



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη
Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη E-MBA

Διπλωματική Εργασία
Αλεξάνδρα Παγκάκη

Ζωώδη ένστικτα και οικονομικές κρίσεις

Επιβλέπων Καθηγητής:
Νίκος Φίλιππας (Καθηγητής Πανεπιστημίου Πειραιώς)

Αθήνα, Σεπτέμβριος 2016

Περιεχόμενα

1	Εισαγωγή	1
2	Θεωρία Αποτελεσματικών Αγορών	2
2.1	Εισαγωγή στη Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών	2
2.2	Προϋποθέσεις – Συνέπειες των Αποτελεσματικών Αγορών	4
2.3	Μορφές αποτελεσματικών αγορών	6
2.4	«Ανωμαλίες» της Αγοράς	7
2.4.1	Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (Weekend Effect).....	8
2.4.2	Φαινόμενο της Πρωινής Ηλιοφάνειας (Morning Sunshine Effect)	8
2.4.3	Φαινόμενο του Ιανουαρίου (January Effect)	8
2.4.4	Το Φαινόμενο της Αλλαγής του Μήνα (The Turn of Month Effect)	9
2.4.5	Το Φαινόμενο των Διακοπών (The Pre-holiday Effect).....	9
2.4.6	Φαινόμενο του Μεγέθους (Size Effect).....	9
2.4.7	Φαινόμενο του Αποτελέσματος της Αξίας (Value Effect)	10
2.4.8	Contrarian - Reversal Effect	10
2.4.9	Momentum Effect	10
2.4.10	Ο Γρίφος των Μερισμάτων (Dividend Puzzle)	11
2.4.11	Ο Γρίφος του Πριμ των Μετοχών (Equity Premium Puzzle).....	11
2.4.12	Υπερβολική Μεταβλητότητα (Excessive Volatility).....	12
2.4.13	Χρηματιστηριακές Κρίσεις (Financial Crises).....	12
2.4.14	Χρηματιστηριακές Φούσκες (Financial Bubbles).....	13
3	Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance)	15
3.1	Εισαγωγή	15
3.2	Ιστορική αναδρομή	15
3.3	Γνωστικά σφάλματα (Cognitive Biases).....	17
3.3.1	Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness).....	17
3.3.2	Το φαινόμενο της «Πλάνης του Τζογαδόρου» (Gambler's Fallacy).....	19
3.3.3	Το φαινόμενο της «Αγκίστρωσης» (Anchoring)	20
3.3.4	Το φαινόμενο της «Μεροληψίας Διαθεσιμότητας» (Availability Bias)	21
3.3.5	Υπερεμπιστοσύνη - Υπερβολική Αυτοπεποίθηση (Overconfidence)	22
3.3.6	Η μεροληψία της εκ των υστέρων γνώσης (Hindsight Bias).....	23
3.3.7	Η Γνωστική Ασυμφωνία (Cognitive Dissonance).....	24
3.3.8	Το Αποτέλεσμα της Διατύπωσης (Framing Effect)	25
3.3.9	Το Περιορισμένο Πλαίσιο (Narrow Framing).....	26
3.3.10	Οικειότητα (Familiarity bias)	27
3.4	Συναισθηματικά σφάλματα (Emotional Biases)	27
3.4.1	Το φαινόμενο της «Ψυχολογίας της Αγέλης» (Herding).....	27

3.4.2	Κοινωνική Αλληλεπίδραση (Social Interaction).....	29
3.4.3	Υπεραισιοδοξία (Optimism Bias)	30
3.4.4	Σφάλμα Απαισιοδοξίας (Pessimism Bias)	31
3.4.5	Υπεραντίδραση (Overreaction) / Υποαντίδραση (Underreaction)	31
3.4.6	Αποστροφή της Αμφιβολίας (Ambiguity Aversion).....	32
3.4.7	Αποστροφή της Μετάνοιას (Regret Aversion)	32
3.4.8	Αποστροφή της Ζημίας (Loss Aversion).....	33
3.4.9	Αυτοέλεγχος (Self-Control).....	34
4	Ζωώδη ένστικτα και η ψυχολογία των αγορών	35
4.1	Εισαγωγή.....	35
4.2	Ο κύκλος των συναισθημάτων	36
4.3	Ζωώδη ένστικτα	39
5	Οι μεγαλύτερες Οικονομικές Κρίσεις	43
5.1	Εισαγωγή.....	43
5.2	Η μανία της τουλίπας στην Ολλανδία (1630 - 1640)	44
5.3	Το κραχ του 1929.....	45
5.4	Οι Πετρελαϊκές κρίσεις, (1973 - 1974 & 1979 - 1980)	47
5.5	Η Κρίση Χρέους του 1980 στην Λατινική Αμερική.....	48
5.6	Η «Μαύρη Δευτέρα» του 1987	50
5.7	Η Οικονομική κρίση στη Φινλανδία τη δεκαετία του 1990	51
5.8	Η «Κρίση της Τεκίλα» στο Μεξικό το 1994.....	51
5.9	Η Χρηματοπιστωτική κρίση στις «Ασιατικές Τίγρεις»	53
5.10	Η «φούσκα» των μετοχών υψηλής τεχνολογίας	55
5.11	Ρωσία – Βραζιλία – Αργεντινή, 1998 - 2001	55
5.12	Παγκόσμια Οικονομική κρίση 2007 - 2008.....	57
5.13	Bitcoin	59
6	Συμπεράσματα	64
	Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία.....	66

1 Εισαγωγή

Η παραδοσιακή Χρηματοοικονομική επιστήμη στηρίζεται στη Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών και στους ορθολογικούς επενδυτές. Οι άνθρωποι, όμως, δεν επιλέγουν πάντοτε τις επενδύσεις τους ορθολογικά, αλλά συχνά διαπράττουν γνωστικά και συναισθηματικά σφάλματα κατευθυνόμενοι από τα συναισθήματα και την ψυχολογία τους με συνέπεια την πρόκληση πλήθους ανωμαλιών, αποκλίσεων και αδυναμιών στις αγορές. Η συμπεριφορά αυτή δεν μπορεί να ερμηνευθεί από τις κλασικές οικονομικές θεωρίες. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έρχεται να καλύψει αυτό το κενό και να συνδράμει στην ερμηνεία και καλύτερη κατανόηση της συμπεριφοράς τόσο των επενδυτών, όσο και της αγοράς μέσω της μελέτης των συμπεριφορικών σφαλμάτων και της επίδρασης του συναισθήματος των επενδυτών στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Για να κατανοήσουμε, να ερμηνεύσουμε και ίσως να προβλέψουμε τα οικονομικά γεγονότα όπως τη δημιουργία των οικονομικών κρίσεων πρέπει να λάβουμε σοβαρά υπόψιν τα ζώδη ένστικτα των ανθρώπων. Οι περισσότεροι οικονομολόγοι θεωρούν ότι οι διακυμάνσεις στα συναισθήματα των επενδυτών δεν επηρεάζουν τις οικονομικές εξελίξεις. Όπως θα δούμε όμως στη συνέχεια αυτή η άποψη είναι λανθασμένη καθώς οι επενδυτές δε δρουν πάντοτε ορθολογικά και δεν έχουν μόνο οικονομικά κίνητρα.

2 Θεωρία Αποτελεσματικών Αγορών

2.1 Εισαγωγή στη Θεωρία των Αποτελεσματικών Αγορών

Η πρώτη αναφορά του όρου «αποτελεσματικές αγορές» αποδίδεται στον George Rutledge Gibson, που το 1889, στο βιβλίο του «*The Stock Markets of London, Paris and New York*», αναφέρει πως «όταν μετοχές γίνονται δημόσια γνωστές σε μια ανοιχτή αγορά, η αξία που αποκτούν μπορεί να θεωρηθεί ως εκτίμηση των καλύτερων πληροφοριών που αφορούν τις μετοχές αυτές». Ιστορικά, η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis, EMH) συνδέεται ισχυρά με το μοντέλο/υπόθεση του τυχαίου περιπάτου (Random Walk Hypothesis, RWH) και τη θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών (Rational Expectations Theory, RET).

Η διατύπωση των βασικών αρχών της υπόθεσης του τυχαίου περιπάτου ανάγεται στον Γάλλο οικονομολόγο Jules Regnault, που το 1863 στο βιβλίο του «*Calcul des chances et philosophie de la bourse*» υποστήριξε ότι οι μεταβολές των τιμών των μετοχών στο χρόνο δεν παρουσιάζουν προβλέψιμη συμπεριφορά, αλλά συμπεριφορά που προσεγγίζει στοχαστική διαδικασία. Λίγα χρόνια αργότερα, το 1900, στη διδακτορική του διατριβή «*Théorie de la spéculation*», ο Γάλλος μαθηματικός Bachelier ερμήνευσε μαθηματικά τη στοχαστική διαδικασία της κίνησης Brown¹ και χρησιμοποίησε το μαθηματικό του μοντέλο για την ερμηνεία της πορείας των τιμών των μετοχών και την αξιολόγηση χρηματοοικονομικών προϊόντων. Ο Bachelier αναγνωρίζει ότι προγενέστερα, τωρινά ακόμα και προσδοκώμενα μελλοντικά γεγονότα αντανακλώνονται μεν στις τιμές των μετοχών, όμως συχνά δεν έχουν κάποια προφανή σχέση με τις μεταβολές των τιμών. Υποστηρίζει, λοιπόν, ότι αν η αγορά ουσιαστικά δεν προβλέπει τις διακυμάνσεις της, τις αξιολογεί ως περισσότερο ή λιγότερο πιθανές, και αυτή η πιθανότητα μπορεί να εκτιμηθεί μαθηματικά. Το 1933 ο Αμερικανός οικονομολόγος Alfred Cowles III, συνειδητοποιώντας ότι δεν υπήρχε καμία πρόβλεψη του κραχ του 1929 και προσπαθώντας να μελετήσει το κατά πόσον η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς μπορεί να προβλεφθεί, ανέλυσε το ιστορικό πολλών χιλιάδων επενδυτικών αποφάσεων ενός μεγάλου αριθμού επαγγελματιών επενδυτών. Ο Cowles κατέληξε στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει καμία ευδιάκριτη ένδειξη που να υποδηλώνει ότι κάποιος μπορεί να προβλέψει τη συμπεριφορά της αγοράς. Ένα χρόνο αργότερα, το 1934, ο καθηγητής Holbrook Working συνέκρινε χρονοσειρές πραγματικών τιμών

¹ Κίνηση Brown: τυχαία κίνηση μικροσκοπικών σωματιδίων όταν αυτά αιωρούνται σε ρευστά

εμπορευμάτων με χρονοσειρές τυχαίων αριθμών. Παρατήρησε ότι ήταν αδύνατο να διαχωρίσει τις δυο χρονοσειρές χρησιμοποιώντας στατιστικές τεχνικές, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές των τιμών είναι εξ ολοκλήρου τυχαίες. Στο ίδιο συμπέρασμα οδηγήθηκε και ο Βρετανός στατιστικολόγος Maurice Kendall, που το 1953 εξέτασε τις εβδομαδιαίες μεταβολές στις τιμές 22 μετοχών και εμπορευμάτων. Το 1964 ο Αμερικανός οικονομολόγος Paul Cootner εξέδωσε το βιβλίο του «*The Random Character of Stock Market Prices*», το οποίο αποτελεί ουσιαστικά συλλογή όλων των σημαντικών άρθρων έως το 1963 που αφορούσαν το μοντέλο του τυχαίου περιπάτου, συμπεριλαμβάνοντας την αρχική δουλειά του Bachelier.

Η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών εισήχθη από τον Αμερικανό οικονομολόγο John Muth το 1961, που χρησιμοποίησε τον όρο για να περιγράψει τη μερική εξάρτηση της μελλοντικής πορείας της οικονομίας από τις ορθολογικές προσδοκίες των οικονομικών παραγόντων. Κλασική περίπτωση εφαρμογής της θεωρίας των ορθολογικών προσδοκιών αποτελεί η περίπτωση εταιρείας που, πιστεύοντας ότι η τιμή ενός προϊόντος της θα αυξηθεί στο μέλλον, σταματά ή μειώνει την παραγωγή του προϊόντος μέχρι την αύξηση της τιμής του. Από τη στιγμή που η προσφορά μειώνεται ενώ η ζήτηση μένει η ίδια, η τιμή του προϊόντος θα αυξηθεί. Με άλλα λόγια, η ορθολογική απόφαση της εταιρείας για μείωση της παραγωγής επηρεάζει την πορεία της τιμής του προϊόντος. Με ανάλογο τρόπο, η τιμή ενός νομίσματος και ο ρυθμός υποτίμησής του εξαρτώνται από τις σχετικές προσδοκίες των οικονομικών παραγόντων, καθώς οι επενδυτές σπεύδουν να εγκαταλείψουν ένα νόμισμα που προσμένουν ότι θα χάσει την αξία του, συμβάλλοντας έτσι στην πτώση της αξίας του. Ουσιαστικά, η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών ισχυρίζεται ότι τα αποτελέσματα της πορείας της αγοράς δε διαφέρουν συστηματικά (δηλαδή προβλέψιμα ή μόνιμα) από αυτά που προσδοκούνται και οι ενδεχόμενες αποκλίσεις είναι τυχαίες. Έτσι, ακόμα και αν οι προσδοκίες οικονομικών παραγόντων μπορεί να είναι μεμονωμένα λανθασμένες, γενικά είναι σωστές και συνάδουν με τα αποτελέσματα ισορροπίας της αγοράς, δεδομένου ότι δεν είναι συστηματικά κατευθυνόμενες. Η θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών προϋποθέτει σιωπηρά ότι οι οικονομικοί παράγοντες λαμβάνουν υπόψη τους όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες για την εκτίμηση μελλοντικών γεγονότων: την πρότερη εμπειρία, την παρούσα κατάσταση και τις ορθολογικές προσδοκίες για την πορεία της οικονομίας.

Συνδυάζοντας τα αποτελέσματα της θεωρίας των ορθολογικών προσδοκιών και της υπόθεσης του τυχαίου περιπάτου, η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών αρχίζει να διαμορφώνεται τη δεκαετία του 1960 από τους καθηγητές Eugene Fama και Paul

Samuelson. Η θεωρία παίρνει σαφή, ξεκάθαρη μορφή το 1970, όταν ο Fama δημοσιεύει το πρωτοποριακό για την εποχή άρθρο «*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*» εισάγοντας την έννοια της αποτελεσματικότητας των αγορών και των τριών μορφών της.

Σύμφωνα με την Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς, οι τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν με ακριβή και αποτελεσματικό τρόπο όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και αλλάζουν συνεχώς προκειμένου να ενσωματώσουν οποιαδήποτε νέα πληροφορία προκύψει. Αυτό συμβαίνει λόγω της ύπαρξης ενός μεγάλου αριθμού ορθολογικών επενδυτών οι οποίοι αναλύουν και αξιολογούν διαρκώς τα χρεόγραφα που διαπραγματεύονται στην αγορά και προσπαθούν να προβλέψουν τις μελλοντικές τιμές των αξιογράφων των χαρτοφυλακίων τους. Υπό τέτοιες συνθήκες άμεσης προσαρμογής της αγοράς στις εκάστοτε, φύσει απρόβλεπτες και τυχαίες, διαθέσιμες πληροφορίες, η τιμή ενός χρεογράφου μεταβάλλεται τυχαία και απρόβλεπτα, ακολουθώντας στατιστική συμπεριφορά τυχαίου περιπάτου.

Εξ' ορισμού, λοιπόν, σε μια αποτελεσματική κατά EMH αγορά δεν έχει θέση η θεωρία της τεχνικής ανάλυσης, δεδομένου ότι ιστορικές μεταβολές τιμών δεν είναι σε θέση να παρέχουν στους επενδυτές αξιόπιστη πρόβλεψη μελλοντικών μεταβολών. Επιπλέον, σε μια αποτελεσματική αγορά, δεν θα παρουσιάζονται υποτιμημένες και υπερτιμημένες μετοχές καθώς οι τιμές θα αντανακλούν την πραγματική οικονομική τους αξία και κανένας επενδυτής δε θα μπορεί να επιτύχει υπερβολικές αποδόσεις.

2.2 Προϋποθέσεις – Συνέπειες των Αποτελεσματικών Αγορών

Η απαίτηση της Υπόθεσης της Αποτελεσματικής Αγοράς για άμεση συσχέτιση των διαθέσιμων πληροφοριών με τις τιμές των χρεογράφων θέτει αυστηρές προϋποθέσεις τόσο για τη ροή των ειδήσεων όσο και για την ανταπόκριση των επενδυτών σε αυτή.

Όσον αφορά τη ροή των πληροφοριών, η συνεχής και άμεση διάχυση πληροφοριών αποτελεί συνθήκη απαραίτητη για μια αποτελεσματική αγορά. Οι πληροφορίες πρέπει να διαδίδονται ταχύτατα και ταυτόχρονα στο σύνολο των επενδυτών με μηδενικό κόστος, μέσω ευρέως διαθέσιμων μέσων ενημέρωσης. Η ροή των ειδήσεων θα πρέπει να είναι απρόβλεπτη και τυχαία, αποτελούμενη από αλληλουχία πληροφοριών απολύτως ανεξάρτητων μεταξύ τους. Κάθε νέα πληροφορία-είδηση θα δημιουργεί θετικό ή αρνητικό αποτέλεσμα με τρόπο ανεξάρτητο από προηγούμενες μεταβολές,

έτσι ώστε η διαχρονική μεταβολή των προσδοκιών για την πορεία της αγοράς να παρουσιάζει συνολικά τυχαία μορφή.

Όσον αφορά την ανταπόκριση της αγοράς στη ροή των πληροφοριών, η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς προϋποθέτει την ύπαρξη ενός μεγάλου αριθμού άριστα πληροφορημένων ορθολογικών επενδυτών. Οι ορθολογικοί επενδυτές λαμβάνουν τις αποφάσεις τους αμερόληπτα και ρεαλιστικά, αξιολογώντας όλες τις εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές προτού να διαμορφώσουν τη στρατηγική τους. Κινούνται με γνώμονα το ατομικό τους συμφέρον, προσπαθώντας να μεγιστοποιήσουν την αξία του χαρτοφυλακίου τους. Λειτουργούν τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα, λαμβάνοντας υπ' όψιν τους περιορισμούς, τις ανάγκες και τους στόχους τους. Αποφεύγουν την επένδυση σε υψηλού ρίσκου επιλογές, προτιμώντας τις ασφαλέστερες επιλογές, ακόμα και αν αυτές οδηγούν σε χαμηλότερες αποδόσεις. Αξιολογούν τις μεταβολές των τιμών με ρεαλισμό και ψυχραιμία, χωρίς να οδηγούνται σε ακραίες ενέργειες πανικού. Δεν παρασύρονται από ανυπόστατες φήμες και το κλίμα που επικρατεί στην αγορά, δρώντας πάντα με σύμβουλο τη λογική και την εγκράτεια. Αναλύουν και αξιολογούν διαρκώς τα χρεόγραφα που διαπραγματεύονται στην αγορά, λαμβάνοντας υπ' όψιν τους στοιχεία όπως τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, τα επιτόκια, την τιμή του πετρελαίου, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, το οικονομικό-πολιτικό περιβάλλον, το ύψος του πληθωρισμού. Πάνω από όλα, οι ορθολογικοί επενδυτές ανταποκρίνονται άμεσα στη ροή όλων των διαθέσιμων πληροφοριών, προσαρμόζοντας ανάλογα και ταχύτατα τις προσδοκίες τους, το χαρτοφυλάκιό τους και συνεπακόλουθα τις τιμές των αξιογράφων.

Η ΕΜΗ δε θεωρεί απαραίτητα ότι όλοι οι επενδυτές κάνουν ορθές εκτιμήσεις, αναγνωρίζοντας ότι κάποιοι επενδυτές αντιδρούν υπερβολικά και άλλοι υποτονικά όταν βρίσκονται αντιμέτωποι με νέες πληροφορίες. Ωστόσο, θεωρεί αφενός ότι οι επενδυτές δεν κάνουν συστηματικό λάθος στις εκτιμήσεις τους και αφετέρου ότι οι αντιδράσεις των επενδυτών ακολουθούν μια κανονική μεταβολή. Το συνολικό αποτέλεσμα στις τιμές των αγορών είναι τέτοιο που δεν επιτρέπει σε μια μικρή ομάδα επενδυτών να επηρεάσει τις τιμές των χρεογράφων, άρα κατ' επέκταση δεν επιτρέπει την εκμετάλλευση των τιμών για την απόκτηση υπερβολικών κερδών. Με άλλα λόγια, σε μια αποτελεσματική αγορά αποτελούμενη από ορθολογικούς επενδυτές δεν παρουσιάζονται υποτιμημένες ή υπερτιμημένες μετοχές και κανένας επενδυτής δεν μπορεί να επιτύχει υπερβολικές αποδόσεις, καθώς οι τιμές αντανακλούν την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της πραγματικής οικονομικής τους αξίας. Έτσι, αν και οι επενδυτές

μπορούν να κάνουν λάθος για την πορεία της αγοράς, η ίδια η αγορά θα είναι πάντοτε σωστή.

Στα πλαίσια μιας αποτελεσματικής αγοράς, η μελέτη των ιστορικών τιμών των μετοχών δεν αποδίδει υπερκέρδη και η απόδοση του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή είναι συνάρτηση του κινδύνου που αναλαμβάνει. Επίσης, δε χρειάζεται οι επενδυτές να πληρώνουν για επενδυτικές συμβουλές, καθώς δεν πρόκειται να επωφεληθούν από αυτές. Αυτό βέβαια δεν υποτιμά το ρόλο των αναλυτών, οι οποίοι συμβάλλουν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς. Από την άλλη μεριά, οι εταιρείες θα πρέπει να έχουν εμπιστοσύνη, να αποδέχονται και να χρησιμοποιούν τις αγοραίες τιμές στις διάφορες οικονομικές αναλύσεις και αξιολογήσεις, καθώς αντιπροσωπεύουν την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της αξίας των μετοχών.

2.3 Μορφές αποτελεσματικών αγορών

Οι αποτελεσματικές αγορές εμφανίζονται σε τρεις μορφές, ανάλογα με τη φύση και την κατηγορία των διαθέσιμων πληροφοριών βάσει των οποίων διαμορφώνονται οι τιμές των αξιογράφων.

- **Μορφή Ασθενούς αποτελεσματικότητας (Weak form EMH)**

Στη μορφή ασθενούς αποτελεσματικότητας, οι τιμές των αξιογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες του παρελθόντος, συμπεριλαμβάνοντας την ιστορική αλληλουχία των τιμών, τις μεταβολές τους, τον όγκο των συναλλαγών. Κατά συνέπεια, σε μια ασθενώς αποτελεσματική αγορά, οι μελλοντικές μεταβολές των τιμών είναι πλήρως ανεξάρτητες από παρελθοντικές μεταβολές τιμών, οπότε καθίσταται αδύνατη η χρήση μεθόδων τεχνικής ανάλυσης για αποκομιδή κερδών που υπερβαίνουν της αποδόσεις απλής διακράτησης αξιογράφων. Η απόδοση από αξιόγραφα σε μια ασθενώς αποτελεσματική αγορά είναι συνάρτηση του κινδύνου των αξιογράφων.

- **Μορφή Ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας (Semi-strong form EMH)**

Στη μορφή αποτελεσματικότητας μέσης ισχύος, οι τιμές των αξιογράφων προσαρμόζονται ταχύτατα σε όλη τη δημόσια διαθέσιμη σχετική πληροφόρηση, όπως για παράδειγμα σε δημοσιευμένα στοιχεία σχετικά με τα κέρδη, τα μερίσματα και τις διασπάσεις μετοχών της εταιρείας, την πορεία του κλάδου

στον οποίο ανήκει η εταιρεία, την κατάσταση και την πορεία της οικονομίας κ.α. Σε μια ημι-ισχυρά αποτελεσματική αγορά, η ακαριαία αντίδραση των χρηματιστηριακών τιμών στις δημοσιευθείσες ειδήσεις δεν επιτρέπει να επιτευχθούν υπερκέρδη μέσω εκ των υστέρων μελέτης και ανάλυσης των δημόσια διαθέσιμων πληροφοριών. Η μορφή της ημι-ισχυρής αποτελεσματικότητας περικλείει την ασθενή μορφή αποτελεσματικότητας, αφού όλες οι πληροφορίες της αγοράς είναι δημόσιες.

- **Μορφή Ισχυρής αποτελεσματικότητας (Strong form EMH)**

Στη μορφή ισχυρής αποτελεσματικότητας, οι τιμές των αξιογράφων αντανakλούν πλήρως όλη τη σχετική πληροφορία, είτε αυτή είναι δημόσια είτε ιδιωτική/εσωτερική. Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας αποτελεί μια ακραία και αυστηρή μορφή αποτελεσματικότητας, που υπονοεί ότι ομάδες που διαθέτουν προνομιακή πρόσβαση σε εσωτερική πληροφόρηση θα προβούν σε άμεσες αγοραπωλησίες, προσαρμόζοντας ακαριαία την τιμή των αξιογράφων στην ιδιωτική πληροφόρηση. Η υπόθεση της ισχυρής αποτελεσματικότητας περικλείει τις προαναφερθείσες μορφές αποτελεσματικότητας, την ασθενή και την ημι-ισχυρή. Επιπλέον απαιτεί, πέρα από την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών σύμφωνα με την οποία οι τιμές αντιδρούν και προσαρμόζονται άμεσα στην ανακοίνωση των νέων δημόσιων πληροφοριών, την υπόθεση των τέλειων αγορών, σύμφωνα με την οποία όλες οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες την ίδια χρονική στιγμή για οποιονδήποτε συμμετέχοντα σε αυτήν.

2.4 «Ανωμαλίες» της Αγοράς

Μέχρι το 1977 οι περισσότερες μελέτες αποδέχονταν την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Η ισχύς της άρχισε να εξασθενεί μετά από πλήθος εμπειρικών ερευνών, οι οποίες κατέληγαν σε φαινόμενα τα οποία δεν μπορούσαν να ερμηνευθούν στα πλαίσια της EMH. Τα φαινόμενα αυτά είναι γνωστά στη διεθνή βιβλιογραφία ως «Ανωμαλίες της αγοράς» και μερικά από τα πιο σημαντικά αναφέρονται παρακάτω.

2.4.1 Φαινόμενο του Σαββατοκύριακου (Weekend Effect)

Σύμφωνα με το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου, οι αποδόσεις των μετοχών τις Παρασκευές είναι συχνά σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα από τις αποδόσεις των μετοχών τις Δευτέρες (French 1980, Gibbon και Hess 1981, Lakonishok και Levi 1982). Μερικές θεωρίες αναφέρουν ότι το φαινόμενο αυτό οφείλεται στην αλλαγή διάθεσης των επενδυτών από Παρασκευή σε Δευτέρα. Άλλοι ισχυρίζονται ότι η τάση των εταιρειών να ανακοινώνουν δυσάρεστα νέα την Παρασκευή μετά το κλείσιμο των χρηματαγορών οδηγεί στη μείωση των τιμών των μετοχών τη Δευτέρα.

2.4.2 Φαινόμενο της Πρωινής Ηλιοφάνειας (Morning Sunshine Effect)

Οι Hirshleifer και Shumway (2003) εξέτασαν τη συσχέτιση μεταξύ πρωινής ηλιοφάνειας και αποδόσεων των βασικών μετοχικών δεικτών για 26 διεθνείς κεφαλαιαγορές για την περίοδο 1982 έως 1997. Η έρευνά τους κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η ηλιοφάνεια έχει θετική συσχέτιση με τις ημερήσιες μετοχικές αποδόσεις. Ενδεικτικά αναφέρεται η περίπτωση της Νέας Υόρκης, όπου η χρηματιστηριακή απόδοση (σε ετήσια βάση) των ημερών με τέλεια ηλιοφάνεια ήταν 24,8 %, πολύ υψηλότερη από τη χρηματιστηριακή απόδοση της τάξεως του 8,7 % τις ημέρες όπου επικρατούσε τέλεια συννεφιά. Σύμφωνα λοιπόν με το φαινόμενο της πρωινής ηλιοφάνειας, οι αποδόσεις των μετοχών τις ημέρες με τέλεια ηλιοφάνεια είναι αρκετά υψηλότερη από την απόδοση των ημερών που επικρατεί τέλεια συννεφιά. Το φαινόμενο αυτό σε συνδυασμό και με το προαναφερθέν φαινόμενο του Σαββατοκύριακου, δείχνουν πως οι μεταβολές στις αποδόσεις των μετοχών δεν εξαρτώνται μόνο από τις αναλύσεις των θεμελιωδών μεγεθών των εταιρειών, αλλά και από τη διάθεση των επενδυτών.

2.4.3 Φαινόμενο του Ιανουαρίου (January Effect)

Σύμφωνα με το φαινόμενο του Ιανουαρίου, οι αποδόσεις των μετοχών τον Ιανουάριο είναι πολύ υψηλότερες σε σχέση με τις αποδόσεις των υπόλοιπων μηνών του έτους (Roseff και Kinney 1976, Gultekin και Gultekin 1983, Ziemba 1991). Ως πιθανή εξήγηση για το φαινόμενο αυτό αναφέρεται το γεγονός ότι ο Ιανουάριος είναι η αρχή του νέου φορολογικού έτους και οι επενδυτές, προκειμένου να επιτύχουν φορολογικές απαλλαγές, πωλούν στα τέλη του Δεκεμβρίου μετοχές οι οποίες παρουσιάζουν ζημιές ώστε να εμφανίσουν μειωμένα έσοδα και να μειώσουν τη φορολογική τους

υποχρέωση, ενώ τον Ιανουάριο προχωρούν σε επαναγορά των μετοχών που πούλησαν τον προηγούμενο μήνα. Συνεπώς, η πώληση μετοχών που πραγματοποιείται το Δεκέμβριο οδηγεί σε πτώση των χρηματιστηριακών τιμών λόγω αύξησης στην προσφορά των τίτλων και αντιστρόφως η επαναγορά τους τον Ιανουάριο έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των αγοραίων τιμών λόγω υψηλής ζήτησης των μετοχών.

2.4.4 Το Φαινόμενο της Αλλαγής του Μήνα (The Turn of Month Effect)

Το εν λόγω φαινόμενο παρατηρήθηκε πρώτη φορά από τον Ariel (1987). Σύμφωνα με αυτό, υπάρχει η τάση να σημειώνονται υψηλά κέρδη κατά τις πρώτες πέντε ημέρες κάθε μήνα. Συγκεκριμένα, υψηλές αποδόσεις παρατηρούνται κατά την τελευταία ημέρα του μήνα και τις τέσσερις πρώτες ημέρες του επόμενου (-1, +4) (Ziembra 1991). Μία εξήγηση του φαινομένου, που βασίζεται στην ψυχολογία, θέλει τους επενδυτές να αναβάλουν τις αποφάσεις τους μέχρι την αρχή των χρονικών περιόδων. Έτσι, αν αποφασίσουν να αγοράσουν θα το κάνουν την αρχή του μήνα.

2.4.5 Το Φαινόμενο των Διακοπών (The Pre-holiday Effect)

Ένα άλλο φαινόμενο που έχει παρατηρηθεί είναι προβλέψιμες αποδόσεις πριν και μετά τις ημέρες διακοπών ή αργιών. Ο Ariel (1990) αναφέρει ότι τα κέρδη στις χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ κατά τις ημέρες πριν τις διακοπές ήταν περίπου 10 φορές μεγαλύτερα σε σχέση με τα κέρδη άλλων ημερών. Επειδή ακόμη δεν έχει βρεθεί κάποια λογική εξήγηση του φαινομένου από το χώρο της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής, εκτιμάται ότι τα αίτια του φαινομένου πρέπει είναι ψυχολογικά (Αλεξάκης, Ξανθάκης 2008).

2.4.6 Φαινόμενο του Μεγέθους (Size Effect)

Σύμφωνα με το φαινόμενο του μεγέθους, οι μετοχές εταιριών μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν διαχρονικά μεγαλύτερες αποδόσεις από τις μετοχές εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης (Banz, 1981 & Reinganum, 1983). Συνεπώς, η απόδοση του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή μειώνεται όσο αυξάνεται το μέγεθος των μετοχών του. Η

ανωμαλία αυτή της αγοράς μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι πληροφορίες για τις μικρές εταιρίες δε φτάνουν στην αγορά τόσο συχνά όσο για τις μεγάλες, με αποτέλεσμα να έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο και κατ' επέκτασιν μεγαλύτερη απόδοση.

2.4.7 Φαινόμενο του Αποτελέσματος της Αξίας (Value Effect)

Το φαινόμενο του αποτελέσματος της αξίας αποτελείται κυρίως από το φαινόμενο του αριθμοδείκτη P/E (Price/Earnings - λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή) και του αριθμοδείκτη P/BV (Price/Book Value - λόγος τιμής προς λογιστική αξία ανά μετοχή). Σύμφωνα με τα φαινόμενα P/E και P/BV, τα χαρτοφυλάκια μετοχών με χαμηλό P/E ή P/BV έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τα χαρτοφυλάκια που αποτελούνται από μετοχές με υψηλό δείκτη P/E ή P/BV. Επίσης, έρευνες έδειξαν ότι μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση παρουσιάζουν μεγαλύτερες αποδόσεις.

2.4.8 Contrarian - Reversal Effect

Σύμφωνα με το Contrarian ή Reversal Effect, μετοχές που είχαν στο παρελθόν χαμηλές ή ακόμα και αρνητικές αποδόσεις (από 3 έως 5 έτη) επιτυγχάνουν στο μέλλον υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις μετοχές που για το ίδιο χρονικό διάστημα εμφάνιζαν υψηλότερες αποδόσεις. Αυτό το φαινόμενο έχει αποδοθεί στο μεροληπτικό σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας των επενδυτών που οδηγεί στην υπεραντίδραση (overreaction). Σε καταστάσεις υπεραντίδρασης οι επενδυτές αντιδρούν υπερβολικά έντονα στις νέες πληροφορίες, γίνονται υπεραισιόδοξοι για τις πρόσφατα κερδισμένες μετοχές και απαισιόδοξοι για τις χαμένες και οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν αδικαιολόγητα μεγάλες μεταβολές.

2.4.9 Momentum Effect

Σύμφωνα με το Momentum Effect, οι μετοχές κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση που κινήθηκαν και στο παρελθόν για διαστήματα μεταξύ τριών και δώδεκα μηνών (Jegadeesh & Titman, 1993). Έτσι, ανοδικές τιμές των μετοχών για το προηγούμενο διάστημα προβλέπουν ανοδικές τιμές για το επόμενο διάστημα και αντιστρόφως, με αποτέλεσμα χαρτοφυλάκια αποτελούμενα από μετοχές με υψηλές αποδόσεις τους

προηγούμενους 3 έως 12 μήνες να συνεχίζουν και τον επόμενο χρόνο να υπεραποδίδουν σε σχέση με χαρτοφυλάκια μετοχών που κατά το αντίστοιχο χρονικό διάστημα σημείωσαν απώλειες. Αυτό το φαινόμενο έχει αποδοθεί στο συντηρητισμό των επενδυτών, ο οποίος οδηγεί στην υποαντίδραση (underreaction). Σε καταστάσεις υποαντίδρασης οι συντηρητικοί επενδυτές μπορεί να αγνοούν τις νέες πληροφορίες και οι τιμές των μετοχών ενδέχεται να μην ενσωματώνουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση άμεσα, αλλά αργά και σταδιακά.

2.4.10 Ο Γρίφος των Μερισμάτων (Dividend Puzzle)

Οι Modigliani & Miller (1958, 1963) έδειξαν ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Απέδειξαν ότι αν υπάρχει απουσία φόρων, κόστος πτώχευσης και ασυμμετρία πληροφόρησης σε μία αποτελεσματική αγορά τότε η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από το πώς η επιχείρηση χρηματοδοτείται (με έκδοση μετοχών ή έκδοση χρέους). Αν ισχύει αυτό, τότε τίθεται ορθολογικά το ερώτημα γιατί οι επιχειρήσεις δίνουν μερίσματα και δεν επανεπενδύουν τα κέρδη τους. Από τη μεριά του επενδυτή, εφόσον ο επενδυτής κατέχει ήδη την επιχείρηση θα έπρεπε να είναι αδιάφορος για το αν θα πάρει τα κέρδη σε μορφή μερίσματος ή αυξημένης αξίας της επιχείρησης λόγω της επανεπένδυσης. Ωστόσο, πολλές μελέτες δείχνουν ότι οι επενδυτές επιβραβεύουν τις επιχειρήσεις που δίνουν μερίσματα και η αξία τους είναι πολλές φορές υψηλότερη από αυτές που δεν δίνουν μερίσματα.

2.4.11 Ο Γρίφος του Πριμ των Μετοχών (Equity Premium Puzzle)

Ο γρίφος του πριμ των μετοχών πρωτοδιατυπώθηκε από τους Mehra και Prescott (1985). Σύμφωνα με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, όσο μεγαλύτερο κίνδυνο έχει μία επένδυση, τόσο υψηλότερη θα πρέπει να είναι και η απόδοση που προσφέρει. Αν αυτό ισχύει, τότε τίθεται το ερώτημα γιατί οι επενδυτές επιλέγουν επενδύσεις με χαμηλό κίνδυνο ή μηδενική απόδοση αντί να επενδύουν σε μετοχές που θα τους αποφέρουν υψηλότερη απόδοση δεδομένου της αβεβαιότητάς τους. Αρά, γιατί είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε κρατικά ομόλογα με χαμηλή ζήτηση αντί να επενδύσουν σε μετοχές με υψηλή απόδοση, κάτι που θα ανέβαζε τις τιμές τους λόγω της υψηλής ζήτησης και κατά συνέπεια θα μείωνε τις μελλοντικές αποδόσεις τους αν ίσχυε ότι οι επενδυτές δρουν ορθολογικά. Οι πρόσφατες έρευνες θεωρούν ότι η μη

ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών οφείλεται σε μεγάλο βαθμό για αυτό το φαινόμενο. Οι πιθανές εξηγήσεις που έχουν δοθεί βασίζονται στη θεωρία της προοπτικής, δηλαδή αυτό οφείλεται είτε λόγω των ατελειών της αγοράς, είτε της υψηλής αποστροφής του κινδύνου, της στατιστικής ψευδαίσθησης, είτε της μυωπικής αποστροφής της ζημίας.

2.4.12 Υπερβολική Μεταβλητότητα (Excessive Volatility)

Τα αποτελέσματα έρευνας του Shiller (1981) αποτέλεσαν πρόκληση για τη παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία. Ο Shiller έδειξε ότι οι τιμές των μετοχών έχουν υπερβολική μεταβλητότητα σε σχέση με τη μεταβλητότητα που δικαιολογείται από τις τιμές που προκύπτουν από την παρούσα αξία των μελλοντικών ροών, δηλαδή των μερισμάτων. Οι πραγματικές τιμές, λοιπόν, διαφοροποιούνται σημαντικά και έχουν σημαντική μεταβλητότητα σε σχέση με τις θεωρητικές τιμές, κάτι που φανερώνει ότι οι αγορές δεν αποτιμούν τις μετοχές όπως θα περίμενε κανείς με βάση τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών. Η μελέτη αυτή οδήγησε σε σημαντική ερευνητική δραστηριότητα σε σχέση με τη μεταβλητότητα, θέτοντας σε αμφισβήτηση την παραδοσιακή θεωρία της χρηματοοικονομικής.

2.4.13 Χρηματιστηριακές Κρίσεις (Financial Crises)

Η χρηματιστηριακή κρίση, σύμφωνα με τον Kindleberger (1978), είναι η απότομη πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων κυρίως των μετοχών, η οποία συνοδεύεται από απότομη χειροτέρευση όλων ή των περισσότερων οικονομικών δεικτών και από περιπτώσεις πτώχευσης εταιριών. Αποτελεί ίσως την πιο σημαντική ένδειξη της μη λειτουργίας των αποτελεσματικών αγορών. Συνήθως υπάρχει ένας σαφής αρνητικός εξωγενής παράγοντας που επηρεάζει την αγορά, όπως κάποιος πόλεμος, ένα πολιτικό γεγονός, η υιοθέτηση μίας καινοτομίας με σημαντικά αποτελέσματα κλπ. Πιο πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί η Χρηματοοικονομική κρίση του 2008.

2.4.14 Χρηματιστηριακές Φούσκες (Financial Bubbles)

Μία χρηματιστηριακή φούσκα μπορεί να περιγραφεί ως μία κατάσταση στην οποία οι τιμές των μετοχών ή άλλων εμπορεύσιμων αξιών αυξάνονται πάρα πολύ, φτάνουν σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα σε σχέση με τη θεμελιώδη αξία τους και σε κάποια χρονική στιγμή «σπάνε» και οδηγούνται σε απότομη και μεγάλη πτώση τιμών (Flood και Hodrick 1990, Diba και Grossman 1988, Camerer 1989, Caginal, Porter, Smith 2001). Οι φούσκες είναι αυτοαναπτυσσόμενες και αυτοεκπληρούμενες διαφοροποιήσεις της τιμής μίας μετοχής από τη θεμελιώδη αξία της. Η αυτοανάπτυξη αυτή κάποτε σταματά, οι φούσκες σπάνε και ακολουθεί βίαιη προσαρμογή (Αλεξάκης, Ξανθάκης 2008). Τέτοιες συμπεριφορές τιμών δεν προβλέπονται σε μία αποτελεσματική αγορά με ορθολογικούς επενδυτές.

Οι χρηματιστηριακές φούσκες καταστρέφονται βιαίως όταν οι επενδυτές οι οποίοι γνωρίζουν την ύπαρξη τους εφόσον ευσυνείδητα αγοράζουν ακριβά για να πωλήσουν ακριβότερα, θεωρήσουν ότι αυτές αποτελούν πολύ σημαντικό στοιχείο των χρηματιστηριακών τιμών, τότε θα νιώσουν ότι οι φούσκες πιθανότατα κάποτε θα “σπάσουν”. Μόλις αυτή η πιθανότητα γίνει αντιληπτή από πολλούς επενδυτές τότε οι χρηματιστηριακές φούσκες πράγματι θα “σπάσουν” (Αλεξάκης, Ξανθάκης 2008).

Η ιστορία έχει δείξει ότι οι φούσκες μπορούν να συμβούν σε κάθε είδος περιουσιακό στοιχείο, όπως μετοχές, νομίσματα, ομόλογα, εμπορεύματα, παράγωγα, ακίνητα, κ.α. Το φαινόμενο έχει προκύψει πολλές φορές από το 1630, όταν και πρωτοεμφανίστηκε, ως και τις μέρες μας, σε ιστορικές συγκυρίες κατά τις οποίες υπήρχε ένα γενικό κλίμα εμπιστοσύνης και υπερ-αισιοδοξίας, μεγάλο ποσοστό αποταμιεύσεων και μηχανισμοί πίστωσης με ευνοϊκούς όρους που αύξαναν το δανεισμό. Μερικές από τις πιο πολυσυζητημένες περιπτώσεις στην ιστορία όπου εκδηλώθηκαν φούσκες ήταν:

- Η μανία της Τουλίπας στην Ολλανδία (1630-1640)
- Η φούσκα της νότιας θάλασσας (1719-1720)
- Η κτηματική εταιρία του Μισισιπή (1717-1720)
- Η βρετανική άνθηση των σιδηροδρόμων (1845-1846)
- Η Δυτική Χιονοθύελλα (1857)
- Η μαύρη Παρασκευή του J.Gould (1869)

- Η αμερικάνικη άνθηση των σιδηροδρόμων (1873)
- Τα δάνεια της Αργεντινής (1880)
- Η φούσκα των ακινήτων στην Φλωρεντία (1920)
- Η μαύρη Παρασκευή με το κραχ του 1929
- Η ιαπωνική φούσκα (1980)
- Η κρίση στη νοτιοανατολική Ασία (1997)
- Η φούσκα του Διαδικτύου (1990)
- Η Χρηματοοικονομική Κρίση του 2008

3 Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance)

3.1 Εισαγωγή

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) είναι ένας νέος σχετικά κλάδος των οικονομικών που αναπτύχθηκε τη δεκαετία του 1990 και συνδυάζει τα χρηματοοικονομικά με τις κοινωνικές επιστήμες και κυρίως την ψυχολογία. Ο κύριος λόγος ανάπτυξης της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, είναι η ανεπάρκεια της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών να ερμηνεύσει τις «ανωμαλίες της αγοράς» που αναφέρθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο. Ενώ οι κλασικές οικονομικές θεωρίες βασίζονται στην υπόθεση των ορθολογικών επενδυτών οι οποίοι λαμβάνουν τις αποφάσεις τους με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία των εταιρειών και τις διαθέσιμες πληροφορίες, η συμπεριφορική χρηματοοικονομική θεωρεί ότι υπάρχουν και μη ορθολογικοί επενδυτές οι οποίοι επηρεάζονται από συναισθήματα και ψυχολογικούς περιορισμούς. Τα διανοητικά και συναισθηματικά σφάλματα των επενδυτών επηρεάζουν τις οικονομικές τους αποφάσεις, αφήνοντας συχνά σε δεύτερο ρόλο τα οικονομικά και ορθολογικά κριτήρια των επενδύσεων. Οι επενδυτικές αποφάσεις των ανθρώπων που είναι επηρεασμένες από ψυχολογικές προκαταλήψεις είναι τις περισσότερες φορές λανθασμένες, γιατί δεν είναι αποτέλεσμα μιας λογικής διαδικασίας αλλά εμπεριέχουν στοιχεία φόβου, απληστίας και συναισθηματικής σύγχυσης. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ερευνά και προσπαθεί να ερμηνεύσει αυτή τη μη ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών μέσα από την ψυχολογική προσέγγιση.

3.2 Ιστορική αναδρομή

Το 1759 ο Adam Smith στο σύγγραμμά του «*The Theory of Moral Sentiments*» έθεσε πρώτος το ζήτημα της σχέσης μεταξύ ψυχολογίας και οικονομικής επιστήμης. Το 1841, ο Σκωτσέζος Charles MacKay στο βιβλίο του «*Memoirs of Extraordinary Delusions and the Madness of Crowd*» περιέγραψε τις φούσκες της τουλιπομανίας, του Μισισιπή και της Νότιας Θάλασσας δείχνοντας τα αποτελέσματα της αγελαίας σκέψης και της εύκολης παραπλάνησης των μαζών. Το 1895 ο Γάλλος κοινωνιολόγος-ψυχολόγος στο σύγγραμμά του «*La psychologie des foules*» περιγράφει την ψυχολογία της αγέλης. Το 1912 ο George Charles Selden υποστήριξε στο βιβλίο του «*Psychology of the Stock Market*», ότι οι κινήσεις χρηματιστηριακών τιμών βασίζονται σε σημαντικό βαθμό στην

ψυχική διάθεση των επενδυτών. Το 1928 ο Αμερικανός οικονομολόγος Irving Fisher εισάγει με το βιβλίο του «*Money Illusion*» την έννοια της ψευδαίσθησης του χρήματος που έχουν οι επενδυτές καθώς δεν μπορούν να διαχωρίσουν την πραγματική αξία των χρημάτων λόγω πληθωρισμού. Το 1936 ο John Maynard Keynes στο διάσημο βιβλίο του «*The General Theory of Employment, Interest and Money*» αναφέρεται στα συναισθήματα και τη διάθεση των επενδυτών καθώς και στον τρόπο με τον οποίο τα συναισθήματα επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές αγορές. Το 1938 ο Άγγλος οικονομολόγος Terence Wilmot Hutchison στο σύγγραμμα του «*The Significance and basic postulates of economic theory*» έθεσε το θέμα της μελέτης της οικονομικής συμπεριφοράς των ατόμων μέσα από το πρίσμα της ψυχολογίας. Το 1951 ο George Katona ήταν από τους πρώτους ψυχολόγους που με το βιβλίο του «*Psychological Analysis of Economic Behavior*» προσπάθησε να προσεγγίσει τα οικονομικά. Το 1956 ο Leon Festinger εισήγαγε τη Θεωρία της Γνωστικής Ασυμφωνίας σύμφωνα με την οποία το άτομο το οποίο βιώνει ασυμφωνία ανάμεσα στις σκέψεις (ιδέες, πεποιθήσεις, αξίες) και στις πράξεις του, οδηγείται σε ενέργειες, προκειμένου να αποφορτίσει την ένταση και να επανακτήσει την ισορροπία που μπορεί μην είναι ορθολογικές.

Τα επόμενα χρόνια ψυχολόγοι όπως οι Ward Edwards, Amos Tversky και Daniel Kahneman αρχίζουν να συγκρίνουν τα μοντέλα αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας και κίνδυνου, με τα οικονομικά μοντέλα της ορθολογικής συμπεριφοράς. Το 1974 οι Tversky και Kahneman διατύπωσαν γενικούς κανόνες και πέντε χρόνια αργότερα με το άρθρο «*Prospect theory: An Analysis of Decision Under Risk*», χρησιμοποιώντας τεχνικές από την γνωστική ψυχολογία, άσκησαν κριτική στη θεωρία αναμενόμενης χρησιμότητας και πρότειναν μια εναλλακτική θεωρία, αυτή της προοπτικής. Το 1985 οι Werner F. M. De Bondt and Richard Thaler δημοσιεύουν το άρθρο «*Does the Stock Market Overreact?* », το οποίο θεωρείται θεμέλιος λίθος για την Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Στη συγκεκριμένη έρευνα ανακάλυψαν ότι οι επενδυτές συστηματικά αντιδρούν υπερβολικά σε απρόσμενα νέα, κλονίζοντας την πληροφοριακή αποτελεσματικότητα της αγοράς στην ασθενή της μορφή.

Στη δεκαετία του '90 παρουσιάστηκαν διάφορα μοντέλα συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής ύστερα από σειρά πειραμάτων πάνω στα συστηματικά λάθη τα οποία προκύπτουν από τον τρόπο που οι άνθρωποι διαμορφώνουν τις πεποιθήσεις (beliefs) και τις προτιμήσεις τους (preferences). Οι ερευνητές επεσήμαναν αρκετές ανωμαλίες οι οποίες συνοψίσθηκαν το 1996 στο βιβλίο «*The econometrics of Financial Markets*» των Campbell, Lo και MacKinlay. Από εκείνο το σημείο και μετά ο όγκος της

βιβλιογραφίας και των μελετών στον τομέα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής αυξάνεται ραγδαία, θεμελιώνοντας το νέο κλάδο των οικονομικών.

3.3 Γνωστικά σφάλματα (Cognitive Biases)

Σύμφωνα με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική οι επενδυτές μπορεί να λάβουν αποφάσεις βάσει απλοϊκών κανόνων (Heuristics) οι οποίοι έχουν διαμορφωθεί μέσα από την πείρα και τα λάθη των ατόμων και προτιμώνται ιδιαίτερα σε καταστάσεις σύνθετων προβλημάτων, περιορισμένων πληροφοριών ή αβέβαιων καταστάσεων. Αυτοί οι γενικοί κανόνες αποτελούν μηχανικές και μη ορθολογικές μέθοδοι λήψης αποφάσεων και μπορεί να οδηγήσουν σε γνωστικά σφάλματα (Cognitive Biases). Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική, με τη βοήθεια της ψυχολογίας, στην προσπάθειά της να ερμηνεύσει την ανορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών έχει αναλύσει αυτά τα διανοητικά σφάλματα τα σημαντικότερα εκ των οποίων περιγράφονται παρακάτω.

3.3.1 Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)

Σύμφωνα με τους ψυχολόγους Amos Tversky και Daniel Kahneman η αντιπροσωπευτικότητα είναι η τάση που έχει το ανθρώπινο μυαλό να εξισώνει πράγματα και καταστάσεις που παρουσιάζουν ομοιότητες σε μερικά χαρακτηριστικά, τα οποία όμως στην πραγματικότητα μπορεί να είναι και διαφορετικά. Αυτό γίνεται ούτως ώστε να επιτευχθεί ταχύτερη επεξεργασία και οργάνωση μεγάλου όγκου πληροφοριών. Επομένως, οι άνθρωποι στην προσπάθειά τους να λάβουν αποφάσεις γρήγορα και εύκολα ερμηνεύουν τυχαία γεγονότα ως μέρος ή αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων και εκλαμβάνουν μια σειρά από τυχαία γεγονότα ως επαναλαμβανόμενα. Οι γρήγορες όμως αποφάσεις που βασίζονται στην αντιπροσωπευτικότητα πολλές φορές οδηγούν σε μεροληψίες. Κλασικό παράδειγμα είναι η ρίψη ενός νομίσματος διαδοχικές φορές. Οι πιθανότητες μετά τη ρίψη ενός νομίσματος να έρθει κορώνα είναι 50-50. Έστω ότι μετά από δέκα ρίψεις τυγχάνει το αποτέλεσμα να είναι μόνο γράμματα. Αν κάποιος ερωτηθεί πριν την ενδέκατη ρίψη ποια πλευρά του νομίσματος θα προσγειωθεί, είναι πολύ πιθανό να απαντήσει γράμματα που όμως δεν είναι σωστό αφού η πιθανότητα 50-50 δεν έχει αλλάξει.

Η αντιπροσωπευτικότητα σχετίζεται με τριών ειδών μεροληψίες. Η πρώτη είναι η παραμέληση της αρχικής υπόθεσης (base rate neglect). Σύμφωνα με αυτή οι

άνθρωποι υποτιμούν ή αγνοούν εντελώς τη βασική υπόθεση και αντιδρούν υπερβολικά στις νέες πληροφορίες. Προκειμένου να διασαφηνίσουν την έννοια οι Kahneman και Tversky περιέγραψαν ένα άτομο που το ονόμασαν Linda. Η Linda είναι 31 ετών, ειλικρινές, έξυπνο άτομο και ειδικεύεται στη φιλοσοφία. Όταν ήταν φοιτήτρια εξέφραζε βαθιά ανησυχία για θέματα κοινωνικής διάκρισης και δικαιοσύνης και συμμετείχε σε διαδηλώσεις εναντίον των πυρηνικών. Στην ερώτηση ποια από τις παρακάτω προτάσεις είναι πιο πιθανή:

- η Linda είναι ταμίας σε τράπεζα (πρόταση A)
- η Linda είναι ταμίας σε τράπεζα και δραστηριοποιείται σε φεμινιστική κίνηση (πρόταση B)

η κατάσταση B θεωρήθηκε ότι έχει μεγαλύτερη πιθανότητα. Αλλά αυτό φυσικά δεν είναι σωστό. Η αντιπροσωπευτικότητα οδήγησε στη γρήγορη και απλή εξήγηση. Η περιγραφή της Linda ακούστηκε και φάνηκε στους περισσότερους σαν περιγραφή κάποιας φεμινίστριας οδηγώντας στην επιλογή της πρότασης B.

Η δεύτερη μεροληψία που σχετίζεται με την αντιπροσωπευτικότητα είναι η αμέλεια του μεγέθους του δείγματος (sample size neglect). Οι άνθρωποι συχνά αποτυγχάνουν να λάβουν υπόψιν τους το μέγεθος του δείγματος και πιστεύουν ότι ένα μικρό δείγμα μπορεί να είναι τόσο αντιπροσωπευτικό όσο και ένα μεγάλο. Αυτή η πίστη ότι μικρά δείγματα έχουν τα ίδια βασικά χαρακτηριστικά όπως ο πληθυσμός από τον οποίο προήλθαν κι επομένως ένα μικρό δείγμα μπορεί να είναι τόσο αντιπροσωπευτικό όσο και ένα μεγάλο είναι γνωστό ως ο «Νόμος των μικρών αριθμών» (The Law of Small Numbers).

Η τρίτη μεροληψία που σχετίζεται με την αντιπροσωπευτικότητα είναι η παρανόηση της τυχαιότητας. Οι άνθρωποι έχουν την τάση να χαρακτηρίζουν τυχαία γεγονότα ως συστηματικά και να πιστεύουν ότι τυχαίες επιτυχίες οφείλονται στις ικανότητές τους. Η έρευνα των Tversky, Thomas και Gilovitch (1985) για τους επαγγελματίες καλαθοσφαιριστές αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα. Σύμφωνα με τη μελέτη τους, αποδείχθηκε πως ένας παίκτης που έβαλε καλάθι δεν σημαίνει ότι έχει περισσότερες πιθανότητες να ξαναβάλει καλάθι σε αυτόν τον αγώνα από ότι σε οποιονδήποτε άλλο αγώνα. Ωστόσο οι προπονητές υπερτιμούν τους καλαθοσφαιριστές που πρόσφατα είχαν αρκετές επιτυχημένες βολές και φτιάχνουν τις ανάλογες στρατηγικές στο παιχνίδι με επίκεντρο αυτούς ή υποτιμούν άλλους παίκτες που δεν είχαν παρόμοια ευστοχία στο συγκεκριμένο παιχνίδι και τους θέτουν εκτός γηπέδου.

Στις χρηματαγορές συναντάμε συχνά παραδείγματα αντιπροσωπευτικότητας. Οι επενδυτές αρκετές φορές προτιμούν μετοχές οι οποίες παρουσίασαν στο κοντινό παρελθόν καλές αποδόσεις, ελπίζοντας πως αυτό θα συνεχιστεί και στο μέλλον δίνοντας βάρος σε πρόσφατες πληροφορίες. Αυτό όμως δεν είναι αληθές πάντα καθώς οι Werner De Bondt και ο Richard Thaler σε μελέτες τους έδειξαν ότι μετοχές που παρουσίαζαν μεγάλες απώλειες στο παρελθόν τα επόμενα τρία χρόνια τα πήγαν πολύ καλύτερα από μετοχές που στο παρελθόν σημείωσαν μεγάλα κέρδη. Ο De Bondt επίσης σημειώνει ότι οι αναλυτές επηρεάζονται στις προβλέψεις τους από την πρόσφατη επιτυχία και υπεραντιδρούν δείχνοντας πολύ μεγαλύτερη αισιοδοξία για τους πρόσφατα κερδισμένους παρά για τους πρόσφατα χαμένους. Αν λοιπόν μια εταιρεία παρουσιάσει για διαδοχικές χρήσεις χαμηλά κέρδη, οι επενδυτές από κάποιο σημείο και μετά θα παρερμηνεύσουν την κατάστασή της και θα θεωρήσουν πως η εταιρία αυτή διαθέτει τα χαρακτηριστικά μιας αποτυχημένης επιχείρησης που θα συνεχίσει να έχει ζημίες και στο μέλλον. Οι επενδυτές στο σημείο αυτό υπεραντιδρούν με βάση τις αρνητικές πληροφορίες του παρελθόντος και δεν δίνουν βαρύτητα στα δείγματα βελτίωσης της εταιρείας. Αν η βελτίωση συνεχίσει, οι επενδυτές θα ξεπεράσουν την αντιπροσωπευτικότητα, θα αναθεωρήσουν τις απόψεις τους, θα αλλάξουν τη μεροληπτική τους στάση και η εταιρία αυτή θα αρχίσει να φαίνεται ως μια ελκυστική επένδυση.

3.3.2 Το φαινόμενο της «Πλάνης του Τζογαδόρου» (Gambler's Fallacy)

Το φαινόμενο της πλάνης του τζογαδόρου αναφέρεται στη λανθασμένη πεποίθηση ότι τυχαία μελλοντικά γεγονότα είναι πιο πιθανό να συμβούν όταν δεν έχουν συμβεί για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Τα άτομα πιστεύουν, σαν τους «τζογαδόρους παίκτες», ότι η «κακή» τύχη δεν μπορεί να συνεχίζεται και ότι στο τέλος το κλίμα θα αντιστραφεί υπέρ τους και τελικά θα βγουν κερδισμένοι.

Η λανθασμένη αυτή προσέγγιση οφείλεται σε παρερμηνεία του νόμου των μεγάλων αριθμών, που προβλέπει ότι ο δειγματικός μέσος μιας ακολουθίας ανεξάρτητων τυχαίων μεταβλητών που ακολουθούν μία κοινή κατανομή συγκλίνει προς τον θεωρητικό μέσο (τη μέση τιμή) της κατανομής. Εφαρμόζοντας την ίδια λογική σε μικρά δείγματα, προκύπτει η λανθασμένη προσδοκία ότι μικρά δείγματα συμπεριφέρονται με τον ίδιο τρόπο, άρα αποκλίσεις από το θεωρητικό μέσο της κατανομής προς μια κατεύθυνση θέτουν ως περισσότερο πιθανές μελλοντικές αποκλίσεις προς την αντίθετη κατεύθυνση. Ένα κλασικό παράδειγμα του φαινομένου της πλάνης του τζογαδόρου

αποτελεί η προσδοκία ότι αν μετά τη ρίψη ενός νομίσματος αρκετές φορές, έστω n , έχει προκύψει μόνο ένα αποτέλεσμα, έστω και τις n φορές κορώνα, τότε υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα η $n+1$ ρίψη να φέρει αντίθετο αποτέλεσμα, δηλαδή γράμματα. Στην πραγματικότητα, η πιθανότητα το αποτέλεσμα της ρίψης να είναι n συνεχείς φορές κορώνα και έπειτα γράμματα είναι ίδια με την πιθανότητα για $n+1$ συνεχείς ρίψεις κορώνας.

Στη χρηματιστηριακή αγορά, το φαινόμενο της πλάνης του τζογαδόρου εμφανίζεται ως πεποίθηση των επενδυτών ότι μια ακολουθία από καλές ή κακές αποδόσεις μιας μετοχής ή του συνόλου της αγοράς οφείλουν να τερματιστούν. Αυτή η εμμονή των επενδυτών στη στατιστική ιδιότητα των χρονοσειρών για επιστροφή στον μέσο τους οδηγεί σε λαθεμένες επιλογές, καθώς θεωρούν «νομοτελειακή» την αντιστροφή της επικρατούσας τάσης στην αγορά, ανεξάρτητα από την ισχύουσα κατάσταση και τα αντικειμενικά δεδομένα της αγοράς. Προσδοκούν ότι οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών θα επιστρέψουν στην ιστορικά μέση απόδοσή τους, αγνοώντας αντικειμενικά δεδομένα που καθορίζουν την πορεία της τιμής των μετοχών.

3.3.3 Το φαινόμενο της «Αγκίστρωσης» (Anchoring)

Το φαινόμενο της αγκίστρωσης αναφέρεται στη μεροληπτική στάση του επενδυτή απέναντι στις πληροφορίες που λαμβάνει, εξαιτίας της προσκόλλησης του σε προηγούμενες εκτιμήσεις και επιλογές του. Συγκεκριμένα, παλαιότερα δεδομένα και εκτιμήσεις λειτουργούν ως σημείο αναφοράς, επηρεάζοντας την κρίση του επενδυτή και δυσχεραίνοντας την αντικειμενική και αμερόληπτη αξιολόγηση νέων πληροφοριών. Προκατειλημμένος απέναντι στις νέες πληροφορίες, ο επενδυτής τις αξιολογεί ανάλογα με το σημείο αναφοράς που επέλεξε, αντιδρώντας συντηρητικά και ανεπαρκώς σε δεδομένα που αντίκεινται σε αυτό. Η αδυναμία του επενδυτή να αξιολογήσει αντικειμενικά τις νέες πληροφορίες και να αναπροσαρμόσει έγκαιρα τις αρχικές του εκτιμήσεις οδηγεί σε λανθασμένες προβλέψεις και μη συμφέρουσες επιλογές.

Στο φαινόμενο της αγκίστρωσης αποδίδεται η μειωμένη αντίδραση των επενδυτών σε νέα δεδομένα σχετικά με τη θεμελιώδη αξία μιας μετοχής και στην αντιστροφή της τάσης που μπορεί να παρουσιάζεται σε μία αγορά. Έτσι, όταν για παράδειγμα μια εταιρία ανακοινώσει σημαντική αύξηση των κερδών της, η αντίδραση της αγοράς είναι συνήθως μειωμένη και η μετοχή της εταιρίας δεν αυξάνεται άμεσα, καθώς οι επενδυτές θεωρούν τη μεταβολή παροδική. Παραμένοντας «αγκιστρωμένοι» στις

προηγούμενες εκτιμήσεις τους για τα κέρδη της εταιρίας και το εύρος των τιμών της τιμής της μετοχής, υπο-αντιδρούν στη νέα θετική πληροφόρηση και τείνουν με αργό ρυθμό στη σωστή αξιολόγηση της μετοχής. Είναι, μάλιστα, σύνηθες να αποτελούν σημεία αγκίστρωσης οι ιστορικά μέγιστες και ελάχιστες χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών, με αποτέλεσμα να προσδοκούνται από τους επενδυτές μεταβολές που δεν ανταποκρίνονται σε πραγματικά δεδομένα. Άλλοτε πάλι σημείο αγκίστρωσης αποτελεί η ίδια η πορεία μεταβολής άλλων μετοχών, ακόμα και μετοχών που ανήκουν σε διαφορετικό κλάδο. Το φαινόμενο της αγκίστρωσης μπορεί να παρατηρηθεί και σε χρηματοοικονομικούς αναλυτές, θεσμικούς επενδυτές και επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων πέρα από μικροεπενδυτές. Η επιμονή των ειδικών σε παλαιότερες εκθέσεις τους μπορεί να τους οδηγήσει σε λανθασμένες εκτιμήσεις και συντηρητική προσέγγιση, ακόμα και όταν τα ίδια τα γεγονότα έχουν διαψεύσει τις αρχικές τους προβλέψεις.

3.3.4 Το φαινόμενο της «Μεροληψίας Διαθεσιμότητας» (Availability Bias)

Το φαινόμενο της «μεροληψίας διαθεσιμότητας» αναφέρεται στην τάση των ανθρώπων να υπερσταθμίζουν την αξία πληροφοριών που μπορούν με ευκολία να ανακτήσουν. Με άλλα λόγια, αξιολογούν την πιθανότητα εμφάνισης ενός γεγονότος ανάλογα με το πόσο εύκολα μπορούν να ανακαλέσουν στη μνήμη τους παρόμοια γεγονότα, με αποτέλεσμα να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα σε πληροφορίες που τους έχουν κάνει μεγαλύτερη εντύπωση, είναι ευκολότερα διαθέσιμες ή περισσότερο επαναλαμβανόμενες. Κατά αυτόν τον τρόπο, η γνωστική διαδικασία της μεροληψίας διαθεσιμότητας οδηγεί σε εσφαλμένη αξιολόγηση πληροφοριών και εσφαλμένη εξαγωγή συμπερασμάτων.

Για παράδειγμα, πολλοί άνθρωποι φοβούνται τα αεροπορικά δυστυχήματα περισσότερο από τα αυτοκινητιστικά, παρόλο που η πιθανότητα θανάτου είναι πολύ μεγαλύτερη ταξιδεύοντας με το αυτοκίνητο παρά με το αεροπλάνο. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι οι αεροπορικές τραγωδίες λαμβάνουν μεγάλη διάσταση στα μέσα μαζικής ενημέρωσης, και οι σκηνές αποτυπώνονται έντονα στο μυαλό των ανθρώπων με γρήγορο και άμεσο τρόπο.

Ο ρόλος των μέσων μαζικής ενημέρωσης είναι πολύ σημαντικός και στη χρηματιστηριακή αγορά καθώς μπορεί να επηρεάσουν καθοριστικά την πληροφόρηση των επενδυτών. Ιδιαίτερα τα άτομα που δεν έχουν γνώσεις στην οικονομική επιστήμη,

βασίζουν συχνά τις επενδυτικές τους αποφάσεις στις πιο εύκολα προσβάσιμες και άμεσα διαθέσιμες σε αυτούς πληροφορίες, τις οποίες αξιολογούν ως πλέον σημαντικές. Διαπράττοντας, λοιπόν, το σφάλμα της μεροληψίας διαθεσιμότητας, οι επενδυτές ουσιαστικά υποβαθμίζουν τη σημασία της ακριβούς και αντικειμενικής πληροφόρησης, αντικαθιστώντας την με την προσβασιμότητα, την υπερβολή και την επανάληψη. Η διαδικασία αυτή συχνά οδηγεί σε λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις. Δεδομένου ότι η επανάληψη μιας πληροφορίας με τρόπο έντονο και ενίοτε δραματικό μπορεί να την κάνει ευκολότερα διαθέσιμη στη μνήμη των επενδυτών, είναι φανερό ότι οι ειδικοί της πληροφόρησης συχνά αποτελούν εμπόδιο παρά βοήθεια των επενδυτών, ιδιαίτερα όταν επιδεικνύουν υπέρμετρη εμπιστοσύνη σε προβλέψεις που στηρίζονται σε περιορισμένες πληροφορίες.

3.3.5 Υπερεμπιστοσύνη - Υπερβολική Αυτοπεποίθηση (Overconfidence)

Η υπερεμπιστοσύνη ή διαφορετικά η υπερβολική αυτοπεποίθηση είναι το συναίσθημα κατά το οποίο τα άτομα υπερεκτιμούν τις γνώσεις και δυνατότητές τους και θεωρούν τους εαυτούς τους ειδικούς υποτιμώντας τους κινδύνους. Όταν οι επενδυτές εμφανίζουν υπερβολική εμπιστοσύνη πιστεύουν ότι είναι απίθανο να χάσουν χρήματα από τις επιλογές τους καθώς τις θεωρούν ορθολογικές. Αυτή η συμπεριφορά μπορεί να δημιουργήσει την «ψευδαίσθηση του ελέγχου» κατά την οποία τα άτομα πιστεύουν ότι έχουν το έλεγχο ή μπορούν να επηρεάσουν τα πράγματα, στα οποία δεν έχουν καμία επιρροή. Η ψευδαίσθηση του ελέγχου είναι πιθανότερο να συμβεί όταν οι επενδυτές έχουν επιτυχημένες επιλογές από νωρίς και όταν διαθέτουν μεγάλο όγκο πληροφόρησης.

Πιο αναλυτικά, οι άνθρωποι έχουν την τάση να πιστεύουν ότι όσο περισσότερες πληροφορίες διαθέτουν τόσο πιο ακριβείς θα είναι οι προβλέψεις τους. Στην πραγματικότητα όμως αυτό δε συμβαίνει πάντοτε, καθώς πολλοί δεν έχουν την ικανότητα και την εμπειρία να ερμηνεύσουν σωστά τις πληροφορίες ενώ άλλοι μπορεί να θεωρούν τις νέες πληροφορίες ως επιβεβαίωση των προηγούμενων πεποιθήσεων τους. Για παράδειγμα, στο χρηματιστήριο πολλοί επενδυτές χρησιμοποιούν ως κύριο κριτήριο για μελλοντικές επενδυτικές στρατηγικές τις ιστορικές τιμές των μετοχών και τις νέες πληροφορίες τις ερμηνεύουν υποκειμενικά, για να στηρίξουν τις προηγούμενες αποφάσεις τους.

Σύμφωνα με έρευνες, ο βαθμός υπερεμπιστοσύνης του κάθε επενδυτή αλλάζει ανάλογα με τις επιτυχίες, τις αποτυχίες, το διάστημα κατά το οποίο συναλλάσσεται και το γένος. Στις αρχικές επενδυτικές επιλογές, τα άτομα δε γνωρίζουν τις ικανότητές τους και δρουν με μετριοπάθεια και ορθολογισμό. Όταν ξεκινούν όμως οι πρώτες επιτυχίες, ο βαθμός υπερβολικής αυτοπεποίθησης αυξάνεται όπως και ο όγκος των συναλλαγών. Στη συνέχεια επικρατεί η τάση τα άτομα να επικεντρώνονται στις επιτυχίες, να ξεχνούν τις αποτυχίες τους και να υποτιμούν τους κινδύνους αναπτύσσοντας συνεχώς την υπερεμπιστοσύνη στις ικανότητές τους. Καθώς όμως μεγαλώνουν και αποκτούν μεγαλύτερη εμπειρία και ρεαλισμό, ο βαθμός υπερεμπιστοσύνης αρχίζει και μειώνεται και οι επενδυτικές κινήσεις είναι λιγότερες και πιο ορθολογικές. Τέλος, έρευνες έχουν δείξει πως ανάλογα με το γένος υπάρχει διαφορετικός βαθμός υπερεμπιστοσύνης, καθώς οι άνδρες έχουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στην κρίση και στις ικανότητές τους από ότι οι γυναίκες.

3.3.6 Η μεροληψία της εκ των υστέρων γνώσης (Hindsight Bias)

Το φαινόμενο της εκ των υστέρων γνώσης αναφέρεται στην τάση να θεωρούνται ως αναπόφευκτα τα γεγονότα που έχουν συμβεί στο παρελθόν, ανεξάρτητα από την αρχική πιθανότητα πραγματοποίησής τους. Με τον τρόπο αυτό, ελάχιστα πιθανά ή ακόμα και σχεδόν απίθανα γεγονότα που έτυχε να συμβούν αντιμετωπίζονται εκ των υστέρων, ως αναμενόμενα. Ο παράγοντας της τύχης, η αβεβαιότητα και οι συγκυρίες αγνοούνται και η τελική έκβαση θεωρείται ως λογική.

Η μεροληψία της εκ των υστέρων γνώσης αποτελεί σύνηθες σφάλμα των επενδυτών. Οι εξελίξεις των οικονομικών γεγονότων φαίνονται λογικές και δικαιολογημένες εκ των υστέρων σε βαθμό τέτοιο που οι επενδυτές είτε εξάρουν την επενδυτική τους ικανότητά σε περίπτωση ορθών επιλογών είτε καταδικάζουν επενδυτικές επιλογές που, αν και ήταν ενδεχομένως απόλυτα λογικές και τεκμηριωμένες όταν ελήφθησαν, δεν ήταν εν τέλει επιτυχείς. Οι απλουστευμένες αυτές ερμηνείες ενδέχεται να οδηγήσουν στο λανθασμένο συμπέρασμα ότι τα οικονομικά γεγονότα έχουν ντετερμινιστικό χαρακτήρα και είναι απολύτως προβλέψιμα. Η ψευδαίσθηση αυτή είναι εξαιρετικά επικίνδυνη, καθώς οδηγεί τον επενδυτή σε υπερεκτίμηση των επενδυτικών του δυνατοτήτων, υπεραπλούστευση της συμπεριφοράς του χρηματιστηρίου και υποτίμηση του κινδύνου.

Το φαινόμενο της μεροληψίας της εκ των υστέρων γνώσης ενδέχεται να εμφανιστεί ακόμα και σε επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Χαρακτηριστικό τέτοιο

παράδειγμα αποτελεί η ερμηνεία των αναλυτών για την πορεία των μετοχών μετά το κλείσιμο του χρηματιστηρίου. Αφού η πορεία των μετοχών είναι πλέον γνωστή και δεδομένη, τα αποτελέσματα περιγράφονται ως αναπόφευκτα και απολύτως δικαιολογημένα. Επηρεαζόμενοι από την ερμηνεία των αναλυτών, οι επενδυτές υπεραντιδρούν. Έτσι, σύμβουλοι επενδύσεων που προτείνουν την αγορά μιας μετοχής στηριζόμενοι σε ορθολογικά κριτήρια χαρακτηρίζονται με ευκολία από τους επενδυτές ως κακοί επαγγελματίες όταν η τιμή της μετοχής υποχωρήσει, αφού οι οικονομικοί αναλυτές δημιουργούν την εντύπωση ότι τα αποτελέσματα μπορούσαν εύκολα να προβλεφθούν. Από την άλλη μεριά, κακές επενδυτικές επιλογές που απέφεραν κέρδη τυχαία ή συγκυριακά θεωρούνται ορθές κινήσεις, δημιουργώντας στους επενδυτές υπεραισιοδοξία, αυτοπεποίθηση και σιγουριά για τα επενδυτικά τους σχέδια, με συχνά ολέθριες συνέπειες.

3.3.7 Η Γνωστική Ασυμφωνία (Cognitive Dissonance)

Η έννοια της γνωστικής ασυμφωνίας εισήχθη πρώτη φορά το 1956 από τον ψυχολόγο Leon Festinger στο βιβλίο «*When prophecy fails*» και αναφέρεται στην τάση του ατόμου να μειώνει την ασυμφωνία που δημιουργείται από δύο γνωστικά αντιφατικά μεταξύ τους στοιχεία. Ο Festinger περιγράφει τη γνωστική ασυμφωνία σαν ένα δυσάρεστο αίσθημα για τον άνθρωπο το οποίο δρα ως κατευθυντήρια δύναμη και αναγκάζει το μυαλό στο να εφευρίσκει νέες σκέψεις ή πεποιθήσεις για να τροποποιήσουν τις υπάρχουσες, έτσι ώστε να ελαχιστοποιήσουν το ποσό σύγκρουσης μεταξύ των γνωστικών στοιχείων.

Οι άνθρωποι, υπερεκτιμώντας τις ικανότητες τους, κάνουν το σφάλμα και απορρίπτουν οτιδήποτε μπορεί να πλήξει την ισχυρή εικόνα που έχουν για τους εαυτούς τους καθώς δεν μπορούν να αποδεχτούν μια εικόνα χαμηλής αυτοεκτίμησης. Αισθάνονται άγχος και πίεση όταν υπόκεινται σε αντικρουόμενες καταστάσεις και προσπαθούν να μειώσουν αυτή την εσωτερική πάλη αναθεωρώντας παλιές αξίες, απόψεις και αισθήματα ή προσπαθώντας να εξορθολογίσουν τις επιλογές τους. Επίσης η γνωστική ασυμφωνία ερμηνεύει την υποβάθμιση, την αγνόηση ακόμα και τη διαγραφή των πληροφοριών στο μυαλό των ανθρώπων όταν αυτές δε συμβαδίζουν με τις απόψεις τους.

Τα άτομα νιώθουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα πριν κάνουν μια επενδυτική κίνηση παρά μετά όπου πλέον θεωρούν ότι έχουν πάρει τη σωστή απόφαση. Αν οι πληροφορίες

που θα λάβουν μετά τη λήψη της απόφασης διαφοροποιούν τα δεδομένα, τότε προκειμένου να μειώσουν τη δυσαρέσκεια που νιώθουν από τη διαπίστωση της λανθασμένης επένδυσης και να μην ταράξουν την αυτοεκτίμησή τους, επιλέγουν την αγνόηση ή την υποβάθμιση των νέων πληροφοριών. Συνεχίζουν να υποστηρίζουν την αρχική τους επιλογή παρόλο την ύπαρξη νέων δεδομένων που την ανατρέπουν. Αυτή όμως η συμπεριφορά εμποδίζει τους επενδυτές να κάνουν μια αμερόληπτη αποτίμηση του χαρτοφυλακίου τους, να εξετάσουν τους κινδύνους και να αναπροσαρμόσουν τη στρατηγική τους. Τυχόν επενδυτικές επιτυχίες του παρελθόντος ενισχύουν την ψευδαίσθηση ότι έχουν πάρει τη σωστή απόφαση και αρνούνται να αποδεχτούν τις αποδείξεις για το αντίθετο. Ο ανθρώπινος νους αναπτύσσει μηχανισμούς άμυνας, υπερεκτιμά τις παρελθούσες αποδόσεις, ενισχύοντας την αυτοεκτίμηση αλλά αυτή η διαδικασία μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένες κινήσεις.

3.3.8 Το Αποτέλεσμα της Διατύπωσης (Framing Effect)

Το αποτέλεσμα της διατύπωσης είναι ένα μεροληπτικό σφάλμα κατά το οποίο τα άτομα αντιδρούν διαφορετικά στην ίδια επιλογή ανάλογα με το αν αυτή παρουσιάζεται σαν ζημία ή σαν κέρδος. Οι ορθολογικοί άνθρωποι αποφασίζουν με βάση τις πιθανότητες και αναλύοντας τις καταστάσεις. Όμως, μπορεί η διατύπωση των επιλογών να είναι παραπλανητική και να οδηγήσει σε μεροληπτικές κινήσεις.

Το framing effect φαίνεται χαρακτηριστικά στην παρακάτω έρευνα που διεξήχθη ανάμεσα σε δύο ομάδες γιατρών στις οποίες θα παρουσιαζόταν μία νέα θεραπεία για μια σοβαρή ασθένεια. Στους γιατρούς της πρώτης ομάδας είπαν ότι η νέα θεραπεία έχει ποσοστό επιτυχίας 93% μέσα σε πέντε χρόνια, ενώ στη δεύτερη ομάδα είπαν ότι το ποσοστό θνησιμότητας από τη νέα θεραπεία είναι 7% μέσα σε πέντε χρόνια. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτής της πραγματικής έρευνας, οι γιατροί της πρώτης ομάδας πρότειναν ανεπιφύλακτα τη νέα θεραπεία, ενώ οι γιατροί της δεύτερης δίστασαν και είχαν επιφυλάξεις στο να την προτείνουν. Ενώ, λοιπόν, το αποτέλεσμα της νέας θεραπείας που ανακοινώθηκε και στις δύο ομάδες ήταν το ίδιο, οι γιατροί υπέπεσαν στην πλάνη της διατύπωσης και είχαν διαφορετικές απόψεις, καθώς στην πρώτη ομάδα τονίστηκε η θετική πλευρά της θεραπείας, ενώ στη δεύτερη η αρνητική.

Το αποτέλεσμα της διατύπωσης μπορεί να επηρεάσει άμεσα και τους επενδυτές καθώς εκτίθενται καθημερινά σε πολλές πληροφορίες οι οποίες ανάλογα με τον τρόπο με τον οποίο παρουσιάζονται μπορεί να μπερδέψουν και να καθορίσουν αντίστοιχες

αντιδράσεις. Επιπλέον, οι αποδόσεις και ο κίνδυνος της εκάστοτε επένδυσης μπορεί να διατυπωθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να προσελκύσει ή να αποτρέψει δυνητικούς επενδυτές. Η τάση των ανθρώπων να αντιμετωπίζουν με διαφορετικό τρόπο τις καταστάσεις ανάλογα με το πλαίσιο στο οποίο έχουν διατυπωθεί, είναι ένα ισχυρό εργαλείο στα χέρια εταιρειών αφού μπορούν μέσω του Marketing να διαμορφώσουν περίτεχνα τις διατυπώσεις τους ούτως ώστε να μπορούν να επηρεάσουν ολόένα και περισσότερα άτομα.

3.3.9 Το Περιορισμένο Πλαίσιο (Narrow Framing)

Το περιορισμένο πλαίσιο είναι η τάση των ατόμων να εξετάζουν μεμονωμένα τις επιλογές τους χωρίς να λαμβάνουν υπ'όψιν τους το γενικότερο περιβάλλον που μπορεί να επηρεάζει άμεσα την επιτυχή έκβαση αυτών των επιλογών. Οι αποφάσεις που παίρνονται σε περιορισμένο πλαίσιο δεν έχουν προέλθει από συνδυαστική σκέψη αλλά είναι αποτέλεσμα εξέτασης μεμονομένων επιλογών. Παράδειγμα ενέργειας υπό περιορισμένο πλαίσιο μπορεί να χαρακτηριστεί η αγορά ενός νέου αυτοκινήτου από τον πατέρα μιας οικογένειας, ο οποίος όμως δεν έχει λάβει υπ'όψιν του αν το αυτοκίνητο είναι αρκετά μεγάλο για να εξυπηρετήσει την οικογένεια του, αν χωράει στο γκαράζ ή αν μπορεί να αποπληρώσει τις δόσεις του δανείου που σύναψε για την αγορά του.

Οι επενδυτές που ενεργούν υπό περιορισμένο πλαίσιο έχουν ανάλογη συμπεριφορά. Αξιολογούν την κάθε οικονομική απόφαση μεμονωμένα και εστιάζουν στα κέρδη που ενδεχομένως μπορεί να τους αποφέρει η συγκεκριμένη απόφαση, παραβλέποντας τις υπόλοιπες επιλογές, τις υπάρχουσες επενδύσεις τους και το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής μπορεί να ενθουσιαστεί με μια νέα φαρμακευτική εταιρεία η οποία μόλις εισήλθε στο χρηματιστήριο και να σπεύσει να αγοράσει μετοχές της, παραβλέποντας το γεγονός ότι στο χαρτοφυλάκιό του έχει πολλές μετοχές από άλλες δύο φαρμακευτικές εταιρείες. Ο επενδυτής έλαβε την απόφασή του μεμονωμένα χωρίς να εξετάσει τις μετοχές που είχε ήδη στη κατοχή του, γεγονός που αύξησε πολύ τον κίνδυνο λόγω μη διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

3.3.10 Οικειότητα (Familiarity bias)

Η οικειότητα μας παραπέμπει σε ένα περιβάλλον σιγουριάς και ασφάλειας. Τα άτομα τείνουν να προτιμούν οικεία περιβάλλοντα καθώς εκεί αισθάνονται προστατευμένα και άνετα. Καθετί οικείο είναι γνώριμο και δε χρειάζεται κόπος και χρόνος για να το ανακαλύψεις. Έτσι και αρκετοί άνθρωποι όταν έχουν να επιλέξουν ανάμεσα σε δύο επιλογές, θα προτιμήσουν εκείνη που φαντάζει πιο οικεία και γνώριμη διαπράττοντας μεροληπτικό σφάλμα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η τάση των εργαζομένων να επενδύουν σε μετοχές της εταιρείας που εργάζονται χωρίς να κάνουν διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους.

Στο σφάλμα της οικειότητας μπορεί να υποπέσουν και οι επενδυτές. Αν νιώσουν εξοικείωση με μια συγκεκριμένη επένδυση καθώς αποκτούν πολλές γνώσεις για αυτή, μπορεί να τη θεωρήσουν την καλύτερη επιλογή που θα τους φέρει τις μεγαλύτερες αποδόσεις με τον μικρότερο κίνδυνο, χωρίς όμως να έχουν κάνει σωστή ανάλυση των εναλλακτικών επενδύσεων.

3.4 Συναισθηματικά σφάλματα (Emotional Biases)

3.4.1 Το φαινόμενο της «Ψυχολογίας της Αγέλης» (Herding)

Το φαινόμενο της «ψυχολογίας της αγέλης» αναφέρεται στην τάση ενός μεγάλου αριθμού μελών μιας ομάδας να αναπτύσσουν κοινή άποψη και συμπεριφορά, παραβλέποντας προσωπικές εκτιμήσεις και επιλογές (Banerjee, 1992). Μια τέτοια αμιγώς μιμητική συμπεριφορά πηγάζει από την αίσθηση ασφάλειας που παρέχει η ένταξη σε σύνολα, τόσο για την αιτιολόγηση επιλογών όσο και για τον επιμερισμό ευθυνών. Η αγελαία συμπεριφορά οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων και δημιουργία τάσεων.

Η συμπεριφορά της αγέλης (herd behavior) συνίσταται όταν οι άνθρωποι παρατηρούν τη συμπεριφορά όλων των υπολοίπων και δρουν όπως αυτοί (Zafarani, Abbasi & Liu, 2014). Ωστόσο, στην αλληλουχία της πληροφορίας (information cascade) πραγματοποιείται διάδοση πληροφοριών με παρατήρηση της συμπεριφοράς μόνο των διπλανών. Σύμφωνα με τον Shiller (2015) στη συμπεριφορά της αγέλης παίρνουν μέρος ακόμα και ορθολογικοί άνθρωποι, παρόλο που μπορεί να γνωρίζουν ότι όλοι οι

υπόλοιποι συμπεριφέρονται σαν αγέλη. Ενώ οι ορθολογικοί άνθρωποι θεωρούν ότι συμπεριφέρονται ορθολογικά, η συμπεριφορά τους αυτή παράγει ουσιαστικά ένα είδος μη ορθολογικής, ομαδικής συμπεριφοράς. Εξάλλου, η μη συμμόρφωση με την αγέλη αποδεικνύεται πολύ δύσκολη, γι' αυτό οι περισσότεροι άνθρωποι ενσωματώνονται στην αγέλη για να αισθανθούν προστασία. Βασικό ρόλο στη δημιουργία αγέλης διαδραματίζει ο κοινωνικός περίγυρος και οι διαπροσωπικές σχέσεις των ατόμων, όπως οι φίλοι, οι συγγενείς και οι συνάδελφοι (Αλεξάκης & Ξανθάκης, 2008).

Η ψυχολογία της αγέλης συναντάται και στο χρηματιστηριακό χώρο και αναφέρεται στην αμοιβαία μίμηση επενδυτικών επιλογών, που οδηγεί σε σύγκλιση δράσεων των επενδυτών. Ιδιαίτερα σε περιόδους ακραίων ανοδικών ή πτωτικών αποδόσεων, τα αποτελέσματα της αγελαίας συμπεριφοράς μπορεί να είναι ανεξέλεγκτα ή ακόμα και καταστροφικά. Συγκεκριμένα, σε ακραίες περιόδους της αγοράς οι επενδυτές αδυνατούν να προστατευτούν από το γενικό κλίμα της αγοράς. Κινούμενοι είτε από φόβο είτε από απληστία και υπερβολική αισιοδοξία, τείνουν να ακολουθούν άκριτα την τάση της κοινής γνώμης της αγοράς, παύοντας να δρουν ορθολογικά και παραβλέποντας προσωπικές εκτιμήσεις που μπορεί να στηρίζονται σε βάσιμες και σοβαρές οικονομικές πληροφορίες. Υπό αυτές τις συνθήκες οι τιμές των αξιογράφων ενδέχεται να αποκλίνουν σημαντικά από τις θεμελιώδεις τιμές τους, για παρατεταμένα χρονικά διαστήματα και για λόγους που δεν σχετίζονται με τα θεμελιώδη μεγέθη τους. Η αγορά, λοιπόν, παύει να είναι αποτελεσματική, δεδομένου ότι αφενός οι επενδυτές δε λειτουργούν ορθολογικά και αφετέρου οι τιμές των αξιογράφων δεν αντικατοπτρίζουν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση. Επιπλέον, η ύπαρξη της αγελαίας συμπεριφοράς περιορίζει τα οφέλη της διαφοροποίησης, δεδομένου ότι οι αποδόσεις των αξιογράφων ακολουθούν πορεία παράλληλη, και δυσχεραίνει τη μείωση κινδύνου για τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια. Ενδέχεται, τελικά, η αγελαία συμπεριφορά να αποσταθεροποιήσει τη χρηματιστηριακή αγορά και να προκαλέσει μετάδοση κρίσεων.

Οι επενδυτές μιμούνται απερίσκεπτα τη συμπεριφορά των υπόλοιπων επενδυτών, προκειμένου να συμμορφωθούν προς την αγέλη και να νιώσουν ασφάλεια και σιγουριά, όμως όταν επικρατούν ακραίες συνθήκες ενδέχεται να τεθεί σε κίνδυνο η σταθερότητα της αγοράς (Φίλιππας, 2015). Χαρακτηριστικό παράδειγμα αγελαίας συμπεριφοράς αποτελεί η πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς κατά τη διάρκεια της χρηματιστηριακής φούσκας του 1999, ιδιαίτερα όσον αφορά στις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης. Η εντυπωσιακή άνοδος του χρηματιστηρίου και το κλίμα ευφορίας προσέλκυσε πολλούς νέους, κυρίως εγχώριους, μικροεπενδυτές με ελλιπή πληροφόρηση (noise traders), οι οποίοι προέβησαν σε μαζικές αγορές, κινούμενοι από

ισχυρό αγελαίο επενδυτικό ένστικτο. Άλλο παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση όπου οι καταθέτες αρχίζουν να αποσύρουν μαζικά τις καταθέσεις τους από τα τραπεζικά ιδρύματα. Η παραπάνω συμπεριφορά είναι δυνατόν να οδηγήσει σε κατάρρευση των τραπεζών εξαιτίας ενός bank run ή επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls).

3.4.2 Κοινωνική Αλληλεπίδραση (Social Interaction)

Σύμφωνα με τον Bottomore (1997), κοινωνική ομάδα είναι ένα σύνολο ατόμων με δομή και οργάνωση, στην οποία επικρατούν συγκεκριμένες σταθερές σχέσεις μεταξύ των μελών που τη συγκροτούν και κάθε μέλος έχει συνείδηση της ομάδας και των συμβόλων της. Μέσα στο πλαίσιο της κοινωνικής ομάδας τα μέλη αλληλοεπιδρούν μεταξύ τους (social interaction) και η συμπεριφορά του ενός μέλους επηρεάζεται από τη συμπεριφορά των υπολοίπων μελών της ομάδας. Τα μέλη επιδιώκουν τη συμμόρφωσή τους με τους κανόνες, τις αξίες, το δίκαιο, τους νόμους, τα ήθη και τα έθιμα της ομάδας, προκειμένου να γίνουν αποδεκτά. Μεγάλο ρόλο στη διαμόρφωση της στάσης, της συμπεριφοράς, των απόψεων και των πεποιθήσεων των μελών διαδραματίζει η οικογένεια, η κοινωνία, ο πολιτισμός, η εθνικότητα, η θρησκεία, το πολιτικό και νομικό σύστημα, η ηθική, η εκπαίδευση, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, οι οργανώσεις, η κοινή γνώμη και ο κύκλος των συγγενών, φίλων και συναδέλφων.

Η κοινή γνώμη ρυθμίζει κατά ένα σημαντικό ποσοστό τη συνήθη κοινωνική συμπεριφορά. Επηρεάζεται από τα πολιτικά κόμματα, τα κοινωνικά κινήματα, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης και τη διαφήμιση (Bottomore, 1997). Κάθε επενδυτής βρίσκει τις επενδύσεις πιο ελκυστικές όταν συμμετέχουν και γνωστοί του (Hong, Jeffrey και Stein, 2004). Επιπρόσθετα, οι επενδυτές επηρεάζονται στις επενδύσεις τους μέσω της προφορικής ανταλλαγής πληροφοριών (Hong, Jeffrey & Stein, 2005). Οι επενδυτές αρέσκονται σε συζητήσεις με άλλους επενδυτές με αντικείμενο συζήτησης τις μεταβολές της αγοράς, με τον ίδιο τρόπο που αρέσκονται σε συζητήσεις για το σύνολο των κοινών ενδιαφερόντων τους, όπως το φαγητό, τα βιβλία και οι ταινίες (Becker, 1991).

Ένα ακόμα φαινόμενο που σχετίζεται με την κοινωνική αλληλεπίδραση είναι οι φήμες (rumors), οι οποίες είναι μη επιβεβαιωμένες πληροφορίες και ενδεχομένως αβάσιμες ή αναληθείς. Η διάδοση φημών εμφανίζεται συνήθως ως φαινόμενο όταν κυριαρχεί στην αγορά η αβεβαιότητα και η αμφιβολία, οδηγώντας τους επενδυτές στη λήψη

λανθασμένων επενδυτικών αποφάσεων (Φίλιππας, 2015). Η εξάπλωση των φημών μπορεί να επιτευχθεί μέσω της από στόμα σε στόμα επικοινωνίας (word of mouth), καθώς και μέσω των μέσων μαζικής ενημέρωσης, του διαδικτύου και των μέσων κοινωνικής δικτύωσης.

3.4.3 Υπεραισιοδοξία (Optimism Bias)

Σύμφωνα με τον ψυχολόγο Neil Weinstein, οι περισσότεροι άνθρωποι έχουν μία υπερβολικά αισιόδοξη άποψη για τις ικανότητες και τις επιτυχίες τους. Πράγματι με βάση τα αποτελέσματα μιας έρευνας που πραγματοποίησαν οι ψυχολόγοι Roger Buehler, Dale Griffin και Micheal Ross, πάνω από το 90% των συμμετεχόντων δήλωσαν πως πιστεύουν ότι βρίσκονται πάνω από το μέσο όρο σε διάφορους τομείς όπως η οδήγηση, η συναναστροφή με τους άλλους ανθρώπους και η αίσθηση του χιούμορ. Επίσης, πολλοί υπέπεσαν στο σφάλμα να προβλέψουν λανθασμένα ότι θα ολοκληρώσουν τις διάφορες εργασίες που τους προέκυπταν πολύ πιο γρήγορα από όσο τελικά διαρκούσαν.

Τα άτομα που είναι υπεραισιόδοξα υπερεκτιμούν τις ικανότητες και δυνατότητες τους και υποτιμούν τους κινδύνους που παραμονεύουν καθώς και τον παράγοντα τύχη. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι καπνιστές που θεωρούν ότι καρκίνο στον πνεύμονα θα πάθουν όλοι οι άλλοι εκτός από εκείνους, οι πρωτοετείς φοιτητές που πιστεύουν ότι θα έχουν μεγαλύτερο ποσοστό επιτυχίας στα μαθήματα από ότι συμβαίνει τελικά και οι τζογαδόροι που νομίζουν ότι όταν κερδίζουν αυτό οφείλεται στις στρατηγικές τους και όχι στην τύχη.

Η υπεραισιόδοξία μπορεί να επηρεάσει φυσικά και τον οικονομικό τομέα. Οι υπεραισιόδοξοι επενδυτές έχουν τη ψευδαίσθηση του ελέγχου και θεωρούν ότι δε θα κάνουν κακές επιλογές. Υποτιμούν τον κίνδυνο και δεν αναλύουν τις αρνητικές πληροφορίες για επενδύσεις που ήδη έχουν αναλάβει, αλλά πιστεύουν ότι μπορούν να καθορίσουν την τύχη τους και να αποκομίσουν μεγάλα κέρδη από τις επενδυτικές τους επιλογές. Αυτή η υπέρμετρη αισιόδοξία οδηγεί σε μεροληπτικές αποφάσεις οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν ακόμα και στην οικονομική καταστροφή των επενδυτών.

3.4.4 Σφάλμα Απαισιοδοξίας (Pessimism Bias)

Το ακριβώς αντίθετο σφάλμα είναι το σφάλμα της απαισιοδοξίας (pessimism bias). Σύμφωνα με αυτό υποτιμάται η πιθανότητα καλών αποτελεσμάτων και υπερεκτιμάται η πιθανότητα κακών αποτελεσμάτων (Ben Mansour, Jouini & Napp, 2006).

Σύμφωνα με την έρευνα των Ben Mansour, Jouini και Napp (2006) οι γυναίκες είναι πιο απαισιόδοξες σε σχέση με τους άνδρες, όπως και οι ηλικιωμένοι σε σχέση με τους νέους. Μορφή απαισιοδοξίας αποτελεί η αμυντική απαισιοδοξία, η οποία είναι μια προληπτική στρατηγική, που θέτει χαμηλές προσδοκίες πριν τη συμμετοχή σε οποιαδήποτε κατάσταση, με σκοπό τη διατήρηση της αυτοπεποίθησης σε περίπτωση αποτυχίας. Ακολουθώντας, σύμφωνα με τους Malmendier και Nagel (2011), οι επενδυτές που έχουν βιώσει χαμηλές αποδόσεις στις επενδύσεις τους, αλλά και οικονομικές κρίσεις, εκφράζουν απαισιοδοξία για τις αγορές και είναι διστακτικοί σε εκ νέου επενδύσεις. Σύμφωνα με τα παραπάνω, οι απαισιόδοξοι επενδυτές είναι επιφυλακτικοί σε όποια ευκαιρία τους παρουσιάζεται και έτσι μπορεί να παραβλέψουν αξιόλογες επενδύσεις.

3.4.5 Υπεραντίδραση (Overreaction) / Υποαντίδραση (Underreaction)

Στην έρευνα τους οι Barberis, Shleifer & Vishny (1998) αξιοποίησαν δυο σημαντικές θεωρίες, οι οποίες έχουν τεκμηριωθεί από πλήθος ψυχολόγων, τον συντηρητισμό και το σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας, με σκοπό να εξηγήσουν την υπεραντίδραση και την υποαντίδραση των επενδυτών και των τιμών των μετοχών σε μεμονωμένες ειδήσεις. Ο Edwards (1968) αναφέρει ότι εξαιτίας του συντηρητισμού οι επενδυτές μεταβάλλουν με αργό ρυθμό τις πεποιθήσεις τους και καθυστερούν να προσδιορίσουν εκ νέου τις αντιλήψεις τους κατά την παρουσίαση νέων θετικών ή αρνητικών δεδομένων. Το γεγονός αυτό οδηγεί στην υποαντίδρασή τους (underreaction), με αποτέλεσμα να μη λαμβάνουν επαρκώς υπόψη τους τα δεδομένα των δημόσιων ανακοινώσεων και να διατηρούν την προηγούμενη πεποίθησή τους. Επακόλουθο αυτού είναι η προσαρμογή των τιμών των αξιολογούμενων δημοσιεύσεων να επιτυγχάνεται σταδιακά. Οι τιμές των μετοχών υποαντιδρούν βραχυπρόθεσμα, ενώ υπεραντιδρούν μακροπρόθεσμα (Brown και Cliff, 2005).

Οι επενδυτές που υποπίπτουν στο σφάλμα της αντιπροσωπευτικότητας βλέπουν μοτίβα σε πραγματικά τυχαίες ακολουθίες, όπως για παράδειγμα ένα ιστορικό υψηλών κερδών μιας μετοχής, με επακόλουθο την υπεραντίδρασή τους (overreaction) (Tversky

και Kahneman, 1974). Επιπρόσθετα, αναφέρεται ότι οι μη ορθολογικοί επενδυτές υπεραντιδρούν, προκαλώντας έκρηξη συναισθήματος κατά τη λήψη πληροφόρησης για μελλοντικές εσωτερικές αξίες (Baker & Stein, 2002).

3.4.6 Αποστροφή της Αμφιβολίας (Ambiguity Aversion)

Η αποστροφή της αμφιβολίας, γνωστή στη συμπεριφορική χρηματοοικονομική και ως αποστροφή της αβεβαιότητας (uncertainty aversion), είναι η τάση των ατόμων να προτιμούν το γνώριμο παρά το άγνωστο και να επιλέγουν τους γνωστούς και όχι τους άγνωστους κινδύνους. Με άλλα λόγια, τα άτομα τείνουν να αποστρέφονται περισσότερο την υποκειμενική αβεβαιότητα από την αντικειμενική.

Σύμφωνα με έρευνες των Tversky και Fox, η αποστροφή της αμφιβολίας γίνεται μεγαλύτερη όταν οι άνθρωποι έχουν την αίσθηση ότι η ικανότητά τους να εκτιμήσουν τις πιθανότητες για τις διάφορες καταστάσεις είναι περιορισμένη. Αυτή η αίσθηση ενισχύεται όταν τα άτομα συγκρίνονται με άλλα πιο ικανά άτομα ή και με τους ίδιους τους εαυτούς τους σε άλλες, όμως, καταστάσεις όπου είχαν μεγαλύτερη εμπειρία και ικανότητα.

Οι επενδυτές που αποστρέφονται την αμφιβολία θεωρούν ότι δρουν ορθολογικά. Από τη στιγμή που δεν έχουν γνωστά δεδομένα και υπάρχει ρίσκο δεν τολμούν να λάβουν αποφάσεις. Αυτή η συμπεριφορά οδηγεί σε επενδυτικές επιλογές πολύ μικρού κινδύνου αλλά συνεπώς και χαμηλής απόδοσης.

3.4.7 Αποστροφή της Μετάνοιας (Regret Aversion)

Τα άτομα εκτός από την αμφιβολία αποστρέφονται και τη μετάνοια. Κανένας δε χαίρεται όταν μετανιώνει για τις επιλογές του. Οι άνθρωποι αποφεύγουν τον πόνο που τους προκαλεί η διαπίστωση ότι δεν ενήργησαν σωστά καθώς και την ευθύνη ότι έπρεπε να πράξουν διαφορετικά. Μετάνοια μπορεί να υπάρξει όχι μόνο για πράγματα που έγιναν αλλά και για πράγματα που δεν έγιναν.

Σύμφωνα με τους ψυχολόγους Thomas Gilovich και Victoria Husted-Medvec, τα άτομα βραχυπρόθεσμα δηλώνουν μεγαλύτερη μετάνοια για κινήσεις που έκαναν και είχαν αποτυχημένη κατάληξη, ενώ μακροπρόθεσμα μετανιώνουν περισσότερο για πράγματα που δεν έκαναν ποτέ. Οι Kahneman και Thaler ανακάλυψαν ότι οι περισσότεροι

άνθρωποι μετανιώνουν για πράγματα που έκαναν παρά για αυτά που δεν έκαναν. Επίσης, αυτοί που μετανιώνουν για κάτι που δεν έκαναν ρισκάρουν περισσότερο από τους υπόλοιπους.

Ο φόβος της μετάνοιας προκαλεί άγχος και στους επενδυτές όταν πρέπει να λάβουν οικονομικές αποφάσεις. Αρκετοί, ειδικά όταν βρίσκονται σε καταστάσεις αβεβαιότητας, αναβάλλουν τις αποφάσεις τους υπό το φόβο της λανθασμένης επιλογής. Άλλωστε, η αποστροφή της μετάνοιας θεωρείται κύρια αιτία της αναβλητικότητας των επενδυτών να πουλήσουν μετοχές με αρνητικές αποδόσεις, καθώς δεν επιθυμούν να καταγραφούν επίσημα οι ζημιές και να επιβεβαιωθεί η αποτυχημένη τους επενδυτική επιλογή. Ενδεικτικό παράδειγμα αυτής της συμπεριφοράς αποτελούν οι χιλιάδες επενδυτές στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1999, οι οποίοι είχαν αγοράσει μετοχές σε υψηλές τιμές και δεν τις πούλησαν όταν αυτές άρχισαν να πέφτουν με αποτέλεσμα τεράστιες οικονομικές ζημιές.

Άλλη μία συνέπεια της αποφυγής της μετάνοιας είναι η συμπεριφορά της αγέλης, που αναλύσαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο. Οι άνθρωποι μπορεί να επενδύσουν σε μετοχές που έχουν μεγάλη εμπορευσιμότητα και θεωρούνται αξιόλογες από πολλούς, ούτως ώστε να έχουν άλλοθι σε περίπτωση που οι τιμές πέσουν. Αγοράζοντας δημοφιλείς τίτλους παρηγορούνται σε περιπτώσεις ζημίας καθώς δε θεωρούν ότι η λάθος επιλογή ήταν μόνο δική τους αλλά και πολλών άλλων. Ακολουθώντας το πλήθος, οι συνέπειες των πράξεων επιμερίζονται και αποφεύγεται το αίσθημα της μετάνοιας.

Επομένως, λόγω της αποστροφής της μετάνοιας κάποιοι επενδυτές μπορεί να μη συμπεριφερθούν ορθολογικά. Μάλιστα, εκείνοι που χρησιμοποιούν επενδυτικούς συμβούλους μπορεί να φτάσουν στο σημείο να κατηγορήσουν αποκλειστικά τους συμβούλους τους σε περιπτώσεις ζημιολογών επενδυτικών επιλογών προκειμένου να μετατοπίσουν την ευθύνη και να μειώσουν τον πόνο τους. Αντιθέτως, για επενδύσεις που εξελίχθηκαν επιτυχώς, τα άτομα αποδίδουν τα εύσημα στους εαυτούς τους.

3.4.8 Αποστροφή της Ζημίας (Loss Aversion)

Η αποστροφή της ζημίας αναφέρεται στην τάση των επενδυτών να αντιλαμβάνονται την απώλεια πολύ πιο έντονα από την ευχαρίστηση ενός ισόποσου κέρδους. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές βιώνουν ψυχολογικά διαφορετικά τη ζημία από το κέρδος, παρουσιάζοντας μεγαλύτερη ευαισθησία στις πιθανές ζημιές που μπορεί να υποστούν από ότι στα πιθανά κέρδη. Οι Kahneman και Tversky (1979),

ποσοτικοποιώντας τη διαφορά αυτή, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η πιθανή ζημία έχει τουλάχιστον διπλάσια βαρύτητα ως κινητήριος δύναμη, άρα και διπλάσια σημασία στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων από ότι η πιθανότητα ισόποσου κέρδους. Έτσι, όταν οι προοπτικές αντιμετωπίζονται ως κέρδη ή ζημίες ως προς ένα σημείο αναφοράς, κινήσεις που προσφέρουν πιθανότητα κέρδους προς ζημία χαμηλότερες του δύο-προς-ένα συνήθως απορρίπτονται. Η επενδυτική αυτή συμπεριφορά μπορεί να αιτιολογηθεί από τα αρνητικά συναισθήματα που γεννά η ζημία, με τον κλονισμό της αυτοπεποίθησης, το αίσθημα της αποτυχίας και τον πανικό να αποτελούν τα σημαντικότερα εξ αυτών.

Στην αποστροφή της ζημίας αποδίδεται η τάση των επενδυτών για ανάληψη κινδύνου σε περιβάλλον ζημιών και αποστροφή κινδύνου σε περιβάλλον κερδών. Οι επενδυτές, δηλαδή, τείνουν να αποφεύγουν το ρίσκο και να προτιμούν το σίγουρο κέρδος όταν αξιολογούν κερδοφόρες επενδυτικές επιλογές, ενώ είναι πρόθυμοι να αναλάβουν ρίσκο όταν καταγράφουν ή εκτιμούν ότι θα καταγράψουν σίγουρες ζημίες, γιατί αποστρέφονται τη σίγουρη ζημιά και είναι διατεθειμένοι να ρισκάρουν προκειμένου να την αποφύγουν. Η αποστροφή των επενδυτών προς της ζημίες δικαιολογεί το γεγονός ότι τα πρότερα μη ανακτήσιμα κόστη (sunk costs) φαίνεται να επηρεάζουν σημαντικά τις επενδυτικές αποφάσεις, σε αντίθεση με την κλασική μικροοικονομική θεωρία, που πρεσβεύει ότι οι επενδυτικές επιλογές στηρίζονται μόνο σε προσδοκώμενες μελλοντικές απολαβές. Οι επενδυτές οι οποίοι έχουν υποστεί ζημίες στο παρελθόν γίνονται ιδιαίτερα επιφυλακτικοί σε μελλοντικές κινήσεις και επιλογές, φοβούμενοι να βιώσουν και πάλι τις δυσάρεστες ψυχολογικές συνέπειες της ζημίας.

3.4.9 Αυτοέλεγχος (Self-Control)

Η έλλειψη αυτοελέγχου (self-control bias) είναι η ανθρώπινη συμπεριφορά που ωθεί τους ανθρώπους να καταναλώνουν στο παρόν με κόστος τις μελλοντικές τους αποταμιεύσεις. Πολλοί άνθρωποι υπονομεύουν τους μακροπρόθεσμους στόχους τους για την προσωρινή ικανοποίησή τους. Για παράδειγμα, ο μαθητής που θέλει καλούς βαθμούς πρέπει να περιορίσει τις εξόδους του για διασκέδαση. Συχνά οι άνθρωποι επιδεικνύουν έλλειψη αυτοελέγχου στη διαχείριση του χρήματος. Εμφανίζονται συχνά να επιλέγουν επενδύσεις που αποδίδουν εισόδημα στο παρόν, όπως μερίσματα, προκειμένου να τα καταναλώσουν, αφήνοντας τους εαυτούς τους να εκτεθούν στον κίνδυνο του πληθωρισμού (Pomplian, 2006).

4 Ζωώδη ένστικτα και η ψυχολογία των αγορών

4.1 Εισαγωγή

Προκειμένου να καταλάβουμε πώς λειτουργούν οι μηχανισμοί της οικονομίας και να καταφέρουμε να τους διαχειριστούμε με σκοπό την ευημερία μας, θα πρέπει να προσέξουμε τον τρόπο που αντιδρούν, σκέφτονται και αισθάνονται οι άνθρωποι γύρω μας (Akerlof & Shiller, 2009). Πρέπει να επεξεργαστούμε τις γνώμες, τα αισθήματα και τις απόψεις μίας ομάδας ανθρώπων, τα ζωώδη ένστικτα τους. Με τον όρο ζωώδη ένστικτα εννοούμε τις παρορμήσεις, τις συμπεριφορές και τα συναισθήματα, με σκοπό την επιβίωσή και την προστασία από επικίνδυνες καταστάσεις. Τα εν λόγω ένστικτα δεν αποβαίνουν πάντοτε επωφελή, ειδικότερα κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Συναισθήματα, όπως ο φόβος και ο πανικός, μπορεί να έχουν ολέθριες συνέπειες στους επενδυτές. Επιπρόσθετα, συναισθήματα όπως η απληστία, η ζήλια, η μετάνοια και ο φόβος μπορούν να ενισχύσουν την αγελαία συμπεριφορά (Altman, 2006).

Στις επενδύσεις, το συναίσθημα, είτε ορθολογικό είτε μη ορθολογικό, είναι ένας αποφασιστικός παράγοντας στη διαμόρφωση των τιμών των αγορών. Η τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου (μετοχής, ακινήτου, ομολόγου) καθορίζεται από το συνολικό συναίσθημα όλων όσων συμμετέχουν στην αγορά. Αν μπορούσαμε να προβλέψουμε τις αλλαγές των συναισθημάτων, θα μπορούσαμε να προβλέψουμε τις διακυμάνσεις στις αγορές. Όταν η προσδοκία (το συναίσθημα) των αγορών είναι χαμηλή, η πλειοψηφία θεωρεί ότι οι αγορές θα έχουν πτωτική πορεία, ενώ όταν η προσδοκία των αγορών είναι υψηλή, η πλειοψηφία θεωρεί ότι οι αγορές θα έχουν ανοδική πορεία (Thorpe, 2004).

Σύμφωνα με τη θεωρία του ορθολογικού επενδυτή και της αποτελεσματικής αγοράς, το συναίσθημα θα έπρεπε να μην επιδρά στην οικονομική δραστηριότητα και να υπάρχει μόνο ως «θόρυβος», καθώς οι άνθρωποι αξιολογούν και επεξεργάζονται με ορθολογικό τρόπο όλες τις διαθέσιμες σε αυτούς πληροφορίες. Σύμφωνα με τη θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών (Muth, 1961), όλες οι πληροφορίες επεξεργάζονται πάντα προκειμένου κατά μέσο όρο να διαμορφώνονται οι ορθές προσδοκίες. Οποιοσδήποτε παρεκκλίσεις από αυτό τον μέσο όρο εξαιτίας των συναισθημάτων ευφορίας ή φόβου θα πρέπει να έχουν μία βραχυπρόθεσμη επίπτωση στη συμπεριφορά ενός ανθρώπου και μηδενικές επιπτώσεις μακροπρόθεσμα. Σύμφωνα με τον Fama (1970) στη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών οι τιμές των μετοχών

παρέχουν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και επομένως είναι πάντα σωστές. Πράγματι μια μη ορθολογική συμπεριφορά είναι συστηματικά λανθασμένη συμπεριφορά, η οποία δεν αποδίδει όφελος. Στα παραδοσιακά οικονομικά μοντέλα, η συμπεριφορά αυτή υιοθετείται συνέχεια για να δικαιολογήσει τις αποκλίσεις από τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, τη συμπεριφορά αγέλης και τη δημιουργία «φουσκών» (Bormann, 2013).

4.2 Ο κύκλος των συναισθημάτων

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική μέσω των παρελθουσών κρίσεων προσπάθησε να τυποποιήσει τα συναισθήματα και τα στάδια της ψυχολογίας του «μέσου επενδυτή» κατά τη διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου. Σύμφωνα με τους Charles και Kasilingam (2015), τα συναισθήματα των επενδυτών είναι αυτά που καθιστούν τις επενδύσεις τους επιτυχημένες ή αποτυχημένες. Η γνωστή ρήση στους κύκλους της Wall Street, ότι δηλαδή η χρηματιστηριακή αγορά κινείται μεταξύ φόβου και απληστίας, είναι σε ένα μεγάλο βαθμό αληθινή (Φίλιππας, 2015).

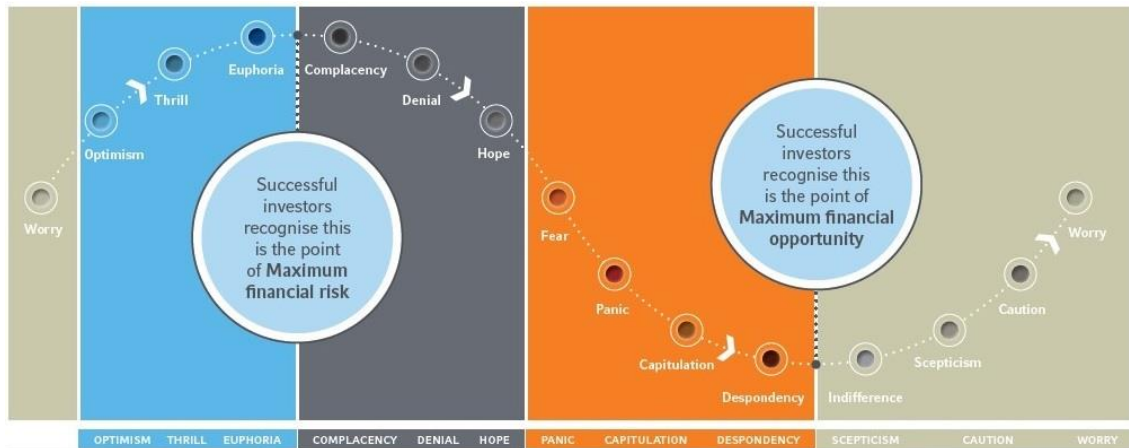
Ο κύκλος των συναισθημάτων ακολουθεί 14 στάδια, τα οποία χαρακτηρίζουν και επηρεάζουν τις επενδυτικές μας αποφάσεις:

1. **Αισιοδοξία (Optimism):** Όλα ξεκινούν με ένα προαίσθημα ή μια θετική προοπτική και οδηγούμαστε στην επένδυση (π.χ. αγορά μιας μετοχής)
2. **Ενθουσιασμός (Excitement):** Τα πράγματα αρχίζουν να κινούνται προς το δρόμο που πιστεύαμε. Αρχίζουμε να προβλέπουμε και να ελπίζουμε ότι η επιτυχία είναι κοντά.
3. **Συγκίνηση (Thrill):** Η αγορά εξακολουθεί να είναι θετική και εμείς αισθανόμαστε λίγο «έξυπνοι». Στο σημείο αυτό έχουμε πλήρη εμπιστοσύνη σε εμάς και τις επιλογές μας.
4. **Ευφορία (Euphoria):** Το σημείο αυτό σηματοδοτεί το μέγιστο χρηματοοικονομικό κίνδυνο και το μέγιστο οικονομικό όφελος. Η επένδυσή μας έχει μετατραπεί σε γρήγορο και εύκολο κέρδος και αρχίζουμε να αγνοούμε τη βασική έννοια του κινδύνου.
5. **Ανησυχία (Anxiety):** Οι αγορές αρχίζουν να δείχνουν τα πρώτα σημάδια διόρθωσης (μείωση κερδών). Εμείς παραμένουμε άπληστοι και πιστεύουμε ότι η μακροπρόθεσμη τάση είναι υψηλότερα.

6. **Άρνηση (Denial):** Οι αγορές δεν γυρίζουν τόσο γρήγορα όσο ελπίζαμε. Πιστεύουμε ότι υπάρχει κάποιο λάθος και παραμένουμε πιστοί στην επένδυση και τον εαυτό μας.
7. **Φόβος (Fear):** Η πραγματικότητα ορίζει ότι δεν είμαστε τόσο έξυπνοι όσο εμείς πιστεύαμε μέχρι σήμερα. Αντί να είμαστε σίγουροι για την επένδυση μας τώρα επικρατεί μια σύγχυση. Σε αυτό το σημείο θα έπρεπε να ρευστοποιήσουμε με ένα μικρό κέρδος και να αναζητήσουμε άλλη επένδυση, αλλά δεν το κάνουμε.
8. **Απελπισία (Desperation):** Σε αυτό το σημείο όλα τα κέρδη έχουν χαθεί. Είχαμε την ευκαιρία να επωφεληθούμε και τη χάσαμε. Μη γνωρίζοντας πώς να ενεργήσουμε προσπαθούμε να κάνουμε κάτι που θα επαναφέρει τις θέσεις μας πίσω.
9. **Πανικός (Panic):** Η πιο συναισθηματική περίοδος. Είμαστε ανίδεοι και αβοήθητοι. Σε αυτό το στάδιο αισθανόμαστε σαν να είμαστε στο έλεος των αγορών και δεν έχουμε κανένα απολύτως έλεγχο.
10. **Συνθηκολόγηση (Capitulation):** Έχουμε φτάσει σε οριακό σημείο. Ρευστοποιούμε τις θέσεις μας σε οποιαδήποτε τιμή, εφ' όσον μπορούμε να βγούμε από την αγορά, για να αποφευχθούν μεγαλύτερες απώλειες.
11. **Απελπισία (Despondency):** Μετά την έξοδο από τις αγορές δεν θέλουμε να αγοράσουμε ποτέ ξανά. Θεωρούμε ότι οι αγορές δεν είναι για εμάς και θα πρέπει να αποφεύγονται τέτοιου είδους επενδύσεις. Ωστόσο, αυτό το ιδιαίτερο σημείο αντιπροσωπεύει τη μέγιστη οικονομική ευκαιρία.
12. **Κατάθλιψη (Depression):** Στεναχωριόμαστε και κατηγορούμε τους εαυτούς μας πώς μπορέσαμε να πιστέψουμε στους εαυτούς μας. Κάποια πράγματα αρχίζουν να φαίνονται σωστά και να αναλύουμε τι πήγε στραβά. Πρέπει να μαθαίνουμε από τα λάθη του παρελθόντος.
13. **Ελπίδα (Hope):** Αισθανόμαστε πάλι δυνατοί! Επιστρέφουμε και πραγματοποιούμε κάποια επένδυση. Η αγορά κάνει πραγματικά κύκλους και αρχίζουμε να αναλύουμε τις νέες ευκαιρίες.
14. **Ανακούφιση (Relief):** Οι αγορές στρέφονται και πάλι σε θετική τροχιά. Έχουμε ανακτήσει την πίστη μας (αν και μικρή) στην ικανότητά μας να επενδύσουμε τα χρήματά μας.

Διάγραμμα 4.2.1

Ο κύκλος των συναισθημάτων των επενδυτών



Πηγή: Russell Investments, The Cycle of Market Emotions, 2015

Ο κύκλος συναισθημάτων των επενδυτών ξεκινάει και τελειώνει με την αισιοδοξία. Κάθε συναίσθημα έχει τα δικά του θετικά και αρνητικά στοιχεία, ο τρόπος χρήσης των οποίων καθορίζει την επενδυτική επιτυχία (Charles & Kasilingam, 2015). Σύμφωνα με τον Speziale (2010), ο επενδυτής πρέπει να έχει μελετήσει επιμελώς τον κύκλο συναισθημάτων προκειμένου να έχει θετικά αποτελέσματα. Ο συνηθισμένος επενδυτής πουλάει στον «πανικό», ξεπουλάει τελείως στην «κατάθλιψη», αρχίζει πάλι να αγοράζει σταδιακά στην «ελπίδα» και επανέρχεται ως κανονικός επενδυτής στην «ευφορία». Ο επιτυχημένος επενδυτής δεν πουλάει ποτέ στον «πανικό» ή στην «κατάθλιψη», αλλά αντιθέτως επενδύει ακόμα περισσότερο στην «κατάθλιψη». Κάθε επενδυτής βιώνει τα στάδια του κύκλου των συναισθημάτων σε διαφορετική ένταση.

Η Russell Investments (2015) δημοσίευσε τους κύκλους που έχουν πραγματοποιηθεί στις αγορές από το 1984 μέχρι και σήμερα, υπολογίζοντάς τους με βάση τον S&P 500 Δείκτη Τιμών (σε δολάρια ΗΠΑ). Με τον τρόπο αυτό γίνεται ακόμα πιο αντιληπτός ο καταλυτικός ρόλος και η επίδραση των συναισθημάτων και των ζώδων ενστίκτων των επενδυτών στον κύκλο της οικονομίας.

Πίνακας 4.2.1

Οι κύκλοι των συναισθημάτων των επενδυτών από το 1984 έως σήμερα

	OPTIMISM THRILL EUPHORIA	COMPLACENCY DENIAL HOPE	PANIC CAPITULATION DESPONDENCY	SCPTICISM CAUTION WORRY
Market Cycle Return 1	119% AUG 1984 - AUG 1987 »Credit Boom. »Strong world economic growth.	-2% SEP 1987 » Irrational shareholder sentiment. »Peak of overinflated share values vs historical PEs.	-28% OCT 1987 – NOV 1987 »1987 Global stock market crash.	53% NOV 1987 – DEC 1989 »Share market recovery as value hunters sought to buy quality stocks cheaply.
Market Cycle Return 2	90% APRIL 97-SEP 2000 »Tech boom. Investor exuberance. »Emergence of 'new economy' sectors.	28% OCT 2000 – SEP 2001 »Tech wreck. »September 11 Terrorist Attacks.	-24% MAR 2002 – FEB 2003 »Reduced global economic growth forecasts. »Extended bear market. »Corporate accounting scandals.	42% MAR 2003 – MAY 2005 »Geopolitical uncertainty. »Refocus on world economic fundamentals. »Boom in resources in response to industrialisation of China.
Market Cycle Return 3	22% JUN 2005 - JUL 2007 »US home prices hit highs. »Credit boom. »Higher interest rates.	-20% AUG 2007 – SEP 2008 »Credit crunch. Sub-prime mortgage crisis. CDO failures. »Lehman Brothers declares bankruptcy.	-37% OCT 2008 – FEB 2009 »Global financial crisis »US and European recessions. Negative real GDP reported for major developed countries in Q4 2008.	174% MAR 2009 – OCT 2014 »Global share market recovery. »Deleveraging, slow economic growth.
Market Cycle Return 4	1% NOV 2014 -DEC 2015 »Unemployment rates falling. »Economy normalises. »Profit margins elevated.			

Πηγή: Russell Investments, The Cycle of Market Emotions, 2015

4.3 Ζωώδη ένστικτα

Το 1759 ο Adam Smith περιέγραψε την επίδραση της ανθρώπινης συμπεριφοράς στις αγορές, ωστόσο δεν συνυπολόγησε ότι οι άνθρωποι επηρεάζονται και από μη οικονομικά κίνητρα τα οποία πολλές φορές δεν είναι ορθολογικά.

Αντίθετα ο John Maynard Keynes (1936) ανέδειξε την επίδραση της ψυχολογίας στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Αναφέρθηκε στα συναισθήματα και τη διάθεση των επενδυτών καθώς και στον τρόπο με τον οποίο τα συναισθήματα επηρεάζουν τις χρηματιστηριακές αγορές. Ανέφερε χαρακτηριστικά ότι εφόσον οι άνθρωποι δεν είναι σίγουροι και έχουν αβεβαιότητα, πώς λαμβάνουν αποφάσεις; Οι αποφάσεις μπορούν να παρθούν μόνο ως αποτέλεσμα των ζωώδων ενστίκτων.

Τα επενδυτικά σφάλματα που οφείλονται στα ζώδη ένστικτα παρουσιάζονται για πρώτη φορά ολοκληρωμένα στο βιβλίο των G. Akerlof & R.J. Shiller «Animal Spirits» (2009). Ο όρος animal spirits προέχεται από τη λατινική φράση spiritus animalis και περιλαμβάνει τα συναισθήματα, τις συμπεριφορές και τις παρορμήσεις που συνδέονται στενά με την εξελικτική διαδικασία του ανθρώπου και το ένστικτο της επιβίωσης του. Βασικά συναισθήματα των ανθρώπων όπως ο φόβος, το άγχος, η χαρά, αποτελούν αυτοματοποιημένες αντιδράσεις για την προφύλαξη του ανθρώπου από τους διάφορους κινδύνους και τις έκτακτες καταστάσεις που πρέπει να αντιμετωπίσει.

Σύμφωνα με τους Akerlof και Shiller, οι βασικές πτυχές των ζώδων ενστίκτων που επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα είναι οι ακόλουθες:

- 1. Εμπιστοσύνη (Confidence):** Η επενδυτική συμπεριφορά συχνά ξεπερνά τα όρια της ορθολογικής προσέγγισης και αγγίζει τα όρια της παρόρμησης. Σε περιόδους ευημερίας, όπου δημιουργείται κλίμα ευφορίας και εμπιστοσύνης για την πορεία της οικονομίας, οι επενδυτές τείνουν να προβαίνουν σε αγορές ακαριαία, θεωρώντας ενστικτωδώς ότι οι επιλογές τους θα είναι επιτυχημένες, αγνοώντας ορθολογικές διαδικασίες λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Αντίθετα, σε περιόδους αβεβαιότητας αποσύρονται και πουλάνε, διστάζοντας να επενδύσουν σε ορθολογικά αξιόλογες αγορές. Η οικονομική ιστορία είναι γεμάτη από τέτοιους κύκλους εμπιστοσύνης και αβεβαιότητας, που επηρεάζουν καταλυτικά την επενδυτική συμπεριφορά και συνεπακόλουθα τη μακροοικονομία, χωρίς να είναι δυνατόν να προβλεφθούν με τα παραδοσιακά μοντέλα.
- 2. Δικαιοσύνη (Fairness):** Το αίσθημα δικαίου, η δίκαια μεταχείριση αποτελεί βασική ανθρώπινη ανάγκη. Συνδεόμενη άρρηκτα με το αίσθημα εμπιστοσύνης και αποδοτικής συνεργασίας, η αντίληψη που έχουμε για το δίκαιο καθορίζει σε μεγάλο βαθμό τις οικονομικές μας αποφάσεις, ιδιαίτερα την αίσθηση μας για την αξία προϊόντων και υπηρεσιών. Σύμφωνα μάλιστα με τους Akerlof και Shiller, ακόμα και βασικά οικονομικά φαινόμενα, όπως η ακούσια ανεργία και η σχέση μεταξύ πληθωρισμού και συνολικής παραγόμενης ποσότητας, μπορούν να ερμηνευθούν ευκολότερα όταν συνυπολογιστεί ο παράγοντας της ανθρώπινης ανάγκης για δίκαια μεταχείριση.

- 3. Διαφθορά και κακή βούληση (Corruption and Bad Faith):** Ο πειρασμός του εύκολου και γρήγορου κέρδους ενδέχεται να οδηγήσει σε κακόβουλη (κακόπιστη) οικονομική δραστηριότητα και συμπεριφορά αρπακτικού (predatory activity). Αλλαγές στους μηχανισμούς ελέγχου της αγοράς, στις ποινές που προβλέπονται για οικονομικής φύσεως παραβατικές συμπεριφορές, στη γενικότερη ανοχή της πολιτείας στη διαφθορά, αλλά ακόμα και η ίδια η δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων ενδέχεται να μεταβάλλουν άλλοτε ευνοϊκά και άλλοτε δυσμενώς τις συνθήκες ανάπτυξης κακόβουλης συμπεριφοράς.

Χαρακτηριστικά οι Akerlof και Shiller συνδέουν τις τρεις τελευταίες υφέσεις στις ΗΠΑ (1990-1991, 2001, 2007) με σκάνδαλα διαφθοράς, που υποκεινόμενα από το ένστικτο της απληστίας ευνοήθηκαν από τις ιδιαίτερες συνθήκες της αγοράς.

- 4. Ψευδαίσθηση του Χρήματος (Money Illusion):** Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα της μοντέρνας μικροοικονομίας είναι η υπόθεση ότι οι άνθρωποι μπορούν να δουν και να αντιληφθούν την έννοια του πληθωρισμού. Αυτό δυστυχώς αποτελεί μια λανθασμένη υπόθεση.

Οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι οι ορθολογικοί άνθρωποι παίρνουν αποφάσεις μόνο με βάση το τι μπορούν να αγοράσουν και να πουλούν στην αγορά με τον ονομαστικό μισθό τους. Σε μια αγορά που δεν υπάρχει η ψευδαίσθηση του χρήματος οι αποφάσεις για τις τιμές των αγαθών και των μισθών θα επηρεάζονταν μόνο από το σχετικό κόστος και τις σχετικές τιμές και όχι από την ονομαστική αξία τους. Δυστυχώς τα άτομα σκέφτονται και ενεργούν σε ονομαστικές αξίες και όχι σε πραγματικούς όρους αγνοώντας την πραγματική αξία του χρήματος και τις συνέπειες του πληθωρισμού. Όλο το οικονομικό σύστημα χρησιμοποιεί ονομαστικές αξίες στα συμβόλαια, τους μισθούς, τις τιμές των ακινήτων και των προϊόντων, ενώ επικρατεί άρνηση στη χρησιμοποίηση δεικτών προκειμένου να αποπληθωριστούν οι αξίες των αγαθών.

Η σημαντικότερη αρνητική επίδραση του πληθωρισμού αφορά στη συνταξιοδότηση των ατόμων. Για τους νέους, η περίοδος της συνταξιοδότησης είναι μια μακρινή πραγματικότητα, με αποτέλεσμα να αδυνατούν να συνειδητοποιήσουν ότι ακόμα και χαμηλοί ρυθμοί πληθωρισμού είναι δυνατόν να έχουν σημαντικότερες επιπτώσεις στο πραγματικό μελλοντικό τους βιοτικό επίπεδο και στην ποιότητα της ζωής τους. Ένα χαμηλό επίπεδο πληθωρισμού της τάξης του 4% ετησίως, σε ορίζοντα 30 ετών οδηγεί σε μείωση της πραγματικής αξίας του χρήματος κατά 70% (Φίλιππας, 2013).

5. Ιστορίες (Stories): Ο ανθρώπινος νους έχει την τάση να δημιουργεί συνθήκες, όρους, συνθέσεις και συχνότητες με ένα δικό του λογικό και δυναμικό τρόπο. Σε αρκετούς ανθρώπους κινητήριος δύναμη αποτελεί ένα γεγονός που συνέβη στη ζωή τους (η ιστορία της ζωής τους). Μια ιστορία την οποία λένε στον εαυτό τους και δημιουργούν το πλαίσιο με το οποίο θα λειτουργήσουν και θα δράσουν. Οι μεγάλοι ηγέτες είναι πρώτα από όλα δημιουργοί ιστοριών. Ο μηχανισμός της μνήμης γύρω από τις ιστορίες φαίνεται πιο ξεκάθαρα στους μεγαλύτερους ανθρώπους, οι οποίοι έχουν χάσει κάποια από την διανοητική τους οξύτητα. Βλέπουμε να επαναλαμβάνουν την ίδια ιστορία ξανά και ξανά, αποκαλύπτοντας την δύναμη των ιστοριών που ζωντανεύουν την ανθρώπινη δράση.

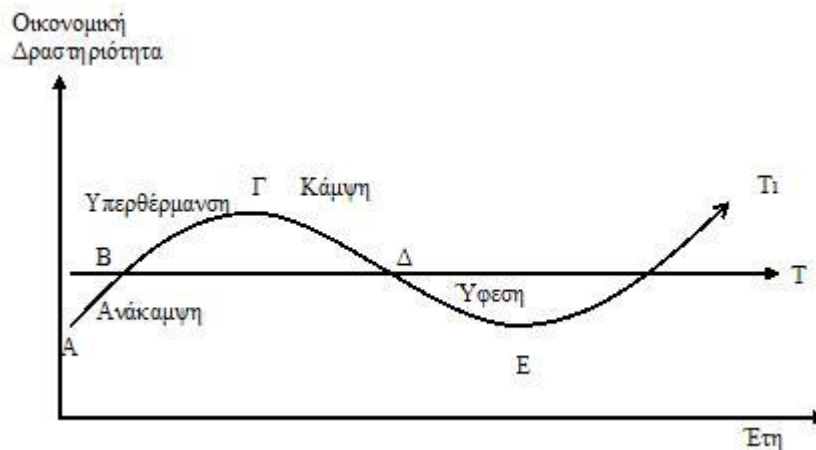
5 Οι μεγαλύτερες Οικονομικές Κρίσεις

5.1 Εισαγωγή

Απόρροια των σημαντικών εξελίξεων και των σύγχρονων τάσεων που διαμορφώνονται στο Διεθνές Χρηματοοικονομικό Σύστημα από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 έως σήμερα είναι η αστάθεια που προκαλείται στις αγορές, εξαιτίας της πληθώρας των χρηματοοικονομικών εργαλείων, της αβεβαιότητας που δημιουργούν και της επιδίωξης κέρδους από κυβερνήσεις, επιχειρήσεις και ιδιώτες. Αποτέλεσμα των παραπάνω γεγονότων, είναι η αυξημένη κινητικότητα των κεφαλαίων, η οποία σε περιόδους αβεβαιότητας του εξωτερικού περιβάλλοντος, προκαλεί οικονομικές κρίσεις και συνεπώς μακροοικονομικές ανισορροπίες, με αύξηση της ανεργίας, του πληθωρισμού, των ελλειμμάτων, συρρίκνωση του ΑΕΠ κτλ. Στο παρόν κεφάλαιο θα περιγράψουμε τις κυριότερες οικονομικές κρίσεις μέχρι σήμερα και τη σύνδεσή τους με τη ψυχολογία των αγορών. Με την ιστορική ανασκόπηση των γεγονότων θα δούμε τη δημιουργία αστάθειας στο οικονομικό σύστημα και την πρόκληση οικονομικών κρίσεων, με στόχο την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων και διδαγμάτων για τη μη ορθολογική λειτουργία των επενδυτών και την αναποτελεσματικότητα των αγορών.

Οι οικονομικές κρίσεις αποτελούν ένα συνηθισμένο φαινόμενο στην παγκόσμια οικονομική ιστορία. Διαπιστώθηκε ότι επικρατεί μια διάδοχη κατάσταση, η οποία χαρακτηρίζεται από περιόδους ευημερίας, στασιμότητας και κρίσεων. Οικονομική κρίση, ονομάζεται το φαινόμενο όπου μια οικονομία παρουσιάζει διαρκή και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας. Η έννοια της Οικονομικής δραστηριότητας, αναφέρεται σε όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, όπως η εργασία, το ΑΕΠ, οι τιμές, η αποταμίευση, η κατανάλωση, οι επενδύσεις κλπ. Ο πιο σημαντικός δείκτης οικονομικής δραστηριότητας, είναι οι επενδύσεις, οι οποίες, όταν αυξομειώνονται, παρασύρουν τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη. Η Οικονομική κρίση αποτελεί τη μία από τις δύο φάσεις των οικονομικών διακυμάνσεων στον Οικονομικό κύκλο και συγκεκριμένα, τη φάση της καθόδου, δηλαδή την περίοδο όπου η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε μια συνεχή συρρίκνωση.

Διάγραμμα 5.1
Οι φάσεις του Οικονομικού κύκλου



Οι οικονομικές κρίσεις, διαφέρουν ως προς την φύση, την ένταση, την γεωγραφική έκταση, τον αντίκτυπο και τη χρονική διάρκεια. Η βιβλιογραφία διαφοροποιεί τις οικονομικές κρίσεις σε τραπεζικές κρίσεις, σε νομισματικές κρίσεις, σε κρίσεις χρέους και χρηματιστηριακές κρίσεις. Θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι σαφής διαχωρισμός μεταξύ των διαφόρων τύπων των οικονομικών κρίσεων είναι δύσκολο να πραγματοποιηθεί. Η δυσκολία έγκειται στο ότι είναι δυνατό να συνυπάρχουν έως δύο ή τρεις διακριτές έννοιες της οικονομικής θεωρίας (Portes 1998).

5.2 Η μανία της τουλίπας στην Ολλανδία (1630 - 1640)

Τη δεκαετία του 1630 εμφανίζεται η πρώτη οικονομική «φούσκα» της σύγχρονης ιστορίας, γνωστή και ως «τουλιπομανία». Εκείνη την εποχή η Ολλανδία ήταν μια μεγάλη ναυτική δύναμη, η οποία διακινούσε το 50% του θαλάσσιου εμπορίου στην Ευρώπη. Το 1602, ολλανδικές εταιρείες που συναλλάσσονταν με τις ανατολικές Ινδίες συνεργάστηκαν για να ιδρύσουν το 1621 την Dutch East India Company, η οποία ανέπτυξε συναλλαγές με το λεγόμενο «Νέο Κόσμο» και τη δυτική Αφρική. Η έντονη εμπορική δραστηριότητα και η διεθνής επιρροή μιας μεγάλης αποικιακής αυτοκρατορίας κατέστησαν το Άμστερνταμ ένα σημαντικό πόλο οικονομικής ανάπτυξης και προσέφεραν στους Ολλανδούς ένα από τα υψηλότερα επίπεδα διαβίωσης στον κόσμο. Σε αυτήν τη «χρυσή περίοδο» οι τουλίπες έκαναν την εμφάνισή τους στην Ολλανδία.

Ο Conrad Gesner ήταν ο πρώτος που έφερε τους βολβούς τουλίπας από την Κωνσταντινούπολη στην Ολλανδία και στη Γερμανία το 1559, όπου έγιναν περιζήτητοι αρχικά μεταξύ των πλουσίων της εποχής. Μέχρι το 1634, η μανία για την κατοχή των πολυπόθητων βολβών είχε περάσει και στη μεσαία τάξη. Έμποροι και μαγαζάτορες άρχισαν να συναγωνίζονται για τις τιμές των βολβών. Οι αγοραστές πλήρωναν μια περιουσία για ένα βολβό τουλίπας, όχι με την προοπτική μεταπώλησής του αλλά κυρίως για την προσωπική τους ευχαρίστηση και την κοινωνική τους προβολή. Αργότερα, επενδυτές ξεκίνησαν να συγκεντρώνουν βολβούς τουλίπας με σκοπό να τους μεταπωλήσουν και να αποκομίσουν κέρδη λόγω της συνεχούς αύξησης της τιμής τους.

Οι τιμές συνέχισαν να αυξάνονται μέχρι το 1635, όταν υπήρχαν άτομα που διέθεταν σημαντικές περιουσίες (π.χ. 100.000 φλορίνια) για τη αγορά 40 βολβών. Διάφοροι βολβοί κυμαίνονταν από 1.260 έως 5.500 φλορίνια ο καθένας, ανάλογα με το χρώμα και τη σπανιότητα του είδους τους. Στις αρχές του φθινοπώρου του 1636 οι πιο συνετοί ξεκίνησαν να πωλούν τους βολβούς που είχαν στην κατοχή τους. Οι τιμές ξεκίνησαν να πέφτουν με αργό ρυθμό στην αρχή και αργότερα με πολύ γρηγορότερο. Σύντομα η εμπιστοσύνη χάθηκε και ο πανικός κυριέυσε την αγορά. Μέσα σε έξι εβδομάδες η τιμή της τουλίπας έπεσε πάνω από 90%. Οι προσπάθειες ανάκαμψης απέτυχαν και οι τιμές συνέχισαν να πέφτουν (Φίλιππας, 2008).

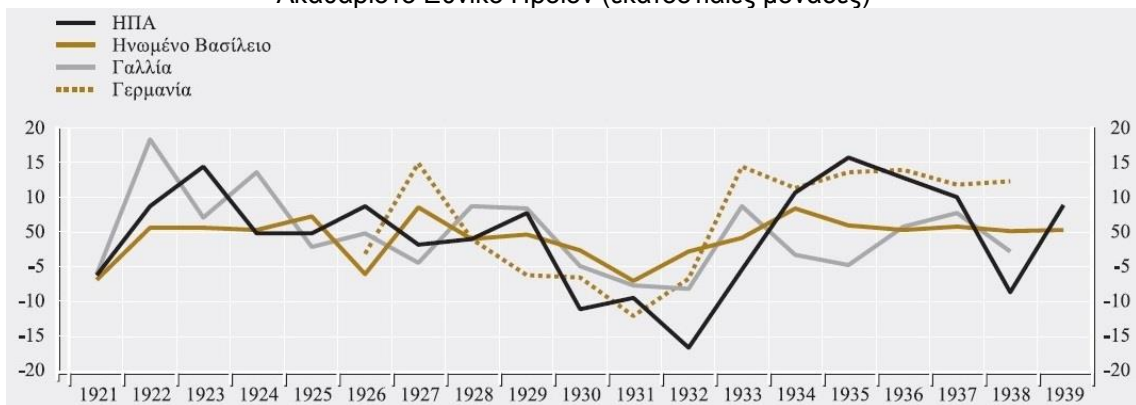
5.3 Το κραχ του 1929

Ως μεγαλύτερη οικονομική κρίση στην παγκόσμια ιστορία καταγράφεται το κραχ του 1929. Την Πέμπτη 24 Οκτωβρίου του 1929 (Μαύρη Πέμπτη) η Wall Street έκλεισε με απώλειες 13%. Οι μετοχές είχαν πέσει αναπάντεχα, γεγονός ασυνήθιστο, καθώς οι τιμές είχαν ανοδική πορεία για δέκα συνεχόμενα έτη. Είχε προηγηθεί ένας αγώνας κερδοσκοπίας με αφορμή την ανάδυση νέων τεχνολογιών και συγκεκριμένα του ραδιοφώνου και της αυτοκινητοβιομηχανίας. Σημαντικό ρόλο έπαιξε ο πανικός και η αγελαία συμπεριφορά των επενδυτών, οι οποίοι πουλούσαν μετοχές σε ταχύτατους ρυθμούς, ωστόσο καταλυτικός ήταν ο ρόλος των τραπεζών και της κυβέρνησης. Οι μεν πρώτες συμμετείχαν άμεσα στις κερδοσκοπικές κινήσεις, ενώ η δεύτερη δεν επενέβησαν τη στιγμή που ήταν απαραίτητο.

Αναζητώντας τα βαθύτερα αίτια της κρίσης, εντοπίζουμε μια ανισορροπία στην οικονομία των ΗΠΑ, από όπου και ξεκίνησε η κρίση. Η υπερπαραγωγή πρώτων υλών

και γεωργικών προϊόντων οδήγησε στην πτώση των τιμών και τη μείωση της αγοραστικής δύναμης των αγροτών. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τις υπεραισιόδοξες βιομηχανικές επενδύσεις στους αναδυόμενους τεχνολογικούς τομείς, είχε ως αποτέλεσμα η προσφορά να ξεπερνάει τη ζήτηση στην αγορά. Αυτό που ακολούθησε δεν είχε προηγούμενο. Η Wall Street κατέρρευσε, με τους επενδυτές να χάνουν συνολικά 4 δις. Δολάρια.

Διάγραμμα 5.3
Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (εκατοστιαίες μονάδες)



Πηγή: ΤτΕ

Παράλληλα, διεθνώς επικρατούσε ένα ευάλωτο κλίμα καθώς οι οικονομίες όλων των χωρών ήταν εξασθενημένες από τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο. Το γερμανικό και το βρετανικό εμπόριο είχαν σημειώσει σημαντική πτώση, ενώ ο αμερικανικός προστατευτισμός και η εμμονή στην αποπληρωμή των δανείων από τις ευρωπαϊκές χώρες επιδείνωσαν περισσότερο το πρόβλημα. Η Γερμανία και η Αυστρία επλήγησαν πρώτες. Στη συνέχεια, ο πανικός εξαπλώθηκε σε όλους τους χρηματιστηριακούς κύκλους της Ευρώπης. Επιχειρήσεις και τράπεζες κατέρρευσαν αλυσιδωτά προκαλώντας παγκόσμια οικονομική ύφεση. Τέλος, ο αριθμός των ανέργων εκτινάχθηκε κοντά στα 3 εκατομμύρια.

Οι αντιδράσεις που ακολούθησαν δεν ήταν συντονισμένες. Τα κράτη δεν επιδίωξαν την ευρύτερη διεθνή συνεργασία και προτίμησαν να περιοριστούν στη ρύθμιση της εθνικής τους πολιτικής μειώνοντας τις δαπάνες τους. Στον αντίποδα, στις ΗΠΑ ο Franklin Roosevelt με τη πολιτική του New Deal προσπάθησε να αναθερμάνει την οικονομία αυξάνοντας τις κρατικές δαπάνες.

Όπως ήταν αναμενόμενο, οι επιπτώσεις της κρίσης επηρέασαν και την Ελλάδα. Το Χρηματιστήριο Αθηνών έκλεισε επ' αόριστον και τα αποθέματα της Τράπεζας της Ελλάδος σε συνάλλαγμα και χρυσό εξανεμίστηκαν λόγω του πανικού και της κερδοσκοπίας. Ακολούθησε η μείωση των εισαγωγών και η διαμόρφωση μιας συναλλαγματικής πολιτικής ιδιαίτερα προστατευτικής με έντονο τον κρατικό παρεμβατισμό. Τέλος, η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος συνοδεύτηκε από την επιβολή καθεστώτος αναγκαστικής κυκλοφορίας της δραχμής, κατάργηση της αγοράς συναλλάγματος και αναστολή πληρωμών χρεολυσίων και τόκων για το σύνολο των κρατικών δανείων.

Ενδεικτικό του αντίκτυπου της κρίσης είναι ότι η αμερικανική οικονομία χρειάστηκε μια δεκαετία για να συνέλθει. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι σε αυτό λειτούργησε καταλυτικά ο Β' Παγκόσμιος Πόλεμος, καθώς οι τεράστιες στρατιωτικές δαπάνες εκμηδένισαν την ανεργία και εκτόξευσαν την ανάπτυξη.

5.4 Οι Πετρελαϊκές κρίσεις, (1973 - 1974 & 1979 - 1980)

Η πρώτη πετρελαϊκή κρίση παρουσιάστηκε την περίοδο του Αραβο-Ισραηλινού πολέμου του Yom Kippur (1973-1974). Κατά την περίοδο αυτή σημειώθηκε μεγάλη αύξηση στις τιμές του πετρελαίου, εξαιτίας του πετρελαϊκού εμπάργκο των Αραβικών χωρών απέναντι στις ΗΠΑ και την Ολλανδία. Επιπρόσθετα, μειώθηκε η άντληση και προσφορά πετρελαίου στα πλαίσια της συμφωνίας του OPEC. Η αντίδραση αυτή ήταν αποτέλεσμα της έντονης υποστήριξης του Ισραήλ από τις ΗΠΑ κατά τη έναρξη του Αραβο-Ισραηλινού πολέμου. Οι Αραβικές χώρες χρησιμοποίησαν το πετρέλαιο ως μέσο διπλωματικής πίεσης αυξάνοντας την τιμή του (περίπου 70%) και επιβάλλοντας πετρελαϊκό εμπάργκο στις χώρες οι οποίες στήριζαν το Ισραήλ στον πόλεμο. Τα επόμενα χρόνια ο OPEC αναπροσάρμοζε την τιμή του πετρελαίου ανάλογα με τις συναλλαγματικές υποτιμήσεις. Η αύξηση της τιμής το 1973, αποτέλεσε το φυσικό επακόλουθο της λογικής προσαρμογής στις νέες συνθήκες, που δημιουργήθηκαν μετά την αποδέσμευση από τον κανόνα του χρυσού, καθώς πλέον, η τιμή εκφραζόταν σε διαφορετικό προϊόν. Ήταν η απαρχή μιας μακρόχρονης περιόδου όπου το πετρέλαιο θα όριζε τον νέο πολιτικό χάρτη και οι κυβερνήσεις των κρατών-μελών του OPEC, ανασχεδίαζαν την ενεργειακή τους πολιτική.

Παρόλο που η διάρκεια του εμπάργκο ήταν σχετικά σύντομη, (19-10-1973 έως 17-03-1974) καταγράφηκε κατακόρυφη πτώση των χρηματιστηριακών αγορών των

αναπτυγμένων χωρών και αύξηση της ανεργίας, ενώ οι τιμές του πετρελαίου παρέμειναν υψηλές. Οι κυβερνήσεις αντέδρασαν με επεκτατικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές, αυξάνοντας δηλαδή την ποσότητα χρήματος και τις κρατικές δαπάνες, προκειμένου να τονώσουν τη ζήτηση. Τα μέτρα αυτά δεν απέδωσαν άμεσα, καθώς το σύνολο των καταναλωτών μείωσε τις δαπάνες του δραστικά. Η ανησυχία και ο φόβος για επιπλέον ελάττωση της αγοραστικής του ικανότητας οδήγησε ακόμα και σε μείωση της κατανάλωσης προϊόντων πρώτης ανάγκης. Τελικά η διεθνής οικονομική κοινότητα ανέκαμψε σταδιακά από την ύφεση. Εκείνο όμως που στάθηκε ανίκανο να αντιμετωπιστεί ήταν η υψηλή ανεργία που δημιουργήθηκε.

Παρόμοια γεγονότα εκτυλίχθηκαν και στη δεύτερη πετρελαϊκή κρίση, η οποία σημειώθηκε την περίοδο της Ισλαμο-Ιρανικής επανάστασης (1979-1980). Η πολιτική αναταραχή στο Ιράν επηρέασε σημαντικά τον πετρελαϊκό τομέα της χώρας προκαλώντας μείωση της παραγωγής και των εξαγωγών. Παρά την αύξηση της παραγωγής πετρελαίου από τον OPEC, οι τιμές εκτοξεύτηκαν. Το πρόβλημα έγινε εντονότερο εξαιτίας του πανικού και της σπασμωδικής αντίδρασης των αγορών και των επενδυτών. Αξιοσημείωτο γεγονός αποτελεί η διακήρυξη του περίφημου «Δόγματος Carter» τον Ιανουάριο του 1980, όπου ενδεχόμενη πετρελαϊκή κρίση για τις ΗΠΑ θα ισοδυναμούσε με πόλεμο. Ως συνέπεια αυτού, οποιαδήποτε απόπειρα παρέμβασης σε βάρος των συμφερόντων της Αμερικής στην περιοχή του κόλπου, θα ισοδυναμούσε με επίθεση εναντίον της Αμερικής.

5.5 Η Κρίση Χρέους του 1980 στην Λατινική Αμερική

Το πλήγμα της δεκαετίας του 1970 εξαιτίας των πετρελαϊκών κρίσεων και η επιβράδυνση της παραγωγικότητας των βιομηχανικών χωρών, σε συνδυασμό με την κατάργηση του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών του Bretton Woods, σήμαναν την αρχή μιας περιόδου χαμηλών μακροοικονομικών επιδόσεων για τις περισσότερες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής. Οι κυβερνήσεις αύξησαν τις δαπάνες τους για να ικανοποιήσουν το αίτημα για μεγαλύτερη κοινωνική ισότητα, ενώ την ίδια περίοδο η αυξημένη δημόσια ζήτηση επεδίωξε να αντισταθμίσει τις επιπτώσεις του ακριβού πετρελαίου.

Η αύξηση της τιμής του πετρελαίου είχε οδηγήσει στην αποκόμιση τεράστιων κερδών για τις χώρες του OPEC και την κατάθεση αυτών των χρημάτων στις μεγαλύτερες Αμερικάνικες τράπεζες. Οι τράπεζες με σκοπό τη χρηματοδότηση της εκβιομηχάνισης

και τη στήριξη των επεκτατικών δημοσιονομικών πολιτικών των χωρών της Λατινικής Αμερικής προχώρησαν σε επιθετική και αλόγιστη εκταμίευση δανείων. Στις αρχές της δεκαετίας του 1980 προκλήθηκε μια διεθνής κρίση χρέους, καθώς οι λιγότερο αναπτυσσόμενες χώρες της Λατινικής Αμερικής και της Αφρικής αθέτησαν την αποπληρωμή του χρέους τους.

Από την δεκαετία του 1960 πολλές χώρες της Λατινικής Αμερικής, με κυριότερες τη Βραζιλία, την Αργεντινή και το Μεξικό, δανείστηκαν τεράστια ποσά από διεθνείς πιστωτές για την χρηματοδότηση της εκβιομηχάνισής τους. Τα κεφάλαια αυτά προκάλεσαν ραγδαία ανάπτυξη των οικονομιών τους εφησυχάζοντας τους πιστωτές τους για την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεών τους και συνέχισαν να τους παρέχουν νέα δάνεια. Στην προσπάθεια ενίσχυσης των εσόδων τους, αύξησαν την έκδοση χρήματος με υψηλούς ρυθμούς με αποτέλεσμα την έκρηξη του πληθωρισμού και του εξωτερικού χρέους. Με την αύξηση των επιτοκίων στις ΗΠΑ και την Ευρώπη το 1979, οι πληρωμές του χρέους αυξήθηκαν καθιστώντας δυσκολότερη την εξυπηρέτηση του. Η επιδείνωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι του δολαρίου, οδήγησε σε κατακόρυφη αύξηση της ονομαστικής αξίας του χρέους των χωρών της Λατινικής Αμερικής. Επιπρόσθετα, η συρρίκνωση του παγκόσμιου εμπορίου το 1981 προκάλεσε αύξηση των τιμών των πρωτογενών πόρων και οι μεγάλες εξαγωγές των χωρών της Λατινικής Αμερικής άρχισαν να μειώνονται. Η επικίνδυνη συσσώρευση εξωτερικού χρέους σημειώθηκε επί σειρά ετών και η κρίση χρέους εκδηλώθηκε όταν οι διεθνείς αγορές αντιλήφθηκαν ότι οι χώρες αυτές δεν ήταν σε θέση να αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Με τον εγχώριο πληθωρισμό των χωρών αυτών σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από τον πληθωρισμό των ΗΠΑ και με τα νομίσματά τους να έχουν υποστεί μικρότερη υποτίμηση από τη διαφορά πληθωρισμού, οι χώρες αυτές αντιμετώπισαν μια πραγματικά μεγάλη ανατίμηση και ελλείμματα στα ισοζύγια πληρωμών τους. Οι κερδοσκοπικές επιθέσεις, με κύριο χαρακτηριστικό την αλόγιστη εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων, ανάγκασαν τη λήψη έκτακτων μέτρων όπως τη μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων.

Αρχικά, οι βιομηχανικές χώρες με τη βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), προσπάθησαν να πείσουν τις μεγάλες τράπεζες να συνεχίσουν τη χορήγηση δανείων, με κύριο επιχείρημα πως ένας συντονισμένος δανεισμός ήταν ο καλύτερος τρόπος εξασφάλισης της εξυπηρέτησης των προηγούμενων χρεών. Οι πολιτικοί όμως στις βιομηχανικές χώρες ανησυχούσαν πως τραπεζικοί κολοσσοί, όπως η Citicorp και η Bank of America, θα μπορούσαν να χρεοκοπήσουν στην περίπτωση μιας γενικευμένης παύσης πληρωμών, παρασύροντας μαζί τους όλο το διεθνές

χρηματοπιστωτικό σύστημα. Μπροστά στον κίνδυνο αυτό, το 1989 οι ΗΠΑ φοβούμενες τη δημιουργία πολιτικής αστάθειας, πίεσαν τις Αμερικάνικες τράπεζες να απομειώσουν με κάποιο τρόπο το χρέος των χωρών. Το 1990 οι τράπεζες συμφώνησαν να μειώσουν το χρέος του Μεξικού κατά 12% και μέσα σε ένα χρόνο ανάλογες συμφωνίες έγιναν με την Κόστα Ρίκα, την Βενεζουέλα και την Ουρουγουάη. Όταν η Αργεντινή και η Βραζιλία κατέληξαν σε μια προσωρινή συμφωνία με τους πιστωτές τους το 1992, φάνηκε ότι το πρόβλημα του χρέους είχε τελικά επιλυθεί.

5.6 Η «Μαύρη Δευτέρα» του 1987

Από τα μέσα της δεκαετίας του '80 και σχεδόν μία δεκαετία μετά την τελευταία κρίση παρατηρήθηκε μία σημαντική οικονομική ανάκαμψη. Οι οικονομίες αναπτύχθηκαν και πάλι, ο πληθωρισμός υποχώρησε και οι χρηματιστηριακές αγορές ευημερούσαν. Η ταχύτατη πτώση των μετοχών που ακολούθησε, τον Οκτώβριο του 1987, έφερε μνήμες από τον Οκτώβριο του 1929. Τη Δευτέρα 19 Οκτωβρίου του 1987 ο δείκτης Dow Jones έχασε το 22% της αξίας του μέσα σε λίγες ώρες, δίνοντας το έναυσμα για ένα μαζικό ξεπούλημα μετοχών στην Ευρώπη και την Ιαπωνία.

Τα αίτια της κρίσης προκύπτει ότι ήταν μακροοικονομικά και πολιτικά. Τα στοιχεία για το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ το Σεπτέμβριο ήταν δυσμενή. Ταυτόχρονα, οι εξελίξεις στο πολιτικό σκηνικό ήταν αρνητικές καθώς ο πρόεδρος Reagan δεν ήταν σε θέση, για λόγους υγείας, να ελέγχει την κατάσταση στις ΗΠΑ και η κρίση στον Περσικό Κόλπο κλιμακωνόταν.

Όσον αφορά την Ελλάδα και το Χρηματιστήριο Αθηνών, παρατηρήθηκε πρωτοφανής πτώση των τιμών των μετοχών, ενώ έμεινε κλειστό από τις 20 Οκτωβρίου έως τις 23 Οκτωβρίου του 1987. Ακόμα και όταν άνοιξε, η πτώση συνέχισε να είναι σημαντική και η απογοήτευση ήταν διάχυτη στους επενδυτές.

Βέβαια, αυτή τη φορά ο αντίκτυπος της κρίσης δεν ήταν τόσο έντονος όσο 1929. Η αμερικανική οικονομία ήταν πλέον πιο ισχυρή και ανθεκτική σε τέτοιου είδους κρίσεις. Επιπλέον, η επέμβαση της κυβέρνησης και της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ, με τη διάθεση μεγάλων ποσοτήτων ρευστότητας στην αγορά, υπήρξε καθοριστική. Παρόλα αυτά, θεωρείται ότι η εν λόγω κρίση σήμανε μια νέα μείωση της οικονομικής δραστηριότητας που παρατηρήθηκε την περίοδο 1989–1992 στην παγκόσμια οικονομία.

5.7 Η Οικονομική κρίση στη Φινλανδία τη δεκαετία του 1990

Η έλλειψη θεσμικού πλαισίου, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες και τα προβλήματα στον τραπεζικό τομέα, επηρέασαν την κυβέρνηση της Φινλανδίας, η οποία δεν μπόρεσε να συγκρατήσει την οικονομική κρίση, που επεκτάθηκε σε όλο το φάσμα της παραγωγικής οικονομίας της.

Εκτός από τη διεθνή μακροοικονομική αστάθεια, βασική αιτία αποτέλεσε η απελευθέρωση της Φινλανδικής αγοράς από τη δεκαετία του 1980, κάτι που οδήγησε σε αύξηση της πιστωτικής επέκτασης, άνοδο του χρηματιστηρίου και της κτηματαγοράς, εισροή επενδύτων και κερδοσκόπων, θυμίζοντας ένα «καπιταλιστικό καζίνο» όπως στις χώρες της Λατινικής Αμερικής. Η διαρκής δανειοδότηση της SKOPBANK σε μακροχρόνιες χρηματιστηριακές επενδύσεις και επιχειρηματικά δάνεια, έφεραν κρίση αξιοπιστίας και τον κίνδυνο της χρεοκοπίας της Φινλανδίας, όταν η SKOPBANK κατέρρευσε. Η κρίση επεκτάθηκε στο σύνολο του φινλανδικού τραπεζικού συστήματος.

Η φούσκα στην αγορά των ακινήτων και γεινκά στην αγορά των assets είχε μόλις «σκάσει». Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων άρχισαν να πέφτουν και η πλειοψηφία των επενδυτών προσπαθούσε να τα ρευστοποιήσει σε οποιαδήποτε τιμή, συμβάλλοντας με εντονότερο ρυθμό (feedback trading) στην απαξίωση των τιμών τους με αποτέλεσμα η αγορά να καταρρεύσει. Παρ'όλη τη σειρά μέτρων που ακολούθησε, όπως εξαγορές τραπεζών, οικονομική στήριξη και προσωρινές εγγυήσεις από τη Φινλανδική κυβέρνηση, οι οποίες προσωρινά συγκράτησαν την κατάσταση, είχε πληγεί η αξιοπιστία του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος και η σταθερότητα των πολιτικών της δομών. Το αίσθημα της ευφορίας διαδέχθηκε εκείνο του φόβου, της απόγνωσης και τελικά του πανικού.

Η χρηματοπιστωτική κρίση στην Φινλανδία διαχύθηκε και εκτός συνόρων, πλήττοντας το χρηματοπιστωτικό σύστημα και άλλων Σκανδιναβικών χωρών, όπως η Νορβηγία και η Σουηδία.

5.8 Η «Κρίση της Τεκίλα» στο Μεξικό το 1994

Το Μεξικό σε μια προσπάθεια μείωσης των ελλειμμάτων και του δημοσίου χρέους, ξεκίνησε στο τέλος της δεκαετίας του 1980 την εφαρμογή ενός προγράμματος μεταρρυθμίσεων, με πρωταρχικό στόχο τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής

ισοτιμίας. Συνέδεσε το νόμισμά του (πέσο) με το Αμερικάνικο δολάριο, υιοθετώντας το σύστημα της διολισθαίνουσας ισοτιμίας και στα τέλη του 1991 κατέληξε σε ένα σύστημα μεταβαλλόμενων περιθωρίων διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματός του. Κατά συνέπεια, υπήρχε η ευελιξία να κρατηθεί η ισοτιμία κοντά στο ανώτατο όριο ανατίμησης, κάτι το οποίο και επιτεύχθηκε. Το 1994, μια σειρά γεγονότων όπως οι εσωτερικές κοινωνικές διαμάχες (δύο πολιτικές δολοφονίες), η επερχόμενη προεδρική αλλαγή και οι φόβοι για υποτίμηση του νομίσματος, οδήγησαν τα αποθέματα συναλλάγματος του Μεξικό να πέσουν σε χαμηλά επίπεδα. Επιπρόσθετα, η παροχή κυβερνητικών πιστώσεων σε τράπεζες οι οποίες έχασαν τα δάνεια που είχαν χορηγήσει σε πελάτες τους, ελλείπει ρυθμιστικών κανόνων και θεσμικού πλαισίου, αποτέλεσε σημαντικό παράγοντα στην εκροή ξένου συναλλάγματος.

Με την επικύρωση της συνθήκης της NAFTA (North American Free Trade Agreement) το 1994 μεταξύ Αμερικής, Καναδά και Μεξικό, οι πολιτικοί ηγέτες του Μεξικό πίστευαν στη βελτίωση του οικονομικού κλίματος κυρίως μέσω αύξησης των ξένων επενδύσεων. Δυστυχώς όμως, εκτός της αύξησης των ξένων επενδύσεων, παράλληλα αυξανόταν το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και το βραχυπρόθεσμο χρέος της χώρας, ιδιαίτερα μετά την απόφαση έκδοσης ομολόγων σε δολάρια (tesobonos), τα οποία προσέφεραν σημαντικές αποδόσεις για διάρκειες μικρότερες του έτους.

Τα λάθη των Μεξικανών, η υπερτίμηση του νομίσματος και η επέκταση αντί του περιορισμού της πίστωσης, οδήγησαν τη χώρα για άλλη μια φορά σε ένα φαύλο κύκλο αποσταθεροποίησης. Τελικά η κυβέρνηση του Μεξικό πήρε την απόφαση και υποτίμησε το πέσο κατά 15%, προκαλώντας κερδοσκοπικές επιθέσεις, με αποτέλεσμα την ελεύθερη διακύμανση του νομίσματος και την μαζική φυγή κεφαλαίων. Η κρίση γρήγορα επεκτάθηκε και σε άλλες χώρες της Λατινικής Αμερικής και κυρίως την Αργεντινή. Ο εφιάλτης της αθέτησης πληρωμών της δεκαετίας του 1980 επέστρεψε και η χώρα απέφυγε την καταστροφή με την συνδρομή του ΔΝΤ και του Αμερικάνικου υπουργείου οικονομικών, το οποίο χρησιμοποίησε το «αποθεματικό συναλλαγματικής σταθεροποίησης», ένα μεγάλο ποσό το οποίο φυλάσσεται για έκτακτες και επείγουσες παρέμβασης στις αγορές συναλλάγματος με στόχο την σταθεροποίηση του δολαρίου, χωρίς ωστόσο να αποφύγει την διόγκωση της ανεργίας και την συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας.

5.9 Η Χρηματοπιστωτική κρίση στις «Ασιατικές Τίγρεις»

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή στα τέλη της δεκαετίας του 1990, όπου ξεκίνησε από τις χώρες της Ανατολικής Ασίας και στην συνέχεια επεκτάθηκε σε ολόκληρο τον πλανήτη, ανέδειξε τα προβλήματα του Διεθνούς Χρηματοοικονομικού Συστήματος προκαλώντας για άλλη μια φορά προβλήματα και αναταραχή στον παγκόσμιο πληθυσμό. Ομολογουμένως, τα χρηματοοικονομικά προβλήματα αυτής της κρίσης (κερδοσκοπικές επενδύσεις, γρήγορος πλουτισμός, απληστία) παρουσίαζαν αρκετές ομοιότητες με «τη μανία της τουλίπας» (1637) στην Ολλανδία και με την «Φούσκα της εταιρείας της νότιας θάλασσας» (1720) στην Αγγλία.

Οι κυριότεροι λόγοι που συνέβαλλαν στην οικονομική κρίση της Ανατολικής Ασίας ήταν:

α) Η σημαντική πτώση των εξαγωγών εμπορευμάτων των αναδυόμενων χωρών της Ανατολικής Ασίας το 1996

β) Η σημαντική ανατίμηση της ισοτιμίας του δολαρίου από το 1995, εξέλιξη που είχε ως επακόλουθο τη μείωση της ανταγωνιστικότητας των χωρών που είχαν συνδέσει τα νομίσματά τους με το δολάριο. Οι εξαγωγές τους ήταν πιο ακριβές στις Ιαπωνικές αγορές, με αποτέλεσμα το συγκριτικό πλεονέκτημα για επενδύσεις να περάσει στην Κίνα

γ) Η υπερπαραγωγή σε συνδυασμό με την φθίνουσα ζήτηση σε προϊόντα τεχνολογίας δημιούργησαν σημαντικές μακροπρόθεσμες ανισορροπίες, διότι οι οικονομίες των χωρών αυτών ήταν προσανατολισμένες στις εξαγωγές

δ) Η εισροή μεγάλων κεφαλαίων, δημιούργησε ριψοκίνδυνες επενδύσεις σε ακίνητα, μετοχές κ.α. και σε συνδυασμό με την ανεπαρκή εποπτεία του τραπεζικού συστήματος των χωρών της Ανατολικής Ασίας, δημιούργησε σημαντικά προβλήματα, όπως κερδοσκοπικές επιθέσεις και αύξηση χρέους. Οι οικονομίες της Ασίας είχαν γίνει περισσότερο ευάλωτες εξαιτίας του ανοίγματος των χρηματοπιστωτικών αγορών τους και είχαν αξιοποιήσει το πλεονέκτημα της εύνοιας των διεθνών δανειστών, με αποτέλεσμα τη δημιουργία μεγάλου εξωτερικού χρέους.

Σημείο αναφοράς αποτελεί η Ταϊλάνδη, η οποία προκειμένου να τροφοδοτήσει την ανάπτυξη στο εσωτερικό της, δανειζόταν υπέρογκα ποσά σε δολάρια και τα μετέτρεπε σε Μπατ, αυξάνοντας υπερβολικά το εξωτερικό της χρέος. Ακολούθως προκειμένου να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο της έλλειψης ρευστότητας, εξάντλησε τα δολαριακά της αποθέματα. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την μείωση των εξαγωγών σε ΗΠΑ,

Γερμανία, Ιαπωνία, είχε σαν αποτέλεσμα να ξεκινήσει ο πανικός και η χρηματοπιστωτική κρίση να επεκταθεί σχεδόν σε όλες τις οικονομίες της Ανατολικής Ασίας, όπως η Μαλαισία, η Ινδονησία και αργότερα το Χονγκ Κόνγκ και η Νότια Κορέα.

Τον Ιούλιο του 1997 η αποσύνδεση του Μπάτ από το Αμερικάνικο δολάριο, η μετάβαση σε κυμαινόμενες ισοτιμίες και η κατάρρευση της ισοτιμίας του νομίσματος, έδωσαν το έναυσμα για μια σειρά χρηματοοικονομικών σοκ. Κατακόρυφη πτώση των τιμών των μετοχών, κρίση ρευστότητας, χρεοκοπία επιχειρήσεων, αύξηση ανεργίας και προσφυγή στο ΔΝΤ, ήταν τα κύρια αποτελέσματα της κρίσης της Ανατολικής Ασίας. Η κρίση της Ασίας (1997-1999), δεν περιορίστηκε μόνο στις αγορές συναλλάγματος αλλά δημιούργησε μια σειρά εξελίξεων, όπως πανικό των καταθετών και μαζικές αναλήψεις, προβλήματα στο τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ και επιπτώσεις σε τρίτες χώρες (Ιαπωνία και Κίνα λόγω της μείωσης των εξαγωγών).

Διάγραμμα 5.9

Οι Συναλλαγματικές Ισοτιμίες έναντι του δολαρίου (\$) στις «Ασιατικές Τίγρεις»



Source: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2011

5.10 Η «φούσκα» των μετοχών υψηλής τεχνολογίας

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, οι εταιρείες του internet βρέθηκαν στο απόγειο τους και υπήρχε έντονη τάση για επένδυση σε μετοχές υψηλής τεχνολογίας. Το φαινόμενο κορυφώθηκε τον Ιανουάριο του 2000, όταν η AOL εξαγόρασε με το αστρονομικό ποσό των 200 δις δολαρίων τον όμιλο Time Warner. Το Μάρτιο του 2000 ο δείκτης μετοχών υψηλής τεχνολογίας Nasdaq έφτασε το ιστορικό υψηλό άνω των 5.000 μονάδων. Μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 ο δείκτης Nasdaq είχε χάσει το 78% της αξίας του.

Κύρια αίτια αυτής της τρομακτικής πτώσης θεωρούνται οι υπερτιμημένες μετοχές των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας και η παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού, μιας και πολλές από αυτές δήλωναν κέρδη υψηλότερα του πραγματικού. Επιπρόσθετα, πολύ συχνά οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές έδιναν θετικές εισηγήσεις για μετοχές εταιρειών, παρόλο τα σημαντικά οικονομικά προβλήματα που είχαν. Οι συνέπειες για την αμερικανική οικονομία ήταν ευρύτερες. Η πτώση ήταν απότομη, οι επενδύσεις πάγωσαν και σε συνδυασμό με τα γεγονότα της 11ης Σεπτεμβρίου δόθηκε η χαρακτηριστική βολή στην αμερικανική οικονομία. Η Fed παρενέβη εγκαίρως προκειμένου να αποσοβήσει μια εκτεταμένη κατάρρευση, μειώνοντας διαδοχικά τα επιτόκια και βοηθώντας τη μεγαλύτερη οικονομία του πλανήτη να ανακάμψει.

5.11 Ρωσία – Βραζιλία – Αργεντινή, 1998 - 2001

Τα προβλήματα της κρίσης στην Ασία, προκάλεσαν μαζική φυγή κεφαλαίων και την απομάκρυνση των επενδυτών από τις αναδυόμενες αγορές, δημιουργώντας ισχυρές πιέσεις στις οικονομίες των αναπτυσσόμενων χωρών, όπως η Ρωσία, η Βραζιλία και η Αργεντινή.

Ρωσία. Το 1989 ήταν το έτος τερματισμού του Ψυχρού πολέμου και της κατάρρευσης της Σοβιετικής ένωσης. Οι πρώην κομμουνιστικές χώρες ξεκίνησαν την μετάβαση προς το καθεστώς της ελεύθερης αγοράς. Αναμφισβήτητα, αυτή η μετάβαση υπήρξε τραυματική με υψηλό πληθωρισμό, ανεργία, έλλειψη νομικού πλαισίου των οικονομικών σχέσεων και του δημοσιονομικού μηχανισμού. Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990 η αποτυχία της κυβέρνησης της Ρωσίας για επαρκή συλλογή φόρων και επιβολή του νόμου, είχε ως αποτέλεσμα η χώρα να κατακλυσθεί από την διαφθορά και το οργανωμένο έγκλημα. Το 1997 σε μια ύστατη προσπάθεια της Ρωσικής κυβέρνησης επιτεύχθηκε η σταθεροποίηση του Ρουβλίου καταφέροντας μείωση του πληθωρισμού με την βοήθεια πιστώσεων από το ΔΝΤ. Καταλυτικό ρόλο

διαδραμάτισε η κρίση στην Νοτιο-Ανατολική Ασία, η οποία οδήγησε στην μείωση του 80% των Ρωσικών εξαγωγών πετρελαίου, φυσικού αερίου και μετάλλων.

Δυστυχώς ο αυξημένος δανεισμός, σε συνάρτηση με την αδυναμία συλλογής φόρων και την ανεπάρκεια της Ρωσικής κυβέρνησης, οδήγησε σε αναπόφευκτη αύξηση του δημοσίου χρέους. Συνάμα, η πολιτική κρίση που είχε ξεκινήσει στην Ρωσία με την απομάκρυνση του Πρωθυπουργού Victor Chernomyrdin και την αντικατάστασή του από τον Sergei Kiriyenko, είχε δημιουργήσει έντονη ανησυχία στις αγορές. Οι επενδυτές άρχισαν να φοβούνται για επικείμενη υποτίμηση του Ρουβλίου. Τα επιτόκια των κρατικών δανείων και το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκαν, ακολουθούμενα από την κατάρρευση του Ρωσικού χρηματιστηρίου και της αγοράς συναλλάγματος.

Η Ρωσία εγκατέλειψε το πρόγραμμα σταθερότητας του ΔΝΤ, υποτίμησε το νόμισμά της και σταμάτησε την εξυπηρέτηση του δανεισμού της, παγώνοντας τις διεθνείς πληρωμές της. Αυτές οι αποφάσεις της Ρωσικής κυβέρνησης προκάλεσαν πολιτικό και οικονομικό χάος στην χώρα και πανικό στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, καθώς ξεκίνησε μια μαζική πώληση τίτλων των αναδυόμενων αγορών. Ο επίλογος αυτής της κατάστασης ήταν η αντίδραση της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ, η οποία μείωσε τα επιτόκιά της με σκοπό την αποτροπή διεθνούς χρηματοπιστωτικής κατάρρευσης.

Βραζιλία. Η Βραζιλία αποτελούσε μια οικονομία η οποία είχε υψηλό δημόσιο χρέος. Η πώληση τίτλων στις αναδυόμενες αγορές, ως επακόλουθο της κρίσης στην Ρωσία και η κερδοσκοπία κατά του Ρεάλ, είχε οδηγήσει σε άνοδο των εγχώριων επιτοκίων και διόγκωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Η μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της Βραζιλίας προκάλεσε την ανησυχία του ΔΝΤ. Η χώρα τελικά μπήκε σε πρόγραμμα σταθερότητας, το οποίο είχε ως στόχο τον κατευνασμό των ανησυχιών των επενδυτών και την αποκατάσταση της δημοσιονομικής τάξης. Για άλλη μια φορά όμως το σχέδιο απέτυχε και τον Ιανουάριο του 1999 η Βραζιλία υποτίμησε το νόμισμά της οδηγώντας την χώρα σε ύφεση.

Αργεντινή. Τα εκτεταμένα προγράμματα υποτίμησης των νομισμάτων στις αναδυόμενες χώρες προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι προαναφερθείσες οικονομικές κρίσεις είχαν σαν επακόλουθο τα προϊόντα της Αργεντινής να πάψουν να είναι ανταγωνιστικά στις διεθνείς αγορές. Επιπλέον, η Αργεντινή, με σκοπό να επιτύχει σταθερότητα στην αγορά συναλλάγματος, είχε εξασφαλίσει μόνιμη σύνδεση του Αργεντινού πέσο με το Αμερικάνικο δολάριο (δολαριοποίηση).

Ωστόσο αυτή η πολιτική δημιούργησε διακυμάνσεις στην συναλλαγματική ισοτιμία έναντι τρίτων αγορών, διότι όταν υπήρχε άνοδος του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ, τα προϊόντα της Αργεντινής έχαναν την ανταγωνιστικότητά τους στην Ευρώπη. Η σύνδεση ενός νομίσματος σε κάποιο ισχυρότερο απαιτεί την εφαρμογή συγκεκριμένων κανόνων, όπως την απελευθέρωση των κεφαλαιακών συναλλαγών, την πλήρη απαγόρευση παρεμβάσεων στην αγορά συναλλάγματος, τη μη παρέμβαση στα υποχρεωτικά διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών και τη μη παρέμβαση στο προεξοφλητικό επιτόκιο, κάτι που η κυβέρνηση της Αργεντινής παραβίαζε συστηματικά.

Με την υποτίμηση των νομισμάτων των αναδυόμενων χωρών (π.χ. Βραζιλία) η εμπορική θέση της Αργεντινής ήρθε σε δραματική κατάσταση. Συνάμα η σημαντική ανατίμηση του δολαρίου που συντελέστηκε στα τέλη της δεκαετίας του 1990 έναντι του ευρώ, ήταν η αρχή του τέλους για την Αργεντινή. Η οικονομία της βυθίστηκε στην ύφεση με ραγδαία αύξηση του εξωτερικού χρέους και μείωση της ανταγωνιστικότητας στις διεθνείς αγορές. Η οικονομική κατάσταση της χώρας πέρασε σε δύο φάσεις: ύφεση της οικονομίας το 1998-1999 και κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος το 2001-2002. Η τρομοκρατική επίθεση στην Νέα Υόρκη στις 11 Σεπτεμβρίου του 2001, προκάλεσε αναστάτωση στις διεθνείς αγορές, με αποτέλεσμα η ασταθής οικονομία της Αργεντινής να πληγεί ακόμα περισσότερο. Τον Νοέμβριο του 2001 ήρθε το τελικό χτύπημα για την Αργεντινή όταν το ΔΝΤ αρνήθηκε να εκταμιεύσει την προγραμματισμένη δόση του δανείου της. Ακολούθησε κρίση εμπιστοσύνης, επενδυτικός πανικός, μαζική φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό, αδυναμία πληρωμών και κοινωνικές ταραχές στο εσωτερικό της χώρας. Η Αργεντινή το 2002 εγκαταλείπει την σύνδεση με το δολάριο, υποτιμά το πέσο και η χώρα βυθίζεται σε βαθιά ύφεση.

5.12 Παγκόσμια Οικονομική κρίση 2007 - 2008

Το 2008 ο κόσμος έζησε μια από τις σημαντικότερες σε έκταση χρηματοοικονομική κρίση. Μετά την τεχνολογική φούσκα στις εταιρείες Dot.Com το 2001, η Federal Reserve Bank διατηρούσε χαμηλά τα επιτόκια για να βοηθήσει την ανάπτυξη της χώρας. Τα χαμηλά επιτόκια ευνόησαν την ανάπτυξη της αγοράς ακινήτων. Η εκθετικά αυξανόμενη προσφορά στεγαστικών δανείων είχε ως αποτέλεσμα τη διόγκωση των επισφαλειών στην αγορά στεγαστικών δανείων (subprime loans) προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας.

Ουσιαστικά η κρίση προήλθε από την σωρευμένη εκταμίευση δανείων για αγορά ακινήτων σε άτομα που δεν μπορούσαν να εξυπηρετήσουν το χρέος τους, καθώς και από το ότι ο κίνδυνος αυτών των δανείων βρισκόταν βαθιά μέσα στο οικονομικό σύστημα των ΗΠΑ. Επιπρόσθετα, κύριο χαρακτηριστικό αποτελούσε η αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των ΗΠΑ, όπου η χρηματοδότησή του απαιτούσε εξωτερικό δανεισμό (κυρίως από Ασιατικές χώρες και ιδιαίτερα την Κίνα και την Ιαπωνία). Τα τεράστια ποσά που αντλήθηκαν, χρησιμοποιήθηκαν με την μορφή δανείων για την χρηματοδότηση της κατανάλωσης και της στεγαστικής πίστης. Τα τραπεζικά ιδρύματα των ΗΠΑ ενεπλάκησαν σε πρακτικές υψηλού κινδύνου στον τομέα των στεγαστικών δανείων και δημιούργησαν τις κατάλληλες συνθήκες για το ξέσπασμα της τραπεζικής κρίσης.

Καθοριστικό παράγοντα διαδραμάτισαν οι τιτλοποιήσεις των δανείων (securitization), οι οποίες έσπασαν τον δεσμό δανειστή-δανειζόμενου με αποτέλεσμα ο κίνδυνος να περάσει σε άλλους επενδυτές του οικονομικού συστήματος (επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, hedge funds) που αναζητούσαν μεγαλύτερες αποδόσεις. Η μεγάλη πτώση στην αγορά ακινήτων οδήγησαν τον μεγάλο αριθμό των τραπεζικών ιδρυμάτων που ήταν εκτεθειμένα αντιμέτωπα με την χρεοκοπία. Η κυβέρνηση των ΗΠΑ θέλοντας να δώσει μια λύση, διοχέτευσε στην αγορά 250 δις δολάρια αγοράζοντας μετοχές των μεγαλύτερων Αμερικάνικων τραπεζών (Citigroup, JPMorgan, Morgan Stanley, Bank of America, Well Fargo). Παρόλα αυτά, η οικονομική κρίση επηρέασε και την πραγματική οικονομία βυθίζοντας τις ΗΠΑ σε ύφεση και ταρακουνώντας το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα.

Η έλλειψη ρευστότητας έγινε εμφανής στους χρηματιστηριακούς δείκτες των αναπτυσσόμενων χωρών, ενώ πολλά χρηματιστήρια παρέμειναν κλειστά λόγω των μεγάλων απωλειών από τις πωλήσεις των επενδυτών. Σημαντικοί κλάδοι της οικονομίας επλήγησαν, όπως ο τραπεζικός, ο ασφαλιστικός, ο κτηματομεσιτικός, οι αυτοκινητοβιομηχανίες, το εμπόριο με άμεσα αποτελέσματα στα οικονομικά μεγέθη πολλών χωρών, όπως αύξηση της ανεργίας, νέες πληθωριστικές πιέσεις κτλ. Η κατάρρευση της Lehman Brothers, η πτώση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης, η πτώση του διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών, η μείωση των επενδύσεων, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες, η πρόκληση ύφεσης στην πραγματική οικονομία, αποτέλεσαν ένα ντόμινο εξελίξεων της χειρότερης ύφεσης σε ολόκληρο τον κόσμο μετά το 1973. Η οικονομική κρίση των ΗΠΑ εξαπλώθηκε γρήγορα και σε άλλες χώρες, εξαιτίας της αλληλεπίδρασης και αλληλεξάρτησης των πιστωτικών ιδρυμάτων, το εξωτερικό άνοιγμα των οικονομιών, τις διεθνείς κινήσεις των συντελεστών των

παραγώγων και γενικότερα της συστημικής σύγκλισης των κρατών, η οποία δεν συνοδεύτηκε από ένα θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης. Οι χώρες που επηρεάστηκαν περισσότερο ήταν οι Αγγλοσαξονικές, όπως η Μ. Βρετανία, εξαιτίας της ανεπτυγμένης διεθνούς οικονομικής βιομηχανίας και μικρές χώρες με ανεπτυγμένο χρηματοοικονομικό τομέα όπως η Ιρλανδία και η Ισλανδία, η οποία τελικά οδηγήθηκε στην χρεοκοπία. Σύμφωνα με αναλυτές, η κατάσταση της οικονομικής ύφεσης του 2008, προσομοιάζει με την παγκόσμια οικονομική ύφεση του 1929, με τους ρυθμούς ανάπτυξης να υποχωρούν και τα δημοσιονομικά των χωρών να εκτρέπονται.

5.13 Bitcoin

Το Bitcoin είναι το πρώτο κρυπτονόμισμα στην ιστορία το οποίο προτάθηκε από τον Satoshi Nakamoto σε ένα άρθρο που δημοσίευσε το Νοέμβριο του 2008 και άρχισε να συναλλάσσεται ηλεκτρονικά από τον Ιανουάριο του 2009. Ο Nakamoto δεν έχει αποκαλύψει τη ταυτότητα του έως σήμερα και μπορεί να είναι ένα άτομο ή μια ομάδα ατόμων με αυτό το ψευδώνυμο. Το κρυπτονόμισμα είναι ένα είδος ηλεκτρονικού χρήματος που χρησιμοποιεί τεχνικές κρυπτογράφησης και αποκρυπτογράφησης δεδομένων για την κωδικοποίηση και απόκρυψη πληροφοριών. Η παραγωγή, η αποθήκευση, η διακίνηση και όλες οι συναλλαγές με αυτό γίνονται αποκλειστικά σε ηλεκτρονική μορφή μέσω του διαδικτύου, απευθείας μεταξύ των χρηστών και δεν εξαρτάται από καμιά κεντρική τράπεζα ή χρηματοπιστωτικό θεσμό.

Οποιοσδήποτε χρήστης έχει πρόσβαση στο Internet μπορεί να δημιουργήσει το δικό του ψηφιακό Bitcoin πορτοφόλι σε κάποιο Bitcoin ανταλλακτήριο. Ο χρήστης πληκτρολογεί το ποσό των χρημάτων που επιθυμεί να κάνει Bitcoin και αυτά στη συνέχεια κατατίθενται στο ανταλλακτήριο. Ανάλογα με το ποσό των χρημάτων που κατέθεσε ο χρήστης, το ανταλλακτήριο καταγράφει τη συναλλαγή στο ψηφιακό του πορτοφόλι. Τα ψηφιακά πορτοφόλια είναι μοναδικά και έχουν κωδικούς πρόσβασης. Ο κάθε χρήστης μπορεί να στέλνει ή να λαμβάνει Bitcoins μέσω του ψηφιακού του πορτοφολιού και να πραγματοποιεί αφορές με επιλεγμένα καταστήματα που επιτρέπουν τις αγορές αγαθών με χρήση Bitcoin.

Μερικά από τα πλεονεκτήματα του Bitcoin είναι η ελευθερία, τα χαμηλά κόστη, η διαφάνεια και ο γρήγορος χρόνος των συναλλαγών, η έλλειψη γραφειοκρατίας, η εύκολη πρόσβαση, η δυνατότητα χρησιμοποίησής του σε παγκόσμια κλίμακα χωρίς

όριο στα ποσά των συναλλαγών και χωρίς διακρατικούς περιορισμούς κεφαλαίων. Από την άλλη μεριά όμως υπάρχουν και μειονεκτήματα στη χρήση των Bitcoins όπως η έλλειψη ενημέρωσης για την ύπαρξή του, η απώλεια των Bitcoins σε περίπτωση επίθεσης από hackers ή απώλειας κωδικών πρόσβασης, η υψηλή μεταβλητότητα στις τιμές, η περιορισμένη αποδοχή στην αγορά και η έλλειψη επαρκούς κανονιστικού πλαισίου.

Στο Διάγραμμα 5.13 απεικονίζεται η πορεία των τιμών του δείκτη του Bitcoin (Bitcoin Price Index) για την περίοδο 18/07/2010 – 31/01/2016, καθώς και τα σημαντικότερα γεγονότα που τον επηρέασαν θετικά ή αρνητικά (Φίλιππας, Ρούκης, 2016)

Διάγραμμα 5.13

Η πορεία των τιμών του δείκτη του Bitcoin και τα σημαντικότερα γεγονότα που τον επηρέασαν.



Πηγή: www.coindesk.com

*Οι τιμές του δείκτη του Bitcoin υπολογίζονται ως ο μέσος όρος των ημετικών τιμών ανταλλακτηρίου ανάμεσα σε XBP/USD και XBP/CNY (XBP=Bitcoin Price Index)

1) Το bail-in της Κύπρου – 25/03/2013

Το Eurogroup, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ελπίζουν ότι τα 10 δισεκατομμύρια ευρώ bail-out θα ενισχύσουν την εξασθενημένη Κυπριακή οικονομία. Ανάμεσα στους όρους για την Κυπριακή οικονομία είναι και μια υπερμεγέθους φορολόγηση και κούρεμα καταθέσεων από τους περισσότερους τραπεζικούς λογαριασμούς με πάνω από 100.000€. Αυτό αποτέλεσε σοβαρή ανησυχία όχι μόνο για τους πλούσιους Κύπριους αλλά και για πολλούς διεθνείς επενδυτές (κυρίως τους Ρώσους) γιατί η Κύπρος ήταν ένα από τα πιο δημοφιλή φορολογικά καταφύγια στον κόσμο. Προτού αρχίσουν να ισχύουν τα μέτρα του bail-in, πολλοί από αυτούς τους κατόχους λογαριασμών άρχισαν να αγοράζουν μαζικά Bitcoin οδηγώντας τη τιμή του από \$80 σε πάνω από \$220.

2) Ο αυξημένος όγκος συναλλαγών “έριξε” το Mt.Gox – 10/04/2013

Αρχικά πιστεύαν ότι ήταν μια διαδικτυακή επίθεση στο μεγαλύτερο ανταλλακτήριο bitcoin ώστε να καταστήσουν την υπηρεσία ανίκανη να δεχτεί τις εντολές των πελατών της, ενώ ο λόγος που οι συναλλαγές δεν εκπληρωνόντουσαν και καταβλήθηκαν οι εξυπηρετητές (servers) του Mt.Gox ήταν η μεγάλη εισροή εμπόρων (traders) εξαιτίας του bail-in της Κύπρου. Κερδοσκοπικές ανησυχίες για το πρόβλημα που παρουσίασε το Mt.Gox ανταλλακτήριο οδήγησαν σε ένα πανικό πουλήματος οδηγώντας τις τιμές χαμηλά.

3) Σύλληψη του Dread Pirate Roberts – 01/10/2013

Το Αμερικανικό ομοσπονδιακό γραφείο έρευνας εντοπίζει τον ιδιοκτήτη της διαδικτυακής πλατφόρμας Silk Road (Ross Ulbricht) η οποία διακινούσε διαδικτυακά παράνομα ναρκωτικά. Το FBI συνέλαβε τελικά τον Ross Ulbricht για εμπόριο ναρκωτικών, hacking υπολογιστών και ξέπλυμα χρήματος. Γύρω στα 30.000 BTC που ήταν ιδιοκτησία του Silk Road και 144.000 BTC που ήταν ιδιοκτησία του Ross Ulbricht κατασχέθηκαν.

4) Η κεντρική τράπεζα της Κίνας People’s Bank of China, εγκρίνει το Bitcoin – 20/11/2013

Η είδηση αυτή αποτέλεσε μέσο ενεργοποίησης του Bitcoin στην αγορά της Κίνας και όχι μόνο, με τον όγκο συναλλαγών στο ανταλλακτήριο BTC China να ανεβαίνει ραγδαία. Να σημειωθεί ότι η κεντρική τράπεζα της Κίνας People’s Bank of China είναι η δεύτερη παγκοσμίως κεντρική τράπεζα σε συνολικά περιουσιακά στοιχεία.

5) *Καταγράφεται η μεγαλύτερη ιστοιμία συναλλάγματος για το Bitcoin στο Mt.Gox ανταλλακτήριο, με το 1BTC να ισούται με 1.242USD – 29/11/2013*

Η αυξημένη αγορά Bitcoin από τη Κίνα οδηγεί σταθερά τις τιμές όλο και πιο ψηλά φτάνοντας τη κορυφή στις 29 Νοεμβρίου του 2013. Η ελευθερία που προσδίδει το Bitcoin για την μεταφορά χρημάτων πέρα των συνόρων μιας χώρας, έκαναν το Bitcoin ελκυστικό για τους Κινέζους πολίτες που αναζητούσαν μια εναλλακτική λύση για να αποφύγουν την διαρκή υποτίμηση που είχε υποστεί το επίσημο νόμισμα τους, Renminbi.

6) *Η Κινέζικη κυβέρνηση απαγορεύει στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν το Bitcoin – 05/12/2013*

Η κεντρική τράπεζα People's Bank of China ανακηρύσσει ότι η καινοτόμα εφεύρεση του Nakamoto δεν αποτελεί νόμισμα. Η αλλαγή πολιτικής απαγορεύει σε οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να κάνει οποιοδήποτε είδους συναλλαγές σε Bitcoin. Τις επόμενες εβδομάδες περισσότεροι περιορισμοί πνίγουν σιγά σιγά τις Κινέζικες αγορές κρυπτονομισμάτων και οι τιμές τους αρχίζουν να πέφτουν δραματικά σε όλη την υφήλιο.

7) *Τα μεγαλύτερα ανταλλακτήρια προσβάλλονται από διαδικτυακές κατανεμημένες επιθέσεις άρνησης εξυπηρέτησης (DDoS attacks) – 07/02/2014*

Τα ανταλλακτήρια Mt.Gox, Bitstamp και BTC-e έπαυσαν τις συναλλαγές εξαιτίας μαζικών DDoS επιθέσεων. Το Mt.Gox ανταλλακτήριο έπαυσε τις συναλλαγές του πρώτο και είχε σαν αποτέλεσμα μια απότομη πτώση στη τιμή του Bitcoin.

8) *Το ανταλλακτήριο Mt.Gox κλείνει – 24/02/2014*

Μετά από την απότομη παύση των αναλήψεων στις 6 Φεβρουαρίου του 2014, η ιστοσελίδα του Mt.Gox καταργείται χωρίς κάποιο επίσημο σχόλιο και έρευνες έδειξαν αργότερα ότι έλειπαν από την εταιρεία 744,000BTC. Το Mt.Gox ανταλλακτήριο ισχυρίζεται ότι ένας hacker ευθυνόταν για αυτή την απώλεια.

9) *Η Εσωτερική Υπηρεσία Εσόδων της Αμερικής ανακηρύσσει τη φορολόγηση του Bitcoin σαν ιδιοκτησία – 26/03/2014*

Το έγγραφο πολιτικής της Εσωτερικής Υπηρεσίας Εσόδων ανακηρύσσει τη φορολόγηση του Bitcoin σαν ιδιοκτησία (όχι σαν νόμισμα) και ως εκ τούτου ως υποκείμενο φορολόγησης εσόδων.

10) Η πσιίνα εξόρυξης Ghash.io μαζεύει το 51% σε δύναμη εξόρυξης – 13/06/2014

Η πσιίνα Ghash.io απέκτησε αρκετή δύναμη εξόρυξης (υπολογιστική δύναμη να παράγει hashes) και θα μπορούσε να επιτεθεί στο Bitcoin δίκτυο, δημιουργώντας προβλήματα αξιοπιστίας και λειτουργικότητας στο θεσμό του Bitcoin (*DDoS attacks*, *double spending problem*). Τελικά η Ghash.io δεν το έκανε και δήλωσε ξεκάθαρα ότι δεν θα συμμετάσχει ποτέ σε μια τέτοια διαδικτυακή επίθεση και υποχρέωσε κάποιους εξορύχους να συμμετάσχουν σε άλλες πσιίνες εξόρυξης, μειώνοντας με αυτό τον τρόπο την δύναμη εξόρυξης της στο 39,99% έτσι ώστε να λυθεί αυτό το πρόβλημα.

11) Το ανταλλακτήριο Bitstamp δέχεται επίθεση από hackers – 04/01/2015

Άγνωστοι hackers έκλεψαν 18.866 bitcoins αξίας περίπου 5,2 εκατομμυρίων δολαρίων από το Bitstamp ανταλλακτήριο. Το Bitstamp έκλεισε αμέσως για 8 μέρες όταν ανακαλύφθηκε το ρήγμα στην ασφάλεια του συστήματος του, για να ελεγχθούν τα συστήματα του και να ξαναφτιάξουν τη πλατφόρμα συναλλαγών. Η κλοπή αυτή ήταν ένα μικρό μέρος των αποθεμάτων του Bitstamp σε Bitcoin και κανένας λογαριασμός πελάτη δεν θίχτηκε από το γεγονός, αν και η ζημιά στη φήμη της εταιρείας και στην εμπιστοσύνη των πελατών ήταν μεγαλύτερη από τη χρηματική απώλεια σε Bitcoin.

12) Η Ευρωπαϊκή Ένωση ανακηρύσσει ότι δεν θα υπάρχει ΦΠΑ στις συναλλαγές με Bitcoin - 22/10/2015

Το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο έκρινε ότι το συνάλλαγμα σε Bitcoin και σε άλλα ψηφιακά νομίσματα δε θα φορολογείται με ΦΠΑ στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Οι ενέργειες αυτές, κατατάσσουν το Bitcoin και τα άλλα κρυπτονομίσματα σε συνάλλαγμα αντί για εμπόρευμα. Στην Αμερική σε αντίθεση, το Bitcoin κατατάσσεται και σαν συνάλλαγμα και ως εμπόρευμα.

6 Συμπεράσματα

Η έρευνα του τομέα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής έχει επιβεβαιώσει εμφατικά ότι τα ανθρώπινα συναισθήματα και ο ψυχισμός διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση επενδυτικών αποφάσεων και τη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών. Χρειάστηκαν περίπου 40 χρόνια πανεπιστημιακής έρευνας προκειμένου να αποδειχθεί η καθόλα αμελητέα επίδραση της ψυχολογίας στη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών.

Η παραδοσιακή Χρηματοοικονομική αδυνατεί να ερμηνεύσει με επάρκεια, πληρότητα και ακρίβεια τις «ανωμαλίες» που παρατηρούνται στη οικονομική δραστηριότητα κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, σύμφωνα με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς και της ύπαρξης του ορθολογικού ανθρώπου. Οι άνθρωποι δεν επιλέγουν πάντοτε τις επενδύσεις τους ορθολογικά, αλλά συχνά διαπράττουν γνωστικά και συναισθηματικά σφάλματα και κατευθύνονται από τα συναισθήματα, την ψυχολογία τους, τις αβάσιμες φήμες, τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, τα στερεότυπα, την αγελαία συμπεριφορά και τον κοινωνικό τους περίγυρο.

Στα πλαίσια της συγκεκριμένης διπλωματικής πραγματοποιήθηκε η ταξινόμηση των γνωστικών και των συναισθηματικών σφαλμάτων, σύμφωνα με τις επιμέρους ταξινομήσεις προγενέστερων ερευνητών, στις οποίες στηρίζεται η παρούσα διπλωματική. Στην προσπάθειά μας να καταδείξουμε την επίδραση των ψυχολογικών και συναισθηματικών σφαλμάτων, παρατίθενται οι σημαντικότερες οικονομικές κρίσεις της σύγχρονης ιστορίας. Μελετώντας τις επιμέρους περιπτώσεις γίνονται κατανοητές οι συνέπειες που έχουν τα μεροληπτικά λάθη των επενδυτών στην αποτελεσματική λειτουργία της οικονομίας. Γίνεται μάλιστα αντιληπτό ότι στις περισσότερες περιπτώσεις τα άτομα υποπίπτουν σε περισσότερα από ένα συμπεριφορικά σφάλματα, τα οποία δρουν αθροιστικά και είναι ιδιαίτερα δύσκολο να εντοπιστούν χωρίς την ενδελεχή εξέταση των αιτιών τους.

Η πολυπλοκότητα του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος καθιστά αναγκαία την κατανόηση των αγορών και των παραγόντων που επιδρούν στη λειτουργία τους. Ένα από τα κρισιμότερα συμπεριφορικά σφάλματα των επενδυτών που παρουσιάζεται όταν επικρατούν ακραίες καταστάσεις στις αγορές είναι η συμπεριφορά της αγέλης (N. Φίλιππας 2011). Όπως είδαμε και στην καταγραφή των σημαντικότερων οικονομικών κρίσεων, οι επιπτώσεις στην εύρυθμη λειτουργία των αγορών που προκαλούνται από

το εν λόγω σφάλμα είναι σοβαρότατες και μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο την σταθερότητα ολόκληρου του χρηματοοικονομικού συστήματος, του πλούτου των επενδυτών και την κοινωνική ευημερία των εθνών (N. Φίλιππας 2011). Η υπερβολή, η απληστία, η διαφθορά, η αλαζονεία, η άγνοια, ο φόβος και ο πανικός είναι στοιχεία τα οποία σε έκτακτες καταστάσεις μπορούν να οδηγήσουν στην απόκλιση των τιμών των μετοχών από τις θεωρητικές τους τιμές, είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω.

Αδιαμφισβήτητα η συστηματική μελέτη των συμπεριφορικών σφαλμάτων αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο για τους επενδυτές αλλά και τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων, που επιθυμούν να περιορίσουν τα σφάλματα που διαπράττουν αποβλέποντας στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων τους. Τα «ζωώδη ένστικτα», υποβοηθούμενα από τη γενικότερη αστάθεια του συστήματος, πρέπει να ελέγχονται έτσι ώστε να επικρατεί η λογική, η ψυχραιμία και η εμπιστοσύνη στις συμπεριφορές. Οι ψυχολογικές και συναισθηματικές παρορμήσεις των επενδυτών επηρεάζουν σημαντικά τις οικονομικές αποφάσεις τους για αυτό και δεν πρέπει να παραβλέπονται.

Βιβλιογραφία - Αρθρογραφία

Αλεξιάκης, Χ. , Ξανθάκης, Μ., «Συμπεριφορική χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Σταμούλης, 2008

Γκιώνη Σ., «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική – Η Εξέταση του Συναισθήματος του Επενδυτή στη Χρηματιστηριακή Αγορά των Η.Π.Α.», Διατριβή Επιπέδου Master, 2016

Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ., «Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου», Εκδόσεις Αντ. Ν. Σακκουλα, 1990

Καραθανάσης Γ., «Χρηματοοικονομική διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές», Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, 1999

Οικονόμου Φ., «Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική – Η κατανόηση της ψυχολογίας των επενδυτών στις επενδυτικές αποφάσεις», Διαδακτορική διατριβή, 2012

Σπύρου Σ., «Εισαγωγή στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Κεφαλαιαγορές και Επενδυτική Ψυχολογία», Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, 2009

Φίλιππας, Ν. «Η Ψυχολογία των Αγορών. Παρεμβάσεις Πριν και Μετά την Πρόσφατη Χρηματοπιστωτική Κρίση», Εκδόσεις Πεδίο, 2015

Φίλιππας Ν., «Αμοιβαία κεφάλαια και Χρηματιστηριακό περιβάλλον», Εκδόσεις Globus Invest, 2000

Φίλιππας, Ν., Ρούκης Μ., «Bitcoin – Το νόμισμα της νέας ψηφιακής εποχής;», Δελτίο Διοίκησης Επιχειρήσεων Τεύχος 418, 2016

Φίλιππας, Ν., «Τα Μυστικά μιας Φούσκας», www.euro2day.gr, 19/02/2013

Φίλιππας, Ν., «Ζωώδη ένστικτα και οικονομικές καταστροφές», www.euro2day.gr, 18/01/2011

Φίλιππας, Ν., «Υπάρχει Τελικά το Φαινόμενο του Ιανουαρίου; Τι Αποκαλύπτουν τα Νέα Ευρήματα», Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 24/01/2010

Φίλιππας, Ν., «Πόσο αξίζει μια τουλίπα;», Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία, 16/11/2008

- Akerlof, G. A. & Shiller, R. J., “Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism”, New Jersey: Princeton University Press, 2009
- Altman, M., “Handbook of Contemporary Behavioral Economics: Foundations and Developments”, New York: M.E. Sharpe, 2006
- Ariel, R., “A Monthly Effect on Stock Returns”, Journal of Financial Economics, 17, 161–174, 1987
- Ariel, R., “High Stock Returns before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes”, Journal of Finance, 45:5, 1611–1626, 1990
- Ashraf, N., Camerer, C.F., & Loewenstein, G., “Adam Smith, Behavioral Economist,” Journal of Economic Perspectives, 19:3, 131-145, 2005
- Baker, K., & Ricciardi, V., “How Biases Affect Investor Behavior”, The European Financial Review, 7–10, 2014
- Baker, M., & Stein, J. C., “Market Liquidity as a Sentiment Indicator”, Journal of Financial Markets, 7:3, 271–299, 2002
- Banerjee Abhijit V., “A Simple Model of Herd Behavior”, The Quarterly Journal of Economics, 107: 3, 797-817, 1992
- Banz, R., “The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks”, Journal of Financial Economics, 9, 3–18, 1981
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. “A Model of Investor Sentiment”. Journal of Financial Economics, 49, 307–343, 1998
- Becker, G. S., “Note on Restaurant Pricing and Other Examples of Social Influences on Price”, Journal of Political Economy, 99, 1109–1116, 1991
- Ben Mansour, S., Jouini, E., & Napp, C., “Is There a “Pessimistic” Bias in Individual Beliefs? Evidence from a Simple Survey”, Theory and Decision, 61, 345–362, 2006
- Bottomore, T., “Κοινωνιολογία. Κεντρικά Προβλήματα και Βασική Βιβλιογραφία”, Αθήνα: Gutenberg, 1997

- Brown, G. W., & Cliff, M.T., "Investor Sentiment and Asset Valuation", The Journal of Business, 78, 405–440, 2005
- Buehler, R., Griffin D., Ross M., "Exploring the "planning fallacy": Why people underestimate their task completion times", Journal of Personality and Social Psychology (American Psychological Association), 67:3, 366–381, 1994
- Charles, A., & Kasilingam R., "Do Investor's Emotions Determine Their Investment Decisions?", Drishtikon: A Management Journal, 6:2, 1–29, 2015
- Cootner, P. H., "The random character of stock market prices", M.I.T. Press, 1964
- Cowles, A. 3rd, "Can Stock Market Forecasters Forecast?", Cincinnati, Ohio, December 31, 1932 and reprinted in Econometrica, 1(3), July 1933, pp. 309–324
- Edwards, W., "Conservatism in Human Information Processing", In: Kleinmütz, B. (Ed.), Formal Representation of Human Judgment, New York: Wiley, 17–52, 1968
- Ellsberg, D., "Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms", Quarterly Journal of Economics, 75:4, 643–669, 1961
- Fama, E.F., "The behavior of the stock market prices", Journal of Business, 38, 34-105, 1965
- Fama, E.F., "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work", Journal of Finance, 25, 383-417, 1970
- Fama, E.F., "Efficient Capital Markets II", Journal of Finance, 46:5, 1575-1617, 1991
- Festinger, L., Riecken, H. W., & Schachter, S., "When Prophecy Fails: A Social and Psychological Study of a Modern Group that Predicted the Destruction of the World", Martino Fine Books, 2009 [1956]
- French, K., "Stock Returns & Weekend Effect", Journal of Financial Economics, 8, 55–69, 1980
- Gilovich, T.; Tversky, A. & Vallone, R., "The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences", Cognitive psychology, 17, 295–314, 1985
- Gilovich, T. & Medvec, V. H., "The experience of regret: What, when, and why", Psychological Review, 102:2, 379–395, 1995

- Gilovich, T., Griffin, D. & Kahneman, D., "Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment", New York: Cambridge University Press, 2002
- Jegadeesh, N., & Titman, S., "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency", Journal of Finance, 48, 65–91, 1993
- Kahneman, D. & Tversky, A., "On the psychology of prediction", Psychological Review, 80:4, 236-250, 1973
- Kahneman, D. & Tversky A., "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", Econometrica, 47:2, 263-291, 1979
- Kahneman, D., Slovic, P. & Tversky, A., "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases", New York: Cambridge University Press, 1982
- Kendall, M. G., "The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices", Journal of the Royal Statistical Society, 116:1, 11-34, 1953
- Keynes, J. M., "The General Theory of Employment, Interest and Money", New York: Macmillan, 1973 [1936]
- Kindleberger, C. "Manias, Panics and Crashes: A history of Financial Crises", Basic Books, N.Y., 1978
- Malmendier, U. & Nagel, S., "Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking?", Quarterly Journal of Economics, 126, 373–416, 2011
- Mehra, R., & Prescott, E., "The Equity Premium: A Puzzle", Journal of Monetary Economics, 15, 145–161, 1985
- Muth, J. F., "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", Econometrica, 29, pp. 315-335, 1961
- Pompian, M. M., "Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases", J. Wiley & Sons, 2006
- Regnault J., "Calcul des chances et philosophie de la bourse", Mallet-Bachelier et Castel, Paris, 1863
- Rizzi, J.V., "Behavioral Basis of the Financial crisis", Journal of Applied Finance, 18:2, 84-96, 2008

- Rubinstein, M., "Rational markets: yes or no? The affirmative case", Financial Analysts Journal, 57:3, 15–29, 2001
- Shiller, R.J., "Bubbles, Human Judgement and Expert Opinion", Financial Analyst Journal, 58:3, 18-26, 2002
- Shiller, R.J., "Irrational Exuberance". New Jersey: Princeton University Press, 2015
- Shleifer, A. "Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance", NY: Oxford University Press Inc., 2000
- Speziale, R. R. "Lessons from the Successful Investor", Canada: Speziale Publishing, 2010
- Weinstein, Neil D. "Unrealistic optimism about future life events", Journal of Personality and Social Psychology 39: 806–820, 1980
- Working, H. "A Random Difference Series for Use in the Analysis of Time Series", Journal of the American Statistical Association, 1934
- Zafarani, R., Abbasi, M. A., & Liu, H. "Social Media Mining: An Introduction", New York: Cambridge University Press, 2014
- Ziemba, W. "Japanese Security Market Regularities: Monthly, Turn-of-the-Month and Year, Holiday and Golden Week Effects", Japan and the World Economy, 3, 119-146, 1991