

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΠΜΣ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Δρ. ΦΙΛΙΠΠΑΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΜΕΛΗ ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ:

ΣΩΡΡΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΜΙΧΑΗΛ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:
ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΕΣ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΚΡΙΣΕΩΝ ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ COVID-19

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2022

ΠΟΡΙΤΣΑΝΟΣ ΔΗΜ. ΓΕΩΡΓΙΟΣ



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

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

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

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΤΙΚΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΕΣ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΚΡΙΣΕΩΝ ΜΕΛΕΣΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ COVID-19 έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

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

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας... Πορτιάνος Γ.

Ονοματεπώνυμο... Γεώργιος Πορτιάνος

Ημερομηνία... 18/3/2022

Περιεχόμενα

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο : ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ	8
2.1 Η ΓΝΩΣΤΙΚΗ ΒΑΣΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ	8
2.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ	9
2.3 Η ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	10
2.4 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΩΝ	10
2.5 ΠΑΓΙΔΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ	11
2.5.1 ΕΥΡΕΤΙΚΕΣ	11
2.5.2 ΘΕΩΡΙΑ ΠΡΟΟΠΤΙΚΗΣ	12
2.5.3 ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ	12
2.5.4 ΥΠΕΡΠΙΣΤΙΑ	13
2.5.5 ΛΑΝΘΑΣΜΕΝΗ ΤΥΧΑΙΟΤΗΤΑ	14
2.5.6 ΚΟΠΑΔΙ	15
2.6 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΜΕΜΟΝΩΜΕΝΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ	16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο : ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΚΡΙΣΕΩΝ	18
3.1 ΣΥΝΤΟΜΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ	18
3.2 Ο ΕΥΡΩΠΑΙΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ ΚΑΙ Η ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	21
3.3 Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΚΡΙΣΗΣ	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο : ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΚΡΙΣΕΩΝ	32
4.1 ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΓΕΛΗΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΤΟ REAL ESTATE (REIT)	33
4.2 ΣΥΝΤΟΜΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΤΗΣ ΥΓΕΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	33
4.2.1 Εισαγωγή	34

4.2.2 ΠΩΣ Η ΕΠΙΔΗΜΙΑ ΕΠΗΡΕΑΣΕ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ,ΑΛΛΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΓΧΩΡΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΟ 2020.	36
4.2.2.1 ΠΩΣ Η ΕΠΙΔΗΜΙΑ ΕΠΗΡΕΑΣΕ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	36
4.2.2.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ ΣΤΙΣ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΕΣ	40
4.2.2.3 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΓΧΩΡΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ^ο : ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΣΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΧΗ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ (COVID – 19)	46
5.1 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ	50
5.2 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ COVID -19	55
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	54
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	58

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην Ευρώπη η ταχεία εξάπλωση της νέας πανδημίας COVID-19 προκάλεσε υψηλό επίπεδο δυναμικής σύνδεσης μεταξύ των διεθνών χρηματιστηρίων, πρωτοφανή διακοπή των αποδόσεων των χρηματιστηρίων και αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας παγκοσμίως. Ως εκ τούτου, οι αρχές, οι κεντρικές τράπεζες και οι επενδυτικές τράπεζες πρέπει να εφαρμόσουν αποτελεσματικές οικονομικές στρατηγικές και πολιτικές για τη διαχείριση της κρίσης COVID-19 χωρίς να προκαλέσουν αβεβαιότητα. Από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με την επενδυτική συμπεριφορά και από την παράθεση της πλειοψηφίας της βιβλιογραφίας σχετικά με την επίδραση του Covid -19 στις Ευρωπαϊκές και τις άλλες αγορές, μπορούμε να καταλήξουμε, ότι η πανδημία δεν ήταν το φαινόμενο το οποίο οδήγησε σε κατάρρευση των τιμών όπως η Παγκόσμια κρίση του 2007 ,αλλά οι άλλες παθογένειες, που όταν αυτές καλύπτονταν τα χρηματιστήρια ανέκαμπταν σχετικά γρήγορα στην περίοδο μετα το Covid -19.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Πολλές χρηματοοικονομικές αποφάσεις επηρεάζουν σημαντικά τις ζωές των ανθρώπων και οι αποφάσεις αυτές λαμβάνονται σε πολλά επίπεδα της οικονομίας. Η περίοδος της πανδημίας αποτελεί αναμφίβολα σημείο καμπής στις δραστηριότητες πολλών τομέων, καθώς και για τις κατευθύνσεις ανάπτυξης ολόκληρων οικονομιών, αλλάζοντας οπωσδήποτε την οικονομική πραγματικότητα περισσότερο από την προηγούμενη κρίση του 2007-2009 . Μπορεί να αντιμετωπιστεί ως ένα συγκεκριμένο σοκ ζήτησης και προσφοράς, η πηγή του οποίου είναι το κλειδίωμα της πραγματικής οικονομίας και οι διαταραχές στις δραστηριότητες παροχής υπηρεσιών, εμπορίου και παραγωγής που προκύπτουν από υγειονομικούς και επιδημιολογικούς λόγους.

Η κρίση βρήκε την Ελλάδα ιδιαίτερα ευάλωτη χρηματοοικονομικά αφού ο βασικός δείκτης χρηματοοικονομικής υγείας ,ο λόγος χρέους /ΑΕΠ στο τέλος του 2019 ήταν 180,9%, με αποτέλεσμα το δεύτερο κύμα πανδημίας να εκτοξεύσει το χρέος στο τέλος του 2020 στο 209% ,και με ύφεση που θα πλησιάσει το 10%. Τα στοιχεία για τα επόμενα δύο χρόνια για την χώρα μας έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω αφού παρατηρείται χειροτέρευση όλων σχεδόν των δεικτών. Ιδιαίτερη ανησυχία προκαλεί η αδυναμία των πολιτών να εξυπηρετήσουν τα κόκκινα δάνεια και οι επιπτώσεις που θα έχει αυτή η αδυναμία στις Τράπεζες για τα επόμενα χρόνια. Η χώρα φαίνεται ότι θα φτάσει στα επίπεδα του 2019 το 2025 προσθέτοντας ίσως μια δεύτερη συνεχόμενη δεκαετία στασιμότητας με δραματικές επιπτώσεις στο βιοτικό επίπεδο των Ελλήνων.

Πέρα από τους αριθμούς η ουσία είναι ότι η κρίση έχει επηρεάσει την ζωή όλων σχεδόν των πολιτών στον πλανήτη, δημιουργώντας εκατομμύρια ανέργους, πλήττοντας κυρίως τις πιο ευάλωτες κοινωνικές ομάδες.

Τα χρηματοοικονομικά ζητήματα κατά τη διάρκεια της πανδημίας αποτέλεσαν αντικείμενο ερευνών μέχρι στιγμής στο πεδίο των ασφαλίσεων, των τραπεζών, ή του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η επιρροή της πανδημίας σε εναλλακτικές επενδύσεις, όπως τα κρυπτονομίσματα, γίνεται επίσης σημαντικός τομέας της έρευνας της χρηματοοικονομικής. Ένας αυξανόμενος αριθμός εργασιών που συνδέουν το COVID-19 και τα χρηματοοικονομικά αφορά τις χρηματιστηριακές αγορές. Η βιβλιογραφία σε αυτό

το πεδίο περιλαμβάνει εργασίες που δημοσιεύτηκαν ακόμη και πριν από την εκδήλωση της πανδημίας, αλλά κατάλληλες για την εξήγηση της συμπεριφοράς των επενδυτών κατά την περίοδο COVID, καθώς και εργασίες που έχουν ολοκληρωθεί κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να παρουσιάσει την καταναλωτική και επενδυτική συμπεριφορά σε περιόδους κρίσεων μέσα από την παρουσίαση της βιβλιογραφίας η οποία όσο περνάει το χρονικό διάστημα και η πανδημία υφίστανται αυτή ενδυναμώνεται.

Η Συμβολή μου:

Η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας που πραγματοποιείται στην παρούσα εργασία απαντά στο μεγάλο ερώτημα κατά πόσο μια υγειονομική κρίση μπορεί να επηρεάσει την επενδυτική συμπεριφορά και επίσης εάν το μέγεθος αυτής της κρίσης σε αντίδραση στα χρηματιστήρια είναι μεγαλύτερο της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με την επενδυτική συμπεριφορά και από την παράθεση της πλειοψηφίας της βιβλιογραφίας σχετικά με την επίδραση του Covid - 19 στις Ευρωπαϊκές και τις άλλες αγορές, μπορούμε να καταλήξουμε, ότι η πανδημία δεν ήταν το φαινόμενο το οποίο οδήγησε σε κατάρρευση των τιμών όπως η Παγκόσμια κρίση του 2007 ,αλλά οι άλλες παθογένειες, που όταν αυτές καλύπτονταν τα χρηματιστήρια ανέκαμπταν σχετικά γρήγορα στην περίοδο μετα το Covid -19.

Περαιτέρω, τα ευρήματά μας παρέχουν πληροφορίες για τις ρυθμιστικές αρχές κινδύνου, οι οποίες θα πρέπει να βελτιώσουν τα συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης κινδύνου με τη δημιουργία ενός καθημερινού μηχανισμού παρακολούθησης της διεθνούς μετάδοσης των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Θα πρέπει να εφαρμόσουν συστήματα διαχείρισης που εκδηλώνουν τη χρήση των πλεονεκτημάτων, τη συνετή πρόληψη και τον έλεγχο των κινδύνων. Επίσης, οι χώρες θα πρέπει να δημιουργήσουν ένα ολοκληρωμένο σύστημα δεικτών αξιολόγησης με ταχεία ενημέρωση των δεδομένων και υψηλή διαφάνεια, που θα καλύπτει διάφορες αγορές και κλάδους.

Οι χώρες οι οποίες χαρακτηρίζονται από χρηματοοικονομική υγεία και χαμηλά χρέη θα αντιμετωπίσουν με μεγαλύτερη άνεση τόσο την τρέχουσα κρίση της πανδημίας όσο και

την επόμενη ημέρα. Αντίθετα οι υπερχρεωμένες χώρες-όπως είναι η χώρα μας- , τα υπερχρεωμένα νοικοκυριά και οι υπερχρεωμένες επιχειρήσεις θα είναι πιο ευάλωτες

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ

2.1 Η ΓΝΩΣΤΙΚΗ ΒΑΣΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ

Στις αρχές της δεκαετίας του 1950, η Σύγχρονη Θεωρία Χαρτοφυλακίου (MPT) άρχισε να επισημοποιεί ιδέες για το πώς ένας λογικός επενδυτής θα επένδυε σε ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων αποδεχόμενος τον κίνδυνο για να κερδίσει υψηλότερες "αποδόσεις" που αποτελούν ποσοστιαίες μεταβολές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Αυτή η θεωρία διαμόρφωσε τη βάση της οικονομικής θεωρίας για αρκετές δεκαετίες και έκανε πολλές απροσδόκητες και ευκρινείς προβλέψεις για παράδειγμα, τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές επιλέγουν ποιες μετοχές να διατηρήσουν και ποιες τιμές αγοράς θα προέκυπταν από αυτές τις αποφάσεις.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1980, κάποιοι ερευνητές άρχισαν να αποκαλύπτουν στοιχεία για τις αγορές μετοχών που ήταν δύσκολο να εξηγηθούν με την απλή λογική του κόσμου. Για παράδειγμα ο Shiller (1981) ο οποίος απέδειξε το ότι οι τιμές των μετοχών έχουν υπερβολική μεταβλητότητα για να μπορούν να δικαιολογηθούν από μια λογική θεωρία αποτίμησης των μετοχών. Στη συνέχεια, περισσότεροι χρηματοοικονομικοί οικονομολόγοι άρχισαν να δημιουργούν νέα μαθηματικά μοντέλα, όπου η συμπεριφορά των επενδυτών διοικούνταν από όλο και πιο ρεαλιστικές ψυχολογικές δυνάμεις. Τα τελευταία 30 χρόνια, οι ερευνητές έχουν σημειώσει σημαντική πρόοδο στην αυστηρή δοκιμή τους σε συμπεριφορικά μοντέλα χρηματοδότησης, τα οποία συχνά ενσωματώνουν αρχές και μεθόδους ψυχολογίας της κρίσης και της επιλογής (Barbet & Odean, 2013; . Hirshleifer, 2015). Πιο πρόσφατα, η έρευνα στη λήψη οικονομικών αποφάσεων έχει αρχίσει να χρησιμοποιεί αναδυόμενες πηγές δεδομένων όπως fMRI, αναζητήσεις Google και συνδέσεις σε online πρακτορεία.

2.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ

Η μελέτη του Campbell (2016) για τη χρηματοδότηση των νοικοκυριών ολοκληρώθηκε πρόσφατα λόγω ενός συνδυασμού αναγκών για την παροχή βοήθειας στα νοικοκυριά μετά τη Μεγάλη Ύφεση του 2008. Το γενικό συμπέρασμα και τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι πολλά νοικοκυριά δεν αποταμιεύουν και δεν επενδύουν σύμφωνα με τα πρότυπα. Αυτά τα λάθη συμβαίνουν παρά το γεγονός ότι οι αρχές για τη βέλτιστη λήψη οικονομικών αποφάσεων είναι μερικές φορές απλές και διαισθητικές και οι νέες τεχνολογίες συμβάλλουν στις ορθές αποφάσεις που διευκολύνουν περισσότερο από ποτέ. Τα εμπειρικά στοιχεία της έρευνας του Campbell για τη χρηματοδότηση των νοικοκυριών δεν διαφέρουν πολύ μεταξύ των οκτώ ανεπτυγμένων χωρών στη Βόρεια Αμερική και την Ευρώπη.

Τα νοικοκυριά τείνουν να κάνουν διάφορα είδη λαθών καθώς πολλά από αυτά τα νοικοκυριά έχουν χαμηλή χρηματοοικονομική γνώση. Συχνά είναι δύσκολο να αποδειχθεί ότι μια συγκεκριμένη οικονομική απόφαση είναι απαραίτητα καλή ή κακή, επειδή αυτή η κρίση μπορεί να εξαρτάται από την υπομονή ενός νοικοκυριού προς το μέλλον ή την προθυμία να επωμιστεί κινδύνους. Ωστόσο, ορισμένες αποφάσεις είναι σαφώς λανθασμένες. Για παράδειγμα, πολλοί εργαζόμενοι δεν επενδύουν σε ένα εταιρικό συνταξιοδοτικό πρόγραμμα που αντιστοιχεί στην εισφορά του εργαζομένου. Δεδομένου ότι οι εργαζόμενοι μπορούν δυνητικά να επωφεληθούν από την αντίστοιχη συνεισφορά της εταιρείας και στη συνέχεια να αποσύρουν τα κεφάλαια τους χωρίς αμοιβή όταν είναι αρκετά μεγάλοι, είναι λάθος (Choi et al, 2011).

Λόγω του εύρους των οικονομικών πληροφοριών που διατίθενται στα νοικοκυριά, είναι δύσκολο να δοθεί προσοχή σε όλα. Επομένως, οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες που λαμβάνουν δυσανάλογη προσοχή, ενδέχεται να έχουν μεγαλύτερο αντίκτυπο στις αποφάσεις των νοικοκυριών και ενδεχομένως στις τιμές της αγοράς. Οι επενδυτές είναι επίσης πιθανό να δώσουν λιγότερη προσοχή στις χρηματοοικονομικές ειδήσεις ορισμένες ημέρες της εβδομάδας. Οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται λιγότερο στις ανακοινώσεις των εταιρικών κερδών που είναι παράδοση την Παρασκευή σε σύγκριση με άλλες εργάσιμες ημέρες. Πρόσφατη έρευνα έχει χρησιμοποιήσει δεδομένα για συνδέσεις διαδικτυακής διαμεσολάβησης για να μετρήσει άμεσα την προσοχή σε ένα

χαρτοφυλάκιο νοικοκυριών. Οι επενδυτές τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη προσοχή στο χαρτοφυλάκιο τους όταν οι αγορές αυξάνονται και όταν υπάρχει μικρότερη αστάθεια της αγοράς (Hirshleifer & Teoh, 2003).

2.3 Η ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Ο Statman (2014) πίστευε ότι έπρεπε να υπάρχει διάκριση μεταξύ δύο τύπων επενδυτών: του τέλει ορθολογικού επενδυτή που δεν υπάρχει, και του ορθολογικού επενδυτή. Ο ορθολογικός επενδυτής προσπαθεί να λάβει καλές επενδυτικές αποφάσεις, αλλά μπορεί να είναι επιρρεπείς σε προβλέψιμα λάθη (Thaler, 1999). Η συμπεριφορική χρηματοδότηση έρχεται σε πλήρη αντίθεση με την ΕΜΗ που διατυπώνει την ιδέα ότι οι αγορές λειτουργούν πάντα καλά και οι αλλαγές τιμών αντικατοπτρίζουν πάντα αληθινές πληροφορίες (Shiller, 2003). Η συμπεριφορική χρηματοδότηση προσφέρει μια εξήγηση για τις παρατηρούμενες αναποτελεσματικότητες της αγοράς και φθορές στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (Baker & Ricciardi, 2015; Hirshleifer, 2015). Ο Hirshleifer (2015) παρείχε ένα καλό παράδειγμα, αποδεικνύοντας ότι η τιμή της μετοχής της εταιρείας EntreMed σημείωσε άνοδο 600% σε ένα σαββατοκύριακο μετά την αναδημοσίευση ειδήσεων που είχαν ήδη δημοσιευθεί και διατεθεί στο κοινό πέντε μήνες νωρίτερα σχετικά με ένα νέο φάρμακο για τον καρκίνο που θα κυκλοφορήσει σύντομα. Αυτό φαινομενικά παραβίασε τις αρχές της ΕΜΗ, συγκεκριμένα την ημι-ισχυρή μορφή, που υποθέτει ότι οι τιμές προσαρμόζονται γρήγορα σε νέες πληροφορίες και αντικατοπτρίζουν με ακρίβεια όλες τις δημόσιες πληροφορίες (Hirshleifer, 2015).

2.4 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΩΝ

Οι Kuhnen & Knutson (2011) απέδειξαν ότι η καλή διάθεση αυξάνει την αισιοδοξία και την ανάληψη κινδύνων. Επίσης, οι Lerner και Keltner (2001) έδειξαν ότι οι άνθρωποι τείνουν να είναι περισσότερο απαισιόδοξοι και αποστρεφονται τον κίνδυνο όταν βιώνουν το συναίσθημα του φόβου.

Οι Lerner & Keltner (2001) αναφέρουν ότι το αίσθημα του θυμού οδηγεί ένα άτομο στο να είναι πιο αισιόδοξο και να έχει μεγαλύτερη ανοχή στο ρίσκο. Οι άνθρωποι βασίζονται

στα συναισθήματα τους και επομένως αυτά τα συναισθήματα παίζουν σημαντικό ρόλο όταν λαμβάνεται μια απόφαση.

Ο Statman (2014) ήταν αυτός που ξεχώρισε τους επενδυτές από τα θέλω τους αλλά και αυτά που κάνουν στην πραγματικότητα. Αναφέρει ότι όλοι οι επενδυτές θα προτιμούσαν υψηλές αποδόσεις με χαμηλό κίνδυνο αλλά στην πραγματικότητα αυτό που πραγματικά θέλουν είναι:

Ο ρόλος των συναισθημάτων στις αποφάσεις των επενδυτών είναι πιθανώς πιο εμφανής κατά τη διάρκεια των κορυφών και των κοιλάδων της αγοράς. Ένα άλλο ζήτημα που μπορεί να προκύψει είναι η διστακτικότητα ενός επενδυτή προς μια μετοχή η οποία βρίσκεται σε φθίνουσα κατάσταση (Statman, 2014). Μια πιο ορθολογική προσέγγιση που ενσωματώνει τους φόρους θα έλεγε στον επενδυτή το ακριβώς αντίθετο, καθώς θα έπρεπε να είναι πιο διατεθειμένος να πουλήσει μια μετοχή που έχει μειωθεί σε αξία για να αποκομίσει τα οφέλη από τη συνειδητοποίηση της απώλειας και να κρατήσει τα δικά του κέρδη έτσι ώστε να μπορέσει να αναβάλει τους φόρους υπεραξίας.

2.5 ΠΑΓΙΔΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ

Ο Thaler (2016) αναφέρει τις πέντε επενδυτικές παγίδες στις οποίες συνήθως εμπλέκονται οι επενδυτές

- Η ευρετική παγίδα
- Η παγίδα της θεωρίας των προοπτικών,
- Η παγίδα της υπερβολικής εμπιστοσύνης,
- Η παγίδα της λανθασμένης τυχαιότητας .
- Η παγίδα το να ακολουθήσεις το Κοπάδι

2.5.1 ΕΥΡΕΤΙΚΕΣ

Οι ευρετικές είναι αποθηκευμένες στάσεις ή συμπεριφορές που έχει συγκρατήσει ο νους προκειμένου να απλοποιεί την λήψη μιας απόφασης. Αυτές οι αποθηκευμένες πληροφορίες μπορεί να διαφέρουν από τις έμφυτες διαδικασίες που ο επενδυτής μπορεί να αγνοεί ή συνειδητά να επιλέγει κανόνες για να τον βοηθήσουν στη λήψη αποφάσεων (Jordan et al., 2015).

Οι Greenwood & Nagel (2009) και οι Malmendier, Tate και Yan (2011) απέδειξαν ότι η εμπειρία της προηγούμενης ζωής μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τις αποφάσεις των επενδυτών και πολλές φορές αυτές οι επιρροές του παρελθόντος μπορούν ασυνείδητα να εισέλθουν στη στρατηγική ενός επενδυτή και να γίνει ευρετικός. Οι επενδυτές μπορούν επίσης να κάνουν το λάθος να κλειδώσουν εύκολα σε ορισμένες συνήθειες και να βασίζονται σε αυτές χωρίς να έχουν την δυνατότητα της επιπλέον σκέψης (Hirshleifer, 2015). Στις ευρετικές μεθόδους υπάρχουν πολλά πρακτικά οφέλη για όλη τη ζωή, αλλά στον κόσμο των οικονομικών και των επενδύσεων μπορεί να έχουν και αρνητικές συνέπειες.

2.5.2 ΘΕΩΡΙΑ ΠΡΟΟΠΤΙΚΗΣ

Η θεωρία προοπτικών βρίσκεται στην καρδιά της χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς και είναι ένα από τους κύριους ανταγωνιστές της EMH. Η EMH προτείνει την ιδέα ότι τα άτομα λαμβάνουν χρησιμότητα από την τελική τους κατάσταση και είναι αδιάφοροι για το πώς έφτασαν σε αυτήν την τελική κατάσταση (Duxbury, 2015).

Ο Sinha (2015) έδειξε ότι οι άνθρωποι βασίζονται πολύ συχνά την αξία των μετοχών τους στην τρέχουσα τιμή ζήτησης της μετοχής τους. Αυτό μπορεί να φανεί όταν ένας επενδυτής διατηρεί μια επιτυχημένη μετοχή για μεγάλο χρονικό διάστημα και αρνείται να την πουλήσει επειδή αισθάνεται «νικητής» σε σχέση με την τιμή που την αγόρασε αρχικά. Οι Kliger et al. (2014) προσέφεραν περαιτέρω υποστήριξη, διαπιστώνοντας ότι η μείωση της προβολής της τιμής αγοράς μιας μετοχής θα μπορούσε να έχει σημαντικό αντίκτυπο στην απόφαση του επενδυτή για το αν θα πουλήσει ή όχι μια μετοχή.

2.5.3 ΔΙΑΝΟΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ

Οι Jordan et al. (2015) όρισαν τη διανοητική λογιστική ως την τάση των επενδυτών να διαχωρίζουν τα χρήματά τους σε «διανοητικούς κάδους» ενώ αντιμετωπίζουν τις τιμές και τους κινδύνους των κάδων διαφορετικά. Το κρίσιμο λάθος που πάρα πολλοί επενδυτές κάνουν είναι ότι δεν αντιμετωπίζουν τα χρήματά τους ως ανταλλάξιμα, και ως εκ τούτου καταλήγουν να παραβιάζουν τον ορθολογισμό παραλείποντας να διατηρήσουν μια ολοκληρωμένη εικόνα όλων των περιουσιακών στοιχείων και επιθυμητών αποτελεσμάτων.

Ένα παράδειγμα διανοητικής λογιστικής που πραγματοποιείται σε μια πραγματική κατάσταση μπορεί να είναι όταν συγκρίνουμε δύο πρακτικά πανομοιότυπα σενάρια που αφορούν ένα χαμένο εισιτήριο ταινίας. Στο ένα σενάριο, ο πελάτης συνειδητοποιεί ότι έχει χάσει το εισιτήριό του κατά την άφιξή του στην ταινία, ενώ στο σενάριο δύο, ο πελάτης συνειδητοποιεί ότι έχει χάσει ένα χρηματικό ποσό ισοδύναμο με την αξία του εισιτηρίου. Οι μελέτες έχουν δείξει ότι ο άνθρωπος που χάνει το πραγματικό της εισιτήριο είναι πολύ πιθανό απλώς να πάει σπίτι, καθώς αυτή προφανώς δεν θέλει να πληρώσει δύο φορές για να δει την ίδια παράσταση. Ωστόσο, ο άνθρωπος που χάνει το αντίστοιχο ποσό μετρητών αγοράζει ένα νέο εισιτήριο στην πόρτα.

Αυτός ο τύπος μοντέλου ισχύει σε πολλές διαφορετικές εκφάνσεις καθώς οι άνθρωποι αντιμετωπίζουν με συνέπεια ισοδύναμα ποσά αξίας με διαφορετικό τρόπο από τον οποίο ο διανοητικός κάδος εκχωρεί αυτήν την τιμή.

2.5.4 ΥΠΕΡΠΙΣΤΙΑ

Ένα άλλο ψυχολογικό λάθος που οι επενδυτές εμφανίζουν συχνά είναι η υπερβολική αυτοπεποίθηση ως προς τις δικές τους επενδυτικές στρατηγικές και προβλέψεις της αγοράς. Ο Kinari (2016) πραγματοποίησε μια μελέτη για τις προβλέψεις για το δείκτη NIKKEI 225 για περίοδο μιας ημέρας, μιας εβδομάδας και ενός μηνός. Ενώ οι επενδυτές διέφεραν στο δικό τους βαθμός αισιοδοξίας ή απαισιοδοξίας για το μέλλον της αγοράς, το ένα πράγμα που παρέμεινε σταθερό ήταν η δική τους υπερβολική εμπιστοσύνη στις προβλέψεις τους σχετικά με το πού βρίσκονται και που βλέπουν να πηγαίνει η αγορά (Kinari, 2016).

Οι Thaler και Barberis (2002) σε ένα άρθρο τους προσπάθησαν, να καταλάβουν το γιατί οι επενδυτές και γενικότερα οι άνθρωποι μπορεί να έχουν αυξημένη σιγουριά για ένα γεγονός που δεν γνωρίζουν την εξέλιξη του. Τα ευρήματα τους δείχνουν ότι ορισμένα γεγονότα που πιστεύουν ότι θα συμβούν στο 98% πραγματοποιούνται μόνο στο 60% (Thaler & Barberis, 2002). Επίσης, γεγονότα για τα οποία οι επενδυτές πιστεύουν ότι θα συμβούν αλλά δεν γίνονται ποτέ πραγματικότητα είχαν ένα ποσοστό της τάξης του 20% (Thaler & Barberis 2002).

Μια άλλη αιτία υπερβολικής εμπιστοσύνης εμφανίζεται στο απλό αποτέλεσμα της έκθεσης των Bornstein και D'Agostino (1992) που διαπίστωσαν ότι η επανειλημμένη έκθεση σε ένα συγκεκριμένο ερέθισμα θα μπορούσε να κάνει κάποιον να επιμένει σε αυτό το ερέθισμα.

Ο Odean (1998) διαπίστωσε ότι αυτή η υπερβολική εμπιστοσύνη μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλή διαχείριση χαρτοφυλακίου. Ένας λόγος είναι όταν οι επενδυτές αρχίζουν να διαπραγματεύονται πάρα πολύ μέσα στο χαρτοφυλάκιό τους, επειδή είναι σίγουροι ότι μπορούν να διαλέξουν τους νικητές και τους ηττημένους της αγοράς. Η υπερβολική εμπιστοσύνη συχνά οδηγεί σε κακές αποδόσεις, αλλά μειώνει επίσης την διαφοροποίηση, καθώς οι επενδυτές υπερβολικής αυτοπεποίθησης είναι επιρρεπείς να τοποθετούν μεγάλα στοιχήματα σε μεμονωμένες αξίες (Hirshleifer, 2015).

2.5.5 ΛΑΝΘΑΣΜΕΝΗ ΤΥΧΑΙΟΤΗΤΑ

Ένα άλλο λάθος που κάνουν πολλοί επενδυτές είναι να διαβάζουν πολύ τυχαία συμβάντα και να συμπεράνουν ότι υπάρχει αιτιώδης σχέση πίσω από αυτά τα τυχαία γεγονότα, οι Jordan et al. (2015) περιέγραψε την αντιπροσωπευτικότητά τους ως ευρετική. Οι Kahneman και Tversky (1979) ήταν οι πρώτοι που ανακάλυψαν αυτό το αντιπροσωπευτικό ευρετικό φαινόμενο, επειδή οι άνθρωποι προσπαθούν να προβλέψουν μελλοντικά αποτελέσματα βασισμένα κυρίως σε τυχαίες προηγούμενες ακολουθίες.

Οι επενδυτές τείνουν επίσης να αποδίδουν μεγάλη σημασία στα πρόσφατα γεγονότα κατά την πρόβλεψη δεδομένων, τα οποία ονομάζονται προκατάληψη τελικής χρήσης (Sinha, 2015). Οι Thaler και Barberis (2002) δείχνουν ότι τα πρόσφατα γεγονότα ενδέχεται να στρεβλώσουν τις εκτιμήσεις επενδύσεων μεταξύ αναλυτών και κοινοπραξιών. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα όταν υπάρχουν καλές ειδήσεις για τα κέρδη και οι επενδυτές συνδυάζουν λανθασμένα τα συναισθήματά τους με τις πρόσφατες προκαταλήψεις για να επενδύσουν σε περισσότερες μετοχές.

2.5.6 ΚΟΠΑΔΙ

Οι επενδυτές πέφτουν στην παγίδα της αγέλης ακολουθώντας απλώς αυτούς που βρίσκονται γύρω τους και λαμβάνουν τις ίδιες επενδυτικές αποφάσεις (Jordan et al., 2015). Ένα παράδειγμα αυτής της τάσης είναι η τηλεοπτική εκπομπή του Jim Cramer, Mad Money, όπου πολλές φορές θα προτείνει μια μετοχή, η οποία στη συνέχεια δημιουργεί ένα μεγάλο κέρδος την επόμενη μέρα (Jordan et al., 2015). Σπάνια ο Jim Cramer παρουσιάζει νέες πληροφορίες στην αγορά, αλλά αντίθετα επαναλαμβάνει πληροφορίες που ήταν προηγουμένως διαθέσιμες και οι επενδυτές αγοράζουν τις μετοχές επειδή ο Cramer και οι ακροατές του τις αγοράζουν. Ο Sinha (2015) επιβεβαίωσε ότι ο κύριος λόγος που το κοπάδι των επενδυτών δημιουργείται, είναι ότι υποθέτουν ότι οι δικές τους πληροφορίες είναι χαμηλής ποιότητας και ότι άλλοι επενδυτές έχουν υψηλότερης ποιότητας πληροφορίες και, συνεπώς, δίνουν λιγότερο βάρος στις δίκές τους απόψεις και μεγαλύτερη βαρύτητα στις απόψεις άλλων.

Οι Roider και Voskort (2016) διεξήγαγαν ένα πείραμα για να δοκιμάσουν τη θεωρία αγέλης της συμπεριφοράς των επενδυτών διαχωρίζοντας μια ομάδα θεραπείας που είχε την ευκαιρία να επιλέξει ένα κοπάδι βασισμένο σε μια ομάδα που δεν θα ακολουθούσε το κοπάδι. Οι οικονομολόγοι πιστεύουν ότι το φαινόμενο της αγέλης οδηγεί σε αποσταθεροποίηση των τιμών και θα προκαλέσει γεγονότα φούσκας, τα οποία θα έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην αγορά (Andersson et al., 2014).

Είναι σαφές ότι υπάρχει μια ψυχολογική τάση για τους επενδυτές να δώσουν μεγάλο βάρος στις απόψεις των γύρω τους πάρα στις δικές τους επενδυτικές αποφάσεις. Η «συμπεριφορά της αγέλης» υπάρχει όχι μόνο μεταξύ των κοινών επενδυτών, αλλά και μεταξύ των επαγγελματιών και των αναλυτών. Ωστόσο, οι Venezia et al. (2011) βρήκαν ότι σε αυτό το πεδίο ήταν χαμηλότερη η τάση για ένταξη στο κοπάδι μεταξύ επαγγελματιών επενδυτών, κάτι που μπορεί να αποδοθεί στην οικονομική τους κατάρτιση.

2.6 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΜΕΜΟΝΩΜΕΝΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Η έννοια της επένδυσης δεν είναι να κερδίζεις άλλους αλλά να κερδίζεις εσύ το παιχνίδι. Πρόκειται για τον έλεγχο του εαυτού σου στο δικό σου παιχνίδι »(Baker & Ricciardi, 2015). Πολύ συχνά, οι επενδυτές αφήνουν τις παγίδες της συμπεριφορικής χρηματοδότησης που είδαμε παραπάνω να τους κυριεύσουν, αντί να τις χρησιμοποιήσουν λαμβάνοντας πλεονέκτημα. Αυτό είναι ιδιαίτερα εμφανές κατά την εξέταση των αποδόσεων των επενδυτών σε σύγκριση με το S&P 500 κατά την εικοσαετή περίοδο από το 1991 έως το 2011. Ενώ ο S&P 500 αυξήθηκε κατά μέσο όρο, 7,8% ετησίως, ο μέσος επενδυτής μετοχών πέτυχε απόδοση μόνο 4,3% ετησίως κατά την ίδια περίοδο (Liersch, 2016). Αυτό αφήνει ένα σημαντικό κενό 3,5%, το οποίο μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό σε επενδυτές που πέφτουν θύματα παγίδων χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς.

Το πρώτο βήμα στη χρήση χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς προς όφελος ενός επενδυτή είναι να γνωρίζει όλες τις πιθανές προκαταλήψεις. Οι Jordan et al., (2015) εξηγούν τις κύριες προκαταλήψεις, οι οποίες μπορεί να είναι αυτές που είδαμε παραπάνω. Έχοντας επίγνωση των διαφορετικών προκαταλήψεων στις οποίες πέφτουν θύματα οι επενδυτές στο παρελθόν, ένας επενδυτής μπορεί καλύτερα να προστατευθεί από το να κάνει τα ίδια λάθη. Επίσης, οι επενδυτές πρέπει να γνωρίζουν τις προκαταλήψεις που έχουν οι γύρω τους. Ένα άλλο βήμα που πρέπει να κάνουν οι επενδυτές είναι να αυξήσουν τη συνειδητοποίησή τους για το αποτέλεσμα της αγοράς και πως αυτό μπορεί να επηρεάσει στις επενδυτικές του αποφάσεις.

Ο διάσημος γκουρού των μετοχών John Templeton είπε κάποτε, «Οι αγορές του Bull γεννιούνται στην απαισιοδοξία, μεγαλώνουν με σκεπτικισμό, ωριμάζουν με αισιοδοξία και πεθαίνουν στην ευφορία». (Brueckner, 2014, σελ. 31). Όταν η αγορά κορυφώνεται, οι επενδυτές βιώνουν το συναίσθημα της ευφορίας και η εμπιστοσύνη τους είναι πάντα υψηλή (Liersch, 2016b). Ωστόσο, αυτό είναι το σημείο που δημιουργείται μέγιστος χρηματοοικονομικός κίνδυνος και ο καλύτερος χρόνος πώλησης (Liersch, 2016b). Η ιστορία είναι γεμάτη με παραδείγματα που αποδεικνύουν ότι αυτό είναι αλήθεια. Στο αντίθετο άκρο, όταν η αγορά υποχωρεί, οι επενδυτές αρχίζουν να βιώνουν τα

συναισθήματα του πανικού και της κατάθλιψης παρόλο που αυτό είναι το σημείο της μέγιστης χρηματοοικονομικής ευκαιρίας (Liersch, 2016). Οι επενδυτές απέδειξαν αυτή την θεωρία αποσύροντας τεράστια χρηματικά ποσά στις κοιλάδες των οικονομικών κρίσεων της τεχνολογίας και των ακινήτων το 2002 και το 2009 αντίστοιχα, προκαλώντας στους επενδυτές να χάσουν τις επακόλουθες ισχυρές ανταμοιβές της αγοράς (Malkiel, 2015). Το κλειδί για έναν επενδυτή που προσπαθεί να ελέγξει τα συναισθήματά του σε ασταθείς αγορές είναι να πάρει μια αντικειμενική, αντίθετη νοοτροπία και να προσπαθήσει να δει τις τιμές των μετοχών μέσω ενός φακού ως «Ακριβό» ή «φτηνό» προιον.

Πολλά πρακτικά βήματα μπορούν να αντληθούν από τη συμπεριφορά χρηματοδότησης που ένας επενδυτής μπορεί να εφαρμοσει στις καθημερινές του σύνηθες συναλλαγές. Ο Jones (2012) συνέστησε να σταματήσουν οι επενδυτές να κυνηγούν τις προηγούμενες επιδόσεις, και αντ' αυτού να αρχίσουν να επιλέγουν επενδύσεις βάσει σχετικών προγνωστικών πληροφοριών. Επίσης, οι επενδυτές θα πρέπει να αγνοούν σκόπιμα την αρχική αγορά και την τιμή μιας μετοχής όταν αποφασίζουν εάν θα την πουλήσουν ή όχι, με μόνη εξαίρεση να είναι η εξέταση των φορολογικών συνεπειών της (Jones, 2012).

Επιπλέον, οι επενδυτές πρέπει να έχουν λιγότερη εξάρτηση από τη διαίσθησή. Οι Jordan et al. (2015) πρότειναν περισσότερα πρακτικά βήματα όπως η δημιουργία αντικειμενικών επενδυτικών κριτηρίων για την καθοδήγηση της επένδυσης και της διαδικασίας λήψης αποφάσεων, διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και αποφυγή καταστάσεων που μπορούν έχουν αδικαιολόγητη ψυχολογική επιρροή, όπως η παρακολούθηση υπερβολικών οικονομικών ειδήσεων στην τηλεόραση. Έχοντας επίγνωση των διαφορετικών παγίδων στη συμπεριφορική χρηματοδότηση, ελέγχουν την επιρροή των συναισθημάτων τους, και λαμβάνουν πρακτικά μέτρα για τη μείωση των προκαταλήψεων που μπορεί κανείς να χρησιμοποιήσει για τη μελέτη της χρηματοοικονομικής συμπεριφοράς για τη λήψη καλύτερων επενδυτικών αποφάσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο : ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΚΡΙΣΕΩΝ

Ο συγγραφέας της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου είναι ο Harry Markowitz που εισήγαγε την ανάλυση των χαρτοφυλακίων στο άρθρο του «Portfolio Selection» που δημοσιεύθηκε στο περιοδικό Journal of Finance το 1952. Η νέα προσέγγιση που παρουσιάζεται σε αυτό το άρθρο περιελάμβανε τη δημιουργία χαρτοφυλακίου λαμβάνοντας υπόψη το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης και τον κίνδυνο σε μεμονωμένες μετοχές και, κυρίως, καθώς και την συσχέτιση τους. Πριν από αυτό, οι επενδυτές θα εξέταζαν τις επενδύσεις μεμονωμένα, θα δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια ελκυστικά σε απόδοση και χωρίς να σκέφτονται πώς σχετίζονται μεταξύ τους. Η διαφοροποίηση παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου. Η προσέγγιση του Markowitz θεωρείται ως προσέγγιση μιας περιόδου: στην αρχή ο επενδυτής πρέπει να αποφασίσει σε ποια συγκεκριμένα χρεόγραφα θα επενδύσει και θα δικαταήσει έως το τέλος. Επειδή ένα χαρτοφυλάκιο είναι μια συλλογή από τίτλους, αυτή η απόφαση ισοδυναμεί με την επιλογή ενός βέλτιστου χαρτοφυλακίου από ένα σύνολο πιθανών χαρτοφυλακίων. Η διαφοροποίηση όμως που προτείνει ο Markowitz είναι ένα εργαλείο το οποίο θα μειώσει της απώλειες αλλά δεν θα εξαλείψει τον συστηματικό κίνδυνο ο οποίος μπορεί εύκολα να προκληθεί από μια οικονομική κρίση και να διαλύσει οποιοδήποτε αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο. Το σίγουρο όμως θα είναι ότι οι επιπτώσεις στο αποτελεσματικό χαρτοφυλάκιο θα είναι λιγότερο οδυνηρές από ότι σε κάποιο άλλο χαρτοφυλάκιο.

3.1 ΣΥΝΤΟΜΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Ο Barberis (2013) χρησιμοποιώντας βασικές έννοιες της θεωρίας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής (Behavioral Finance) προσπάθησε να εξηγήσει την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Κατ' αυτόν η αύξηση στις τιμές των κατοικιών που οδήγησαν σε ένα ράλι μέχρι το 2006 οφειλόταν σε διάφορες στρεβλώσεις της αγοράς αλλά και σε

κάποιες παράλογες κινήσεις από τους επενδυτές. Οι θεωρίες υπερτίμησης της αγοράς σύμφωνα με τη συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο ομάδες• αυτές που επικεντρώνονται στις πεπιοθήσεις των επενδυτών (investor beliefs) και αυτές που θα εστιάζουν στις προτιμήσεις των επενδυτών (investor preferences). Από την πλευρά των πεπιοθήσεων τρεις κυρίως Θεωρίες εμφανίζονται. Η πρώτη αναδεικνύει πρώτον το σημαντικό ρόλο του περιορισμού των προθεσμιακών πωλήσεων στην αγορά ακινήτων. Δεύτερον, η δημιουργία των λεγόμενων φουσκών στις τιμές οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές προεκτείνουν παρελθοντικά αποτελέσματα σχετικά με μερίσματα, κέρδη ή ποσοστά αθέτησης - πολύ μακριά στο μέλλον. Χρηματοπιστωτικές εταιρείες και οίκοι αξιολόγησης συμμετέχοντας ενεργά σε αυτό που ονομάζουμε «over extrapolation» στην αγορά ακινήτων συνέβαλαν στην πρόσφατη φούσκα στις αγορές ακινήτων.

Το 2009 ήταν η δέκατη επέτειος της δημιουργίας του ευρώ. Καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, πραγματοποιήθηκαν ακαδημαϊκά συνέδρια για να γιορτάσουν αυτό που εκείνη την εποχή θεωρούνταν ευρέως η επιτυχία της πιο τολμηρής προσπάθειας που έγινε ποτέ από διάφορα κυρίαρχα κράτη να αποκομίσουν τα οφέλη της αποτελεσματικότητας ενός ενιαίου νομίσματος. Παρά τις προηγούμενες επιφυλάξεις ορισμένων οικονομολόγων σχετικά με τη σκοπιμότητα ενός κοινού νομίσματος στην Ευρώπη π.χ Feldstein, , μέχρι το 2009 τα στοιχεία για την επιτυχία του ευρώ ήταν άφθονα. Το ευρώ είχε δημιουργήσει ένα περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού, χαμηλών επιτοκίων που ευνοούσε τη βιώσιμη ανάπτυξη. Είχε προωθήσει την εμπορική ολοκλήρωση και την ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών (και, σε κάποιο βαθμό, των αγορών εργασίας και εμπορευμάτων) μεταξύ των μελών της ζώνης του ευρώ. Ο αριθμός των συμμετεχουσών χωρών είχε αυξηθεί από έντεκα το 1999 σε δεκαέξι το 2009. Παρά το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης το τον Αύγουστο του 2007 και την όξυνση της τον Σεπτέμβριο του 2008 με την κατάρρευση της Lehman Brothers, η ζώνη του ευρώ είχε μείνει σχετικά αλώβητη από τις επιπτώσεις της κρίσης αυτής. Για να σηματοδοτήσει την δέκατη επέτειο του ευρώ, στα τέλη του 2009 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε μια μελέτη που προσπαθούσε να εξηγήσει τους λόγους για τους οποίους οι σκεπτικιστές του ενιαίου νομίσματος θα μπορούσαν να έχουν παραπλανηθεί τόσο πολύ στην εκτίμησή τους για τη σκοπιμότητα του ευρώ (Jonung και Drea, 2009). Ωστόσο, εν μέσω των

πανηγυρισμών του 2009, στην Ελλάδα εκτυλισσόταν ένα σοκ που, μέχρι το τέλος του έτους, θα υλοποιούνταν σε μια ολοκληρωμένη χρηματοπιστωτική κρίση.

Ο Krugman (2012) θα χαρακτήριζε αργότερα αυτό το σοκ ως "τη μητέρα όλων των ασύμμετρων σοκ - ένα σοκ το οποίο, κατά πικρή ειρωνεία, προκλήθηκε από την ίδια τη δημιουργία του ευρώ". Κατά τη διάρκεια της επακόλουθης χρόνιας, η κρίση του ευρώ διευρύνθηκε και βάθυνε, απειλώντας τη βιωσιμότητα του ευρωπαϊκού κοινού νομίσματος της Ευρώπης. Αυτό που είχε ξεκινήσει ως κρίση δημόσιου χρέους στην Ελλάδα επεκτάθηκε στο τραπεζικό σύστημα της χώρας αυτής, δημιουργώντας διπλή κρίση. Σε άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ, συμπεριλαμβανομένων της Ιρλανδίας, της Ισπανίας και της Κύπρου, οι κρίσεις προήλθαν από τα τραπεζικά συστήματα και μεταδόθηκαν στο δημόσιο χρέος.

Κατά τους Kahneman & Tversky (1974) οι άνθρωποι περιμένουν ότι από ένα μικρό δείγμα δεδομένων θα μπορούν να εξαγάγουν συμπεράσματα για τον πληθυσμό. Τρίτον, οι άνθρωποι βασίζονται σε υπερβολική αυτοπεποίθηση και υπερεκτιμούν την ακρίβεια των προβλέψεων τους. Από την πλευρά προτίμησης, μία θεωρία λέει ότι οι επενδυτές έχοντας εμπειρία κερδών από την κατοχή περιουσιακών στοιχείων γίνονται λιγότερο απρόθυμοι να αναλάβουν κινδύνους, επειδή οι ενδεχόμενες απώλειες αα αμβλύνονται με τα προηγούμενα κέρδη.

Μια άλλη θεωρία, αναφέρει ότι οι άνθρωποι έχουν μια ισχυρή προτίμηση για τίτλους, οι αποδόσεις των οποίων εμφανίζουν μια αρκετά τυχαία συμπεριφορά. Μοιάζει με λαχειοφόρο αγορά με υψηλές απολαβές. "Έτσι Τα λεγόμενα δάνεια της δευτερογενούς αγοράς (Subprime loans) από το 2%-3% των στεγαστικών δανείων (Mortgages), το 2002, έφτασαν στο 30%, το 2006. Γιατί, παρά τον κίνδυνο, οι τράπεζες ανέλαβαν τόσο μεγάλη έκθεση στην αγορά αυτή; Μια απάντηση μπορεί να είναι τα λεγόμενα «στρεβλά κίνητρα», που σημαίνει ότι οι τράπεζες δεν νοιάζονταν για τους κινδύνους μιας και είχαν τη δυνατότητα λόγω της χρηματοοικονομικής καινοτομίας (π.χ. παράγωγα, τιτλοποίηση) να αποφύγουν τις συνέπειες μιας κακής εξέλιξης, μιας και οι τίτλοι δεν βρίσκονταν στο ενεργητικό τους. Μια άλλη εξήγηση είναι τα «μη αποτελεσματικά υποδείγματα» λόγω της πολύ μακριάς προέκτασης του παρελθόντος στο μέλλον σχετικά με την ανάπτυξη των

τιμών στην αγορά ακινήτων υποτιμώντας τους κινδύνους των κινητών αξιών που συνδέονται με την δευτερογενή αγορά (Συριόπουλος και Παπαδάμου, 2014).

Η «κακή τύχη» κατά την άποψη της Vassalou (2013) που αναφέρει ότι ακόμη και κάτω από ορθά κίνητρα, οι επενδυτές δεν θα είχαν δώσει υψηλή πιθανότητα, εκ των προτέρων, στην εμφάνιση χαμηλής απόδοσης. Ωστόσο, ο Barberis αναφέρει ότι παρόλο που τα «στρεβλά κίνητρα» και τα «κακά υποδείγματα» μπορεί να είναι περισσότερο πιθανά να παρέχουν εξηγήσεις σε σχέση με την κακή τύχη και αυτά δεν φαίνεται να περιγράφουν όλη την ιστορία. Πιο συγκεκριμένα η λεγόμενη «γνωστική ασυμφωνία» (cognitive dissonance) είναι η ενόχληση που αισθανόμαστε όταν κάνουμε μια ενέργεια που έρχεται σε αντίθεση με την τυπική θετική εικόνα τον εαυτού μας. Τι κάνουν συνήθως οι άνθρωποι για να απαλλαγούν από αυτό το αίσθημα δυσφορίας; Η απάντηση χειραγωγούν τις πεποιθήσεις τους.

3.2 Ο ΕΥΡΩΠΑΙΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ ΚΑΙ Η ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 προκλήθηκε, πρωτίστως από τον τρόπο διαχείρισης του κινδύνου και γενικότερα τον τρόπο κατανομής των πόρων. Χρειάστηκε χρηματοδότηση επενδύσεων μέσω δανεισμού με τόκους. Η διαχείριση κινδύνων πραγματοποιήθηκε κυρίως από μέσα μεταφοράς κινδύνων, συμπεριλαμβανομένης της πώλησης χρέους ή της χρήσης πιστωτικών παραγώγων. Καμία από αυτές τις πρακτικές δεν είναι αξιοσημείωτη για τη συμμόρφωσή της με τις ηθικές αρχές. Ένα πρώιμο θύμα της κρίσης του 2008 ήταν η άποψη ότι οι αγορές, σε κάθε περίπτωση και κυρίως οι πιστωτικές αγορές είναι αποτελεσματικές. Η θεμελιώδης αναποτελεσματικότητα των πιστωτικών αγορών αναδείχθηκε από τη δραματική κατάρρευση των τιμών των παραγώγων τίτλων που είναι γνωστά ως εξασφαλισμένο χρέος (CDO) που ήταν και το επίκεντρο της κρίσης (Davidson, 2010).

Υπήρχαν πολλά ιδρύματα «πρόθυμα» να δημιουργήσουν κίνδυνο, ιδίως επενδυτικές τράπεζες Lehman Brothers, Bear Stearns και γίγαντες της ασφάλισης όπως η AIG. Επομένως, δημιουργήθηκε η ανάγκη για έναν καλύτερο τρόπο διαχείρισης του κινδύνου παρά την μεταφορά του. Η μεταφορά κινδύνων ισοδυναμεί με πώληση ευθύνης. Αυτό

είναι προβληματικό για διάφορους λόγους. Πρώτον, η μεταφορά κινδύνου αποτρέπει τη σχέση μεταξύ μιας συγκεκριμένης ενέργειας και την ανάγκη ανάληψης ευθύνης για αυτό. Με αυτόν τον τρόπο, δεν υπονομεύει μόνο την αρχή της ατομικής ευθύνης, αλλά επίσης προκαλεί αδικία. Επίσης, μεταβιβάζοντας την ευθύνη για μια δεδομένη πράξη σε άτομο διαφορετικό από αυτό που πραγματοποιείσαι την πράξη, του παρέχει το κίνητρο για ανεύθυνη ή υψηλού κινδύνου συμπεριφορά. Με άλλα λόγια, η μεταφορά κινδύνου δημιουργεί ηθικό κίνδυνο (Davidson, 2010).

Οι Sierminska και Silber (2019) αναφέρουν ότι τα νοικοκυριά σε διαφορετικά επίπεδα της κατανομής του πλούτου παρουσιάζουν διαφορετικό βαθμό ποικιλομορφίας στα χαρτοφυλάκια τους. Ως εκ τούτου, οι μεταβολές του πλούτου που προκλήθηκαν από το παγκόσμια κρίση είναι πιθανό να προκαλέσουν προσαρμογές χαρτοφυλακίου. Παρόλο που τα άτομα από τα υψηλά επίπεδα πλούτου έχασαν περισσότερα σε απόλυτους όρους στην κρίση, τα μέλη των του χαμηλού πλούτου έχασαν περισσότερα σε σχετικούς όρους.

Σε μια μελέτη που αναφέρεται στη Δανία, ο Lyng (2018) παρέχει στοιχεία που αποδεικνύουν ότι τα χαρακτηριστικά του πλούτου έχουν διαφορετικές επιρροές στη διακράτηση ριψοκίνδυνων περιουσιακών στοιχείων πριν και μετά την κρίση. Με βάση το πάνελ που βασίζεται σε μητρώο δεδομένων από το 2004 έως το 2012, διαπιστώνει ότι η κρίση άλλαξε την ελαστικότητα της διακράτησης ριψοκίνδυνων περιουσιακών στοιχείων σε ακίνητα έξοδα. Σε περιόδους μετά την κρίση, η αύξηση των εξόδων για ακίνητα μείωσε τα επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία περισσότερο από ό,τι πριν από την κρίση.

Η βιβλιογραφία σχετικά με τη διαφοροποίηση με εμπορεύματα αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη σημασία, διότι η διαφοροποίηση αυτή μπορεί να ενισχύσει τις αποδόσεις ή και να μειώσει τον κίνδυνο. Οι Satyanarayan και Varangis (1996) και ο Idzorek (2007) εντοπίζουν οφέλη από τη διαφοροποίηση, αναλύοντας τη μετατόπιση του αποτελεσματικού συνόρου όταν το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο επεκτείνεται σε έναν δείκτη εμπορευμάτων. Οι Georgiev (2001) και Gibson (2004) συγκροτούν χαρτοφυλάκια με διαφορετικές κατανομές σε εμπορεύματα και συγκρίνουν τα χαρακτηριστικά κινδύνου-απόδοσής τους στο χώρο μέσης διακύμανσης. Οι You και Daigler (2010) εντοπίζουν τα οφέλη διαφοροποίησης των προθεσμιακών συμβολαίων επί εμπορευμάτων χρησιμοποιώντας τα μοντέλα βελτιστοποίησης μέσης διακύμανσης και Sharpe. Οι καλές

επιδόσεις των μετάλλων (ιδίως του χρυσού) κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης, αφενός, και της πρόσφατης ευρωπαϊκής κρίσης δημοσίου χρέους, αφετέρου, αποτελούν ένα ισχυρό κίνητρο για την εξέταση των πλεονεκτημάτων διαφοροποίησης των επιμέρους εμπορευμάτων σε χαρτοφυλάκια των αγορών ομολόγων και μετοχών της ευρωζώνης.

Εν τω μεταξύ, η επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών της ευρωζώνης και των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών έχει οδηγήσει τους επενδυτές και τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου να αναζητήσουν άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, ιδίως τα εμπορεύματα (commodities) , ως ενισχυτές των αποδόσεων και ασφαλή καταφύγια για το κίνδυνο. Τα εμπορεύματα είναι πραγματικά περιουσιακά στοιχεία και διαθέτουν εγγενείς αξίες που αντανακλούν τις μεταβολές στο επίπεδο των τιμών. Επιπλέον, τα εμπορεύματα δεν είναι περιουσιακά στοιχεία που παράγουν εισόδημα, καθώς δεν αποδίδουν μια συνεχή ροή ταμειακών ροών όπως οι μετοχές. Υπάρχει επίσης μεγάλος βαθμός ετερογένειας μεταξύ των επιμέρους εμπορευμάτων (Fabozzi, et al. 2008).

Από την άλλη πλευρά, παρόμοια με τις μετοχές, τα περισσότερα εμπορεύματα έχουν θετική υπερβάλλουσα κύρτωση, η οποία συνεπάγεται μια καλύτερη κατανομή των αποδόσεων. Ωστόσο, σε αντίθεση με τις μετοχές, τα περισσότερα εμπορεύματα είναι θετικά λοξά. Αυτό το χαρακτηριστικό είναι επωφελές για τους επενδυτές, διότι συνεπάγεται χαμηλότερο καθοδικό κίνδυνο και ανοδική τάση απόδοσης ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Τα χαρακτηριστικά αυτά διακρίνουν τα εμπορεύματα από τις μετοχές, ιδίως από τους ενοποιημένους χρηματιστηριακούς δείκτες των επιμέρους χωρών της ζώνης του ευρώ, και δημιουργούν προσδοκίες για χαμηλές συσχετίσεις με τους εν λόγω χρηματιστηριακούς δείκτες.

3.3 Η ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟ ΚΡΙΣΗΣ

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση κατά την περίοδο 2007-2009 έκανε τους επενδυτές να επανεξετάσουν την επενδυτική τους πολιτική λόγω της φαινομενικής αποτυχίας της διαφοροποίησης και του ελέγχου των κινδύνων. Η στρατηγική της κατανομής των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να είναι μια επενδυτική απόφαση για την

δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου το οποίο θα έχει αντοχές ακόμα και σε περιόδους οικονομικών κρίσεων.

Παρόλα αυτά μια ερευνά του Douglas (2015) αναφέρει ότι σημαντικοί διαχειριστές θεσμικών επενδύσεων, έχουν βασίσει τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια τους σε τακτική κατανομή περιουσιακών στοιχείων μεταξύ πολλαπλών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων με χαμηλή συσχέτιση με το στόχο την επίτευξη ανώτερων προσαρμοσμένων στον κίνδυνο αποδόσεων. Μέχρι πρόσφατα, αυτή η στρατηγική υπήρξε εξαιρετικά επιτυχημένη στην δημιουργία σύνθετων ετήσιων αποδόσεων με την πάροδο του χρόνου έως και 10-15%, επίσης υπήρχαν και χαμηλότερα επίπεδα μεταβλητότητας και ανώτερες προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, πολλές από αυτές τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων παρουσίασαν υψηλούς βαθμούς συσχέτισης, καθώς μειώθηκαν σε αξία. Φαίνεται ότι σε μια παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, κάθε κατηγορία περιουσιακών στοιχείων που περιέχει οποιαδήποτε μορφή κινδύνου αγοράς είναι αρκετά συνδεδεμένη. Επιπλέον, πολλές εναλλακτικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου και τα ιδιωτικά κεφάλαια, όχι μόνο μειώθηκαν στην αξία τους, αλλά και δεν είχαν ρευστό χαρακτήρα κατά την διάρκεια της κρίσης. Αυτό εμπόδισε τις προσπάθειες ανακατανομής της κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων. Το παραπάνω συμπέρασμα δημιουργήθηκε από την εξέταση του κλασικού ισορροπημένου χαρτοφυλακίου επενδύσεων 50/50 σε σύγκριση με το χαρτοφυλάκιο κατανομής παγίων σε πολλές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Παρά την αυξημένη διαφοροποίηση, ο Douglas βρήκε ότι η επενδυτική απόδοση είναι παρόμοια. Ο λόγος είναι ότι πολλές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων μπορούν να συσχετιστούν σε μια ύφεση. Έτσι καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα μονά περιουσιακά στοιχεία που δεν θα επηρεαστούν από τον συστηματικό κίνδυνο είναι τα περιουσιακά στοιχεία χωρίς κίνδυνο καθώς προσφέρουν τη μοναδική πραγματική προστασία σε μια σοβαρή οικονομική ύφεση.

Ερευνητές, όπως οι McCown και Zimmerman (2006), δείχνουν ότι ο χρυσός έχει τα χαρακτηριστικά ενός περιουσιακού στοιχείου μηδενικού βήτα που επιτρέπει στους επενδυτές να αντισταθμίζουν τον πληθωρισμό και τις κρίσεις. Οι Carie et al. (2005) αποδεικνύουν επίσης ότι ο χρυσός προστατεύει τους επενδυτές και δείχνουν επίσης ότι

το κίτρινο αυτό μέταλλο προστατεύει τον πλούτο των επενδυτών από την υποτίμηση της αξίας του δολαρίου. Οι Baur και McDermott (2010) υποδεικνύουν επίσης ότι ο χρυσός προστατεύει τον πλούτο των μετοχών των επενδυτών έναντι των σοκ στις δυσμενείς χρηματιστηριακές αγορές των μεγάλων ευρωπαϊκών χωρών και των Ηνωμένων Πολιτειών.

Οι Erb και Harvey (2006), διαπιστώνουν επίσης ότι το ασήμι είναι αντικυκλικό, γεγονός που υποδηλώνει ότι και άλλα πολύτιμα μέταλλα εκτός από τον χρυσό μπορούν επίσης να προστατεύουν τον πλούτο των επενδυτών σε περιπτώσεις δυσμενών συνθηκών στις χρηματιστηριακές αγορές.

Τα βιομηχανικά μέταλλα μπορούν επίσης να χρησιμεύσουν ως ασφαλείς, διαφοροποιητές χαρτοφυλακίου και ενισχυτές απόδοσης σε περιπτώσεις αρνητικών οικονομικών συνθηκών που επηρεάζουν τις αγορές ομολόγων και μετοχών. Οι Hammoudeh et al. (2011) διαπιστώνουν επίσης ότι το πετρέλαιο αποτελεί ενισχυτή απόδοσης και μειωτή κινδύνου όταν συνδυάζεται σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με πολύτιμα μέταλλα.

Η έρευνα σχετικά με τις χρηματιστηριακές αγορές της ευρωζώνης και της Ευρώπης είναι καλά διαφοροποιημένη. Παλαιότερες έρευνες εξετάζουν θέματα όπως ο κίνδυνος πτώσης, τα βέλτιστα χαρτοφυλάκια, η αλλαγή καθεστώτος, μεταξύ άλλων θεμάτων. Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια αυτού του είδους η έρευνα έχει επικεντρωθεί στους λόγους και τις επιπτώσεις της πρόσφατης κρίσης δημοσίου χρέους. Έχει ασχοληθεί με θέματα που αφορούν τις σχέσεις μεταξύ των αγορών μετοχών, κρατικών ομολόγων και κρατικών CDS για χώρες χαμηλού και υψηλού κινδύνου στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ONE) και την ευρωζώνη. Παρακατω παραθέτουμε μια βιβλιογραφική ανασκόπηση των μελετών που εξετάζουν τα ομόλογα, τις μετοχές και τα εμπορεύματα σε σχέση με τις χώρες της ONE και της ευρωζώνης.

Με την έλευση της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής κρίσης, η έρευνα επικεντρώθηκε στις αγορές κρατικών ομολόγων. Χρησιμοποιώντας ένα panel VAR, οι Vaca, et. al. (2011)

εξετάζουν τις σχέσεις lead-lag μεταξύ των κρατικών ομολόγων, των CDS και των αγορών μετοχών για οκτώ ευρωπαϊκές χώρες κατά την περίοδο 2007-2010. Οι χώρες είναι η Ελλάδα, η Ιρλανδία, η Πορτογαλία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Γαλλία και η Γερμανία. Τα αποτελέσματα δείχνουν έναν ηγετικό ρόλο για τις αγορές μετοχών έναντι των αγορών κρατικών CDS για ολόκληρη την περίοδο. Όταν όμως το ταραχώδες 2010 απομονώνεται από τα υπόλοιπα δεδομένα, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι αγορές CDS οδηγούν τις χρηματιστηριακές αγορές, μεταφέροντας τον πιστωτικό κίνδυνο στις ιδιωτικές εταιρείες.

Οι Norden και Weber (2009) διαπιστώνουν ότι οι αγορές μετοχών οδηγούν τόσο τις αγορές CDS όσο και τις αγορές ομολόγων και ότι οι αγορές CDS προκαλούν κατά Granger τις αγορές ομολόγων για μεγαλύτερο αριθμό επιχειρήσεων. Η εργασία αυτή δεν συμπεριέλαβε τις περιόδους κρίσης.

Η έρευνα σχετικά με τις αγορές κρατικών ομολόγων κατά τη διάρκεια της κρίσης χρέους ασχολείται με τη δυναμική αυτής της αγοράς ομολόγων στην ευρωζώνη, την επίδραση των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών συνθηκών μεταξύ αυτής της αγοράς και της αγοράς CDS. Ο Lane (2012) αποδίδει την προέλευση και τη διάδοση της κρίσης δημόσιου χρέους της ευρωζώνης στον ελαττωματικό αρχικό σχεδιασμό του ευρώ. Υποστηρίζει ότι οι σταδιακές αντιδράσεις διαχείρισης κρίσεων πολλών χωρών "εν κινήσει" αποτέλεσαν αποσταθεροποιητικό παράγοντα και προτείνει μεταρρυθμίσεις για τη βελτίωση της ανθεκτικότητας σε μελλοντικά σοκ. Οι Allen και Ngai (2012) υποστηρίζουν ότι οι προσπάθειες περιορισμού των κρατικών ελλειμμάτων και του χρέους μέσω του πακέτου σταθερότητας και ανάπτυξης απέτυχαν και ότι τα προγράμματα λιτότητας προκάλεσαν καθοδικό σπιράλ στην ανάπτυξη. Από την άλλη πλευρά, αναφέρετε ότι μια "δημοσιονομικά αδύναμη χώρα" είναι καλύτερα να παραμείνει εντός της ευρωζώνης παρά να εξέλθει από αυτήν.

Ο Maltritz (2012) εφαρμόζει το Bayesian Model Averaging (BMA) σε δεδομένα πάνελ για δέκα χώρες της ΟΝΕ για να αναλύσει τους βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων αυτών των χωρών μελών της ΟΝΕ. Διαπιστώνει ότι οι δημοσιονομικοί παράγοντες ανά χώρα και οι παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές συνθήκες

επηρεάζουν τα κρατικά spreads. Επιπλέον, εφαρμόζοντας ένα ημι-παραμετρικό υπόδειγμα χρονικά μεταβαλλόμενων συντελεστών, οι Bernoth και Erdogan (2012) εξετάζουν τους προσδιοριστικούς παράγοντες των κρατικών αποδόσεων για δέκα χώρες της ΟΝΕ πριν και μετά το 2006. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι τα μακροοικονομικά θεμελιώδη μεγέθη καθορίζουν τις διαφορές των κρατικών ομολόγων πριν από το 2006, ενώ μετά το 2006 υπήρξε μια μετατόπιση στην αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο, η οποία συνέβαλε στην επαγρύπνηση στην τιμολόγηση του κινδύνου. Οι Fong και Wong (2012) χρησιμοποιούν τη μεθοδολογία CoVaR για να μελετήσουν τις σχέσεις κινδύνου ουράς μεταξύ των ευρωπαϊκών αγορών κρατικών ομολόγων και παρέχουν σημαντικές πληροφορίες για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής που θα βοηθήσουν στον εντοπισμό των χωρών που θα πρέπει να υποβληθούν σε στενή παρακολούθηση κατά τη διάρκεια της τρέχουσας κρίσης χρέους.

Οι Calice et al. (2013) χρησιμοποιούν ένα πλαίσιο διανυσματικής αυτοπαλινδρόμησης με χρονική μεταβολή για να καθορίσουν τις αλληλεπιδράσεις των πιστωτικών περιθωρίων και των περιθωρίων ρευστότητας κατά την περίοδο της κρίσης της ευρωζώνης. Οι συγγραφείς διαπιστώνουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στα πρότυπα μετάδοσης μεταξύ των λήξεων και μεταξύ των χωρών.

Πολλές μελέτες υπογραμμίζουν τη δυνητική ικανότητα των πολύτιμων μετάλλων ιδίως του χρυσού να χρησιμεύουν ως ασφαλές καταφύγιο έναντι των απωλειών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ο ισχυρισμός αυτός σπάνια έχει ρητά ελεγχθεί στη βιβλιογραφία. Στην πραγματικότητα, οι Bauw και McDermott (2010) και οι Bauw και Lucey (2010) φαίνεται να είναι οι μόνες μελέτες που εξετάζουν άμεσα το ρόλο του χρυσού ως αντιστάθμισης κινδύνου και ασφαλούς καταφυγίου έναντι ζημιών στις αγορές μετοχών και ομολόγων. Οι Bauw και McDermott (2010) διαπιστώνουν ότι ο χρυσός μπορεί να λειτουργήσει ως σταθεροποιητική δύναμη για το χρηματοπιστωτικό σύστημα μειώνοντας τις απώλειες σε περίπτωση ακραίων αρνητικών σοκ στην αγορά. Δείχνουν επίσης ότι ο χρυσός αποτελεί τόσο αντιστάθμιση κινδύνου όσο και ασφαλές καταφύγιο για τις μεγάλες ευρωπαϊκές αγορές και τις ΗΠΑ, αλλά όχι για την Αυστραλία, τον Καναδά, την Ιαπωνία και τις μεγάλες αναδυόμενες αγορές, όπως οι χώρες. Οι Bauw και Lucey (2010) εξετάζουν

την ιδιότητα του ασφαλούς καταφυγίου στο πλαίσιο των γερμανικών, βρετανικών και αμερικανικών μετοχών και ομολόγων. Δείχνουν ότι ο χρυσός αποτελεί ασφαλές καταφύγιο για τις μετοχές, αλλά όχι για τα ομόλογα. Συνεπώς, ο χρυσός δεν αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά στοιχεία που μπορεί να θεωρηθεί η ικανότητα του χρυσού να χρησιμεύει ως αντισταθμιστικό και ασφαλές καταφύγιο γιατί μπορεί να διαφέρει σημαντικά μεταξύ των διαφορετικών αγορών και κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων.

Οι Pennings et al. (2011) στο άρθρο τους αναλύει πως αλλάζουν οι αντιλήψεις των μεμονωμένων επενδυτών, τι οδηγεί τη συμπεριφορά των συναλλαγών και την ανάληψη κινδύνων και πως επηρεάζεται η επενδυτική απόδοση κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007-2009. Τα συμπεράσματα τους βασίζονται σε μηνιαίες αποδόσεις από τον Απρίλιο του 2008 έως τον Μάρτιο του 2009. Οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι οι αντιλήψεις των επενδυτών κυμαίνονται σημαντικά κατά την περίοδο του δείγματος, με την ανοχή κινδύνου και τις αντιλήψεις κινδύνου να είναι λιγότερο ασταθείς από τις προσδοκίες απόδοσης. Συγκεκριμένα, οι αναθεωρήσεις στις προσδοκίες απόδοσης και η ανοχή κινδύνου είναι θετικές και οι αναθεωρήσεις στις αντιλήψεις κινδύνου σχετίζονται αρνητικά με τις συνολικές εξελίξεις της αγοράς. Συνολικά, οι επιτυχημένοι επενδυτές είχαν υψηλότερες προσδοκίες απόδοσης και χαμηλότερη ανοχή κινδύνου, γεγονός που τους οδήγησε να διαπραγματεύονται λιγότερο, να αναλαμβάνουν μικρότερο κίνδυνο και να έχουν χαμηλότερους δείκτες αγοράς-πώλησης. Οι επενδυτές που είχαν υψηλότερες επιδόσεις κατά τη διάρκεια της κρίσης (Σεπτέμβριος – Οκτώβριος 2008) είχαν επίσης καλύτερη απόδοση από πριν την κρίση. Στη συνέχεια, ωστόσο, έγιναν πιο ανεκτικοί ως προς τον κίνδυνο, υποδηλώνοντας ότι η επιτυχία τους τους δημιούργησε υπερβολική αυτοπεποίθηση για τις επενδυτικές τους δεξιότητες.

Η οικονομική κρίση 2007-09 ήταν πραγματικά αξιοσημείωτη λόγω της σοβαρότητας της και της παγκόσμιας εμβέλειας. Σε ένα άρθρο τους οι Bekaert et al. (2017) επιδιώκουν να κατανοήσουν τα παγκόσμια κανάλια μετάδοσης της κρίσης στις αγορές μετοχών, με μια μελέτη της διατομής της ετερογένειας της επίπτωσης της κρίσης σε 55 αγορές μετοχών. Παρά την προέλευσή της κρίσης από τις ΗΠΑ, βρίσκουν λίγα στοιχεία συστημικής

μετάδοσης από τις αγορές της ΗΠΑ στις παγκόσμιες αγορές μετοχών κατά τη διάρκεια της κρίσης. Αντ' αυτού, υπήρχε συστημική μετάδοση από εγχώριες αγορές μετοχών σε μεμονωμένα χαρτοφυλάκια μετοχών. Ωστόσο, η οικονομική κρίση δεν εξαπλώθηκε αδιάκριτα σε χώρες και τομείς. Σε συγκεκριμένα χαρτοφυλάκια σε χώρες με αδύναμες οικονομικές αρχές, κακές πολιτικές και κακά πιστωτικά ιδρύματα παρουσίασαν περισσότερη μετάδοση, τόσο από τις ΗΠΑ όσο και από τις εγχώριες αγορές, και συνολικά επηρεάστηκαν περισσότερο από την παγκόσμια οικονομική κρίση. Επιπλέον, κάποιες καλές μακροοικονομικές πολιτικές καθώς και η παρουσία χρηματοοικονομικών πολιτικών κατά τη διάρκεια της κρίσης, με τη μορφή διασφάλισης του χρέους και των εγγυήσεων των καταθέσεων συνέβαλαν στην προστασία των χαρτοφυλακίων εγχώριων μετοχών σε κάποιο βαθμό κατά την οικονομική κρίση 2007-09. Η ειρωνεία αυτού σύμφωνα με τους συγγραφείς μπορεί να είναι ότι ίσως η παγκόσμια κρίση ως εξωτερική έκθεση μιας αγοράς στον κίνδυνο είχε μικρό ρόλο στον καθορισμό της απόδοσης της αγοράς μετοχών. Αντ' αυτού, οι επενδυτές που επικεντρώθηκαν κατά κύριο λόγο σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά και σε προβληματικές αγορές με κακές μακροοικονομικές αρχές, πολιτικές και θεσμούς βίωσαν την μετάδοση της χρηματοοικονομικής κρίσης από την Αμερική. Τα ευρήματα τους επίσης υποστηρίζουν τις πρόσφατες προσπάθειες των υπευθύνων χάραξης πολιτικής και των διεθνών οργανισμών για την καλύτερη κατανόηση των μακρο - προληπτικών κινδύνων και ίσως την στενότερη παρακολούθηση τέτοιων κινδύνων τόσο σε επίπεδο χώρας όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο.

Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι επενδυτές εκτίθενται σε έναν ασυνήθιστα υψηλό όγκο δραματικών και απροσδόκητων ειδήσεων (Dzielinski, 2011). Η λήψη υπέρογκων πληροφοριών μπορεί να οδηγήσει σε υπερφόρτωση η οποία διεγείρει την προκατάληψη του status-quo και δημιουργεί ενδεχόμενη μείωση της εμπορικής δραστηριότητας μεμονωμένων επενδυτών κατά τη διάρκεια μιας κρίσης. Επίσης ο μεγάλος αριθμός πληροφοριών που λαμβάνουν οι επενδυτές κατά τη διάρκεια μιας κρίσης μπορεί να προκαλέσει συχνές αλλαγές στις αντιλήψεις τους. Οι Glaser & Weber (2005), για παράδειγμα, βρίσκουν αύξηση στην τυπική απόκλιση της απόδοσης των μεμονωμένων επενδυτών και των προβλέψεων μεταβλητότητας αμέσως μετά την 11η Σεπτεμβρίου και τις επόμενες αναταραχές στο χρηματιστήριο.

Οι συνθήκες που καταγράφονται από τις αγορές σταθερού εισοδήματος ωθούν τους επενδυτές να λάβουν τις απαραίτητες προφυλάξεις όταν προκύψει κρίση. Κάθε κρίση έχει τα δικά της χαρακτηριστικά: μερικές ξεκινούν αργά, άλλες γρήγορα, μερικές είναι σύντομες και άλλες είναι μακροπρόθεσμες. Ωστόσο, μέχρι την έναρξη μιας κρίσης, η εξισορρόπηση ενός χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος μπορεί να είναι τεράστιος κίνδυνος. Για την αντιμετώπιση αυτών των επιβλαβών γεγονότων, η ρύθμιση μας επιτρέπει τη δημιουργία ενός βέλτιστου χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος με ελάχιστη αναλογία μεταβλητότητας κατά τη διάρκεια μιας περιόδου που βρίσκεται μεταξύ σταθερότητας και άγχους.

Στην παραπάνω βάση και την δημιουργία μιας στρατηγικής για ένα σταθερό χαρτοφυλάκιο σε περιόδους κρίσης οι Mili et al. (2014) δείχνουν ότι η εισαγωγή επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων σταθερού εισοδήματος σε ένα χαρτοφυλάκιο μπορεί να αντισταθεί στην αύξηση της αστάθειας λόγω της κρίσης. Για να αναπτύξουν το εμπειρικό μέρος της έρευνας τους, εξέτασαν μια χρονική περίοδο που βρίσκεται μεταξύ του 2002 και του 2010. Η βάση δεδομένων αποτελούταν από ημερήσιες αποδόσεις με διάφορους όρους για την Ευρωπαϊκή Ένωση και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Πιο συγκεκριμένα η παρουσία ορισμένων επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων σταθερού εισοδήματος σχετίζεται με την έναρξη της Flight to Quality (FTQ). Η ίδια κατάσταση εμφανίζεται όταν παρατηρείται μετάδοση αντί για FTQ. Φυσικά, η μετάδοση είναι ένα ανεπιθύμητο φαινόμενο για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων σταθερού εισοδήματος λόγω των δυσάρεστων συνεπειών του. Από την πλευρά της, η FTQ συμβάλλει στην προστασία των επιτοκίων μειώνοντας τις επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Σε όλη αυτή την έρευνα τους, αναπτύξαν δύο καθεστώτα σχετικά με τον κίνδυνο απώλειας χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος.

Αυτό το πλαίσιο περιλαμβάνει την ιδέα ότι οι αγορές προϊόντων σταθερού εισοδήματος χαρακτηρίζονται από ήρεμες περιόδους που διακόπτονται κυρίως από περιστασιακές περιόδους κρίσης και δεδομένου ότι οι επιστροφές χαρακτηρίζονται από τη μη κανονικότητα. Η δομή κινδύνου ενός τέτοιου χαρτοφυλακίου θα μπορούσε να αποτυπώσει την αστάθεια της ήρεμης περιόδου και τις ακραίες απώλειες κατά την περίοδο της κρίσης. Στην πράξη, σύμφωνα με τους συγγραφείς η χρήση της προσέγγισης

Expected Tail Loss (ETL) είναι πολύ ενδιαφέρουσα για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου, υπό την προϋπόθεση ότι επιτρέπει μια πιο αποτελεσματική προσαρμογή της στρατηγικής ανάλογα με το πλαίσιο της αγοράς. Έτσι, επιτρέπει στους επενδυτές που κατέχουν περιουσιακά στοιχεία σταθερού εισοδήματος να εκτιμήσουν τον κίνδυνο απώλειας ανάλογα με το είδος της στρατηγικής που υιοθέτησαν. Σε περίπτωση επαναλαμβανόμενων κρίσεων, το επεξεργασμένο μοντέλο προσφέρει ένα ευρύ φάσμα εφαρμοσιμότητας, καθώς μπορεί να ενσωματώσει έναν τυχαίο αριθμό κρίσεων προκειμένου να βελτιστοποιηθεί η αξία του χαρτοφυλακίου.

Σύμφωνοι με την παραπάνω αποψη σχετικά με την δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος σε περιόδους κρίσεων είναι και οι Briere & Szafarz (2008). Στο χρηματιστήριο, τα βέλτιστα χαρτοφυλάκια σταθερού εισοδήματος ωθούν τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων σταθερού εισοδήματος στο να αντιμετωπίσουν ένα επίπεδο κινδύνου που εκτιμάται από τους επενδυτές. Ωστόσο, τα επίπεδα κινδύνου που θέτει το μοντέλο τους δείχνουν ότι ο αντίκτυπος της κρίσης ποικίλλει ως προς τη σύνθεση και τον κίνδυνο χαρτοφυλακίου. Γενικά, η έννοια ενός βέλτιστου χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος δικαιολογείται όταν είναι ανθεκτικό σε ταραχώδεις αγορές. Οι Briere & Szafarz (2008) έδειξαν ότι ένα χαρτοφυλάκιο ορισμένων ασφαλών περιουσιακών στοιχείων είναι πιο ανθεκτικό στις επιπτώσεις της κρίσης από το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο και αυτό οφείλεται στην αποτελεσματική διαφοροποίηση.

Μια μη κανονική κατάσταση στην οικονομία μπορεί να χαρακτηριστεί ως κρίση και μπορεί να είναι γρήγορη, μεταδοτική και να δημιουργήσει οικονομικές απώλειες οι οποίες θα επηρεάσουν κατά κύριο λόγο τους επενδυτές οι οποίοι δεν είναι προστατευμένοι. Η ασφάλεια ενός επενδυτή και η μείωση του κινδύνου σε περιόδους κρίσης είναι δύσκολο να επιτευχθεί με την διαφοροποίηση καθώς επηρεάζονται τόσο ο συστημικός όσο και μη συστημικός κίνδυνος. Επίσης οι πληροφορίες οι οποίες είναι πολλές και δυσάρεστες, η κατάρρευση ενός πυλώνα της οικονομίας δηλαδή των τραπεζών δεν μπορεί να μην δημιουργήσει απώλειες ακόμα και σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, οι μακροοικονομικές επίσης πολιτικές αλλά και το χρέος μιας χώρας δείχνουν ότι η διαφοροποίηση δεν είναι το μαγικό εργαλείο. Από την άλλη οι επενδύσεις σε προϊόντα

σταθερού εισοδήματος και της προσέγγισης FTQ μπορούν μειώσουν τις απώλειες αλλά όχι να της εξαλείψουν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο : ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΣΕ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ ΚΡΙΣΕΩΝ

4.1 ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΑΓΕΛΗΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΤΟ REAL ESTATE (REIT)

Οι Guglielmo et. al. (2008) εξέτασαν την ύπαρξη συμπεριφοράς της αγέλης στο ΧΑΑ. Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας τα οποία βασίζονται σε ημερήσια, εβδομαδιαία και μηνιαία δεδομένα είχαν δείξει ότι η συμπεριφορά της αγέλης είναι υπάρκτη. Οι ενδείξεις της συμπεριφοράς της αγέλης σε εβδομαδιαία και μηνιαία χρονικά διαστήματα είναι πολύ ασθενέστερη γεγονός που υποδηλώνει ότι πρόκειται για βραχυπρόθεσμο φαινόμενο. Τα αποτελέσματα αυτά είναι παρόμοια με εκείνα που αναφέρθηκαν από τους Tan et. al. (2008) για τις κινεζικές χρηματιστηριακές αγορές. Επιπλέον, το φαινόμενο της αγέλης διαπιστώνεται ότι είναι ισχυρότερο σε περιόδους ανόδου των αγορών. Μια άλλη ενδιαφέρουσα πτυχή της παρούσας έρευνας είναι ο προσδιορισμός των κατώτατων αποδόσεων της αγοράς, πάνω από τις οποίες η συμπεριφορά της αγέλης είναι πιθανότερο να εμφανιστεί. Οι Guglielmo et. al. (2008) την ύπαρξη της συμπεριφοράς της αγέλης τόσο κατά τη διάρκεια όσο και μετά τη χρηματιστηριακή κρίση του 1999. Ωστόσο, η συμπεριφορά των επενδυτών φαίνεται να έχει γίνει πιο ορθολογική από το 2002 και μετά, καθώς οι εκτιμήσεις για μεταγενέστερα εξάμηνα είναι συνεπείς με την ορθολογική

συμπεριφορά. Αυτή η αλλαγή στην συμπεριφορά μπορεί να αποδοθεί στις ρυθμιστικές και θεσμικές μεταρρυθμίσεις της ελληνικής αγοράς μετοχών και τη διάχυτη παρουσία ξένων θεσμικών επενδυτών.

Στο άρθρο τους οι Economidou et al. (2018), εξέτασαν τη συμπεριφορά της αγέλης σε τρεις ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές, λαμβάνοντας υπόψη την επίδραση του κλίματος των επενδυτών, όπως αυτό αποτυπώνεται από τους αντίστοιχους δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας. Τα εμπειρικά αποτελέσματα για την περίοδο Ιανουαρίου 2004-Ιουλίου 2014 δεν υποδεικνύουν την παρουσία της αγέλης στις τρεις εξεταζόμενες αγορές. Ωστόσο, τα εμπειρικά αποτελέσματα τεκμηριώνουν την ύπαρξη της συμπεριφορά της αγέλης προς τον δείκτη "φόβος", παρά προς την αγορά απόδοσης στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Γερμανία. Κατά τον έλεγχο για διαφορετικές υποπεριόδους, δηλαδή την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, τα εμπειρικά αποτελέσματα υποδεικνύουν την ύπαρξη του cross market herding για τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Γερμανική αγορά. Τα αποτελέσματα τεκμηριώνουν επίσης ότι οι εκτιμήσεις για την συμπεριφορά της αγέλης μπορεί επίσης να επηρεαστούν από άλλα το αίσθημα των επενδυτών, εμφανίζοντας πιο έντονες σχέσεις μεταξύ των δύο ευρωπαϊκών αγορές. Τα ευρήματα αυτά παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες τόσο για τους επενδυτές όσο και για τις ρυθμιστικές αρχές. Η διασταύρωση των αγορών εξαλείφει τα οφέλη της διεθνούς διαφοροποίησης, εκθέτοντας τους συμμετέχοντες στην αγορά σε κινδύνους που δεν μπορούν εύκολα να αντισταθμίσουν. Επιπλέον, ο τεκμηριωμένος αντίκτυπος του διατραπεζικού κλίματος των επενδυτών διευκολύνει τη μετάδοση κρίσεων και τη μετάδοση της αγοράς.

Η εξέλιξη της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, που ξεκίνησε από την αγορά ακινήτων και μεταδόθηκε σε ολόκληρο τον χρηματοπιστωτικό και πραγματικό οικονομικό τομέα, καθιστούσε τα REITs μια ενδιαφέρουσα αγορά για να εξεταστεί, δεδομένου ότι μπορεί να διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο στον μηχανισμό μετάδοσης. Την έρευνα αυτή πραγματοποιήσαν οι Philippas et al. (2013) και τα αποτελέσματα τους δείχνουν ότι κατά τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου 2004-Νοεμβρίου 2009 υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις ότι η διασπορά των αποδόσεων των REIT μειώνεται σημαντικά τις ημέρες ακραίων κινήσεων στην αγορά REIT, μια συμπεριφορά που χαρακτηρίζεται από

σημαντικό βαθμό ετερογένειας μεταξύ των τομέων που την απαρτίζουν. Σε αντίθεση με την κοινή πεποίθηση, το μοτίβο αυτό δεν μπορεί να αποδοθεί αποκλειστικά σε ημέρες με αρνητικές αποδόσεις της αγοράς. Οι συγγραφείς επίσης επινόησαν μια σειρά νέων δοκιμών για να εξετάσουν πρόσθετους παράγοντες που ενδεχομένως συμβάλλουν στην εμφάνιση της συμπεριφοράς της αγέλης. Ειδικότερα, παρέχουν σημαντικές ενδείξεις ότι η επιδείνωση του κλίματος των επενδυτών όσον αφορά τις τρέχουσες καθώς και τις μελλοντικές συνθήκες της αγοράς, που εκφράζεται από μια αύξηση του δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας (VIX), και τα δυσμενή σοκ στις συνθήκες χρηματοδότησης για τα REIT συνδέονται με αύξηση της συγκέντρωσης των αποδόσεων τους γύρω από τη μέση τιμή τους. Συμφωνα με τους συγγραφείς αυτή η συμπεριφορά δεν μπορεί να αποδοθεί στην χρηματοπιστωτική κρίση, ανεξάρτητα από το πόσο ευρεία ή στενή είναι η έννοια της. Τέλος, αλλά όχι λιγότερο σημαντικό, οι μεγάλες οι διακυμάνσεις που βρεθηκαν στη χρηματιστηριακή αγορά δεν φαίνεται να συμβάλλουν στην ανάπτυξη φαινομένων της αγέλης στην αγορά REIT και αυτό αποτελεί ένδειξη ότι οι δύο αυτές αγορές έχουν διακριτή δυναμική.

4.2 ΣΥΝΤΟΜΗ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΤΗΣ ΥΓΕΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

4.2.1 Εισαγωγή

Η πανδημία COVID-19 είχε σημαντικό αντίκτυπο στην κοινωνικοοικονομική ζωή των περισσότερων χωρών του κόσμου. Η πανδημία COVID-19 έχει αλλάξει ριζικά τον κόσμο όπως τον ξέρουμε. Οι άνθρωποι ζουν διαφορετικά, αγοράζουν διαφορετικά και με πολλούς τρόπους, σκέφτονται διαφορετικά. Ο ιός έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει με καταστροφικό τρόπο τα άτομα, επιχειρήσεις, βιομηχανίες και ολόκληρες οικονομίες.. Το πρόβλημα του ιού COVID-19 ήταν η ταχεία εξάπλωση, η οποία προέκυψε από την αερομεταφερόμενη μετάδοση και την εντατική χρήση των δημόσιων μέσων μεταφοράς, συμπεριλαμβανομένων των διηπειρωτικών πτήσεων. Η ανάγκη να αποτραπεί η αποτυχία των συστημάτων υγειονομικής περίθαλψης και της αντιμετώπισης των επιπτώσεων του COVID-19, ο οποίος αποτελεί άμεση απειλή για την υγεία και τη ζωή των πολιτών, είχε

ως αποτέλεσμα τον αναγκαστικό και συχνά δραστικό περιορισμό της οικονομικής δραστηριότητας. Στην πραγματικότητα, η πανδημία οδήγησε σε ξαφνική διακοπή της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας το πρώτο εξάμηνο του 2020. Οι τομείς που επλήγησαν ιδιαίτερα έντονα ήταν οι υπηρεσίες, συμπεριλαμβανομένου του τουρισμού και των ξενοδοχείων, το λιανικό εμπόριο, η εκπαίδευση, οι πολιτιστικές δραστηριότητες, τα εστιατόρια, οι γκαλερί, τα γυμναστήρια, τα κομμωτήρια, τα ταξί, οι εκθέσεις, οι αθλητικές εκδηλώσεις και οι προσωπικές υπηρεσίες που χαρακτηρίζονται από άμεση επαφή μεταξύ των ανθρώπων.

Οι χερσαίες και αεροπορικές μεταφορές, καθώς και οι οντότητες που συνδέονται άμεσα με αυτές, συμπεριλαμβανομένων των αεροδρομίων, υπέστησαν επίσης σοβαρές ζημιές. Ειδικά, στον τελευταίο τομέα, η ζήτηση επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό όχι μόνο μεσοπρόθεσμα αλλά και μακροπρόθεσμα, καθώς η δυναμική της εξάπλωσης της πανδημίας συνδέεται στενά με το σύστημα των αεροπορικών εταιρειών. Επιπλέον, οι Liu et al (2020) παρείχαν συστηματική ανάλυση σχετικά με τη δυναμική και τις διαστάσεις της πρωτοφανούς μείωσης της ζήτησης των δημόσιων μεταφορών λόγω της πανδημίας. Η ανάγκη απομόνωσης και η αδυναμία διεξαγωγής παραγωγής, εμπορικών ή υπηρεσιακών δραστηριοτήτων με τους υφιστάμενους όρους είχε ως αποτέλεσμα την εμφάνιση διαταραχών στην παραγωγή και τον εφοδιασμό, καθώς και την κατάρρευση των αλυσίδων εφοδιαστικής. Το πρόβλημα ήταν επίσης οι μολύνσεις των εργαζομένων, που καθιστούσαν αδύνατη την απρόσκοπτη διεξαγωγή των εργασιών. Η πανδημία οδήγησε επίσης σε σημαντική μείωση της ζήτησης ενέργειας και των παγκόσμιων εκπομπών CO₂. Σε περίπτωση που η συγκεκριμένη φύση της δραστηριότητας το επέτρεπε, η πανδημία COVID-19 συνέβαλε στην αλλαγή της οργάνωσης και του μοντέλου εργασίας πολλών οντοτήτων, προκαλώντας την αποκέντρωσή τους, αναγκάζοντας σε μεγαλύτερη ευελιξία λειτουργίας και ξεκινώντας τη μετατροπή προς την εξ αποστάσεως εργασία, αλλά και επηρεάζοντας τις εσωτερικές σχέσεις, την προσαρμογή των εργαζομένων και τη διαχείριση των ανθρώπινων πόρων (Carnevale & Hatak, 2020).

Οι καταναλωτές ανησυχούν έντονα για τον αντίκτυπο του COVID-19, τόσο από υγειονομική όσο και από οικονομική άποψη. Οι άνθρωποι αντιδρούν με ποικίλους τρόπους και έχουν διαφορετικές στάσεις, συμπεριφορές και αγοραστικές συνήθειες. Ο

συνδυασμός των προσωπικοτήτων με τις οποίες οι εταιρείες συσκευασμένων καταναλωτικών προϊόντων (CPG) πρέπει να συνεργαστούν θα ποικίλλει ανάλογα με το στάδιο της επιδημίας και το τοπικό πολιτισμικό πλαίσιο. Οι άνθρωποι σε όλο τον κόσμο φοβούνται καθώς προσπαθούν να προσαρμοστούν σε μια νέα κανονικότητα. Ο φόβος είναι μεγάλος καθώς τα άτομα σκέφτονται τι σημαίνει αυτή η κρίση για τους ίδιους, αλλά κυρίως τι σημαίνει για τις οικογένειες και τους φίλους τους και την κοινωνία γενικότερα. Το υψηλότερο επίπεδο φόβου αφορά τον αντίκτυπο στην οικονομία, με το 88% των καταναλωτών να αποκαλύπτει ότι ανησυχεί, ενώ το 82% ανησυχεί για την υγεία των άλλων, ξεπερνώντας τον φόβο για την προσωπική υγεία ή την προσωπική ασφάλεια της εργασίας (Accenture, 2020).



Πηγή: Accenture Covid-19 Consumer Research, που διεξήχθη 2-6 Απριλίου

4.2.2 ΠΩΣ Η ΕΠΙΔΗΜΙΑ ΕΠΗΡΕΑΣΕ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ,ΑΛΛΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΓΧΩΡΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΟ 2020.

4.2.2.1 ΠΩΣ Η ΕΠΙΔΗΜΙΑ ΕΠΗΡΕΑΣΕ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σε ένα πολύ ενδιαφέρον άρθρο που δημοσιεύτηκε στο BBC news στις 21 Ιανουαρίου 2021 και με τίτλο «Coronavirus : How the pandemic has changed the world economy», παρουσιάζονται οι επιπτώσεις του Κορονοϊού σε διάφορους τομείς της οικονομικής δραστηριότητας. Η επίδραση της πανδημίας στην πραγματική οικονομία ήταν ιδιαίτερα

έντονη στις μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία του ΟΟΣΑ (Οκτώβριος του 2020) το Παγκόσμιο ΑΕΠ το 2020 (Real GDP Growth) θα μειωθεί σε πραγματικούς όρους κατά 4,2%.

Η εκτίμηση του IMF είναι ότι το Παγκόσμιο ΑΕΠ θα συρρικνωθεί κατά 4,4%. Ο οργανισμός επισημαίνει ότι η μείωση αυτή έχει να σημειωθεί από την εποχή του μεγάλου κράχ που σημειώθηκε στις ΗΠΑ το 1930.

Το ΑΕΠ των χωρών που απαρτίζουν τις μεγαλύτερες χώρες του πλανήτη, τις γνωστές G20, θα συρρικνωθεί κατά 3,8%, βενώ στην ΕΕ η μείωση του ΑΕΠ θα είναι μεγαλύτερη και θα κινηθεί κοντά στο 7.5%. Η μοναδική μεγάλη χώρα που θα παρουσιάσει αύξηση το 2020 είναι η Κίνα με το εντυπωσιακό 2,2%, διευρύνοντας ακόμα περισσότερο την διαφορά από τις ΗΠΑ, η οποία θα παρουσιάσει μείωση κατά 3.7%. Από τις άλλες μεγάλες οικονομίες της Δύσης το ΑΕΠ του Ηνωμένου Βασιλείου θα συρρικνωθεί κατά 11.2%, της Γαλλίας κατά 9.1% και της Γερμανίας κατά 5.5%. Εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι η Τουρκία θα παρουσιάσει ανεπαισθητη μείωση της τάξης του 1,3% ή σύμφωνα με πολύ πρόσφατες αναθεωρήσεις μπορεί τελικά να κινηθεί και θετικά !

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται οι πιο πρόσφατες εκτιμήσεις του ΟΟΣΑ τόσο για την εκτίμηση της πορείας των οικονομιών του G20 για το 2020 όσο και εκτιμήσεις για τα έτη 2021 και 2022.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η γρήγορη ανάκαμψη της Κίνας και της Ινδίας οι οποίες θα οδηγήσουν πάλι την κούρσα της παγκόσμιας ανάπτυξης με ρυθμούς γύρω και πάνω από το 8% ,σε αντίθεση με τις χώρες της Δύσης που θα παρουσιάσουν μέτρια επιδόσεις διευρύνοντας τις υπάρχουσες διαφορές .

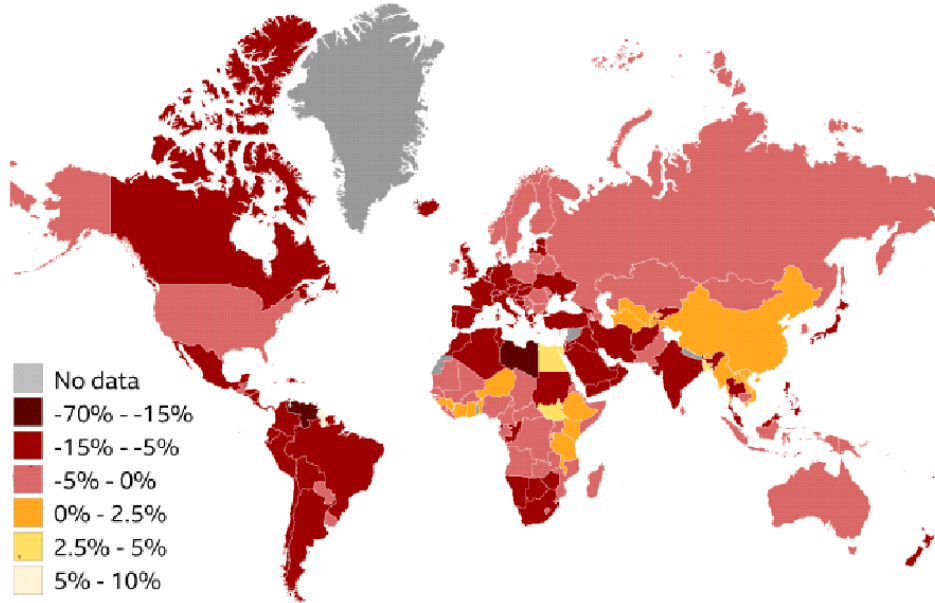
Πίνακας 1. Προβλέψεις μεταβολών GDP

Country	2020	2021	2022
 Argentina	-12.9	3.7	4.6
 Australia	-3.8	3.2	3.1
 Brazil	-6.0	2.6	2.2
 Canada	-5.4	3.5	2.0
 China	1.8	8.0	4.9
 France	-9.1	6.0	3.3
 Germany	-5.5	2.8	3.3
 India	-9.9	7.9	4.8
 Indonesia	-2.4	4.0	5.1
 Italy	-9.1	4.3	3.2
 Japan	-5.3	2.3	1.5
 Korea	-1.1	2.8	3.4
 Mexico	-9.2	3.6	3.4
 Russia	-4.3	2.8	2.2
 Saudi Arabia	-5.1	3.2	3.6
 South Africa	-8.1	3.1	2.5
 Turkey	-1.3	2.9	3.2
 United Kingdom	-11.2	4.2	4.1
 United States	-3.7	3.2	3.5
World	-4.2	4.2	3.7
Euro area	-7.5	3.6	3.3
G20	-3.8	4.7	3.7

Διάγραμμα 1. Η επίδραση του Κορωνιού σε όλες τις χώρες του Πλανήτη

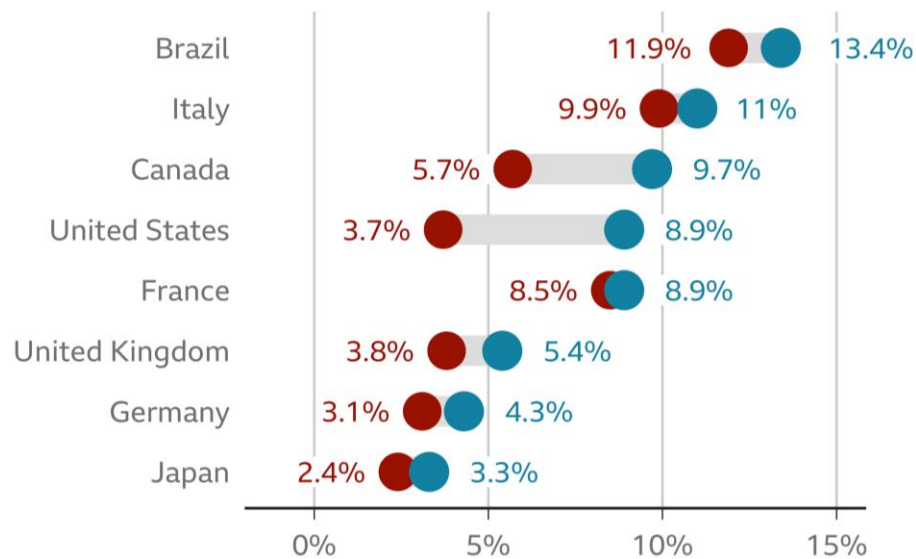
Majority of countries in recession

Real GDP growth



Πηγή: IMF, 1/2021

Διάγραμμα 2. Μεταβολή των ποσοστών ανεργίας από το 2019-2020



Πηγή: IMF, 1/2021

Η έντονη οικονομική ύφεση είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της ανεργίας ,αλλά και την αύξηση της αβεβαιότητας των εργαζομένων για το μέλλον τους σε ολόκληρο τον κόσμο. Εκατομμύρια εργαζομένων σε ολόκληρο τον κόσμο βρίσκονται σε αναστολή εργασίας και το εισόδημα τους στηρίζεται από τις επιχορηγήσεις των κυβερνήσεων τους. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα στον κλάδο του τουρισμού ο οποίος κατέγραψε και τις μεγαλύτερες απώλειες εσόδων.

Ο αριθμός των νέων θέσεων εργασίας και ευκαιριών απασχόλησης είναι πλέον ιδιαίτερα περιορισμένες για πάρα πολλές χώρες. Μόνον στην Αυστραλία οι θέσεις απασχόλησης έχουν φτάσει τα επίπεδα του 2019 , αλλά σε άλλες χώρες όπως στην Ισπανία, στην Γαλλία και στην Μεγάλη Βρετανία η ανεργία έχει αυξηθεί σημαντικά.

Στις ΗΠΑ το ποσοστό των ανέργων έφτασε στο 8.9% από 3.7% σηματοδοτώντας το τέλος μιας δεκαετίας συνεχούς συρρίκνωσης της ανεργίας.

Πολλοί οργανισμοί προειδοποιούν ότι θα περάσουν πολλά χρόνια μέχρι τα επίπεδα της απασχόλησης δουν τα επίπεδα που ήταν πριν από την πανδημία

4.2.2.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ ΣΤΙΣ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΕΣ

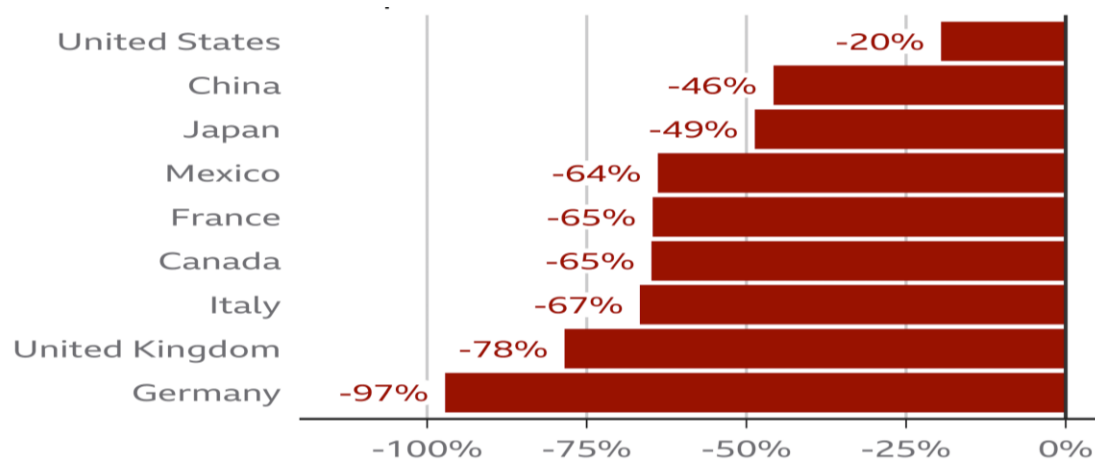
Οι επιπτώσεις της πανδημίας είχε έντονες αρνητικές συνέπειες στην καταναλωτική συμπεριφορά των πολιτών οι οποίοι πλέον αποστρέφονται τις επισκέψεις στα καταστήματα και προτιμούν να ψωνίζουν από το σπίτι. Σύμφωνα με μελέτη της EY το 67% των πελατών παρουσιάζονται απρόθυμοι να ταξιδέψουν πάνω από 5 χιλιόμετρα για να ψωνίσουν.

Στον διάγραμμα 4 φαίνεται καθαρά η δραματική μείωση των πελατών που επισκέπτονται τα καταστήματα.

Εντυπωσιακή μείωση παρατηρείται στην Γερμανία, στο Ηνωμένο Βασίλειο, στην Ιταλία, στη Γαλλία και στο Μεξικό. Οι πολίτες των ΗΠΑ και της Κίνας ήταν αυτοί που προτίμησαν τις αγορές από τα καταστήματα. Η μεταβολή αυτή των καταναλωτικών προτύπων έδωσε

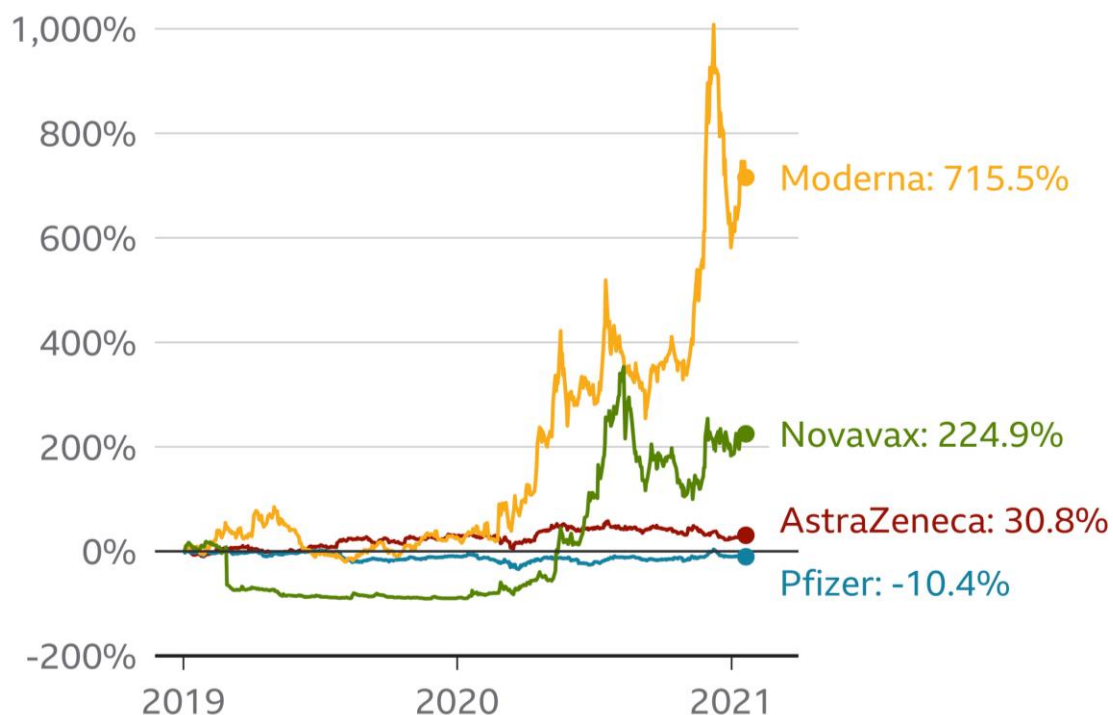
μια ώθηση στις διαδικτυακές πωλήσεις οι οποίες εκτοξεύτηκαν το 2020 στα 3,9 τρις δολάρια.

Διάγραμμα 3. Φυσικές επισκέψεις καταναλωτών στα καταστήματα, πριν και μετά την πανδημία



Πηγή: ShopperTrak, 24/1/2021

Διάγραμμα 4. Μεταβολές μετοχών εταιρειών που παράγουν εμβόλια για την καταπολέμηση της πανδημίας



Πηγή: Bloomberg, 24/1/2021

Οι μεγάλοι κερδισμένοι της πανδημίας είναι σίγουρα οι φαρμακευτικές εταιρίες, αφού τα κράτη διοχέτευσαν δισεκατομμύρια δολάρια για την ανακάλυψη ενός αποτελεσματικού εμβολίου για τον Κορωνοϊό και άλλες θεραπευτικές αγωγές. Αποτέλεσμα των χρηματοδοτήσεων αυτών ήταν η προεξόφληση των επενδυτών για αυξημένες μελλοντικές πωλήσεις και μελλοντικά κέρδη. Το αποτέλεσμα ήταν όπως οι μετοχές πολλών φαρμακευτικών εταιριών όπως της Moderna, της Novavax, και της AstraZeneca να έχουν εκτοξευθεί, όχι όμως της Pfizer (BioNTech) λόγω του υψηλού κόστους παραγωγής του εμβολίου (Διάγραμμα 4). (Φίλιππας, 2021).

Η πανδημία και οι επιπτώσεις της στα οικονομικά συγκρίνονται με την προηγούμενη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2009. Οι Wojcik και Ioannou (2020) διαπιστώνουν ότι η προηγούμενη κρίση αναφέρεται ως βορειοατλαντική κρίση η οποία εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο μέσω των διεθνών χρηματοπιστωτικών και οικονομικών

σχέσεων, αλλά η πανδημία COVID-19 είναι πραγματικά παγκόσμια και άμεσα επηρεάζει πρακτικά όλες τις χώρες λόγω των ταξιδιών. Σε αντίθεση με την κρίση του 2007-2009, η πανδημική κρίση δεν ξεκίνησε από τον χρηματοπιστωτικό τομέα, αλλά η σοβαρότητά της τη μετέδωσε στον χρηματοπιστωτικό τομέα και στη συνέχεια αντίστροφα και πάλι στην παραγωγή, το εμπόριο και τις υπηρεσίες. Σε ορισμένους κλάδους, έχει αναμφίβολα προκαλέσει σημαντική αλλαγή στα επιχειρηματικά μοντέλα ή επηρέασε τη διάρθρωση των εισοδημάτων και του κόστους. Οι συνέπειες των αλλαγών και μετασχηματισμών στους επιμέρους τομείς είναι επί του παρόντος δύσκολο να προβλεφθούν, καθώς δεν είναι γνωστό πόσο θα διαρκέσει τελικά η πανδημία και ποιο θα είναι το κόστος της. Αναμφίβολα, θα υπάρξουν νέες προκλήσεις στον τομέα της μηχανοργάνωσης, της εφοδιαστικής, της διαχείρισης προσωπικού, της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, της ασφάλειας στον κυβερνοχώρο και την ευρύτερα νοούμενη προστασία της υγείας.

4.2.2.3 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΙΑΣ ΣΤΗΝ ΕΓΧΩΡΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η επίδραση της πανδημίας στην εγχώρια οικονομία ήταν ιδιαίτερα αρνητική, χειροτερεύοντας όλους τους οικονομικούς μακροοικονομικούς δείκτες όπως είναι το ΑΕΠ, την ανεργία, το δημοσιονομικό έλλειμμα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αλλά και το χρέος.

Η Ελλάδα επηρεάστηκε σημαντικά από την πανδημία για μια σειρά από λόγους οι κυριότεροι των οποίων είναι (Φίλιππας, 2021) :

α) η έλλειψη ενός παραγωγικού μοντέλου ικανού να αντέχει σε εξωγενή αρνητικά γεγονότα

β) η έλλειψη αποταμιεύσεων και παράλληλα ένα τεράστιο δημόσιο και ιδιωτικό χρέος, στοιχεία που μας στερούν βαθμούς ελευθερίας και μας κάνει ιδιαίτερα ευάλωτους σε καταστάσεις χρηματοοικονομικών ή άλλων κρίσεων που απαιτούνται αυξημένες δαπάνες για την στήριξη της πραγματικής οικονομίας και των πολιτών

γ) ο βασικός πυλώνας εσόδων και στήριξης της εγχώριας οικονομίας, ο τουρισμός, υπέστη το 2020 πρωτοφανή μείωση της τάξης του 80% .

και δ)οι νοσοκομειακές υποδομές -ιδιαίτερα της πρωτοβάθμιας υγείας - ήταν ελλιπείς με αποτέλεσμα να εφαρμόζονται προληπτικά μέτρα lock downs τα οποία επηρεάζουν άμεσα την οικονομική δραστηριότητα και την τελική παραγωγή.

Να σημειωθεί ότι κάθε μήνας αυστηρού lock down μειώνει το ΑΕΠ της χώρας μας κατά 2 δις ευρώ .

Οι προβλέψεις για τα οικονομικά στοιχεία της χώρας μας τόσο για το 2020 αλλά και για το 2021 είναι ιδιαίτερα ανησυχητικές. Η μείωση του ΑΕΠ στην χώρα μας θα πλησιάσει και ίσως ξεπεράσει το 10%, ποσοστό που κατατάσσεται στα πρώτα 6 χειρότερα μεταξύ των αντίστοιχων χωρών της Ευρώπης. Όμως το ποσοστό αυτό αποκτά ιδιαίτερη σημασία γιατί η χώρα μας προέρχεται από μια υπερδεκαετή στασιμότητα σε αντίθεση με τις άλλες χώρες της Ευρώπης που είχαν βρει τα προηγούμενα έτη τον βηματισμό τους. Η ανεργία αναμένεται να ξεπεράσει το 17 %, το πρωτογενές δημοσιονομικό έλλειμμα το 8% σε σχέση με πλεόνασμα 3,6% το 2019, το συνολικό δημοσιονομικό έλλειμμα θα φτάσει τα 18 δις ευρώ και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών θα χειροτερέψει προσεγγίζοντας τα 12 δις ευρώ. Ίσως το πιο ανησυχητικό σημάδι είναι ότι ο λόγος Δημοσίου Χρέους προς το ΑΕΠ χειροτερεύει συνεχώς με αποτέλεσμα στο τέλος του 2020 να φτάσει το 209% ποσοστό που είναι από τα υψηλότερα στον πλανήτη. Το στοιχείο αυτό καθιστά την χώρα μας ιδιαίτερα ευάλωτη σε οποιαδήποτε επόμενη κρίση, είτε αυτή προέλθει από μια νέα έξαρση ή μετάλλαξη του Κορωνοϊού, είτε από μια χρηματοπιστωτική κρίση δεδομένου ότι τα Χρηματιστήρια της Δύσης βρίσκονται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα (Φίλιππας, 2021).

Παρά το γεγονός ότι η χώρα μας δεν αντιμετωπίζει ακόμα προβλήματα χρηματοδότησης λόγω των ευνοϊκών συνθηκών στις αγορές χρήματος και της αυξημένης αξιοπιστίας της , το πρόβλημα ίσως ανακύψει με την αναμενόμενη άνοδο του πληθωρισμού και το τέλος της πανδημίας. Η παράταση του δεύτερου lockdown για παραπάνω από 6 ουσιαστικά μήνες, υποχρέωσε το οικονομικό επιτελείο της χώρας σε αναθεώρηση όλων των μεγεθών του προϋπολογισμού τόσο για το 2021 όσο και για το 2022, αφού όπως αναφέραμε οι αυξημένες δαπάνες για τα μέτρα στήριξης και η συρρίκνωση των εσόδων, αυξάνουν αυτόματα τόσο το δημοσιονομικό όσο και τον πρωτογενές έλλειμμα. Ενώ ο προϋπολογισμός είχε πρόβλεψη για ανάπτυξη για το 2021 4,8% του ΑΕΠ, το

συνεχιζόμενη lockdown ανατρέπει την πρόβλεψη αυτή προς τα κάτω για 3.3% χωρίς να αποκλείεται ακόμα μεγαλύτερη προς τα κάτω αναθεώρηση (Φίλιππας, 2021).

Για το πρώτο τρίμηνο του 2021 οι προβλέψεις είναι ιδιαίτερα απαισιόδοξες, όπως και η αβεβαιότητα για την πορεία του τουρισμού και για το φετινό καλοκαίρι. Για το 2022 θα προβλέπεται ανάπτυξη πάνω από 5% του ΑΕΠ για το 2022. Θα πρέπει να τονισθεί ότι μια σειρά από κλάδοι αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα υπερβολικής υπερχρέωσης και πολλές επιχειρήσεις κινδυνεύουν με ολική παύση των δραστηριοτήτων τους. Ο τουρισμός και όλες οι υπηρεσίες που σχετίζονται με αυτόν όπως οι αερομεταφορές, τα ταξίδια και η διασκέδαση, ο ξενοδοχειακός κλάδος, οι κρουαζιέρες δέχονται αφόρητες πιέσεις και είναι πιθανό ένα μεγάλο ποσοστό να πτωχεύσουν τους επόμενους μήνες. Τα οικονομικά αποτελέσματα του σόκ αυτού θα γίνουν ορατά σύντομα, αφού οι πολίτες μετά το τέλος της πανδημίας θα έρθουν αντιμέτωποι με τα πραγματικά προβλήματα της οικονομίας. Η αντιμετώπιση των παραπάνω σοβαρών επιπτώσεων γίνεται από ένα συνδυασμένο πλέγμα δημοσιονομικών πρωτοβουλιών της Ελληνικής Κυβέρνησης για τη στήριξη της οικονομίας, ύψους € 31,4 δισ. για το 2020 και 2021, παροχής ρευστότητας και μείωσης των επιτοκίων που υλοποιεί η ΕΚΤ αλλά και ευρωπαϊκών πρωτοβουλιών με κύριο άξονα το Σχέδιο Ανάπτυξης και Ανθεκτικότητας (EU € 32 δισ. για την Ελλάδα), μία σημαντική ευκαιρία που μπορεί κάτω από προϋποθέσεις να συμβάλει στην δημιουργία ενός πιο αποτελεσματικού παραγωγικού μοντέλου (Φίλιππας, 2021).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο : ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΣΤΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΤΗΝ ΕΠΟΧΗ ΤΗΣ ΠΑΝΔΗΜΪΑΣ (COVID – 19)

5.1 Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ

Οι Siriopoulos et al. (2021) αναφέρουν ότι η πανδημία του κοροναϊού έπληξε την Ευρώπη τις πρώτες ημέρες του 2020 άλλα τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια είχαν σηματοδοτήσει διακυμάνσεις τις προηγούμενες ημέρες. Η μελετη τους αξιολογεί την παρατηρούμενη μεταβλητότητα στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και αναζητά τις πηγές της κατά τη διάρκεια του 1^{ου} τετραμήνου του 2020. Οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι περίπου το 34% της μεταβλητότητας στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια οφείλεται στην κινεζική χρηματιστηριακή αγορά, ενώ το 7% οφείλεται στη διεθνή αβεβαιότητα, όπως μετράται από τον δείκτη VIX. Ο αντίκτυπος των κρουσμάτων και των θανάτων από την πανδημία στις μετοχές στις ευρωπαϊκές αγορές είναι αμελητέα και κάτω από 1% όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα. Αυτό σημαίνει σύμφωνα με τους συγγραφείς ότι η ευρωπαϊκή χρηματιστηριακή αγορά αντιμετώπισε δύο στοιχεία κινδύνου: το πρώτο είναι η μεταδοτική μεταβλητότητα από την κινεζική χρηματιστηριακή αγορά, και το δεύτερο είναι η διεθνής αβεβαιότητα. Τα ευρήματα υποστηρίζουν επίσης την άποψη ότι COVID-19 μοιάζει περισσότερο με συστηματικό κίνδυνο.

Πίνακας 2. Αποτελέσματα της έρευνας Siriopoulos et al. (2021)

	01/2020	02/2020	03/2020	04/2020
Italy				
Standard deviation	0,0114	0,0190	0,0567	0,0240
Cases	3	885	100.851	101.852
Deaths	0	21	11.570	16.091
Spain				
Standard deviation	0,0074	0,0169	0,0506	0,0213
Cases	0	34	85.161	128.240
Deaths	0	0	7.340	17.203
France				
Standard deviation	0,0088	0,0158	0,0485	0,0242
Cases	6	51	44.493	83.892
Deaths	0	2	3.022	21.063
Portugal				
Standard deviation	0,0067	0,0153	0,0408	0,0152
Cases	NA	NA	6.408	1.809
Deaths	NA	NA	140	833
Germany				
Standard deviation	0,0101	0,0167	0,0471	0,0262
Cases	5	52	61.856	97.206
Deaths	0	0	583	5.705
Greece				
Standard deviation	0,0083	0,0276	0,0667	0,0290
Cases	0	2	1.208	1.364
Deaths	0	0	43	96
Netherland				
Standard deviation	0,0090	0,0171	0,0429	0,0208
Cases	0	2	11.748	27.052
Deaths	0	0	864	3.847
Belgium				
Standard deviation	0,0085	0,0200	0,0489	0,0253
Cases	0	1	11.898	35.960
Deaths	0	0	513	6.988

Οι Ferreruela & Mallor (2021) ανέλυσαν τη συμπεριφορά της αγέλης των επενδυτών σε ιδιαίτερα παραγμένες περιόδους, όπως η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και η πρόσφατη παγκόσμια πανδημία, οι οποίες θα μπορούσαν να επηρεάσουν τα συναισθήματα και τη συμπεριφορά των επενδυτών, αν και έχουν διαφορετικά

χαρακτηριστικά και ενδέχεται να έχουν διαφορετικές επιπτώσεις. Η διατομεακή διασπορά των αποδόσεων χρησιμοποιείται για τη μέτρηση του επιπέδου της αγέλης στις αγορές της Ισπανίας και της Πορτογαλίας, χρησιμοποιώντας ένα σύνολο δεδομένων των ημερήσιων αποδόσεων των μετοχών κατά την περίοδο Ιανουάριος 2000-Μάιος 2021, το οποίο με τη σειρά του χωρίζεται σε διάφορες υποπεριόδους που ταξινομούνται ως προ της κρίσης του 2008, κρίση του 2008, μετά την κρίση του 2008, Covid-19 και μετά το Covid-19. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το herding εμφανίζεται με μεγαλύτερη ένταση σε περιόδους πριν από την κρίση, εξαφανίζεται κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και επανεμφανίζεται, αν και με μικρότερη ένταση, μετά από αυτήν, ενώ δεν εντοπίζεται γενικά σε περιόδους Covid-19. Ωστόσο, η συμπεριφορά του herding μπορεί να παρατηρηθεί στην αγορά κατά τη διάρκεια της πανδημίας σε ημέρες υψηλής μεταβλητότητας.

Η εργασία των Fang et al. (2021) ήταν η πρώτη μελέτη που εξέτασε πώς και κατά πόσον η πανδημία COVID-19 επηρεάζει τη συμπεριφορά της αγέλης στις χρηματιστηριακές αγορές της Ανατολικής Ευρώπης. Χρησιμοποιώντας δείγματα από τις χρηματιστηριακές αγορές της Ρωσίας, της Πολωνίας, της Τσεχίας, της Ουγγαρίας, της Κροατίας και της Σλοβενίας από την 1η Ιανουαρίου 2010 έως τις 10 Μαρτίου 2021, απέδειξαν ότι η πανδημία COVID-19 έχει αυξήσει τη συμπεριφορά του herding σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές του δείγματος. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι η κρίση COVID-19 ενισχύει τον αντίκτυπο των αποδόσεων της παγκόσμιας αγοράς στη συμπεριφορά του herding στις συγκεκριμένες χρηματιστηριακές αγορές. Διαπίστωσαν ότι η κρίση COVID-19 ενισχύει τη δευτερογενή επίδραση της περιφερειακής αγέλης στη συμπεριφορά της γενικής αγέλης. Έτσι, οι χρηματοπιστωτικές αρχές θα πρέπει να παρακολουθούν τους επενδυτές στη χρηματιστηριακή αγορά για να αποφύγουν την αύξηση της συμπεριφοράς της αγέλης καθώς και την ενίσχυση των αποδόσεων της παγκόσμιας αγοράς και της περιφερειακής διασποράς των αποδόσεων στην αγέλη κατά την περίοδο της πανδημίας.

Οι Espinosa-Méndez και Arias (2020) ανέλυσαν τις τιμές των μετοχών των εταιρειών που σημειώθηκαν στους ακόλουθους δείκτες: DAX 30 Index (Γερμανία), CAC 40 (Γαλλία), FTSE MIB (Ιταλία), Ibex 35 Index (Ισπανία), και FTSE 100 Index (Ηνωμένο Βασίλειο)

κατά την περίοδο από τις 3 Ιανουαρίου 2020 έως τις 19 Ιουνίου 2020. Έδειξαν ότι η πανδημία COVID-19 αύξησε την συμπεριφορά της αγελής στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές. Οι λιγότερο ενημερωμένοι επενδυτές ακολούθησαν τους πιο ενημερωμένους σε ένα σαφές παράδειγμα συμπεριφοράς αγέλης. Ο φόβος και η αβεβαιότητα σχετικά με τα αποτελέσματα της πανδημίας έκαναν τους λιγότερο ενημερωμένους επενδυτές να απορρίψουν την αυτοπεποίθησή τους και να ακολουθήσουν τους πιο συνειδητοποιημένους.

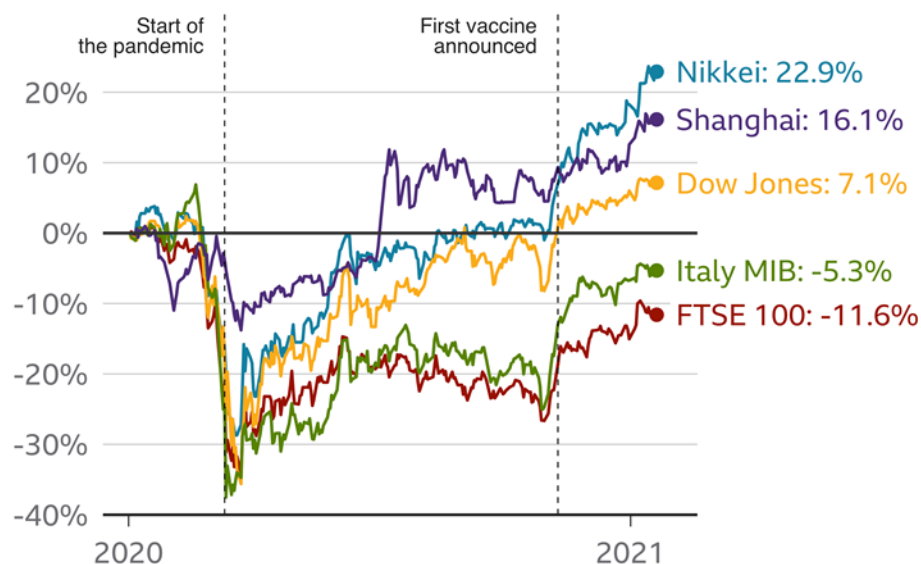
Στη μελέτη τους οι Wang et al. (2021) προσπάθησαν να προσδιορίσουν τον αντίκτυπο της επενδυτικής συμπεριφοράς στις χρηματοπιστωτικές αγορές κατά τη διάρκεια του COVID-19 σε σχέση με το Ηνωμένο Βασίλειο. Η μελέτη ήταν ποσοτική, όπου τα δεδομένα συλλέχθηκαν από πρωτογενείς πηγές πληροφόρησης, δηλαδή μέσω ερωτηματολογίου έρευνας. Τα συμπεράσματα της μελέτης καταλήγουν ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις μεταβλητές της μελέτης περιλαμβάνουν τον γενικό κίνδυνο προς την ανοχή και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο προς την ανοχή, μαζί με την ικανοποίηση, την αντίληψη του κινδύνου και το ποσοστό κερδοφορίας. Υπάρχει μετριοπαθής επίδραση του COVID-19 επί της μεταξύ τους σχέσης. Πιο συγκεκριμένα η ανοχή στον χρηματοοικονομικό κίνδυνο θεωρείται ως εισροή στάσεων για τη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Συμπεραίνεται ότι το ποσοστό κερδοφορίας βασίζεται κυρίως στην εκτίμηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου και ο τρόπος με τον οποίο οι αλλαγές στο ποσοστό κερδοφορίας μεταβάλλουν την οικονομική ανοχή στον κίνδυνο. Υπάρχει η ικανότητα ανοχής στον κίνδυνο όταν πρέπει να λαμβάνονται επενδυτικές αποφάσεις σε μετοχές και σε οποιοδήποτε χρηματοοικονομικό αγαθό που μπορεί να προσδιοριστεί από την ανάπτυξη υψηλής απόδοσης επί της χρηματοοικονομικής επένδυσης. Επιπλέον τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι υπάρχει θετική επίδραση της ικανοποίησης στον γενικό κίνδυνο προς την ανοχή και της ικανοποίησης στον χρηματοοικονομικό κίνδυνο προς την ανοχή. Επίσης, η μελέτη έδειξε ότι η αβεβαιότητα του COVID-19 μετριάξει μεταξύ της αντίληψης του κινδύνου και του γενικού κινδύνου προς την ανοχή και μετριάξει μεταξύ της αντίληψης του κινδύνου και του χρηματοοικονομικού κινδύνου προς την ανοχή. Ωστόσο, η αβεβαιότητα του COVID-19

μετριάζει μεταξύ της ικανοποίησης και του γενικού κινδύνου προς ανοχή και μετριάζει μεταξύ του ποσοστού κερδοφορίας και του χρηματοοικονομικού κινδύνου προς ανοχή. Επομένως, υπάρχει μετριοπαθής επίδραση της αβεβαιότητας στο COVID-19 μεταξύ του ποσοστού κερδοφορίας και του χρηματοοικονομικού κινδύνου προς ανοχή.

5.2 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ COVID -19

Με το ξέσπασμα της πανδημίας όλα τα Χρηματιστήρια της Δύσης δέχθηκαν ένα ισχυρό σοκ με απώλειες που έφτασαν και το 40%. Όμως οι συνεχείς παρεμβάσεις των Κεντρικών Τραπεζών και η στήριξη που παρείχαν με την ποσοτική χαλάρωση αντέστρεψε την αρνητική τάση δημιουργώντας αλληπάλληλα ιστορικά υψηλά. Αυτή η αναντιστοιχία της πραγματικής οικονομίας (real economy) με την χρηματιστηριακή οικονομία (money economy) καταγράφεται για πρώτη φορά στην Χρηματοοικονομική ιστορία με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι φόβοι ότι βρισκόμαστε σε μια ευάλωτη χρηματοοικονομική ισορροπία . Στο διάγραμμα 5 παρουσιάζεται η επίδραση του Κορωνοϊού στις χρηματιστηριακές αγορές από την αρχή της πανδημίας μέχρι και σήμερα. Αξίζει να σημειώσουμε την πολύ καλή πορεία των Ασιατικών Χρηματιστηρίων η οποία αναμένεται να συνεχιστεί (Φίλιππας, 2021)

Διάγραμμα 5. Η επίδραση του Κορωνοϊού στις χρηματιστηριακές αγορές από την αρχή της πανδημίας μέχρι και σήμερα



Επιπλέον, μπορεί κανείς να απαριθμήσει ορισμένες άλλες εργασίες, π.χ. σχετικές με τις τιμές των μετοχών κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Ο Singh (2020) διαπίστωσε ότι οι επενδυτές γίνονται πιο προσεκτικοί στα θεμελιώδη εταιρικά μεγέθη και τα ESG που υποστηρίζουν τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια της αναταραχής. Οι θεμελιώδεις πτυχές των επενδύσεων έχουν επίσης επισημανθεί από τους Mirza et al (2020), οι οποίοι διαπίστωσαν ότι τα επενδυτικά κεφάλαια κοινωνικής επιχειρηματικότητας υπεραπέδωσαν έναντι των αντίστοιχων κεφαλαίων κατά τη διάρκεια του ξεσπάσματος της πανδημίας. Στον τομέα της τιμολόγησης μετοχών και των τάσεων των τιμών, οι Shehzad et al. (2020) διαπίστωσαν ότι η πανδημία επηρέασε τη διακύμανση των χρηματιστηριακών αγορών των ΗΠΑ, της Γερμανίας και της Ιταλίας ισχυρότερα από ό,τι η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Ενάντια σε αυτό το πλαίσιο, οι Narayan et al. (2020) και Phan & Narayan (2020) διαπίστωσαν θετικές επιδράσεις των λουκέτων, των ταξιδιωτικών απαγορεύσεων και των πακέτων οικονομικών κινήτρων στις χρηματιστηριακές αγορές, ενώ οι Sharif et al. (2020) διαπίστωσαν ότι στις ΗΠΑ το ξέσπασμα της πανδημίας έχει μεγαλύτερη επίδραση στον γεωπολιτικό κίνδυνο και την οικονομική αβεβαιότητα από ό,τι η ίδια η χρηματιστηριακή αγορά.

Σε αυτό το πεδίο η έρευνα των Torcu και Gulal (2020) αποκαλύπτει ότι ο αρνητικός αντίκτυπος της πανδημίας στις αναδυόμενες χρηματιστηριακές αγορές ήταν ισχυρότερη στην Ασία από ό,τι στην Ευρώπη και σταδιακά μειώθηκε και άρχισε να μειώνεται από τα μέσα Απριλίου. Οι συγγραφείς επισημαίνουν επίσης ότι στις αναδυόμενες αγορές το μέγεθος των πακέτων τόνωσης που παρέχονται από τις κυβερνήσεις έχει σημασία για την αντιστάθμιση των επιπτώσεων της πανδημίας. Άλλες έρευνες που σχετίζονται με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τη συμπεριφορά των χρηματιστηρίων των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης κατά τη διάρκεια της πανδημίας δείχνει μια σημαντική και αρνητική σχέση μεταξύ των χρηματιστηριακών δεικτών και της εξάπλωσης του COVID-19 (Czech K, 2020).

Ο Ashraf (2020b) εφάρμοσε τα διαθέσιμα ημερήσια δεδομένα COVID-19 και τα δεδομένα που αναφέρονται σε αποδόσεις μετοχών των χρηματιστηρίων από 64 χώρες κατά την περίοδο από τις 22 Ιανουαρίου 2020 έως τις 17 Απριλίου 2020 για να αναλύσει την επίδραση της αύξησης των επιβεβαιωμένων κρουσμάτων και των θανάτων από το COVID-19 στην αγορά μετοχών. Στην έρευνά του εξέτασε τα χαρακτηριστικά των χωρών και τον συστηματικό κίνδυνο που οφείλεται σε διεθνείς παράγοντες. Διαπίστωσε ότι η αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών ήταν ιδιαίτερα έντονη και οδήγησε σε αρνητικές αποδόσεις σε σχέση με την αύξηση των επιβεβαιωμένων κρουσμάτων COVID-19. Η αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών στον αριθμό των θανάτων δεν ήταν στατιστικά σημαντική. Έδειξε επίσης ότι η ισχυρότερη αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών ήταν κατά τη διάρκεια της αρχής της πανδημίας και στη συνέχεια μεταξύ 40 και 60 ημερών μετά τα επιβεβαιωμένα κρούσματα.

Ενδιαφέρουσες μελέτες σχετικά με την επίδραση της πανδημίας στα κρυπτονομίσματα διεξήχθησαν από τους Demir et al. (2020). Ανέλυσαν τη συσχέτιση μεταξύ των κρυπτονομισμάτων (Bitcoin (BTC), Ethereum (ETH) και Ripple (XRP)) και των κρουσμάτων/θανάτων του COVID-19. Εφάρμοσαν την ανάλυση συνοχής wavelet και αρχικά διαπίστωσαν αρνητική συσχέτιση μεταξύ Bitcoin και του αριθμού των επιβεβαιωμένων κρουσμάτων και θανάτων COVID-19. Αργότερα, η συσχέτιση αυτή άλλαξε σε θετική. Έλαβαν παρόμοια αποτελέσματα για το Ripple και το Ethereum-

ωστόσο, οι αλληλεπιδράσεις ήταν ασθενέστερες. Αυτό έδειξε τον αντισταθμιστικό ρόλο των κρυπτονομισμάτων έναντι στην αβεβαιότητα που προκαλείται από το COVID-19.

Οι Mazur κ.ά. (2020) έδειξαν ότι η πανδημία COVID-19 μπορεί να μην ήταν απαραίτητα επιζήμια για όλες τις εταιρείες και τους τομείς. Αν και οι περισσότεροι τομείς υπέστησαν και έχασαν τις αξίες τους στα χρηματιστήρια, άλλοι μπορεί να επωφεληθήκαν από την πανδημία. Η υγειονομική περίθαλψη, τα τρόφιμα, οι μετοχές λογισμικού και το φυσικό αέριο παρουσίασαν υψηλές θετικές αποδόσεις. Οι μετοχικές αξίες των ακινήτων, της ψυχαγωγίας, του πετρελαίου και της φιλοξενίας σημείωσαν απότομη πτώση.

Οι Okorie και Lin (2020) επιβεβαίωσαν το φαινόμενο της κλασματικής μετάδοσης της πανδημίας COVID-19 στις χρηματιστηριακές αγορές. Χρησιμοποίησαν τις χρηματιστηριακές πληροφορίες για τις 32 μεγαλύτερες οικονομίες των χωρών που επλήγησαν από τον κορονοϊό (στις 31 Μαρτίου 2020). Επιπλέον, αυτό το φαινόμενο κλασματικής μετάδοσης εξαφανίστηκε με την πάροδο του χρόνου (μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα) τόσο για τις αποδόσεις των χρηματιστηριακών αγορών και τη μεταβλητότητα. Επιβεβαίωσαν μια σημαντική αλλά βραχυπρόθεσμη μετάδοση - επίδραση στις χρηματιστηριακές αγορές ως συνέπεια της πανδημίας COVID-19. Αυτά τα στοιχεία μετάδοσης βρέθηκαν τόσο στις αποδόσεις όσο και στη μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς.

Οι Shear et al. (2021) στη μελέτη τους σημείωσαν ότι η αυξημένη προσοχή των επενδυτών στην πανδημία COVID19 είχε ως αποτέλεσμα αρνητικές αποδόσεις στις χρηματιστηριακές αγορές. Αυτό ήταν ιδιαίτερα έντονο σε χώρες όπου οι επενδυτές είχαν υψηλότερες πολιτισμικές αξίες που συνδέονται με την αποφυγή αβεβαιότητας. Πρότειναν ότι οι πολιτισμικές αξίες των επενδυτών που σχετίζονται με την αποφυγή αβεβαιότητας προήγαγαν τη μεταβλητότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Οι Haroon και Rizvi (2020) πραγματοποίησαν έρευνα με βάση τους κλαδικούς δείκτες για τις ΗΠΑ από τον Dow Jones. Έδειξαν ότι ο πανικός που προκλήθηκε από ειδήσεις σχετικές με το COVID-19 συσχετίστηκε θετικά με τις μεταβλητότητες των δεικτών

διαφόρων βιομηχανικών κλάδων, όπως οι μεταφορές, τα αυτοκίνητα και τα εξαρτήματα, η ενέργεια και τα ταξίδια αναψυχής. Παρόμοια αποτελέσματα σχετικά με τις κλαδικές αποδόσεις για την αυστραλιανή χρηματιστηριακή αγορά ήταν από τους Najdu και Ranjeeni (2021). Μια άλλη ανάλυση διεξήχθη από τους Mazur et al. (2021) οι οποίοι εξέτασαν την επίδραση του COVID-19 στη χρηματιστηριακή συμπεριφορά των εταιρειών του S&P 500 σε επίπεδο κλάδου, συμπεριλαμβανομένης της τιμολόγησης των μετοχών τους και της μεταβλητότητας τους. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι κατά τη διάρκεια του χρηματιστηριακού κραχ οι μετοχές των κλάδων της υγειονομικής περίθαλψης, των τροφίμων, του φυσικού αερίου και του λογισμικού είχαν επιδόσεις ασυνήθιστα καλές, ενώ οι εταιρείες από τη βιομηχανία αργού πετρελαίου, τα ακίνητα, την ψυχαγωγία και φιλοξενίας είχαν τις χειρότερες επιδόσεις. Επιπλέον, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι οι μετοχές των χαμένων είχαν πιο ασύμμετρες κινήσεις και παρουσίαζαν υψηλή μεταβλητότητα που συσχετιζόταν αρνητικά με τις αποδόσεις των μετοχών. Εξετάζοντας την κλαδική ευαισθησία στην πανδημία COVID-19, ο Akhtaruzzaman et al. (2021) διαπίστωσαν ότι οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις διαδραματίζουν σημαντικότερο ρόλο στη χρηματοοικονομική μετάδοση από ό,τι οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

Οι Wu & Hui (2021) υπολόγισαν την αμοιβαία πληροφορία των δεικτών μετοχών 10 πρωτογενών βιομηχανικών κλάδων στην Κίνα. Σκοπός τους ήταν να αναλύσουν τη σχέση εξάρτησης μεταξύ των κινεζικών χρηματιστηριακών κλάδων κατά τη διάρκεια της COVID-19 και τη δυναμική εξέλιξη της σχέσης αυτής. Σύμφωνα με την πραγματική κατάσταση της εξέλιξης του COVID-19 στην Κίνα, τα δείγματα χωρίστηκαν σε τρία στάδια, δηλαδή σε περίοδο ηρεμίας, περίοδο πανδημίας και περίοδο μετά την πανδημία. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η σχέση εξάρτησης μεταξύ των κινεζικών χρηματιστηριακών κλάδων ενισχύεται σημαντικά κατά την περίοδο της πανδημίας, αλλά μειώνεται κατά τη μεταπανδημική περίοδο και η δομή της εξάρτησης είναι παρόμοια με εκείνη της περιόδου ηρεμίας. Ο βιομηχανικός τομέας συνδέεται στενότερα με άλλους τομείς κατά την περίοδο της πανδημίας. Ο τομέας της πληροφορικής και ο τομέας των τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών διατηρούν ισχυρή εξάρτηση και στις τρεις περιόδους και μοιράζονται μικρή επίδραση με άλλους τομείς. Στην περίοδο της πανδημίας, η εξάρτηση μεταξύ του τομέα των βασικών καταναλωτικών αγαθών και άλλων τομέων ενισχύεται σημαντικά, ενώ ο τομέας των βασικών καταναλωτικών αγαθών και ο τομέας της υγειονομικής περίθαλψης

διατηρούν ισχυρή εξάρτηση. Από τα αποτελέσματα αυτά καταλήγουν στα συμπεράσματα, ότι η κινεζική χρηματιστηριακή αγορά είναι ευαίσθητη στην επίδραση του COVID-19, αλλά η διάρκεια της επίδρασης στην εξάρτηση μεταξύ των τομέων των μετοχών δεν είναι μεγάλη.

6.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η πανδημία COVID-19 είναι ένα νέο φαινόμενο, επομένως οι μελέτες σχετικά με αυτήν είναι ακόμη νέες αλλά επεκτείνονται γρήγορα. Το θέμα του COVID-19 απασχόλησε κυρίως την ιατρική και τη φαρμακευτική κοινότητα αλλά λίγο αργότερα άρχισε να αποτελεί αντικείμενο έρευνας σε πολλούς άλλους κλάδους, όπως η ψυχολογία, η φυσική και τα μαθηματικά. Στο τομέα των οικονομικών επιστημών, ιδίως των χρηματοοικονομικών, τα επιτεύγματα όσον αφορά το COVID-19 γίνονται όλο και πιο συνηθισμένα και αναφέρονται κυρίως στις συνέπειες των lockdown. Έχει σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα για την παρατήρηση του φαινομένου και τη λήψη δεδομένων που να αντικατοπτρίζουν τις επιπτώσεις του στις οικονομικές καταστάσεις.

Η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας δείχνει σχετικά μικρό αριθμό εργασιών που σχετίζονται με τις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης όπου η πανδημία επηρεάζει επίσης έντονα τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο λόγος πίσω από αυτό το φαινόμενο μπορεί να είναι ο σχετικά μεγάλος κατακερματισμός των τοπικών κεφαλαιαγορών στην περιοχή, η μικρή κεφαλαιοποίηση τους στις περισσότερες χώρες, καθώς και η συνολική χαμηλότερη χρηματιστικοποίηση των οικονομιών σε σύγκριση με τις ιδιαίτερα ανεπτυγμένες χώρες.

Τα πρώτα στάδια της πανδημίας COVID-19 οδήγησαν σε μια θεαματική πτώση των χρηματιστηρίων. Μέσα σε διάστημα λίγων εβδομάδων, οι σταθμισμένες ως προς την αξία τιμές των μετοχών έπεσαν κατά 20 έως 50 τοις εκατό στις χώρες σε όλο τον κόσμο. Οι καταρρεύσεις των χρηματιστηρίων προηγήθηκαν βραχυπρόθεσμων καταρρεύσεων στην οικονομική δραστηριότητα κατά δύο έως τρεις εβδομάδες σε όλες τις χώρες εκτός για παράδειγμα από την Νότια Κορέα και την Ταϊβάν. Η Κίνα, ήταν η πρώτη χώρα που επλήγη από την πανδημία, βίωσε ταυτόχρονη κατάρρευση των τιμών των μετοχών και της οικονομικής δραστηριότητας.

Η Κίνα για παράδειγμα επέβαλε αυστηρά μέτρα αποκλεισμού και τα διατήρησε για πολλές εβδομάδες προκειμένου να περιορίσει την εξάπλωση του ιού. Χώρες που κινήθηκαν γρήγορα να περιορίσουν την εξάπλωση του ιού - με ή χωρίς επιθετικά μέτρα αποκλεισμού – απόλαυσαν υψηλότερες τιμές μετοχών και καλύτερες βραχυπρόθεσμες οικονομικές επιδόσεις. Εν ολίγοις, οι σχετικά επιτυχημένες πολιτικές αντιδράσεις περιλάμβαναν ταχεία εφαρμογή των προσπαθειών περιορισμού του ιού, αλλά όχι απαραίτητα αυστηρά μέτρα αποκλεισμού της οικονομικής και κοινωνικής δραστηριότητας.

Στην Ευρώπη η ταχεία εξάπλωση της νέας πανδημίας COVID-19 προκάλεσε υψηλό επίπεδο δυναμικής σύνδεσης μεταξύ των διεθνών χρηματιστηρίων, πρωτοφανή διακοπή των αποδόσεων των χρηματιστηρίων και αύξηση της οικονομικής αβεβαιότητας παγκοσμίως. Ως εκ τούτου, οι αρχές, οι κεντρικές τράπεζες και οι επενδυτικές τράπεζες πρέπει να εφαρμόσουν αποτελεσματικές οικονομικές στρατηγικές και πολιτικές για τη διαχείριση της κρίσης COVID-19 χωρίς να προκαλέσουν αβεβαιότητα.

Από την ανασκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με την επενδυτική συμπεριφορά και από την παράθεση της πλειοψηφίας της βιβλιογραφίας σχετικά με την επίδραση του Covid -19 στις Ευρωπαϊκές και τις άλλες αγορές, μπορούμε να καταλήξουμε, ότι η πανδημία δεν ήταν το φαινόμενο το οποίο οδήγησε σε κατάρρευση των τιμών όπως η Παγκόσμια κρίση του 2007 ,αλλά οι άλλες παθογένειες, που όταν αυτές καλύπτονταν τα χρηματιστήρια ανέκαμψαν σχετικά γρήγορα στην περίοδο μετα το Covid -19.

Ομοίως, οι κυβερνητικές παρεμβάσεις θα πρέπει να επικεντρωθούν στην άμβλυνση της κατάστασης πανικού των χρηματιστηριακών αγορών και στην αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στα μελλοντικά έσοδα και στην ανάκαμψη της αγοράς. Επιπλέον, δεδομένης της συνεχούς εξάπλωσης του COVID-19 παγκοσμίως, οι συμμετέχοντες στην αγορά και οι επενδυτές θα πρέπει να μάθουν να διαχειρίζονται τον χρηματιστηριακό κίνδυνο και τον πανικό.

Περαιτέρω, τα ευρήματά μας παρέχουν πληροφορίες για τις ρυθμιστικές αρχές κινδύνου, οι οποίες θα πρέπει να βελτιώσουν τα συστήματα έγκαιρης προειδοποίησης κινδύνου με τη δημιουργία ενός καθημερινού μηχανισμού παρακολούθησης της διεθνούς μετάδοσης των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Θα πρέπει να εφαρμόσουν συστήματα διαχείρισης

που εκδηλώνουν τη χρήση των πλεονεκτημάτων, τη συνετή πρόληψη και τον έλεγχο των κινδύνων. Επίσης, οι χώρες θα πρέπει να δημιουργήσουν ένα ολοκληρωμένο σύστημα δεικτών αξιολόγησης με ταχεία ενημέρωση των δεδομένων και υψηλή διαφάνεια, που θα καλύπτει διάφορες αγορές και κλάδους.

Οι χώρες οι οποίες χαρακτηρίζονται από χρηματοοικονομική υγεία και χαμηλά χρέη θα αντιμετωπίσουν με μεγαλύτερη άνεση τόσο την τρέχουσα κρίση της πανδημίας όσο και την επόμενη ημέρα. Αντίθετα οι υπερχρεωμένες χώρες-όπως είναι η χώρα μας- , τα υπερχρεωμένα νοικοκυριά και οι υπερχρεωμένες επιχειρήσεις θα είναι πιο ευάλωτες. Οι χώρες της Ασίας και κυρίως η Κίνα και η Ινδία θα οδηγήσουν για μια ακόμα φορά την παγκόσμια ανάπτυξη διευρύνοντας τις διαφορές τους από τις χώρες της Δύσης. Οι πόροι των προγραμμάτων πρέπει να διοχετευθούν σε οικονομικές δράσεις με μεγάλο πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα τόσο στην παραγωγή όσο και στην απασχόληση. Η ιστορία έχει δείξει ξεκάθαρα ότι η σωστή χρήση των πόρων μιας οικονομίας επηρεάζει το μέλλον των πολιτών και αυτή η ευκαιρία δεν πρέπει να πάει χαμένη για την χώρα μας.

Τέλος, είναι σημαντικό να ενισχυθεί η διεθνής συνεργασία μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ρυθμιστικών αρχών παγκοσμίως. Στο πλαίσιο της οικονομικής παγκοσμιοποίησης, οι χρηματιστηριακές αγορές αποτελούν ένα πολύπλοκο οικονομικό οικοσύστημα, οπότε είναι απαραίτητο να ενισχυθεί η διεθνής ανταλλαγή πληροφοριών διαχείρισης που σχετίζονται με τη μετάδοση του χρηματοοικονομικού κινδύνου. Δεδομένου ότι η πρόληψη της μετάδοσης του διεθνούς χρηματοπιστωτικού κινδύνου είναι μια μακροπρόθεσμη διαδικασία, είναι πολύ σημαντικό να εφαρμοστεί ένα μακροπρόθεσμο σύστημα διακυβέρνησης του κινδύνου σε συνδυασμό με παγκόσμιες δυνάμεις για τη διαχείριση της έγκαιρης προειδοποίησης και ανάκαμψης του κινδύνου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Accenture (2020). COVID-19 Consumer Research, conducted April 2–6.
- Adcock C, Hua X, Mazouz K, Yin S. Does the stock market reward innovation? European stock index reaction to negative news during the global financial crisis. *J Int Money Financ.* 2014; 49(PB): 470– 491.
- Akhtaruzzaman M, Boubaker S, Sensoy A. Financial contagion during COVID–19 crisis. *Financ Res Lett.* 2021; 38: 101604.
- Allen, D.E., 2005, Modeling and forecasting dynamic VaR thresholds for Risk Management and Regulation. Siamese International conference on modeling and simulation, SIMMOD, The Rose Garden, Bangkok, Thailand.
- Andersson, M., Hedesstrom, M., & Garling, T. (2014). A social-psychological perspective on herding in stock markets. *Journal of Behavioral Finance*, 15(3), 226-234. doi:10.1080/15427560.2014.941062
- Ashraf, N. (2020b). «Stock markets’ reaction to COVID-19: Cases or fatalities?» *Research in International Business and Finance* 54: 101249.
- Baker, H. K., & Ricciardi, V. (2015). Understanding: Behavioral aspects of financial planning and investing. *Journal of Financial Planning*, 28(3), 22. Retrieved from <https://www.onefpa.org/journal/Pages/default.aspx>
- Barber, B.M. and Odean, T. (2013) The behavior of individual investors. In *Handbook of the Economics of Finance* (Constatinides, G. et al., eds), pp. 1533–1570, Elsevier
- Barberis N. (2013), Psychology and the Financial Crisis of 2007 -2008. *Financial Innovation: Too Much to Too Little*, 15-28
- Baur, D.G., and B.M. Lucey, 2010, Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold, *Financial Review* 45, 217-229.
- Baur, D.G., McDermott, T.K., 2010, Is gold a safe haven? International evidence, *Journal of Banking and Finance* 34, 1886-1898

- Baur, D.G., McDermott, T.K., 2010, Is gold a safe haven? International evidence, *Journal of Banking and Finance* 34, 1886-1898.
- Bekaert G., Ehrmann, M., Fratzscher M., Mehl A., 2011., *Global Crises And Equity Market Contagion.*, Working Paper Series No 1381
- Bem, D. (1965). An experimental analysis of self-persuasion. *Journal of Experimental Social Psychology*, 1(3), 199-218. doi:10.1016/0022-1031(65)90026-0
- Bernoth, K., Erdogan, B., 2012, Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach, *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 639-656
- Blundell-Wignall, A., Atkinson, P., Lee, S.H., 2008, *The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues*, Financial Market Trends, OECD 2008, ISSN 1995-2864
- Campbell, J.Y. (2016) Restoring rational choice: the challenge of consumer financial regulation. *Am. Econ. Rev.* 106, 1–30
- Capie, F., Mills T.C., Wood, G., 2005, Gold as a hedge against dollar, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 15, 343-352.
- Carnevale JB, Hatak I. Employee adjustment and well-being in the era of COVID-19: Implications for human resource management. *J Bus Res.* 2020; 116: 183–187.
- Choi, J. J., Laibson D., Madrian, B. C., & Metrick A. (2004). For better or for worse: Default effects and 401(k) savings behavior. In D. A. Wise (Ed.), *Perspectives on the economics of aging* (pp. 81-121). Chicago, IL: University of Chicago Press
- Choi, J.J. et al. (2011) \$100 bills on the sidewalk: suboptimal investment in 401(k) plans. *Rev. Econ. Stat.* 93, 748–763
- Czech K, Wielechowski M, Kotyza P, Benes̃ova´ I, Laputkova´ A. Shaking stability: COVID-19 impact on the Visegrad Group countries' financial markets. *Sustain.* 2020; 12(15): 6282
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885. doi:10.1111/0022-1082.00077
- Das, S., Markowitz, H., Scheid, J., & Statman, M. (2011). Portfolios for investors who want to reach their goals while staying on the mean-variance efficient frontier.

Journal of Wealth Management, 14(2), 25-31. Retrieved from <http://www.ijournals.com/toc/jwm/current>

- Davidson P. (2010), Risk and Uncertainty,” in The Economic Crisis and the State of Economics, eds. Robert Skidelsky and Christian Westerlind Wigstrom,, Palgrave Macmillan
- De Bondt, W., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? The Journal of Finance, 40(3), 793-805. doi:10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.
- Demir, E., Bilgin H, Karabulut G, and Doker A. (2020). «The relationship between cryptocurrencies and COVID-19 Pandemic». Eurasian Economic Review 10: 349–60
- Dimitriou D, Kenourgios D, Simos T. Global financial crisis and emerging stock market contagion: A multivariate FIAPARCH-DCC approach. Int Rev Financ Anal. 2013; 30: 46 56.
- Donthu N, Gustafsson A. Effects of COVID-19 on business and research. J Bus Res. 2020; 117: 284– 289 States. PLoS One.
- Douglas R., (2015), Asset Allocation & the Global Financial Crisis: The Standard Case for the 50/50 Balanced Account and the Follow the Fed® Investment Strategies, Channel Capital Research Institute, LLC
- Dzielinski, M., 2011. When does Company-specific News Matter? Determinants of News-related Stock Returns. Working Paper, University of Zurich
- Economou Fotini, Hassapis Christis & Philippas Nikolaos (2018) Investors’fear and herding in the stock market, Applied Economics, 50:34-35, 3654-3663, DOI: 10.1080/00036846.2018.1436145
- Erb, C.B., Harvey, C.R., 2006, The strategic and tactical value of commodity futures, Financial Analysts Journal 62, 69–97.
- Espinosa-Méndez, C., and Arias J., (2020). «COVID-19 effect on herding behaviour in European capital markets». Finance Research Letters 38: 101787

- Fabozzi, F. J., Füss, R., Kaiser, D. G., 2008, The Diversification Benefits of Commodity Futures Indexes: A Mean-Variance Spanning Test, in The Handbook of Commodity Investing, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA
- Ferreruela S., & Mallor T., (2021) «Herding in the bad times: The 2008 and COVID-19 crises», The North American Journal of Economics and Finance, Volume 58
- Fong, T.P.W., Wong, A.Y.T., 2012, Gauging potential sovereign risk contagion in Europe, Economics Letters, 115(3), 496-499.
- Georgiev, G., 2001, Benefits of commodity investments, The Journal of Alternative Investments 4, 40-48.
- Gibson, R.C., 2004, The rewards of multiple-asset-class investing, Journal of Financial Planning 17, 58-71.
- Glaser, M., Weber, M., 2005. September 11 and stock return expectations of individual investors. Review of Finance 9 (2), 243–279.
- Goodell, J. (2020). «COVID-19 and finance»: Agendas for future research. Finance Research Letters 35: 101512.
- Guglielmo Maria Caporale & Nikolaos Philippas & Fotini Economou, 2008. "Herding behaviour in extreme market conditions: the case of the Athens Stock Exchange," Economics Bulletin, AccessEcon, vol. 7(17), pages 1-13.
- H. Fang, C. Chung, Y. Lee, and X. Yang, (2021), «The Effect of COVID-19 on Herding Behavior in Eastern European Stock Markets», Front. Public Health, <https://doi.org/10.3389/fpubh.2021.695931>
- Hammoudeh, S., Malik, F., McAleer, M., 2011, Risk management in precious metals. Quarterly Review of Economics and Finance, 51 (4), 435-441.
- Haroon O, Rizvi SAR. COVID-19: Media coverage and financial markets behavior—A sectoral inquiry. J Behav Exp Financ. 2020;27.
- He P, Sun Y, Zhang Y, Li T. COVID–19’s Impact on Stock Prices Across Different Sectors—An Event Study Based on the Chinese Stock Market. Emerg Mark Financ Trade. 2020; 56(10): 2198–2212.

- Heidhues, P. and Koszegi, B. (2010) Exploiting naivete about self-control in the credit market. *Am. Econ. Rev.* 100, 2279–2303
- Hirshleifer, D. (2015) Behavioral finance. *Annu. Rev. Financ. Econ.* 7, 133–159
- Hirshleifer, D. and Teoh, S.H. (2003) Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *J. Account. Econ.* 36, 337–386.
- Idzorek, T.M., 2007, *Commodities and strategic asset allocation*, H. Till, J. Eagleeye (Eds.), *Intelligent Commodity Investing: New Strategies and Practical Insights for Informed Decision Making*, Risk Books, London, 113–177.
- Inaba KI. A global look into stock market comovements. *Rev World Econ.* 2020; 156(3): 517–555.
- Jones, B. (2012). Behavioral finance 2.0. *Journal of Portfolio Management*, 38(4), 1-2. Retrieved from <http://www.ijournals.com/toc/jpm/current>
- Jonung, L., Drea, E., 2009. The euro: it can't happen. It's a bad idea. It won't last. US economists on the EMU, 1989-2002. *European Economy*, 395, 1-53.
- Jordan, B., Miller, T., & Dolvin, S. (2015). *Fundamentals of investments: Valuation and management* (7th ed.). New York, NY: McGraw-Hill Education.
- Kahneman D., Tversky A., (1974), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *science* 185, 1124 – 1131.
- Kinari, Y. (2016). Properties of expectation biases: Optimism and overconfidence. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 10, 32-49. doi:10.1016/j.jbef.2016.02.003
- Kliger, D., van den Assem, M., & Zwinkels, R. (2014). Empirical behavioral finance. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107, 421-427. doi:10.1016/j.jebo.2014.10.012
- Krugman, P., 2012. Revenge of the optimum currency area. *New York Times*, June 24
- Lane, P.R., 2012, The European Sovereign Debt Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-68.
- Liersch, M. (2016b). Behavioral insights: Taking action against top behavioral biases. Merrill Lynch Whitepaper

- Lyng, R. S. (2018). The impact of the financial crisis on homeowners' portfolio choice. Available at SSRN 3118891
- Maltritz, D., 2012, Determinants of sovereign yield spreads in the Eurozone: A Bayesian approach, *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 657-672.
- Mazur M, Dang M, Vega M. COVID-19 and the march 2020 stock market crash. Evidence from S&P1500. *Financ Res Lett*. 2021; 38: 101690.
- Mazur, M., Man D., and Miguel V. (2020). «COVID-19 and the march 2020 stock market crash. Evidence from S&P1500». *Finance Research Letters* 38: 101690
- McCown, J.R., Zimmerman, J.R., 2006, Is Gold a Zero-Beta Asset? Analysis of the Investment Potential of Precious Metals, Available at SSRN:
- Mili M., M'Hamdi Y., Khalfallah M., Teulon F. 2014., Fixed-income portfolio management in crisis period: Expected Tail Loss (ETL) approach, *Dans Gestion* 2000 2014/1-2 (Volume 31)
- Mirza N, Naqvi B, Rahat B, Rizvi SKA. Price reaction, volatility timing and funds' performance during Covid-19. *Financ Res Lett*. 2020; 36:
- Naidu D, Ranjeeni K. Effect of coronavirus fear on the performance of Australian stock returns: Evidence from an event study. *Pacific Basin Financ J*. 2021; 66: 101520.
- Narayan PK, Phan DHB, Liu G. COVID-19 lockdowns, stimulus packages, travel bans, and stock returns. *Financ Res Lett*. 2021;38.
- Norden, L., Weber, M., 2009, The Co-Movement of Credit Default Swap, Bond and Stock Markets: An Empirical Analysis, *European Financial Management*, 15(3), 529-562.
- Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798. doi:10.1111/0022-1082.00072
- Pennings J. Hoffmann A. , Post T., 2011, Individual Investors and the financial Crisis: How Perceptions Change, drive Behavior and Impact Performance, DP 07/2011-041

- Phan DHB, Narayan PK. Country Responses and the Reaction of the Stock Market to COVID-19—a Preliminary Exposition. *Emerg Mark Financ Trade*. 2020; 56(10): 2138–2150.
- Philippas Nikolaos , Economou Fotini , Babalos Vassilios , Kostakis Alexandros (2013). Herding behavior in REITs: Novel tests and the role of financial crisis. *International Review of Financial Analysis*, Volume 29, September 2013, Pages 166-174
- Samanez-Larkin, G.R. et al. (2011) Age differences in striatal delay sensitivity during intertemporal choice in healthy adults. *Front. Neurosci*. 5, 126
- Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). Status quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59. doi:10.1007/BF00055564
- Satyanarayan, S., Varangis, P., 1996, Diversification benefits of commodity assets in global portfolios, *The Journal of Investing*, 5(1), 69-78.
- Shadlen, M. and Shohamy, D. (2016) Decision making and sequential sampling from memory. *Neuron* 90, 927–939
- Sharif A, Aloui C, Yarovaya L. COVID-19 pandemic, oil prices, stock market, geopolitical risk and policy uncertainty nexus in the US economy: Fresh evidence from the wavelet-based approach. *Int Rev Financ Anal*. 2020;70.
- Shehzad K, Xiaoxing L, Kazouz H. COVID-19's disasters are perilous than Global Financial Crisis: A rumor or fact? *Financ Res Lett*. 2020;36. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101669> PMID: 32837374
- Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83-104. doi:10.1257/089533003321164967
- Shiller, R.J. (1981) Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?.. *Am. Econ. Rev.* 71, 421– 436
- Sierminska, E. M., & Silber, J. (2019). The diversity of household assets holdings in the united states in 2007 and 2009: Measurement and determinants. *Review of Economics of the Household*, 1–36.
- Singh A. COVID-19 and safer investment bets. *Financ Res Lett*. 2020;36.

- Sinha, P. C. (2015). Stocks' pricing dynamics and behavioral finance: A review. *Management Science Letters*, 5(9), 797-820. doi:10.5267/j.msl.2015.7.003
- Siriopoulos C., Svingou A., and Dandu J., (2021). «Lessons for Euro markets from the first wave of COVID-19». *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), 285-298.
- Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 65-73. doi:10.1016/j.bir.2014.03.001
- Thaler, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39-60. doi:10.1016/0167-2681(80)90051-7
- Thaler, R. (2016). Behavioral economics: Past, present, and future. *American Economic Review*, 106(7), 1577-1600. doi:10.1257/aer.106.7.1577
- Thaler, R. H. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 12-17. doi:10.2469/faj.v55.n6.2310
- Thaler, R. H., & Shefrin, H. M. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy*, 89(2), 392-406. doi:10.1086/260971
- Thaler, R., & Barberis, N. (2002). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, National Bureau of Economic Research, 1051-1121. Retrieved from http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/ch18_6.pdf
- Topcu M, Gulal OS. The impact of COVID-19 on emerging stock markets. *Financ Res Lett*. 2020; 36:
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1971). Belief in the law of small numbers. *Psychological Bulletin*, 76(2), 105-110. doi:10.1037/h0031322
- Vaca, M.C., Corzo-Santamaria, M.T., and Lazcana-Benito, 2011, L., A Case for Europe: the Relationship between sovereign CDS and Stock Indexes,
- Vassaloy M., (2013), Market Efficiency Rational Expetections and Financial Innovation. *Financial Innovation: Too Much ot Too Little*, 231
- Venezia, I., Nashikkar, A., & Shapira, Z. (2011). Firm specific and macro herding by professional and amateur investors and their effects on market volatility. *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1599-1609.

- Wanf F., Zhang R., Ahmed F., Muhamed S., (2021), « Impact of investment behaviour on financial markets during COVID-19: a case of UK», Economic Research, Taylor and Francis Online
- Yarovaya L, Brzeszczyński J, Lau CKM. Intra- and inter-regional return and volatility spillovers across emerging and developed markets: Evidence from stock indices and stock index futures. *Int Rev Financ Anal.* 2016; 43: 96–114.
- You, L., Daigler, R.T., 2010, A Markowitz Optimization of Commodity Futures Portfolios. Working Paper. Texas State University-San Marcos, University of Alaska Anchorage, Florida International University
- Zhang D, Hu M, Ji Q. Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Financ Res Lett.* 2020; 36: 101528.

Ελληνική

- Συριόπουλος Κ., Παπαδάμου Σ., (2016), Εισαγωγή στην Τραπεζική Οικονομική και τις Κεφαλαιαγορές., *Utopia*
- Φίλιππας Ν. (2021), «Πως η επιδημία επηρέασε την παγκόσμια ,αλλά και την εγχώρια Οικονομία το 2020. Ποιες είναι οι προοπτικές για τα δύο επόμενα χρόνια», *Ινστιτούτο Χρηματοοικονομικού Αλφαριθμητισμού*