

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε-ΜΒΑ)

Διπλωματική Εργασία

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ
ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΣΤΗ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ
ΚΑΙ ΤΟΥ BEHAVIORAL FINANCE ΣΤΗΝ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΗΣ

ΑΔΑΜ ΑΓΓΕΛΙΚΗ

Δεκέμβριος 2015

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Εδώ και πάνω από 30 χρόνια η επιστημονική κοινότητα, όχι μόνο της Χρηματοοικονομικής αλλά και ψυχολόγοι, έθεσαν τις βάσεις της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Οι διάφορες χρηματιστηριακές κρίσεις και ιδιαίτερα αυτή της φούσκας του internet (2000-1) εκτόξευσαν το ενδιαφέρον των ερευνητών σε ολόκληρο τον κόσμο. Η πρόσφατη χρηματιστηριακή κρίση 2007-2008 και οι παρενέργειές της απλά επιβεβαίωσαν ότι οι επενδυτές αλλά και οι αγορές δεν είναι πάντα ορθολογικές και θα πρέπει να αναζητούνται νέα υποδείγματα ερμηνείας των αποφάσεων και των σχετικών συμπεριφορών. Οι επενδυτικές επιλογές καθοδηγούνται σίγουρα και από την ψυχολογία των ανθρώπων και η δημιουργία του νέου κλάδου της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής στοχεύει στο να εξηγήσει τις επενδυτικές αυτές επιλογές. Επιπρόσθετα, προσφέρεται η ευκαιρία να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι ανωμαλίες της ανθρώπινης συμπεριφοράς και αντίδρασης. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προσφέρει λοιπόν νέα προοπτική σε ασυνήθη αποτελέσματα και συμπεριφορές .

Η κυριότερη αιτία των κρίσεων φαίνεται να είναι η επίδραση που ασκεί η συμπεριφορά της πλειοψηφίας και η παράλογη πολλές φορές συμπεριφορά της μάζας. Η ψυχολογία είναι ένας καθοριστικός παράγοντας για τη διαμόρφωση των χρηματιστηριακών τιμών και ως εκ τούτου η δυναμική πρόβλεψη της μαζικής ψυχολογίας θα μπορούσε να είναι ένα σημαντικό βήμα για την επίτευξη υψηλών χρηματιστηριακών αποδόσεων. Με αφορμή την πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία έχει επηρεάσει δραματικά την ποιότητα ζωής εκατοντάδων εκατομμυρίων ανθρώπων σε ολόκληρο τον κόσμο, θα μελετήσουμε και το ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην εμφάνιση της οικονομικής κρίσης.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

1.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ	4
1.2	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ	6
1.3	ΑΝΘΡΩΠΙΝΑ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΑ	18
1.4	ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ ΘΕΤΙΚΑ ΚΑΙ ΑΡΝΗΤΙΚΑ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΑ...23	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

2.1	ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ	25
2.2	ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ	31
2.3	MANAGEMENT ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΕΝΕΡΓΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	40
2.4	ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	43
2.5	FEEDBACK MODEL	45
2.6	ΔΙΑΡΡΟΗ ΑΞΙΩΝ	46

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

3.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	50
3.2	ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	51
3.3	ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	65
3.4	ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ	71
3.5	ΑΣΤΟΧΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΣΕ ΑΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ	79
3.6	ΑΥΤΟΕΠΙΒΕΒΑΙΟΥΜΕΝΗ ΠΡΟΦΗΤΕΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	86
3.7	ΑΣΤΟΧΕΣ ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	89

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΕΠΙΛΟΓΟΣ	91
-----------------------------------	-----------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Η κλασική οικονομική θεωρία είχε αρχικά βασιστεί στην υπόθεση ότι οι επενδυτές έχουν ορθολογική συμπεριφορά και όλη η πληροφόρηση απεικονίζεται στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Η άποψη αυτή αμφισβητήθηκε από συγκεκριμένους, λίγους στην αρχή ερευνητές, οι οποίοι απέδειξαν ότι σε πολλές περιπτώσεις –ιδιαίτερα σε ακραίες καταστάσεις -τα άτομα δεν λειτουργούσαν ορθολογικά .

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι ο τομέας της Χρηματοοικονομικής επιστήμης όπου προβάλλει και ερμηνεύει τις σχετικές ανωμαλίες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου και βασίζεται στην ψυχολογία. Γίνεται η υπόθεση ότι η δομή των πληροφοριών και τα χαρακτηριστικά των συμμετεχόντων στην αγορά επηρεάζουν σταθερά τις επενδυτικές αποφάσεις των ατόμων ξεχωριστά και κατ επέκταση το αποτέλεσμα των αγορών. Σε γενικότερο πλαίσιο, η συγκεκριμένη επιστήμη προσπαθεί να εξηγήσει πώς τα ανθρώπινα συναισθήματα μπορεί να επηρεάσουν τις αποφάσεις των επενδυτών και η εξέλιξή της ήταν ραγδαία όταν οι οικονομολόγοι αντιλήφθηκαν τα ουσιαστικά πλεονεκτήματα της ψυχολογίας καθώς επεξηγεί πώς η ψυχολογία επηρεάζει την οικονομία. Τα συναισθήματα, αυτό που οι ψυχολόγοι αποκαλούν ως μέγεθος συναισθηματικής αντίδρασης, είναι σημαντικά και συχνά οδηγούν σε λανθασμένες επενδυτικές και επιχειρηματικές αποφάσεις.

Οι οικονομολόγοι μπορεί αρχικά τουλάχιστον να αγνοούσαν την ψυχολογία, αλλά είναι απολύτως αδύνατον να αγνοήσουν την ανθρώπινη φύση. Οι άνθρωποι παρομοιάζουν την συμπεριφορά τους ως ένα «μαύρο κουτί». Ο άνθρωπος εγκέφαλος λαμβάνει μια πληθώρα πληροφοριών και δεδομένων αλλά έχει περιορισμένες αναλυτικές ικανότητες και δεν είναι σε θέση να τις αξιολογήσει ορθολογικά. Τα προβλήματα αυτά οξύνονται σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας, απαισιοδοξίας και φόβου. Αρχικά οι πρώτοι ερευνητές έδωσαν έμφαση στην ανθρώπινη φύση που είναι επιρρεπής σε σφάλματα κατά τη λήψη μιας απόφασης ενώ τα τελευταία είκοσι χρόνια οι ψυχολόγοι έχουν επανειλημμένα επιβεβαιώσει ότι οι κλασικές θεωρίες της οικονομίας είναι λανθασμένες. Για παράδειγμα, οι άνθρωποι έχουν υπερεκτιμήσει την προσωπική τους κρίση και δε βλέπουν τα αποτελέσματα αντικειμενικά. Σε ανταγωνιστικές αγορές υπάρχουν επενδυτές, οι οποίοι προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες που δημιουργούνται από μη ορθολογικές πράξεις. Με τον τρόπο αυτό η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική

προσπαθεί να διατηρήσει μια συγκρατημένη αισιοδοξία εύρεσης τρόπων αντιμετώπισης των κινδύνων των αγορών. Ανακαλύπτοντας τις πτυχές της ψυχολογίας των αγορών μπορούμε να κατανοήσουμε τους τομείς της οικονομίας, οι οποίοι φαίνονται πολύπλοκοι. Παρόλο που η σύγχρονη χρηματοοικονομική κάνει προβλέψεις που αφορούν τα αποτελέσματα των αγορών και τη συμπεριφορά των εταιρειών, υπάρχει η υπόθεση ότι οι προβλέψεις προέρχονται από την ατομική συμπεριφορά. Οι βασικοί θεμελιωτές της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής είναι οι γνωστικοί ψυχολόγοι Daniewl Kahneman & Amis Tsvetsky, οι οποίοι μέσα από το πρωτοποριακό τους έργο αμφισβήτησαν την ύπαρξη του ορθολογικού επενδυτή.

Η ΑΛΛΗΛΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΚΑΙ Η ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

Οικονομικά	Χρηματοοικονομική	Επενδύσεις
Συμπεριφορικά Οικονομικά	Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική	Συμπεριφορική Λογιστική
Ψυχολογία	Κοινωνιολογία	Κοινωνική Ψυχολογία

1.2 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΣΦΑΛΜΑΤΑ

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική είναι η επιστήμη όπου ερμηνεύει πώς η ψυχολογία επηρεάζει την οικονομία. Η ψυχολογία είναι η βάση της ανθρώπινης επιθυμίας, στόχων και κινήτρων καθώς και η αφετηρία για αρκετά ανθρώπινα λάθη, τα οποία προέρχονται από ανθρώπινες αδιάκοτες ψευδαισθήσεις, υπερεκτίμηση, υπέρ-εμπιστοσύνη σε εμπειρικούς κανόνες & συναισθήματα. Τα λάθη και οι προκαταλήψεις ξεπερνούν τα όρια από το οικονομικό τοπίο, επιδρώντας σε μεμονωμένους επενδυτές, θεσμικούς επενδυτές, αναλυτές, διαχειριστές χαρτοφυλακίων, επιχειρηματίες, ανώτατα στελέχη κτλ.

Οι άνθρωποι θεωρούνται ατελείς επεξεργαστές πληροφοριών και συχνά υπόκεινται σε προκαταλήψεις, λάθη και ψευδαισθήσεις. Ένα από τα πιο σημαντικά συμπεράσματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής είναι ότι οι επενδυτές θα έπρεπε να περιφρουρούνται ενάντια στην υπέρ-εμπιστοσύνη και να μην απαξιούν την πιθανή έκταση του ρίσκου βασιζόμενου στα συναισθήματα (sentiment based risk). Κυρίως οι ειδικοί είναι επιρρεπείς στη διάπραξη συγκεκριμένων σφαλμάτων. Ορισμένα είναι μικρής, ενώ άλλα είναι μεγάλης σημασίας. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική έχει συμβάλει καθοριστικά στην κατανόηση των σφαλμάτων τόσο των επαγγελματιών επενδυτών όσο και των απλών επενδυτών .

Τα κίνητρα στη συμπεριφορά αποτελούν βασική κινητήριο δύναμη στην επιλογή χαρτοφυλακίου. Τα περισσότερο συνηθισμένα κίνητρα των προκαταλήψεων είναι ο τρόπος που αντιδρούν οι επενδυτές σε κέρδη και απώλειες. Οι επιστήμονες της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής γνωρίζουν πολλές από τις προκαταλήψεις που υπόκεινται οι επενδυτές. Για παράδειγμα πολλοί είναι επιρρεπείς στο “disposition effect”. Αυτό σημαίνει ότι πουλάνε μετοχές πολύ εύκολα τις οποίες έχουν κερδίσει, ενώ κρατούν μετοχές από τις οποίες έχουν υποστεί απώλειες. Επιπλέον αρκετοί είναι υπεραισιόδοξοι (κυρίως οι άνδρες).

Αυτό όμως που προκαλεί εντύπωση είναι το γεγονός ότι οι επενδυτές ενώ θα έπρεπε να χρησιμοποιούν εργαλεία για τη λήψη αποφάσεων, στην πραγματικότητα δεν το κάνουν διότι η ψυχολογία επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις τους σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι θεωρεί η χρηματοοικονομική θεωρία. Τόσο οι επενδυτές όσο και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων διαπράττουν αποδεδειγμένα ποικίλα επενδυτικά σφάλματα όπως το σφάλμα της οικειότητας (familiarity bias), το σφάλμα διατύπωσης

(framing), η αποστροφή απώλειας (loss aversion), η υπέρ-αντίδραση και η υπό-αντίδραση σε έκτακτα γεγονότα (overreaction-underreaction), η υπερβολική εμπιστοσύνη στις δυνατότητές μας (overconfidence), η συμπεριφορά της αγέλης (herding) κλπ. Η γνώση και ιδιαίτερα η κατανόηση αυτών των ψυχολογικών σφαλμάτων σε συνδυασμό με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική, μπορεί να βοηθήσουν τους επενδυτές να πάρουν καλύτερες επενδυτικές αποφάσεις.

Σε γενικές γραμμές, τα ζητήματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής τόσο από πλευράς αγορών χρήματος και κεφαλαίου όσο και χρηματοοικονομικής των επιχειρήσεων θα μπορούσαν να ταξινομηθούν σε τρεις βασικές κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αφορά τους ευριστικούς κανόνες (heuristics), δηλαδή τις μηχανικές και μη ορθολογικές διεργασίες αποφάσεων τις οποίες οι άνθρωποι χρησιμοποιούν σε πλήθος προβλημάτων. Οι ευριστικοί κανόνες είναι η διαδικασία όπου τα άτομα μαθαίνουν πράγματα εμπειρικά, ενώ οι προκαταλήψεις είναι προδιαθέσεις σε συστηματικά σφάλματα. Οι βασικότεροι ευριστικοί κανόνες είναι η αγκυροβόληση (anchoring) και η συμπεριφορά της αγέλης (herding). Η δεύτερη κατηγορία είναι το framing (πλαίσιαση ή διατύπωση) και φαίνεται ότι ο τρόπος που διατυπώνεται ένα θέμα ή πρόβλημα επηρεάζει τις πιθανές δράσεις. Η τρίτη κατηγορία αφορά τις ενδείξεις για την ύπαρξη μη αποτελεσματικής αγοράς (anomalies). Μπορεί να ισχυριστεί κανείς ότι η ανάλυση της ανθρώπινης συμπεριφοράς περιλαμβάνει όρους όπως framing, transparency, optimism & overconfidence. Η ψυχολογία είναι παντού και σχετική με όλα. Τα φαινόμενα στη συμπεριφορά παίζουν σημαντικό ρόλο σε βασικούς τομείς της χρηματοοικονομικής, όπως portfolio theory, asset pricing, corporate finance & pricing of options.

INVESTMENT ANCHORING (ΠΡΟΣΚΟΛΛΗΣΗ – ΑΓΚΥΡΟΒΟΛΗΣΗ)

Οι Tversky και Kahneman (1974) περιέγραψαν το σφάλμα της προσκόλλησης σε σημεία αναφοράς και σε καταστάσεις, στις οποίες απαιτούνται ποσοτικές εκτιμήσεις από τη μεριά των επενδυτών. Σημείο αναφοράς μπορεί να είναι κάποια συγκεκριμένη αρχική τιμή, μια τιμή αγοράς ή πώλησης μιας μετοχής κλπ. Το αποτέλεσμα είναι οι εκτιμήσεις των επενδυτών αλλά και οι επενδυτικές τους επιλογές να επηρεάζονται από αυτά τα σημεία αναφοράς. Το anchoring (προσκόλληση ή αγκυροβόληση) μπορεί να είναι απογοήτευση για τον οικονομικό κόσμο καθότι οι επενδυτές στηρίζουν τις

αποφάσεις τους σε άσχετες ή παρελθοντικές στατιστικές. Οι σύμβουλοι και οι επαγγελματίες οικονομολόγοι, οι οποίοι ασκούν επιρροή στην αντιστοιχία των χρηματοοικονομικών προϊόντων με τους επενδυτές και την απόδοση των επενδύσεων, είναι πιθανό να έχουν επίδραση στις αποφάσεις των πελατών τους. Το anchoring έχει εμφανιστεί στον τομέα του real estate, του task motivation και στην διαδικασία αγορών καταναλωτικών προϊόντων. Η επίδρασή του έγκειται στο γεγονός ότι εκείνοι που ελέγχουν τις τιμές των μετοχών ανά μήνα είναι συνεπείς ανάμεσα σε προηγούμενες και πρόσφατες προβλέψεις. Για παράδειγμα κάποιος, ο οποίος είναι υπεύθυνος για να ενημερώνει τους πελάτες του για την πιθανή πορεία των τιμών των μετοχών, ως σύμβουλος, προσκολλάται στις πρόσφατες σε σχέση με τις παρελθοντικές προβλέψεις του. Έτσι εάν οι τιμές από την αγορά των μετοχών τελικά δεν επαληθευτούν, θα πρέπει να αιτιολογήσει τι άλλαξε και δε λειτούργησε σωστά. Το anchoring είναι η φυσική τάση να εμπιστευόμαστε ή να προσκολλόμαστε πολύ εύκολα σε μια πηγή πληροφόρησης μη λαμβάνοντας υπόψη ότι οι πληροφορίες μπορεί να είναι άσχετες ή και μη ορθολογικές.

ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΑΓΕΛΗΣ (HERDING)

Η συμπεριφορά της αγέλης είναι το σφάλμα των επενδυτών όταν ακολουθούν πλήρως την πλειονότητα όσων λαμβάνουν αποφάσεις στο ίδιο περιβάλλον. Η συμπεριφορά της αγέλης είναι υπεύθυνη για την ανάγκη του ανθρώπου να δανειστεί αυτοπεποίθηση από τους άλλους ώστε να αισθανθεί ασφάλεια από την παρουσία τους. Έτσι όταν οι επενδυτές έχουν να αντιμετωπίσουν την κρίση μιας ομάδας αλλάζουν συνήθως γνώμη και ενσωματώνονται σε αυτή. Το εν λόγω σφάλμα μπορεί να οδηγήσει τους ανθρώπους σε παραλογισμό όταν ακολουθούν μια γενική τάση της αγοράς και η υιοθέτηση αυτής της συμπεριφοράς τόσο από μικροεπενδυτές όσο και από επαγγελματίες μπορεί να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην πορεία και στην αποτελεσματική λειτουργία των χρηματιστηριακών αγορών. Οι επενδυτές, έχει αποδειχθεί, ότι επηρεάζονται από το κοινωνικό περιβάλλον και συχνά πιέζονται να συμβαδίσουν με αυτό. Η μόδα είναι μια ήπια μορφή αγελαίας συμπεριφοράς ενώ οι κερδοσκοπικές φούσκες αποτελούν ισχυρότερα παραδείγματα.

ΨΕΥΔΑΙΣΘΗΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΣ (MONEY ILLUSION)

Το σφάλμα της ψευδαίσθησης χρήματος είναι από τα σημαντικότερα σφάλματα της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής και έχει οδηγήσει σε σημαντικές εσφαλμένες επενδυτικές και επιχειρηματικές επιλογές. Το σφάλμα αναφέρεται στην τάση των ατόμων να αγνοούν την πραγματική αξία του χρήματος και τις αρνητικές επιπτώσεις του πληθωρισμού. Η ψευδαίσθηση του χρήματος αφορά όλες τις οικονομικές μεταβλητές, ιδιαίτερα όταν εξετάζονται κατά το πέρασμα του χρόνου, όπως είναι οι πωλήσεις, αλλά και τα κέρδη των επιχειρήσεων μέσα στο χρόνο, οι μισθοί, οι συντάξεις κτλ.

ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΗ ΑΥΤΟΠΕΠΟΙΘΗΣΗ (OVERCONFIDENCE)

Ίσως η πιο σημαντική έννοια στην ψυχολογία είναι ότι οι άνθρωποι είναι υπεραισιόδοξοι. Είναι πολύ αρνητική η τάση ορισμένων να έχουν τους εαυτούς τους σε μεγάλη υπεροψία. Είναι φυσικά θετικό και υγιές να έχει κάποιος θετική εικόνα για τον εαυτό του αλλά αυτό θα πρέπει να διατηρηθεί σε λογικά πλαίσια. Οι άνθρωποι υπερεκτιμούν την αξιοπιστία των γνώσεων και των δυνατοτήτων τους. Η εμπειρία μας έχει αποδείξει ότι οι άνθρωποι είναι υπεραισιόδοξοι με τις αποφάσεις τους. Συχνά παρουσιάζουν μια πλάνη, προβλέπουν ότι οι υποχρεώσεις τους θα ολοκληρωθούν πολύ πιο σύντομα από τη πραγματικότητα. Η έννοια του μεγαλειώδους εαυτού (*grandiosity*) είναι η ισχυρή πίστη στο μεγαλείο, τις δυνατότητες, τη γνώση ή τον χαρακτήρα του ανθρώπου. Ο συνδυασμός της υπέρ-εμπιστοσύνης και της αισιοδοξίας μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να υπερεκτιμήσουν την αξιοπιστία των γνώσεών τους, να υποεκτιμήσουν ενδεχόμενους κινδύνους και να μεγαλοποιήσουν την ικανότητά τους να ελέγχουν τα γεγονότα. Όσο περισσότερη αυτοπεποίθηση έχει ένα άτομο για τον εαυτό του, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος που πηγάζει από αυτήν. Μπορεί κάποιος να ισχυριστεί ότι ο χειρότερος εχθρός των επενδυτών είναι ο εαυτός τους και η υπερβολική εμπιστοσύνη που έχουν. Οι επενδυτές τείνουν να υπερβάλλουν σε ό,τι αφορά τα ταλέντα τους και να υποεκτιμούν την πιθανότητα δυσάρεστων αποτελεσμάτων που δε μπορούν να ελέγξουν. Ο συνδυασμός της υπέρ-εμπιστοσύνης και της αισιοδοξίας τους οδηγεί να υπερεκτιμούν την αξιοπιστία των γνώσεών τους και να υποεκτιμούν τους κινδύνους. Το φαινόμενο αυτό παρουσιάζεται συχνά όταν οι άνθρωποι δεν είναι καλά πληροφορημένοι και η αυτοπεποίθηση δεν έχει σχέση με τις

γνώσεις τους. Η πλειοψηφία των ανθρώπων που έχουν επενδύσει σε μετοχές πολλές φορές δεν έχουν το αντίστοιχο οικονομικό γνωστικό υπόβαθρο. Παρόλο που αρχάριοι επενδυτές κάνουν λιγότερες κριτικές από τους επαγγελματίες, τείνουν να είναι το ίδιο βέβαιοι με εκείνους. Αυτές οι παρορμήσεις, οι οποίες αποδόθηκαν για πρώτη φορά με τον όρο “ζωώδη ένστικτα” (animal spirits), από τον οικονομολόγο John Keynes (The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936), κατευθύνουν τη συμπεριφορά των ανθρώπων δημιουργώντας υπερβολική αυτοπεποίθηση με αποτέλεσμα να δρουν παρορμητικά και να πραγματοποιούν λάθη στη διαδικασία αξιολόγησης των επενδυτικών επιλογών.

Σύμφωνα με τους De Bond και Thaler (1995) η υπερβολική αυτοπεποίθηση των ατόμων είναι ίσως ο πιο ισχυρός παράγοντας στην ψυχολογική ανάλυση των αποφάσεων. Οι ψυχολόγοι έχουν εντοπίσει την τάση τους να έχουν υπερβολική αυτοπεποίθηση με αποτέλεσμα να υπερεκτιμούν τις γνώσεις και την ακρίβεια των προβλέψεών τους, να υποτιμούν τους κινδύνους και να θεωρούν ότι ελέγχουν τις καταστάσεις περισσότερο απ’ όσο μπορούν στην πραγματικότητα. Τα περισσότερα άτομα έχουν την τάση να υπερεκτιμούν τις ικανότητές τους.

Οι επιπτώσεις είναι:

- Υπερεκτίμηση της ικανότητας αξιολόγησης των εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών και παράβλεψη αρνητικών πληροφοριών.
- Συχνές συναλλαγές λόγω της βεβαιότητας για την ποιότητα των πληροφοριών και της ανάλυσής τους → Υψηλά κόστη συναλλαγών.
- Υποεκτίμηση του κινδύνου απώλειας.
- Ελλιπής διαφοροποίηση → Δεν πιστεύουν ότι οι επενδύσεις τους θα έχουν ποτέ απώλειες.

ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΑΠΩΛΕΙΑΣ, (LOSS AVERSION)

Οι άνθρωποι συμπεριφέρονται διαφορετικά στις απώλειες από ότι στα κέρδη και συγκεκριμένα, όταν οι απώλειες είναι σημαντικότερες. Η λύπη παρόλο που είναι δυσάρεστη, αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της επένδυσης, καθότι δεν είναι εφικτό όλες

οι αποφάσεις να καταλήξουν σε θετικό αποτέλεσμα. Οι επενδυτές, οι οποίοι δε μπορούν να αντέξουν την απώλεια, αντιμετωπίζουν τη λύπη και απογοητεύονται. Οι πιο κοινές προκαταλήψεις συμπεριφοράς προέρχονται από τη δυσφορία που αισθάνονται οι επενδυτές απέναντι στη λύπη. Μετά την ολοκλήρωση έρευνας για τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική προέκυψε ότι μία από τις πιο διαδεδομένες προκαταλήψεις είναι η τάση να κρατάει ο επενδυτής τις ζημιογόνες μετοχές περισσότερο από τις κερδοφόρες. Επίσης οι επενδυτές απεχθάνονται να χάνουν, για παράδειγμα εάν χάσουν 10.000€ το άγχος θα είναι πολύ περισσότερο από την αντίστοιχη ευφορία που θα ένιωθαν εάν κέρδιζαν 10.000€.

ΦΗΜΕΣ (RUMOURS)

Οι φήμες μπορεί να εμφανιστούν παντού ! και να αφορούν τα πάντα. Θεωρούνται ως κάτι το μυστηριώδες, σχεδόν μαγικό. Η φήμη συνήθως προκαλεί μια υποθετική επίδραση. Παγιδεύει, φαντασιώνει και υπερεκτιμά τα μυαλά των ανθρώπων χωρίς να είναι εύκολο να γίνει αντιληπτή. Σύμφωνα με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία, οι επενδυτικές αποφάσεις βασίζονται σε μία ορθολογική διαδικασία λήψης αποφάσεων που λαμβάνει υπόψη τη διαθέσιμη πληροφορία. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις όπου η επεξεργασία πληροφοριών μπορεί να είναι επιλεκτική και να επηρεάζεται από φήμες. Η διαφορά της φήμης από την πληροφορία έγκειται στο ότι οι φήμες δεν έχουν επιβεβαιωθεί ή διαψευσθεί από επίσημη πηγή.

ΥΠΕΡΑΝΤΙΔΡΑΣΗ ~ ΥΠΟΑΝΤΙΔΡΑΣΗ (OVERREACTION ~ UNDERREACTION) ΚΡΙΤΙΚΗ

Η υπό-αντίδραση των επενδυτών σε συγκεκριμένες ειδήσεις όπως η ανακοίνωση των κερδών αλλά και η υπέρ-αντίδραση τους μετά από σημαντικές καλές ή κακές ειδήσεις. Το φαινόμενο της υπό-αντίδρασης δείχνει ότι μέσα σε ένα ορίζοντα ενός έτους οι τιμές των μετοχών δεν αντιδρούν σημαντικά στις νέες πληροφορίες. Δηλαδή, τα θετικά νέα του σήμερα έχουν την τάση να ερμηνεύουν μελλοντικά θετικές αποδόσεις. Αντίθετα, σύμφωνα με την υπέρ-αντίδραση, οι επενδυτές αντιδρούν υπερβολικά και πωλούν

μετοχές που είχαν πρόσφατες απώλειες ή αγοράζουν άλλες με πρόσφατη θετική πορεία. Οι τιμές υπέρ-αντιδρούν σε μια τυχαία σειρά γεγονότων προς την ίδια κατεύθυνση με αποτέλεσμα, όταν έχουμε μια σειρά καλών νέων οι μετοχές να υπερτιμούνται και το αντίθετο. Το φαινόμενο της υπό-αντίδρασης είναι σύμφωνο με το συντηρητισμό στις επενδυτικές επιλογές. Δηλαδή, οι επενδυτές δυσπιστούν σε νέα δεδομένα και δίνουν μεγάλη αξία σε προγενέστερες καταστάσεις με αποτέλεσμα να καθυστερούν να αλλάξουν γνώμη. Οι επενδυτές τείνουν να αντιδρούν υπερβολικά (overreaction) σε απροσδόκητα, δραματικά νέα γεγονότα.

Οι υπερβολές στη χρηματιστηριακή αγορά οδηγούν σε αποκλίσεις των τιμών των αξιόγραφων από τις θεωρητικά ορθές, με αρνητικές επιπτώσεις για την αξία των χαρτοφυλακίων των επενδυτών ενώ παράλληλα οδηγούν σε αυξημένη μεταβλητότητα του συστήματος. Το 1985 οι De Bondt & Thaler κατέληξαν σε έρευνα, σύμφωνα με την οποία όταν οι μετοχές κατατάσσονται με βάση τις αποδόσεις των 3 και 5 ετών ως winners και losers, οι προηγούμενοι κερδισμένοι τείνουν να γίνουν μελλοντικοί χαμένοι και το αντίστροφο. Αποδίδουν τις ανατροπές στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις σε υπερβολικές αντιδράσεις (overreaction) των επενδυτών. Οι επενδυτές δίνουν συνήθως μεγάλη σημασία σε παραδείγματα του παρελθόντος, ενώ σύμφωνα με τους De Bondt & Thaler η υπέρ-αντίδραση σε προηγούμενη πληροφόρηση είναι μια γενική πρόβλεψη της θεωρίας αποφάσεων (decision theory). Για παράδειγμα οι συμμετέχοντες στο χρηματιστήριο μπορεί να αντιδράσουν υπερβολικά στα παρόντα κέρδη μιας εταιρίας χωρίς να γνωρίζουν ότι οι μεγάλες περίοδοι κερδών τείνουν να αντιστρέφονται μελλοντικά με αποτέλεσμα τα χαρτοφυλάκια των πρόσφατα «ζημιωγόνων» μετοχών μπορεί να καταλήξουν κερδοφόρα και αυτά των προγενέστερων «κερδοφόρων» γίνονται ζημιωγόνα.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΚΛΗΡΟΔΟΤΗΜΑΤΟΣ (ENDOWMENT EFFECT)

Το endowment effect (αποτέλεσμα κληροδοτήματος, Thaler 1980) είναι η τάση που έχουμε να υπερβάλλουμε σε αυτά που μας ανήκουν, ενώ υποτιμούμε αυτά που δε μας ανήκουν. Κυρίως το endowment effect επιδρά και στο χώρο του real estate. Οι άνθρωποι ζητούν πολύ περισσότερα για να πωλήσουν ένα αντικείμενο που έχουν στην κατοχή τους, απ' ό,τι θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν για να αποκτήσουν το ίδιο αντικείμενο. Οι επενδυτές φαίνεται ότι αποτιμούν ακριβότερα ένα περιουσιακό στοιχείο

όταν είναι στην ιδιοκτησία τους. Αυτό το παράδοξο δε συμβαδίζει με την παραδοσιακή οικονομική θεωρία σύμφωνα με την οποία ένας επενδυτής αποτιμά στην ίδια αξία ένα περιουσιακό στοιχείο είτε όταν πρόκειται να το αγοράσει, είτε όταν πρόκειται να το πουλήσει σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Παρόλα αυτά οι κατώτερες τιμές στις οποίες είναι πρόθυμοι να αγοράσουν οι επενδυτές είναι χαμηλότερες από τις τιμές που επιθυμούν οι πωλητές. Φαίνεται λοιπόν ότι η ιδιοκτησία ενός περιουσιακού στοιχείου προσθέτει αξία σύμφωνα με την ψυχολογία του ιδιοκτήτη του.

ΣΦΑΛΜΑ ΟΙΚΕΙΟΤΗΤΑΣ (FAMILIARITY BIAS)

Το σφάλμα οικειότητας (προσδιορίστηκε από τους Tversky και Kahneman το 1973) αφορά τη συχνά παρατηρούμενη πεποίθηση των ανθρώπων ότι τα πράγματα με τα οποία είναι περισσότερο εξοικειωμένοι, τα γνωρίζουν καλύτερα. Το αποτέλεσμα είναι να επιλέγουν αξιόγραφα που ανήκουν στην πλέον οικεία επενδυτική κατηγορία αγνοώντας τις βασικές αρχές της θεωρίας χαρτοφυλακίου. Παρά τα εμφανή πλεονεκτήματα της διεθνικής διαφοροποίησης από την ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου επενδυτικού κινδύνου, αρκετοί επιχειρηματίες αποφεύγουν να δραστηριοποιηθούν εκτός των στενών ορίων της χώρας τους. Το σφάλμα οικειότητας μπορεί να οδηγήσει τα άτομα να επικεντρώσουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιρειών που είναι ευρύτατα γνωστές, κυρίως μέσω των διαφημίσεων. Οι επιχειρήσεις με γνωστό εμπορικό σήμα στο ευρύ κοινό έχουν και μεγαλύτερο αριθμό μη θεσμικών μετόχων.

ΣΦΑΛΜΑ ΕΝΤΟΠΙΟΤΗΤΑΣ (HOME BIAS)

Ειδική περίπτωση του σφάλματος οικειότητας αποτελεί το σφάλμα εντοπιότητας (home bias), δηλαδή η τάση των επενδυτών, αλλά και των διαχειριστών χαρτοφυλακίων να επενδύουν ένα δυσανάλογα μεγάλο ποσοστό των κεφαλαίων τους σε εγχώριες μετοχές/επενδύσεις θεωρώντας ότι είναι περισσότερο εξοικειωμένοι με αυτές (French και Poterba 1991), παρά τα εμφανή πλεονεκτήματα της διεθνικής διαφοροποίησης.

ILLUSION OF CONTROL BIAS: BEHAVIORS THAT CAN CAUSE INVESTMENT MISTAKES.

Η οφθαλμαπάτη των ελεγχόμενων προκαταλήψεων μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές στο να συναλλάσσονται λιγότερο συνετά. Έρευνες έχουν δείξει ότι κυρίως οι επενδυτές που εμπορεύονται διαδικτυακά, θεωρούν ότι έχουν καλύτερο έλεγχο των αποτελεσμάτων τους από ότι ισχύει στην πραγματικότητα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να έχουν μικρότερα από τα αναμενόμενα κέρδη. Μια ψευδαίσθηση στον έλεγχο μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές στη διατήρηση διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων. Οι επενδυτές διατηρούν σταθερές θέσεις διότι έλκονται από εταιρείες όπου η φήμη τους είναι μεγάλη. Αυτός ο έλεγχος μπορεί να αποδειχθεί πλασματικός και τελικά η έλλειψη της διαφοροποίησης μπορεί να βλάψει το χαρτοφυλάκιο των επενδυτών. “Illusion of control bias” μπορεί να τους οδηγήσει στο να χρησιμοποιήσουν εντολές και τεχνικές ούτως ώστε να δοκιμάσουν μια εσφαλμένη έννοια ελέγχου στις επενδύσεις τους. Στην πραγματικότητα η χρησιμοποίηση αυτών των μηχανισμών μπορεί να οδηγήσει σε μια προβλεπόμενη ευκαιρία ή χειρότερο σε μια μη απαραίτητη αγορά βασιζόμενη σε περίπτωση αυθαίρετης τιμής. “Illusion of control bias” συντελεί σε υπεραισιοδοξία του επενδυτή. Οι επενδυτές που είναι επιτυχημένοι επαγγελματικά θεωρούν ότι μπορεί να επιτύχουν και στο κόσμο των επενδύσεων.

ΣΦΑΛΜΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (REPRESENTATIVENESS BIAS)

Το σφάλμα αντιπροσωπευτικότητας (representativeness bias) είναι η κρίση που βασίζεται σε στερεότυπα. Αντιπροσωπευτικότητα είναι η εκτίμηση του βαθμού όμοιας συμπεριφοράς ενός δείγματος και του πληθυσμού ή γενικότερα μεταξύ του αποτελέσματος και του αντίστοιχου μοντέλου. Οι άνθρωποι έχουν την έμφυτη τάση να κατηγοριοποιούν αντικείμενα και σκέψεις. Όταν αντιμετωπίζουν μια νέα κατάσταση σπεύδουν να την κατατάξουν σε μια από τις γνωστές κατηγορίες. Το μυαλό κάνει την υπόθεση ότι πράγματα που έχουν τις ίδιες ιδιότητες είναι και όμοια. Για παράδειγμα, οδηγεί λανθασμένα τους επενδυτές να πιστεύουν ότι οι καλές εταιρείες είναι και καλές επενδύσεις. Η αντιπροσωπευτικότητα είναι ένα γνωστικό σφάλμα στο οποίο οι αποφάσεις λαμβάνονται ανάλογα με το πόσο αντιπροσωπευτικό είναι κάποιο χαρακτηριστικό, ανεξάρτητα από τις υπόλοιπες πληροφορίες που μπορεί να αφορούν το υποκείμενο.

Η αντιπροσωπευτικότητα υποκινεί τους ανθρώπους να δίνουν βάρος σε πρόσφατες αποδείξεις και λιγότερο σε στατιστικά. Οδηγεί σε ακραίες προβλέψεις δίνοντας την προγνωστική αξία της διαθέσιμης πληροφορίας. Πολλοί υποστηρίζουν πως πολλοί άνθρωποι κρίνουν σύμφωνα με παρόμοια περιστατικά. Κρίνουν την πιθανότητα ενός απρόβλεπτου γεγονότος στο βαθμό που έχει παρόμοια βασικά χαρακτηριστικά με ένα αρχικό γεγονός και αντανακλά στα βασικά χαρακτηριστικά της διαδικασίας με την οποία δημιουργείται.

MEAN REVERSION BIAS

Το Mean Reversion Bias (MRB) αποτελεί παράδειγμα των overreach bias. Ο βασικός κίνδυνος είναι ότι οδηγεί τους επενδυτές να κάνουν παράλογες προβλέψεις οδηγώντας τους σε λάθη. Οι τιμές των μετοχών τείνουν διαχρονικά να εξισορροπούν. Όταν γίνονται υπερεκτιμημένες τείνουν να «πέφτουν» ώστε να αποκτήσουν μια λογική αξία. Όταν, αντίθετα, «πέφτουν» σε υποτιμημένα επίπεδα, κινούνται οι μηχανισμοί οι οποίοι την επαναφέρουν σε μια λογική τιμή. Σε περιπτώσεις όπου μια σειρά γεγονότων είναι βασισμένη σε τυχαία γεγονότα, υπάρχουν πάντοτε περισσότερα χαρακτηριστικά από ότι προσδοκούμε. Το MRB είναι ένα βασικό στοιχείο αυτό που συνήθως αναφέρεται ως πλάνη τζογαδόρου. Είναι δηλαδή μια εμπειρική διαστρέβλωση όπου ένας άνθρωπος χρησιμοποιεί μια σειρά γεγονότων για να προγνώσει ένα μελλοντικό ανεξάρτητο γεγονός.

ΣΦΑΛΜΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟΤΗΤΑΣ (AVAILABILITY BIAS)

Η μελέτη της ανθρώπινης συμπεριφοράς σημαίνει ότι μελετάμε τα λάθη που συστηματικά κάνουν οι άνθρωποι συμπεριλαμβανόμενου των επενδυτών. Το πρώτο λάθος της ανθρώπινης συμπεριφοράς λέγεται “availability bias”. Οι επιστήμονες έχουν αποδείξει ότι εάν κάτι έχει συμβεί στο πρόσφατο παρελθόν είναι “διαθέσιμο στη μνήμη” και οι άνθρωποι τείνουν να υπερβάλουν την πιθανότητα να συμβεί στο μέλλον. Το σφάλμα διαθεσιμότητας δεν είναι παράλογο αλλά μπορεί να προκαλέσει μεγάλα λάθη. Το σφάλμα μελετήθηκε αρχικά από τους ψυχολόγους Tversky και Kahneman (1973,74)

και παρουσιάζεται όταν τα άτομα προβλέπουν τη συχνότητα ενός γεγονότος βασισμένοι στο πόσο εύκολο είναι να ανακαλέσουν στη μνήμη τους ένα αντίστοιχο παράδειγμα. Αντίστοιχα προκύπτει όταν οι επενδυτές αξιολογούν μια κατάσταση με βάση τις πληροφορίες που έχουν εύκολα και άμεσα διαθέσιμες στο περιβάλλον τους. Οι επενδυτές που διαπράττουν αυτό το σφάλμα τείνουν να πιστεύουν ότι οι επενδυτικές επιλογές που είναι εύκολο να ανακαλέσουν στη μνήμη τους, όπως τα Αμοιβαία Κεφάλαια που διαφημίζονται συχνά, αποτελούν καλύτερες επενδυτικές επιλογές, διαταράσσοντας τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Οι επιπτώσεις είναι:

- Οι επενδυτές επιλέγουν επενδύσεις βάσει της διαθέσιμης σε αυτούς πληροφόρησης χωρίς να πραγματοποιήσουν μια ενδελεχή έρευνα.
- Επιλογή επενδύσεων που ανήκουν σε μια οικεία κατηγορία που ανακαλούν γρήγορα στην μνήμη τους.
- Επιλογή επενδύσεων βάσει προσωπικών εμπειριών και όχι βάσει της έρευνας.
- Επιλογή επενδύσεων με χαρακτηριστικά που ταιριάζουν στην προσωπικότητά τους. π.χ. Ένας τσιγκούνης επενδυτής δεν θα επενδύσει σε μετοχές με υψηλά P/E και δε θα επωφεληθεί από πιθανές επενδυτικές ευκαιρίες.

ΝΟΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ (MENTAL ACCOUNTING)

Παρουσιάστηκε από τον Thaler (1980) και αφορά την τάση των επενδυτών να διατηρούν ανεξάρτητους νοητικούς λογαριασμούς για διαφορετικούς επενδυτικούς στόχους. Το “mental accounting” περιγράφει την τάση των ανθρώπων να κωδικοποιούν, κατηγοριοποιούν και εκτιμούν τα οικονομικά τους αποτελέσματα κατηγοριοποιώντας τις επενδύσεις τους. Προκαλεί τους ανθρώπους να οδηγηθούν σε μη λογικά βήματα διαχειρίζοντας χρήματα διαφορετικά βασιζόμενοι στο πώς αυτά τα ποσά κατηγοριοποιούνται νοητικά. Το άμεσο αποτέλεσμα για τους επενδυτές είναι η διαμόρφωση μεροληπτικών χαρτοφυλακίων και ο επενδυτής λανθασμένα διαχωρίζει τις επενδύσεις του για την απόκτηση κατοικίας από αυτές για τη συνταξιοδότησή του ή για τις σπουδές των παιδιών του. Ένα ενδιαφέρον παράδειγμα νοητικής λογιστικής είναι η κατανάλωση μέσω της χρήσης πιστωτικών καρτών, όπου ο εγκέφαλος δεν αισθάνεται

απώλεια, σε αντίθεση με τη χρήση μετρητών όπου ο εγκέφαλος αισθάνεται άμεσα την απώλεια των χρημάτων του. Το “mental accounting” (νοητική λογιστική) υποστηρίζει ότι οι άνθρωποι διαχωρίζουν τα σημερινά και μελλοντικά περιουσιακά τους στοιχεία σε ξεχωριστά, μη μεταβιβάσιμα τμήματα. Οι άνθρωποι αναθέτουν διαφορετικά επίπεδα χρησιμότητας σε κάθε περιουσιακό στοιχείο της ομάδος, το οποίο επηρεάζει τις καταναλωτικές τους αποφάσεις και συμπεριφορές. Έχουν την τάση να τοποθετούν συγκεκριμένα γεγονότα σε πνευματικά χωρίσματα και η διαφορά αυτών των τμημάτων επιδρά στη συμπεριφορά μας περισσότερο από ότι τα ίδια τα γεγονότα.

Για παράδειγμα, εάν υποθεθεί ότι κάποιος έχει κλείσει εισιτήριο για να δει μια θεατρική παράσταση, η οποία κοστίζει 20€. Φτάνοντας στο θέατρο, παρατηρήσει ότι έχει χάσει ένα χαρτονόμισμα των 20€. Η έρευνα έχει δείξει ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των ατόμων, θα πλήρωναν 20€ για να δουν την παράσταση. Αν όμως υποθέσουμε ότι φτάνοντας κάποιος στο θέατρο αντιληφθεί ότι έχει ξεχάσει το εισιτήριο στο σπίτι, τότε η έρευνα έδειξε ότι ένα μικρό ποσοστό θα ξανά πληρώσει 20€ για να δει την παράσταση. Παρατηρούμε λοιπόν ότι υπάρχουν δύο διαφορετικά σενάρια, με την ίδια απώλεια χρήματος (40€) και διαφορετικές συναισθηματικές συμπεριφορές. Τα χρήματα όμως παραμένουν χρήματα ασχέτως της πηγής ή της σκόπιμης χρήσης. Η λογική του “framing” (σφάλμα διατύπωσης) έχει σημασία στην ανάλυση του “mental accounting”. Στο “framing”, οι άνθρωποι διαφοροποιούν την αντίληψη για τα χρήματα και τις επενδύσεις σύμφωνα με τις καταστάσεις που βιώνουν.

ΣΦΑΛΜΑ ΔΙΑΤΥΠΩΣΗΣ (FRAMING)

Το σφάλμα διατύπωσης παρουσιάστηκε από τους Kahneman & Tversky (1979, 1982) και αφορά τον τρόπο με τον οποίο η διατύπωση ενός προβλήματος ή ενός ερωτήματος μπορεί να επηρεάσει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Εκφράζει την τάση των επενδυτών να αντιμετωπίζουν τα προβλήματα με διαφορετικό τρόπο, ανάλογα με το πλαίσιο και με τον τρόπο που αυτά διατυπώνονται κάθε φορά. Έχει παρατηρηθεί ότι ο τρόπος με τον οποίο διατυπώνονται οι ερωτήσεις οδηγεί πολλές φορές σε διαφορετικές απαντήσεις των επενδυτών. Η διατύπωση της πρώτης απόφασης προκαλεί τους ανθρώπους να κάνουν επιλογές οι οποίες επικρατούν στοχαστικά. Η πρώτη απόφαση διατυπώνεται αδιαφανή ενώ η δεύτερη απόφαση διατυπώνεται διάφανα με αποτέλεσμα σχεδόν οι περισσότεροι απορρίπτουν τις στοχαστικά κυρίαρχες εναλλακτικές.

Η συμπεριφορά αυτή μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά επικίνδυνη για τους επενδυτές, καθώς ανάλογα με το πώς διατυπώνονται τα ερωτήματα δίνουν και διαφορετικές απαντήσεις σε σοβαρά επενδυτικά θέματα. Ένα παράδειγμα είναι ο καθορισμός του επενδυτικού προφίλ. Ανάλογα με τη διατύπωση των ερωτήσεων μπορεί πολύ εύκολα να μετατραπεί από επιθετικός σε συντηρητικός επενδυτής. Αντίστοιχα, ο τρόπος με τον οποίο διατυπώνονται τα αναμενόμενα κέρδη και ο κίνδυνος μιας επένδυσης, μπορεί να αποτρέψουν ή να οδηγήσουν στην επιλογή της.

1.3 ΑΝΘΡΩΠΙΝΑ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΑ

Το συναίσθημα αποτελεί τη βάση για πολλά σφάλματα - αμαρτήματα και παρουσιάζεται με πολλούς και διαφορετικούς τρόπους. Ο φόβος και η απληστία, δύο γνωστά συναισθήματα, κατευθύνουν σε μεγάλο βαθμό την επενδυτική συμπεριφορά. Θα πρέπει να τονιστεί ότι ο φόβος και η απληστία εκφράζονται εντονότερα όταν η αγορά βρίσκεται σε ακραίες καταστάσεις (όπως αυτή που βιώνουμε σήμερα), με αποτέλεσμα οι επενδυτές να αγοράζουν στις υψηλότερες τιμές και να πωλούν στις χαμηλότερες. Η μυωπία προκύπτει από την τάση τόσο των μεμονωμένων επενδυτών όσο και των επαγγελματιών διαχειριστών να επενδύουν βασιζόμενοι στις πιο πρόσφατες εξελίξεις και γεγονότα, όπως για παράδειγμα μια απότομη άνοδος των τιμών των μετοχών, αγνοώντας τις μακροπρόθεσμες τάσεις. Σε κάποιον βαθμό και η μυωπία σχετίζεται με τον φόβο και την απληστία. Η μυωπία μας οδηγεί στην αδυναμία να εστιάσουμε στη "μεγάλη εικόνα".

Ο ανθρώπινος εγκέφαλος λαμβάνει μια πληθώρα πληροφοριών και δεδομένων και τις φιλτράρει, όπως ένας υπολογιστής. Ωστόσο έχει περιορισμένες αναλυτικές ικανότητες και δεν ξέρει ποιες να επιλέξει ορθολογικά. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με τη μεροληψία λόγω των συναισθημάτων, οδηγούν τους ανθρώπους να λαμβάνουν ανορθολογικές και εσφαλμένες αποφάσεις. Τα προβλήματα αυτά οξύνονται σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας, απαισιοδοξίας και φόβου. Στις οικονομικές αποφάσεις μας, ανεξέλεγκτοι παράγοντες, όπως τα συναισθήματα και τα προαισθήματα, παίζουν καθοριστικό ρόλο.

ΦΟΒΟΣ

Ο φόβος είναι ένα βασικό ζωώδες συναίσθημα, το οποίο μπορεί να προκαλέσει συμπτώματα άγχους ή επιθετικότητας και έχει εξελιχθεί για να εξυπηρετεί μια σειρά σημαντικών στόχων με βασικότερο την επιβίωση. Πολλοί επενδυτές έχουν την πεποίθηση ότι το μυστικό να κερδίσεις χρήματα στις μετοχές είναι να μην τρομάζεις από τις μετοχές. Ο φόβος μπορεί να δημιουργήσει προστατευτικούς μηχανισμούς σε περίπτωση που αντιμετωπίζουμε μία απειλή. Το συναίσθημα του φόβου βρίσκεται σε ισορροπία όταν μας προσφέρει την απαραίτητη ασφάλεια και τη δυνατότητα να αντιμετωπίσουμε τους εξωτερικούς παράγοντες που τον προκαλούν. Αρκετά συχνά ο φόβος και ο πανικός έχουν επικρατήσει στις χρηματιστηριακές αγορές ενώ η διάρκεια του πανικού εξαρτάται από το μέγεθος και την ένταση των προβλημάτων αλλά και από τη δυνατότητα των μέσων ενημέρωσης να ενισχύουν ή να περιορίσουν τον πανικό. Η δυσάρεστη πραγματικότητα που δημιουργούν ο φόβος και η αρνητική επίδραση της ψυχολογίας έχει σοβαρές επιπτώσεις για τους ιδιώτες και τους θεσμικούς επενδυτές, τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων, τις εποπτικές αρχές αλλά και τις κυβερνήσεις, καθώς τα υποδείγματα που προτείνει η χρηματοοικονομική θεωρία καταρρέουν όταν ο φόβος κυριεύει τους επενδυτές. Ο θυμός και ο φόβος, παρόλο που είναι αρνητικά συναισθήματα, διαφέρουν στην έννοια του ελέγχου, βεβαιότητας και υπευθυνότητας τα οποία χαρακτηρίζουν κάθε συναίσθημα. Οι θυμωμένοι άνθρωποι αισθάνονται περισσότερο σίγουροι για το αποτέλεσμα και προκειμένου να προσδιορίσουν τον κίνδυνο, ερευνούν το περιβάλλον και τις νέες πληροφορίες πιο εξονυχιστικά. Συνήθως οι άνθρωποι στρέφονται στα χειρότερα σενάρια, κυρίως όταν έχουν έντονα συναισθήματα και όχι στην πιθανότητα ότι μπορεί αυτά τα σενάρια να πραγματοποιηθούν.

ΑΠΛΗΣΤΙΑ

Η απληστία είναι ίσως το σοβαρότερο σφάλμα στον χώρο των επενδύσεων, προκαλώντας δύο μεγάλα επενδυτικά σφάλματα: Στην πώληση των αξιογράφων που πέτυχαν γρήγορα κέρδη και στην αγορά αξιογράφων που σημειώνουν συνεχή ανοδική πορεία, η οποία δε δικαιολογείται από τα θεμελιώδη στοιχεία τους. Όταν η πορεία των επενδυτικών επιλογών αντιστραφεί και σημειωθούν απώλειες, οι επενδυτές συνδέονται συναισθηματικά με τις επιλογές τους. Η συμβουλή των επιστημόνων είναι να

αναπτύσσουν οι επενδυτές ρεαλιστικές προσδοκίες και να ερευνούν ενδελεχώς τις επιλογές τους. Πολλοί οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι η απληστία είναι ένα αναπόφευκτο και επιθυμητό χαρακτηριστικό του καπιταλισμού. Σε μία ισορροπημένη και σωστά δομημένη κοινωνία, η απληστία συντελεί στη λειτουργία των αγορών αγαθών. Ανάμεσα στους επενδυτές, η απληστία οδηγεί σε παρορμητικές αποφάσεις όπου διαβρώνουν τον πλούτο μέσω του υπέρ-καταναλωτισμού.

Είναι γενικά αποδεκτό ότι η απληστία είναι το αποτέλεσμα:

- της επιθυμίας για κέρδος
- της σφοδρής επιθυμίας για ευκαιρίες
- της άγνοιας του κινδύνου και
- της τάσης για υπερβολή.

ΠΕΡΗΦΑΝΙΑ

Κάθε επενδυτής έχει επιτύχει θετικές και αρνητικές επενδύσεις. Η περηφάνια οδηγεί σε ύβρις και έχει παρατηρηθεί ότι όταν κάποιος είναι υπερήφανος για μια θετική κίνηση που έκανε και την οποία ανακοινώνει σε φίλους & γνωστούς, τότε συμβαίνει μια ατυχία. Είναι σύνηθες, μετά από μία σειρά νικών και επιτυχιών, ο επενδυτής να έχει κακή κρίση λόγω της αλαζονείας και της εμμονής σε στερεότυπα. Η ύβρις είναι ένα από τα πιο επικίνδυνα συναισθήματα όπου μπορεί να βιώσουν οι επενδυτές μετά από μεγάλες απώλειες.

ΜΟΔΑ, ΦΑΝΤΑΣΙΑ, ΜΙΜΗΣΗ

Είναι προφανές ότι οι άνθρωποι μιμούνται ο ένας τον άλλον. Το κοινωνικό περιβάλλον επηρεάζει τους ανθρώπους και συχνά δημιουργεί άγχος στο να το υιοθετήσουν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.

Συναισθηματική κατάσταση	Αιτία	Πώς επηρεάζει τις επενδύσεις
Θετικά: Ευτυχία, αισιοδοξία	Πρόσφατα κέρδη Ροπή προς επενδύσεις. Γνωστοποίηση	Χαρούμενοι επενδυτές υποτιμούν τους κινδύνους και βασίζονται σε θετικά προγνωστικά, τα οποία έχουν προκύψει από αισιόδοξους ειδικούς.
Αρνητικά: Απαισιοδοξία, λύπη, ατυχία	Οικονομικές ή άλλου είδους απώλειες	Η λύπη οδηγεί σε αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο
Ο φόβος: Το άγχος, η ανησυχία, η αβεβαιότητα	Μαθαίνοντας για πιθανούς κινδύνους ή απειλές στην επένδυση	Η ύπαρξη του φόβου οδηγεί τους επενδυτές να υπερεκτιμούν τον κίνδυνο και είναι πιο ευκολόπιστοι.
Ο θυμός: ευέξαπτος,	Μαθαίνοντας από την αδικία. Προδοσία συναισθήματος	Ο θυμός μπορεί να προκληθεί από ήπια αισιοδοξία, αίσθηση ελέγχου, και τη βεβαιότητα για την επόμενη κίνηση του άλλου. Οι θυμωμένοι επενδυτές έχουν λιγότερους τζίρο από

		μετοχές
<p>Η μεταμέλεια.</p> <p>Θλιβερές μνήμες</p>	<p>Οικονομικές απώλειες για τις οποίες αισθανόμαστε υπεύθυνοι.</p>	<p>Ο φόβος της μεταμέλειας ωθεί το συντηρητισμό με τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία (πουλώνοντας αμέσως)</p>
<p>Η απληστία:</p> <p>Η πολύ έντονη επιθυμία για κέρδος</p>	<p>Ευκαιρία για μικρό ή διατηρήσιμο ρίσκο. Ανάγκη για σύντομο ή πολύ μεγάλο κέρδος</p>	<p>Καμία προσπάθεια για να προσδιορίσει κανείς κινδύνους</p>
<p>Περηφάνια:</p> <p>ύβρις, υπερ-εμπιστοσύνη</p>	<p>Σειρά από κέρδη</p> <p>Δημόσια αναγνώριση επιτυχίας.</p> <p>Συχνά η υπερ-εμπιστοσύνη είναι έμφυτη</p>	<p>Επένδυση χωρίς έρευνα για ενδεχόμενες απώλειες</p>

1.4 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΕ ΘΕΤΙΚΑ ΚΑΙ ΑΡΝΗΤΙΚΑ ΣΥΝΑΙΣΘΗΜΑΤΑ

Τα θετικά συναισθήματα σηματοδοτούν ότι τα πράγματα στη ζωή μας πηγαίνουν καλά και οι στόχοι επιτυγχάνονται. Τα αρνητικά, όπως είναι ο φόβος και η λύπη είναι χαρακτηριστικά μιας αυτό-προστατευτικής κατάστασης όπου ο βασικός στόχος είναι η προφύλαξη των αποκτηθέντων και η αποφυγή οποιασδήποτε πληγής. Οποιαδήποτε τοποθέτηση (θετική/αρνητική) επιδρά στην οικονομική κριτική. Έρευνες έχουν δείξει ότι όσοι βρίσκονται σε ευφορία αποφασίζουν γρηγορότερα αγνοώντας τις άσχετες πληροφορίες, λαμβάνουν υπόψη λιγότερες προϋποθέσεις και γενικότερα αποφασίζουν πολύ γρηγορότερα από εκείνους που σκέφτονται αρνητικά.

Κατά τη διάρκεια οικονομικών στοιχημάτων, οι θετικοί άνθρωποι επιλέγουν διαφορετικά από τους αρνητικούς. Όταν οι τιμές των μετοχών είναι υψηλές, οι θετικοί άνθρωποι προσπαθούν να διατηρήσουν τη θετική τους εικόνα και να αποφύγουν σοβαρές απώλειες. Αντιθέτως, όταν είναι χαμηλές, ρισκάρουν προσπαθώντας να επωφεληθούν από μικρά πιθανά κέρδη. Ο γενικός κανόνας είναι ότι οι χαρούμενοι άνθρωποι παίρνουν σε γενικές γραμμές πιο θετικές αποφάσεις ενώ όταν προβλέπουν μια πιθανότητα απώλειας αποφεύγουν το ρίσκο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.

Οι άνθρωποι με θετική διάθεση	Άνθρωποι με αρνητική διάθεση
Μειώνουν την περιπλοκότητα των αποφάσεων	Προσανατολισμένοι στη λεπτομέρεια
Υιοθέτηση εύκολης διαδικασίας στην ανάκτηση της πληροφορίας	Συνεχόμενη και εκτενή ανάλυση

Απόρριψη άσχετης πληροφόρησης	Ιδιαίτερη και συχνή σημασία σε λεπτομέρειες
Λαμβάνεις υπόψη λιγότερες διαστάσεις	Συχνές παρατηρήσεις
Χρειάζεται λιγότερο χρόνο στη επιλογή	Ήρεμη και σκεπτική ανάλυση
Παίρνοντας ρίσκα	Αποφυγή ρίσκων εφόσον είναι εφικτό
Λιγότερο στοχαστικός μετά από μια αποτυχία, περισσότερο προσαρμοστικός μετά από απώλειες	Σκέπτονται συνεχώς τις αναποδιές και δυσκολεύονται να σταθούν στα πόδια τους

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

2.1 ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Τα συναισθήματα, τα οποία χαρακτηρίζονται από την αίσθηση της βεβαιότητας (όπως ευτυχία και θυμός) οδηγούν εκείνους που παίρνουν τις αποφάσεις σε ψυχικούς περιορισμούς ενώ συναισθήματα, τα οποία χαρακτηρίζονται από αβεβαιότητα (όπως άγχος και λύπη) οδηγούν τους επενδυτές να ελέγχουν καλύτερα τις πληροφορίες που δέχονται. Οι δειλοί άνθρωποι αποστρέφονται το ρίσκο, ενώ οι νευρικοί είναι συνηθισμένοι σε αυτό. Ένας σημαντικός παράγοντας στην ανάληψη ρίσκου είναι η αντίληψη του ελέγχου. Οι δειλοί επενδυτές αισθάνονται ανασφαλείς και εκτός ελέγχου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα κατά τη διάρκεια της πτώσης της τιμής αγοράς, οι δειλοί είναι πιθανότερο να ξεπουλήσουν. Οι νευρικοί επενδυτές έχουν προσδιορίσει τον εχθρό, πωλούν σχετικές μετοχές και έχουν τον έλεγχο των υπολοίπων της κατάστασης. Διατηρούν τις μετοχές με φθίνουσα πορεία γιατί είναι περισσότερο σίγουροι για την εξέλιξή τους.

Οι noise traders είναι ιδιώτες επενδυτές, οι οποίοι είναι μη ορθολογικοί, με ελλιπή πληροφόρηση και υπόκεινται σε συμπεριφορικές προκαταλήψεις (bias). Οι επενδυτικές τους αποφάσεις βασίζονται στο θόρυβο δηλαδή σε πληροφορίες που δεν ανταποκρίνονται σε πραγματικά οικονομικά στοιχεία και μπορεί να προκαλέσουν μεγάλες μεταβολές στη ζήτηση των μετοχών και κατά συνέπεια στις τιμές τους αλλά και στη μεταβλητότητα των αγορών. Σύμφωνα με τον καθηγητή Black (1986), ο θόρυβος είναι το αντίθετο της πληροφόρησης. Υπάρχουν δύο ειδών επενδυτές, εκείνοι που αποφασίζουν με βάση τις διαθέσιμες πληροφορίες και εκείνοι που αποφασίζουν με βάση το θόρυβο. Όσοι πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους με βάση το θόρυβο, θεωρούν λανθασμένα ότι πρόκειται για σωστή πληροφόρηση και επίσης λανθασμένα αναμένουν κέρδη. Είναι όμως σημαντικό να σημειωθεί ότι ο θόρυβος βρίσκεται παντού στην οικονομία και δύσκολα μπορεί να εντοπιστεί η διαφορά μεταξύ θορύβου και πληροφορίας.

Σύμφωνα με τον οικονομολόγο Friedman (1953), οι εσφαλμένοι επενδυτές χάνουν τα χρήματά τους διότι αγοράζουν υψηλά και πωλούν χαμηλά. Σε απάντηση, ο Figlewski (1981) επισημαίνει ότι ίσως οι μη λογικοί επενδυτές (irrational traders) χρειάζονται χρόνο μέχρι να χάσουν όλη την περιουσία τους, αλλά μακροπρόθεσμα εκείνοι που επιλέγουν το χαρτοφυλάκιό τους μη ορθολογικά είναι καταδικασμένοι στην αποτυχία.

Οι συνήγοροι της σημασίας των συναλλασσόμενων με λανθασμένες προσδοκίες – ή “noise traders”- για τον καθορισμό του ενεργητικού των τιμών απλά υποθέτουν ότι μια εξωτερική πηγή των noise traders δεν έχει να κάνει με την πορεία τους στο χρόνο. Σε νεότερη μελέτη εξετάστηκε το τεκμήριο όπου οι συναλλασσόμενοι, οι οποίοι αντιλαμβάνονται σωστά τις επιστροφές, δεν επιβιώνουν.

Οι noise traders με μετοχές έχουν μεγαλύτερο ρίσκο από τους επενδυτές με λογικές προσδοκίες αλλά η αγορά ανταμείβει εκείνους που ρισκάρουν (οι noise traders, οι οποίοι μπορεί να κερδίζουν μεγαλύτερη επιστροφή από την αναμενόμενη παρόλο που αγοράζουν ακριβά και πωλούν σε χαμηλό μέσο όρο). Ακόμα και όταν οι noise traders έχουν μεγαλύτερο πλούτο από το αναμενόμενο, διότι ρισκάρουν περισσότερο, το πιθανότερο είναι να καταλήξουν χρεωκοπημένοι, παρά υπερβολικά πλούσιοι. Για να αναλυθεί λεπτομερώς εάν οι noise traders είναι πιθανό να επιμένουν στην αγορά επενδύσεων, κάποιος πρέπει να περιγράψει τη μακροπρόθεσμη διάθεση του πλούτου εκείνων (noise traders) και των λογικών επενδυτών, όχι μόνο το ύψος των αναμενόμενων κερδών. Οι noise traders δεν επηρεάζουν τις τιμές, διότι εάν τις επηρέαζαν θα έπρεπε οι επιστροφές των κερδών να εξαρτώνται από τη διάθεση πλούτου μεταξύ των noise traders και των λογικών επενδυτών. Αυτό μας επιτρέπει να κατανοήσουμε τις επιπτώσεις της λανθασμένης αντίληψης για τη μακροπρόθεσμη διάθεση του πλούτου τους και όχι μόνο των αναμενόμενων κερδών. Οι noise traders επηρεαζόμενοι από την ψυχική τους διάθεση οδηγούν τις τιμές των αξιογράφων μακριά από τη θεμελιώδη αξία τους. Η πρόσφατη βιβλιογραφία αναδεικνύει τον ρόλο των μη πληροφορημένων επενδυτών (noise traders) στην έντονη διαστρέβλωση των χρηματιστηριακών τιμών με αποτέλεσμα αυτές να αποκλίνουν σημαντικά (είτε προς τα πάνω, είτε προς τα κάτω) από τις αντίστοιχες πραγματικές.

Για να γίνει κατανοητή η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη των λογικών επενδυτών και των noise traders, θα υιοθετηθούν οι παρακάτω χαρακτηρισμοί των «δυνατότερων επιζώντων» και των κυρίαρχων. Οι επιζώντες: ένα group επενδυτών «x» επιβιώνει μακροπρόθεσμα εάν το μερίδιο του συνολικού πλούτου δεν είναι μηδενικό στη διάρκεια του χρόνου. Οι κυρίαρχοι: ένα group επενδυτών «x» κυριαρχεί ενός άλλου εάν μετά από εύλογο χρονικό διάστημα το ενδεχόμενο το group «x» έχει υψηλότερο ποσοστό πλούτου.

Υποστηρίζουμε ότι η κερδοφορία μέσω συναλλαγών σε ξένα νομίσματα (arbitrage) είναι περιορισμένη εάν οι επιχειρηματίες είναι βέβαιοι τότε οι ανταγωνιστές τους θα

εκμεταλλευτούν μία συνηθισμένη ευκαιρία arbitrage. Είναι αινιγματικό ότι οι συναλλασσόμενοι αμοιβαία συμφωνούν ότι ορισμένα στοιχεία του ενεργητικού είναι υπερεκτιμημένα ή υποτιμημένα και δεν είναι ανάλογα εμπορεύσιμα. Αυτού του είδους η κακή τιμολόγηση μπορεί να επιμείνει ακόμα και όταν οι επαγγελματίες arbitrageurs είναι παρόντες στην αγορά. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι δεν είναι όλοι οι συμμετέχοντες στις αγορές ορθολογικοί. Για παράδειγμα, οι συμπεριφορικοί χρηματιστές/συναλλασσόμενοι μπορεί να εμπορεύονται βασιζόμενοι στο συναίσθημα του επενδυτή και να αγνοούν τις σχετικές πληροφορίες. Παρόλο που υπάρχει μια διαμάχη για την παρουσία των behavioral traders υπάρχει διαφωνία στο κατά πόσο αυτοί οι συνδεδεμένοι rational traders επηρεάζουν πραγματικά τις τιμές. Οι υποστηρικτές της θεωρίας της αποτελεσματικών αγορών υποστηρίζουν ότι οι ορθολογικοί arbitragers θα αναιρέσουν όποια κακή τιμολόγηση προκαλείται από τους behavioral traders. Ως εκ τούτου, η τιμή είναι σωστή. Παρόλα αυτά είναι αποδεδειγμένο ότι η κακή τιμολόγηση μπορεί να παραμείνει, παρά την παρουσία των ορθολογικών arbitragers. Οι arbitrageurs είναι οι επενδυτές που διαμορφώνουν πλήρως ορθολογικές προσδοκίες για τις αποδόσεις των μετοχών.

Η υπόθεση της αποτελεσματικότητας των αγορών είναι αυτονόητη όταν οι στρατηγικές των arbitragers δεν έχουν ρίσκο και οι επαγγελματίες συναλλασσόμενοι είναι πρόθυμοι να αναλάβουν οποιαδήποτε θέση. Στην πραγματικότητα όμως, όλες οι θέσεις arbitrage εμπεριέχουν κίνδυνο διότι οι αγορές δεν είναι ολοκληρωμένες. Κάθε φορά που ένα περιουσιακό στοιχείο δεν είναι ορθά τιμολογημένο, μία στρατηγική arbitrage είναι επικίνδυνη ακόμα και αν λογικοί συναλλασσόμενοι ενδιαφέρονται μόνο για την τελική ολοκλήρωση της στρατηγικής. Με άλλα λόγια το arbitrage trade είναι ακίνδυνο μόνο όταν υπάρχει ένα τέλει υποκατάστατο για το mispriced asset. Έρευνες έχουν δείξει ότι η επενδυτική ευκαιρία με μικρό κίνδυνο (arbitrage) είναι περιορισμένη εάν οι ορθολογικοί επενδυτές αντιμετωπίζουν με αβεβαιότητα όταν οι συνάδελφοι τους εκμεταλλευτούν μια κοινή ευκαιρία για κερδοσκοπία. Αυτό ονομάζεται “synchronization risk” και είναι διαφορετικό από το “noise trader risk” & “fundamental risk”. Ένα σημαντικό επιπρόσθετο ρίσκο προκύπτει από την αβεβαιότητα των arbitrageurs για το πότε άλλοι arbitrageurs θα χρησιμοποιήσουν μια κοινή ευκαιρία arbitrage. Το synchronization risk, σε αντίθεση με το ρίσκο των noise traders, δεν προέρχεται από τη δραστηριότητα των άλλων noise traders αλλά από την αβεβαιότητα της χρονικής στιγμής των αποφάσεων των άλλων ορθολογικών arbitrageurs. Με άλλα λόγια, ενώ το noise trader risk αντανakλά τον κίνδυνο όπου η τιμή μπορεί να μεταβληθεί ακόμα περισσότερο από την αρχική της αξία, το synchronization risk σχετίζεται με την

αβεβαιότητα σε ότι αφορά τη χρονική στιγμή της διόρθωσης της τιμής. Στο μοντέλο που αναπτύσσουμε υποθέτουμε ότι μόνος του ο arbitrageur δε μπορεί να διορθώσει την κακή τιμολόγηση. Η κακή τιμολόγηση (mispricing) εξαφανίζεται όταν σε μια αναλογία $k < 1$ arbitrageurs έχουν προβεί σε εμπορικές συναλλαγές βασιζόμενοι σε προσωπικές τους πληροφορίες. Οποιαδήποτε εμπορική ανισορροπία των ορθολογικών arbitrageurs θα απορροφηθεί από τους behavioral traders που την αντιλαμβάνονται ως μια τυχαία διακύμανση στην κανονική ροή. Η διόρθωση τιμής μπορεί να επιτευχθεί όταν η συνολική ανισορροπία των arbitrageurs υπερβεί την ικανότητα της απορρόφησης των behavioral traders. Ένας arbitrageur, ο οποίος αναμένει για μεγάλο διάστημα, χάνει την ευκαιρία για έσοδα στην περίπτωση που η διόρθωση τιμής συμβεί στο μεσοδιάστημα.

Όλοι οι συμμετέχοντες στις αγορές δεν είναι απόλυτα ορθολογικοί. Για παράδειγμα, είναι πιθανό να λαμβάνουν αποφάσεις βασιζόμενοι στο συναίσθημα και να αγνοήσουν τις σχετικές πληροφορίες. Υποστηρικτές της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς (Efficient Markets Hypothesis EMH) όπως οι Fama (1965) και Ross (2001) υποστηρίζουν ότι οι ορθολογικοί arbitrageurs θα εμποδίσουν οποιαδήποτε κακή τιμολόγηση, η οποία θα προέρχεται από τους συμπεριφορικούς συναλλασσόμενους. Παρόλα αυτά, νεότερες έρευνες μας έχουν αποδείξει ότι το synchronization risk εξηγεί γιατί η κακή τιμολόγηση μπορεί να παραμένει παρόλη την παρουσία των ορθολογικών arbitrageurs. Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς είναι προφανής όταν οι στρατηγικές arbitrage είναι ακίνδυνες και οι επαγγελματίες συναλλασσόμενοι είναι πρόθυμοι να λάβουν απεριόριστες θέσεις.

Ένα ακόμα στοιχείο είναι ότι οι γνώμες των arbitrageurs για τη χρονική στιγμή της διόρθωσης της τιμής ποικίλουν. Συγκεκριμένα, υποθέτουμε ότι οι arbitrageurs γίνονται ενήμεροι για την κακή τιμή. Ορισμένοι arbitrageurs μαθαίνουν άμεσα για την κακή τιμή όταν η τιμή παρεκκλίνει από την αρχική της. Κάποιοι άλλοι το μαθαίνουν αργότερα, αλλά μετά από ορισμένο διάστημα, όλοι οι arbitrageurs μαθαίνουν ότι η τιμή δεν ανταποκρίνεται την αρχική της αξία. Στην πραγματικότητα, οι arbitrageurs δεν ξέρουν πόσο νωρίτερα θα λάβουν αυτή την πληροφορία σε σχέση με τους άλλους traders. Προκύπτει ένα πρόβλημα συγχρονισμού διότι κανένας μεμονωμένος arbitrageur δεν γνωρίζει πότε οι υπόλοιποι arbitrageurs θα κάνουν εμπόριο βασιζόμενοι στις πληροφορίες τους και γι αυτό δε γνωρίζουν πότε θα συμβεί η διόρθωση τιμής. Τέλος, οι arbitrageurs υφίστανται έμμεσα και άμεσα holding costs προκειμένου να εκμεταλλευτούν μια ευκαιρία για arbitrage. Για παράδειγμα, αρκετά κόστη εμφανίζονται όταν μια υπερτιμημένη μετοχή/περιουσιακό στοιχείο πωλείται άμεσα. Οι short sellers

πρέπει να διατηρούν τη διαδικασία του short sale σε ένα περιθώριο αξίας όπου έχει μικρό ή μηδαμινό επιτόκιο. Επιπρόσθετα, εάν η μετοχή είναι «on special» δηλαδή είναι δύσκολο να εντοπίσεις μετόχους που είναι πρόθυμοι να δανείσουν τη μετοχή, οι short sellers θα λάβουν αρνητικό επιτόκιο στην εξέλιξη του short sale. Το ουσιαστικό αποτέλεσμα της ανάλυσης είναι ότι ο συνδυασμός του synchronization risk με τα holding cost προκαλεί τους arbitrageurs να καθυστερούν την αντίδρασή τους στις πληροφορίες. Οι arbitrageurs εμπορεύονται και όταν το arbitrage λαμβάνει χώρα, τότε καθυστερεί σημαντικά. Αυτό ισχύει παρόλο που η διόρθωση της τιμής συμβαίνει σε εύλογο χρονικό διάστημα. Η διάρκεια της κακής τιμολόγησης αυξάνεται με την αύξηση των holding cost και η διασπορά των απόψεων ανάμεσα στους arbitrageurs και η ικανότητα ενσωμάτωσης των behavioral traders. Όσο μεγαλύτερη είναι η κακή τιμολόγηση, τόσο μεγαλύτερο είναι το κίνητρο του κάθε arbitrageur ξεχωριστά να εμπορεύεται σύμφωνα με την πληροφόρηση και νωρίτερα η τιμή θα επανέλθει στην αρχική της αξία. Οι arbitrageurs ανανεώνουν την πληροφορία τους βασιζόμενοι στις κινήσεις των τιμών. Παρόλα αυτά, αυτό το συμπέρασμα δεν είναι σωστό διότι κανένας arbitrageur δεν γνωρίζει πότε κάποια κίνηση τιμής ήταν εξαιτίας της εμπορικής πίεσης από τους ορθολογικούς arbitrageurs ή μιας αλλαγής στο συναίσθημα του επενδυτή. Είναι πιθανό οι arbitrageurs να εμπορεύονται ενάντια ο ένας με τον άλλο. Ορισμένοι arbitrageurs, οι οποίοι ενημερώνονται νωρίτερα για την κακή τιμολόγηση, θεωρούν ότι είναι πιθανό μια κίνηση της τιμής μπορεί να προκαλέσει τη διόρθωσή της και το εμπόριο στη βασική της αξία. Το τελικό συμπέρασμα είναι ότι το arbitrage λειτουργεί σε γενικό πλαίσιο αλλά με κάποια καθυστέρηση. Καθότι οι αγορές δεν είναι απόλυτα ικανές ως προς την πληροφόρηση, η παρέκκλιση από την αρχική της αξία είναι περιορισμένη. Οι τιμές ορίζονται από την αρχική τους αξία μακροπρόθεσμα αλλά τα behavioral bias μπορεί να επηρεάσουν τις τιμές βραχυπρόθεσμα.

Το arbitrage πιθανά να είναι περιορισμένο και οι συμπεριφορικές προκαταλήψεις στις τιμές των μετοχών να υπερισχύουν. Η βασική διαφορά του synchronization risk σε σχέση με το noise trader risk είναι ότι δεν προκαλείται άμεσα από τους behavioral traders. Η αβεβαιότητα του κάθε arbitrageur για τη χρονική στιγμή των κινήσεων των άλλων arbitrageur σε συνδυασμό με την επιθυμία να μειωθούν τα holding cost, τα οποία προκαλούν τον κάθε χρηματιστή να καθυστερήσει το arbitrage trade. Ως συνέπεια και αντίθετα στις προβλέψεις της θεωρίας της αποτελεσματικότητας των αγορών, είναι πιθανό να προκύψουν σημαντικές και μακροπρόθεσμες εκκινήσεις από τις αποτελεσματικές τιμές. Παρόλα αυτά η αξία μιας μετοχής ή ενός περιουσιακού στοιχείου στηρίζεται στην αρχική της αξία. Στο παραδοσιακό γενικό πλαίσιο όπου οι

εκπρόσωποι είναι ορθολογιστές και δεν υπάρχουν τριβές, η ασφαλής τιμή έχει την θεμελιώδη αξία της. Η υπόθεση ότι η πραγματική τιμή ισοδυναμεί με τη θεμελιώδη αξία ονομάζεται Efficient Market Hypothesis (EMH).

Ο DeLong (1990) μας ανακοίνωσε την έννοια του noise trader risk. Η κακή τιμολόγηση παραμένει διότι οι risk-averse, short-lived arbitrageurs ενδιαφέρονται μόνο για την επόμενη περίοδο της τιμής, η οποία επηρεάζεται από την απαίτηση των noise trader, αντί από την ακίνδυνη αρχική (θεμελιώδη) της αξία. Σύμφωνα με Shleifer & Vishny (1997), οι fund managers περιορίζουν το arbitrage υπό το φόβο της οικονομικής ύφεσης. Οι fund managers φοβούνται ότι οι επενδυτές θα αποσύρουν τα χρήματά τους σε περίπτωση που υποστούν σύντομες απώλειες παρόλο που το arbitrage παρέχει μακροπρόθεσμα θετική ανταπόδοση. Κάθε arbitrageur πρέπει να αποφασίζει σύμφωνα με την υπάρχουσα πληροφόρηση. Ο arbitrageur, ο οποίος εμπορεύεται νωρίτερα από τη διόρθωση τιμής πετυχαίνει καλύτερη ανταμοιβή. Καθυστερώντας την εμπορική συναλλαγή, ο arbitrageur μειώνει τα holding cost αλλά ρισκάρει χάνοντας την ευκαιρία για arbitrage. Ο βέλτιστος χρόνος για την εμπορική συναλλαγή εξαρτάται από την αξιολόγηση του κάθε arbitrageur της πιθανότητας ότι η διόρθωση της τιμής θα γίνει το επόμενο λεπτό. Το synchronization risk είναι η εξήγηση γιατί το arbitrage είναι περιορισμένο και τα behavioral bias στις τιμές εξακολουθούν να υπάρχουν. Το πιο σωστό είναι ότι οι arbitrageurs, οι οποίοι επιθυμούν να ψυχολογήσουν την αγορά θα πρέπει να προβλέψουν τη συμπεριφορά των ορθολογικών arbitrageurs αλλά να λάβουν υπόψη τους τη συμπεριφορά των μη ορθολογικών εμπόρων. Αυτό εμπεριέχει το synchronization risk και το noise trader risk.

2.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΣΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

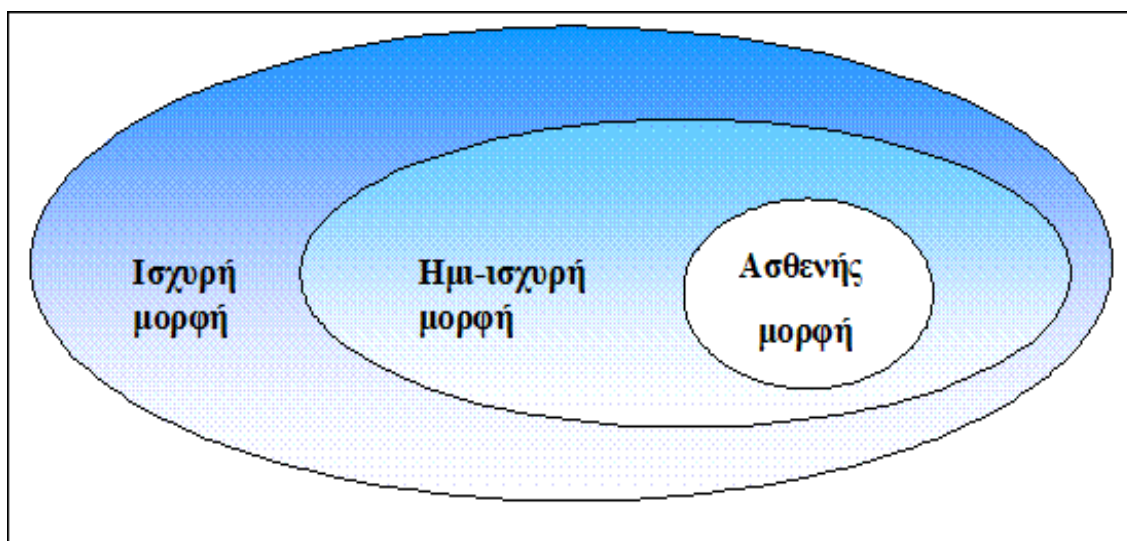
ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΑΓΟΡΩΝ (MARKET EFFICIENCY THEORY)

Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, η κοινωνική επιστήμη η οποία συνδυάζει την ψυχολογία με την κοινωνιολογία, έρχεται να αντιμετωπίσει τη θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών. Μέχρι το 1970 η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών ήταν γενικά αποδεκτή στους οικονομικούς κύκλους. Η σκέψη ότι οι τιμές των μετοχών πάντα υιοθετούν τις πιο σωστές πληροφορίες για τις βασικές αξίες και ότι οι τιμές μεταβάλλονται μόνο λόγω των λογικών, θετικών πληροφοριών εναρμονίζονταν πολύ καλά με τις τάσεις της εποχής. Μετά το 1970 εμφανίστηκαν οι πρώτες ανησυχίες για την αποτελεσματικότητα της θεωρίας. Η δεκαετία του 1980 ήταν η εποχή των σπουδαίων οικονομικών συζητήσεων για τη συνοχή του μοντέλου της αποτελεσματικότητας των αγορών για το σύνολο της αγοράς των μετοχών με οικονομετρικές ενδείξεις για τις μετοχές, τα μερίσματα και τα κέρδη. Το πιο αξιοσημείωτο ήταν ότι οι μετοχές έδειχναν υπερβολική αστάθεια σε σχέση με αυτό που προέβλεπε το μοντέλο της αποτελεσματικότητας των αγορών. Οι παρεκκλίσεις, οι οποίες παρουσιάστηκαν, μπορεί να θεωρούνται οι χειρότερες μικρές εξαιρέσεις από τη βάση της θεωρίας αλλά εάν η αστάθεια της αγοράς των μετοχών ήταν ανεξήγητη, μπορεί να έθετε υπό αμφισβήτηση ολόκληρη τη θεωρία. Κάποιοι παρατηρητές, πιστεύουν σχετικά με την αστάθεια των μετοχών, ότι οι αλλαγές στις τιμές προκύπτουν όχι για κάποιο βασικό λόγο αλλά από ψυχολογικούς παράγοντες όπως τα ζώδια ένστικτα. Για το λόγο αυτό, στις μέρες μας η θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών δεν είναι αποδεκτή χωρίς καμία αμφιβολία. Μια αποτελεσματική αγορά δημιουργεί κατηγορίες γεγονότων, τα οποία αποδεικνύουν ότι οι τιμές αντιδρούν υπερβολικά στην πληροφορία. Αν οι ανωμαλίες διαχωριστούν τυχαία ανάμεσα στην υπερβολική αντίδραση και στην αδράνεια τότε συνάδουν με την αποτελεσματικότητα των αγορών.

Οι έρευνες, οι οποίες ξεκίνησαν από τον Eugene Fama (1970), προέβαλαν σημαντικές ενδείξεις στο πώς ανταποκρίνονται οι τιμές των μετοχών στην πληροφόρηση. Ο Fama υποστήριξε ότι η θεωρία αποτελεσματικότητας μπορεί να διαχωριστεί σε τρεις μορφές: της ασθενούς, της ημι-ισχυρής και της ισχυρής αποτελεσματικότητας. Η βασική διαφορά τους βρίσκεται στο επίπεδο της πληροφόρησης που ενσωματώνουν, με την ισχυρή μορφή να ενσωματώνει όλη της διαθέσιμη πληροφόρηση (δημόσια και

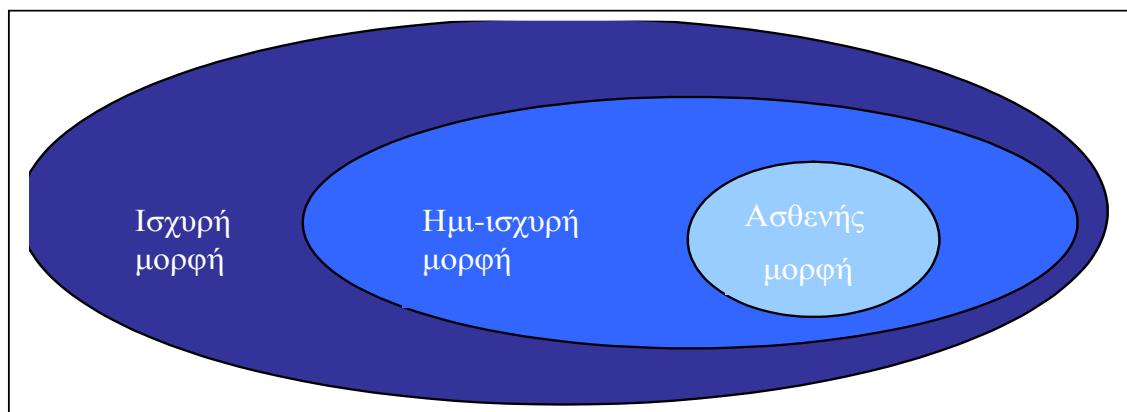
ιδιωτική). Οι περισσότερες έρευνες επικεντρώνονται σε επιστροφές κερδών μετά από σύντομο χρονικό διάστημα μετά από κάποιο γεγονός. Η θεωρία αποτελεσματικότητας, δημιουργεί κατηγορίες γεγονότων όπου μεμονωμένα ισχυρίζονται ότι οι τιμές over-react (υπέρ-αντιδρούν) στην πληροφόρηση. Η αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά μόνο όταν οι τιμές των αξιογράφων αντανακλούν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση και διαμορφώνονται δίκαια σύμφωνα με την πολιτική και οικονομική κατάσταση μίας χώρας. Μια σημαντική πεποίθηση στη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς είναι ότι δε μπορεί κάποιος να κερδίσει απροσδόκητα κέρδη συναλλάσσοντας δημοσίως τη διαθέσιμη πληροφορία. Αλλά σε μία αποτελεσματική αγορά η προφανή underreaction (υπο-αντίδραση) είναι τόσο συχνή όσο και η overreaction. Σε περίπτωση που οι ανωμαλίες διαχωρίζονται τυχαία ανάμεσα σε underreaction και overreaction είναι συνεπείς με την αποτελεσματικότητα των αγορών. Επίσης, εάν οι μακροχρόνιες ανωμαλίες είναι πολλές, δε μπορεί να αποδοθούν σε τυχαίο γεγονός και ο διαχωρισμός μεταξύ over & underreaction αποτελεί νίκη για την αποτελεσματικότητα των αγορών. Θα πρέπει όμως να καταστεί σαφές ότι οι μακροχρόνιες ανωμαλίες είναι ευαίσθητες ως προς τη μεθοδολογία. Τείνουν να μεγεθύνουν ή να εξαφανίζονται όταν εκτίθενται σε διαφορετικά μοντέλα για προβλεπόμενες αποδόσεις, ή όταν διαφορετικές στατιστικές προσεγγίσεις συνηθίζουν να τις υπολογίζουν. Έτσι, οι περισσότερες μακροπρόθεσμες ανωμαλίες αποδόσεων μπορεί να συνεισφέρουν σε ευκαιρία.

ΜΟΡΦΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ



Η βασική διαφορά μεταξύ των τριών μορφών αγοράς, έγκειται στο επίπεδο της πληροφόρησης που αυτές ενσωματώνουν.

Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ



1. Ασθενής μορφή: Στις τιμές έχουν ενσωματωθεί πλήρως όλες οι πληροφορίες. Οι ήδη διαμορφωθείσες στην αγορά τιμές δεν παρέχουν στους επενδυτές καμία πληροφόρηση για τις μελλοντικές τιμές.
2. Ημι-ισχυρή μορφή: Η Μορφή της Ημι-Ισχυρής Αποτελεσματικότητας αποκλείει τη δυνατότητα απόκτησης εκτάκτων κερδών, όχι μόνο από την απλή παρατήρηση των τιμών των τίτλων αλλά και μέσω της παρατήρησης όλων των δημοσιευμένων πληροφοριών που τους αφορούν.

3. Ισχυρή μορφή: Αποτελεί την πιο ακραία διατύπωση της θεωρίας. Η Θεωρία αυτή ισχυρίζεται ότι οι τιμές όλων των τίτλων αντανακλούν πλήρως όχι μόνο τις δημοσιευμένες πληροφορίες αλλά και την ιδιωτική πληροφόρηση, που δεν δημοσιεύεται.

Η αποτελεσματικότητα των αγορών μπορεί να παρουσιαστεί αν θεωρήσουμε ότι η τιμή P_t μιας μετοχής, η οποία αντιπροσωπεύει τη μαθηματική προσδοκία μαζί με όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, της τρέχουσας τιμής P^*t . Η τιμή της P^*t δεν είναι γνωστή τη χρονική στιγμή t και πρέπει να προβλεφθεί. Η θεμελιώδης αρχή της βέλτιστης πρόβλεψης είναι ότι η πρόβλεψη πρέπει να είναι λιγότερο μεταβλητή από τη προβλεπόμενη μεταβλητή. Στις αρχές του 1990, η επικέντρωση των ακαδημαϊκών συζητήσεων απομακρυνόταν από οικονομετρικές αναλύσεις των μερισμάτων και των μετοχών προς το αναπτυσσόμενο μοντέλο της ανθρώπινης συμπεριφοράς ως προς τις οικονομικές αγορές. Το πεδίο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής αναπτυσσόταν.

Η θεωρία αποτελεσματικότητας των αγορών σχετίζεται με την πληροφορία και τον τρόπο που αυτή ενσωματώνεται από τους ανταγωνιζόμενους ορθολογικούς επενδυτές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύουν. Υποστηρίζει ότι η τιμή μιας μετοχής αντανακλά όλη τη διαθέσιμη πληροφορία για την αρχική της τιμή. Test στη θεωρία, χρησιμοποιώντας προηγούμενες τιμές συμπεριφοράς στην αγορά των μετοχών, προκαλούν αντιδράσεις στη μηδενική υπόθεση της αποτελεσματικότητας συμπεραίνοντας ότι η θεωρία μπορεί να μην είναι κατάλληλη για όλες τις αγορές και περιόδους. Το βασικό συμπέρασμα αυτών των tests είναι το μοντέλο κοστολόγησης όπου αντιπροσωπεύει τη "δίκαιη" τιμή μιας μετοχής σε συνάρτηση της έκθεσής της στα λογικά πλαίσια ρίσκου. Το πιο απλό από αυτά τα μοντέλα είναι το Capital Asset Pricing Model (CAPM) ενώ το μοντέλο που χρησιμοποιείται περισσότερο είναι το μοντέλο που προέρχεται από τη θεωρία Arbitrage Pricing Theory (APT). Το CAPM υποδηλώνει ότι η προσδοκώμενη απόδοση μιας μετοχής σχετίζεται γραμμικά με το βήτα της (ο συντελεστής βήτα είναι ένα χρηματοοικονομικό μέγεθος που μετρά την ευαισθησία της απόδοσης μιας συγκεκριμένης μετοχής στις διακυμάνσεις της αγοράς και δίνει τον καλύτερο υπολογισμό του κινδύνου της μετοχής σε ένα μεγάλο χαρτοφυλάκιο). Το APT υποστηρίζει ότι ο επενδυτής θα αποζημιωθεί από υψηλότερα έσοδα γιατί αποδέχθηκε το ενδεχόμενο ρίσκο όταν εκτίθεται σε κινδύνους. Τόσο η CAPM όσο και η APT τονίζουν τη σπουδαιότητα που διαδραματίζουν οι παράγοντες κινδύνου στον

καθορισμό των προσδοκώμενων μελλοντικών εσόδων κατά την επένδυση. Τα tests της θεωρίας αποτελεσματικότητας των αγορών ταιριάζουν απόλυτα με τα tests καθορισμού τιμής. Οι πρόσφατες ενστάσεις έχουν επικεντρωθεί στο κατά πόσο οι διαφοροποιήσεις στην τιμή μπορούν να ερμηνευτούν ως αναποτελεσματικότητα ή απλά ως ανικανότητα των ερευνητών να προσδιορίσουν τους σχετικούς με την αγορά παράγοντες ρίσκου.

ΘΕΩΡΙΑ ΜΕΤΑΝΟΙΑΣ (REGRET THEORY)

Η θεωρία της μετάνοιας (Regret Theory) αναπτύχθηκε το 1982 (Loomes & Sugden) υποστηρίζοντας ότι οι επενδυτές λειτουργούν ορθολογικά στηρίζοντας τις αποφάσεις τους όχι μόνο στα αναμενόμενα κέρδη, αλλά και στις αναμενόμενες μετάνοιες. Παρόλη την αποδεδειγμένη τεκμηρίωση, χάρη στην επιρροή της μετάνοιας στη λήψη των αποφάσεων υπό αβεβαιότητα και την αυταπόδεικτη έλξη της θεωρίας στις επενδυτικές επιλογές, προκάλεσε αρχικά λίγη σημασία στην κόσμο της οικονομίας. Ο φόβος της μετάνοιας σχετίζεται με τη συναισθηματική αντίδραση των ανθρώπων όταν αντιληφθούν ότι είχαν λάθος κρίση. Για παράδειγμα, αντιμετωπίζοντας την προοπτική της πώλησης μιας μετοχής, οι επενδυτές επηρεάζονται συναισθηματικά από την τιμή στην οποία την αγόρασαν. Για το λόγο αυτό αποφεύγουν να την πουλήσουν διότι φοβούνται την πιθανότητα μιας κακής επένδυσης και του φόβου των απωλειών. Το μοντέλο λήψης αποφάσεων είναι βασισμένο σε δύο συστατικά: Traditional risk (αστάθεια πλούτου) & regret risk. Η μετάνοια είναι ένα συναίσθημα πόνου και θυμού όταν οι επενδυτές παρατηρούν ότι είχαν λάβει στο παρελθόν μια λάθος απόφαση ενώ θα μπορούσαν να είχαν μια διαφορετική με καλύτερο αποτέλεσμα.

Στην οικονομία των αγορών οι επενδυτές μετανιώνουν όταν λαμβάνουν μια απόφαση με όχι καλό οικονομικό αποτέλεσμα. Συγκριτικά με την απογοήτευση, η οποία είναι αναμενόμενη μετά από ένα αρνητικό αποτέλεσμα σε σχέση με τις αρχικές προσδοκίες, η μετάνοια συνδέεται στενά με το συναίσθημα της ευθύνης σε σχέση με τη ληφθείσα απόφαση και αξίζει να σημειωθεί ότι είναι ένα πολύ ισχυρό αρνητικό συναίσθημα για την προοπτική μιας μελλοντικής απόφασης ως μη ορθολογικής. Η μετάνοια είναι εμφανώς σχετική με τις επιλογές των επενδυτών όταν εκείνοι ενδιαφέρονται για το αποτέλεσμα των επιλογών τους σε σύγκριση με άλλες στρατηγικές τις οποίες θα μπορούσαν να ακολουθήσουν. Πρέπει να υπογραμμιστεί ότι η θεωρία της μετάνοιας παρόλο που είναι ενδιαφέρουσα, είναι δύσκολο να εφαρμοστεί λόγω των τεχνικών

δυσκολιών σχετιζόμενων με τη βελτιστοποίηση της αναμενόμενης συνάρτησης χρησιμότητας με δυο συνιστώσες: αξία και μετάνοια. Η αλήθεια είναι ότι η εφαρμογή της θεωρίας σε ένα γενικό πρόβλημα χαρτοφυλακίου εμπλέκοντας πολυάριθμα κεφάλαια είναι ένα δύσκολο τεχνικό καθήκον. Αυτό ισχύει διότι η μετάνοια προέρχεται από ένα παραλληλισμό της πραγματικής επιστροφής του αποτελέσματος του κάθε χαρτοφυλακίου σε σχέση με όλων των άλλων εφικτών χαρτοφυλακίων. Επιπλέον, το να εφαρμόσει κανείς τη θεωρία της μετάνοιας λαμβάνοντας μια σημαντική απόφαση σε διαφορετικές χρονικές περιόδους, καθιστά την ανάλυση ακόμα πιο πολύπλοκη. Η θεωρία μάς δείχνει πώς οι επενδυτές εκφράζουν τη λύπη και την αποστροφή του ρίσκου σε βέλτιστο συναλλαγματικό κίνδυνο. Οι βέλτιστοι κανόνες ανασφάλισης μπορεί να εφαρμοστούν σε επενδυτικά χαρτοφυλάκια. Η μετάνοια επηρεάζει τη λήψη αποφάσεων υπό αβεβαιότητα πέρα από την απογοήτευση και τα παραδοσιακά αβέβαια μέτρα. Η ιστορία μας έχει αποδείξει ότι η εμπειρία της μετάνοιας είναι περισσότερο έντονη όταν τα δυσμενή αποτελέσματα είναι ως αποτέλεσμα της δράσης αντί της αδράνειας και επίσης η προσδοκία της μετάνοιας λαμβάνεται υπόψη στη λήψη αποφάσεων υπό αβεβαιότητα. Η μεταμέλεια είναι ένα συναίσθημα που προέρχεται όταν το άτομο έχει πάρει λάθος απόφαση. Όσοι παίρνουν αποφάσεις προσπαθούν να αποφύγουν τη μεταμέλεια. Ένας τρόπος να μειωθεί η προσδοκώμενη μεταμέλεια είναι να ακολουθηθούν οι βασικές αρχές μιας συνετής λήψης απόφασης. Είναι ένα συναίσθημα δημιουργημένο από σκέψεις αντιπαραδείγματος η οποία προέρχεται από την επανεξέταση μιας προηγούμενης απόφασης μετά από το πλεονέκτημα της πείρας (εμπειρίας). Είναι ένα έντονο συναίσθημα και συνήθως οι άνθρωποι αποφασίζουν με γνώμονα την ελαχιστοποίησή της. Εξάλλου ένα από τα κριτήρια για τη λήψη αποφάσεων αποτελεί το κριτήριο *minimum regret* δηλαδή ο στόχος είναι (ή θα πρέπει να είναι) η ελαχιστοποίηση της πιθανής απογοήτευσης μετά από κάθε ενέργεια και η εστίαση στο κόστος ευκαιρίας της κάθε δράσης.

ΘΕΩΡΙΑ ΠΡΟΟΠΤΙΚΗΣ (PROSPECT THEORY)

Η θεωρία προοπτικής (*prospect theory*), είναι μία θεωρία που εφαρμόζεται εκτενώς στη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Διακρίνει δύο φάσεις στην εξέταση μιας προοπτικής: τη φάση της επεξεργασίας και της αξιολόγησης. Η φάση της επεξεργασίας αποτελείται από μία προκαταρκτική ανάλυση των προοπτικών ενώ στη δεύτερη φάση αξιολογούνται οι επεξεργάσιμες προοπτικές και επιλέγεται η προοπτική με την

υψηλότερη αξία. Υποστηρίζει ότι οι άνθρωποι έχουν διαφορετικά συναισθήματα απέναντι στις απώλειες και είναι απόλυτα λογικό να προτιμούν μια ασφαλής από μια ανασφαλής επένδυση. Παίρνουν περισσότερα ρίσκα προκειμένου να αποφύγουν τις απώλειες από ότι να αντιληφθούν τα κέρδη ενώ τα δυσμενή αποτελέσματα έχουν περισσότερη σημασία από τα θετικά. Ενώ όμως φαίνεται ξεκάθαρο ότι η συμπεριφορά των επενδυτών είναι επηρεαζόμενη από προηγούμενα αποτελέσματα και από τις μεταβολές του πλούτου, το πώς θα μεταβληθεί η συμπεριφορά τους είναι αβέβαιο.

Συνοπτικά, μπορούμε να θεωρήσουμε ότι η συνάρτηση χρησιμότητας είναι: Ορισμένη σε παρεκκλίσεις από το σημείο αναφοράς, γενικά κοίλη για τα κέρδη και κυρίως κυρτή για τις απώλειες (δηλ πιο απότομη για τις απώλειες από ότι για τα κέρδη). Η θεωρία προοπτικής (Prospect Theory) αποτελεί συνάρτηση αξίας προσδιοριζόμενη από τα κέρδη και τις απώλειες σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς. Η θεωρία δηλώνει ότι οι άνθρωποι αποστρέφονται τον κίνδυνο σε ό,τι αφορά τα κέρδη και τείνουν στο ρίσκο σε σχέση με τις απώλειες.

Η θεωρία δίνει έμφαση στην αλληλεπίδραση μεταξύ φιλοδοξίας και συναισθημάτων φόβου και ελπίδας. Επικεντρώνεται σε κέρδη και απώλειες και αποτέλεσε σημείο σταθμό για την ανάδειξη και τη μελέτη πλήθους συμπεριφορικών σφαλμάτων, επισημαίνοντας το γεγονός ότι οι επενδυτές αξιολογούν με διαφορετικό τρόπο τα κέρδη από τις απώλειες, με τις απώλειες να έχουν μεγαλύτερη βαρύτητα και συναισθηματική επίδραση από ένα ισόποσο κέρδος. Θα πρέπει τέλος να επισημανθεί ότι οι περισσότερες θεωρίες επικεντρώνονται σε άτομα σε απομόνωση και παραδέχονται στοιχεία της κοινωνικής ψυχολογίας, κυρίως σχετικά και την κοινωνική καταξίωση.

ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΣΤΡΟΦΗΣ ΖΗΜΙΑΣ (LOSS AVERSION THEORY)

Σύμφωνα με τη θεωρία «loss aversion» (αποστροφή της ζημίας), ένα άτομο αποστρέφεται τον κίνδυνο αν προτιμά τη σίγουρη προοπτική από μια επικείμενη προοπτική με την ίδια αναμενόμενη αξία. Οι απώλειες του παρελθόντος αυξάνουν την ανάληψη ρίσκου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την παρακίνηση των επενδυτών στο “τζόγο” και στο “να αναζητούν ρίσκο όταν υπάρχουν πιθανές απώλειες και στην αποφυγή ρίσκου όταν τα σταθερά κέρδη είναι πιθανά”. Η θεωρία “loss aversion”

βασίζεται στο ψυχολογικό υπόβαθρο ότι η πτώση στη χρησιμότητα προκύπτει από τη αναγνώριση των απωλειών σε σχέση με τα κέρδη και παρακινεί τους επενδυτές να μην προχωρήσουν σε πώληση των μετοχών που δείχνουν απώλειες σε σχέση με τις κερδοφόρες. Εμπειρικές μελέτες δηλώνουν ότι οι απώλειες σταθμίζονται σχεδόν διπλάσια από τα κέρδη. Η αποστροφή στις ζημιές είναι ένας συνδυασμός μεγαλύτερης ευαισθησίας στις απώλειες παρά στα κέρδη καθώς και της τάσης μη συχνής αποτίμησης των επενδυτικών αποτελεσμάτων. Οι επενδυτές, οι οποίοι εμφανίζουν αποστροφή στις ζημιές, είναι περισσότερο πρόθυμοι να αποδεχθούν κινδύνους εάν δεν αποτιμούν συχνά τις επενδύσεις τους. Επίσης, εάν τα κέρδη αυξάνονται επαρκώς, οι επενδυτές αποδέχονται να αναλαμβάνουν περισσότερους κινδύνους. Η αποστροφή κινδύνου στα κέρδη κάνει τους επενδυτές να πωλήσουν σχετικά πολύ γρήγορα τις μετοχές με ανερχόμενες τιμές συμπιέζοντας τις τιμές προς τα κάτω.

Ο φόβος της απώλειας χρημάτων είναι μεγαλύτερος από την επιθυμία του κέρδους. Παρόλα αυτά, σε περιόδους υψηλού οικονομικού άγχους επιθυμούμε περισσότερη επιστροφή των χρημάτων ως αποζημίωση για την πιθανότητα απώλειας. Το ποσό που αναμένεται να κερδίσουμε είναι τέσσερις φορές το ποσό που ρισκάρουμε κατά την περίοδο άγχους χρημάτων σε σύγκριση με μόνο επί δυο την περίοδο του φυσιολογικού επιπέδου οικονομικού άγχους. Η έρευνα επίσης προβάλλει ότι εναλλασσόμαστε ανάμεσα σε ενστικτώδη και ορθολογικές οικονομικές αποφάσεις βασιζόμενες στο βαθμό του άγχους των χρημάτων. Τείνουμε να παίρνουμε ενστικτωδώς αποφάσεις στις περιόδους υψηλού άγχους χρημάτων και ορθολογικά οικονομικές αποφάσεις όταν είμαστε οικονομικά ασφαλείς. Επίσης η έρευνα δηλώνει ότι οι ενστικτώδεις οικονομικές αποφάσεις είναι συνήθως εσφαλμένες. Ο σύνδεσμος ανάμεσα στις οικονομικές μας αποφάσεις και του βαθμού οικονομικού μας άγχους αναφέρεται στο Money Anxiety Index όπου δηλώνει πώς σκοπεύουμε να αποταμιεύσουμε χρήματα σε λογαριασμούς ταμιευτηρίου αμέσως μόλις το επίπεδο οικονομικού άγχους αυξάνεται. Αντιθέτως τείνουμε να μειώσουμε τις αποταμιεύσεις και να αυξήσουμε τα έξοδα όταν ο βαθμός του οικονομικού άγχους μειώνεται.

ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ (PORTFOLIO THEORY)

Το χαρτοφυλάκιο είναι ένας συνδυασμός περιουσιακών στοιχείων που έχει ο επενδυτής στην κατοχή του και η διαχείρισή του είναι σύμφωνα με τις προτιμήσεις και τις ανάγκες του. Η θεωρία Χαρτοφυλακίου προσπαθεί να μεγιστοποιήσει την αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου ή ισοδύναμα προσπαθεί να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο για ένα δεδομένο επίπεδο αναμενόμενης απόδοσης. Βάση της θεωρίας αποτελεί η έννοια της διαφοροποίησης (diversification) με στόχο την επιλογή ενός άριστου χαρτοφυλακίου επενδύσεων με χαμηλότερο κίνδυνο από οποιοδήποτε άλλο μεμονωμένο περιουσιακό στοιχείο. Ένας επενδυτής μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου επιλέγοντας μετοχές που δεν έχουν τέλεια θετική συσχέτιση. Το φαινόμενο της μείωσης κινδύνου, το οποίο επιτυγχάνεται με το συνδυασμό μετοχών σε ένα χαρτοφυλάκιο ονομάζεται διαφοροποίηση κινδύνου (risk diversification). Η διαφοροποίηση μειώνει τον κίνδυνο χαρτοφυλακίου, διότι σε ένα χρηματιστήριο δε μεταβάλλονται όλες οι μετοχές προς την ίδια κατεύθυνση. Η διακύμανση ενός χαρτοφυλακίου μετοχών εξαρτάται περισσότερο από τις συν-διακυμάνσεις των μετοχών και λιγότερο από τις διακυμάνσεις. Οι αποφάσεις χαρτοφυλακίου των επενδυτών μπορεί να είναι μια λειτουργία από προηγούμενες απώλειες/κέρδη στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων (οικονομικά και μη). Σύμφωνα με τη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική τα κέρδη του παρελθόντος συντελούν σε διαφορετική συμπεριφορά από προηγούμενες απώλειες. Σύμφωνα με τους οικονομολόγους Thaler & Johnson (1990) ενώ τα προηγούμενα κέρδη μπορεί να αυξήσουν την προθυμία για ρίσκο, οι προηγούμενες απώλειες ευαισθητοποιούν τους ανθρώπους σε σχετικές απώλειες του ίδιου μεγέθους. Οι Barberis, Huang & Santos (2001) χρησιμοποιούν το παράδειγμα ανθρώπινης συμπεριφοράς για να εξηγήσουν το μέγεθος του equity premium & patterns in stock volatility. Υποστηρίζουν ότι τα προηγούμενα κέρδη κεφαλαίων μειώνουν την ευαισθησία των επενδυτών στο κίνδυνο ενώ οι προηγούμενες απώλειες, καθιστώντας οποιαδήποτε νέα απώλεια πιο επίπονη, αυξάνουν την αποστροφή του ρίσκου. Η θεωρία αποστροφής ζημίας (loss aversion) εκφράζει έναν θετικό συνδυασμό ανάμεσα στην ανάληψη ρίσκου και προηγούμενες απώλειες, η «house-money» εκφράζει έναν αρνητικό συνδυασμό μεταξύ ανάληψης ρίσκου και προηγούμενες απώλειες.

2.3 MANAGEMENT ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΚΑΙ ΕΝΕΡΓΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Σε ορθολογικά μοντέλα προσδοκιών, οι διαφορές στις ιδιωτικές πληροφορίες μπορεί να προκαλέσουν διαφωνίες μεταξύ των επενδυτών. Παρόλα αυτά, χωρίς τους ψυχικά αγόμενους επενδυτές (noise traders) η έλλειψη της ομοφωνίας δε θα οδηγούσε σε συναλλαγές αν ο ορθολογισμός αποτελούσε κοινό μυστικό. Οι επενδυτές με πρόσβαση σε κοινή πληροφόρηση διαφωνούν για την ορθή ερμηνεία. Ο βασικός παράγοντας που απαιτείται για να κατανοήσει κάποιος το puzzle των συναλλαγών είναι η υπερβολική εμπιστοσύνη. Αυτό εξηγεί γιατί οι managers χαρτοφυλακίου συναλλάσσονται τόσο πολύ και όλοι πιστεύουν ότι μπορεί να προσελκύσουν νικητές. Όταν αναφερόμαστε στον καθορισμό του ρίσκου και στην επιλογή ανάμεσα σε εναλλακτικές κινδύνου, η ψυχολογία και τα μαθηματικά είναι οι λέξεις κλειδιά. Στη θεωρία το management κινδύνου (risk management) είναι μια επιστημονική επιχείρηση. Στην πράξη είναι ένας συνδυασμός τέχνης και επιστήμης. Η τέχνη του risk management αντικατοπτρίζει την ψυχολογία του ρίσκου. Οι ψυχολογικές δυνάμεις είναι καθοριστικοί παράγοντες γιατί οι άνθρωποι αναλαμβάνουν και ελέγχουν κινδύνους μέσω των αποφάσεων που παίρνουν.

Η ΦΥΣΗ ΤΟΥ RISK MANAGEMENT

Η διαδικασία του risk management περιλαμβάνει παραδοσιακά τα στάδια της αναγνώρισης, καταμέτρησης, ελέγχου (όπου είναι εφικτό), καθοδήγησης και επεξήγησης των κινδύνων που αντιμετωπίζονται από μια επιχείρηση. Η παραδοσιακή χρηματοοικονομική επιστήμη έχει επικεντρωθεί στην ανάπτυξη εργαλείων που χρησιμοποιούν οι επενδυτές με σκοπό τη μεγιστοποίηση της αναμενόμενης απόδοσης και την ελαχιστοποίηση του κινδύνου. Χάρη σε αυτή την παραδοχή, αναπτύχθηκαν χρήσιμα επενδυτικά εργαλεία όπως είναι τα υποδείγματα αποτίμησης αξιόγραφων, η θεωρία χαρτοφυλακίου, το υπόδειγμα εξισορροπητικής κερδοσκοπίας κτλ. Το ρίσκο δεν είναι συνώνυμο με την καταστροφή. Ρίσκο σημαίνει την προσμονή της καταστροφής, περιλαμβάνει την πιθανότητα για μελλοντικά γεγονότα και αναπτύξεις. Όταν το ρίσκο γίνεται πραγματικότητα τότε συμβαίνει η καταστροφή. Πάντοτε το ρίσκο είναι ένα μελλοντικό γεγονός το οποίο μπορεί να συμβεί και να μας απειλήσει. Ο παραλογισμός της αντίληψης του ρίσκου ανάμεσα στους ανθρώπους είναι ένα ζήτημα ανεπαρκούς πληροφόρησης. Η σύγκρουση των risk cultures, η αντιπαράθεση των

πολιτιστικά διαφορετικών risk realities εξελίχθηκε σε ένα θεμελιώδες πρόβλημα στη παγκόσμια πολιτική. Η αντίληψη του ρίσκου συγκρούεται στην παγκόσμια αρένα των media και συγχρόνως γίνεται μια καθημερινή εμπειρία αντιπαραθέσεων. Στο δίκτυο της παγκόσμιας επικοινωνίας, όλοι οι άνθρωποι, όλων των εθνικοτήτων και των θρησκειών είναι παρόντες στην ανθρώπινη ιστορία. Κάθε έθνος γειτονεύει με το δίπλανό του και το πλήγμα σε κάποιο σημείο του πλανήτη μεταφέρεται με ιλιγγιώδη ταχύτητα σε ολόκληρο τον πληθυσμό της γης. Για την ακρίβεια, ο κόσμος παγκοσμιοποιείται χωρίς τη θέλησή του, χωρίς την ψήφο του ή τη σύμφωνη γνώμη του και οι αντιπαραθέσεις ανάμεσα σε διαφορετικές κουλτούρες, ιστορικό παρελθόν, καταστάσεις, θρησκείες, κυρίως αξιολογώντας και ανταποκρίνοντας σε παγκόσμια ρίσκα, γίνονται προφανή. Οι άνθρωποι είναι επιρρεπείς σε προκαταλήψεις στον τρόπο που εκτιμούν τους κινδύνους. Επιπλέον, οι αντιλήψεις του κινδύνου και του risk management εξαρτώνται από τον τρόπο με τον οποίο περιγράφονται.

Οι ευκαιρίες συμπληρωματικών κερδών συνοδεύονται από επιπλέον ρίσκο και αποτελεί το ηθικό κομμάτι της ιστορίας για το hedge fund Long term Capital Management (LTCM). Στην περίπτωση του LTCM η υπέρ-εμπιστοσύνη μπορεί να παγιδέψει την εξυπνάδα. Οι πιο σημαντικές εκπλήξεις για τους διαχειριστές LTCM δεν προέρχονται από το unanticipated fundamental risk αλλά από unanticipated sentiment-based risk. Οι άνθρωποι μεταξύ τους αντιλαμβάνονται διαφορετικά τον κίνδυνο. Σύμφωνα με έρευνα του Financial Executives Research Foundation οι risk managers και οι οικονομικοί διευθυντές δεν έχουν την ίδια άποψη για τους κινδύνους που επηρεάζουν τα έσοδα της επιχείρησης. Το 2003 οι risk managers αντιμετώπιζαν τον υψηλό κίνδυνο πολύ σοβαρά, ενώ οι οικονομικοί διευθυντές το αντιμετώπιζαν ως κακή διαχείριση και πρακτικές υπαλλήλων. Οι risk managers δίνουν περισσότερη έμφαση σε κινδύνους σχετικούς με την ιδιοκτησία αντί για άλλους ενώ οι οικονομικοί διευθυντές δίνουν το ίδιο βάρος. Οι αποφάσεις του risk management παίρνονται από ομάδες και οι αποφάσεις που λαμβάνονται από ομάδες είναι καλύτερες από τις ατομικές και σε ό,τι αφορά τις ομάδες του risk management συχνά επιτείνουν τις ψυχολογικές τάσεις αντί να τις μετριάζουν. Αυτό χαρακτηρίζεται ως πόλωση.

Ο έννομος και αποδεκτός σκοπός της ασφάλειας είναι η διασπορά κινδύνου. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί απομακρύνοντας μεγάλες συγκεντρώσεις ρίσκου από τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και τοποθετώντας μικρές συγκεντρώσεις σε πολλούς επενδυτές. Η ιστορία του risk management είναι γεμάτη με παραδείγματα αποφάσεων στηριζόμενα κυρίως από ψυχολογικούς παράγοντες παρά από

μαθηματικά μοντέλα. Οι αδίστακτοι έμποροι χάνουν επανειλημμένως χρήματα από τις εταιρείες τους σε μια μάταιη προσπάθεια να ανακτήσουν προηγούμενες απώλειες. Το ρίσκο πάντοτε χαρακτηριζόταν ως μια λειτουργία του αποτελέσματος και των σχετιζόμενων πιθανοτήτων τους. Είναι σύνηθες μεταξύ των ατόμων να αρνούνται να παίξουν δίκαια παιχνίδια. Οι άνθρωποι, οι οποίοι αποστρέφονται τον κίνδυνο, δε θα δεχθούν να παίξουν ένα δίκαιο παιχνίδι, διότι προτιμούν τη σιγουριά του να μη ρισκάρουν να παίξουν, όταν η πράξη τους έχει το ίδιο αναμενόμενο κέρδος με το παιχνίδι.

Ο βαθμός στον οποίο οι άνθρωποι ρισκάρουν εξαρτάται από δύο μεταβλητές. Η πρώτη μεταβλητή είναι κατά πόσο οι άνθρωποι φοβούνται για το αποτέλεσμα. Ο φόβος είναι ένα συναίσθημα, το οποίο αντικατοπτρίζει αυτό που οι ψυχολόγοι αναφέρουν ως αρνητικό αποτέλεσμα. Η δεύτερη μεταβλητή είναι η αυστηρότητα του αποτελέσματος. Όσο δυσκολότερο είναι το αποτέλεσμα, τόσο υψηλότερος είναι ο βαθμός του ρίσκου. Η αντίληψη των ανθρώπων για το ρίσκο επηρεάζεται επίσης από την διαθέσιμη πληροφορία, γνωστό και ως φαινόμενο σφάλμα διαθεσιμότητας (availability bias). Για παράδειγμα, μετά την τρομοκρατική επίθεση της 11^{ης} Σεπτεμβρίου 2001, η δουλειά των αστυνομικών θεωρείται η πιο ριψοκίνδυνη. Το availability bias εξηγεί τη διαφορετική αντίληψη ρίσκου μεταξύ οικονομικών διευθυντών και risk managers. Οι risk managers έχουν μεγαλύτερη εξοικείωση με τους κινδύνους που είναι λιγότερο ασφαλείς όπως οι σχετιζόμενοι κίνδυνοι της ιδιοκτησίας ενώ οι οικονομικοί διευθυντές είναι περισσότερο εξοικειωμένοι με τους κινδύνους της κακοδιοίκησης.

Είναι σαφές ότι οι άνθρωποι δεν είναι έμπειροι στο να διατυπώνουν τις αποφάσεις τους. Αποφασίζουν με αλληλουχία και αρχικά επιλέγουν μεταξύ σταθερών κερδών και ριψοκίνδυνων απωλειών. Αξιολογώντας την ελκυστικότητα, διαλέγοντας ανάμεσα σε εναλλακτικές και κάνοντας κριτικές για την αξία δεν είναι ισάξιες ψυχολογικές διεργασίες. Οι ξεκάθαρες αποφάσεις ρίσκου που έγιναν από τον risk manager της εταιρείας περιλαμβάνουν συχνά μεγάλη αξία χρημάτων και σημαντικές συνέπειες στην εταιρεία. Η φιλοσοφία ρίσκου μιας εταιρείας μπορεί να εγκατασταθεί και να αντιπροσωπευτεί ως συνάρτηση χρησιμότητας, επιτρέποντας το συντονισμό των αποφάσεων του risk management με τις πολιτικές ρίσκου του οργανισμού. Στο παρελθόν το risk management ήταν επικεντρωμένο σε ξεκάθαρους κινδύνους τους οποίους αντιμετωπίζουν οι οργανισμοί. Πρόσφατα οι νέες οικονομικές θεωρίες έχουν προσαρμοστεί στη δυναμική φύση του ρίσκου και του management. Οι περισσότερες αποφάσεις που λαμβάνονται από τους risk managers αφορούν πολλά χρήματα. Γι

αυτό το λόγο είναι σημαντικό η πολιτική ρίσκου μιας εταιρείας να έχει εγκαθιδρυθεί και χρησιμοποιηθεί σε κερδοσκοπική περιοχή. Οι θεωρίες των αγορών κεφαλαίου περιγράφουν ότι μόνο οι συστηματικοί κίνδυνοι σχετίζονται με την αξία του ενεργητικού και ότι ο κίνδυνος διοίκησης είναι άσχετος.

Ο βαθμός των συναισθημάτων αποτελεί τη βάση των αντιλήψεων του ρίσκου η οποία σχετίζεται με γενικές δραστηριότητες όπως το κάπνισμα ή η πυρηνική ενέργεια και στην πιθανότητα να πραγματοποιηθούν διάφορα γεγονότα στη ζωή. Οι ψυχολόγοι επισημαίνουν ότι οι άνθρωποι συνηθίζουν να βάζουν ετικέτες στις αναμνήσεις τους ώστε να αναγνωρίζουν εύκολα απειλές και ευκαιρίες. Αυτές οι “συναισθηματικές ετικέτες” είναι σημαντικό κομμάτι της διαίσθησής μας. Μία από τις πιο σημαντικές επιπτώσεις των ευριστικών κανόνων (heuristics) είναι ότι οι άνθρωποι συσχετίζουν υψηλά πλεονεκτήματα με χαμηλό ρίσκο και με τον τρόπο αυτό η σχέση μεταξύ ρίσκου και ωφελειών είναι αρνητική. Στην παραδοσιακή οικονομία η σχέση μεταξύ ρίσκου και απολαβής είναι θετική. Οι αναλυτές και οι managers των χαρτοφυλακίων περιμένουν υψηλά μερίσματα από μετοχές με υψηλό αντί χαμηλό beta.

2.4 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Είναι παγκοσμίως αποδεκτό ότι η βασική αιτία της οικονομικής κρίσης είναι ο συνδυασμός της πιστωτικής έξαρσης και της έξαρσης οικοδομικής δραστηριότητας. Όταν η “φούσκα έσκασε”, μια μέση οικογένεια δε μπορούσε να ανταπεξέλθει στην αποπληρωμή του δανείου κατοικίας. Υπήρξαν υποθήκες σπιτιών, των οποίων οι άνθρωποι δε μπορούσαν να πληρώσουν και ήταν σίγουρο να αποτύχουν ή να χρειαστούν άμεση αναχρηματοδότηση, ανάλογα με τις τιμές των ακινήτων. Η ασφάλεια αυτών των υποθηκών, επέτρεψε τις πιστωτικές αγορές να αναπτυχθούν ραγδαία αλλά σε βάρος των δανειστών, οι οποίοι δε μπορούσαν να τα αποπληρώσουν. Αυτό όμως που επιδείνωσε την οικονομική κατάσταση ήταν η συμπεριφορά των οικονομικών οργανισμών πχ παγκόσμιες τράπεζες, επενδυτικές τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, οι οποίοι έλεγχαν την οικονομία. Οι οργανισμοί επέλεξαν να αγνοήσουν τα χρηματοοικονομικά τους μοντέλα ασφάλειας και να μη μεταφέρουν το πιστωτικό κίνδυνο σε άλλους επενδυτές.

Η κατάρρευση του μεσιτικού κλάδου το 2007-2008 και η παγκόσμια οικονομική κρίση, η οποία ακολούθησε, ήταν ένα καθοριστικό γεγονός για την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών για πολλές δεκαετίες. Είναι μάλιστα αξιοσημείωτο ότι οι τιμές των σπιτιών αυξήθηκαν από το 2002 έως το 2007 στο απρόσμενο ποσοστό του 11% για κάθε έτος. Οι βασικοί λόγοι αυτής της κατάρρευσης είναι οι τρεις οίκοι αξιολόγησης: Moody's, Standard & Poor's & Fitch. Όταν οι τιμές των σπιτιών έφτασαν το 2006 στο μέγιστο ύψος και ακολούθησαν πτωτική πορεία, τα ποσοστά αθέτησης των στεγαστικών ομολόγων αυξήθηκαν σημαντικά και οι αρχικές βαθμολογίες των ομολόγων αποδείχθηκαν ιδιαίτερα αισιόδοξες (κυρίως μεταξύ 2005-2006). Η αγορά των ενυπόθηκων ομολόγων κατέρρευσε δημιουργώντας τεράστιο οικονομικό πρόβλημα στην οικονομία των ΗΠΑ και άλλων χωρών. Η οικονομική κρίση του 2007 – 2008 έχει επιστήσει την προσοχή στους οίκους αξιολόγησης καθότι πολλοί παρατηρητές διατυπώνουν ότι τα άδικα υψηλά ποσοστά credit rate σε καινοτόμα οικονομικά προϊόντα συντελούν σε αναταραχή των υλικών. Είχαν παραχωρηθεί δάνεια σε ανθρώπους με μικρή δυνατότητα αποπληρωμής. Πληθώρα νομοθετικών αναφορών για την κρίση καταλήγουν στο ότι υψηλά credit ratings σε καινοτόμα χρηματοοικονομικά προϊόντα βοήθησαν στο να πείσουν τους επενδυτές να τα αγοράσουν. Όταν τα υλικά αυτά ήταν πιο επικίνδυνα από τις παραδοσιακές επενδύσεις, οι επενδυτές έχασαν την εμπιστοσύνη τους στις αξιολογήσεις και στα καινοτόμα προϊόντα. Το παράδειγμα αυτό υπογραμμίζει το ερώτημα στο εάν οι οίκοι αξιολόγησης έχουν τα κατάλληλα κίνητρα να παράγουν υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις. Η επικρατούσα άποψη για την ποιότητα αξιολόγησης στη νομική βιβλιογραφία προέρχεται από τη φήμη του κεφαλαιούχων οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι ένας καλά λειτουργημένος μηχανισμός φήμης θα δώσει στους οίκους αξιολόγησης τα κίνητρα για να αποδώσουν υψηλά ποσοστά αξιολόγησης. Η βασική ιδέα είναι ότι εάν οι επενδυτές καθορίσουν ότι οι αξιολογήσεις των οίκων είναι χαμηλής ποιότητας, θα σταματήσουν να πιστώνουν τα ποσοστά και οι οίκοι θα χάσουν αξία.

Ταυτοχρόνως, έχει αναγνωριστεί ότι τα χαρακτηριστικά του πραγματικού κόσμου για το rating market είναι να μη λειτουργήσει σωστά ο μηχανισμός φήμης. Για παράδειγμα, οι ακαδημαϊκοί και οι άνθρωποι που διαμορφώνουν πολιτικές έχουν επισημάνει ότι μπορεί να υπάρχει περιορισμένος ανταγωνισμός στην αγορά, διότι οι οίκοι αξιολόγησης αντιμετωπίζουν συγκρούσεις συμφερόντων και γιατί η διαφάνεια είναι περιορισμένη. Παρόλο που είναι αμφιλεγόμενη η σημασία αυτών των παρεκκλίσεων πολλοί παρατηρητές πιστεύουν ο μηχανισμός φημολογίας λειτουργεί αποτελεσματικά ενώ άλλοι υποστηρίζουν ότι οι παρεκκλίσεις καθιστούν το μοντέλο της φημολογίας

εμπειρικά λανθασμένο – σχεδόν όλα τα πολιτικά κίνητρα είναι σχεδιασμένα να απευθύνουν αυτές τις παρεκκλίσεις και να βελτιώσουν τη λειτουργία του μηχανισμού φημολογίας.

2.5 FEEDBACK MODEL

Σε περίπτωση θετικής ανάδρασης (positive feedback), η νέα επένδυση οδηγεί σε αύξηση του εισοδήματος διεγείροντας και άλλη επένδυση, η οποία με τη σειρά της επιφέρει νέα αύξηση του εισοδήματος. Αυτό αποτελεί το λεγόμενο στάδιο ευφορίας, όπου η ευφορία πάντα ενδυναμώνεται από μια διεύρυνση της τραπεζικής πίστωσης. Αυξάνεται η αγοραστική δύναμη, διότι αυτή αποτελείται από τα χρήματα στην κατοχή του επενδυτή, τις καταθέσεις του στην τράπεζα και έτσι έχουμε μια υπερεκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων και σε ακόμα μεγαλύτερο δανεισμό. Όταν κάποιοι αποφασίσουν να ρευστοποιήσουν τα κεφάλαιά τους αρχίζει η μεταστροφή. Βασικός παράγοντας που πυροδοτεί τη μεταστροφή είναι η πτώχευση μίας τράπεζας, μια οικονομική απάτη κτλ. Η μεταστροφή οδηγεί σε ελάττωση της πίστωσης και στον πανικό. Μία από τις πιο παλιές θεωρίες των οικονομικών αγορών, περίπου από το 1841, είναι η price to price feedback theory. Όταν οι τιμές ανεβαίνουν, δημιουργώντας επιτυχία σε κάποιους επενδυτές, αυτό μπορεί να προκαλέσει την παγκόσμια προσοχή, ενθουσιασμό στους ανθρώπους και να ενθαρρύνει τις προσδοκίες για περαιτέρω αύξηση των τιμών. Αυτή η διαδικασία αυξάνει τις απαιτήσεις των επενδυτών και προκαλεί αύξηση των τιμών. Εάν αυτή η διαδικασία (feedback) δεν διακοπεί, τότε η επανάληψη της αύξησης των τιμών μπορεί να προκαλέσει “φούσκα” με υψηλότερες προσδοκίες για περαιτέρω αύξηση τιμών. Οι υψηλές τιμές τελικά δεν είναι διατηρήσιμες, διότι είναι υψηλές λόγω των προσδοκιών για υψηλότερη αύξηση και επίσης η “φούσκα” κάποια στιγμή σκάει και οι τιμές πέφτουν. Το ίδιο μπορεί να συμβεί δημιουργώντας αντίστοιχα μια αρνητική φούσκα. Αυτό θα οδηγήσει τις αγορές σε ένα πολύ χαμηλό επίπεδο πώσης τιμών. Η feedback theory είναι πιο παλιά από τη φούσκα της τουλίπας.

2.6 ΔΙΑΡΡΟΗ ΑΞΙΩΝ

Οι αξίες όπου μας υπηρετούν στο εργασιακό περιβάλλον, στην κοινωνική μας ζωή ή σε θέματα υγείας δεν πρέπει να ταυτίζονται με τις οικονομικές αξίες. Οι άνθρωποι έχουν μεγάλη ικανότητα να μαθαίνουν και να υιοθετούν νέους τρόπους σκέψης και αποδοτικής συμπεριφοράς. Το πρόβλημα είναι ότι το να επενδύεις σωστά είναι συχνά παράλογο. Το 1960, μια έρευνα για τα χαρακτηριστικά της καλύτερης ανάλυσης των μετοχών καθόρισε κάποια ενδιαφέροντα χαρακτηριστικά της αξίας:

- υψηλά επίπεδα εχθρότητας
- να είσαι απομακρυσμένος από τους άλλους
- έχοντας την προοπτική του outsider.

Αυτά τα χαρακτηριστικά δεν καθιστούν τον άνθρωπο πρότυπο για την κοινωνία του αλλά βοηθούν την ανάλυση μιας επένδυσης συμβάλλοντας στο σκεπτικισμό. Δηλώνουν αυτοπεποίθηση και άνεση να είσαι διαφορετικός. Με άλλα λόγια επιτυχημένοι αναλυτές μετοχών έχουν πολύ καλά ανεπτυγμένη την επενδυτική ταυτότητα. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι αυτά τα χαρακτηριστικά μπορούν να είναι χρήσιμα αρκεί να έχουμε την επίγνωση για τις διαφορετικές συμπεριφορές που θα πρέπει να έχουμε σε κοινωνικές μας συναναστροφές και στις οικονομικές αναλύσεις.

Ο παρακάτω πίνακας (ΠΙΝΑΚΑΣ 3) βοηθά στην κατανόηση πώς οι γενικές αξίες μπορεί να οδηγήσουν σε λάθος δρόμο όταν προκύπτουν κατά τη διάρκεια λήψης μιας οικονομικής απόφασης. Θα πρέπει να είναι ξεκάθαρο ότι η επένδυση δεν είναι παρόμοια με τις δραστηριότητες της καθημερινότητας. Για παράδειγμα, όταν κάτι είναι φθηνό ή πολυτελές δε σημαίνει ότι θα πρέπει να επενδύσουμε σε αυτό.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.

Αξίες ή Πεποιθήσεις	Επεξήγηση	Πιθανά προβλήματα
Φειδώ στην οικονομία	Κάποιος μπορεί να κάνει τις αγορές του σε περίοδο εκπτώσεων. Αγοράζοντας φθηνά σημαίνει αποταμίευση εξόδων	Η άρνηση να αποπληρώνεις μπορεί να οδηγήσει στο να χάσεις σημαντικές ευκαιρίες. Το φθηνό δεν είναι απαραίτητα ευκαιρία
Πολυτέλεια	Εάν κάτι είναι ακριβό είναι καλύτερης ποιότητας	Αγοράζοντας συχνά στην κορυφή. Πληρώνοντας περισσότερα για μετοχές
Αφοσίωση	Κάποιος οφείλει να στέκεται σε ανθρώπους που στο παρελθόν τον είχαν εξυπηρετήσει. Στις επενδύσεις οφείλονται τα πλεονεκτήματα της αμφιβολίας	Το ιστορικό των επενδύσεων αλλάζει. Το ίδιο θα έπρεπε να συμβαίνει με τις απόψεις.
Ασφάλεια	Κάποιος αισθάνεται έντονα ότι το ρίσκο θα πρέπει να αποφεύγεται με οποιοδήποτε κόστος. Το να συμπεριφέρεσαι διαφορετικά είναι να διακινδυνεύεις την οικονομική	Οι αντιλήψεις του ρίσκου συχνά διαστρεβλώνονται. Μακροπρόθεσμα κέρδη μετοχών είναι υψηλά διότι θεωρούνται ως πιο επικίνδυνα

	σου ευημερία	
Κυνηγός συγκινήσεων	Οι επενδύσεις θα πρέπει να έχουν ενδιαφέρον. Εφόσον δεν υπάρχει η πρόθεση για μεγάλα κέρδη τότε δεν αξίζει να επενδύσεις.	Ο ενθουσιασμός είναι ένα συναισθηματικός, όχι οικονομικός στόχος. Η ικανοποίηση από μια καλή επένδυση προκύπτει μακροπρόθεσμα
Ηθική	Δε θα πρέπει κάποιος να επενδύει σε εταιρείες που είναι αντίθετα με τις αξίες κάποιου	Η επένδυση δε θα πρέπει να είναι ενάντια στις ηθικές αρχές. Αλλά εάν η επένδυση έχει ως αποτέλεσμα να βελτιώσει τη ζωή κάποιου τότε η προοπτική θα πρέπει να οδηγεί τις αποφάσεις
Αλτρουισμός	Τα χρήματα θα πρέπει να χρησιμοποιούνται για καλό σκοπό	Οι αγορές είναι απρόσωπες και ανταγωνιστικές
Σκληρή δουλειά	Τα χρήματα θα πρέπει να αποκτώνται μέσω πολλής δουλειάς και θυσίας	Ορισμένες φορές εργαζόμαστε σκληρά να πετύχουμε έσοδα, τα οποία θα μπορούσαν να επιτευχθούν ευκολότερα

		με λιγότερη προσπάθεια ή έχοντας διαφορετική προοπτική
--	--	--

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Έχουν παρέλθει πλέον πολλά χρόνια από την εμφάνιση της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης και την επακόλουθη ύφεση. Πολλοί οικονομολόγοι κάνουν λόγο για την αναγκαιότητα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής με σκοπό την αντιμετώπιση των δημοσιονομικών ανισορροπιών. Σε αυτή την κατηγορία συγκλίνει η αμερικανική κυβέρνηση που αποφάσισε την ενίσχυση των δημοσίων επενδυτικών δραστηριοτήτων στο οδικό δίκτυο της χώρας. Στην αντίθετη όχθη, η πλειονότητα των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων αποφάσισε την άμεση αντιμετώπιση των δημοσιονομικών ανισορροπιών με απώτερο στόχο τη λήψη ψήφου εμπιστοσύνης από τις αγορές. Η επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης έχει γίνει περισσότερο αισθητή στις αναπτυσσόμενες χώρες, όπου η Παγκόσμια Τράπεζα ανέμενε ρυθμό ανάπτυξης 6,6% το 2010 και τελικά υποχώρησε κάτω από 6% το 2011.

Σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα υπήρξε εκ νέου επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας για το 2011, καθώς οι αναπτυσσόμενες χώρες εγκατέλειψαν σταδιακά τους ισχυρούς αναπτυξιακούς ρυθμούς. Οι αυξανόμενες εντάσεις κατά τη διάρκεια ενός κλιμακούμενου παγκόσμιου πολέμου νομισμάτων είναι πιθανό να προκαλέσουν συζητήσεις για τον έλεγχο κεφαλαίων με μία τέτοια κίνηση να είναι αρνητική για τις αγορές. Στην περίπτωση που υπάρξει έλεγχος νομισμάτων, εμπορικοί πόλεμοι και εμπορικοί περιορισμοί θα μπορούσαμε πραγματικά να οδηγηθούμε σε παγκόσμια ύφεση. Είναι γεγονός ότι κάθε φορά που υπάρχει μια αρνητική εξέλιξη στην κρίση χρέους της Ευρωζώνης το ευρώ διολισθαίνει άμεσα έναντι του δολαρίου αποδεικνύοντας ότι η σύγχρονη κρίση προσομοιάζεται με τη διαμάχη του ευρώ έναντι του δολαρίου. Κάτι όμως που δεν είναι απαραίτητα προς το συμφέρον των ΗΠΑ που θέλουν να χρησιμοποιήσουν το νόμισμά τους για να βελτιώσουν τις εξαγωγές και να μειώσουν το εμπορικό τους έλλειμμα. Αξίζει να σημειωθεί ότι η κορύφωση της κρίσης χρέους της Ευρωζώνης έχει άμεση επίπτωση και θα μπορούσε να απειλήσει σοβαρά τη σταθερότητα της Αμερικάνικης Οικονομίας, η οποία μαστίζεται επίσης από ελλείμματα και ένα μεγάλο Δημόσιο Χρέος. Ως αποτέλεσμα όλων των παραπάνω είναι ότι η παρούσα κατάσταση δεν είναι μια διαμάχη των ΗΠΑ εναντίον της Ευρωζώνης αλλά μια διαμάχη της ιδιωτικής κερδοσκοπίας ενάντια στο Δημόσιο συμφέρον της παγκόσμιας οικονομικής ζώνης.

3.2 ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Η ανάπτυξη των αγορών τα τελευταία είκοσι χρόνια θα ήταν ανέφικτη χωρίς την παρουσία και την εγγυημένη ποιότητα των οίκων αξιολόγησης. Οι οίκοι αξιολόγησης ασχολήθηκαν επί δεκαετίες σχεδιάζοντας ένα απλό και κατανοητό σύστημα, το οποίο θα επιτρέψει στον επενδυτή να επενδύσει με διεθνή ασφάλεια χωρίς να είναι απαραίτητα εξοικειωμένος με αυτό το περιβάλλον. Οι αγορές των προϊόντων ειδικού τύπου (structured products) δε θα είχαν αναπτυχθεί χωρίς την εγγύηση ποιότητας που παρέχουν οι οίκοι αξιολόγησης σε έμπειρους επενδυτές και σε πολύπλοκα προϊόντα. Οι επενδυτές ήταν πρόθυμοι να επενδύσουν διεθνώς λόγω των ευκρινών, διεθνώς αποδεκτών ενδείξεων ρίσκου, των οποίων η πιστωτική τους ικανότητα δεν θα ήταν εύκολο να προσεγγιστεί μεμονωμένα. Ο ρόλος τους λειτουργεί ως ένας «αξιόπιστος φύλακας». Το σύστημα είχε αποδειχθεί αρχικά αξιόλογο, σε ό,τι αφορά τα κρατικά και ιδιωτικά ομόλογα και οι επενδυτές είχαν τη δυνατότητα να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους. Τα τελευταία χρόνια όμως είναι ασταθείς οι αλλαγές στην αξιολόγηση των δομημένων πιστωτικών προϊόντων και αρκετά πιο υπερεκτιμημένα ως προς τις υποβαθμίσεις. Το αποτέλεσμα των ασταθειών στις αξιολογήσεις συντελεί στην υπονόμηση της αξιοπιστίας ως προς τη μελλοντική σταθερότητα των αξιολογήσεων.

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης είναι να παρακολουθούν τις εξελίξεις διεθνώς και παράλληλα να αξιολογούν διαβαθμίζοντας την πιστοληπτική αξιοπιστία ενός Δημοσίου ή ενός Ιδιωτικού φορέα που προχωρά στην έκδοση χρεογράφων (Κρατικά ή Εταιρικά Ομόλογα). Η κλίμακα αξιολόγησης περιγράφεται αναλυτικά παρακάτω. Ανάλογα με τις εξελίξεις και τα δεδομένα ο οίκος αξιολόγησης αναβαθμίζει ή υποβαθμίζει την πιστοληπτική αξιοπιστία ενός εκδότη ομολόγων (κράτος ή και επιχείρηση) με συνέπεια να υπάρχει άμεση επίπτωση στο διαμορφούμενο ύψος των επιτοκίων δανεισμού που χρεώνεται. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η κρίση χρέους της Ευρωζώνης.

Οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν πληροφορίες και αναλύσεις στους επενδυτές, τόσο για χώρες όσο και για εταιρείες βασιζόμενοι στο παρελθόν του δανεισμού και της αποπληρωμής της εκδοτικής αρχής ότι οι υποχρεώσεις τους θα έχουν αποπληρωθεί. Οι οίκοι αξιολόγησης αποτελούν το κλειδί στη μεταφορά πληροφοριών στις αγορές. Παρόλο που παγκοσμίως υπάρχουν περισσότεροι από 100 οίκοι αξιολόγησης, οι πιο γνωστοί εδρεύουν στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής και είναι οι Moody's, S&P και Fitch, οι οποίοι λειτουργούν σε παγκόσμια βάση με γραφεία σε όλο τον κόσμο.

Υπάρχουν όμως και μικρότερης σημασίας οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι ασχολούνται με μικρότερες και πιο εξειδικευμένες αγορές. Οι εκδοτικές αρχές επιζητούν τους οίκους αξιολόγησης για διάφορους λόγους όπως το να αυξήσουν την τιμολόγηση στις οικονομικές τους υποχρεώσεις, να βελτιώσουν την εμπιστοσύνη στους ομολόγους τους ή επειδή επιθυμούν να ενδυναμώσουν την εμπιστοσύνη στους επενδυτές τους. Οι οίκοι αξιολόγησης χρεώνουν για τις υπηρεσίες τους τις εταιρείες που αξιολογούν αλλά οι επενδυτές μπορεί να τους χρησιμοποιήσουν δωρεάν. Εφόσον η απαίτηση για ακριβείς αξιολογήσεις προέρχεται από τους επενδυτές, ενώ τα έσοδα των οίκων αξιολόγησης προέρχονται από τις εταιρείες, όπου εύλογα προτιμούν τα πιο ευνοϊκά από τα ακριβή ποσοστά, ένα πρόβλημα των οίκων μπορεί να προκύψει στα πλαίσια της ποιότητας των αξιολόγησης της φερεγγυότητας. Η φήμη των οίκων αξιολόγησης για ειλικρινή και ακριβή αποτελέσματα είναι πολύ σημαντική για τον κόσμο του χρηματιστηρίου.

Οι οίκοι αξιολόγησης επιτελούν ένα σημαντικό ρόλο διότι αξιολογούν τη δυνατότητα των οφειλετών, μεταξύ των οποίων και χώρες, να αποπληρώσουν τα χρέη τους. Επειδή οι ρυθμιστικές αρχές συχνά διαφέρουν στην αξιολόγηση του ρίσκου που ενέχει η απόκτηση ενός στοιχείου ενεργητικού, είναι οι οίκοι που υποδεικνύουν τελικά πού μπορούν να επενδύσουν οι επενδυτές και πόσο. Βοηθούν να καθοριστεί πόσα είναι διατεθειμένες να δανείσουν οι τράπεζες και πόσα πρέπει να πληρώσουν οι κυβερνήσεις και οι πολίτες τους για να δανειστούν. Ενημερώνουν με ποιον είναι διατεθειμένες να συνεργαστούν οι εταιρείες και με ποιους όρους.

Οι τρεις οίκοι αξιολόγησης Moody's, Standard and Poor's και Fitch, ιδρύθηκαν στις αρχές του 20^{ου} αιώνα με σκοπό να παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την χρηματοοικονομική κατάσταση επιχειρήσεων, χρηματοοικονομικών οργανισμών και κρατών, καθώς και την αξιολόγηση της πιστοληπτικής τους ικανότητας. Οι αξιολογήσεις δίνουν τη δυνατότητα στους εκδότες χρεογράφων να αποκτήσουν πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, προσφέροντας ρευστότητα σε αγορές που -σε αντίθετη περίπτωση- ήταν αδύναμες. Ειδική σημασία έχει ο διαχωρισμός στην πιστοληπτική αξιολόγηση μεταξύ investment grade (επενδύσιμο) και non-investment grade (μη επενδύσιμο), καθώς πολλοί επενδυτές (π.χ. ασφαλιστικά ταμεία) δεν επιτρέπεται να επενδύουν παρά μικρό μόνο μέρος του ενεργητικού τους σε επικίνδυνα στοιχεία.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι μεγαλύτερες επιπτώσεις στις σχετικές αποτιμήσεις επιφέρουν οι προειδοποιήσεις (αλλαγές στο outlook, positive ή negative review, watch)

για μελλοντικές αλλαγές στην αξιολόγηση, παρά οι αλλαγές καθαυτές. Ορισμένοι θεωρούν πως οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν προαναγγέλλοντας αυτοεκπληρούμενες/αυτοεπιβεβαιούμενες προφητείες. Συνεπώς έχουν και ένα ρόλο υπεράσπισης και εκπροσώπησης, διαφύλαξης και σηματοδότησης των συμφερόντων του μεγάλου χρηματοπιστωτικού κεφαλαίου που περιλαμβάνει:

α) μεγάλα κεφάλαια που συγκεντρώνονται σε τράπεζες,

β) μεγάλα κεφάλαια που διακινούνται μέσω των ασφαλιστικών ταμείων,

γ) πάσης φύσεως κεφάλαια που διακινούνται μέσω των hedge funds.

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν τη φήμη για την ποιότητα των αξιολογήσεών τους. Οι επενδυτές προσπαθούν να καθορίσουν την αξία των ασφαλειών (securities) χρησιμοποιώντας τις αξιολογήσεις. Στη συνέχεια οι επιχειρήσεις πρέπει (εφόσον το επιθυμούν) να επιλέξουν τον οίκο αξιολόγησης, βασιζόμενοι εάν οι επενδυτές θα αναθέσουν να τους αξιολογήσουν. Η ποιότητα των αξιολογήσεων φθίνει με τον ανταγωνισμό παρέχοντας υποστήριξη στις θεωρίες περί ανταγωνισμού. Τα συμπεράσματα αυτά όμως δε σημαίνουν απαραίτητα δείγματα κακής συμπεριφοράς από τους οίκους αξιολόγησης μόνο ότι η ισορροπία των οίκων εξαρτάται από τα κέρδη που θα αποχτηθούν από τις ενέργειες για την απόκτηση φημολογίας, οι οποίες είναι πολυδάπανες βραχυπρόθεσμα και η απουσία αυτών των κερδών μειώνει το ποσοστό για την απόκτηση φήμης. Η ενθάρρυνση του ανταγωνισμού είναι πιθανό να υποβιβάσει τα έσοδα από ολιγοπώλια αλλά είναι απίθανο να αυξήσει την ποιότητα.

Οι περισσότερες εταιρείες ή οργανισμοί στις Ηνωμένες Πολιτείες αξιολογούνται συνήθως από δύο ή τρεις οίκους. Οι αξιολογήσεις αιτούνται από τις εταιρείες ή οργανισμούς. Παρόλο που υπάρχει μια έντονη αμφισβήτηση γιατί γίνονται οι αξιολογήσεις, η επικρατούσα άποψη είναι ότι οι επενδυτές αξιολογούν την άποψη των οίκων για την πιστοληπτική τους ποιότητα. Οι οίκοι αξιολόγησης συμβάλλουν ώστε να γίνουν πιο ξεκάθαρες οι ποικίλες πληροφορίες από διάφορες δικαστικές αποφάσεις σχετικά με την πιστωτική ποιότητα των ομολόγων που έχουν εκδοθεί από οργανισμούς ή κυβερνήσεις. Οι αποφάσεις των οίκων ονομάζονται «αξιολογήσεις».

Υπάρχουν δύο βασικοί τύποι αξιολογήσεων: Η αξιολόγηση ομολόγων (bond ratings) παρέχεται για ένα πλήθος ομολόγων στις ΗΠΑ και τα Firm/Issuer ratings τα οποία παράγονται από τους οίκους αξιολόγησης και για όλες τις εταιρίες στις ΗΠΑ όπου παρουσιάζουν τα δημόσια έσοδα. Οι αξιολογήσεις δημοσιεύονται δωρεάν από τους οίκους αξιολόγησης. Τα έσοδά τους προέρχονται από χρεώσεις στις εταιρείες για τις οποίες αξιολογείται η πιστοληπτική τους ικανότητα. Οι αξιολογήσεις, οι οποίες δημιουργούνται μετά από απαίτηση του εκδότη χαρακτηρίζονται ως solicited ratings ενώ οι αξιολογήσεις που γίνονται χωρίς την απαίτηση του εκδότη χαρακτηρίζονται ως unsolicited. Είναι φυσικό επακόλουθο να υπάρξει ερώτημα σχετικά με το βαθμό που οι οίκοι αξιολόγησης θα ελαττώσουν την ποιότητα των αξιολογήσεων τους για να απαιτήσουν περισσότερο μερίδιο αγοράς. Η παρότρυνση του Brian Clarkson (Αύγουστος 2007 – πρόεδρος Moody's) στους υφισταμένους του ήταν να προσπαθήσουν να κάνουν την εταιρεία πιο εξωστρεφή και να επικεντρωθούν στο μερίδιο αγοράς.

Θα πρέπει όμως να γίνει σαφές ότι οι οίκοι αξιολόγησης είναι οργανισμοί και διοικούνται από άτομα, τα οποία εμπλέκονται παράλληλα και με τον επιχειρηματικό στίβο και με πιθανά οικονομικά συμφέροντα από τις διεθνείς διακυμάνσεις τόσο των spreads των CDS όσο και από τις διακυμάνσεις των διεθνών νομισματικών ισοτιμιών. Για να γίνει αντιληπτό το εύρος της πιθανής κερδοσκοπίας από εσωτερική πληροφόρηση, σημειώνεται ότι μικρές διακυμάνσεις της τάξης του 0,5% (50 μονάδες βάσης) σε μια αγορά ομολόγων μπορούν να επιφέρουν πολλαπλάσια κέρδη μέσω trading στις αγορές παραγώγων προϊόντων (ειδικά στα out-of-the-money συμβόλαια options). Επιπλέον, είναι γεγονός ότι τα αποτελέσματα μιας έκθεσης ενός Διεθνούς Οίκου γίνονται γνωστά σε διάφορα εσωτερικά τμήματα έως και δύο εβδομάδες πριν ανακοινωθούν επίσημα στον τύπο.

Όταν ένας βασικός οίκος αξιολόγησης αλλάζει τα ποσοστά των ομολόγων, η αγορά αντιδρά. Αλλά αυτή η αντίδραση μπορεί να είναι μόνο αλλαγή στο ρυθμιστικό status του ομολόγου (πχ εάν μετακινηθεί από investment grade σε speculative και το αντίθετο) και στην επακόλουθη ικανότητα των οικονομικών θεσμών να διατηρήσουν ή όχι το ομόλογο, αντί μιας οποιασδήποτε νέας πληροφορίας σχετικά με πιθανότητα αθέτησής του. Με το δεδομένο ότι οι βασικοί οίκοι αξιολόγησης είναι αρκετά αργοί στις αλλαγές των ποσοστών τους, οι αγορές μπορεί να αντιδρούν σε προκείμενη αλλαγή του ρυθμιστικού καθεστώτος. Είναι προφανές ότι οι τρεις επικρατούντες οίκοι αξιολόγησης έχουν λάβει σημαντική υποστήριξη από τους οικονομικούς ρυθμιστές.

Ξεκινώντας από το 1930, οι οικονομικοί ρυθμιστές επέμειναν ότι οι οίκοι αξιολόγησης αποτελούν τη βασική πηγή πληροφοριών για την αξιοπιστία των ομολόγων της αγοράς των ΗΠΑ. Η ώθηση στις ρυθμίσεις όπου έλαβαν οι πιο σημαντικοί οίκοι το 1930 δεν ήταν ο μοναδικός λόγος για την επίμονη ολιγάρκεια τους. Πολύ σημαντικά χαρακτηριστικά της αγοράς των πληροφοριών των ομολόγων είναι η οικονομία κλίμακας, τα πλεονεκτήματα των εμπειριών και η εταιρική φήμη.

Για να κατανοήσουμε την επίδραση του αυξανόμενου ανταγωνισμού στο χρηματοοικονομικό κλάδο, χρησιμοποιούμε ποικίλες προσεγγίσεις και πηγές πληροφοριών για να αξιολογηθεί η ποιότητα αξιολόγησης. Βασική πηγή πληροφόρησης είναι η θεωρία ότι υψηλής ποιότητας αξιολόγησης θα πρέπει να είναι ακριβής, κατατοπιστική και ειλικρινής. Επομένως θεωρούμε ότι οι χαμηλότερης ποιότητας αξιολογήσεις, δηλαδή οι αξιολογήσεις που έχουν επηρεαστεί από τις προτιμήσεις των εκδοτών τους, θα είναι περισσότερο επιθυμητές στους εκδότες τους (issuers) και λιγότερο κατατοπιστικές για την ποιότητά τους. Εάν τα standards των αξιολογήσεων χειροτερέψουν, καθώς αυξάνει ο ανταγωνισμός, οι υποβαθμίσεις θα αποτελούν τα χειρότερα νέα στον απόηχο του αυξανόμενου ανταγωνισμού, καθώς η υποβαθμισμένη ασφάλεια (ή εταιρεία) έχει αποτύχει να περάσει μια ακόμα χαμηλότερη ποιότητα από ότι είχε αρχικά οριστεί. Αντιθέτως εάν τα standards των αξιολογήσεων βελτιωθούν καθώς μεγαλώνει ο ανταγωνισμός, η υποβάθμιση των αξιολογήσεων θα οδηγήσει σε μικρότερη πτώση της καθαρής τιμής διότι η υποβάθμιση υπό αυστηρότερα standards ποιότητας ισοδυναμεί με λιγότερο δυσάρεστα νέα. Βέβαια πρέπει να γίνει σαφές ότι βραχυπρόθεσμα οι υποβαθμίσεις θεωρούνται πολύ άσχημα νέα, αλλά μακροπρόθεσμα όταν η διανομή των αξιολογήσεων έχει διευθετηθεί, η υποβάθμιση των εσόδων μπορεί να επιστραφεί σε πολλαπλάσιο. Επίσης, η χαμηλότερης ποιότητας αξιολόγησης σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις αντιπροσωπεύουν καταστάσεις διαφορετικές από την αναμενόμενη εξόφληση και γι αυτό τα επίπεδα αξιολογήσεων είναι λιγότερο συσχετιζόμενα με την καθαρή τιμή. Στην πραγματικότητα οι πιο υπερχρεωμένες εταιρείες συνήθως ενδιαφέρονται περισσότερο για τις αξιολογήσεις τους από τις λιγότερο υπερχρεωμένες.

Ο οίκος αξιολόγησης S&P είχε ισχυριστεί παλαιότερα ότι η φήμη θεωρείται σημαντικότερη των εσόδων. Η φημολογία είναι γνωστό ότι υποστηρίζει την παροχή ποιότητας στις αγορές με προβλήματα πληροφόρησης. Σε αρκετές αγορές οι εκδότες μπορούν να εκτιμήσουν την ποιότητα ενός προϊόντος μόνο μετά τη χρήση του και όχι πριν λάβουν την απόφαση να το αγοράσουν. Η παροχή πληροφοριών υπό αυτή την

κακή πληροφόρηση είναι προβληματική αλλά μπορεί να αποτελέσει μια ικανή ισορροπία εφόσον οι παραγωγοί μπορούν να εγκαθιδρύσουν τη φημολογία. Όπως είναι φυσικό, η ανάπτυξη και διατήρηση της φημολογίας είναι πιθανό να επηρεαστεί αρκετά από τον ανταγωνισμό. Ο ανταγωνισμός θα αμβλύνει την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού φημολογίας για δύο λόγους: Πρώτον οι φήμες είναι αξιόλογες μόνο όταν υπάρξει μελλοντικό έσοδο. Εφόσον ο ανταγωνισμός μειώσει τα έσοδα, το κίνητρο για τη διατήρηση της φημολογίας μειώνεται. Δεύτερον, εάν η ελαστικότητα ζήτησης που αντιμετωπίζει ο κάθε επενδυτής είναι μεγαλύτερη σε μια ανταγωνιστική αγορά, η τάση να μειωθούν οι τιμές ή να προσελκύσουν επενδύσεις μπορεί να είναι ισχυρότερη, υπονομεύοντας την αξία της διατήρησης μιας φήμης για να αποχτηθούν μελλοντικά έσοδα.

Από την άλλη μεριά, ο ανταγωνισμός μπορεί να αυξήσει την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού φημολογίας εφόσον απαιτείται η ύπαρξη της ανταγωνιστικής επιλογής για να μετατραπεί η απώλεια της φημολογίας σε πραγματική απειλή. Μόνο με τον ανταγωνισμό μπορεί η απώλεια της φημολογίας να προκαλέσει απώλεια στην επένδυση. Συνεπώς, η θεωρία προβάλλει αντικρουόμενες προβλέψεις σχετικά με την επιρροή του αυξανόμενου ανταγωνισμού στο μηχανισμό της φημολογίας: η ποιότητα του αποτελέσματος μπορεί να αυξηθεί ή να μειωθεί.

Τρεις είναι οι σημαντικοί οίκοι αξιολόγησης διεθνώς. Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's που είναι ο αρχαιότερος όλων καθώς ιδρύθηκε το 1860 αλλά με τη σημερινή όμως μορφή του υπάρχει από το 1941 και μετά τη συγχώνευση του εκδοτικού οίκου Poor's με τη Standard Statistics Bureau. Ο οίκος αξιολόγησης Moody's που ιδρύθηκε το 1909 και ο οίκος Fitch που ιδρύθηκε από το 1913.

MOODY'S

Η Moody's αποτελεί θυγατρική εταιρεία του οργανισμού Moody's Corporation, η οποία παρέχει υπηρεσίες αξιολόγησης, έρευνας και ανάλυσης κινδύνων για ένα εύρος σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ανάληψης χρέους. Διαθέτει 17 γραφεία σε όλο τον κόσμο, ενώ παρέχει αξιολογήσεις δημοσίου χρέους χώρας για πάνω από 100 χώρες. Το 2009, η Moody's δημοσίευσε τζίρο εργασιών περί τα 1,79 τρισ. δολάρια από πωλήσεις προερχόμενες κυρίως από τις υπηρεσίες αξιολογήσεων της. Ο οίκος Moody's, όπως και ο Standard & Poor's (S&P), χρησιμοποιεί ένα συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών χαρακτηριστικών για την αξιολόγηση επιχειρήσεων και χωρών. Τα ποσοτικά στοιχεία χρησιμοποιούνται για να υπολογίζονται ιστορικά στοιχεία της απόδοσης και των τάσεων των αγορών. Οι συντελεστές κάθε μεταβλητής (weights, βάρη) που λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό της πιστοληπτικής ικανότητας χώρας εξαρτώνται από το αν η χώρα διαθέτει υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα με μακρά ιστορία θεσμικής και πολιτικής σταθερότητας, είτε από το αν αυτή βρίσκεται ακόμη υπό ανάπτυξη. Τέλος είναι σημαντικό ότι η δημοσιονομική πολιτική λαμβάνεται υπόψη ως ο σημαντικότερος παράγοντας προσδιορισμού της πιστοληπτικής ικανότητας για τις προηγμένες χώρες, ενώ οι τάσεις του ισοζυγίου πληρωμών αποτελούν το ισχυρότερο εργαλείο για την αξιολόγηση των αναπτυσσόμενων χωρών.

Ο οίκος Moody's εξετάζει πληροφορίες που συνοψίζονται σε τέσσερις κύριες κατηγορίες:

- Οικονομική διάρθρωση και επίδοση χώρας (π.χ. δείκτες ΑΕΠ, πληθωρισμού, ανεργίας, εισαγωγών και εξαγωγών κ.λπ.),
- Δημοσιονομικούς δείκτες (π.χ. δημόσια έσοδα, δαπάνες, ισορροπία εσόδων – δαπανών, χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ κ.λπ.),
- Εξωτερικές πληρωμές και συναλλαγές χώρας (π.χ. συναλλαγματική ισοτιμία, κόστη εργασίας, δείκτης εξυπηρέτησης δημοσίου χρέους κ.λπ.),
- Νομισματική ισορροπία και παράγοντες ρευστότητας χώρας (π.χ. βραχυπρόθεσμο ύψος επιτοκίων, εγχώρια πίστωση, αποθεματικά χώρας, ωρίμανση χρέους, περιουσιακά στοιχεία πιστωτικών ιδρυμάτων κ.λπ.)

Είναι η μόνη ανεξάρτητη εταιρεία και γι αυτό έχουμε τις περισσότερες πληροφορίες. Τα συνολικά ετήσια έσοδα ανέρχονται σε 1,8 δις δολάρια, τα καθαρά έσοδα σε 458 εκατ. δολάρια ενώ περισσότερο από το μισό των συνολικών εσόδων προέρχονται από τις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής. Η ιστορία των οίκων αξιολόγησης και η αλληλεπίδρασή τους με τις ρυθμιστικές αρχές των χρηματοοικονομικών είναι πολύ σημαντικές στην κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οι οίκοι κατάφεραν να αποκτήσουν την τωρινή κεντρική τους θέση στην αγορά.

Ο John Moody δημοσίευσε την πρώτη διαθέσιμη στο κοινό εκτίμηση των ομολόγων το 1909. Η εταιρεία του Moody ακολουθήθηκε από την Poor Publishing Company το 1924. Η βαθμολόγηση των ομολόγων αυτών των εταιρειών πωλήθηκαν σε επενδυτές ομολόγων σε πολυσέλιδα εγχειρίδια. Περίπου το 1934 η αγορά των επενδυτών είχε ζήτηση για τις πληροφορίες και τους λογαριασμούς των εταιριών αυτών. Η μεγάλη αλλαγή στη σχέση μεταξύ των οίκων αξιολόγησης και της αγοράς των ομολόγων στις ΗΠΑ συνέβη το 1930. Οι τραπεζίτες, πρόθυμοι να ενθαρρύνουν τις τράπεζες να επενδύσουν κυρίως σε ασφαλή ομόλογα, θέσπισαν ένα σύνολο κανόνων όπου κορυφώθηκαν σε ένα διάταγμα το 1936 όπου απαγόρευαν στις τράπεζες να επενδύσουν σε κερδοσκοπικές επενδύσεις, επενδύσεις όπου τα ομόλογα είναι κάτω του βαθμού επένδυσης σύμφωνα με τα εγχειρίδια των οίκων. Αυτή η ρυθμιστική κίνηση άλλαξε αμέσως τη δυναμική της αγοράς των ομολόγων. Οι τράπεζες δε μπορούσαν να βασιστούν σε πληροφορίες ομολόγων από οποιαδήποτε πηγή αλλά ήταν αναγκασμένες να χρησιμοποιούν τις δημοσιεύσεις των εγχειριδίων των οίκων αξιολόγησης.

Στις αρχές του 1970 το βασικό μοντέλο επιχειρηματικότητας των οίκων αξιολόγησης άλλαξε. Από το βασικό μοντέλο όπου ο “επενδυτής πληρώνει”, το οποίο εγκαθίδρυσε ο Moody το 1909, οι επιχειρήσεις προχώρησαν στο μοντέλο όπου πληρώνει ο “εκδότης”, δηλαδή ο θεσμός ο οποίος εκδίδει τα ομόλογα θα πρέπει να πληρώνει τους οίκους αξιολόγησης. Η αλλαγή στο επιχειρηματικό μοντέλο, να πληρώνει ο εκδότης, δημιούργησε τη σύγκρουση των συμφερόντων. Έτσι, όταν ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα θέλει να εκδώσει ένα ομολογιακό δάνειο, πρέπει να πληρώσει τουλάχιστον δύο από τους παραπάνω οίκους για να το αξιολογήσει. Η αξιολόγηση των οίκων σε επιχείρηση – τράπεζα ή κράτος σημαίνει ότι όσο καλύτερη (υψηλότερη) είναι η βαθμολογία, τόσο περισσότερο αξιόπιστη θεωρείται η επένδυση και, κατά συνέπεια, το επενδυτικό ενδιαφέρον μεγαλύτερο και το κόστος χρήματος φθηνότερο. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, ο ρόλος τους να είναι εκ των πραγμάτων κομβικός και το πρόβλημα

αξιολόγησης να είναι κυρίως δεοντολογικό. Έχει αποδειχθεί η ύπαρξη προσωπικών σχέσεων μεταξύ των στελεχών των οίκων αξιολόγησης με τα στελέχη επιχειρήσεων και οργανισμών που ζητούν αξιολόγηση. Τα στελέχη των οίκων δίνουν οδηγίες στα διευθυντικά στελέχη των οργανισμών ούτως ώστε να λάβουν καλό βαθμό. Αυτή η προσέγγιση δημιουργεί κανόνες λειτουργίας στην αγορά τους οποίους πρέπει υποχρεωτικά να ακολουθούν οι αξιολογούμενες επιχειρήσεις. Ακόμη, επικρατεί η φημολογία ότι οι τρεις μεγάλοι οίκοι διαπλέκονται με άλλα εταιρικά συμφέροντα τα οποία κυρίως είναι εκδοτικά. Πολλοί υποστηρίζουν ότι η αιτία που οι οίκοι αξιολόγησης έπεσαν έξω είναι διότι αμείβονται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις στις οποίες αξιολογούσαν τα ομόλογά τους. Ο οίκος αξιολόγησης μπορεί να κρύβει την ανοδική του βαθμολογία προκειμένου να διατηρήσει τον εκδότη χαρούμενο και να τον προλάβει από το να πάει σε άλλο οίκο. Οι ίδιοι οίκοι υπογραμμίζουν τη στενή σχέση μεταξύ των βαθμολογιών τους και της πιθανότητας αθέτησής τους. Αυτός ο συσχετισμός μπορεί να υπάρχει εάν οι οίκοι αξιολόγησης φτάσουν τα ποσοστά τους παρατηρώντας τα spreads των αγορών σε σχετικά ομόλογα. Είναι λογικό ένα στενά προστατευμένο ολιγοπώλιο να είναι βραδυκίνητο και αυτάρεσκο. Το μοντέλο όπου πληρώνει ο εκδότης προκάλεσε πιθανές καταχρήσεις. Παρόλο που το πρόβλημα ήταν υπαρκτό στη βιομηχανία από το 1970, το πρόβλημα οξύνθηκε από τη διαφάνεια των οργανισμών και των κυβερνήσεων, όπου το χρέος ήταν αυξημένο. Επίσης ήταν αρκετές βιομηχανίες και κυβερνήσεις ως εκδότες ομολόγων όπου η απειλή ενός μεμονωμένου εκδότη να μεταφέρει τις δουλειές του σε άλλο οίκο δεν ήταν πιθανή. Είναι γνωστό ότι όταν η αγορά στέγης στις ΗΠΑ κατάρρευε στα τέλη του 2007, η Moody's έβαλε στο περιθώριο και απομόνωσε κάποιους αναλυτές και στελέχη της που προειδοποιούσαν για την επερχόμενη οικονομική καταστροφή.

Η αξιολόγηση των ομολόγων έχει ένα πολύ σημαντικό ρόλο στην οικονομία και στις επενδυτικές αποφάσεις. Μία επιχείρηση, η οποία μπορεί να εκδώσει υψηλότερα ομόλογα, έχει καλύτερους όρους από εκείνη που μπορεί να εκδώσει μόνο χαμηλότερα. Η Moody's & Standard & Poor's (S&P) είναι οι δύο μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης για το εταιρικό χρέος. Εξυπηρετούν τόσο δημόσιες πληροφορίες όπως λογιστικά έγγραφα όσο και ιδιωτικές όπως εμπιστευτικές συνεντεύξεις με τη διοίκηση για την ανάθεση των αξιολογήσεων σε μεμονωμένα εταιρικά ομόλογα. Ο στόχος αυτών των αξιολογήσεων ποιότητας είναι η καταμέτρηση της πιστοληπτικής αξιοπιστίας μιας επιχείρησης με σεβασμό στην ασφάλεια του χρέους.

STANDARD & POOR'S

Ο οίκος των Standard & Poor's (S&P) δημιουργήθηκε το 1941 με τη συγχώνευση των εταιρειών Standard Statistics και Poor's Publishing. Η εταιρεία, που ξεκίνησε από τον ιδρυτή της Henry Varnum Poor, παρέχει σήμερα υπηρεσίες με εξαγωγή εξειδικευμένων πληροφοριών σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και σε αγορές παγκόσμια. Ο Standard & Poor's εμπορεύεται επενδυτικά στοιχεία, πραγματοποιεί αποτιμήσεις αξίας εταιρειών, χρηματοοικονομικές αναλύσεις, καθώς και γνωμοδοτήσεις για επιχειρήσεις, οργανισμούς και κράτη. Οι κύριες κατηγορίες εργασιών περιλαμβάνουν από υπολογισμό πολιτικού κινδύνου και αποτίμησης δημόσιου χρέους μέχρι και αξιολόγηση πιστοληπτικής διαβάθμισης χώρας, με χρήση σύνθετων ποσοτικών και ποιοτικών μοντέλων, κατά τα πρότυπα της πιστοληπτικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων. Με εγκαταστάσεις σε 23 χώρες και ιστορική αναδρομή πάνω από 150 χρόνια, είναι παγκοσμίως γνωστός οίκος αξιολόγησης ως ηγέτης του financial- market intelligence. Στις μέρες μας προσπαθεί να εκπαιδεύσει επενδυτές, οι οποίοι επιθυμούν καλά πληροφορημένες επενδύσεις στο πλαίσιο της επενδυτικής έρευνας, των δεικτών και της αξιολόγησης κινδύνου. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι η άποψη του Standard & Poor για την πιστοληπτική ικανότητα του οφειλέτη ή πιστοληπτική ικανότητα του οφειλέτη σε σχέση με το χρεόγραφο ή άλλες οικονομικές υποχρεώσεις. Με την πάροδο των χρόνων η αξιολόγηση έχει λάβει τη γενική αποδοχή ως εργαλείο για το διαχωρισμό της πιστωτικής ποιότητας. Η McGraw-Hill Companies απέκτησε την Standard & Poor's το 1966.

Η Standard & Poor's ακολουθεί ένα σύστημα γραμμάτων για να διαβαθμίσει την πιστοληπτική ικανότητα ενός Δημοσίου, από το «AAA» (για τους ποιοτικότερες εκδόσεις ομολόγων με τον μικρότερο βαθμό ρίσκου) μέχρι το «C» που είναι και η χαμηλότερη διαβάθμιση που προβλέπει ο οίκος (υψηλότερου βαθμού ρίσκου). Η διαβάθμιση κατά «D» συνιστά περίπτωση πιστωτικού γεγονότος και αδυναμία πληρωμής υποχρεώσεων. Σε μία προσπάθεια να προσδιοριστούν καλύτερα οι αξιολογήσεις, η S&P ανά περίπτωση προσθέτει «+» ή «-» για να υποδείξει ότι το ομόλογο πλησιάζει περισσότερο ή λιγότερο στην κατηγορία αξιολόγησης. Παρόμοιες είναι οι αξιολογήσεις και από τον οίκο Moody's.

Ενδεικτικά παρουσιάζονται οι κατηγορίες πιστοληπτικής διαβάθμισης της Standard &

Poor's:

‘AAA’ — Η ανώτατη δυνατή αξιολόγηση

‘AA’ — Πολύ μεγάλη ευκολία πληρωμής υποχρεώσεων

‘A’ — Μεγάλη ευκολία πληρωμής υποχρεώσεων αλλά όχι άριστη οικονομική κατάσταση

‘BBB’ — Ευκολία πληρωμής υποχρεώσεων αλλά ύπαρξη προβλημάτων της οικονομίας

‘BBB’ — Η χαμηλότερη κατηγορία επενδυτικής διαβάθμισης μετά ξεκινούν οι κατηγορίες υψηλού ρίσκου

‘BB+’ — Η υψηλότερη διαβάθμιση για την κατηγορία διαβάθμισης υψηλού ρίσκου,

‘BB’ — Υψηλό ρίσκο σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα αλλά βραχυπρόθεσμα ασφάλεια πληρωμών

‘B’ — Πολύ υψηλό ρίσκο σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα αλλά βραχυπρόθεσμα σχετική ασφάλεια πληρωμών

‘CCC’ — Ύπαρξη ρίσκου ακόμα και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

‘CC’ — Ύπαρξη μεγάλου ρίσκου ακόμα και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

‘C’ — Ύπαρξη πολύ μεγάλου ρίσκου ακόμα και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

‘D’ — Ύπαρξη πιστωτικού γεγονότος (credit event) και ανικανότητα πληρωμής υποχρεώσεων

FITCH

Ο τρίτος διεθνής οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι ο Fitch Ratings, ο οποίος παρέχει αξιολογήσεις και έρευνα για περίπου 150 χώρες. Ο Fitch Ratings προωθεί προϊόντα ομολόγων χρέους, που προσφέρονται σε διάφορους οργανισμούς και επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικά ιδρύματα, κρατικές επιχειρήσεις, ασφαλιστικές εταιρείες, δημόσια ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ. Ιδρύθηκε παραμονή Χριστουγέννων του 1913 από τον John Knowles Fitch και το 1979 η εταιρεία Fimalac S.A., με έδρα το Παρίσι, απέκτησε πλειοψηφικό πακέτο μετοχών του οίκου Fitch Ratings. Η Fimalac S.A. απέκτησε στη συνέχεια το 2000 και την αμερικανική εταιρεία χρηματοπιστωτικής αξιολόγησης Duff & Phelps. Από τότε ο οίκος Fitch Ratings διευρύνεται σταδιακά, ανοίγοντας νέα γραφεία στην Κεντρική Ευρώπη και δημιουργώντας συνεργασίες με

ασιατικές εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης. Παρόλο που ανήκει στο γαλλικό επενδυτικό όμιλο Fimalac, η έδρα παραμένει στη Νέα Υόρκη.

Ο Fitch Ratings παρήγαγε έσοδα το 2009 ύψους 614,6 εκ. δολαρίων, σημειώνοντας πτώση κατά 15,9% σε σχέση με τη χρήση του 2008 (731,2 εκ. δολάρια), συνεισφέροντας στην εταιρεία Fimalac S.A. με κέρδη ύψους 222,5 εκ. δολαρίων. Θα πρέπει όμως να επισημανθεί ότι οι κυρίαρχοι οίκοι αξιολόγησης είναι οι Moody's & Standard & Poor's (S&P) (ελέγχουν το 85% της αγοράς) ενώ ο Fitch δεν έχει την ίδια βαρύτητα στην αξιολόγηση παρόλο που είναι της ίδιας χρονολογίας περίπου με τους βασικούς οίκους αξιολόγησης (1913).

Έναν ειδικότερο ρόλο, με κύρια έμφαση την οργάνωση των αγορών, έχει η International Swaps and Derivatives Association (ISDA) που καλύπτει το χώρο των παραγώγων (CDS, κ.τ.λ.) και το Institute of International Finance (IIF), με 800 περίπου χρηματοπιστωτικά ιδρύματα-μέλη σε όλον τον κόσμο.

Πίνακας με τις βαθμολογίες των οίκων αξιολόγησης

Moody's		S&P		Fitch				
Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term			
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime		
Aa1		AA+		AA+		High grade		
Aa2		AA		AA				
Aa3		AA-	AA-					
A1		A+	A-1	A+	F1	Upper medium grade		
A2	P-2	A	A-2	A-	F2	Lower medium grade		
A3		A-		BBB+				
Baa1	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	Non-investment grade speculative		
Baa2		BBB-		BBB-				
Baa3		BB+		B			BB+	B
Ba1	BB	BB						
Ba2	BB-	BB-						
Ba3	B+	B+						
B1	B	B						
B2	Not prime	B-	C	B-	C	Highly speculative		
B3		CCC+		CCC		Substantial risks		
Caa1		CCC		CCC		Extremely speculative		
Caa2		CCC-		C		C	C	In default with little prospect for recovery
Caa3		CC						
Ca	C	D	/	DDD	/	In default		
C	/	/	/	DD	/			
/	/	/	/	D	/			

Κάθε οίκος αξιολόγησης διαθέτει και χρησιμοποιεί ξεχωριστό σύστημα διαβάθμισης για τα δανειζόμενα κράτη και τις επιχειρήσεις. Το σύστημα διαβάθμισης της Fitch Ratings έχει υιοθετηθεί και από τον Standard & Poor's. Το σύστημα αξιολόγησης της Moody's διαφοροποιείται καθώς δεν ενσωματώνει απλώς την πιθανότητα χρεοκοπίας ενός Δημοσίου αλλά και το μέγεθος της ζημίας σε περίπτωση χρεοκοπίας.

Credit ratings				
Rating group	Rating agency			Category definition**
	Moody's	S&P, Fitch	Numerical value assigned*	
Investment Grade	AAA	AAA	28	The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is extremely strong. The obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is very strong. Somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than obligations in higher-rated categories. However, the obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is still strong.
	Aa	AA	24, 25, 26	
	A	A	21, 22, 23	
	Baa	BBB	18, 19, 20	Exhibits adequate protection parameters. However, adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the obligor to meet its financial commitment on the obligation.
Speculative Grade	Ba	BB	15, 16, 17	Obligations rated 'BB', 'B', 'CCC', 'CC', and 'C' are regarded as having significant speculative characteristics. 'BB' indicates the least degree of speculation and 'C' the highest. While such obligations will likely have some quality and protective characteristics, these may be outweighed by large uncertainties or major exposures to adverse conditions
	B	B	12, 13,14	
	Caa	CCC	9,10,11	
	Ca	CC	7	
	C	C	4	
Default	D	D	1	An obligation in payment default. The 'D' rating category is used when payments on an obligation are not made on the date due even if the applicable grace period has not expired, unless Standard & Poor's believes that such payments will be made during such grace period. The 'D' rating also will be used upon the filing of a bankruptcy petition or the taking of a similar action if payments on an obligation are jeopardized.

* Multiple numerical values for a single rating level represent ratings with a + qualifier, no qualifier, and a - qualifier, respectively.

** Source for ratings definitions is Standard & Poor's Ratings Definitions from 17-Mar-2008.

3.3 ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

Οι τρεις οίκοι αξιολόγησης – Moody's, Standard & Poor's και Fitch – κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης ελέγχοντας πάνω από το 95% της παγκόσμιας αγοράς. Πρόκειται για ιδιωτικές αμερικανικές εταιρείες, οι οποίες διαθέτουν μοντέλα και μηχανισμούς αξιολόγησης ομολόγων με βάση κυρίως τις προοπτικές της κάθε χώρας. Για το λόγο αυτό είναι ευρέως γνωστό ότι συνέβαλαν στη δημιουργία της οικονομικής κρίσης, η οποία ξεκίνησε από τις ΗΠΑ το καλοκαίρι του 2007 με προβλήματα στην μεσιτική αγορά και έχει πάρει παγκόσμιες διαστάσεις. Οι οίκοι αξιολόγησης υποτίμησαν το συνδεδεμένο πιστωτικό ρίσκο με τα πιστωτικά προϊόντα και απέτυχαν την άμεση αναπροσαρμογή των αξιολογήσεών τους ώστε να μην επιδεινωθούν οι συνθήκες της αγοράς. Οι οίκοι κατηγορήθηκαν τόσο για λάθη ως προς τη μεθοδολογία τους όσο και για ανεπίλυτες συγκρούσεις συμφερόντων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να κλονιστεί η εμπιστοσύνη των συμμετεχόντων ως προς τις αξιολογήσεις και τους οίκους γενικότερα.

Έντονη ήταν η κριτική ως προς την αποτυχία των οίκων αξιολόγησης να δημοσιεύσουν τεκμηριωμένα δεδομένα σχετικά με την αξιολόγησή τους. Θα πρέπει να γίνει διαχωρισμός μεταξύ των αξιολογήσεων των δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων και άλλων εμπορικών ομολόγων προκειμένου να γίνουν αντιληπτές οι διαφορές στις χρησιμοποιούμενες μεθοδολογίες και τα διαφορετικά χαρακτηριστικά ρίσκου που περιλαμβάνουν. Επιπλέον, η έρευνα έκανε κριτική στους οίκους αξιολόγησης για την αποτυχία τους να ελέγξουν επιτυχώς την ποιότητα των ασφαλισμένων προϊόντων δημιουργώντας την ανάγκη να υπάρξει ένας αυστηρότερος έλεγχος των διαδικασιών δανεισμού. Τέλος, οι επενδυτές και οι επιβλέποντες θα πρέπει να σκεφτούν σοβαρά με ποια κριτήρια έδειξαν τόσο μεγάλη εμπιστοσύνη στους οίκους αξιολόγησης.

Έχουν δημοσιευτεί αρκετές έρευνες, οι οποίες περιγράφουν λεπτομερώς πώς οι διακυμάνσεις στην διαδικασία της αξιολόγησης καθώς και στη διαδικασία που λειτουργεί η οικονομική αγορά έχουν συμβάλει στην οικονομική κρίση. Στις 7 Απριλίου 2008 δημοσιεύτηκε η πρώτη έρευνα όπου το Financial Stability Forum (FSF) ενισχύει την αγορά και την προσαρμοστικότητα. Το συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι η ουσιαστική υποτίμηση του ρίσκου στα δομημένα προϊόντα οφείλεται εν μέρει σε μειονεκτήματα της μεθοδολογίας. Τα ανεπαρκή ιστορικά δεδομένα αύξησαν σημαντικά το ρίσκο και οι οίκοι αξιολόγησης δεν το έλαβαν υπόψη ώστε να ελαττώσουν τα

δεδομένα δανεισμού. Για το λόγο αυτό, έχει προκύψει η ανάγκη να βελτιωθεί η εσωτερική διακυβέρνηση, η διαφάνεια των διαδικασιών αξιολόγησης και η συμμόρφωση σύμφωνα με τους διεθνείς κώδικες δεοντολογίας.

Το Φεβρουάριο του 2009 ορίστηκε επιτροπή υπό τον Jacques de Larosiere με την παρότρυνση του προέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Jose Manuel Barroso ώστε να καθοριστεί το μέλλον της Ευρώπης από οικονομικής και εποπτικής άποψης. Η έρευνα δημοσίευσε τα παρακάτω:

- Οι οίκοι αξιολόγησης μείωσαν την αντίληψη του πιστωτικού κινδύνου βαθμολογώντας με AAA στα αρχικά μερίδια των δομημένων οικονομικών προϊόντων (CDOS). Η ίδια αξιολόγηση δόθηκε σε κυβερνητικά και εμπορικά ομόλογα αποδίδοντας σταθερά λιγότερα κέρδη.
- Η κυριότερη αιτία για την υποτίμηση των πιστωτικών κινδύνων βρίσκεται στα προβλήματα κατά τη μεθοδολογία της αξιολόγησης. Η έρευνα είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους παρακάτω λόγους, οι οποίοι έχουν συμβάλει στην αξιολόγηση των δομημένων προϊόντων: Η έλλειψη ικανών ιστορικών δεδομένων σχετιζόμενων με την αγορά των ΗΠΑ, η υποτίμηση των συσχετισμών που θα μπορούσαν να συμβούν κατά τη διάρκεια μιας απότομης πτώσης κτλ.
- Η διοίκηση των οίκων αξιολόγησης δεν εντόπισε επαρκώς τα ζητήματα που σχετίζονται με τη σύγκρουση συμφερόντων και ανεξαρτησίας. Οι οίκοι στη προσπάθεια ανταγωνισμού για την αξιολόγηση νέων δομών δεν είχαν διασφαλίσει ότι ο εμπορικός στόχος δεν επηρεάζεται στο αν ήταν ικανοί να βαθμολογηθούν αποτελεσματικά.

Το Μάρτιο 2009, δημοσιεύτηκε μια νέα έρευνα από το Λονδίνο όπου επισήμανε την ευθύνη των οίκων αξιολόγησης για την οικονομική κρίση. Τα συμπεράσματα είναι τα εξής:

- Η πρακτική της δημιουργίας μοντέλων, στα οποία οι οίκοι βαθμολογούν πιστωτικά προϊόντα δημιουργούν τον κίνδυνο ότι οι εκδότες υπάρχουν για να βαθμολογούν.

- Η υπέρ-εμπιστοσύνη σε μαθηματικά και στατιστικά μοντέλα βασιζόμενα σε ανεπαρκείς πληροφορίες.
- Ανεπαρκής εξέταση των μακροοικονομικών στοιχείων της αγοράς ως στοιχεία που επηρεάζουν την αξιολόγηση.
- Αποτυχία στο να λαμβάνονται υπόψη οι αλληλεξαρτήσεις.
- Ανεπαρκείς πρακτικές αποκαλύψεων σε σχέση με οικονομετρικά μοντέλα και υποθέσεις.

Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν δημιουργήσει ένα σύστημα βαθμολογίας των ομολόγων που εκδίδουν τα κράτη και οι εταιρείες. Έτσι, με την αξιολόγηση των ομολόγων των χωρών παγκόσμια, δημιουργούνται νέα δεδομένα οικονομικής εξουσίας, διαμορφώνοντας στην πράξη τις συνθήκες χρηματοδότησης χρέους των χωρών, γεγονός που αναδεικνύει με τον πιο κατηγορηματικό τρόπο τα νέα δεδομένα της οικονομικής παγκοσμιοποίησης που βιώνουμε σήμερα. Αδιαμφισβήτητα, οι αξιολογήσεις των τριών μεγαλύτερων οίκων πιστοληπτικής ικανότητας κρίνουν σε σημαντικό βαθμό τα οικονομικά, κοινωνικά και πολιτικά δεδομένα ολόκληρων χωρών, ακόμη και ηπείρων, διαμορφώνοντας ανάλογες κατά τόπους εξελίξεις στις χώρες που εφαρμόζονται.

Τα τελευταία χρόνια η ασάφεια των βαθμολογιών δεν είχε μόνο περιοδικές επιδράσεις αλλά υπονόμει τη σιγουριά για τη μελλοντική σταθερότητα των οίκων. Για το λόγο αυτό, αναζητούνται τρόποι αντιμετώπισης και βελτίωσης της «εικόνας» των οίκων με αποτέλεσμα να ενταχθούν σε μία νέα και πιο σταθερή οικονομική κατάσταση. Ο βασικότερος στόχος είναι να μην κατηγορηθούν ότι διέπρατταν σοβαρά λάθη. Είναι γεγονός ότι επίσημα ευρωπαϊκά reports περιγράφουν αναλυτικά ότι σφάλματα στη διαδικασία βαθμολόγησης συνέβαλαν στην οικονομική κρίση. Η πρώτη εκτενής ανάλυση δημοσιεύτηκε στις 7 Απριλίου 2008, όταν το Financial Stability Forum (FSF) παρουσίασε την αναφορά του για την ενίσχυση της αγοράς και την ελαστικότητα των οργανισμών. Το συμπέρασμα ήταν ότι η ουσιώδης υποτίμηση του κινδύνου από τους οίκους αξιολόγησης οφείλεται σε μεθοδολογικές ελλείψεις.

Σύμφωνα με τον οικονομολόγο Νουριέλ Ρουμπνι, σε άρθρο με τίτλο «Ποια είναι τα μεγάλα λάθη των διεθνών οίκων αξιολόγησης» η πιστοληπτική αξιολόγηση θα έπρεπε να βασίζεται σε στατιστικά μοντέλα για τις χρεοκοπίες του παρελθόντος. Στην πράξη, επειδή έχουν υπάρξει πολύ λίγες χρεοκοπίες, η αξιολόγηση των κρατών είναι συχνά μια πολύ υποκειμενική διαδικασία. Οι αναλυτές παρακολουθούν τις εξελίξεις από τη Νέα Υόρκη έως το Λονδίνο, πραγματοποιώντας επισκέψεις μόνον όταν είναι απολύτως απαραίτητο λόγω μιας αξιοσημείωτης κρίσης, ή επειδή μια χώρα πλήρωσε για να επαναξιολογηθεί. Αυτό σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις δεν βασίζονται στις τελευταίες εξελίξεις και ότι οι υποβαθμίσεις έρχονται με καθυστέρηση. Επιπλέον οι οίκοι αξιολόγησης μπορεί να μην έχουν τα κατάλληλα εργαλεία για να παρακολουθήσουν σημαντικές παραμέτρους, όπως η δυνατότητα μιας χώρας να καινοτομεί και η οικονομική κατάσταση μη κρατικών οντοτήτων. Παράλληλα, ο Ρουμπνι τονίζει ότι οι επενδυτές έχουν προσπαθήσει να βρουν αξιόπιστες εναλλακτικές στους οίκους αξιολόγησης. Οι μετρήσεις της αγοράς για το ρίσκο -όπως οι αποδόσεις των ομολόγων ή τα ασφάλιστρα κινδύνου (credit default swaps)- αντιδρούν γρήγορα στις αλλαγές (και πολλές φορές υπεραντιδρούν), αλλά δεν αποτελούν συστημικούς μηχανισμούς για την αποκάλυψη κρυφών κινδύνων και την αποτροπή κρίσεων.

Για να αξιολογήσει κανείς τον μακροοικονομικό κίνδυνο μιας χώρας, πρέπει να εξετάσει προσεκτικά τους ισολογισμούς της, συμπεριλαμβανομένων των κινδύνων στο τραπεζικό σύστημα και στον ευρύτερο τραπεζικό τομέα. Δεν είναι εύκολη υπόθεση ο εντοπισμός του ρίσκου και οι οίκοι αξιολόγησης ακολουθούν μια συγκεκριμένη και αργή διαδικασία. Οι προειδοποιήσεις της αγοράς, όπως οι αποδόσεις των ομολόγων, είναι πολύ ευμετάβλητα και «θορυβώδη». Χρειάζεται συστηματική ανάλυση βασισμένη σε στοιχεία για να κατανοήσει κανείς τους κινδύνους που κρύβονται σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο παγκόσμιο περιβάλλον.

Σε έκθεσή της η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) έχει συλλέξει πολύ σημαντικά ευρήματα σχετικά με τα λάθη των οίκων. Καταγράφονται περιπτώσεις όπου το ίδιο στέλεχος που κάνει marketing και πουλάει υπηρεσίες αξιολόγησης συμμετέχει ταυτόχρονα στην επιτροπή αξιολογήσεων. Ή κάποιοι τυχαίνει να είναι αξιολογητές και επενδυτές της εταιρείας που αξιολογείται. Τέλος, αναφέρονται λάθη σε αξιολογήσεις που ποτέ δεν διορθώθηκαν ή εφαρμογή μοντέλων αξιολόγησης τα οποία προηγουμένως τα είχε απορρίψει η αρμόδια επιτροπή του οίκου αξιολόγησης.

Μία αρνητική αξιολόγηση των ΗΠΑ από τη Standard & Poor's το 2013 ήταν η αφορμή που οδήγησε τον Αμερικανό πρόεδρο Μπαράκ Ομπάμα να περάσει με νόμο τη μεταρρύθμιση Dodd-Frank θέτοντας αυστηρούς όρους εποπτείας στους οίκους

αξιολόγησης και στις εταιρείες της Wall Street. Από τότε, οι 3 μεγάλοι οίκοι (Moody's, Standard & Poor's και Fitch) και άλλοι επτά μικρότεροι (AM Best, DBRS, Egan Jones, HR Ratings, Japan Credit Rating Agency, Kroll Bond Rating Agency και Morningstars) μπήκαν στο μικροσκόπιο της αμερικανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Τα πορίσματα που κατατέθηκαν στο Κογκρέσο είναι καταπέλτης για την αξιοπιστία τους.

Στην έκθεση της Επιτροπής, η οποία έχει δημοσιευτεί σε άρθρο του κου Στεργίου στην «Καθημερινή» με τίτλο «Οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούν τα κράτη με τη βοήθεια εξωτερικών συνεργατών» αναφέρεται ότι υπήρξαν πολλές περιπτώσεις όπου:

- Ένας μεγάλος οίκος και τέσσερις μικρότεροι δεν εφάρμοσαν πολιτικές και διαδικασίες αξιολόγησης ή δεν έκαναν τις απαιτούμενες γνωστοποιήσεις αναφορικά με τις μεθοδολογίες και τα κριτήριά τους.
- Η δημοσίευση μιας αξιολόγησης δεν εξηγούσε τους βασικούς λόγους για τη συγκεκριμένη βαθμολογία.
- Ο οίκος χρησιμοποίησε κριτήρια που δεν τα επιτρέπει η πολιτική του ίδιου του οίκου.
- Οι τρεις μεγάλοι οίκοι κι ένας μικρότερος παρουσιάζουν αδυναμίες ως προς την πρόσβαση που έχει το προσωπικό που αξιολογεί στα οικονομικά μεγέθη του οίκου αξιολόγησης. Θεωρητικά δεν πρέπει να υπάρχει πρόσβαση ώστε ο αξιολογητής να μην κρίνει με βάση τις οικονομικές ανάγκες ή τους στόχους του οίκου αξιολόγησης.
- Ένας μεγάλος οίκος και έξι μικρότεροι είχαν αδυναμίες όσον αφορά τις πολιτικές, τις διαδικασίες και τους ελέγχους που διέπουν την ιδιοκτησία τίτλων των εργαζομένων τους.
- Σε έναν μικρό οίκο, αναλυτής συμμετείχε στις αξιολογήσεις δύο εταιρειών και ταυτόχρονα είχε και μετοχές τους.

- Σε έξι οίκους διαπιστώθηκε ότι δεν υπήρχε αξιόπιστο σύστημα/διαδικασία ελέγχου για τις κινητές αξίες που κατέχει το προσωπικό τους.
- Τέσσερις οίκοι δεν έχουν ξεχωρίσει τις εμπορικές τους δραστηριότητες με αυτές της αξιολόγησης και της ανάλυσης. Έτσι, εντοπίστηκε υπάλληλος που κάνει μάρκετινγκ (πώληση υπηρεσιών αξιολόγησης) και ταυτόχρονα συμμετέχει σε επιτροπή αξιολογήσεων.
- Σε ένα μικρό οίκο αξιολόγησης επιτρεπόταν στους αναλυτές/αξιολογητές να δίνουν δώρα στους εκδότες ομολόγων.
- Ένας μεγάλος οίκος πρόσφερε πρόσβαση σε μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου σε εμπιστευτικές πληροφορίες ή/και σε αλλαγές σχετικά με τη μεθοδολογία αξιολογήσεων.

Το πρόβλημα με τους Οίκους Αξιολόγησης έγινε ιδιαίτερα αισθητό στην κρίση του 2008 – 2010. Οι κυριότερες κατηγορίες που τους απέδωσαν ήταν:

α) είχαν προβληματική μεθοδολογία αξιολόγησης (η οποία δε δημοσιοποιείται και δεν προσφέρονται αρκετές πληροφορίες),

β) έχουν αντικρουόμενους δείκτες παρουσίασης,

γ) παρουσιάζεται σύγκρουση συμφερόντων (π.χ. το 2006 το 46% των εσόδων της Moody's προερχόταν από τις αξιολογήσεις τοξικών προϊόντων οι οποίες λίγο αργότερα κατέρρευσαν μέσα σε ελάχιστο χρονικό διάστημα).

Σήμερα είναι αποδεκτό ότι οι οίκοι με τη λειτουργία τους επηρεάζουν και επιτείνουν τις εξελίξεις (δηλαδή εάν έχουμε κάθοδο επιτείνουν την κάθοδο και αντίστοιχα εάν έχουμε άνοδο επιτείνουν την άνοδο). Για όλους τους παραπάνω λόγους οι ΗΠΑ κάνουν ισχυρή

παρέμβαση στη λειτουργία τους (Dodd – Frank Financial Law) που βρίσκεται υπό συζήτηση στα νομοθετικά σώματα των ΗΠΑ. Η Ευρωπαϊκή Ένωση από την πλευρά της βρίσκεται σε διαδικασία παρέμβασης στο ίδιο ζήτημα. Προς το παρόν οι οίκοι είναι εξαιρετικά ισχυροί σε κύρος και αυτό ουσιαστικά το έχει αποδεχθεί η Ευρωπαϊκή Ένωση, αφού δεν έχει προβεί σε καμία ενέργεια προς την κατεύθυνση μείωσης της επιρροής τους στην Ευρωπαϊκή οικονομική ζωή.

Εκτός από το ρόλο των οίκων, μία από τις αιτίες της οικονομικής κρίσης είναι ο πλήρης έλεγχος του χρηματοοικονομικού τομέα εξαιτίας των νομοθετικών ρυθμίσεων που θεσμοθετήθηκαν στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Ένας βασικός κανόνας που ίσχυε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ είναι ο κανόνας του Glass Steagall Act που θεσμοθετήθηκε το 1933 (μετά το «κραχ» του 1929) και καταργήθηκε το 1999. Ο κανόνας απαγόρευε τη συνεργασία εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών προκειμένου να προστατεύονται οι επενδυτές. Αυτό που έχει παραμείνει μέχρι σήμερα είναι η κτητική εταιρεία FDIC (Federal Deposit Insurance Corporate) που εγγυάται τις καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες. Δεν αφορά όμως τα προϊόντα των επενδυτικών τραπεζών όπως την προστασία των επενδυτών της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers.

3.4 ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ

Η αξιοπιστία των οίκων αξιολόγησης κλονίστηκε κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2007-2008 στις ΗΠΑ, καθώς έδιναν υψηλές βαθμολογίες σε τιτλοποιημένα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης (subprime). Η επόμενη αστοχία τους ήταν η χρεοκοπία της Ισλανδίας το 2008, με βαθμολογία A1. Στην περίπτωση της Ελλάδος, η κριτική ήταν αυστηρή διότι άργησαν να διαγνώσουν την κρίση χρέους, ενώ αρκετοί αναλυτές πιστεύουν ότι οι χαμηλές βαθμολογίες που ακολούθησαν επιδείνωσαν το πρόβλημα οδηγώντας την Ελλάδα εκτός αγορών και τελικά σε πιθανή χρεωκοπία.

Αξιοσημείωτο παραμένει το γεγονός ότι σε ένα διάστημα τριών ετών (2009-2012) οι τρεις οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (Moody's, Fitch και S&P) προχώρησαν σε 33 ανακοινώσεις υποβάθμισης ή προειδοποιήσεις για μελλοντική υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας. Αυτό το φαινόμενο ερμηνεύεται από πολλούς ότι αποτελεί ένα ολοφάνερο παράδειγμα αυτοεπιβεβαιούμενης προφητείας για την κατάσταση στην

οποία βιώνει μέχρι σήμερα η χώρα. Στην περίπτωση της δημοσιονομικής κρίσης της Ελλάδας, οι τρεις κυρίαρχοι οίκοι αξιολόγησης εμφανίστηκαν αρχικά αισιόδοξες, κυρίως από τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης στην Ελλάδα, τις μεγάλες συμφωνίες, τα έργα που γίνονταν και την εξωστρέφεια του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Η ανάπτυξη της χώρας αποδείχθηκε πλασματική με αποτέλεσμα τα τελευταία έξι χρόνια να παρατηρείται θεαματική στροφή στις αρχικές τους εκτιμήσεις. Πιο αναλυτικά, οι συνεχόμενες υποβαθμίσεις έχουν προκαλέσει ένα πολύπλοκο οικονομικό σκηνικό κάνοντας πολύ δημοφιλή το ρόλο τους στην ελληνική κρίση. Το αποτέλεσμα των υποβαθμίσεων είναι ότι η Ελλάδα είναι μια από τις χώρες με τη χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση διεθνώς, με βάση τα στοιχεία όλων των οίκων αξιολόγησης (και όχι μόνο των τριών μεγάλων). Πολλοί μάλιστα πιστεύουν ότι οι υποβαθμίσεις έχουν συμβάλει στον αποκλεισμό της χώρας μας από τις διεθνείς αγορές χρήματος και έχουν συνεισφέρει στην όξυνση της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Η κορύφωση ήταν το καλοκαίρι του 2015 όπου το φαινόμενο “Grexit” απασχολούσε όχι μόνο την ευρωζώνη αλλά παγκόσμια. Η δημοσιονομική εικόνα της χώρας της χώρας επιδεινώνεται σταδιακά και συνεχώς..

Η τελευταία φορά που η Moody’s είχε αλλάξει την αξιολόγησή της ήταν στα τέλη του 2002 ενώ οι δύο άλλοι οίκοι, ο S&P και η Fitch, προσάρμοσαν τις αξιολογήσεις τους λίγους μήνες μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004. Στις αρχές του 2009 ο S&P και η Fitch προχώρησαν σε υποβάθμιση κατά μία βαθμίδα, αλλά αυτό δεν έδειχνε ιδιαίτερα ανησυχητικό. Ο οίκος Moody’s το Δεκέμβριο του 2009 υποβάθμισε για πρώτη φορά την Ελλάδα κατά μία βαθμίδα. Την ίδια χρονολογία το κόστος δανεισμού του ελληνικού δημοσίου, που ήδη υπερέβαινε πάνω από δύο ποσοστιαίες μονάδες το αντίστοιχο της Γερμανίας, άρχισε να αυξάνεται με γοργό ρυθμό. Οι οίκοι, από την πλευρά τους, προχώρησαν σε νέες υποβαθμίσεις. Κάθε υποβάθμιση, κάθε σχετική προειδοποίηση ή κάθε έκθεση των οίκων οδηγούσε υψηλότερα το κόστος δανεισμού. Τον Ιούνιο του επόμενου έτους (2010) ο ίδιος οίκος υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας μας και ταυτόχρονα σηματοδότησε την υποβάθμιση στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας έξι ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων: της Εθνικής Τράπεζας, της EFG Eurobank, της Alpha Bank A.E., της Αγροτικής Τράπεζας, της Emporiki Bank και της Γενικής Τράπεζας. Κύριο χαρακτηριστικό της υποβάθμισης αυτής αποτελεί η μείωση του ύψους των καταθέσεων των ελληνικών τραπεζών και η αύξηση της εξάρτησής τους από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) σε πρωτοφανή επίπεδα.

Σύμφωνα με τα παραπάνω καταλήγουμε ότι η αντίδραση των οίκων ήρθε μεταγενέστερα, ειδικά εάν δεχτεί κανείς ότι τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας ήταν τόσο εμφανή ώστε να δικαιολογούν τη συγκεκριμένη στάση, θα περίμενε από τους υπευθύνους να τα είχαν προβλέψει πολύ νωρίτερα από το 2009. Σε άρθρο του κου Νίκα με τίτλο «Οι οίκοι αξιολόγησης επιτάχυναν τη χρεοκοπία», ο καθηγητής Οικονομικών του ελβετικού πανεπιστημίου St. Gallen, κ. Μάνφρεντ Γκέρτνερ, δήλωσε σύμφωνα με την Deutsche Welle ότι ήταν αδικαιολόγητες οι συνεχείς υποβαθμίσεις της Ελλάδας. Δεν δίστασε να θέσει ευθέως το ερώτημα προς τους οίκους κατά πόσον η στάση τους οδήγησε στο «κούρεμα» των ελληνικών ομολόγων το 2012. Υπενθυμίζεται (στο ίδιο άρθρο του κου Νίκα) ότι ο ίδιος σε συνεργασία με τον συνάδελφό του, κ. Μπιγιόρν Γκρίσμπαχ, δημοσίευσαν μελέτη το 2012, στην οποία κατηγορούν τους τρεις οίκους αξιολόγησης για λανθασμένους χειρισμούς την περίοδο της κρίσης, οι οποίοι επιτάχυναν την πορεία των υπερχρεωμένων χωρών της Ευρωζώνης προς την οικονομική καταστροφή, γιατί τροφοδοτούσαν συνεχώς την ανασφάλεια των επενδυτών και τελικά προκάλεσαν έναν φαύλο κύκλο υποβαθμίσεων και ανόδου των επιτοκίων δανεισμού.

Η αρχή της υποβάθμισης των οίκων αξιολόγησης έλαβε χώρα στις 9 Ιανουαρίου 2009 και συγκεκριμένα από την S&P που ανακάλυψε ότι κάτι δε λειτουργεί σωστά με την οικονομία της Ελλάδος έπειτα από σχεδόν 5 χρόνια. Τελευταία φορά που η S&P είχε ασχοληθεί με τη χώρα μας ήταν στις 17 Νοεμβρίου 2004, ενώ τον Δεκέμβριο του 2004 ήταν η τελευταία φορά - πριν από τον Οκτώβριο του 2009- που αξιολόγησε την Ελλάδα η Fitch. Όσο για τη Moody's θα πρέπει να ανατρέξει κανείς στο μακρινό 2002 και στις 4 Νοεμβρίου για να βρει τότε σταμάτησε να αξιολογεί τη χώρα πριν από το 2009.

Η πορεία της ελληνικής οικονομίας σύμφωνα με τους οίκους αξιολόγησης κρίνεται από την πολιτική κατάσταση και τη σταθερότητα ή όχι στην Ευρωπαϊκή Ένωση ενώ θα έπρεπε να στοιχειοθετείται από τα οικονομετρικά μοντέλα και την οικονομική κατάσταση της χώρας γενικότερα. Ένα παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι την 1η Αυγούστου 2014, η Moody's αποφάσισε να προχωρήσει σε αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας και στο σκεπτικό της περιλαμβανόταν και η πρόβλεψη ανάπτυξης της τάξης του 0,4%. Την προηγούμενη χρονιά (29 Νοεμβρίου 2013) η πρόβλεψή της ήταν ύφεση 0,5% για το 2014, όταν μάλιστα όλοι οι επίσημοι φορείς προέβλεπαν ανάπτυξη. Αντιθέτως, φοβούμενοι ότι θα βρεθούν εκτεθειμένοι απέναντι στους επενδυτές, οι οίκοι προχωρούσαν σε διαδοχικές υποβαθμίσεις της Ελλάδας κατά την κρίση, αφήνοντας στην άκρη τις διαχρονικές δεσμεύσεις των Ευρωπαίων για στήριξη της χώρας.

Είναι όμως γνωστό ότι η ελληνική κυβέρνηση βρίσκεται σε δύσκολη θέση ως προς τη ρευστότητα απαιτώντας περισσότερες δεσμεύσεις ώστε να αποπληρώσει εγκαίρως τις οικονομικές της υποχρεώσεις. Παράλληλα, η έλλειψη ενός ξεκάθαρα βραχυχρόνιου και μακροχρόνιου πλάνου καθώς και η πολιτική αστάθεια σχετικά με την τήρηση των φόρων αυξάνουν τον κίνδυνο των εκροών. Ως συνέπεια ο οίκος S&P εξακολουθεί να βαθμολογεί αρνητικά την Ελλάδα. Η ελληνική κυβέρνηση και οι πιστωτές της δεν έχουν ξεκαθαρίσει πώς θα βρεθούν τα έσοδα για να καλύψει η χώρα τις ανάγκες της. Επίσης φαίνεται να έχουν διαφορετικές απόψεις σχετικά με τη χρηματοδότησή της. Μεταξύ Μαΐου και Ιουνίου 2015, η ελληνική κυβέρνηση όφειλε να πληρώσει 4,6δισ ευρώ σε μακροπρόθεσμα χρέη και 1,9δισ ευρώ σε πληρωμές επιτοκίων. Η έκταση των βραχυπρόθεσμων αναγκών για χρηματοδότηση καθιστά αναγκαία τη συσσώρευση των εγχώριων ληξιπρόθεσμων οφειλών σε προμηθευτές και σε μετρητά αποθεματικά των δημόσιων ιδρυμάτων. Πέρα από τη πρόκληση ρευστότητας, είναι αβέβαιη η προοπτική ενός επίσημου προγράμματος χρηματοδότησης ικανό να καλύψει τις ανάγκες της Ελλάδος για χρηματοδότηση το πρώτο δμηνο του 2015.

Η έλλειψη της σαφήνειας για χρηματοδότηση τόσο μακροπρόθεσμα όσο βραχυπρόθεσμα και η σχετικά αβέβαιη πολιτική κατάσταση επηρεάζουν σημαντικά την οικονομική ανάκαμψη και την οικονομική θέση της Ελλάδος. Βασικός κίνδυνος παραμένει η πιθανότητα της ανανεωμένης εντατικοποίησης της πίεσης της τραπεζικής ρευστότητας. Μεταξύ Νοεμβρίου 2014 και Ιανουαρίου 2015 οι ελληνικές τράπεζες αντιμετώπισαν εκροή καταθέσεων της τάξεως περίπου των 18δισ δολάρια. Αυτό που ήλπιζαν όλοι είναι ότι η συμφωνία μεταξύ της Ελλάδος και των πιστωτών της, η οποία έλαβε χώρα, θα συντελέσει στην εμπιστοσύνη των αγορών. Ο οίκος αξιολόγησης S&P δεν υποστηρίζει την έξοδο της χώρας από το ευρώ λόγω των συνεπειών που θα ακολουθηθούν. Θεωρεί ότι το οικονομικό, κοινωνικό και πολιτικό αντίκτυπο για την Ελλάδα από αυτό το γεγονός θα είναι κρίσιμο και είναι πιθανό να συνοδεύεται από παύση πληρωμών από τις οικονομικές και εμπορικές της υποχρεώσεις. Τα πρώτα σημάδια από τον αυξημένο κίνδυνο για έξοδο από την ευρωζώνη μπορεί να περιέχει έλεγχο κεφαλαίων και όρια ανάληψης από τους τραπεζικούς λογαριασμούς καθώς επίσης ανεπάρκεια ταμειακών διαθεσίμων για να πληρώσει η κυβέρνηση τους υπαλλήλους, συνταξιούχους και προμηθευτές. Μια μη πληρωμή στον επίσημο πιστωτή δε συνιστά γεγονός να μειωθεί η βαθμολογία σε 'SD' (selective default) σύμφωνα με τα κριτήρια του οίκου παρόλο που μπορεί να συνιστά αρνητικό παράγοντα στην οικονομική ανάλυση.

Σύμφωνα με δηλώσεις κορυφαίου στελέχους του οίκου Standard & Poor's μία στις τρεις ήταν οι πιθανότητες αποχώρησης της Ελλάδας από το ευρώ, τονίζοντας πως μια τέτοια εξέλιξη θα επιταχύνει την οικονομική επιβράδυνση της χώρας και πως ένα νέο εθνικό νόμισμα δεν θα επιλύσει τα προβλήματά της αλλά θα προκαλέσει ένα κύμα χρεοκοπιών σε επίπεδο επιχειρήσεων αλλά και νοικοκυριών. Αυτό μπορεί να συμβεί με την απόρριψη από την χώρα των μεταρρυθμίσεων που απαιτούνται από την τρόικα, το οποίο θα είχε ως αποτέλεσμα την αναστολή της οικονομικής στήριξης. Δεδομένων των διαρθρωτικών προβλημάτων της Ελλάδας στην άντληση φορολογικών εσόδων, η κυβέρνηση ενδεχομένως να μην έχει άλλη επιλογή παρά να περικόψει τις δαπάνες ακόμη πιο γρήγορα και συσσωρεύσει ακόμη περισσότερες καθυστερημένες οφειλές. Η υιοθέτηση ενός νέου νομίσματος θα ήταν κοστοβόρα για τους Έλληνες, ενώ τυχόν ένδειξη πως η κυβέρνηση εξετάζει την έξοδο από την Ευρωζώνη είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα προκαλούσε τραπεζικό πανικό. Ένα νέο νόμισμα θα προκαλούσε πιθανώς ένα κύμα προσωπικών και εταιρικών χρεοκοπιών, καθώς οι οφειλέτες θα αδυνατούσαν να ανταποκριθούν στις αποτιμημένες σε ευρώ υποχρεώσεις τους με τα αποτιμημένα σε δραχμή εισοδήματά τους.

Σύμφωνα με τον Φρανκ Γκιλ (ανώτατος εκτελεστικός διευθυντής του οίκου αξιολόγησης Standard & Poor's) σε άρθρο του κου Στεργίου με τίτλο «Τα σενάρια μεγάλων οίκων για την επόμενη μέρα» που δημοσιεύτηκε στην «Καθημερινή» η πιθανότητα χρεοκοπίας της Ελλάδας εξαρτάται από το εάν τελικά θα βρει τον τρόπο για να εισέλθει σε μία βιώσιμη ανάπτυξη. Με το δεδομένο ότι ο κλάδος των εξαγωγών στη χώρα μας περιορισμένος, η υποτίμηση ενός νέου νομίσματος λόγω της εξόδου από την ευρωζώνη (και το ευρώ) δεν αποτελεί τη λύση. Απόδειξη αποτελεί και το γεγονός ότι οι υποτιμήσεις που έλαβαν χώρα στην Αργεντινή το τελευταίο έτος έδειξαν ότι τελικά δεν μπόρεσαν να αποκαταστήσουν την εμπιστοσύνη, τη σταθερότητα και να αντικαταστήσουν τις μεταρρυθμίσεις. Η Αργεντινή, σε αντίθεση με την Ελλάδα, έχει μεγάλο εξαγωγικό τομέα που επωφελείται από την υποτίμηση του νομίσματός της. Σύμφωνα με τη Fitch, η επιβίωση της Ελλάδας εξαρτάται αποκλειστικά από τη στάση της ΕΚΤ και συγκεκριμένα από την απόφασή της για το πόσο διάστημα και σε ποιο ποσό θα διατηρεί την έκτακτη ρευστότητα (ELA) προς τις ελληνικές τράπεζες. Ο Ντάγκλας Ρένβικ, διευθυντής της Fitch για τη Δυτική Ευρώπη σύμφωνα με το ίδιο άρθρο του κου Στεργίου, πιστεύει ότι η Ελλάδα, λόγω της κακής πολιτικής κατάστασης, χάνει μια σειρά από θετικές εξελίξεις, όπως είναι η μείωση των διατραπεζικών επιτοκίων στην Ευρώπη που θα είχαν ευεργετική επίπτωση κυρίως στα δημοσιονομικά μεγέθη και στην ανάπτυξη και τη στήριξη των ελληνικών τραπεζών.

Οι οίκοι αξιολόγησης διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Πρόσφατο παράδειγμα αποτελεί η υποβάθμιση των προοπτικών της Ελλάδας από τη Fitch, λόγω πολιτικής αβεβαιότητας, αλλά και της προειδοποίησης για τον κίνδυνο της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών. Η Fitch στην ανακοίνωσή της στις 19 Ιανουαρίου 2015 εκτιμά πως οι ελληνικές τράπεζες μπορεί να έχουν αιτηθεί για Έκτακτο Μηχανισμό Ρευστότητας (ELA) από την Τράπεζα της Ελλάδος. Ο ίδιος οίκος διατήρησε το Νοέμβριο 2015 αμετάβλητο, στη βαθμίδα CCC, το κρατικό αξιόχρεο της Ελλάδας, με το σκεπτικό ότι η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των ιδιωτών πιστωτών απαιτεί πολύ χρόνο. Το πρόγραμμα στήριξης 86 δισεκ. ευρώ τριετούς διάρκειας που συνήψε η Ελλάδα με τους διεθνείς πιστωτές τον Αύγουστο του 2015 μείωσε τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων της χώρας έναντι των ιδιωτών πιστωτών ανέφερε ο Fitch σημειώνοντας παρόλα αυτά ότι οι οικονομικοί κίνδυνοι παραμένουν υψηλοί. Ο συνεχόμενες αρνητικές αξιολογήσεις έχουν οδηγήσει σε μία αντίστοιχα αρνητική εικόνα με αποτέλεσμα να απαιτείται χρόνος για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης ανάμεσα στην Ελλάδα και τους πιστωτές της και να θεωρείται η πολιτική κατάσταση «απρόβλεπτη». Τέλος ο ίδιος οίκος αναφέρει ότι η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών αποτελεί σημαντικό ορόσημο στον μακρύ δρόμο προς την αποκατάσταση της βιωσιμότητας του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Οι κυβερνήσεις των τελευταίων 15 ετών γνώριζαν το οικονομικό πρόβλημα της χώρας αλλά δεν προειδοποίησαν τον ελληνικό λαό ως όφειλαν. Ο φόβος για το ενδεχόμενο πολιτικό κόστος απέτρεψαν τις ελληνικές κυβερνήσεις όλων των τελευταίων ετών να προχωρήσουν σε ριζικές αλλαγές. Η Γερμανική κυβέρνηση, παραμένοντας η πιο ισχυρή οικονομία της Ευρωζώνης αντιλήφθηκαν το σφάλμα της Ελλάδος και δεν άφησαν την ευκαιρία να πάει χαμένη. Θέλοντας να κρύψει τα δικά της λάθη και τα εσωτερικά της προβλήματα ήταν η Ελλάδα σε δεινή θέση και «πλήρωσε» για λανθασμένη αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης. Για πολλούς η Ελλάδα είναι απλά η κορυφή του παγόβουνου και το παράδειγμα προς αποφυγήν για τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης. Το γερμανικό σχέδιο της γνωστής πια σε όλους δημοσιονομικής πειθαρχίας δεν περιλαμβάνει ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις και αλλαγή υποδομών. Περιλαμβάνει δυστυχώς πλήρη ανατροπή εργασιακών σχέσεων με κατάργηση εθνικής συλλογικής σύμβασης εργασίας, αιματηρές μειώσεις μισθών και συντάξεων του δημοσίου, μείωση μισθών και αποζημιώσεων απόλυσης στον ιδιωτικό τομέα, κατάργηση δώρων μισθωτών και συνταξιούχων στο δημόσιο, «αποκρατικοποιήσεις» fast track και πώληση ακινήτων του δημοσίου, περικοπές μέχρι θανάτου στην Υγεία, στην Παιδεία, κατακόρυφη αύξηση άμεσων και έμμεσων φόρων. Είναι προφανές ότι σε

μια κατεστραμμένη οικονομία όλα αυτά τα μέτρα όχι μόνο δεν πρόκειται να αποδώσουν. Το αντίθετο μάλιστα. Έδωσαν τη χαριστική βολή στην ελληνική κοινωνία που εδώ και πολύ καιρό-στην πλειονότητά της- έχει ξεπεράσει τα όρια της ανθρώπινης αντοχής. Όπως είπαμε και πιο πάνω ο στόχος είναι να παραδειγματιστούν όλοι οι υπόλοιποι (Ισπανοί, Πορτογάλοι, Ιρλανδοί, Ιταλοί κ.α.) για το τι πρόκειται να γίνει αν δεν πάρουν τα «μαθήματά» τους.

Η Πορτογαλία και η Ιρλανδία έχουν ήδη ξεκινήσει να αποπληρώνουν τα δάνεια προς το ΔΝΤ και μάλιστα νωρίτερα απ' ό,τι ήταν προγραμματισμένο σε αντίθεση με την Ελλάδα. Αυτό οφείλεται στο ότι η Ελλάδα ήταν η πρώτη χώρα-μέλος της Ευρωζώνης που ήρθε αντιμέτωπη με τη χρεοκοπία. Το 2010 δεν υπήρχε καμία τεχνογνωσία από την πλευρά της Ευρωζώνης και με αφορμή την Ελλάδα έγιναν οι απαραίτητες αλλαγές αλλά και λάθη στον τρόπο λειτουργίας της

Τα κυριότερα λάθη, σύμφωνα με άρθρο του κου Στεργίου με τον τίτλο «Γιατί απέτυχε η Ελλάδα εκεί όπου πέτυχαν Πορτογαλία και Ιρλανδία με τα προγράμματα» ήταν τα εξής:

- Η Ευρωζώνη δεν δέχθηκε το «κούρεμα» του ελληνικού χρέους πριν ξεκινήσει το πρόγραμμα διάσωσης. Οι λέξεις «κούρεμα» και «διάσωση» ήταν λέξεις-ταμπού για την Ευρωζώνη. Παρ' όλα αυτά, σε πολιτικό επίπεδο μεταβήκαμε από το «no bailout» (όχι διάσωση) στο «bailout» (διάσωση) και έτσι δημιουργήθηκε ο ευρωπαϊκός μηχανισμός διάσωσης. Ωστόσο, το θέμα του «κουρέματος» δεν πέρασε εγκαίρως, σε μία χώρα που είχε πρόβλημα λόγω τεράστιου χρέους. Έτσι, ξεκίνησε ένα πρόγραμμα το οποίο έκανε το χρέος ακόμη πιο προβληματικό. Όλα αυτά είχαν λυθεί για την Πορτογαλία και την Ιρλανδία, οι οποίες ζήτησαν βοήθεια το 2011 και φυσικά το πρόβλημά τους ήταν περίπου τέσσερις φορές μικρότερο από αυτό της Ελλάδας.
- Η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν είχε καμία εμπειρία και τεχνογνωσία σε διασώσεις και αναδιαρθρώσεις. Έτσι, κλήθηκε το ΔΝΤ, που έχει εμπειρία κυρίως στην επίλυση θεμάτων ρευστότητας και χρέους, να επιλύσει τα βαθιά διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας και της δημόσιας διοίκησης. Η Ευρωζώνη δεν είχε διάθεση να δώσει περισσότερα χρήματα και έτσι διαμορφώθηκε ένα πρόγραμμα τριών ετών. Αυτό σημαίνει τεράστια δημοσιονομική προσαρμογή σε ελάχιστο

χρόνο (σκληρή λιτότητα και μεγάλη ύφεση), με ένα χρέος μη βιώσιμο και με μία χώρα με σοβαρά διαρθρωτικά προβλήματα σε όλα τα επίπεδα.

- Η πολιτική ηγεσία και τα ανώτατα στελέχη των υπουργείων στην Ελλάδα δεν είχαν την εμπειρία να προχωρήσουν σε πραγματικές μεταρρυθμίσεις. Τα δύο πρώτα χρόνια η Ελλάδα απλώς θεσμοθετούσε, αλλά στην πράξη δεν υλοποιούσε τίποτα. Η προσαρμογή γινόταν μόνο από αρκετές περικοπές και αύξηση φορολογίας, δηλαδή από την απλή λύση χωρίς ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις.
- Η διαπραγματευτική ικανότητα της Ελλάδας ήταν ανύπαρκτη. Ουσιαστικά δεν υπήρχε διάλογος. Η τρόικα περίμενε ότι οι άνθρωποι των υπουργείων θα γνώριζαν καλύτερα την οικονομία τους και ότι θα μπορούσαν να τεκμηριώσουν μία πρόταση ή να απορρίψουν ένα μέτρο με συγκεκριμένα επιχειρήματα και νούμερα. Έτσι, ο διάλογος και η διαπραγμάτευση είχαν καταλήξει σε μονόλογο.
- Όταν εμφανίστηκαν τα πρώτα κλιμάκια της τρόικας στην Ελλάδα, είδαν μια χώρα χωρίς καμία μηχανοργάνωση, καμία δομή, έλλειψη στοιχείων για τα βασικά.

Έτσι τα πλεονάσματα προέκυψαν από την περικοπή δαπανών και αυξήσεις φόρων και όχι από την ουσιαστική μεταρρύθμιση στην οικονομία. Η οικονομία δεν έγινε πιο ανταγωνιστική και δεν περιορίστηκε η λιτότητα στους φορολογουμένους όπως έπρεπε. Ως ενδεικτικό παράδειγμα αναφέρεται ότι παρά την τεράστια ύφεση (20,3% από το 2010 μέχρι το 2014), το γενικό επίπεδο τιμών (ακρίβεια) αυξήθηκε, ενώ τα εισοδήματα μειώθηκαν. Με άλλα λόγια, έγινε μεταφορά εισοδήματος από τους εργαζομένους στις επιχειρήσεις. Αυτό διότι δεν άνοιξαν οι αγορές και τα κλειστά επαγγέλματα, δεν χτυπήθηκαν τα καρτέλ κ.λπ.

Τα στοιχεία των τεχνικών κλιμακίων που κάνουν τις αξιολογήσεις είναι χαρακτηριστικά: από το 2010 μέχρι τα τέλη του 2014, το ονομαστικό κόστος εργασίας μειώθηκε κατά 12%. Όμως, το γενικό επίπεδο τιμών αυξήθηκε κατά 2,5% με ύφεση 20%, ενώ η καθαρή αποταμίευση των επιχειρήσεων αυξήθηκε από το 7% το 2012 (όταν εφαρμόστηκαν οι περισσότερες μεταρρυθμίσεις στα εργασιακά) στο 8%.

Ο τρόπος με τον οποίο λαμβάνονται οι αποφάσεις των οίκων είναι εμφανής από την αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας από τη Standards and Poor's μετά από την απόφαση για εκταμίευση της δόσης στη χώρα μας το 2012. Έτσι πλέον η ελληνική οικονομία «βαθμολογείται» από το συγκεκριμένο οίκο με «B-», βγήκε δηλαδή από την κατηγορία της «επιλεκτικής χρεοκοπίας», ενώ αναβαθμίστηκαν και οι προοπτικές της σε «σταθερές». Η εξέλιξη αυτή θα προκαλέσει αναβάθμιση των ελληνικών τραπεζών με το ζητούμενο να είναι η διοχέτευση ρευστότητας στην πραγματική οικονομία.

3.5 ΑΣΤΟΧΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΚΑΙ ΣΕ ΑΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ

Σύμφωνα με τον οίκο αξιολόγησης Moody's η αδύναμη μακροοικονομική τάση στην περιοχή της Ευρώπης, το ανεξάρτητο χρέος και η σχετιζόμενη οικονομική λιτότητα συνέχισε την αρνητική επιρροή στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των κρατών της Ευρώπης, της μέσης Ανατολής & Αφρικής στο τέλος του 2012 και στις αρχές του 2013. Η εμπιστοσύνη των καταναλωτών παραμένει σε χαμηλά επίπεδα, ενώ οι τράπεζες συνεχίζουν να περιορίζουν το δανεισμό τους ως αποτέλεσμα της απομόχλευσης και της δημιουργίας δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας. Τα κράτη της Μέσης Ανατολής και της Αφρικής αντιμετωπίζουν σοβαρές προκλήσεις διότι οι συνθήκες στην παγκόσμια οικονομία και κυρίως στην Ευρώπη παραμένουν ευαίσθητες και εύθραυστες. Επιπρόσθετες προκλήσεις αναμένονται λόγω των ευαίσθητων κεφαλαιαγορών. Ο οίκος Moody's υποστηρίζει ότι τα ποσοστά υποβάθμισης είναι περισσότερα από τα αντίστοιχα αναβάθμισης με τις κυβερνήσεις και τις εταιρείες που βρίσκονται στο ευρώ να βρίσκονται σε υψηλότερο ρίσκο υποβάθμισης. Συγκεκριμένα, τους πρώτους 8 μήνες του 2012 τα ποσοστά των υποβαθμίσεων συγκριτικά με τις αναβαθμίσεις ήταν περίπου 2 προς 1. Οι εξελίξεις στην Ισπανία και στην Ελλάδα μπορεί να οδηγήσουν σε μειώσεις της πιστοληπτικής ικανότητας πολλών χωρών της ευρωζώνης προειδοποιούσε η Moody's. Ο ίδιος οίκος υπολογίζει τις αυξημένες παρενέργειες από αυτές τις πιέσεις και έχει ήδη πάρει τα απαραίτητα μέτρα ώστε να αποτυπώσει τα ρίσκα από το ισπανικό χρέος στους πιστωτές του. Σημειώνεται ότι η Ισπανία είχε βαθμολογηθεί το 2013 από τον οίκο με A3 και αρνητικό outlook. Η Moody's εκτιμά, όμως, ότι το πρόβλημα των τραπεζών στην Ισπανία αφορά τη χώρα και δεν φαίνεται να αποτελεί τη βασική πηγή μόλυνσης για την περιοχή, με εξαίρεση

την Ιταλία, οι τράπεζες της οποίας επίσης εξαρτώνται όλο και περισσότερο από τη χρηματοδότηση της ΕΚΤ. Αντίθετα, ο οίκος εκτιμά ότι το ρίσκο από την έξοδο της Ελλάδας από το ευρώ θα αυξηθεί ακόμα περισσότερο και θα οδηγήσει σε αυξημένες πιέσεις στις αξιολογήσεις των κρατών στα Βαλκάνια.

Το 2007, με αφορμή την οικονομική κρίση στις ΗΠΑ, κατέρρευσε η αγορά των στεγαστικών δανείων και εμφανίστηκαν οι πρώτοι προβληματισμοί και ανησυχίες σε ό,τι αφορούσε τη γενικότερη λειτουργία της χρηματοοικονομικής αγοράς αλλά και μοντέλο ανάπτυξης που είχε επικρατήσει για αρκετά χρόνια στις ΗΠΑ. Παρόλο το αρχικό σοκ οι αγορές επανήλθαν στο ήρεμο κλίμα. Παρά την ευφορία και την υπέρμετρη αισιοδοξία ότι όλα βρισκόνταν υπό έλεγχο λίγους μόλις μήνες μέσα στο 2008 χρεοκόπησε η Lehman Brothers χωρίς καμιά προειδοποίηση ή ένδειξη ότι προς τα εκεί οδηγούσαν οι εξελίξεις. Είναι μάλιστα αξιοσημείωτο ότι η Lehman Brothers είχε πάρει θετικές κριτικές από τους οίκους αξιολόγησης.

Οι αγορές πανικοβλήθηκαν και ακολούθησε η φήμη ότι την ίδια τύχη ετοιμαζόταν να ακολουθήσει και η AIG, ο άλλος μεγάλος πολυεθνικός ασφαλιστικός κολοσσός. Σε αυτή την περίπτωση, ο μηχανισμός είχε την εμπειρία και αντέδρασε ώστε να διασώσει την AIG(κρατικοποιώντας την) και θέλοντας να περάσει το μήνυμα ότι όλα κυλούν ομαλά και βρίσκονται κάτω από τον απόλυτο έλεγχο των κρατούντων. Όλα αυτά συνέβαιναν στις ΗΠΑ αλλά είναι χαρακτηριστική η αγωνία και οι επισημάνσεις μερικών-λίγων δυστυχώς αναλυτών- ότι ο έλεγχος έχει ξεφύγει και κινδυνεύει και η Ευρώπη. Οι επενδυτικές τράπεζες τα τελευταία δέκα τουλάχιστον χρόνια είχαν κάνει μεγάλα ανοίγματα στα λεγόμενα αμοιβαία ομόλογα υψηλού ρίσκου προκειμένου να αποκομίζουν τεράστια κέρδη και οι διοικήσεις τους φρόντιζαν επιμελώς να κρύβουν αυτά τα τεράστια επενδυτικά ανοίγματα χωρίς ταυτόχρονα να εξασφαλίζουν εγγυήσεις για το τι θα γινόταν αν συνέβαινε ένα «ατύχημα». Σήμερα, η αμερικανική οικονομία φαίνεται ότι ανακάμπτει σιγά σιγά σταθεροποιώντας τους οικονομικούς της δείκτες και περιορίζοντας την ανεργία στο 8%. Θα μπορούσε να ισχυριστεί κανείς ότι πέρασε σχετικά «ανώδυνα» την δύσκολη αυτή περίοδο. Παρόλα αυτά όμως ότι δε μπορεί να δουλέψει απερίσπαστη στο να αυξήσει τους ρυθμούς ανάπτυξής της, να ρίξει περαιτέρω την ανεργία και να μειώσει το δημόσιο χρέος της. Αυτό γιατί ο κίνδυνος βρίσκεται στην Ευρώπη και πιο συγκεκριμένα στην Ευρωζώνη. Όπως ήταν αναμενόμενο, σε μια παγκοσμιοποιημένη οικονομία η κρίση «μεταφέρθηκε» και σε ευρωπαϊκό έδαφος. Ο ισχυρισμός των Ευρωπαίων αξιωματούχων ότι η Ευρωζώνη αλλά και η Ευρωπαϊκή Ένωση ήταν θωρακισμένες και δεν διέτρεχαν σοβαρό κίνδυνο δεν τεκμηριώθηκε από τις μετέπειτα εξελίξεις. Ακόμα και στην Ελλάδα οι έλληνες

αξιωματούχων δήλωναν δημόσια ότι η οικονομία είναι ισχυρή και έχουν ληφθεί όλα τα αναγκαία μέτρα προστασίας από ενδεχόμενη διάχυση της κρίσης και στην Ευρώπη. Στις αρχές Οκτώβρη του 2008 η πρώτη Ευρωπαϊκή χώρα που πλήττεται από την κρίση είναι η Ισλανδία όπου οι 3 μεγαλύτερες τράπεζες της χώρας δήλωσαν πτώχευση και τέθηκαν υπό κρατικό έλεγχο. Το απροσδόκητο αυτό γεγονός προκάλεσε όπως ήταν φυσικό ένα ντόμινο εξελίξεων. Από εκείνη τη στιγμή και μετά ξεκίνησε μια σειρά πτωχεύσεων-διασώσεων ευρωπαϊκών τραπεζών σε διάφορες χώρες όπως στην Αγγλία, την Γερμανία, την Ιρλανδία. Η κρίση χρέους στην Ευρώπη βρήκε την Ελλάδα το 2008 με βαθμολογία A από τη Fitch, με A1 από τη Moody's και με A- από την S&P. Η οικονομία της Ισλανδίας είχε αναβαθμιστεί πριν από τη χρεοκοπία της. Συγκεκριμένα, είχε βαθμό A+ από τη Fitch, Aaa από τη Moody's και A+ από την S&P. Αντίστοιχα, η Ιρλανδία εισήλθε στην κρίση (καταλήγοντας τελικά στον Μηχανισμό Στήριξης της τρόικας) με βαθμολογία AAA από τη Fitch. Ο ίδιος οίκος μέχρι το 2010 υποβάθμισε την Ιρλανδία κατά τρεις μονάδες, σε AA-.

Παραδείγματα αστοχίας των οίκων είχαμε και στο παρελθόν και είναι αμέτρητα. Για παράδειγμα, την περίοδο της ασιατικής κρίσης (1997-1998) η Ινδονησία ξεκίνησε με αξιολόγηση BBB- και υποβαθμίστηκε μέχρι το B-. Η Κορέα εισήλθε στην κρίση με AA από τη Fitch, ενώ η Ρωσία, λίγο προτού χρεοκοπήσει, είχε βαθμολογία BB+ από τη Fitch, Ba2 από τη Moody's και BB- από την S&P. Την ίδια περίοδο, η πιστοληπτική ικανότητα της Βενεζουέλας ήταν Ba2. Ο αμερικανικός οίκος αξιολόγησης Fitch το 2012 υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της Αιγύπτου από 'BB-' σε 'B+'. Όσον αφορά την αιγυπτιακή λίρα, η αξιολόγηση γίνεται 'B+', από 'BB' προγενέστερα. "Πριν από τα τελευταία γεγονότα στην Αίγυπτο (σ.σ. την ακύρωση των βουλευτικών εκλογών από το Συνταγματικό δικαστήριο) υπήρχαν ενδείξεις χαλάρωσης (detente) στην πολιτική ατμόσφαιρα την ώρα που τα συναλλαγματικά αποθέματα αυξάνονταν όλο το δίμηνο Απρίλιος-Μάιος» επισήμανε ο ίδιος οίκος. Από το 1975 μέχρι το 2009 μόνο μία χώρα πτώχευσε από όσες είχαν βαθμολογήσει με τη χαμηλότερη αξιολόγηση (CCC-). Αντίθετα, πτώχευσαν τέσσερις χώρες με βαθμολογία B- και χώρες με BB-. Διευκρινίζεται ότι οι βαθμολογίες κάτω του BB- είναι γνωστές και ως non investment grade, δηλαδή ενέχουν κινδύνους. Είναι επίσης γνωστές και ως βαθμολογίες για «ομόλογα σκουπίδια».

Με αφορμή το σχέδιο διάσωσης της Ελλάδας, το μέλος του διοικητικού συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Εβαλντ Νοβότνι σύμφωνα με άρθρο του του Πρωτονοτάριου με τίτλο «Οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης και η διαμάχη τους με την ευρωζώνη», υποστήριξε ότι οι οίκοι αξιολόγησης είναι πολύ αυστηρότεροι και

επιθετικότεροι όσον αφορά τις αξιολογήσεις τους στον χώρο της Ευρωζώνης, από ό,τι σε παρόμοιες περιπτώσεις στη Νότια Αμερική. Η Ευρωζώνη σε σύγκριση με τις Η.Π.Α και τις υπόλοιπες χώρες έχει διαφορετικό τρόπο λειτουργίας. Αποτελείται από 17 ηγέτες που καλούνται να πάρουν τις όποιες αποφάσεις. Βέβαια, είναι γνωστό ότι ο βασικότερος ηγέτης στην περιοχή της Ευρωζώνης δεν είναι και οι 17 αλλά η μεγαλύτερη οικονομία της ευρωπαϊκής ηπείρου, που είναι ασφαλώς η Γερμανία. Η συγκεκριμένη χώρα ως «σοβαρός» παίκτης αλλά και αυτός που αποκομίζει τα μεγαλύτερα κέρδη από τη δημιουργία της Ευρωζώνης έπρεπε να βρει ένα εξιλαστήριο θύμα και να του φορτώσει όλα τα δεινά της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Το θύμα ή ο πιο αδύναμος κρίκος ήταν ασφαλώς και όχι αναίτια η Ελλάδα. Η Ελλάδα έδωσε τα δικαιώματα σπεύδοντας η ίδια να δηλώσει ότι τόσα χρόνια έστειλε πλαστά οικονομικά στοιχεία στις Βρυξέλλες. Το ζήτημα και η ουσία βρίσκεται στο γεγονός ότι η ελληνική κρίση ξεκίνησε λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, η οποία δε θα μπορούσε να αφήσει ανέγγιχτη τη μικρή οικονομικά Ελλάδα. Η κρίση ουσιαστικά αποκάλυψε την υπερχρέωση του Κράτους και προφανέστατα την αδυναμία ελέγχου του συνεχώς διογκούμενου χρέους λόγω και της ακατάπαυστης σύναψης εξωτερικών δανείων. Χαρακτηριστικό είναι ότι την τελευταία δεκαετία το χρέος της χώρας σχεδόν διπλασιάστηκε.

Σύμφωνα με το ίδιο άρθρο του κ. Πρωτονοτάριου «Οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης και η διαμάχη τους με την ευρωζώνη», οι κυριότεροι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την πιστοληπτική ικανότητα ενός κράτους είναι:

- Υπάρχον ύψος υποχρεώσεων Δημοσίου Τομέα
- Μακροοικονομικό Περιβάλλον (ΑΕΠ, Έλλειμμα, Πληθωρισμός, Ανεργία)
- Διαθεσιμότητα περιουσιακών στοιχείων και εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης Δημόσιου Τομέα
- Υπάρχον ύψος υποχρεώσεων Ιδιωτικού Τομέα
- Διάρθρωση και ρευστότητα του εγχώριου Τραπεζοασφαλιστικού Τομέα
- Διεθνής Κατάσταση Ανταγωνιστικότητας της οικονομίας

- Ιστορικό πληρωμών και ιστορική αξιοπιστία προβλέψεων
- Ιστορική διακύμανση επιτοκίων αποπληρωμής
- Προβλέψεις για την μελλοντική Καταναλωτική και -Αποταμιευτική συμπεριφορά μιας οικονομίας
- Πολιτικές εξελίξεις (political risk)
- Εξωγενείς εξελίξεις και παράγοντες που διαμορφώνουν το ρίσκο (market risk και systemic risk)

Η πιστοληπτική διαβάθμιση αντιστοιχεί στην πιστοληπτική αξιοπιστία του κράτους ενώ επηρεάζει άμεσα το επιτόκιο δανεισμού. Καθώς τα επιτόκια εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το ρίσκο που συνεπάγεται η συγκεκριμένη επένδυση. Έτσι, ένα ομόλογο χαμηλής διαβάθμισης έχει υψηλό επιτόκιο (απόδοση), προκειμένου να προσελκύσει αγοραστές καθώς αποτελεί επισφαλή επένδυση. Αντίθετα, ένα ομόλογο υψηλής διαβάθμισης προσφέρει μικρότερο επιτόκιο, καθώς η επένδυση θεωρείται πολύ χαμηλού ρίσκου και οι αγοραστές είναι εύκολο να βρεθούν.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Οίκος Αξιολόγησης	Ημ/νία	Γεγονός
Moody's	20/5/2015	υποβάθμισε το outlook για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα από σταθερό σε αρνητικό λόγω έλλειψης ρευστότητας

Moody's	30/4/2015	υποβάθμισε το κρατικό αξιόχρεο της Ελλάδος σε Caa2 από Caa1 λόγω της αβεβαιότητας για την αποπληρωμή των επικείμενων δόσεων
Moody's	9/2/2015	υποβάθμισε τις αξιολογήσεις των ελληνικών τραπεζών (Πειραιώς, Εθνικής, Alpha bank) σε Caa2 από Caa1 και της Eurobank & Attica Bank σε Caa3 από Caa2
standard & poor's	30/1/2015	Προειδοποιεί με υποβάθμιση 4 ελληνικές τράπεζες (alpha, eurobank, Εθνική & Πειραιώς).
standard & poor's	28/4/2015	Θα επιτευχθεί συμφωνία με την Ελλάδα ώστε να επιτευχθεί μια συμφωνία για να αποφευχθεί αθέτηση πληρωμών σε δάνεια από το εξωτερικό
standard & poor's	6/2/2015	Υποβάθμισε το αξιόχρεο της Ελλάδος από B σε B- λόγω της παράτασης των διαπραγματεύσεων με τους εταίρους
standard & poor's	20/3/2015	Αναβάθμισε το κρατικό αξιόχρεο της Ουγγαρίας στο BB+ (κατά μία βαθμίδα). Αναβάθμισε την προοπτική κρατικού αξιόχρεου της Πορτογαλίας από σταθερή σε θετική.
standard & poor's	15/4/2015	Υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας σε CCC+ από B-

standard & poor's	11/6/2015	Υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας από CCC+ σε CCC
fitch	27/3/2015	Υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας σε CCC λόγω μηδενικής ανάπτυξης
standard & poor's	13/3/2015	Στο Β- διατηρεί τη μακροπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση της Ελλάδος
standard & poor's	26/1/2015	Υποβάθμισε το ρωσικό αξιόχρεο σε BB+
Moody's	17/1/2015	υποβάθμισε τη ρωσική οικονομία από Baa2 σε Baa3 λόγω της πτώσης της τιμής του αργού πετρελαίου.
standard & poor's	5/12/2014	Υποβάθμισε το ιταλικό αξιόχρεο σε BBB- ενώ συγχρόνως αναβάθμισε την Ιρλανδία σε A
fitch ratings	24/4/2015	Αξιολόγησε την Ιταλία & Ισπανία σε BBB+
standard & poor's	10/10/2014	Υποβαθμισε τη Φιλανδία από AAA σε AA+ λόγω της επιδείνωσης στην οικονομική ανάπτυξη

fitch	21/3/2015	Υποβάθμισε το AAA της Φιλανδίας λόγω ασθενούς οικονομικής ανάπτυξης
Moody's	1/12/2014	υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της Ιαπωνίας από As3 σε A1
fitch	27/4/2015	Υποβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ιαπωνίας από AAA σε A λόγω αβεβαιότητας της κυβέρνησης να αντιμετωπίσει το πρόβλημα χρέους.
Moody's	17/5/2013	Αναβάθμισε την Τουρκία σε Baa3 με σταθερή προοπτική
standard & poor's	11/5/2015	Υποβαθμισε την αξιολόγηση του τουρκικού χρέους σε λίρα αλλά διατήρησε αμετάβλητη την πιστοληπτική ικανότητα για δανεισμό σε ξένο νόμισμα
fitch	21/3/2015	Αμετάβλητη αξιολόγηση στο BBB- είναι η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της Τουρκίας

3.6 ΑΥΤΟΕΠΙΒΕΒΑΙΟΥΜΕΝΗ ΠΡΟΦΗΤΕΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

Οι οίκοι αξιολόγησης με τις κινήσεις τους τροφοδοτούσαν συνεχώς την ανασφάλεια των επενδυτών και τελικά προκάλεσαν έναν φαύλο κύκλο υποβαθμίσεων και ανόδου των επιτοκίων δανεισμού. Αυτό ονομάζεται αυτοεπιβεβαιούμενη προφητεία. Συνέβη στην περίπτωση της Ελλάδας, στην Ιρλανδία, στην Πορτογαλία και εν μέρει στην Ιταλία και την Ισπανία, προτού παρέμβει ο πρόεδρος της ΕΚΤ, Μάριο Ντράγκι. Είχε συμβεί και πριν από την κρίση, με χαρακτηριστικό παράδειγμα τις υποβαθμίσεις που οδήγησαν στη χρεοκοπία την Αργεντινή το 2002, όταν αρχικά η Moody's και στη συνέχεια και οι άλλες δύο ανακοίνωσαν ότι θεωρούν τις τράπεζες σε κατάσταση χρεοκοπίας, προκαλώντας ζημιές 54 δισ. ευρώ, ποσό τριπλάσιο σε σχέση με το μετοχικό κεφάλαιο των τραπεζών. Σε όλες τις περιπτώσεις οι οίκοι αξιολόγησης λειτούργησαν ως το «βαρύ πυροβολικό» του ΔΝΤ, διαλύοντας τις άμυνες των χωρών σε οικονομικό και πολιτικό επίπεδο. Χαρακτηρίζονται ως οι σύγχρονοι προφήτες που προαναγγέλλουν την καταστροφή.

Από το 2008, όταν η Αμερικάνικη τράπεζα Lehman Brothers κατέρρευσε, άρχισαν τα ΜΜΕ να προβλέπουν ότι το φαινόμενο αυτό θα επεκταθεί και σε άλλες τράπεζες. Αυτό συνέβη και στην Ελλάδα με αποτέλεσμα η ελληνική κυβέρνηση να δανειστεί 70δισ ευρώ προκειμένου να τα δώσει στις ελληνικές τράπεζες και να αποφύγουν πρόβλημα ρευστότητας. Μετά την ένταξη της χώρας μας στο μηχανισμό στήριξης (ΔΝΤ) άρχισαν πολλοί Έλληνες να μεταφέρουν τα χρήματά τους στο εξωτερικό με συνέπεια η χώρα να πάρει νέα δάνεια. Αυτός ο φαύλος κύκλος ξεκίνησε το 2008 και συνεχίζεται έως τις ημέρες μας. Τα τελευταία 7 χρόνια επικρατεί ο φόβος ότι το τραπεζικό σύστημα θα καταρρεύσει με αποτέλεσμα αυτή η προφητεία να αυτοεπιβεβαιώνεται προκαλώντας πρόβλημα στις τράπεζες. Το πρόβλημα αυτό έγινε εμφανέστερο το καλοκαίρι του 2015 με συνέπεια να μειωθούν τα χρήματα των τραπεζών και τελικά την επιβολή των capital controls.

Οι χρηματιστηριακοί αναλυτές διεθνών οίκων σχολιάζουν ότι η συνεχόμενη υποχώρηση των αγορών τείνει να μετατραπεί σε αυτοεπιβεβαιούμενη /αυτοεκπληρούμενη προφητεία. Μεταξύ 27 Φεβρουαρίου και 5 Μαρτίου 2007 ο παγκόσμιος χρηματιστηριακός δείκτης MSCI World έχασε 6,5% αλλά στη συνέχεια κινήθηκε ανοδικά για πέντε συνεχόμενες συνεδριάσεις, δημιουργώντας ελπίδες για ανάκαμψη. Ο κίνδυνος ότι αυτά τα προβλήματα μπορεί να προκαλέσουν επιδημία στον

χρηματοοικονομικό κόσμο είναι μεγάλος και γι' αυτό υπέφεραν περισσότερο οι μετοχές του χρηματοοικονομικού κλάδου. Ο δείκτης των αμερικανικών μετοχών S&P 500 έχει χάσει 5% από το κλείσιμο της 26ης Φεβρουαρίου, ο δείκτης των ευρωπαϊκών μετοχών FTSEurofirst 300 περισσότερο από 7% και των ιαπωνικών Nikkei σχεδόν 8,5%. Ωστόσο, όπως επισημαίνουν οι αναλυτές, μια φάση διόρθωσης φτάνει συνήθως το 10% για τις ώριμες αγορές και μπορεί να είναι σχεδόν διπλάσια για τις αναδυόμενες. Πάντως πολλοί θεωρούν ότι τέτοιες καταστάσεις είναι εξυγιαντικές γιατί δημιουργούν νέες αγοραστικές ευκαιρίες. Ο Πίτερ Οπενχάιμερ, επικεφαλής αναλυτής ευρωπαϊκού χαρτοφυλακίου της Goldman Sachs, εκτιμά ότι η τρέχουσα διόρθωση βρίσκεται στο επίπεδο του μέσου όρου των διορθώσεων που ακολουθούν τα ράλι των bull markets, αλλά πιστεύει ότι θα συνεχίσει η αναστάτωση στις αγορές για μερικές εβδομάδες. Σύμφωνα με μελέτη της Goldman Sachs, την περίοδο 1982 έως 2000, η μέση διόρθωση της αγοράς μετά από τα bull market ήταν 7,6% τόσο για την Ευρώπη όσο και τις ΗΠΑ με διάρκεια μεταξύ 1,4 και 1,6 μηνών. Κατά μέσον όρο οι ευρωπαϊκές μετοχές χρειάζονταν 2,5 μήνες για να ανακτήσουν τις απώλειές τους από το κατώτατο επίπεδο που έφταναν, ενώ οι αμερικανικές 3,3 μήνες. Η μελέτη δεν έλαβε υπόψη τις διορθώσεις που οφείλονταν σε εξωγενείς παράγοντες ώστε να υπολογίσει μόνο τις κινήσεις που είχαν την αιτία στις μεταβολές της διάθεσης των επενδυτών για ανάληψη κινδύνου. Ο κ. Οπενχάιμερ πιστεύει ότι αυτή είναι και η αιτία για την τρέχουσα χρηματιστηριακή πτώση και ευελπιστεί ότι οι μετοχές θα δώσουν συνολική απόδοση 11% μέσα στο 2007. Το 2006 ο δείκτης MSCI World έχασε 12,8% σε πέντε εβδομάδες και χρειάστηκε περίπου έξι μήνες για να ανακτήσει πλήρως τις απώλειες. Ωστόσο κανείς δεν μπορεί να εγγυηθεί ότι θα συμβεί το ίδιο και τώρα.

Σύμφωνα με τον καθηγητή Μάνφρεντ Γκέρτνερ, σε άρθρο του με τίτλο «Οι οίκοι αξιολόγησης «έκαψαν» την Ελλάδα και οδήγησαν στο κούρεμα» ο κίνδυνος έγκειται στο ότι μία γνωμοδότηση μπορεί να γίνει μία αυτοεκπληρούμενη προφητεία συμπληρώνοντας ότι η αδικαιολόγητη και λανθασμένη υποβάθμιση μιας χώρας (π.χ. Ελλάδος) μπορεί να υπονομεύσει σε τέτοιο βαθμό την εμπιστοσύνη των αγορών στην αξιοπιστία της, ώστε τα επιτόκια δανεισμού να φτάσουν στα επίπεδα εκείνα που θα δικαιολογούσαν την αδικαιολόγητη υποβάθμιση ή ακόμα και να τα ξεπεράσουν. Όλα αυτά μπορούν να οδηγήσουν ακόμα και μία οικονομικά εύρωστη χώρα στη χρεοκοπία. Θεωρεί ότι οι οίκοι αξιολόγησης είναι συνυπεύθυνοι για την παρ' ολίγον χρεοκοπία χωρών της ευρωζώνης ενώ χαρακτηρίζει «αδικαιολόγητες» τις συνεχείς υποβαθμίσεις της Ελλάδας

Στο ίδιο άρθρο ο κύριος Μανφρεντ Γκέρτνερ, αναφέρει ως ένα ακόμα παράδειγμα αυτοεκπληρούμενης προφητείας την περίπτωση της Γαλλίας, η οποία τον Νοέμβριο του 2011 υποβαθμίστηκε «κατά λάθος» από τη Standard & Poor's με αποτέλεσμα τα επιτόκια δανεισμού για τα γαλλικά κρατικά ομόλογα να εκτοξευθούν στα υψηλότερα επίπεδα από την καθιέρωση του ευρώ. Οι ερευνητές δεν αμφισβητούν ότι οι υπερχρεωμένες χώρες της ευρωζώνης παρουσίασαν σημαντική επιδείνωση στους οικονομικούς δείκτες την περίοδο 2009-2012, η οποία θα δικαιολογούσε κάποια υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας από τους οίκους αξιολόγησης. Υποστηρίζουν όμως ότι οι συνεχείς υποβαθμίσεις ήταν υπερβολικές συγκριτικά με τα οικονομικά προβλήματα των χωρών αυτών.

Είναι πιθανό οι αδικαιολόγητες υποβαθμίσεις των οίκων να ανάγκασαν την Ελλάδα να συρθεί στο κούρεμα του χρέους. Ο Γκέρτνερ, έχει κατηγορήσει δημοσίως τον Μόρις Κρέμερ, επικεφαλής του τμήματος Ευρώπης, Μ. Ανατολής και Αφρικής στη Standard & Poor's, ότι ψεύδεται και ότι δεν αντιλαμβάνεται στοιχειώδεις συσχετισμούς της οικονομίας. Ωστόσο ο ερευνητής στο πανεπιστήμιο του Ζανκτ Γκάλεν, σύμφωνα με το άρθρο του του Γκέρτνερ, επιμένει και παραθέτει μάλιστα ως παράδειγμα την περίπτωση της Ελλάδας: «Πολλοί επισημαίνουν ότι στην περίπτωση της Ελλάδας και της Ιρλανδίας θα ήταν δικαιολογημένη μία υποβάθμιση κατά μία ή δύο βαθμίδες. Αντί γι' αυτό, οι χώρες αυτές κατρακύλησαν οκτώ, εννέα, έντεκα βαθμίδες. Αποτέλεσμα: επιτόκια δανεισμού στα οποία ούτε καν η Γερμανία και η Ελβετία δεν θα μπορούσαν να ανταποκριθούν. Είναι βέβαιο ότι αν η Γερμανία είχε να αντιμετωπίσει επιτόκια δανεισμού γύρω στο 23-25% θα πήγαινε για κούρεμα χρέους».

3.7 ΑΣΤΟΧΕΣ ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Έχει παρατηρηθεί ότι ενώ τα συστήματα βαθμολόγησης των διεθνών οργανισμών έχουν την ικανότητα πρόβλεψης της οικονομικής κατάρρευσης, κρίνονται αναποτελεσματικά στην έγκαιρη διάγνωση οικονομικών κρίσεων και προβλημάτων πτώχευσης.

Ενδεικτικά αναφέρονται, σύμφωνα με το άρθρο του κου Νίκα «Οι οίκοι αξιολόγησης επιτάχυναν τη χρεοκοπία» μερικά παραδείγματα της αναποτελεσματικότητάς τους από το πρόσφατο παρελθόν:

- Δεν προέβλεψαν το σκάσιμο της φούσκας των εταιρειών νέας τεχνολογίας και Ιντερνετ (Dotcom) στις αρχές της δεκαετίας του 2000.
- Αξιολογούσαν με Baa1 (Moody's) και προτρέπουν την αγορά μετοχών του ενεργειακού κολοσσού Enron που κατέρρευσε σε μια μέρα το Δεκέμβριο του 2001, όταν αποκαλύφθηκε το επί ετών λογιστικό μαγείρεμα των ισολογισμών του.
- Έδιναν υψηλές βαθμολογίες («επενδυτικού βαθμού») στα subprimes, δηλαδή στα «τοξικά» ή αλλιώς ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου, που προκάλεσαν την παγκόσμια πιστωτική κρίση το 2008, με αφετηρία την κατάρρευση της αμερικανικής αγοράς ακινήτων.
- Έδιναν άριστες βαθμολογίες στις τράπεζες και τις ασφαλιστικές εταιρείες που κατέρρευσαν το 2008, λόγω της πιστωτικής κρίσης, ή που δέχτηκαν κρατικά κεφάλαια για να επιβιώσουν. Ενδεικτικά, αναφέρεται η Lehman Brothers (Σεπτέμβριος 2008), η οποία είχε παραπλανητικό βαθμό «Α» τρεις μέρες προτού χρεοκοπήσει. Με βαθμό «Α-» κατέρρευσε ο ασφαλιστικός κολοσσός AIG το 2008 και με τον ίδιο βαθμό διασώθηκε επίσης με κρατικά κεφάλαια η βρετανική NotherRock.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Σε μια προσπάθεια να τροποποιηθούν οι αγορές και η συμπεριφορά των εταιρειών, η μοντέρνα οικονομική θεωρία ξεκινά με κάποια δεδομένα σχετικά με την ατομική συμπεριφορά. Πιο συγκεκριμένα, τα άτομα κάνουν λογικές επιλογές βασιζόμενοι σε λογικές προσδοκίες. Παρόλα αυτά το λογικό παράδειγμα μπορεί να υποστεί κριτική διότι τα δεδομένα είναι λανθασμένα και η θεωρία είναι μη προβλέψιμη. Ένας τρόπος για να υπάρχει εξέλιξη είναι ο χαρακτηρισμός της συμπεριφοράς κατά τη λήψη μιας απόφασης. Οι οικονομολόγοι οφείλουν να μελετήσουν την ψυχολογία κατά τη λήψη αποφάσεων διότι έχει παρατηρηθεί ότι οι άνθρωποι έχουν την τάση να δίνουν βαρύτητα σε ξεκάθαρη πληροφορία και να δείχνουν υπερβολική αυτοπεποίθηση. Η διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τέτοια φαινόμενα μέσω ενός αναμορφωμένου κανονισμού εποπτείας είναι αναγκαία προϋπόθεση για την αποτροπή εμφάνισης ανάλογων κρίσεων στο μέλλον. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα πρέπει να θωρακιστεί από τις επιπτώσεις της ανθρώπινης αδυναμίας χωρίς να στερηθεί την ευελιξία που είναι απαραίτητη για να αποτελεί μοχλό υγιούς ανάπτυξης και καινοτομίας.

Συνοπτικά μπορούμε να παραθέσουμε τα παρακάτω ως αίτια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης:

1. Η υπερβολική χρήση της τιτλοποίησης των στεγαστικών δανείων (securitization).
2. Η πώση της αξίας των κατοικιών μετά το ξέσπασμα της φούσκας των ακινήτων.
3. Η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων από ιδιώτες και επιχειρήσεις.
4. Η παγκοσμιοποίηση της διεθνούς οικονομίας
5. Η πλημμελής διαβάθμιση των προϊόντων (επενδυτικές τράπεζες, εμπορικές τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια) ως προς τους επενδυτικούς κινδύνους.
6. Η έλλειψη αυστηρού νομοθετικού πλαισίου, σχετικά με τον έλεγχο ολόκληρου του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού τομέα και η υιοθέτηση χαλαρών μορφών ελέγχου στη διοίκηση κεφαλαίων.

Η συμβουλή των περισσότερων οικονομολόγων είναι να μαθαίνουν οι επενδυτές από τα λάθη τους. Το να μην ξανά-επενδύσουν επειδή στο παρελθόν είχαν οικονομικές

απώλειες είναι ένα πολύ μεγάλο λάθος που ενδέχεται να διαπραχθούν. Θα πρέπει να ξεπεράσουν τα επενδυτικά σφάλματα και να μην προσπαθήσουν να αναπληρώσουν τις πιθανές απώλειες αναλαμβάνοντας μεγαλύτερους κινδύνους. Αντίθετα, το κάθε λάθος μπορεί να μετατραπεί σε μια εμπειρία μάθησης. Η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) παρεμβαίνει στην κατανόηση των συμμετεχόντων στις αγορές, καταγράφοντας τα σφάλματα των μικροεπενδυτών και των διαχειριστών και προτείνει συγκεκριμένες στρατηγικές κατανόησης και ελαχιστοποίησης των συμπεριφορικών σφαλμάτων. Η έρευνα της αμερικάνικης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC), η οποία δημοσιεύτηκε στις αρχές του 2015, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι οίκοι αξιολόγησης (τόσο οι μεγαλύτεροι όσο και οι μικρότεροι) είχαν παραβεί το προηγούμενο έτος όλο τον κώδικα που διέπει τη λειτουργία τους. Οι παραλείψεις ξεκινούν από περιπτώσεις περιορισμένης πρόσβασης σε βασικές πληροφορίες, ενώ οι παρατυπίες ξεκινούν από ατεκμηρίωτες αξιολογήσεις και φθάνουν μέχρι σε χρήση εξωτερικών συνεργατών για τη βαθμολόγηση κρατών και επιχειρήσεων. Παρόλα τα λάθη όμως η γνώμη τους εξακολουθεί να έχει βαρύτατη σημασία και να προκαλεί την άμεση αντίδραση των αγορών.

Τα όρια λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης, ο ρόλος τους και οι σκοποί που εξυπηρετούν αποτελεί ένα από τα κυριότερα θέματα συζήτησης των Ευρωπαίων Ηγετών. Πολλοί υποστηρίζουν ότι η επίτευξη αξιοπιστίας στην αξιολόγηση θα πραγματοποιηθεί με τη δημιουργία ενός αυστηρότερου ρυθμιστικού πλαισίου για τους οίκους αξιολόγησης. Επικρατεί όμως και οι άποψη ορισμένων, οι οποίοι αμφισβητούν εντελώς τους προαναφερθέντες οίκους, θεωρούν ότι η αξιοπιστία τους έχει ήδη πληγεί και υποστηρίζουν ότι πρέπει να δημιουργηθούν άμεσα αντίστοιχοι Ευρωπαϊκοί. Απαιτείται η ίδρυση ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ο οποίος σε συνεργασία με την Eurostat θα προέβαινε σε αξιόπιστη και δυναμική αξιολόγηση όλων των κρατών της Ευρωζώνης, αλλά και άλλων χωρών που ζητούν χρηματοδότηση από κεντρικές τράπεζες. Στο ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι τρεις μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης βρέθηκαν στο στόχαστρο της παγκόσμιας κριτικής, καθώς ο ρόλος τους είχε θεωρηθεί καθοριστικός. Δεν κατάφεραν να προειδοποιήσουν επαρκώς τους επενδυτές για τους υψηλούς κινδύνους που είχαν αναλάβει με την ανάληψη των σύνθετων πιστωτικών προϊόντων, τα οποία βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης.

Ένα ακόμα συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι όλα αυτά συμβαίνουν γιατί στην Ευρωπαϊκή Ένωση δεν υπάρχουν οι μεγάλοι, χαρισματικοί ηγέτες, οι οποίοι θα μπορούσαν να πάρουν κρίσιμες αποφάσεις και θα αντιδράσουν στα οργανωμένα

τραπεζικά συμφέροντα, στην απληστία του κέρδους που οδηγεί στην ανθρώπινη εκμετάλλευση. Η λογική και το μέτρο συγκρούονται από την αρχαιότητα με ένστικτα και πάθη. Οι διεθνείς αγορές και οι οίκοι αξιολόγησης χειραγωγούν στην κυριολεξία κράτη, κυβερνήσεις, πολιτικούς, κόμματα, media, επιχειρήσεις, οργανισμούς και λοιπούς παράγοντες διαμόρφωσης της κοινής γνώμης. Αρκετοί ισχυρίζονται ότι η οικονομική κρίση που μας μαστίζει δεν είναι παρά επιφανόμενο της κατάρρευσης των αξιών και του πολιτισμού, των εφοδίων με τα οποία το ανθρώπινο είδος πορεύτηκε μέχρι σήμερα. Συνεπώς, αυτό που προέχει, είναι να εστιάσουμε την προσοχή και το ενδιαφέρον μας στο πρόταγμα των ηθικών αξιών και των οραμάτων, που διαμορφώνουν τον χαρακτήρα, τη συμπεριφορά και τη νοοτροπία μας. Τις παρακαταθήκες αυτές πρέπει να τις διαφυλάξουμε για να κατορθώσουμε να επιβιώσουμε ως λαός και να υπερβούμε τόσο τις πανάρχαιες διχόνοιες όσο και τις αλληπάλληλες οικονομικές κρίσεις -εγχώριες ή εισαγόμενες- που μας ταλανίζουν και που εφεξής φαίνονται αναπόφευκτες. Η ανθρωπότητα, λοιπόν, αναλλοίωτη σε ένστικτα και πάθη, από τα χρόνια τα πανάρχαια γίνεται έρμαιο των ενστίκτων και των παθών του. Υπό αυτές τις συνθήκες, αντίξοες και κρίσιμες όσο ποτέ άλλοτε, η ευθύνη περνάει στον κάθε πολίτη ανεξαιρέτως, που κυριολεκτικά κρατάει την τύχη στα χέρια του.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αγγλική:

Abreu D., & Brunnermeier M. (2002), Synchronization risk and delayed arbitrage, *Journal of Financial Economics*

Barberis, N. & Thaler, R, (2003), "A survey of Behavioral Finance". In G.M. Constantinides, M. Harris & R. Stulz (Eds), *Handbook of the Economics of Finance*, pp. 1053-1128. Amsterdam: Elsevier Science B.V.

Bo Becker and Todd Milbourn (2008), Reputation and competition: evidence from the credit rating industry

Black F. (1986), Noise. *Journal of Finance*, 41, 529-543

Cantor R & Packer F (1994), *The Credit Rating Industry*

Chunsheng Zhou (2000), The term structure of credit spreads with jump risk

De Bondt W. & Thaler R. (1985) "Does the stock market overreact?" *Journal of Finance*, 40, 793-805

De Bondt W. & Thaler R., (1995), Financial Decision-making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective. In R.A. Jarrow, V. Maksimovic & W.T. Ziemba (Eds), *Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance*, pp 385-410. Amsterdam: Elsevier.

De Long, J B , A Shleifer, L Summers and R Waldmann (1990 a), "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy* 98:703-738.

De Long, J B , A Shleifer, L Summers and R Waldmann (2002), *The Survival of Noise Traders in Financial Markets*, University of Chicago Press

Fama E.F. 1965, "The behavior of stock market prices", Journal of Business, vol.38, p.34-105

Fama, E.F. (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", Journal of Finance, 25, May, 383-417.

Fama, E.F. (1997), Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, Graduate School of Business, University of Chicago

Figlewsky, Stephen (1981),The Informational Effects of Restrictions on Short Sales: Some Empirical Evidence, Journal of Financial and Quantitative Analysis

French, K. R. & Poterba, J. M (1991) "Investor diversification and international equity markets". American Economic Review, 81(2), 222-226

Friedman, M. (1953) "The case for flexible exchange rates", in: Essays in Positive Economics (University of Chicago Press) pp 157-203

Kahneman D. & Tversky A. 1973, "On the Psychology of Prediction" Psychological Review , 80, 237-251

Kahneman, D. & Tversky, A. (1982) Evidential impact of base rates. In D. Kahneman, P Slovic & Tversky A Judgement under uncertainty Heuristics and Biases. Cambridge, UK: Cambridge University Press

Keynes, J.M. (1936). The general theory of employment, interest, and money. Macmillan/Cambridge University Press for Royal Economic Society.

Loomes, G., & Sugden, R (1982) Regret Theory: An alternative theory of rational choice under uncertainty. The Economic Journal, 92, 805-824

Massa M. & Simonov A. (2004), Behavioral Biases and portfolio choice, Insead and Stockholm School of Economics

Peterson R & Murtha F. (2010), Market Psych, How to manage fear and build your investor identity

Ross, S (2001), Lectures Notes on Market Efficiency (MIT, Cambridge, MA).

Samson D. (1987), Corporate Risk Philosophy for Improved Risk Management, Journal of Business Research

Shefrin H (2006), The Role of Behavioral Finance in Risk Management

Shleifer, A , & R Vishny (1997), "The limits of arbitrage", Journal of Finance 52:35-55.

Shiller R., (2003), From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, Journal of Economic Perspectives

Thaler, R. H. (1980) Toward a positive theory of consumer choice. Journal of Economic Behavior & Organization , 1 (1), 39-60

Tversky, A & Kahneman, D. (1973) Availability: A heuristic for judging frequency and probability. Cognitive Psychology,4,207-232

Tversky, A & Kahneman D., 1974, "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases" Science 185, 1124-31

Utzig S. (2010), The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective, ADBI Institute

Viral V. Acharya and Matthew Richardson (2009), Critical Review: A Journal of Politics and Society. Causes of the Financial Crisis

Wood A. (2006), Behavioral Finance and Investment Committee Decision Making, CFA Institute

Ελληνική

Αλεξιάκης Χρ., και Ξανθάκης Μ (2008), Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλης

Γκερτνερ Μανφρεντ (2014), Οι οίκοι αξιολόγησης «έκαψαν» την Ελλάδα και οδήγησαν στο κούρεμα

Δαρμπάση Στ (2009), Αίτια οικονομικής κρίσης,

Δήμου Στ. (2015), Το φαινόμενο της αυτοεκπληρούμενης προφητείας στην ελληνική οικονομία

Ζοπουνίδης Κών/νος (2012), Διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά

Ζοπουνίδης Κών/νος (2012), Οίκοι αξιολόγησης και αξιοπιστία

Καπνίσσης Κώστας (2012), Από την Lehman Brothers, στην εξέγερση

Νίκας Σωτήρης (2014), Οι οίκοι αξιολόγησης επιτάχυναν τη χρεοκοπία

Πρωτονοτάριος Γ. (2011) Οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης και η διαμάχη τους με την ευρωζώνη

Σαββίδης Χάρης (2014), Πώς Moody's, S&P και Fitch «εκτέλεσαν» την ελληνική οικονομία

Στεργίου Λεωνίδας (2014), Πώς η αναβάθμιση της Ελλάδας «καταργεί» την τρόικα

Στεργίου Λεωνίδας (2015), Γιατί απέτυχε η Ελλάδα εκεί όπου πέτυχαν Πορτογαλία και Ιρλανδία με τα προγράμματα

Στεργίου Λεωνίδας (2015) Τα σενάρια μεγάλων οίκων για την επόμενη μέρα

Στεργίου Λεωνίδας (2015) Οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούν τα κράτη με τη βοήθεια εξωτερικών συνεργατών.

Φίλιππας Ν. (2015), Η Ψυχολογία των Αγορών, Εκδόσεις Πεδίο

FortuneGreece (2015) Ποια είναι τα μεγάλα λάθη των διεθνών οίκων αξιολόγησης