

κανονικά και ορθολογικά σκεπτόμενο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι πολλές φορές οι πληροφορίες είναι δύσκολο να επεξεργαστούν, είτε γιατί δεν υπάρχει η κατάλληλη τεχνογνωσία είτε γιατί οι πληροφορίες αυτές συνεπάγονται την αλλαγή των πεποιθήσεων του ατόμου.

Το εύκολο κομμάτι σε μια νέα πληροφορία είναι η απόρριψη, με τη δικαιολογία ότι δεν είναι αρκετά σημαντική. Το δύσκολο είναι να μπορεί κανείς να διακρίνει μια σημαντική πληροφορία, να την επεξεργαστεί και άμεσα να δράσει προς το συμφέρον του, με το ρίσκο πάντα να αποδειχθεί μια αποτυχημένη απόφαση (άμεση σύνδεση με το σφάλμα της αποστροφής απώλειας).

#### **4.2.13 Αγελαία συμπεριφορά (Herding Behavior)**

Το σφάλμα της αγελαίας συμπεριφοράς εντοπίζεται τόσο κατά την διάρκεια δημιουργίας όσο κυρίως στο σπάσιμο της χρηματοοικονομικής φούσκας καθώς την ίδια χρονική στιγμή, ένα σύνολο επενδυτών προχωρούν στην ίδια επενδυτική κίνηση. Αυτή η κατάσταση απορρέει από το γεγονός ότι μιμήθηκαν τις επενδυτικές επιλογές κάποιων άλλων ατόμων, τις παρακολουθούν και κατά συνέπεια συγχρονίζονται οι ενέργειες τους. Αυτό συμβαίνει αρκετές φορές στις αγορές και γι' αυτό παρατηρείται οι επενδυτές να αντιδρούν άμεσα με τον ίδιο τρόπο. Μια κίνηση ενός επενδυτή μπορεί να προκαλέσει μια αλυσιδωτή αντίδραση όπου ο καθένας θα αντιγράψει τον άλλο πιστεύοντας ότι οι άλλοι γνωρίζουν τι κάνουν. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την απότομη άνοδο ή πτώση μιας αξίας, πολλές φορές αδικαιολόγητη.

Η συμπεριφορά αυτή εντοπίζεται περισσότερο σε επενδυτές που δεν έχουν ιδιαίτερες γνώσεις ή εμπειρίες, και προσπαθούν να μιμηθούν τους οικονομικούς ειδήμονες ή τους επιτυχημένους επενδυτές, καθώς εάν χρησιμοποιήσουν τις δικές τους γνώσεις και πληροφορίες είναι πολύ πιθανό να κάνουν λάθος επιλογές και να έχουν απώλειες. Μέσα από την άκριτη μίμηση των αποφάσεων που λαμβάνουν άλλοι, το άτομο αισθάνεται ασφάλεια και αποδίδει την όποια ευθύνη της απόφασης στην «αγέλη». Μια λανθασμένη απόφαση θα είναι σίγουρα πιο εύκολο να γίνει αποδεκτή όταν το άτομο γνωρίζει ότι και άλλοι επενδυτές καλούνται να διαχειριστούν τις απώλειες τους.

Η αγελαία συμπεριφορά σε κανονικές συνθήκες αγοράς, προκαλεί σύγχυση και αποσταθεροποίηση, καθώς είναι πολύ πιθανό οι μετοχές να μην είναι κατάλληλα αποτιμημένες λόγω της συντονισμένης συναλλακτικής συμπεριφοράς των επενδυτών της. Κυρίως ωστόσο παρατηρείται κατά τη διάρκεια ακραίων οικονομικών μεταβολών που οι επενδυτές τείνουν να αγνοούν τις αιτίες και δεν εμπιστεύονται τις διαθέσιμες πληροφορίες.

#### **4.2.14 Υπεραντίδραση (Overreaction) και Υποαντίδραση (Underreaction)**

Η επεξεργασία μιας νέας πληροφορίας από έναν επενδυτή και η αντίδρασή του σε αυτή ώστε να την μεταφράσει σε επενδυτική απόφαση, εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Η υπεραντίδραση ή η υποαντίδραση του επενδυτή σε μια νέα είδηση ή πληροφορία αποτελούν σφάλματα και μπορούν να έχουν σαν αποτέλεσμα την αποσταθεροποίηση και την εμφάνιση ακραίων τιμών (δημιουργία φουσκών). Συνήθως οι επενδυτές υπεραντιδρούν σε πρόσφατα γεγονότα και ειδήσεις και στη περίπτωση ειδικά που αυτές είναι θετικές, μπορούν να προκαλέσουν με τις ενέργειές τους υπερτιμολόγηση των τιμών των μετοχών της εταιρείας που αφορούν. Η ίδια αντίδραση εντοπίζεται και σε αρνητικές ειδήσεις, οδηγώντας τη μετοχή σε υποτίμηση. Γενικά μπορούμε να πούμε ότι η ταχύτητα αντίδρασης σε μια είδηση εξαρτάται και από το πόσο αναμενόμενη ήταν. Όσο πιο απροσδόκητη ήταν, τόσο μεγαλύτερη η αντίδραση του επενδυτικού κοινού. Η αποτελεσματική αγορά ορίζει ότι οι τιμές των μετοχών απεικονίζουν άμεσα όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι κάτι τέτοιο δεν είναι εφικτό καθώς η υπεραντίδραση ή η υποαντίδραση σε θετικές ή αρνητικές πληροφορίες είναι δεδομένη.

#### **4.2.15 Γνωστική ασυμφωνία (Cognitive Dissonance)**

Το σφάλμα της γνωστικής ασυμφωνίας εντοπίζεται όταν νέες πληροφορίες έρχονται σε αντίθεση με τις πληροφορίες, γνώσεις και πεποιθήσεις που έχει ήδη ένα άτομο. Δεδομένου ότι το άτομο αυτό δεν είναι διατεθειμένο να αποδεχτεί τη νέα πληροφορία ή να αποδεχτεί μια απώλεια ή μια λανθασμένη επιλογή, απορρίπτει τη νέα πληροφορία προκειμένου να αποφύγει τα δυσάρεστα συναισθήματα. Είθισται εξάλλου η επιλογή του να μη λαμβάνει κάποιος μια απόφαση, να είναι πιο εύκολη επιλογή από το να λάβει μια απόφαση και να αποδεχτεί το αποτέλεσμα που θα επιφέρει. Επίσης, όταν ένα άτομο με ενισχυμένη αυτοεκτίμηση, αισθάνεται σίγουρος για τις γνώσεις του και την άποψη του, είναι δύσκολο

να αποδεχτεί κάτι καινούριο που διαφέρει από αυτό που ήδη γνωρίζει. Έτσι, ερχόμενος σε γνωστική ασυμφωνία, αγνοεί ή απορρίπτει κάθε νέα πληροφορία, ενώ είναι διατεθειμένος να πείσει και άλλους ενδιαφερόμενους με την λανθασμένη του άποψη ώστε να αισθανθεί μεγαλύτερη επιβεβαίωση.

Το σφάλμα μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές απώλειες, καθώς ένας επενδυτής ο οποίος αρνείται να λάβει υπόψη του πληροφορίες θέλοντας να αποδείξει ότι οι αρχικές του αποφάσεις είναι ορθές, μπορεί να διατηρεί ένα ζημιογόνο χαρτοφυλάκιο για πολύ μεγάλο διάστημα.

#### **4.2.16 Σφάλμα επιβεβαίωσης (Confirmation Bias)**

Το σφάλμα της επιβεβαίωσης εντοπίζεται όταν ένας επενδυτής αντιλαμβάνεται ή χρησιμοποιεί το μέρος των πληροφοριών που επιβεβαιώνουν τις απόψεις του και τις παλαιότερες αποφάσεις του, αγνοώντας εκείνες που θα τον έκανε να αναθεωρήσει. Έτσι αποφεύγεται η δυσάρεστη κατάσταση της γνωστικής ασυμφωνίας ή της μετάνοιας. Για παράδειγμα, αν για μια εταιρία υπήρχαν δύο διαθέσιμες πληροφορίες, μια αρνητική και μια θετική, ένας επενδυτής της εταιρείας αυτής, θα συγκρατούσε την θετική πληροφορία, καθώς αυτή επιβεβαιώνει την επιλογή του να αγοράσει τις μετοχές, χωρίς να λάβει υπόψη του την αρνητική πληροφορία, η οποία θα μπορούσε ανάλογα τη σημαντικότητά της να τον αποτρέψει από σημαντικές απώλειες. Επιπλέον, το εν λόγω σφάλμα μπορεί να εντοπιστεί στην επιλογή ενός επενδυτή να αγοράζει κατά τη διάρκεια της πτώσης μιας μετοχής του προκειμένου να μειώσει τη τιμή κτήσης, χωρίς να αξιολογήσει την αιτία που έχει οδηγήσει σε αυτή τη πτώση. Με αυτό τον τρόπο θέλει να αποδείξει ότι η αρχική του επενδυτική απόφαση ήταν σωστή.

#### **4.2.17 Σφάλμα Αισιοδοξίας (Optimism Bias) και Σφάλμα Απαισιοδοξίας (Pessimism Bias)**

Το σφάλμα της αισιοδοξίας εντοπίζεται όταν ο επενδυτής, ορμώμενος από την υπερβολική του αισιοδοξία για θετικό αποτέλεσμα, λαμβάνει αποφάσεις χωρίς να αναλύσει τις διαθέσιμες πληροφορίες και πολλές φορές παραβλέποντας τις αρνητικές πληροφορίες

που υπάρχουν για το αντικείμενο επένδυσής του. Αντίθετα, στο σφάλμα απαισιοδοξίας οδηγείται από την υπερβολική απαισιοδοξία για αρνητικό αποτέλεσμα. Σε αμφότερες τις περιπτώσεις, οι αποφάσεις λαμβάνονται βάσει ψυχολογίας και προσωπικότητας, χωρίς αντικειμενική ανάλυση. Όταν ένα άτομο διακατέχεται από υπερβολική αισιοδοξία, έχει την τάση να πιστεύει ότι μόνο θετικά γεγονότα μπορούν να του συμβαίνουν, αφηφώντας το νόμο των πιθανοτήτων, ενώ το βίωμα αρνητικών εμπειριών στο παρελθόν δεν επισκιάζει την άποψη του. Πολλές φορές ένας επενδυτής που είναι υπεραισιόδοξος, αισθάνεται υπερβολική αυτοπεποίθηση για τις γνώσεις του και τις επιλογές του (σφάλμα υπερβολικής αυτοπεποίθησης) και νιώθει ότι μπορεί να ελέγξει την τύχη. Πιστεύει επίσης ότι επιλογές του δεν θα παρουσιάσουν ζημίες και δε δίνουν την απαραίτητη προσοχή στις διαθέσιμες πληροφορίες. Αντίστοιχα, στην περίπτωση της υπερβολικής απαισιοδοξίας, το άτομο έχει τη τάση να επηρεάζεται πολύ από αρνητικά συναισθήματα όπως ο φόβος και μνήμες και να λαμβάνει υπόψη του κυρίως τις αρνητικές πληροφορίες. Ένα άτομο που είναι υπερβολικά απαισιόδοξο δεν μπορεί να το διακρίνει και συνήθως αποφεύγει να κρατήσει για μεγάλο διάστημα μια επένδυση με πτωτική πορεία και ρευστοποιεί άμεσα την επένδυση. Αντίθετα, ένα υπερβολικά αισιόδοξο άτομο είναι περισσότερο επιρρεπής να αναλάβει υψηλότερο κίνδυνο (ίσως και το μέγιστο) καθώς η αισιοδοξία του και η ελπίδα του τον κάνει να πιστεύει ότι θα συνεχιστεί η ανοδική πορεία μιας μετοχής.

#### **4.2.18 Ψευδαισθήσεις (Illusions)**

Στη προσπάθεια να ερμηνευτεί ο τρόπος που λαμβάνεται μια απόφαση, έρευνες δείχνουν ότι ο εγκέφαλος παίρνει μια απόφαση λίγα δευτερόλεπτα πριν αντιληφθεί το άτομο την απόφαση που πήρε. Το ότι λαμβάνουμε αποφάσεις απολύτως συνειδητά είναι μια ψευδαίσθηση, καθώς οι όποιες επιλογές προετοιμάζονται υποσυνείδητα από εγκεφαλικές διεργασίες, πριν την συμμετοχή της συνείδησης.

Η Ψευδαίσθηση είναι μια αλλοίωση της πραγματικότητας ύστερα από την λανθασμένη επεξεργασία του ερεθίσματος από τον εγκέφαλο. Η ασυμφωνία μεταξύ της αντίληψης και των ερεθισμάτων, η αλληλεπίδραση μεταξύ λογικών και εμπειρικών εκτιμήσεων και πεπειθήσεων, διαταράσσουν τις αισθήσεις και οδηγούν σε λανθασμένα συμπεράσματα και αποφάσεις. Μια ψευδαίσθηση μπορεί να είναι οπτική ή νοητική και είναι πολύ πιθανό να συναντήσουμε κάποιες στην καθημερινότητά μας, είτε σε μια διαφήμιση στα μέσα ενημέρωσης είτε σε μια απόφαση που κληθήκαμε να λάβουμε. Το ζήτημα είναι κατά πόσο

αυτή η τελική απόφαση ανταποκρίνεται στις προτιμήσεις και στις πραγματικές ανάγκες μας ή στις επιλογές που μας παρουσιάζονται. Είναι γεγονός ότι το άτομο είναι ευάλωτο στις επιρροές που δέχεται από τις εξωτερικές δυνάμεις, ειδικά όταν δεν υπάρχουν διαμορφωμένες προτιμήσεις.

#### **4.2.19 Ψευδαίσθηση του χρήματος (Money Illusion)**

Η ψευδαίσθηση του χρήματος είναι η αδυναμία να γίνει αντιληπτή η έννοια του πληθωρισμού και αντίστοιχα να προσαρμοστεί η εκάστοτε απόφαση. Ο πληθωρισμός επιφέρει μείωση στην αγοραστική δύναμη. Το εν λόγω σφάλμα οδηγεί τα άτομα να εστιάζουν στη ποσότητα του χρήματος και όχι στην αξία του. Τα 100 euro πριν 20 χρόνια άξιζαν πολύ περισσότερο απ' όσο αξίζουν σήμερα, καθώς η αγοραστική δύναμη τους έχει μεταβληθεί. Ο Irving Fisher στη σκιά του κραχ, προσπάθησε αρκετά ώστε να μπορεί να είναι κατανοητή στο ευρύ κοινό η έννοια του πληθωρισμού και η επίδρασή του στα μετρητά, εφευρίσκοντας υπολογιστικά μέτρα και δείκτες τιμών.

Οι επενδυτές έρχονται αντιμέτωποι με την εξής μορφή της ψευδαίσθησης του χρήματος: την προεξόφληση των ταμειακών ροών με ονομαστικά επιτόκια προεξόφλησης. Επίσης, σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού, οι επενδυτές πιστεύουν ότι στις αυξήσεις των μετοχών εμπεριέχεται η υπερβάλλουσα απόδοση σε σχέση με άλλες επενδύσεις, με αποτέλεσμα αυτόματα να υποτιμούν την αξία τους, επηρεάζοντας τις προσδοκίες τους. Γενικά επηρεάζεται η αντίληψη για την πραγματική αξία του χρήματος, είτε αφορά έσοδα, έξοδα, κέρδη, τιμές μετοχών και δείκτες.

Οι περίοδοι υψηλού πληθωρισμού αποτελούν πόλο έλξης για τους μακροπρόθεσμους επενδυτές καθώς οι μετοχές είναι φθηνότερες εξαιτίας αυτής της ψευδαίσθησης. Αντίθετα, σε περιόδους χαμηλού πληθωρισμού οι αγορές είναι υπεριμμημένες. Αυτός είναι και ο λόγος που είναι πολύ δύσκολο να συγκριθεί η αξία μιας μετοχής σε βάθος χρόνου. Χαρακτηριστικό παράδειγμα για την ψευδαίσθηση του χρήματος και την αντίληψη που έχουμε για την επίδραση του πληθωρισμού, είναι η επένδυση στην αγορά ακινήτων. Η επένδυση στην αγορά ακινήτων αποτελεί μια συνηθισμένη επιλογή από το επενδυτικό κοινό, συνήθως το πιο συντηρητικό, καθώς με τη πάροδο του χρόνου αφήνουν την αίσθηση ότι οι τιμές του συνεχώς αυξάνονται, άρα αυξάνεται και η αξία της επένδυσής τους. Αυτό αποτελεί μια λανθασμένη εντύπωση, καθώς ως τιμή επένδυσης λαμβάνεται υπόψη η

τιμή της αγοράς του ακινήτου και συγκρίνεται με τη σημερινή αξία του ακινήτου, χωρίς να υπάρχει μνήμη για τα υπόλοιπα αγαθά και να γίνεται σύγκριση των τιμών άλλων προϊόντων, που και αυτά με τη σειρά τους έχουν αυξηθεί.

#### **4.2.20 Ψευδαίσθηση της γνώσης (Illusion of knowledge)**

Η ψευδαίσθηση της γνώσης πηγάζει από την τάση των ατόμων να υπερεκτιμούν τις γνώσεις τους, θεωρώντας ότι γνωρίζουν πολύ περισσότερα από αυτά που στη πραγματικότητα γνωρίζουν. Διακατέχονται επίσης από υπερβολική αυτοπεποίθηση και πολλές φορές εκφράζουν την άποψη τους ακόμα και για ζητήματα που δεν γνωρίζουν. Η γνώση που μπορεί να έχει κάποιο άτομο, δεν συνδέεται με το μέγεθος της διαθέσιμης πληροφόρησης, καθώς πολλές διαφορετικές πληροφορίες περισσότερο θα μπερδέψουν παρά θα βοηθήσουν σε μια απόφαση, μιας και ο ανθρώπινος εγκέφαλος μπορεί να επεξεργαστεί μικρό σχετικό όγκο πληροφοριών.

#### **4.2.21 Ψευδαίσθηση του ελέγχου (Illusion of control)**

Η ψευδαίσθηση ότι κάποιο άτομο μπορεί να ελέγξει ή να επηρεάσει καταστάσεις και γεγονότα που στην πραγματικότητα δεν γίνεται, στηριζόμενο στην τύχη ή στην υπερεκτίμηση των ικανοτήτων του. Η Ellen Langer από το 1975 επισήμανε ότι η τάση να συμπεριφέρεται το άτομο σαν να μπορεί να ελέγξει καταστάσεις που στη πραγματικότητα είναι αποτέλεσμα της τύχης, είναι μέρος της ανθρώπινης συμπεριφοράς.

Το πιο προσδιοριστικό παράδειγμα της ψευδαίσθησης του ελέγχου, και πράγματι οι περισσότεροι έχουμε κάνει αυτή τη σκέψη, είναι η προτίμηση να επιλέγουμε οι ίδιοι λαχεία και λαχνούς, πιστεύοντας ότι έτσι αυξάνεται η πιθανότητα να κερδίσουμε το αντίτιμο που θέλουμε. Παρόμοια συμπεριφορά μπορεί να εντοπιστεί και σε άλλα παιχνίδια ή χαρτιά που δεν στηρίζονται σε στρατηγική αλλά σε απλή τύχη των ζαριών και τυχαίες καταστάσεις, όπου οι παίκτες συμπεριφέρονται σαν να έχουν την ικανότητα να αλλάξουν την έκβαση του αποτελέσματος. Όταν ένα άτομο επαναπαύεται στις ικανότητές του, η ψευδαίσθηση του ελέγχου γιγαντώνεται, ενώ συγχρόνως εμποδίζει την εισροή νέας γνώσης. Όταν ένας επενδυτής κυριεύεται από τη ψευδαίσθηση του ελέγχου, τείνει να είναι πιο σίγουρος, να έχει αυτοπεποίθηση και υπερβολική εμπιστοσύνη στον εαυτό του. Συγχρόνως, είναι



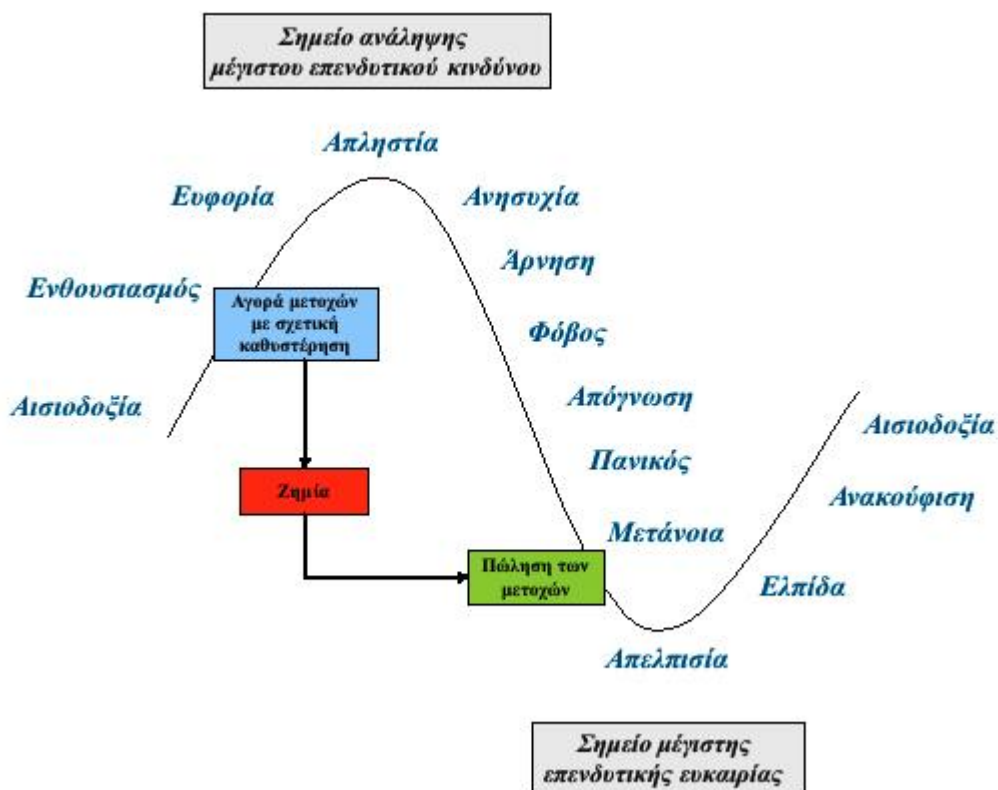
διατεθειμένος να αναλάβει υψηλότερο κίνδυνο καθώς ο κίνδυνος που αντιλαμβάνεται διαστρεβλώνεται από τη λανθασμένη οπτική του.

### **4.3 Ο κύκλος των συναισθημάτων του μέσου επενδυτή**

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική μελετώντας την δημιουργία και τα στάδια όλων των παρελθουσών κρίσεων αλλά και την δημιουργία χρηματοοικονομικών φουσκών επιδίωξε την κατηγοριοποίηση των συναισθημάτων και της ψυχολογίας των επενδυτών. Έτσι προέκυψε ο κύκλος των συναισθημάτων του «μέσου» επενδυτή που ακολουθεί 14 στάδια που λαμβάνουν μέρος κατά την διάρκεια ενός χρηματιστηριακού κύκλου και τα οποία επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις του μέσου επενδυτή:

1. Αισιοδοξία: Δημιουργείται αρχικά με μια θετική προοπτική και οδηγεί στην επένδυση.
2. Ενθουσιασμός: Τα πράγματα κινούνται σύμφωνα με τις αρχικές προσδοκίες μας και ταυτόχρονα δημιουργείται ενθουσιασμός για την επερχόμενη επιτυχία.
3. Ευφορία: Οσο συνεχίζεται η άνοδος των τιμών ο επενδυτής νιώθει ευφορία και ικανοποίηση για την σωστή επενδυτική του επιλογή και δικαιωμένος για τις σωστές προβλέψεις του.
4. Απληστία: Στο σημείο αυτό οι τιμές φτάνουν στο ανώτατο σημείο καθώς οι επενδυτές γίνονται άπληστοι και όλο και περισσότεροι εισέρχονται στην αγορά.
5. Ανησυχία: Ξεκινάει η πτώση των τιμών καθώς κάποιοι αποσύρονται από την αγορά αποκομίζοντας κέρδη και αρχικά ο μέσος επενδυτής ανησυχεί αλλά η απληστία του τον οδηγεί στην πεποίθηση ότι το φαινόμενο είναι βραχυπρόθεσμο και σύντομα θα αναστραφεί.
6. Αρνηση: Οσο συνεχίζεται η πτώση ο μέσος επενδυτής αρνείται να παραδεχτεί το σφάλμα του και παραμένει πιστός στην επιλογή του δημιουργώντας κάποια άλλοθι «είμαι μακροπρόθεσμος επενδυτής», «οι αποδόσεις έρχονται μακροπρόθεσμα» κ.,λ.π.
7. Φόβος: Στο επόμενο στάδιο πτώσης των τιμών εμφανίζεται ο φόβος ότι τελικά «μήπως έκανα λάθος» και δημιουργείται σύγχυση.
8. Απόγνωση: Στο σημείο αυτό τα αρχικά κέρδη έχουν πλέον εξανεμιστεί και προκειμένου να τα επανακτήσουμε λειτουργούμε σε απόγνωση μη ενεργώντας ορθολογικά.
9. Πανικός: Πλέον ο μέσος επενδυτής νιώθει εντελώς αβοήθητος και μόνος. Ο έλεγχος έχει χαθεί.

10. Μετάνοια: Ο επενδυτής αισθάνεται μετανιωμένος για τα επενδυτικά λάθη στα οποία υπέπεσε και ρευστοποιεί τις θέσεις του κεφαλαιοποιώντας σημαντικές ζημιές.
11. Απελπισία: Μετά την έξοδο από την αγορά ο μέσος επενδυτής νιώθει απελπισμένος και αισθάνεται πλέον απέχθεια και αποστροφή για τέτοιου είδους επενδύσεις. Κατηγορεί τον εαυτό του για τις απώλειες που υπέστη και στενοχωριέται.
12. Ελπίδα: Αρχίζουμε να ανακάμπουμε συναισθηματικά και δημιουργείται ελπίδα ότι το μέλλον μπορεί να είναι καλύτερο.
13. Ανακούφιση: Σταδιακά ανακτούμε την πίστη στην ικανότητα μας να επενδύσουμε τα κεφάλαια μας αποκομίζοντας κέρδη.
14. Αισιοδοξία: Απαρχή νέου κύκλου



**Διάγραμμα 1:** Ο κύκλος των συναισθημάτων του μέσου επενδυτή

Πηγή: Φίλιππας Ν,(2015), <<Η ψυχολογία των αγορών:Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση>>, Εκδόσεις Πεδίο, Αθήνα, σελ.12

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΜΕΓΑΛΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΦΟΥΣΚΕΣ

### 5.1 Η φούσκα της Τουλίπας

Η μανία της τουλίπας που κατέκλεισε την Ολλανδία κατά τον 17ο αιώνα αποτέλεσε το πιο τρανταχτό, ίσως, γεγονός κερδοσκοπικής τρέλας και οδήγησε στην πρώτη γνωστή φούσκα της ιστορίας.

Οι βολβοί τουλίπας έφτασαν στη δυτική Ευρώπη από την Τουρκία κατά τη διάρκεια του 16ου αιώνα από τον Βέλγο βοτανολόγο Carolus Clusius και η τιμή τους πολύ γρήγορα ξεπέρασε την τιμή οποιουδήποτε άλλου φυτού. Λόγω της σπανιότητας και της ομορφιάς τους, οι τουλίπες καθιερώθηκαν σε είδος πολυτελείας και οι ευκατάστατοι Ολλανδοί ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν μεγάλα ποσά προκειμένου να αποκτήσουν τους πιο σπάνιους βολβούς. Μέχρι το 1636 οι τουλίπες έφτασε να γίνουν το τέταρτο στη σειρά προϊόν με τις μεγαλύτερες εξαγωγές της Ολλανδίας μετά το τζιν, τη ρέγγα και το τυρί. Εως τότε οι καλλιεργητές πωλούσαν απευθείας τους βολβούς στους πελάτες τους.

Καθώς οι βολβοί τουλίπας γίνονταν όλο και περισσότερο δημοφιλείς, οι έμποροι και καλλιεργητές ζητούσαν συνεχώς μεγαλύτερες ποσότητες των σπανιότερων βολβών, με αποτέλεσμα λόγω της αύξησης της ζήτησης να αυξάνεται σταθερά και η τιμή τους. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την αυξανόμενη ζήτηση από τη Γαλλία, προσέλκυσε το ενδιαφέρον των κερδοσκόπων οι οποίοι άρχισαν να μπαίνουν στη αγορά της τουλίπας από το 1634. Αξίζει να σημειωθεί το γεγονός ότι το 1635 εμφανίστηκαν κάποιοι μεσάζοντες -ανθοπώλες- και τοποθετήθηκαν στην αγορά μεταξύ παραγωγών και καταναλωτών. Επιπρόσθετα αποφασίστηκε οι τουλίπες να πωλούνται με βάση το βάρος τους και όχι ανά μονάδα. Ταυτόχρονα, καθιερώθηκε η δυνατότητα αγοράς τουλιπών πριν ακόμα παραχθούν. Έτσι, εισήχθησαν στην αγορά χαρτονομίσματα όπου αναγράφονταν τα χαρακτηριστικά των βολβών (ποιότητα και τιμή). Τα χαρακτηριστικά αυτά καθορίζονταν εκ των προτέρων μεταξύ παραγωγών και καταναλωτών. Δημιουργήθηκε λοιπόν, μια “μελλοντική αγορά” (βραχυπρόθεσμη, μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη) και καθιερώθηκε η προαίρεση, δηλαδή η δυνατότητα σύναψης συμβολαίων κάλυψης των

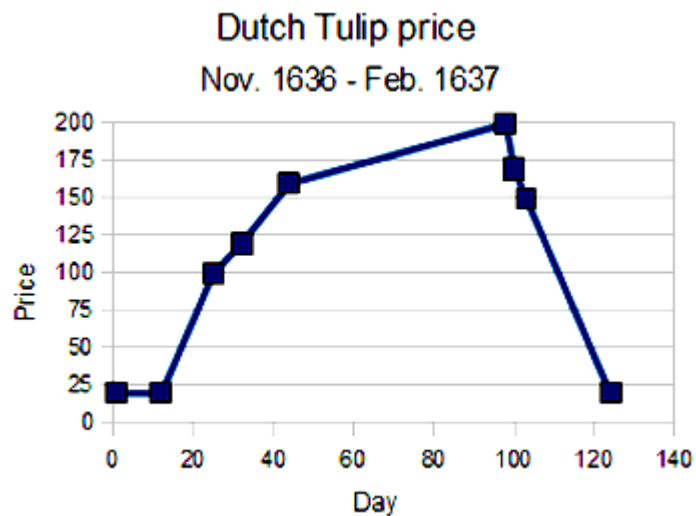
κινδύνων από αυξομειώσεις τιμών και επιτοκίων, που σήμερα αποτελεί το συστατικό στοιχείο της αγοράς παραγώγων προϊόντων.

Ετσι, η αγορά της τουλίπας άλλαξε φυσιολογικά και από αγορά φυσικών προϊόντων - βολβών- έγινε μια χρηματοπιστωτική αγορά, ανοιχτή όλο τον χρόνο, όπου ανταλλάσσονταν - μεταξύ παραγωγών και ανθοπωλών- τα χαρτονομίσματα με τα χαρακτηριστικά των βολβών. Αρχικά η ζήτηση αυξήθηκε και κατ'έπείκταση και οι τιμές. Μια δευτερογενή αγορά των χαρτονομισμάτων αυτών δημιουργήθηκε μεταξύ ανθοπωλών και άλλων πελατών. Η τιμή των χαρτονομισμάτων αυξάνονταν όσο η τιμή των βολβών είχε ανοδική πορεία. Πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι η συναλλαγή χαρτονομισμάτων με τα χαρακτηριστικά των βολβών πραγματοποιούνταν στην βάση προκαταβολών σε είδος (π.χ. έπιπλα, πίνακες κ.α.) Τα χαρτονομίσματα αυτά άλλαζαν χέρια μέχρι και δέκα φορές σε μια ημέρα. Ετσι, γεννήθηκε το εμπόριο του "αέρα" δηλαδή αγοραπωλησίες χαρτονομισμάτων χωρίς να υφίσταται φυσικό προϊόν παρά μόνο στην βάση της υπόσχεσης για αγορές και πωλήσεις βολβών που δεν διέθεταν οι παραγωγοί και ανθοπώλες.

Η τιμή της τουλίπας διπλασιάστηκε το 1636 και εικοσαπλασιάστηκε το 1637. Η εκτίναξη της τιμής κατά την περίοδο αυτή οφείλεται όπως προαναφέρθηκε παραπάνω στην κερδοσκοπική συμπεριφορά μέσω συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης τα οποία διενεργήθηκαν ακόμη και από άτομα που δεν είχαν δει ποτέ τους τις τουλίπες. Η μανία της τουλίπας έφτασε στο αποκορύφωμά της κατά την διάρκεια του χειμώνα του 1636-37, όταν τα σπάνια είδη τουλίπας άλλαζαν χέρια ακόμα και δέκα φορές μέσα σε μια μέρα. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι κατά τον Μάρτιο του 1637 η τιμή ορισμένων βολβών τουλίπας έφτασε να ξεπερνά κατά δέκα φορές το ετήσιο εισόδημα ενός ικανού τεχνίτη. Ήταν τέτοια η μανία για τις τουλίπες που, όπως σχολιάζει ο αφηγητής Charles McKay: «Ευγενείς, πολίτες, αγρότες, μηχανικοί, ναύτες, υπηρέτες, μοδίστρες, ακόμα και καθαριστές καμινάδων τσαλαβούτησαν στην αγορά τουλίπων.»

Με τον παροξυσμό αυτόν της αγοράς οι ανθοπώλες αδυνατούσαν να πουλήσουν τουλίπες και πρότειναν την μείωση της τιμής κατά 20%. Όταν αυτή η πληροφορία διαδόθηκε οι τιμές κατέρρευσαν κατά 95-99% και από την στιγμή που οι ανθοπώλες δεν μπορούσαν να διοχετεύσουν τις τουλίπες που είχαν προαγοράσει από τους παραγωγούς, όλη η αλυσίδα ήταν καταδικασμένη να καταρρεύσει. Κατά μια άλλη εκδοχή η κατάρρευση ξεκίνησε τον Φεβρουάριο του 1637 στην αγορά του Haarlem, όπου κανένας αγοραστής δεν εμφανίστηκε σε μια προγραμματισμένη δημοπρασία τουλίπας, πιθανόν λόγω των

κρουσμάτων βουβωνικής πανώλης που είχαν σημειωθεί στην περιοχή. Το γεγονός αυτό ήταν αρκετό για να προκαλέσει κύμα πωλήσεων σε όλη τη χώρα, που σύντομα εξελίχθηκε σε πανικό. Οι ανθοπώλες δεν μπορούσαν να αποπληρώσουν τους παραγωγούς οι οποίοι με την σειρά τους θα έχαναν και τα υπόλοιπα χρήματα που τους χρωστούσαν οι ανθοπώλες.



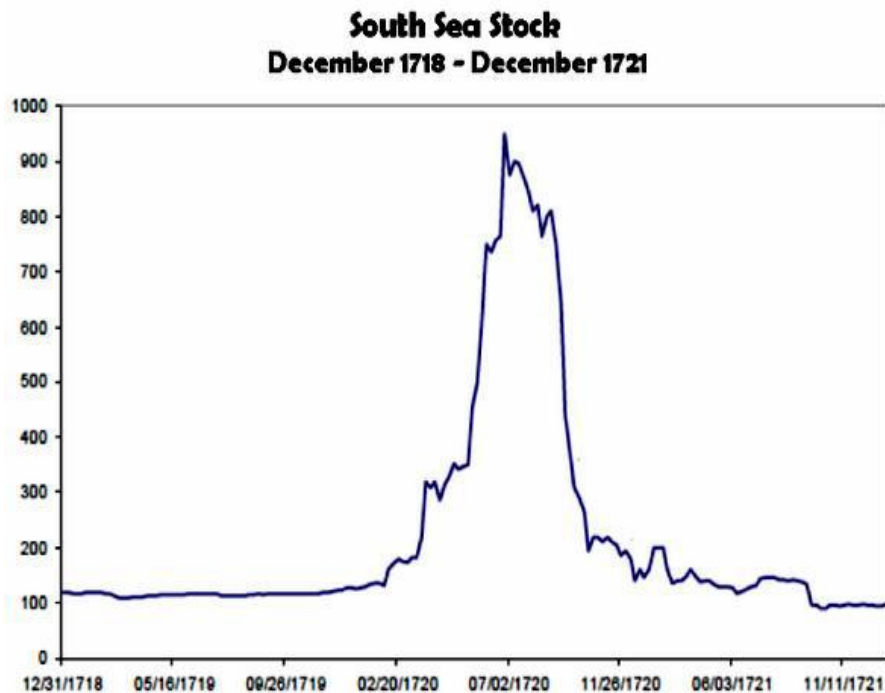
**Διάγραμμα 2:** Τιμή Τουλίπας 1636-1637

Χρειάστηκαν μόλις τρεις μήνες για την ολοκληρωτική κατάρρευση της τιμής της τουλίπας. Προκειμένου να μην καταστραφεί τελείως η αγορά της τουλίπας παρενέβησαν οι πολιτικές και δικαστικές αρχές ώστε να προωθήσουν φιλικούς και δωρεάν δικαστικούς διακανονισμούς μεταξύ των διαφόρων μερών. Πιο συγκεκριμένα ακυρώθηκαν τα συμβόλαια των σχετικών συναλλαγών και καθορίστηκαν αποζημιώσεις στο 3,5% του συνολικού ποσού της αρχικής προβλεπόμενης συναλλαγής, μετατρέποντας όλα τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συμβόλαια «εθελοντικής» εκπλήρωσης: ο αγοραστής μπορούσε να μην πληρώσει το υποσχεθέν ποσό, καταβάλλοντας ένα μικρό πρόστιμο στο πωλητή. Παρά τις μεγάλες προσωπικές απώλειες των εμπλεκομένων, ο συνολικός αντίκτυπος της κατάρρευσης στην οικονομία περιορίστηκε.

## 5.2 Η φύσκα της Νότιας Θάλασσας

Κατά τον 18ο αιώνα η Αγγλία βρέθηκε σε μια περίοδο μακράς ευημερίας, έχοντας επικρατήσει ως παγκόσμια ναυτική δύναμη. Μέσα σε ένα τέτοιο κλίμα, η κατοχή μετοχών ανωνύμων εταιρειών θεωρούνταν σημαντικό προνόμιο, ωστόσο οι μετοχές σε κυκλοφορία ήταν λίγες. Η ίδρυση της εταιρείας της Νότιας Θάλασσας στην ουσία κάλυψε την ανάγκη για την ολοένα και αυξανόμενη ζήτηση για μετοχές.

Η εταιρεία ιδρύθηκε με βασιλικό διάταγμα το 1711 με τη μορφή της ανώνυμης εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρείας, έχοντας ως αντικείμενο δραστηριότητας τη διεξαγωγή του εμπορίου μεταξύ Αγγλίας και Λατινικής Αμερικής. Για το σκοπό αυτό δόθηκε στην εταιρεία το μονοπώλιο για όλα τα λιμάνια της Λατινικής Αμερικής, με αντάλλαγμα την εξαγορά τμήματος του δημοσίου χρέους της χώρας. Ωστόσο, δεν υπήρξε καμία ρεαλιστική προοπτική διεξαγωγής του εμπορίου μεταξύ των χωρών αυτών, καθώς η Λατινική Αμερική ελέγχονταν από την Ισπανία, με την οποία η Αγγλία βρισκόταν σε πόλεμο. Παρόλα αυτά οι επενδυτές πίστεψαν τις φήμες περί προοπτικών για τεράστια κέρδη οι οποίες διοχετεύονταν και έσπευσαν να αγοράσουν μανιωδώς τις μετοχές της εταιρείας. Μια έξυπνη τακτική της εταιρείας ήταν να δίνει τη δυνατότητα σε πολιτικούς να αποκτούν μετοχές της σε αγοραία αξία με πίστωση, έτσι ώστε να έχουν συμφέρον να προβούν σε ενέργειες που θα αυξήσουν την αξία της μετοχής. Κατά το πρώτο μισό του 1720 η τιμή της μετοχής της εταιρείας αυξήθηκε κατά περισσότερο από 700%.



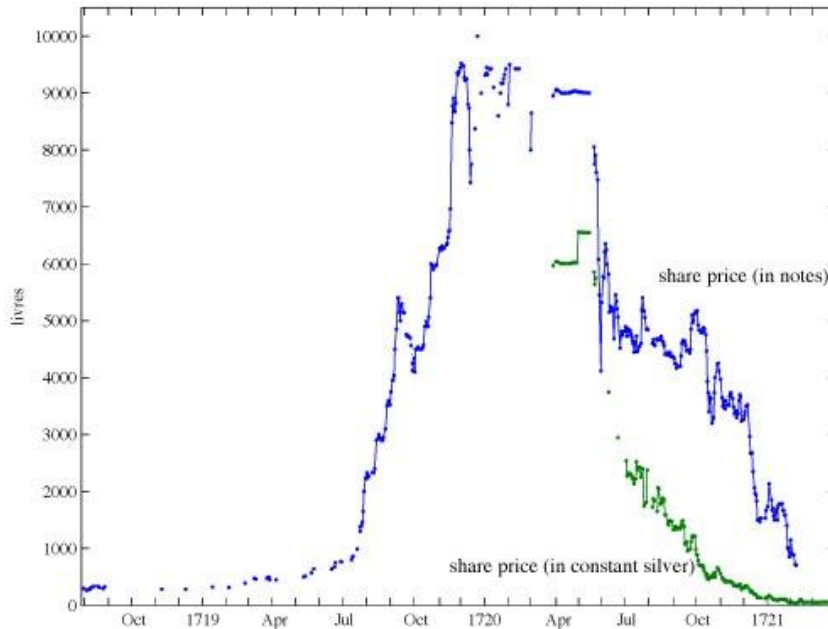
### **Διάγραμμα 3:** Τιμή μετοχών εταιρίας Νότιας Θάλασσας 1718-1721

Το καλοκαίρι του 1720 τα στελέχη της εταιρείας συνειδητοποίησαν ότι η εταιρεία δεν είχε τόσο μεγάλες προοπτικές που να δικαιολογούν την τιμή της μετοχής και άρχισαν σιγά σιγά να πουλάνε τις μετοχές τους, ελπίζοντας ότι το νέο δε θα διαδιδόταν. Τελικά όμως τα κακά νέα διέρρευσε και η μετοχή κατέρρευσε. Χιλιάδες επενδυτές οι οποίοι είχαν δανειστεί ή είχαν πουλήσει τις περιουσίες τους καταστράφηκαν, και μάλιστα πολλοί από αυτούς ήταν μέλη της αριστοκρατίας της εποχής. Η ολοκληρωτική καταστροφή ήρθε τον Σεπτέμβριο του 1720 όταν η μετοχή σταμάτησε στις 135 λίρες, δηλαδή κοντά στη τιμή από την οποία ξεκίνησε.

### **5.3 Η φούσκα του Μισισιπή**

Η φούσκα του Μισισιπή αναφέρεται στη ραγδαία αύξηση και τη μετέπειτα πτώση της τιμής της μετοχής της εταιρείας του Μισισιπή, η οποία ιδρύθηκε από τον John Law στη Γαλλία το 1717. Στην εταιρεία δόθηκε ο έλεγχος της διεξαγωγής του εμπορίου μεταξύ της Γαλλίας και των αποικιών αυτής στη Louisiana και τον Καναδά, ενώ τον Μάιο του 1719 ο John Law απέκτησε και τον έλεγχο του εμπορίου με την Κίνα και τις Ανατολικές Ινδίες. Σαν αποτέλεσμα η εταιρεία του Μισισιπή κατείχε τον έλεγχο του εμπορίου μεταξύ της Γαλλίας και του υπόλοιπου κόσμου, εκτός Ευρώπης. Στην πορεία, η εταιρεία απέκτησε το δικαίωμα να κόβει νέα νομίσματα, όπως επίσης και το δικαίωμα να συλλέγει τους περισσότερους φόρους της Γαλλίας.

Μέχρι τον Ιανουάριο του 1720 η εταιρεία του Μισισιπή είχε γίνει ο πιο επιτυχημένος όμιλος της Ευρώπης, και οι Ευρωπαίοι επενδυτές είχαν ενθουσιαστεί με την πιθανότητα εύρεσης χρυσού και αργύρου στην σχετικά άγνωστη και απομακρυσμένη αποικία του Μισισιπή. Η επέκταση της εταιρείας χρηματοδοτήθηκε με την έκδοση νέων μετοχών, η τιμή των οποίων αυξήθηκε κατακόρυφα καθώς ο πλούτος της εταιρείας αυξανόταν. Συγκεκριμένα, η τιμή της μετοχής αυξήθηκε από 500 λίβρες τον Ιανουάριο του 1719 σε 10.000 λίβρες τον Δεκέμβριο του 1719. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι ακόμα και άτομα με χαμηλό εισόδημα μπήκαν στην αγορά αποκτώντας όσες περισσότερες μετοχές της εταιρείας μπορούσαν.



**Διάγραμμα 4:** Τιμή μετοχής εταιρείας του Μισισιπή 1719-1721

Ωστόσο, η κατάσταση άλλαξε και η τιμή της μετοχής άρχισε να πέφτει τον Ιανουάριο του 1720, καθώς οι επενδυτές άρχισαν να πωλούν τις μετοχές τους θέλοντας να μετατρέψουν τα κεφαλαιακά κέρδη σε χρυσά νομίσματα. Η εταιρεία τότε, προσπάθησε να πείσει τους επενδυτές να δεχτούν χαρτονομίσματα, αντί για χρυσά νομίσματα, συμφωνώντας στη διατήρηση της υπόθεσης ότι η τιμή της μετοχής θα παραμείνει στις 10.000 λίβρες. Η ανταλλαγή μετοχών με χαρτονομίσματα όπως ήταν αναμενόμενο προκάλεσε ανεξέλεγκτο πληθωρισμό, ο οποίος έφτασε να αυξάνεται κατά 23% μηνιαίως.

Τελικά η τιμή της μετοχής έπεφτε σε όλη τη διάρκεια του 1720. Μέχρι τον Σεπτέμβριο του 1721 η τιμή της είχε φτάσει στα επίπεδα από όπου ξεκίνησε, δηλαδή στις 500 λίβρες.

#### **5.4 Η Φούσκα του 1929**

Η δεκαετία του 1920 ήταν μια δεκαετία ανάπτυξης και ευημερίας για τις ΗΠΑ. Κατά τα έτη μετά τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο οι ΗΠΑ αναδείχθηκαν σε υπερδύναμη, όντας η κύρια δανειστριά των νικητήριων δυνάμεων και συγκεντρώνοντας μεγάλα αποθέματα χρυσού. Οι αμερικανικές εξαγωγές βρίσκονταν σε άνθηση, ενώ οι επενδύσεις και η καινοτομία τόσο



στη βιομηχανία όσο και στη γεωργία απογείωσαν την αμερικανική οικονομία και ενίσχυσαν ακόμη περισσότερο τη δυναμική της.

Το κλίμα αισιοδοξίας και ευφορίας που επικρατούσε σε κάθε δραστηριότητα της οικονομικής ζωής πολύ σύντομα μεταδόθηκε και στη χρηματιστηριακή αγορά. Στην περίοδο 1924-29 το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης γνώρισε μια από τις μεγαλύτερες ανατιμήσεις στην ιστορία του, ενώ οι κλάδοι που παρουσίαζαν τη μεγαλύτερη κερδοφορία και τις καλύτερες προοπτικές ήταν οι «κλάδοι αιχμής» της εποχής: το αυτοκίνητο, η τηλεφωνία, ο ηλεκτρικός εξοπλισμός, το ραδιόφωνο. Οι προσδοκίες για άνοδο των τιμών έγιναν πραγματικότητα (αυτοεκπληρούμενες) με αποτέλεσμα ο δείκτης Dow Jones να φτάσει στο υψηλότερο σημείο του στις 3 Σεπτεμβρίου του 1929 (381,17 μονάδες), με τη ρευστότητα να έχει προέλθει κυρίως από κεφάλαια μέσω δανεισμού.

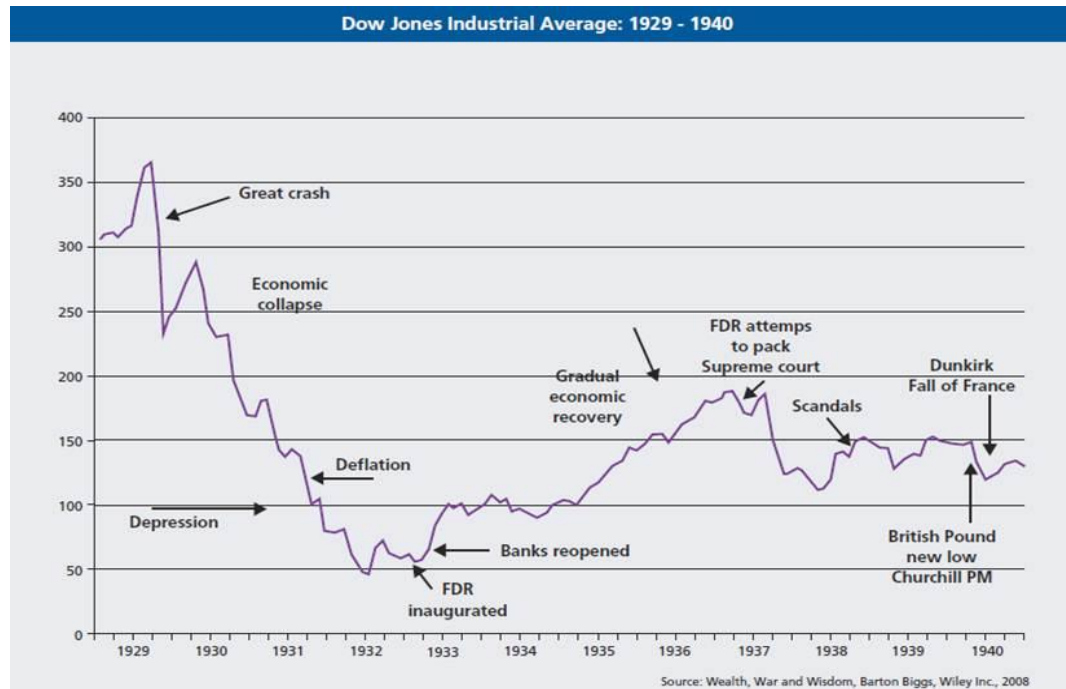
Η κερδοσκοπική δραστηριότητα ευνοήθηκε επίσης από την επινόηση, από την πλευρά των τραπεζιτών και των χρηματιστών, νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Τα προϊόντα αυτά αφορούσαν τόσο επενδύσεις σε ακίνητα, όσο και σε μετοχές και ομόλογα επιχειρήσεων.

Ο μηχανισμός που οδήγησε στην δημιουργία της χρηματοπιστωτικής “φούσκας” ήταν ο εξής: Οι brokers μπορούσαν να δανείσουν στους πελάτες τους μέχρι το 95% της αξίας των τίτλων που αγόραζαν. Η αμοιβή των brokers καθοριζόταν με βάση τις πωλήσεις, και άρα είχαν προσωπικό συμφέρον να διευκολύνουν τις χρηματιστηριακές αυτές πράξεις. Από την πλευρά τους, οι επενδυτικές τράπεζες, που δεν ελέγχονταν από την Federal Reserve, μπορούσαν να μοχλεύουν τα κεφάλαια τους ελεύθερα, προκειμένου να αναχρηματοδοτούν τους brokers με δάνεια, τα οποία έφτασαν τα 3 δισ. δολάρια το 1927. Το ποσό αυτό ξεπέρασε στο διπλάσιο την αξία των ετήσιων κρατικών ομολόγων που κυκλοφορούσαν εκείνη την εποχή. Το 1929 τα δάνεια αυτά ξεπέρασαν τα 6 δισ. δολάρια και έφτασαν να αντιπροσωπεύουν τρεις φορές την αξία των κρατικών ομολόγων αντίστοιχα. Επίσης από το 1921 δώδεκα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Νέα Υόρκη πρόσφεραν στους πελάτες τους στεγαστικά δάνεια που μετατρέπονταν σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα (π.χ. Τιτλοποιημένα-δομημένα ομόλογα). Τα προϊόντα αυτά αγόραζαν μικρές τράπεζες και με την σειρά τους τα χρησιμοποιούσαν ως εγγυήσεις για την άντληση κεφαλαίων από την αγορά. Οι επενδυτικές τράπεζες αλλά και άλλοι χρηματοπιστωτικοί φορείς, εξειδικευμένοι στις αγοραπωλησίες χρηματιστηριακών και κρατικών τίτλων, έπαιξαν καθοριστικό επίσης ρόλο στην μεγέθυνση της φούσκας. Η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών είχε αυξηθεί

τόσο πολύ, που κάποιοι μεμονωμένοι και “αιρετικοί” αναλυτές άρχισαν να μιλούν για φούσκα έτοιμη να εκραγεί. Η κρίση ξέσπασε όταν η χρηματιστηριακή κερδοσκοπία και η κερδοσκοπία στα ακίνητα είχε διογκώσει υπέρμετρα το χρέος καθώς η εισαγωγή στην αγορά των προαναφερομένων ριψοκίνδυνων χρηματοπιστωτικών προϊόντων σε συνδυασμό με τον υπέρμετρο δανεισμό των επενδυτών για την απόκτηση τους οδήγησαν στην δημιουργία “φουσκών”.

Το έναυσμα για το σπάσιμο της φούσκας δόθηκε την “Μαύρη Πέμπτη” της 24ης Οκτωβρίου 1929 όταν επενδυτές φοβούμενοι την κάμψη των τιμών των μετοχών άρχισαν να τις ρευστοποιούν. Την ημέρα αυτή 12 εκατομμύρια μετοχές άλλαξαν χέρια, δηλαδή το τριπλάσιο από το συνηθισμένο. Οι επενδυτές άρχισαν να καταλαμβάνονται από πανικό και προσπαθούσαν με κάθε τρόπο να πουλήσουν τις μετοχές τους, πιέζοντας ακόμη περισσότερο τις τιμές.

Σε μια προσπάθεια συγκράτησης της πτώσης οι μεγαλύτεροι και πιο έμπειροι επενδυτές της Wall Street αγόρασαν μαζικά τα «καλά χαρτιά» (blue chips). Η τακτική αυτή ήταν παρόμοια με εκείνη που είχε χρησιμοποιηθεί για να κατευνάσει τον πανικό που είχε καταβάλει την αγορά το 1907, όμως αυτή τη φορά δεν είχε αποτέλεσμα. Οι δημοσιεύσεις του Τύπου μέσα στο Σαββατοκύριακο που μεσολάβησε δραματοποίησαν ακόμη περισσότερο την κατάσταση, με αποτέλεσμα την Δευτέρα οι επενδυτές να αποφασίζουν μαζικά την αποχώρησή τους από την αγορά. Την ημέρα αυτή ο Dow Jones σημείωσε απώλειες 38,33 μονάδες ή 13%. Την επόμενη ημέρα (Μαύρη Τρίτη) άλλαξαν χέρια περίπου 16 εκατομμύρια μετοχές και ο δείκτης έπεσε κατά 12%.



**Διάγραμμα 5:** Πορεία δείκτη Dow Jones 1929-1940

Πηγή: 'Wealth , War and Wisdom, Barton Biggs, Wiley Inc., 2008

Μετά από μια σύντομη ανάκαμψη στις 30 Οκτωβρίου ο δείκτης συνέχισε να πέφτει μέχρι τις 13 Νοεμβρίου. Η Wall Street ανέκαμψε προσωρινά στις αρχές του 1930, για να κατακυλήσει ξανά το επόμενο διάστημα και ο δείκτης Dow Jones να φτάσει στις 41,22 μονάδες στις 8 Ιουλίου 1932, το οποίο αποτελεί το χαμηλότερο σημείο όλων των εποχών. Το 1931 το Κογκρέσο συγκρότησε την Επιτροπή Πεκόρα για να μελετήσει τις αιτίες της χρηματιστηριακής κρίσης και βάσει των πορισμάτων της ψήφισε το νόμο Glass-Steagall του 1933, με τον οποίον διαχωρίστηκαν οι τράπεζες σε εμπορικές και επενδυτικές.

Με το σπάσιμο της χρηματιστηριακής αυτής φούσκας στην ουσία ξεκίνησε η Μεγάλη Οικονομική Ύφεση της δεκαετίας του '30 που έπληξε Ευρώπη και Αμερική, με πτωχεύσεις εταιρειών, μαζική ανεργία και μεγάλη κεφαλαιοκρατική συγκέντρωση. Κατά την περίοδο του μεγάλου κραχ 12 εκατομμύρια άνθρωποι έμειναν άνεργοι, ενώ 12 χιλιάδες άνθρωποι έχαναν τη δουλειά τους σε καθημερινή βάση. Επιπρόσθετα, 20.000 επιχειρήσεις και 1.616 τράπεζες κήρυξαν πτώχευση, ενώ σημειώθηκαν μέσα σε ένα χρόνο 23.000 αυτοκτονίες.

## 5.5 Η φούσκα των μετοχών και των ακινήτων της Ιαπωνίας

Από το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου μέχρι την αρχή της δεκαετίας του '90 οι επιδόσεις της ιαπωνικής οικονομίας ήταν φανταστικές. Από το 1950 μέχρι το 1973 ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης ήταν 7,4% το χρόνο. Όπως και σε άλλες χώρες του ΟΟΣΑ, ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης μειώθηκε μετά το 1973. Όμως, από το 1973 μέχρι το 1991 ήταν ακόμη πολύ σημαντικός, 4% το χρόνο, ένας ρυθμός υψηλότερος από τις περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ. Ως αποτέλεσμα της ανάπτυξης αυτής, το κατά κεφαλήν προϊόν της Ιαπωνίας (μετρημένο με όρους ΙΑΔ, δηλαδή ισοτιμίας αγοραστικών δυνάμεων), η οποία αποτελούσε μόνο το 22% του επιπέδου των ΗΠΑ το 1950, σκαρφάλωσε στο 84% του επιπέδου των ΗΠΑ το 1990.

Ο συνδυασμός της υπερβάλλουσας ρευστότητας και των τεράστιων εξαγωγών οδήγησαν σταδιακά στη δημιουργία κλίματος υπερβολικής αυτοπεποίθησης και μεγάλης αισιοδοξίας για την πορεία της οικονομίας της Ιαπωνίας, η οποία μέσα σε λίγες δεκαετίες εξελίχθηκε στην δεύτερη οικονομική δύναμη του πλανήτη. Το κλίμα της υπεραισιοδοξίας και η χαλαρή νομισματική πολιτική στα μέσα της δεκαετίας του 1980 προσέλκυσαν το ενδιαφέρον των κερδοσκόπων τόσο στην αγορά των ακινήτων όσο και στην αγορά μετοχών, γεγονός που εκτόξευσε τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων σε επίπεδα που δεν είχαν σημειωθεί ποτέ στο παρελθόν.

Σταδιακά, οι υψηλές τιμές των μετοχών και των ακινήτων, που ήταν αποτέλεσμα της έντονης κερδοσκοπικής δραστηριότητας, δημιούργησαν μια “φούσκα” και αποσπάστηκαν από τα θεμελιώδη μακροοικονομικά δεδομένα της οικονομίας και την δυνατότητα επίτευξης κερδών μελλοντικά από την πώληση των στοιχείων του ενεργητικού τους. Και αυτό επειδή η κερδοσκοπία αύξησε, βραχυπρόθεσμα, τον εύκολο πλουτισμό, που με την σειρά του τροφοδότησε τη ζήτηση και την κατανάλωση, πράγμα που είχε ως συνέπεια να αυξηθεί ο πληθωρισμός.

Ο δείκτης Nikkei, ένας ευρύς δείκτης τιμών μετοχών στην Ιαπωνία, αυξήθηκε από τις 7.000 μονάδες το 1980 στις 35.000 μονάδες στα τέλη του 1989-ένας πενταπλασιασμός (αντιπροσώπευε πάνω από το 1/3 της παγκόσμιας κεφαλαιοποίησης). Οι προσδοκίες για την πορεία της Ιαπωνικής οικονομίας ήταν τόσο θετικές, που σύμφωνα με τα αποτελέσματα έρευνας που πραγματοποιήθηκε το 1989, η πλειοψηφία των θεσμικών επενδυτών δεν πίστευε ότι ο δείκτης Nikkei ήταν υπερτιμημένος.

## Nikkei Stock Index



**Διάγραμμα 6:** Πορεία δείκτη Nikkei 1970-2000

Η δυναμική της φούσκας ήταν τόσο μεγάλη που επεκτάθηκε ακόμα και στον τομέα της τέχνης. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι μια Ιαπωνική ασφαλιστική εταιρεία πλήρωσε το 1987 περίπου 40 εκατομμύρια δολάρια για να αποκτήσει ένα πίνακα του Vincent van Gogh ο οποίος κατά τραγική ειρωνεία μετέπειτα αποδείχθηκε πλαστός. Οι πλούσιοι Ιάπωνες τουρίστες είχαν κατακλύσει τους οίκους δημοπρασιών, τις πινακοθήκες και τις ακριβές μπουτίκ της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου.

Η φούσκα ακινήτων έλαβε χώρα μεταξύ 1986 και 1991. Την πενταετία αυτή οι τιμές ακινήτων ακολούθησαν φρενήρη πορεία -τα ακίνητα στις καλές περιοχές του Τόκιο έφτασαν να έχουν πολλαπλάσια αξία από τα αντίστοιχα της Νέας Υόρκης- ως αποτέλεσμα της καλπάζουσας εξαγωγικής δραστηριότητας της χώρας που σε συνδυασμό με την ακολουθούμενη δημοσιονομική πολιτική της, η οποία στόχευε στην ενθάρρυνση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, είχαν σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία πλεονάσματος στο τραπεζικό σύστημα της χώρας. Αυτό με τη σειρά του είχε αποτέλεσμα τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα να “ανοίξουν τις κάνουλες” χορήγησης δανείων χωρίς την τήρηση των απαιτούμενων πιστοληπτικών κριτηρίων.

Προκειμένου να συγκρατηθεί ο πληθωρισμός, η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας αύξησε σταδιακά το προεξοφλητικό επιτόκιο της από το 2,75% σε 6%. Μετά την απόφαση αυτή

που ουσιαστικά οδήγησε σε αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής, ο δείκτης Nikkei κατέρρευσε. Στην συνέχεια και μέσα σε 2 χρόνια ο δείκτης έπεσε απότομα - στις 16.000 μονάδες στα τέλη του 1992. Από τότε μειώθηκε περαιτέρω, και στα τέλη του 2003 βρισκόταν ελαφρώς πάνω από τις 10.000 μονάδες, μειωμένος στο ένα τρίτο της τιμής του κατά την κορύφωσή του.

Το σκάσιμο τη φούσκας του χρηματιστηρίου συμπάρεσυρε και τον τομέα των ακινήτων, ρίχνοντας τη χώρα σε μια βαθιά χρηματοοικονομική κρίση. Μέχρι το 2004, οι κατοικίες του Τόκιο είχαν πέσει στο 10% της αξίας τους από τα επίπεδα του τέλους της δεκαετίας του 1980, ενώ οι τιμές των επαγγελματικών χώρων της ακριβότερης περιοχής του Τόκιο είχαν φτάσει στο 1% της αξίας τους σε σχέση με το 1989.



**Διάγραμμα 7: Πορεία δείκτη τιμών ακινήτων Ιαπωνίας 1980-2006**

Πηγή: Japan Real Estate Institute

Κατά τις δεκαετίες 1990 και 2000, γνωστές ως Χαμένες Δεκαετίες, η Ιαπωνία έχασε το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα έναντι των άλλων Ασιατικών χωρών, συμπεριλαμβανομένης της Κίνας και της Νότιας Κορέας. Παράλληλα, πολλές μη κερδοφόρες και μοχλευμένες εταιρείες, γνωστές ως εταιρείες zombie, συνέχιζαν να

κρατιούνται στη ζωή μέσω πακέτων διάσωσης της κυβέρνησης. Η Ιαπωνία μέχρι και σήμερα, περισσότερο από δύο δεκαετίες μετά το σκάσιμο της φούσκας, εξακολουθεί να μάχεται με αποπληθωριστικές δυνάμεις τόσο ισχυρές, ώστε τα εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια (σχεδόν μηδενικά), οι επαναλαμβανόμενες περίοδοι ποσοτικής χαλάρωσης και η συνεχής αποδυνάμωση του γιεν, έχουν συμβάλει ελάχιστα στη λύση των προβλημάτων της χώρας.

## **5.6 Η φούσκα του Internet**

Η φούσκα του Internet/dot.com, η μεγαλύτερη χρηματιστηριακή φούσκα της πρόσφατης ιστορίας, ξεκίνησε το 1995. Από εκείνη τη χρονιά μέχρι τον Μάρτιο του 2000 παρατηρήθηκε ραγδαία αύξηση στον τομέα της τεχνολογίας του Internet και ως αποτέλεσμα είχαμε την ίδρυση πολλών νέων εταιρειών με αντικείμενο τον τομέα του διαδικτύου (γνωστές ως dot-coms).

Ο συνδυασμός της ραγδαίας αύξησης των τιμών των μετοχών των εταιρειών αυτών και της αισιοδοξίας για την μελλοντική κερδοφορία τους, της παρουσίας των κερδοσκόπων και της ευρείας διαθεσιμότητας επενδυτικών κεφαλαίων (venture capital) δημιούργησε ένα περιβάλλον μέσα στο οποίο πολλοί επενδυτές ήταν διατεθειμένοι να παραβλέψουν κλασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες, δίνοντας μεγαλύτερη σημασία στην τεχνολογική πρόοδο και στις προοπτικές της.

Κατά την περίοδο της φούσκας οι επενδυτικές τράπεζες ανταποκρίθηκαν στην υψηλή ζήτηση για μετοχές εταιρειών Internet χαλαρώνοντας τις προϋποθέσεις εισαγωγής των εταιρειών αυτών στο χρηματιστήριο. Οι διαχειριστές των venture capital, οδηγούμενοι από τις προσδοκίες τους για τις νέες και ανεξάντλητες δυνατότητες του διαδικτύου, κινήθηκαν γρηγορότερα και με λιγότερη προσοχή απ' ότι συνήθως, χρηματοδοτώντας πολλές εταιρείες και αφήνοντας την αγορά να αποφασίσει ποιά θα πετύχει. Στην ίδρυση του μεγάλου αριθμού νέων εταιρειών συνέβαλαν και τα χαμηλά επιτόκια της περιόδου 1998-99. Συχνή τακτική τέτοιων εταιρειών ήταν η παροχή των υπηρεσιών τους ακόμη και δωρεάν με την προσδοκία απόκτησης φήμης και εδραίωσης του ονόματός τους, ώστε να μπορούν να χρεώνουν υψηλότερες τιμές όταν καταφέρουν να εδραιωθούν. Παράλληλα, το γεγονός ότι πολλές από τις νέες εταιρείες είχαν το ίδιο επιχειρηματικό μοντέλο και ανταγωνίζονταν στην ίδια αγορά καθιστούσε βέβαιο ότι το μεγαλύτερο ποσοστό από αυτές θα έπαιαν κάποια στιγμή να υπάρχουν.

Παρά τα γεγονότα αυτά, ο δείκτης NASDAQ αυξήθηκε από τις 775,20 μονάδες τον Ιανουάριο του 1995 στις 2.505,89 τον Ιανουάριο του 1999, ενώ διπλασιάστηκε μέχρι τις 10 Μαρτίου του 2000 φτάνοντας τις 5.048,62 μονάδες.



**Διάγραμμα 8:** Πορεία δείκτη Nasdaq 1995-2010

Πηγή: Bloomberg

Κατά το 1999 και μέχρι τις αρχές του 2000 η Fed αύξησε τα επιτόκια έξι φορές και η αμερικανική οικονομία άρχισε να μειώνει την ταχύτητά της. Μετά τις 10 Μαρτίου του 2000, η φούσκα έσκασε και ο NASDAQ άρχισε να πέφτει σημειώνοντας τη χαμηλότερη τιμή του τον Αύγουστο του 2002 (1.314,85 μονάδες).

### **5.7 Η φούσκα των Subprime Mortgages**

Η πρόσφατη φούσκα ακινήτων στις ΗΠΑ οφείλεται αφενός στα χαμηλά επιτόκια που ακολούθησαν την κατάρρευση της φούσκας dot.com και αφετέρου σε ορισμένες καινοτομίες, όπως οι τιτλοποιήσεις των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων, που έκαναν την επένδυση σε ακίνητα να μοιάζει πολύ πιο ελκυστική από την επένδυση στις χρηματιστηριακές αγορές. Η νέα διαδικασία τιτλοποίησης, η οποία περιελάμβανε τα MBSs (Mortgage-Backed Securities) και τα CDOs (Collateralized Debt Obligations) επέτρεπε στους επενδυτές να επιτυγχάνουν διαφοροποίηση του κινδύνου, μειώνοντας παράλληλα



ακόμη περισσότερο τα επιτόκια. Η φούσκα ενισχύθηκε ακόμα περισσότερο με την αθρόα εισροή κεφαλαίων από τους feedback traders καθώς και από τις καλπάζουσες οικονομίες της Ασίας.

Η διαδικασία των τιλοποιήσεων ενίσχυσε το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου (moral hazard) στα τραπεζικά ιδρύματα. Καθώς τα δάνεια δεν εμφανίζονταν πλέον στα βιβλία τους, κύριο μέλημα των τραπεζών έγινε η συνεχής αύξηση της χορήγησης νέων δανείων, πράγμα το οποίο πραγματοποιήθηκε σε βάρος της ποιότητας των χορηγούμενων δανείων. Ο ανταγωνισμός που επικρατούσε μεταξύ των δανειστών οδήγησε στη δημιουργία ειδικών τύπων δανείων τα οποία προορίζονταν για δανειζόμενους με ανεπαρκή περιουσιακά στοιχεία και χαμηλό εισόδημα, οι οποίοι στο παρελθόν δεν μπορούσαν να δανειοδοτηθούν. Το ποσοστό των επικίνδυνων δανείων αυξήθηκε από το 8% στο 20% από το 2004 έως το 2006, ενώ τα ποσοστά αυτά ήταν ακόμη υψηλότερα σε κάποιες περιοχές των ΗΠΑ. Παράλληλα τα νοικοκυριά των ΗΠΑ έγιναν υπερχρεωμένα καθώς η αναλογία χρέος προς εισόδημα αυξήθηκε από 77% το 1990 σε 127% στο τέλος του 2007 με το μεγαλύτερο ποσοστό αυτής της αύξησης να προέρχεται από τα επικίνδυνα δάνεια. Οι νέοι δανειολήπτες ήταν συχνά εξαιρετικά αισιόδοξοι για την πορεία της αγοράς και προσδοκούσαν ότι τα ακίνητα που είχαν στην κατοχή τους θα μπορούσαν να τα μεταπωλήσουν σε υψηλότερες τιμές αποκομίζοντας μεγάλα κέρδη.

Το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου εντάθηκε και στην πλευρά των δανειζομένων. Οι ιδιοκτήτες κατοικιών έβαζαν ξανά υποθήκες ώστε να επενδύσουν στην αγορά ακινήτων. Αν οι πληρωμές της υποθήκης ξεπερνούσαν το ενοίκιο που θα πλήρωναν κάπου αλλού, απλώς εγκατέλειπαν την κατοικία τους.

Τον κίνδυνο δεν κατάφεραν να διαβλέψουν ούτε οι οίκοι αξιολόγησης είτε εξαιτίας των στρεβλών κινήτρων είτε εξαιτίας της αποτυχίας των μοντέλων που χρησιμοποιούσαν. Αποτέλεσμα της κατάστασης αυτής ήταν ότι ακόμη και δάνεια υψηλού κινδύνου λάμβαναν θετικές αξιολογήσεις. Το περιβάλλον αυτό προκάλεσε την ακόμα μεγαλύτερη αύξηση των τιμών σαν αποτέλεσμα των χαμηλών επιτοκίων των δανείων. Η αγορά είχε αρχίσει να κυριαρχείται από τους κερδοσκόπους και τους αισιόδοξους επενδυτές.

Όταν μεταξύ 2004 και 2006 τα επιτόκια αυξήθηκαν από 1% σε 5,25% οι δανειστές αντιμετώπισαν δυσκολίες στην αναχρηματοδότηση, και οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να πέφτουν. Οι πτωχεύσεις αυξήθηκαν δραματικά καθώς οι ευνοϊκοί όροι που μέχρι εκείνη τη

στιγμή ίσχυαν, έπαψαν να υπάρχουν, οι τιμές των ακινήτων συνέχισαν να πέφτουν και τα επιτόκια αυξήθηκαν ακόμη περισσότερο. Η πτώση των τιμών των ακινήτων επέφερε πολύ γρήγορα τη μεγάλη μείωση της ζήτησης για MBSs. Το γεγονός αυτό έγινε εμφανές όταν η επενδυτική τράπεζα Bear Stearns ανακοίνωσε ότι δύο από τα hedge funds της τα οποία είχαν επενδύσει σε MBSs είχαν καταρρεύσει. Ωστόσο, υπήρχαν και ικανοί επενδυτές, όπως για παράδειγμα η Goldman Sachs, η οποία κατάφερε να ηγηθεί της φούσκας και να βγει εγκαίρως από αυτή πριν σκάσει.

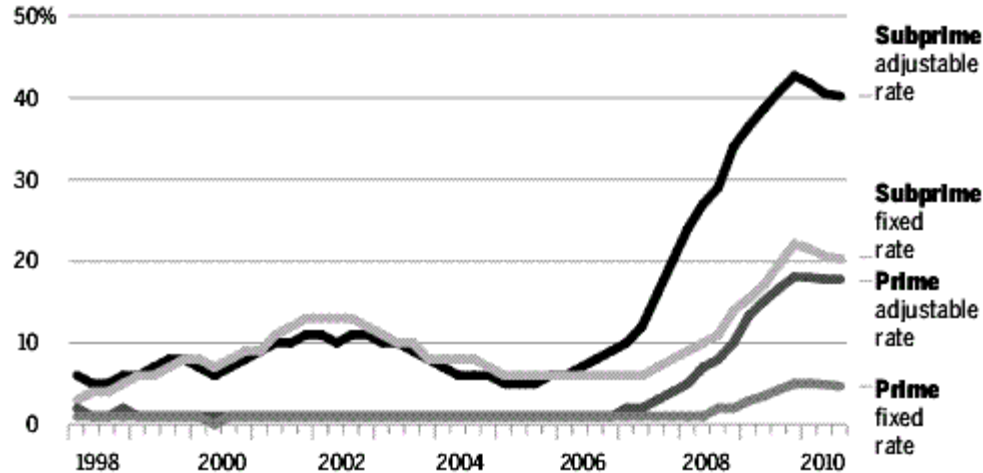
Στοιχεία της κρίσης άρχισαν να γίνονται εμφανή κατά τη διάρκεια του 2007 με αποκορύφωμα τον Σεπτέμβριο του 2008 όπου πολλά χρηματοοικονομικά ιδρύματα κατέρρευσαν κηρύσσοντας έτσι την έναρξη μιας παγκόσμιας ύφεσης. Η προοπτική κατάρρευσης του τραπεζικού συστήματος ανάγκασε τις κυβερνήσεις των ΗΠΑ και των ευρωπαϊκών χωρών να παρέμβουν δυναμικά. Εκπονήθηκαν και εφαρμόστηκαν πολυδάπανα σχέδια διάσωσης των τραπεζών στις ΗΠΑ ενώ στην Ευρώπη κάποιες κυβερνήσεις προχώρησαν ακόμα και σε κρατικοποιήσεις τραπεζών (Dexia).

Η διπλή τραπεζική κρίση (ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας) συνεχίστηκε και τα επόμενα χρόνια και οδήγησε στην πραγματοποίηση των παρακάτω σημαντικών πρωτοβουλιών στην νομισματική πολιτική της FED προκειμένου να αποφευχθεί η κατάρρευση όχι μόνο της αμερικανικής αλλά και της παγκόσμιας οικονομίας: 1) Μηδένισε τα επιτόκια αναχρηματοδότησης, 2) παρείχε άφθονη ρευστότητα όχι μόνο στις τράπεζες αλλά και στα υπόλοιπα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με την μορφή αγοράς ιδιωτικών τίτλων χωρίς ικανοποιητική διαβάθμιση, 3) προχώρησε σε αγορά σημαντικών ποσοτήτων κρατικών ομολόγων και 4) παρείχε ρευστότητα για την ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου μέσα από συμφωνίες swaps με τις άλλες κεντρικές τράπεζες.

## Mortgage Delinquencies by Loan Type

Serious delinquencies started earlier and were substantially higher among subprime adjustable-rate loans, compared with other loan types.

IN PERCENT, BY TYPE



NOTE: Serious delinquencies include mortgages 90 days or more past due and those in foreclosure.  
SOURCE: Mortgage Bankers Association National Delinquency Survey

### Διάγραμμα 9: Πορεία Mortgage Delinquencies USA 1998-2010

Πηγή: Mortgage Bankers Association National Delinquency Survey

Σύμφωνα με την “Financial Crisis Inquiry Commission” η κρίση θα μπορούσε να έχει αποφευχθεί αν η αμερικανική κυβέρνηση είχε δώσει μεγαλύτερη προσοχή στα σημάδια που είχαν από νωρίς είχαν εκδηλωθεί: α) στην εκρηκτική αύξηση των επικίνδυνων δανείων, β) στην ξαφνική άνοδο των τιμών των κατοικιών, γ) στη μεγάλη δανειακή επιβάρυνση των νοικοκυριών και δ) στην εκτεταμένη χρήση των νέων και επικίνδυνων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2008 που προκλήθηκε από την φούσκα των ακινήτων προκάλεσε ζημιές στις χρηματιστηριακές αγορές οι οποίες υπολογίστηκαν σε 27 τρισ. δολάρια και αντιστοιχούν δύο φορές το ΑΕΠ των ΗΠΑ. Η χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση περιορίστηκε από 63 σε 36 τρισ. δολάρια ενώ οι μεγάλες αμερικανικές τράπεζες απέλυσαν πάνω από 24.000 εργαζομένους. Οι ζημιές μόνο από τα δομημένα ομόλογα subprimes για το 2007 ξεπέρασαν τα 400 δισ. δολάρια.

Πέραν από το τεράστιο οικονομικό κόστος, η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας που προκάλεσε η φούσκα των subprimes είχε και σημαντικό κοινωνικό κόστος. Πέντε χρόνια μετά το σπάσιμο της φούσκας του 2007-2008 ένας στους έξι Αμερικανούς ήταν άνεργος ενώ οκτώ εκατομμύρια οικογένειες έχασαν τα σπίτια τους. Οι φορολογούμενοι επιβαρύνθηκαν με τεράστια ποσά για να στηριχθεί ο τραπεζικός τομέας (700 δισ. δολάρια στις ΗΠΑ που αντιπροσώπευε το 7% του αμερικανικού ΑΕΠ και 1,3 τρισ. δολάρια στην Ευρώπη) ενώ το περιουσιολόγιο των νοικοκυριών στις ΗΠΑ μειώθηκε κατά 13 δισ. Δολάρια.

### **5.8 Η φούσκα της σταφίδας (Ελληνική περίπτωση)**

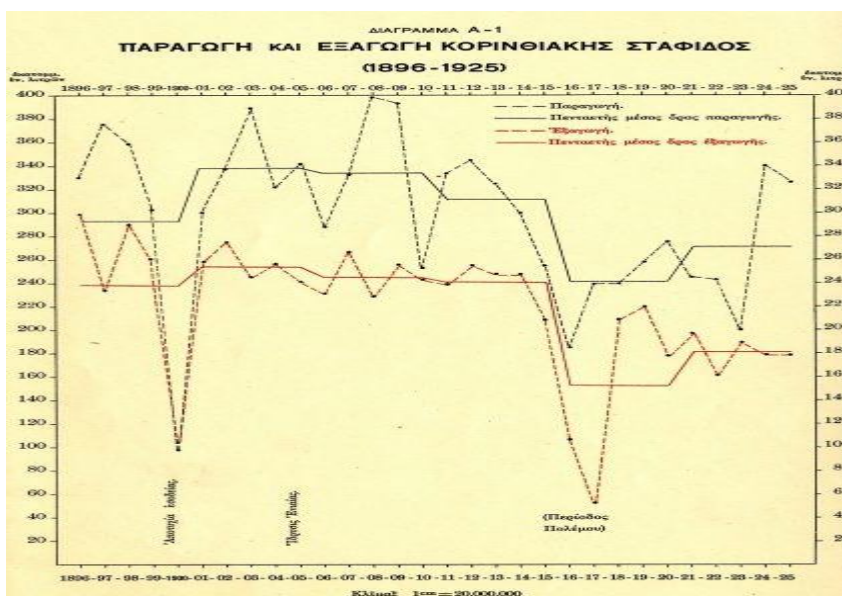
Πρόκειται για την μεγαλύτερη φούσκα στην σύγχρονη ελληνική ιστορία. Αρχικά, οι ρίζες της σταφιδικής κρίσης εντοπίζονται πίσω στο 1871, με την αγροτική μεταρρύθμιση του πρωθυπουργού Αλέξανδρου Κουμουνδούρου και τη διανομή των εθνικών γαιών σε Έλληνες ακτήμονες γεωργούς. Συγκεκριμένα, διανεμήθηκαν 2.650.000 στρέμματα, με χαμηλές καταβολές, σε 357.217 κλήρους, συνολικής αγοραστικής αξίας 90 εκατομμυρίων δραχμών. Επειδή όμως οι κλήροι που διατέθηκαν ήταν μικροί και η συντριπτική πλειοψηφία των αγροτών, νέων και παλαιών, ήταν μικροϊδιοκτήτες, οι νέοι καλλιεργητές στράφηκαν σε εντατικές καλλιέργειες, που απαιτούσαν μικρές εκτάσεις και απέφεραν αξιόλογα κέρδη, όπως οι ελιές και κυρίως η σταφίδα. Όσον αφορά τη σταφίδα, αποτελούσε το σπουδαιότερο αγροτικό προϊόν της Πελοποννήσου. Η Μεγάλη Βρετανία υπήρξε η χώρα με τη μεγαλύτερη ζήτηση κορινθιακής σταφίδας, και η συντριπτική πλειοψηφία της εξαγόμενης σταφίδας από την Ελλάδα, κατέληγε στη Μεγάλη Βρετανία, ενώ ένα μικρό μόνο ποσοστό της παραγωγής διοχετευόταν στην ελληνική αγορά. Μάλιστα, η ποιότητα της ελληνικής σταφίδας ήταν από τις καλύτερες. Συνεπώς, η καλλιέργεια και το εμπόριο σταφίδας ενίσχυσε σημαντικά την ελληνική οικονομία, αλλά και τις σταφιδοπαραγωγικές περιοχές ειδικότερα.

Το 1878 ένα συγκυριακό γεγονός εκτόξευσε τη ζήτηση και κατά συνέπεια την τιμή της σταφίδας στο εξωτερικό. Τα αμπέλια της Γαλλίας προσεβλήθησαν από φυλλοξήρα, με συνέπεια να μειωθεί σε τεράστιο βαθμό η γαλλική παραγωγή σταφίδας. Το γεγονός αυτό είχε ως άμεση συνέπεια τη ραγδαία αύξηση της ζήτησης της ελληνικής σταφίδας και ταυτόχρονα της τιμής της, αφού οι Γάλλοι οινοπαραγωγοί αναπλήρωσαν τις απώλειές τους με ελληνικά σταφύλια. Ειδικότερα, στις αρχές του 1880, η τιμή της σταφίδας είχε

διαμορφωθεί στα 282 φράγκα. Η παραπάνω αλληλουχία γεγονότων οδήγησε τους Έλληνες αγρότες να επενδύσουν στην καλλιέργεια σταφίδας, ενώ παράλληλα οι σταφιδοπαραγωγοί εξασφάλιζαν τεράστια κέρδη.

Μέσα στη δεκαετία του 1880 η παραγωγή της σταφίδας αυξήθηκε με ιλιγγιώδεις ρυθμούς, λόγω της καλλιέργειας νέων αμπελώνων από τους Έλληνες αγρότες για να καλύψει τη διεθνή ζήτηση, ενώ παράλληλα αυξήθηκε και η τιμή της.

Από τις αρχές της δεκαετίας του 1890 και μετά, όμως, η σταφιδική κρίση άρχισε σιγά σιγά να εκδηλώνεται. Οι Γάλλοι κατάφεραν να αποκαταστήσουν τους αμπελώνες από τη φυλλοξήρα και άρχισαν σταδιακά να αποδίδουν καρπούς, ενώ παράλληλα η ελληνική παραγωγή είχε αγγίξει μεγάλες ποσότητες. Το αποτέλεσμα ήταν ένα μεγάλο μέρος της παραγωγής να παραμένει αδιάθετο στις αποθήκες, ενώ και οι τιμές άρχισαν να παίρνουν την κατιούσα. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι το 1890 η τιμή της σταφίδας άγγιζε τα 300 φράγκα ανά 1.000 λίτρα, ενώ τρία χρόνια αργότερα, το 1893 η τιμή μόλις και μετά βίας έφτανε στα 42 φράγκα ανά 1.000 λίτρα.



**Διάγραμμα 10:** Δείκτης Παραγωγής/Εξαγωγών Κορινθιακής Σταφίδας (1896-1925)

Πηγή: [Greekraisins.wordpress.com](http://Greekraisins.wordpress.com)

Μπροστά στα πρόθυρα της οικονομικής τους κατάρρευσης οι αγρότες της Πελοποννήσου ξεσηκώθηκαν και ζήτησαν την προστασία του κράτους για την αντιμετώπιση της κρίσης. Από το 1893, με αφορμή τις ολοένα και περισσότερες σοδειές που παρέμεναν απούλητες, άρχισαν να διοργανώνονται συλλαλητήρια από τους σταφιδοπαραγωγούς στις μεγάλες πόλεις της βορειοδυτικής Πελοποννήσου. Η κυβέρνηση Τρικούπη το 1893, προκειμένου να αντισταθμίσει τις απώλειες, προτείνει για πρώτη φορά την ιδέα του παρακρατήματος. Ωστόσο, το παρακράτημα δεν εφαρμόστηκε μέχρι το 1895 με την κυβέρνηση Θεοτόκη. Μετά τη θεσμοθέτηση του ως νόμο του κράτους, επιβλήθηκε παρακράτημα 15% επί της εξαγωγίσιμης σταφίδας. Σύμφωνα με αυτό το νόμο, που δεν είχε πάγια ισχύ αλλά ανανεωνόταν κάθε χρόνο, κάθε παραγωγός έπρεπε να παραδώσει στις κρατικές αποθήκες το 15% της ποσότητας, που θα εξήγαγε. Στη συνέχεια το κράτος πουλούσε αυτό το απόθεμα σε οινεμπόρους, που μόνο με τη μορφή οινοπνεύματος μπορούσαν να το εξάγουν. Τα έσοδα που συγκεντρώνονταν μ' αυτό τον τρόπο δεν πήγαιναν στα κρατικά ταμεία, αλλά σε έναν ειδικό λογαριασμό με σκοπό την ίδρυση αγροτικής τράπεζας για την ενίσχυση των σταφιδοπαραγωγών. Αρχικά οι τιμές συγκρατήθηκαν, για να κατακυλιούνται όμως τρία χρόνια αργότερα, γιατί αφενός ο νόμος δεν εφαρμόστηκε σωστά και αφετέρου ένα μέρος του παρακρατήματος εξαγόταν παράνομα.

Το 1897 παρουσιάζεται νέο νομοσχέδιο που σκοπό είχε την δημιουργία Σταφιδικής Τράπεζας, η οποία ιδρύθηκε οριστικά με νέο νόμο το 1899 από την κυβέρνηση Θεοτόκη. Σκοπός της ήταν να παράσχει χαμηλότοκα δάνεια στους παραγωγούς και να διαχειρίζεται το παρακράτημα, αλλά και την ποσότητα της παραγόμενης σταφίδας. Παρά τα ενθαρρυντικά αρχικά μηνύματα ούτε και αυτή η ενέργεια της κυβέρνησης έφερε αποτελέσματα. Το 1902 οι τιμές έπεσαν και πάλι, εξαιτίας της υπερπαραγωγής, ενώ το 1903 η κατάσταση επιδεινώθηκε, με αποτέλεσμα το κράτος με νεότερο νόμο να αυξήσει το παρακράτημα στα 24%. Την ίδια χρονιά ένας όμιλος Άγγλων κεφαλαιούχων πρότειναν να αγοράσουν μονοπωλιακά την πελοποννησιακή σταφίδα για 20 χρόνια. Η πρόταση αυτή προκάλεσε ενθουσιασμό τους σταφιδοπαραγωγούς, οι οποίοι θεωρούσαν πως μ' αυτό τον τρόπο θα απαλλαγούν από το άγχος της απορρόφησης της παραγωγής τους και θα έπαυαν να είναι αντικείμενα εκμετάλλευσης των σταφιδεμπορών. Η απόρριψη όμως αυτής της πρότασης από την κυβέρνηση Δηλιγιάννη προκάλεσε θύελλα αντιδράσεων. Μάλιστα, μέσα στη Βουλή διεξάγονταν ομηρικές συζητήσεις για το θέμα του μονοπωλίου.

Στις 12 Ιουνίου η κυβέρνηση Δηλιγιάννη πέφτει και τη διαδέχεται εκ νέου κυβέρνηση υπό το Θεοτόκη. Στις 19 Ιουνίου 1903 ο Θεοτόκης ανήγγειλε τη ματαίωση της ψήφησης της σύμβασης, λόγω αντιδράσεων και παρεμβάσεων από το αγγλικό κράτος. Η ματαίωση της σύμβασης με τους Άγγλους κεφαλαιούχους προκάλεσε μεγάλο αναβρασμό στη δυτική και βόρεια Πελοπόννησο. Στο χωριό Βαρβάσαινα του Πύργου οι διαμαρτυρίες εξελίχθηκαν σε ένοπλες συγκρούσεις, στις οποίες πρωτοστατούσαν αναρχικοί και σοσιαλιστικοί κύκλοι.

Την λύση στη σταφιδική κρίση φαίνεται να την έδωσε η μετανάστευση μεγάλου αριθμού σταφιδοπαραγωγών στην Αμερική, κι έτσι λύθηκε ένα ζήτημα που επέφερε μεγάλη αναταραχή και οικονομική κρίση στην Ελλάδα για μία δεκαετία, η οποία χαρακτηρίστηκε από πτώχευση και έναν αποτυχημένο ελληνοτουρκικό πόλεμο.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Με βάση τα όσα παρουσιάστηκαν στην παρούσα εργασία διαπιστώνουμε ότι η ιστορία μας έχει διδάξει πως οι τιμές που λαμβάνουν τα περιουσιακά στοιχεία πολύ συχνά αποκλίνουν από τα θεμελιώδη μεγέθη, άλλες φορές σε μικρότερο και άλλες σε μεγαλύτερο βαθμό. Πρωταρχικό ρόλο σε αυτό έχει η ασυγκράτητη αισιοδοξία των επενδυτών η οποία μπορεί να δημιουργήσει αυτοτροφοδοτούμενες προσδοκίες με αποτέλεσμα τον σχηματισμό φούσκας.

Στην πραγματικότητα, οι επενδυτές βρίσκονται σε συνεχή αναζήτηση περιουσιακών στοιχείων που εμφανίζονται υποτιμημένα σε σύγκριση με άλλα περιουσιακά στοιχεία που έχουν ήδη υπερτιμηθεί με αποτέλεσμα να δημιουργούνται πολλές "φούσκες" που διογκώνονται προς όλες τις κατευθύνσεις.

Αυτό που συμβαίνει τα τελευταία χρόνια είναι ότι οι πολιτικοί σε Ανατολή και Δύση προσπαθούν να μεταθέσουν και να μειώσουν τους υφεσιακούς κύκλους προκειμένου να αποφύγουν δύσκολες μεταρρυθμίσεις προσαρμογής οι οποίες θα έχουν πολιτικό κόστος. Μια παρενέργεια της νομισματικής "ασωτίας" με την οποία προσπαθούν να το πετύχουν αυτό είναι οι "φούσκες" στις τιμές των μετοχών και των ακινήτων και η ιστορία έχει δείξει ότι τα άλματα τιμών των περιουσιακών στοιχείων σπάνια έχουν καλό τέλος.

Οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές θα μπορούσαν να βρεθούν αντιμέτωπες με ένα εφιαλτικό σενάριο κάποια μέρα: να σκάσουν οι πολλαπλές "φούσκες" που έχουν

τροφοδοτηθεί από χρόνια νομισματικής χαλάρωσης ανά τον κόσμο. Παρότι είναι δύσκολο να προβλέψει κανείς πότε θα σκάσουν οι "φούσκες" αυτές, δεν είναι πολύ δύσκολο να εντοπίσει κανείς τους παράγοντες που θα μπορούσαν να αποτελέσουν το σκηνικό για να συμβεί αυτό.

### **Ελληνική Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία**

Αλεξιάκης, Χ., Ξανθάκης, Μ., (2008), << Συμπεριφορική χρηματοοικονομική>>, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα

Κάτσικας Δ., (2015), <<Οικονομικές κρίσεις και διεθνές σύστημα. Ο ρόλος των αγορών>>, Εκδόσεις ΕΚΠΑ, Αθήνα

Ρουμेलιώτης Π., (2013), <<Χρυσές Τουλίπες>>, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα

Τραμπαδώρος Δ., (2012), <<Το σταφιδικό ζήτημα. Το χρονικό της κρίσης και οι συνέπειες της>>, Αθήνα

Φίλιππας Ν., (2015), <<Η ψυχολογία των αγορών:Παρεμβάσεις πριν και μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση>>, Εκδόσεις Πεδίο, Αθήνα

### **Ξένη Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία**

Allen F., Gorton G., (1993), <<Churning bubbles>>, The review of economic studies, P. 813-836

Allen F., Gale D., (2000), <<Financial contagion>>, Journal of political economy, P. 1-33

Allen F., Morris F., Postlwait E., (1993), <<Finite bubbles with short sale constraints and asymmetric information>>, Journal of economic theory, P. 206-229

Baker, M, Stein, J. (2004). Market Liquidity as a Sentiment Indicator. Journal of Financial



Markets, 7(3): 271–99.

Barberis, N., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998). 'A model of investor sentiment'. *Journal of Financial Economics*, 49:307- 43.

Barberis N., Shleifer A., (2003), <<Style investing>>, *Journal of financial economics*, P. 161-199

Bernake B., Gertler M., Gilchrist S., ( 1999), <<Chapter 21 the financial accelerator in a quantitative business cycle framework>>, *Handbook of macroeconomics*, Elsevier

Bhattacharya C., Korshun D., Sen S., (2009), <<Strengthening stakeholder–Company relationships through mutually beneficial corporate social responsibility initiatives>>, *Journal of business ethics*, P. 257-272.

Blanchard O., (2012) <<Μακροοικονομική>>, Εκδόσεις Επίκεντρο, Αθήνα

Breuer G., (2004) <<An exegesis on currency and bank crises>>, *Journal of economic surveys*, 18, P.293-320

Brunnermeier M., Julliard C., (2008), <<Money illusions and housing frenzies>>, *The review of financial studies*, P.135-180.

Chen J., Hong H., Stein J., (2001), <<Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices>>, *Journal of financial economics*, P. 345-381.

Claessens S., Kose A., (2013) <<Financial crises: Explanations, types and implications>>. International Monetary Fund, working paper.

Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A., (1998), <<Investors psychology and security market under - and overreactions>>, *The journal of finance*, P. 1839-1885.

De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L., and Waldmann, R. (1990). 'Noise trader risk in

financial markets'. *Journal of Political Economy*, 98 P.703- 738.

DeMarzo P., Kaniel R., Kremer I., (2008), <<Relative wealth concerns and financial bubbles>>, *The review of financial studies*, P. 19-50

Diether, K.B., C. Malloy and A. Scherbina. (2002). Differences of opinion and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance* 57, 2113-2142.

Frankel G., Rose A., (1996). <<Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment>> *Journal of international economics*

Friedman, M., Savage, L. J. (1948). << The utility analysis of choices involving risk>>, . *Journal of political economy*, 4, P.279.

Friedman, M. (1953). <<The Case for Flexible Exchange Rates. In *Essays in Positive Economics*>>, P. 157- 203.

Friedman, M. (1963). <<'The case for flexible exchange rates'. In *Essays in Positive Economics*>>, University of Chicago Press, Chicago

Gartner M., (2016) <<Μακροοικονομική>>, Εκδόσεις Πασχαλίδη-Broken Hill, Αθήνα

Hong H., Scheinkman J., Xiong W., (2008), <<Advisors and asset prices: A model of the origins of bubbles>>, *Journal of financial economics*, Elsevier, P. 268-287.

Keynes, J. M., "The General Theory of Employment, Interest and Money", New York: Macmillan, 1973 [1936]

Krugman P.,(1998), <<An introduction to third generation currency crises models. What happened to Asia? >>, <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html>,

Lee C., Swaminathan B., (2000) , <<Price momentum and trading volume>>, *The journal of finance*, 55, P.2017-2069

Minsky H., (1975), <<John Maynard Keynes>>, Columbia university press,

Nicholas T., Scherbina A., (2012), <<Real estate prices during the roaring twenties and the great depression>>, Real estate economics, P. 278-309.

Ofek, E., Richardson, M., (2003). DotCom mania: the rise and fall of Internet stock prices. Journal of Finance, 58:1113–1137.

Reinhart C., Roggof K., (2014) <<Recovering from financial crises: Evidence from 100 episodes>> American Economic Association, 104, P.50-55.

Sadka R., Scherbina A., (2010), <<Mispricing and costly arbitrage>>, Journal of investment management.

Scharfstein, D. and Stein, J. (1990). <<Herd behavior and investment>>, American economics review, 80:465- 89.

Shiller Robert J. (2003), <<From efficient markets theory to behavioral finance>>, Journal of economic perspectives, 17, P. 83-104

Shiller, R.J.,(2002), <<Bubbles, human Judgement and expert opinion>>, Financial analyst journal, 58:3, 18-26.

Thaler, R. H., Shefrin, H. M. (1981). <<An economic theory of self- control>>. Journal of political economy, 89(2):392-406.

Tversky, A; Kahneman (1973). <<Availability: A heuristic for judging frequency and probability>>. Cognitive psychology 5 (1): 207–233.

Tversky, A. and Kahneman, D (1986), <<Rational choice and the framing of decisions. The Journal of Business>>, 59(4):251-278.