



Σχολή Κοινωνικών Επιστημών

Τραπεζική, Χρηματοοικονομική και Χρηματοοικονομική
Τεχνολογία (Fin Tech)

Διπλωματική Εργασία

Η Επίπτωση της Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου στη Παγκόσμια
Οικονομία κατά τη Διάρκεια Χρηματιστηριακών Κρίσεων.

Γεώργιος Τσαούσης

Επιβλέπων καθηγητής: Απόστολος Χριστόπουλος

Πάτρα, Μάρτιος 2025

Η παρούσα εργασία αποτελεί πνευματική ιδιοκτησία του φοιτητή Τσαούση Γεώργιου που την εκπόνησε. Στο πλαίσιο της πολιτικής ανοικτής πρόσβασης ο συγγραφέας/δημιουργός εκχωρεί στο ΕΑΠ, μη αποκλειστική άδεια χρήσης του δικαιώματος αναπαραγωγής, προσαρμογής, δημόσιου δανεισμού, παρουσίασης στο κοινό και ψηφιακής διάχυσής τους διεθνώς, σε ηλεκτρονική μορφή και σε οποιοδήποτε μέσο, για διδακτικούς και ερευνητικούς σκοπούς, άνευ ανταλλάγματος και για όλο το χρόνο διάρκειας των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας. Η ανοικτή πρόσβαση στο πλήρες κείμενο για μελέτη και ανάγνωση δεν σημαίνει καθ' οιονδήποτε τρόπο παραχώρηση δικαιωμάτων διανοητικής ιδιοκτησίας του συγγραφέα/δημιουργού ούτε επιτρέπει την αναπαραγωγή, αναδημοσίευση, αντιγραφή, αποθήκευση, πώληση, εμπορική χρήση, μετάδοση, διανομή, έκδοση, εκτέλεση, «μεταφόρτωση» (downloading), «ανάρτηση» (uploading), μετάφραση, τροποποίηση με οποιονδήποτε τρόπο, τμηματικά ή περιληπτικά της εργασίας, χωρίς τη ρητή προηγούμενη έγγραφη συναίνεση του συγγραφέα/δημιουργού. Ο συγγραφέας/δημιουργός διατηρεί το σύνολο των ηθικών και περιουσιακών του δικαιωμάτων.

Η Επίπτωση της Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου στη Παγκόσμια
Οικονομία κατά τη Διάρκεια Χρηματιστηριακών Κρίσεων.

Γεώργιος Τσαούσης

Επιτροπή Επίβλεψης Διπλωματικής Εργασίας

Επιβλέπων Καθηγητής:
Απόστολος Χριστόπουλος
Καθηγητής,
Πανεπιστήμιο Αιγαίου

Συν-Επιβλέπων Καθηγητής:
Κανέλλος Τούντας
Επίκουρος Καθηγητής,
Γεωπονικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

Πάτρα, Μάρτιος 2025

Ευχαριστίες

Πριν ξεκινήσω τη περιγραφή του θέματος που πραγματεύεται η διπλωματική μου εργασία, θα ήθελα να εκφράσω τις ειλικρινείς μου ευχαριστίες σε όλους όσοι με υποστήριξαν κατά τη διάρκεια της εκπόνησης και την επιτυχή ολοκλήρωση της. Ιδιαίτερες ευχαριστίες οφείλω στον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Απόστολο Χριστόπουλο, για την πολύτιμη καθοδήγηση, την αμέριστη υποστήριξη και τις εύστοχες συμβουλές του. Επίσης, ευχαριστώ τα μέλη της ακαδημαϊκής κοινότητας και τους συναδέλφους μου για τη συνεργασία και τις εποικοδομητικές συζητήσεις. Τέλος, εκφράζω την ευγνωμοσύνη μου στην οικογένεια και τους φίλους μου για την ηθική συμπαράσταση και την αστείρευτη υπομονή τους καθ' όλη τη διάρκεια της μελέτης μου.

Με εκτίμηση,
Γεώργιος Τσαούσης

Περίληψη

Η μελέτη παρούσα μελέτη επικεντρώθηκε στην επίδραση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου στην παγκόσμια οικονομία κατά τη διάρκεια χρηματιστηριακών κρίσεων, με έμφαση στις κρίσεις του 1929, του 2008 και της πανδημίας COVID-19. Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου αναδεικνύεται ως βασική στρατηγική για τη διαχείριση κινδύνου, ενώ η έλλειψή της οδήγησε σε σοβαρές απώλειες στις κρίσεις του 1929 και του 2008. Η κρίση του 2008 ανέδειξε τη σημασία της ρευστότητας και της χρήσης εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων, όπως ο χρυσός και τα κρατικά ομόλογα, για την προστασία των επενδύσεων. Η πανδημία COVID-19 τόνισε την ανάγκη για ευελιξία και προσαρμοστικότητα, καθώς οι αγορές αντιμετώπισαν ακραία μεταβλητότητα και αβεβαιότητα. Στη συγκεκριμένη μελέτη συγκρίθηκαν τρεις θεωρίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου: η Παραδοσιακή Θεωρία, η Μοντέρνα Θεωρία Χαρτοφυλακίου και η Μετα-Μοντέρνα Θεωρία. Η Μοντέρνα Θεωρία, που βασίζεται στη σχέση απόδοσης-κινδύνου, παρουσιάζει περιορισμούς σε περιόδους κρίσης λόγω των υποθέσεών της για σταθερές συσχετίσεις και ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών. Η Μετα-Μοντέρνα Θεωρία, που εστιάζει στον αρνητικό κίνδυνο και την ασύμμετρη κατανομή αποδόσεων, προσφέρει μεγαλύτερη ευελιξία και προσαρμοστικότητα, καθιστώντας την πιο κατάλληλη για τη διαχείριση κινδύνου σε περιόδους αστάθειας. Συμπερασματικά, η παρούσα μελέτη αναδεικνύει τη σημασία της διαφοροποίησης, της διατήρησης ρευστότητας και της δυναμικής προσαρμογής στις αλλαγές των αγορών. Η ψυχολογία των επενδυτών και οι κυβερνητικές παρεμβάσεις παίζουν κρίσιμο ρόλο στη σταθεροποίηση των αγορών κατά τη διάρκεια κρίσεων. Η Μετα-Μοντέρνα Θεωρία προτείνεται ως η πιο αποτελεσματική προσέγγιση για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου στο μέλλον. Η μελέτη καταλήγει ότι οι κρίσεις είναι αναπόφευκτες, αλλά η προετοιμασία και η ευέλικτη στρατηγική μπορούν να μειώσουν τις αρνητικές επιπτώσεις τους.

Λέξεις – Κλειδιά

επενδύσεις, κρίσεις, Μετα-μοντέρνα Θεωρία, στρατηγική, χαρτοφυλάκιο

The Impact of Portfolio Management on the Global Economy During Stock Market Crises.

Georgios Tsaousis

Abstract

This study focused on the impact of portfolio management on the global economy during stock market crises, with a focus on the 1929, 2008 and the COVID-19 pandemic crises. Portfolio diversification emerges as a key strategy for risk management, and its lack led to severe losses in the 1929 and 2008 crises. The 2008 crisis highlighted the importance of liquidity and the use of alternative assets such as gold and government bonds to protect investments. The COVID-19 pandemic highlighted the need for flexibility and adaptability as markets faced extreme volatility and uncertainty. This study compared three portfolio management theories: the Traditional Theory, the Modern Portfolio Theory and the Post-Modern Theory. The Modern Theory, which is based on the risk-return relationship, has limitations in times of crisis due to its assumptions of stable correlations and rational investor behaviour. Post-Modern Theory, which focuses on negative risk and asymmetric return distribution, offers greater flexibility and adaptability, making it more suitable for managing risk in times of volatility. In conclusion, this study highlights the importance of diversification, liquidity preservation and dynamic adaptation to market changes. Investor psychology and government interventions play a critical role in stabilizing markets during crises. Post-Modern Theory is proposed as the most effective approach to portfolio management in the future. The study concludes that crises are inevitable, but preparation and flexible strategy can reduce their negative impact.

Keywords

crisis, investments, Post-Modern Theory, portfolio, strategy

Περιεχόμενα

Περίληψη.....	v
Abstract	vi
Περιεχόμενα	vii
Κατάλογος Εικόνων / Σχημάτων	viii
Κατάλογος Πινάκων	ix
Συνοτομογραφίες & Ακρωνύμια.....	x
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.....	1
Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό Πλαίσιο	4
2.1 Βασικές έννοιες στη διαχείριση χαρτοφυλακίου	4
2.2 Ο ρόλος της παγκόσμιας οικονομίας	5
2.3 Οι χρηματιστηριακές κρίσεις	7
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση Ιστορικών Χρηματιστηριακών Κρίσεων	10
3.1 Η Μεγάλη Ύφεση του 1929.....	10
3.2 Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008	12
3.3 Η προκαλούμενη από την πανδημία COVID-19 κρίση	15
3.4 Συγκριτική ανάλυση των επιδράσεων στις αγορές	18
Κεφάλαιο 4: Στρατηγικές Επενδύσεων κατά τη Διάρκεια Κρίσεων	22
4.1 Η παραδοσιακή θεωρία	22
4.2 Η μοντέρνα θεωρία	25
4.3 Η μετα-μοντέρνα θεωρία.....	29
Κεφάλαιο 5: Η Διαχείριση Χαρτοφυλακίου κατά τη Διάρκεια Κρίσεων.....	33
5.1 Η Μεγάλη Ύφεση του 1929.....	33
5.2 Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008	35
5.3 Η προκαλούμενη από την πανδημία COVID-19 κρίση	40
5.4 Συγκριτική επισκόπηση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου στις οικονομικές κρίσεις	50
Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα	52
Βιβλιογραφία.....	56

Κατάλογος Εικόνων / Σχημάτων

Σχήμα 1. Ο S & P 500 το 2020.....	17
Σχήμα 2. Συγκριτική αποτίμηση αμοιβαίων κεφαλαίων με διαφορετική αναλογία μετοχών και ομολόγων.....	34
Σχήμα 3. Η συσχέτιση του S&P 500 με τον VIX.....	39
Σχήμα 4. Το BNP Paribas Perspectives 2031-2033 Classic.....	44
Σχήμα 5. Το BNP Paribas Perspectives 2034-2036 Classic.....	45
Σχήμα 6. Το BNP Paribas Perspectives 2037-2039 Classic.....	46

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1. Η διάρκεια bear market του Dow Jones κατά τις εξεταζόμενες κρίσεις.....	20
Πίνακας 2. Η διάρκεια bear market του Nasdaq κατά τις εξεταζόμενες κρίσεις.....	20
Πίνακας 3. Η διάρκεια bear market του S&P 500 κατά τις εξεταζόμενες κρίσεις.....	21
Πίνακας 4. Οι τιμές των τριών εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων ανά μερίδιο.....	47

Συντομογραφίες & Ακρωνύμια

COVID-19 CoronaVirus Disease 2019

DJIA Dow Jones Industrial Average

DRO Downside Risk Optimization

ETF Exchange-Traded Fund

ΗΠΑ Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

MAR Minimum Acceptable Return

MPT Modern Portfolio Theory

MVO Mean Variance Optimization

NASDAQ National Association of Securities Dealers Automated Quotations

PMPT Post-Modern Portfolio Theory

S&P 500 Standard and Poor's 500

ΤΕΚΑ Ταμείο Επικουρικής Κεφαλαιοποιητικής Ασφάλισης

TIPS Treasury Inflation-Protected Securities

TPT Traditional Portfolio Theory

VIX Volatility Index

WIT West Texas Intermediate

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

Στην Ελλάδα, τα γεγονότα των τελευταίων δεκαετιών έκαναν τη λέξη «κρίση» ιδιαίτερα επίκαιρη και συχνά χρησιμοποιούμενη στο δημόσιο λόγο. Οι κρίσεις, σε γενικές γραμμές, μπορούν να διακριθούν σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη περιλαμβάνει τις αποκαλούμενες κρίσεις τύπου "Cobra", οι οποίες εξελίσσονται με ταχύτατους ρυθμούς και έχουν άμεσες και αρνητικές επιπτώσεις τόσο στους ανθρώπους όσο και στο φυσικό περιβάλλον. Η δεύτερη κατηγορία αφορά τις κρίσεις τύπου "Python", οι οποίες αναδύονται σταδιακά ως αποτέλεσμα συσσωρευμένων προβλημάτων. Η κλιματική αλλαγή αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα κρίσης αυτού του τύπου, καθώς η εξέλιξή της είναι προοδευτική και όχι απότομη, ενώ αντίθετα φαινόμενα όπως μια τρομοκρατική επίθεση εντάσσονται στην πρώτη κατηγορία (Seymour & Moore, 2002).

Σχετικά πρόσφατα, η ανθρωπότητα βρέθηκε αντιμέτωπη με την πανδημία COVID-19, η οποία, μεταξύ άλλων, μετατόπισε την προσοχή από την κλιματική αλλαγή. Παρόλο που η διαχείριση της πανδημίας είναι κρίσιμη, η αντιμετώπιση των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής αναμένεται να αποτελέσει τη μεγαλύτερη πρόκληση του 21ου αιώνα (Schwab and Malleret, 2020). Γενικότερα, είναι αναμφισβήτητο πως στο μέλλον ο αριθμός των κρίσεων που καλείται να διαχειριστεί η ανθρωπότητα θα αυξηθεί. Το ζήτημα αυτό εξετάζεται από τους Thiel and Masters (2014), οι οποίοι εισάγουν την έννοια της σύντμησης του ιστορικού χρόνου. Σύμφωνα με αυτούς, ο ιστορικός χρόνος δεν είναι στατικός, αλλά μεταβάλλεται ανάλογα με την ταχύτητα της ανθρώπινης προόδου. Σε περιόδους έντονων αλλαγών και τεχνολογικών επιτευγμάτων, όπως κατά τη Βιομηχανική Επανάσταση, ο ιστορικός χρόνος συμπυκνώνεται, οδηγώντας σε ραγδαίες εξελίξεις μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα. Αντίστοιχα, η σύγχρονη τεχνολογική ανάπτυξη έχει εντείνει αυτό το φαινόμενο, με αποτέλεσμα η ανθρωπότητα να βιώνει μία ακόμα μεγαλύτερη επιτάχυνση των γεγονότων. Σε έναν κόσμο που κινείται με τέτοιους ρυθμούς και όπου η ανθρώπινη αλληλεπίδραση είναι διαρκής, αυξάνονται αντίστοιχα και οι πιθανότητες εμφάνισης σοβαρών κρίσεων. Κατά συνέπεια, η πρόβλεψη είναι πως η ανθρωπότητα θα κληθεί να διαχειριστεί ολοένα και περισσότερες κρίσεις στο προσεχές μέλλον (Thiel & Masters, 2014).

Οι κρίσεις έχουν αδιαμφισβήτητες αρνητικές επιδράσεις στην παγκόσμια οικονομία. Για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου, η μελέτη των κρίσεων του παρελθόντος

ενδεχομένως να είναι χρήσιμη για την εξέταση του ενδεχόμενου τρόπου απόκρισης έναντι κρίσεων του μέλλοντος. Το ζήτημα αυτό εξετάστηκε στην παρούσα μελέτη, εστιάζοντας συγκεκριμένα στη διαφοροποίηση, επιχειρώντας την κατάληξη στις βέλτιστες σχετικές πρακτικές. Η μελέτη των βέλτιστων αυτών πρακτικών είναι αναγκαία τόσο για τους παραδοσιακούς θεσμικούς επενδυτές, όσο και για το συμφέρον του απλού πολίτη. Στη χώρα μας, το Ταμείο Κεφαλαιοποιητικής Επικουρικής Ασφάλισης (ΤΕΚΑ) συνιστά πλέον έναν φορέα που καλείται να πραγματοποιήσει επενδύσεις προς όφελος των μελλοντικών συνταξιούχων, με στόχο την επίτευξη των μέγιστων δυνατών αποδόσεων. Επομένως, η μελέτη των βέλτιστων πρακτικών διαχείρισης χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια κρίσεων είναι πλέον αναγκαία όχι μόνο για τους παραδοσιακούς θεσμικούς επενδυτές, αλλά και για τον οποιονδήποτε έχει κατά τρόπο άμεσο ή έμμεσο συμφέρον από την ορθή διαχείριση των επενδύσεων ενός χαρτοφυλακίου.

Ως προς τη διάρθρωση της μελέτης, στο Πρώτο Κεφάλαιο εισάγεται το θέμα της διαχείρισης χαρτοφυλακίου και την επίδρασή της στην παγκόσμια οικονομία κατά τη διάρκεια χρηματιστηριακών κρίσεων. Επισημαίνεται η σημασία της κατανόησης των στρατηγικών διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε περιόδους οικονομικής αστάθειας, καθώς οι κρίσεις επηρεάζουν όχι μόνο τις αγορές αλλά και την ευρύτερη οικονομική δραστηριότητα. Το κεφάλαιο αυτό θέτει τις βάσεις για την ανάλυση των ιστορικών κρίσεων και των στρατηγικών που μπορούν να εφαρμοστούν για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων αυτών των κρίσεων.

Στο Δεύτερο Κεφάλαιο παρουσιάζεται το θεωρητικό πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, αναλύοντας τις βασικές αρχές και έννοιες που διέπουν τη διαχείριση επενδύσεων. Στο κεφάλαιο αυτό εξετάζονται η εξισορρόπηση κινδύνου και απόδοσης, η διαφοροποίηση, η στρατηγική και η τακτική κατανομή των περιουσιακών στοιχείων, καθώς και η μέτρηση και επανεξέταση των επιδόσεων. Επιπλέον, εξετάζεται ο ρόλος της παγκόσμιας οικονομίας στη διαμόρφωση των χρηματοπιστωτικών αγορών και μελετώνται οι επιπτώσεις των χρηματιστηριακών κρίσεων. Το κεφάλαιο αυτό αναδεικνύει τη σημασία της κατανόησης των παγκόσμιων οικονομικών δυναμικών και των κινδύνων που προκύπτουν από τη διασύνδεση των αγορών.

Στο Τρίτο Κεφάλαιο, εξετάζονται τρεις μεγάλες χρηματιστηριακές κρίσεις: η Μεγάλη Ύφεση του 1929, η κρίση του 2008 και η κρίση που προκλήθηκε από την πανδημία COVID-19. Κάθε κρίση εξετάζεται ως προς τα αίτια, τις επιπτώσεις και τις αποκρίσεις που εφαρμόστηκαν. Η Μεγάλη Ύφεση του 1929 χαρακτηρίζεται από την υπερβολική

κερδοσκοπία και την έλλειψη ρυθμιστικών πλαισίων, ενώ η κρίση του 2008 προκλήθηκε από την κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου. Η κρίση της πανδημίας, από την άλλη, προκλήθηκε από την αβεβαιότητα και τις διαταραχές στις αγορές λόγω των lockdowns. Στο εν λόγω κεφάλαιο συγκρίνονται οι επιπτώσεις αυτών των κρίσεων στις αγορές και αναδεικνύεται η σημασία των ταχέων και συντονισμένων πολιτικών αντιδράσεων.

Στο Τέταρτο Κεφάλαιο παρουσιάζονται οι στρατηγικές επενδύσεων κατά τη διάρκεια κρίσεων. Ειδικότερα, μελετώνται διάφορες στρατηγικές επενδύσεων που μπορούν να εφαρμοστούν κατά τη διάρκεια οικονομικών κρίσεων. Αναλύονται τρεις κύριες θεωρίες: η Παραδοσιακή Θεωρία Χαρτοφυλακίου, η Μοντέρνα Θεωρία Χαρτοφυλακίου η Μετα-Μοντέρνα Θεωρία Χαρτοφυλακίου. Η πρώτη εστιάζει στην απλή διαφοροποίηση και την ανάλυση μεμονωμένων τίτλων, ενώ η δεύτερη εισάγει την έννοια της αποδοτικής διαφοροποίησης και της βελτιστοποίησης της σχέσης κινδύνου-απόδοσης. Η Μετα-Μοντέρνα Θεωρία, από την άλλη πλευρά, επικεντρώνεται στον αρνητικό κίνδυνο και προσφέρει μια πιο ρεαλιστική προσέγγιση στη διαχείριση επενδύσεων σε περιόδους κρίσης. Το κεφάλαιο αυτό αναδεικνύει τις δυνατότητες και τους περιορισμούς κάθε θεωρίας και τη σημασία της προσαρμοστικότητας στις αλλαγές των αγορών.

Το Πέμπτο Κεφάλαιο εστιάζει στην πρακτική εφαρμογή των στρατηγικών διαχείρισης χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια των τριών ιστορικών κρίσεων. Εξετάζει πώς οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου αντιμετώπισαν τις προκλήσεις που προέκυψαν από τις κρίσεις, συμπεριλαμβανομένης της έλλειψης ρευστότητας, της αύξησης των συσχετίσεων μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων και της ψυχολογικής επίδρασης στους επενδυτές. Το κεφάλαιο αυτό αναδεικνύει τη σημασία της διαφοροποίησης, της διατήρησης ρευστότητας και της χρήσης εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων για την προστασία των χαρτοφυλακίων. Επιπλέον, εξετάζει τον ρόλο των κεντρικών τραπεζών και των κυβερνητικών παρεμβάσεων στη σταθεροποίηση των αγορών και την υποστήριξη των επενδυτών.

Στο σκέλος των Συμπερασμάτων της μελέτης, επιχειρείται η κατάληξη σε κεντρικές διαπιστώσεις από τη μελέτη που υλοποιήθηκε. Εξετάζονται επομένως οι βασικές διαπιστώσεις που προέκυψαν μέσω της συγκεκριμένης μελέτης και μελετώνται οι πρακτικές προεκτάσεις αυτών. Παράλληλα, αναδεικνύονται οι περιορισμοί της παρούσας μελέτης και αναδεικνύονται πεδία για τη μελλοντική έρευνα.

Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό Πλαίσιο

2.1 Βασικές έννοιες στη διαχείριση χαρτοφυλακίου

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου διακρίνεται από τέσσερις βασικούς πυλώνες, που περιεγράφηκαν αναλυτικά από τον Rudd (1986). Ο πρώτος είναι η εξισορρόπηση του κινδύνου και της απόδοσης, ώστε να βρίσκεται σε σύμπλευση με τους οικονομικούς στόχους και την ανοχή κινδύνου του επενδυτή. Η διαδικασία προϋποθέτει την εις βάθος κατανόηση των στόχων του επενδυτή, οι οποίοι κυμαίνονται από τη διατήρηση του κεφαλαίου έως την επιθετική ανάπτυξη. Βασική αρχή σε αυτή την ισορροπία είναι η διασφάλιση ότι το επίπεδο του αναλαμβανόμενου κινδύνου αντιστοιχεί στο επιθυμητό επίπεδο απόδοσης. Αυτό επιτυγχάνεται με την προσεκτική επιλογή περιουσιακών στοιχείων που προσφέρουν συλλογικά τη βέλτιστη αντιστάθμιση μεταξύ αυτών των δύο παραμέτρων.

Η δεύτερη αρχή είναι η διαφοροποίηση, η οποία χρησιμεύει ως στρατηγική διαχείρισης κινδύνου. Η διαφοροποίηση περιλαμβάνει τη διασπορά των επενδύσεων σε διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, τομείς και γεωγραφικές περιοχές για τη μείωση του μη συστηματικού κινδύνου, ο οποίος αφορά μεμονωμένους τίτλους ή κλάδους. Περιλαμβάνοντας ένα μείγμα περιουσιακών στοιχείων με διαφορετικά προφίλ κινδύνου-απόδοσης και συσχετίσεων, οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου στοχεύουν να μετριάσουν τον αντίκτυπο των κακών επιδόσεων σε ένα τμήμα. Η προσέγγιση αυτή όχι μόνο προστατεύει από τη μεταβλητότητα, αλλά και ενισχύει τη σταθερότητα του χαρτοφυλακίου με την πάροδο του χρόνου. Η αποτελεσματική διαφοροποίηση συχνά πραγματοποιείται κατόπιν ανάλυσης δεδομένων και έρευνας, ώστε να προκύπτει ένα ισχυρό και ισορροπημένο μείγμα περιουσιακών στοιχείων (Rudd, 1986). Κατά τον Dalio (2021), η διαφοροποίηση σε ανεξάρτητες μεταξύ τους επενδύσεις πρέπει να συνιστά μάλιστα την πρώτη προτεραιότητα κατά την ανάπτυξη ενός χαρτοφυλακίου, θεωρώντας τη διαφοροποίηση αρκετά πιο εφικτή σε σχέση με την εύρεση των «καλύτερων» μετοχών.

Η στρατηγική και η τακτική κατανομή διαδραματίζουν επίσης έναν βαρύνουσα σημασίας ρόλο στη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Η στρατηγική κατανομή περιουσιακών στοιχείων αναφέρεται στη μακροπρόθεσμη κατανομή αυτών με βάση τους στόχους και την ανοχή κινδύνου ενός επενδυτή. Η τακτική κατανομή, από την άλλη πλευρά, περιλαμβάνει βραχυπρόθεσμες προσαρμογές του χαρτοφυλακίου ως απόκριση στις συνθήκες της αγοράς

ή στις οικονομικές προβλέψεις. Συνδυάζοντας αυτές τις προσεγγίσεις, οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου επιδιώκουν μια πειθαρχημένη επενδυτική στρατηγική, ενώ παράλληλα εκμεταλλεύονται τις ευκαιρίες της αγοράς για να ενισχύουν τις αποδόσεις ή να προστατεύονται από ζημίες (Rudd, 1986).

Τέλος, η μέτρηση και η επανεξέταση των επιδόσεων είναι απαραίτητες για να διασφαλιστεί ότι ένα χαρτοφυλάκιο εξακολουθεί να ανταποκρίνεται στους στόχους του επενδυτή με την πάροδο του χρόνου. Αυτό πραγματοποιείται μέσα από τη συγκριτική αξιολόγηση των επιδόσεων του χαρτοφυλακίου σε σχέση με δείκτες ή προκαθορισμένες μετρήσεις για την αξιολόγηση της επιτυχίας του στην επίτευξη των επιθυμητών αποδόσεων. Η τακτική επανεξέταση χρησιμοποιείται για τη διασφάλιση του ότι το χαρτοφυλάκιο παραμένει σε σύμπλευση με την αρχική στρατηγική, ιδίως ως ανταπόκριση στις μεταβαλλόμενες δυναμικές της αγοράς. Με τη συστηματική παρακολούθηση του χαρτοφυλακίου, οι διαχειριστές μπορούν να λαμβάνουν τεκμηριωμένες αποφάσεις για τη διατήρηση της συνάφειας και της αποτελεσματικότητάς του, διασφαλίζοντας πως αυτό υποστηρίζει με συνέπεια τις οικονομικές φιλοδοξίες των επενδυτών (Rudd, 1986).

2.2 Ο ρόλος της παγκόσμιας οικονομίας

Στη σύγχρονη εποχή, η παγκόσμια οικονομία διαδραματίζει κεντρικό ρόλο στη διαμόρφωση των χρηματοπιστωτικών αγορών, επηρεάζοντας άμεσα τις στρατηγικές διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Η παγκόσμια οικονομία αναφέρεται στις διασυνδεδεμένες οικονομικές δραστηριότητες των κρατών σε όλο τον κόσμο, που χαρακτηρίζονται από το εμπόριο, τις επενδύσεις, τις τεχνολογικές εξελίξεις και τις διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές συναλλαγές. Η εν λόγω διασύνδεση δημιουργεί ευκαιρίες και προκλήσεις για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίου, οι οποίοι καλούνται να αντιμετωπίσουν πολύπλοκες δυναμικές για να βελτιστοποιήσουν τις αποδόσεις και ταυτόχρονα να μετριάσουν τους κινδύνους. Η παγκόσμια οικονομία επιδρά μέσω οικονομικών δεικτών, όπως η αύξηση του ΑΕΠ, τα ποσοστά πληθωρισμού, τα επίπεδα ανεργίας και οι αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών για τα επιτόκια. Αυτοί οι δείκτες διαμορφώνουν το κλίμα των επενδυτών και υπαγορεύουν την απόδοση των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων. Για παράδειγμα, η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη σε μια χώρα μπορεί να παρουσιάσει ευκαιρίες στη χρηματιστηριακή της αγορά, ενώ μια επιβράδυνση μπορεί να στρέψει την προσοχή

προς άλλες οικονομίες. Το πρώτο τέτοιο ιστορικά παράδειγμα είναι αυτό της στροφής των επενδυτών στην ασφαλέστερη Βρετανία μετά τη δεκαετία το 1780, αποσύροντας μαζικά τα κεφάλαια από το χρηματιστήριο του Άμστερνταμ (Dalio, 2021).

Στη διαχείριση χαρτοφυλακίου, η παγκόσμια οικονομία συνιστά τόσο ένα πλαίσιο, όσο και μια πρόκληση για τη λήψη αποφάσεων. Όπως αναφέρεται και ανωτέρω, η διαχείριση χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει τη στρατηγική κατανομή των περιουσιακών στοιχείων για την επίτευξη συγκεκριμένων επενδυτικών στόχων, εξισορροπώντας τον κίνδυνο και την απόδοση. Στο πλαίσιο μιας παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου πρέπει να λαμβάνουν υπόψη παράγοντες όπως οι συναλλαγματικές διακυμάνσεις, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι και οι περιφερειακές οικονομικές επιδόσεις. Για παράδειγμα, οι αναδυόμενες αγορές, που διακρίνονται από την ταχεία οικονομική ανάπτυξη, παρέχουν ευκαιρίες για υψηλότερες αποδόσεις, αν και συχνά συνοδεύονται από αυξημένη μεταβλητότητα. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου πρέπει να σταθμίζουν αυτές τις ευκαιρίες έναντι των κινδύνων, όπως η πολιτική αστάθεια ή η ρυθμιστική απροβλεψιμότητα, που συνιστούν συχνές παθογένειες στις αναδυόμενες αγορές (Dalio, 2021).

Μια άλλη σημαντική πτυχή της διαχείρισης χαρτοφυλακίου στην παγκόσμια οικονομία είναι η ανταπόκριση στις μακροοικονομικές τάσεις και τους κλυδωνισμούς, που πλέον έχουν έναν χαρακτήρα παγκόσμιο. Κατά το Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ, αυτό συνιστά και το κατεξοχήν στοιχείο διαφοροποίησης της σύγχρονης οικονομίας σε σχέση με το παρελθόν. Ειδικότερα, οι Schwab & Malleret (2020) αναφέρονται σε δύο κινδύνους με επίδραση στις παγκόσμιες αγορές, αυτούς της πανδημίας COVID-19 και της κλιματικής αλλαγής, απειλές με επίδραση στο σύνολο των κατοίκων της γης. Όπως επισημαίνουν, οι «παγκόσμιες» απειλές του παρελθόντος νοούνταν ως τέτοιες καθώς αφορούσαν είτε το μεγαλύτερο τμήμα του παγκόσμιου πληθυσμού είτε τα κράτη αυτά που μετέπειτα «έγραψαν» την Ιστορία. Για παράδειγμα, υπήρχαν κράτη που δεν συμμετείχαν στον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο και που επηρεάστηκαν ελάχιστα ή και καθόλου από αυτόν λόγω της γεωγραφικής τους απόστασης από τα γεγονότα, αλλά και της πιο περιορισμένης διασύνδεσης των τότε αγορών. Αντίθετα, κατά τους Schwab & Malleret (2020) οι απειλές του 21^{ου} αιώνα είναι παγκόσμιες απειλές με την κυριολεκτική έννοια του όρου, έχοντας συνεπώς επιδράσεις στο σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας και των χρηματιστηρίων του κόσμου.

Η παγκόσμια διασύνδεση των αγορών οδηγεί πλέον σε ολοένα και μεγαλύτερο βαθμό σε ένα “butterfly effect” στα χρηματιστήρια. Για παράδειγμα, οι αλλαγές στην πολιτική της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ μπορεί να έχουν παγκόσμιες επιπτώσεις, επηρεάζοντας τα επιτόκια, τις ροές κεφαλαίων και τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Ομοίως, η τεχνολογική καινοτομία, όπως οι εξελίξεις στην τεχνητή νοημοσύνη ή τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας, δημιουργούν νέες επενδυτικές ευκαιρίες σε όλους τους κλάδους και τις περιφέρειες. Τόσο οι θετικές, όσο και οι αρνητικές τοπικές ή περιφερειακές δυναμικές, έχουν πλέον έναν παγκόσμιο αντίκτυπο (Dalio, 2021).

2.3 Οι χρηματιστηριακές κρίσεις

Η χρηματιστηριακή κρίση χαρακτηρίζεται από σημαντική πτώση ενός δείκτη τιμών των μετοχών σε εθνικό, περιφερειακό ή παγκόσμιο επίπεδο. Η κρίση προσδιορίζεται με βάση τρεις παράγοντες: 1) Τη μείωση του δείκτη τιμών των μετοχών πέραν ενός ορισμένου ορίου 2) Τη διάρκεια κατά την οποία ο δείκτης τιμών συνεχίζει να πέφτει 3) Το χρόνο που απαιτείται για την ανάκαμψη και την επιστροφή στα κανονικά επίπεδα τιμών (Rashid Sabri, 2004).

Ο προσδιορισμός αυτός παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον και πράγματι τα τρία αυτά κριτήρια φαίνεται να είναι αναγκαία για τον καθορισμό μιας χρηματιστηριακής κρίσης. Από το σημείο αυτό όμως εκκινεί ένας επίσης γόνιμος προβληματισμός ως προς τα ακριβή σημεία κριτήρια που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τον προσδιορισμό της χρηματιστηριακής κρίσης. Ως προς το βαθμό μείωσης των τιμών, ο Rashid Sabri (2004) αναφέρεται σε ένα ποσοστό 25%. Το ποσοστό αυτό ξεπερνάει επομένως την έννοια της απλής διόρθωσης των τιμών, δίνοντας έτσι το χαρακτήρα της κρίσης στην κατάσταση που πλέον αντιμετωπίζει ένας δείκτης. Το κριτήριο αυτό θα μπορούσε να θεωρηθεί ικανό και επαρκές.

Το πρόβλημα με αυτή την οριοθέτηση προκύπτει από τα επόμενα κριτήρια, τα οποία σχετίζονται με τον χρονικό προσδιορισμό της κατάστασης. Η οριοθέτηση αυτή προϋποθέτει την ύπαρξη ενός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος που απαιτείται μέχρι να επιστρέψει ο δείκτης στα «κανονικά» επίπεδα, με το ενδιάμεσο χρονικό διάστημα να θεωρείται ως η περίοδος της κρίσης (Rashid Sabri, 2004). Το πρόβλημα σε αυτή την περίπτωση έγκειται στη θεώρηση ότι πριν την εκδήλωση της κρίσης τα επίπεδα ήταν «φυσιολογικά». Σε

ορισμένες περιπτώσεις, αυτό θα μπορούσε πράγματι να ισχύει. Ωστόσο, σε άλλες η πτώση ακολουθεί μία προγενέστερη φούσκα στις αξίες των μετοχών, με την επιστροφή στα προγενέστερα επίπεδα να πραγματοποιείται μετά από δεκαετίες ή και ποτέ. Όπως αναφέρει ο Dalio (2021), ο δείκτης Nikkei δεν είχε φτάσει ποτέ στις 38.915 μονάδες, σημείο στο οποίο βρισκόταν τον Δεκέμβριο του 1989, πριν από το σκάσιμο της φούσκας. Επί του παρόντος, ο δείκτης κινείται προς αυτό το όριο και το έχει ξεπεράσει εντός του έτους 2024, ξεπερνώντας πλέον τις 40.000 μονάδες αλλά από τις αρχές του 2025 βρίσκεται ξανά κάτω του ορίου του 1989. Επομένως, θα ήταν δύσκολο να θεωρηθεί ότι το χρηματιστήριο της Ιαπωνίας βρίσκεται σε κρίση εδώ και περίπου 35 χρόνια. Κατά συνέπεια, φαίνεται ότι είναι αρκετά δύσκολη η οριοθέτηση της χρηματιστηριακής κρίσης με βάση την αναμονή της επιστροφής στις προγενέστερες τιμές.

Οι Al-Rjoub and Azzam (2012) προτείνουν μία διαφορετικού τύπου, αλλά ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα οριοθέτηση. Το πρώτο κριτήριο που προσδιορίζουν είναι αυτό της ξαφνικής πτώσης των τιμών. Η ξαφνική πτώση προκαλείται, επομένως, ως συνάρτηση κάποιου γεγονότος και, οπωσδήποτε, δεν μπορεί να εκτείνεται αόριστα στον χρόνο ούτε να είναι ιδιαίτερα παρατεταμένη. Σε μια τέτοια άλλωστε περίπτωση, δεν πρόκειται τόσο για κρίση, όσο για μία νέα πραγματικότητα ή ενδεχομένως για μία πραγματική διόρθωση. Το γεγονός της κρίσης είναι απαραίτητα σύντομο, χωρίς όμως να μπορεί να προσδιοριστεί με ακρίβεια χρονικά, δεδομένου ότι διαφορετικά μεταξύ τους γεγονότα, όπως μία τρομοκρατική επίθεση ή μία πανδημία, έχουν διαφορετική διάρκεια. Δεδομένου λοιπόν ότι τα γεγονότα που προκαλούν τις κρίσεις διαφέρουν χρονικά, δεν μπορεί να υπάρξει ένα κοινό κριτήριο σε μια τέτοια περίπτωση. Εξάλλου, ένας ορισμός που θα κάλυπτε επαρκώς τα γεγονότα του παρελθόντος θα αδυνατούσε να εστιάσει σε πιθανά γεγονότα του μέλλοντος, τα οποία εντάσσονται σε ένα σύνολο μη πεπερασμένων και αγνώστων κινδύνων. Επομένως, η απουσία αυστηρής χρονικής οριοθέτησης της κρίσης από τους Al-Rjoub & Azzam (2012) μπορεί να θεωρηθεί ιδιαίτερα χρήσιμη.

Το δεύτερο ιδιαίτερο ενδιαφέρον κριτήριο που εισάγουν στον ορισμό τους οι Al-Rjoub & Azzam (2012) έχει να κάνει με το ποσοστό μείωσης των τιμών του δείκτη. Και σε αυτή ωστόσο την περίπτωση δεν θέτουν ένα αυστηρό και καθολικό κριτήριο, κάτι που θα μπορούσε όμως να θεωρηθεί ιδιαίτερα εύστοχο. Όπως επισημαίνουν, για τις ανεπτυγμένες οικονομίες μία μείωση της αξίας ενός δείκτη κατά 20% σηματοδοτεί πράγματι μία κρίση στο χρηματιστήριο. Ωστόσο, για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπου η μεταβλητότητα είναι πολύ μεγαλύτερη, απαιτείται ένα υψηλότερο ποσοστό, συγκεκριμένα ποσοστό της

τάξης του 35%. Ενώ επομένως μέσα από την οριοθέτηση τους αποδέχονται την ύπαρξη συγκεκριμένων ποσοστών, τα ποσοστά αυτά δεν είναι κοινά για όλους τους δείκτες. Η οριοθέτηση αυτή κρίνεται πιο εύστοχη σε σύγκριση με αυτή του Rashid Sabri (2004), και ως εκ τούτου υιοθετείται στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης.

Κεφάλαιο 3: Ανάλυση Ιστορικών Χρηματιστηριακών Κρίσεων

3.1 Η Μεγάλη Ύφεση του 1929

Προς της μελέτης των στρατηγικών απόκρισης σε επίπεδο χαρτοφυλακίου, καθίσταται επιβεβλημένη η μελέτη των ίδιων των οικονομικών και χρηματιστηριακών κρίσεων. Η μελέτη της Μεγάλης Ύφεσης παρέχει άλλωστε μια αδιαμφισβήτητη αξία για την κατανόηση των οικονομικών δυναμικών του τότε και του τώρα. Η Μεγάλη Ύφεση αποτέλεσε μια κομβική στιγμή στην παγκόσμια οικονομική ιστορία, αναδεικνύοντας την ευαλωτότητα των καπιταλιστικών οικονομιών σε συστημικές κρίσεις. Ανέδειξε ζητήματα όπως η εισοδηματική ανισότητα, η ευαλωτότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και η σημασία της κυβερνητικής παρέμβασης για τη σταθεροποίηση των οικονομιών. Εξετάζοντας επομένως τα αίτια αυτής, μπορούν να αναπτύσσονται καλύτερες πολιτικές απόκρισης έναντι μελλοντικών απειλών. Επιπλέον, η Μεγάλη Ύφεση προκάλεσε σημαντικές αλλαγές στην οικονομική θεωρία και πρακτική, ιδίως την ανάπτυξη και εφαρμογή της κεϋνσιανής οικονομικής προσέγγισης (Bellamy-Foster, 1983).

Η οικονομική άνθιση της δεκαετίας του 1920, που συχνά αποκαλείται «Roaring Twenties», διακρίνεται από αξιοσημείωτες τεχνολογικές εξελίξεις και ευρεία οικονομική αισιοδοξία. Καινοτομίες όπως η ευρεία υιοθέτηση της ηλεκτρικής ενέργειας, η απόκτηση ιδιωτικής χρήσης αυτοκινήτων και οι εξελίξεις στην αποδοτικότητα της παραγωγής, συμπεριλαμβανομένης της παραγωγής σε γραμμές συναρμολόγησης, μεταμόρφωσαν τις βιομηχανίες και συνέβαλαν σε σημαντική αύξηση της παραγωγικότητας. Η καταναλωτική κουλτούρα άνθισε με την άνοδο της πίστωσης με δόσεις, επιτρέποντας σε πολλούς ανθρώπους στις Ηνωμένες Πολιτείες να αποκτήσουν αυτοκίνητα, ραδιόφωνα και οικιακές συσκευές. Οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες, συμπεριλαμβανομένης της δημιουργίας επενδυτικών καταπιστευμάτων, εκδημοκράτισαν τις κεφαλαιαγορές και τροφοδότησαν την άνοδο του χρηματιστηρίου. Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1920, ωστόσο, οι κερδοσκοπικές επενδύσεις, που τροφοδοτήθηκαν από την εύκολη πίστωση και την αισιοδοξία για τη συνέχιση της οικονομικής ανάπτυξης, δημιούργησαν ένα εύθραυστο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον (Bruner & Miller, 2019).

Η κατάρρευση ξεκίνησε τον Οκτώβριο του 1929. Ο Dow Jones Industrial Average (DJIA) βρέθηκε στο υψηλότερό του ως τότε σημείο στις αρχές Σεπτεμβρίου του 1929, αλλά

άρχισε μια απότομη πτώση στα τέλη Οκτωβρίου, με αποκορύφωμα την απώλεια ρεκόρ μιας ημέρας κατά 12,8% στις 28 Οκτωβρίου, την οποία ακολούθησε άλλη μια πτώση 11,7% την επόμενη ημέρα. Τα γεγονότα αυτά κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και περιορίσαν τις καταναλωτικές δαπάνες και τις επιχειρηματικές επενδύσεις. Παρόλο που το κραχ δεν προκάλεσε άμεσα τη Μεγάλη Ύφεση, ενίσχυσε τα υφιστάμενα τρωτά σημεία της παγκόσμιας οικονομίας, συμπεριλαμβανομένων των αποπληθωριστικών πιέσεων, των χρεοκοπιών των τραπεζών και των περιοριστικών νομισματικών πολιτικών. Η επακόλουθη οικονομική ύφεση οδήγησε τον DJIA να χάσει το 87% της αξίας του μέχρι τον Μάρτιο του 1933, σηματοδοτώντας μία από τις πιο σοβαρές οικονομικές υφέσεις στην ιστορία (Bruner & Miller, 2019).

Τα αίτια του κραχ του 1929 ήταν πολύπλευρα και είχαν τις ρίζες τους τόσο στη διαρθρωτική, όσο και στην κερδοσκοπική δυναμική της αμερικανικής οικονομίας. Όπως αναφέρεται και ανωτέρω, ένας σημαντικός παράγοντας ήταν η κερδοσκοπική φούσκα στο χρηματιστήριο κατά τη δεκαετία του 1920, που τροφοδοτήθηκε από την υπερβολική αισιοδοξία και τη διαθεσιμότητα εύκολων πιστώσεων. Οι επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων πολλών Αμερικανών της μεσαίας τάξης, δανείστηκαν σε μεγάλο βαθμό για να αγοράσουν μετοχές, καλύπτοντας συχνά μόνο το 10% της αξίας τους εκ των προτέρων. Έτσι, η ευρεία χρήση δανείων δημιούργησε ένα εύθραυστο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ιδιαίτερα ευαίσθητο σε μικρές μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Επιπλέον, η αποσύνδεση μεταξύ των ραγδαία αυξανόμενων τιμών των μετοχών και των υποκείμενων θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών, όπως η παραγωγή και τα εταιρικά κέρδη, κατέστησε την αγορά όλο και πιο μη βιώσιμη. Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1920, η χρηματιστηριακή έκρηξη είχε αποσυνδεθεί από την πραγματική οικονομία, με τις τιμές των μετοχών να φτάνουν σε επίπεδα που δεν μπορούσαν να δικαιολογηθούν από τα κέρδη (Matés-Barco, 2023).

Επιπλέον, οι συστημικές αδυναμίες του παγκόσμιου νομισματικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος επιδείνωσαν την κατάσταση. Ο κανόνας του χρυσού, που επανήλθε στη δεκαετία του 1920, οδήγησε σε άκαμπτους περιορισμούς στις νομισματικές πολιτικές, περιορίζοντας την ικανότητα των κυβερνήσεων να ανταποκρίνονται στις οικονομικές πιέσεις. Οι Ηνωμένες Πολιτείες, ως χώρα-πιστωτής, απέτυχε να διευκολύνει την εύρυθμη λειτουργία του κανόνα χρυσού. Σε συνδυασμό με τη μείωση των τιμών των γεωργικών προϊόντων και την υπερπαραγωγή σε βασικούς τομείς, αυτές οι διαρθρωτικές ανισορροπίες δημιούργησαν οικονομική αστάθεια. Οι περιοριστικές νομισματικές

πολιτικές στις ΗΠΑ και τη Γερμανία αύξησαν περαιτέρω τη χρηματοπιστωτική πίεση, οδηγώντας σε αποπληθωριστικές τάσεις και χρεοκοπίες τραπεζών. Οι προστατευτικές πολιτικές, όπως ο δασμολογικός νόμος Smoot-Hawley, περιόρισαν επίσης το διεθνές εμπόριο, εξαπλώνοντας την οικονομική ύφεση σε παγκόσμιο επίπεδο, ενισχύοντας τη σοβαρότητά της. Αυτοί οι αλληλένδετοι παράγοντες δημιούργησαν ένα επισφαλές περιβάλλον, που συνέβαλε στο χρηματιστηριακό κραχ του Οκτωβρίου του 1929 (Matés-Barco, 2023).

Σε επίπεδο πολιτικών απόκρισης, οι αντιδράσεις στη Μεγάλη Ύφεση επικεντρώθηκαν κυρίως στη νομισματική πολιτική και στις δημοσιονομικές δράσεις, με αξιοσημείωτη έμφαση στο ρόλο της νομισματικής πολιτικής. Μεταξύ του 1933 και των αρχών της δεκαετίας του 1940, οι ΗΠΑ γνώρισαν μια άνευ προηγουμένου νομισματική ανάπτυξη που καθοδηγήθηκε κυρίως από σημαντικές εισροές χρυσού. Οι εισροές αυτές διευκολύνθηκαν από την υποτίμηση του δολαρίου ΗΠΑ το 1933 και την αυξανόμενη πολιτική αστάθεια στην Ευρώπη, η οποία ενθάρρυνε τη φυγή κεφαλαίων προς τις Ηνωμένες Πολιτείες. Η επέκταση της προσφοράς χρήματος μείωσε τα πραγματικά επιτόκια, τονώνοντας τις επενδύσεις και τις δαπάνες για αγαθά, οι οποίες ήταν ζωτικής σημασίας για την ανάκαμψη. Η κυβέρνηση Ρούσβελτ επέλεξε να μην περιορίσει τις εισροές χρυσού, επιτρέποντας έτσι την αύξηση της νομισματικής βάσης. Η απόφαση αυτή, σε συνδυασμό με ανεξάρτητους νομισματικούς παράγοντες, όπως η ανατίμηση του χρυσού, ευθύνεται για τη σημαντική επέκταση της συνολικής ζήτησης κατά τη φάση της ανάκαμψης (Romer, 1992).

Από δημοσιονομικής πλευράς, ενώ το New Deal εισήγαγε προγράμματα δημόσιων έργων και άλλες μορφές κρατικών δαπανών, τα μέτρα αυτά δεν ήταν επαρκή για να οδηγήσουν από μόνα τους την ανάκαμψη. Η δημοσιονομική πολιτική δεν παρουσίασε την ίδια κλίμακα επέκτασης με τη νομισματική πολιτική. Επιπλέον, ορισμένες πολιτικές, όπως η εισαγωγή φόρων κοινωνικής ασφάλισης το 1937, συρρίκνωσαν προσωρινά τη ζήτηση. Ωστόσο, η δημοσιονομική πολιτική από μόνη της δεν ήταν επαρκής για την ταχεία ανάκαμψη που παρατηρήθηκε στα μέσα και τέλη της δεκαετίας του 1930 (Romer, 1992).

3.2 Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 προκλήθηκε κυρίως από την ταχεία επέκταση και κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων, η οποία τροφοδοτήθηκε από την

υπερβολική ανάληψη κινδύνων και το ρυθμιστικό αρμπιτράζ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ένας σημαντικός παράγοντας ήταν η εξάπλωση των ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης, τα οποία χορηγήθηκαν σε δανειολήπτες με περιορισμένη ικανότητα αποπληρωμής. Αυτά τα δάνεια υψηλού κινδύνου τιτλοποιήθηκαν σε τίτλους με υποθήκη και σε εξασφαλισμένες υποχρεώσεις χρέους, οι οποίες στη συνέχεια πωλήθηκαν παγκοσμίως, συχνά με αμφίβολες εκ του αποτελέσματος πιστοληπτικές αξιολογήσεις AAA. Οι τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επιδείνωσαν, το πρόβλημα διατηρώντας σημαντικά τμήματα αυτών των τιτλοποιημένων προϊόντων, ενισχύοντας την έκθεσή τους στην κατάρρευση της αγοράς των ακινήτων. Οι επακόλουθες αθετήσεις των ενυπόθηκων δανείων μειωμένης εξασφάλισης προκάλεσαν μαζικές απώλειες σε αυτούς τους τίτλους, οδηγώντας σε ένα φαινόμενο ντόμινο. Γενικότερα, κατά την εκδήλωση της κρίσης του 2008 υπήρχε μια λανθασμένη εκτίμηση του κινδύνου και μια ανεπάρκεια των ρυθμιστικών αρχών που θα έπρεπε να συμβάλλουν στην πρόληψη της κρίσης (Acharya & Richardson, 2009).

Σε κάθε περίπτωση, η έναρξη της κρίσης ορθιοθετείται χωρικά, δηλαδή στις Ηνωμένες Πολιτείες, και χρονικά, εκκινώντας τον Αύγουστο του 2007. Αντικείμενο ανάλυσης αποτελεί όμως το πού η κρίση μεταδόθηκε, αλλά και το πότε αυτή τελείωσε. Η Ευρωζώνη φαίνεται πως ξεπέρασε την κρίση αργότερα, με ορισμένες χώρες, όπως η χώρα μας, να βιώνουν την κρίση για μια περίοδο πέραν των 10 ετών (Katsanidou & Lefkofridi, 2020).

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 είχε βαθύτατες επιπτώσεις στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές. Υπήρξε μάλιστα μια παγκόσμια διάχυση των επιδράσεων της κρίσης. Ειδικότερα, η χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ, ως επίκεντρο της κρίσης, μετέδωσε τους κραδασμούς σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες όπως ο Καναδάς, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Αυστραλία, καθώς και σε ασιατικές αγορές όπως το Χονγκ Κονγκ και η Ινδία. Ωστόσο, η μετάδοση δεν ήταν καθολική- για παράδειγμα, η Γερμανία και η Ιαπωνία παρουσίασαν χαμηλότερα επίπεδα μετάδοσης, γεγονός που υποδηλώνει ότι τα ισχυρά οικονομικά θεμελιώδη μεγέθη μπορεί να παρείχαν κάποια προστασία (Luchtenberg & Vu, 2015).

Οι μηχανισμοί μετάδοσης επεκτείνονται πέρα από τις παραδοσιακές περιφερειακές επιρροές, βασισμένοι σε θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη όπως οι εμπορικές εξαρτήσεις, οι μεταβολές των επιτοκίων και η αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο. Οι αυξημένες συσχετίσεις που παρατηρήθηκαν κατά την περίοδο της κρίσης υποδηλώνουν ότι οι χρηματιστηριακές αγορές έγιναν περισσότερο αλληλοεξαρτώμενες, υπονομεύοντας

ενδεχομένως την αποτελεσματικότητα των στρατηγικών διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου, αντικείμενο που εξετάζεται εκτενέστερα στη συνέχεια της παρούσας μελέτης. Υπήρχε συνεπώς μια παγκόσμια εμβέλεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, αποδεικνύοντας πώς τα διασυνδεδεμένα χρηματοπιστωτικά συστήματα μπορούν να διαδώσουν τους κλυδωνισμούς (Luchtenberg & Vu, 2015).

Δεδομένων των διδαγμάτων του 1929, οι πολιτικές αντιδράσεις στη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 ήταν ταχείες και πολύπλευρες, με στόχο τη σταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και τον περιορισμό της οικονομικής συρρίκνωσης. Η νομισματική πολιτική διαδραμάτισε κεντρικό ρόλο, με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και άλλες κεντρικές τράπεζες να μειώνουν επιθετικά τα επιτόκια. Μέχρι τις αρχές του 2009, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ είχε μειώσει τα επιτόκια σχεδόν στο μηδέν, ενώ πραγματοποιήθηκαν παρόμοιες ενέργειες στην Ευρωζώνη, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία. Οι μειώσεις των επιτοκίων αποσκοπούσαν στη μείωση του κόστους δανεισμού και στην τόνωση των επενδύσεων. Όταν η συμβατική νομισματική πολιτική έφτασε στα όριά της, οι κεντρικές τράπεζες στράφηκαν στην ποσοτική χαλάρωση, αγοράζοντας ομόλογα του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα για να μειώσουν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια και να διοχετεύσουν ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι συντονισμένες μειώσεις των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες παγκοσμίως συνέβαλαν στην άμβλυνση της οικονομικής ύφεσης, ιδίως το 2009 (Barrell et al., 2009).

Η δημοσιονομική πολιτική διαδραμάτισε επίσης ζωτικό ρόλο, με τις κυβερνήσεις να εισάγουν πακέτα κινήτρων για να αντιμετωπίσουν τις επιπτώσεις της κρίσης. Οι Ηνωμένες Πολιτείες εφάρμοσαν ένα σημαντικό δημοσιονομικό πακέτο ύψους 825 δισεκατομμυρίων δολαρίων, εστιάζοντας σε φορολογικές περικοπές, επενδύσεις σε υποδομές και στήριξη των εύάλωτων βιομηχανιών. Ομοίως, ο Καναδάς και η Ιαπωνία υιοθέτησαν σημαντικά δημοσιονομικά μέτρα, με στόχο τις υποδομές και τη φορολογική ελάφρυνση. Στην Ευρώπη, οι αντιδράσεις ποικίλλουν, καθώς η Γερμανία έμφαση στις περικοπές φόρων και στις δημόσιες επενδύσεις, ενώ μικρότερης κλίμακας μέτρα εφαρμόστηκαν στη Γαλλία, την Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι δημοσιονομικές πρωτοβουλίες μετρίασαν συλλογικά την πτώση της παραγωγής, μειώνοντας τη συρρίκνωση των οικονομιών. Ωστόσο, ενώ τα δημοσιονομικά μέτρα ήταν αποτελεσματικά στη στήριξη της ανάπτυξης, η περιορισμένη αρχική αντίδραση

σε ορισμένες περιοχές, ιδίως στην Ευρωζώνη, ανέδειξε τις διαφορές στην ταχύτητα και την κλίμακα των παρεμβάσεων (Barrell et al., 2009).

Γενικότερα, η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 επηρέασε τις χώρες με διαφορετικό τρόπο, ανάλογα με τα επίπεδα χρηματοπιστωτικής ευπάθειας, τις μεταξύ τους εμπορικές σχέσεις και τα πλαίσια πολιτικής τους. Οι αναδυόμενες αγορές με υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση και ταχεία πιστωτική ανάπτυξη υπέστησαν τις σημαντικότερες συρρικνώσεις σε επίπεδο ανάπτυξης. Οι χώρες της Ανατολικής Ευρώπης και της Κεντρικής Ασίας, για παράδειγμα, επλήγησαν ιδιαίτερα λόγω των ισχυρών χρηματοπιστωτικών και εμπορικών δεσμών τους με τις προηγμένες οικονομίες και των υψηλών επιπέδων δανεισμού από ξένες τράπεζες. Αντίθετα, οι χώρες της Λατινικής Αμερικής ήταν σχετικά ανθεκτικές, λόγω της χαμηλότερης χρηματοοικονομικής μόχλευσης και του υψηλότερου μεριδίου των τροφίμων στις εξαγωγές τους, κάτι που οδήγησε σε διατήρηση της ζήτησης ακόμη και κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Γενικότερα, οι χώρες που ήταν εξαρτημένες από τις εξαγωγές προηγμένων βιομηχανικών προϊόντων προς τις ανεπτυγμένες οικονομίες αντιμετώπισαν εντονότερη οικονομική ύφεση, καθώς η ζήτηση στις αγορές αυτές περιορίστηκε. Αντίθετα, οι οικονομίες που εξήγαγαν πρωτογενή αγαθά, όπως τρόφιμα και πρώτες ύλες, επηρεάστηκαν λιγότερο (Berkmen et al., 2012).

Τα πλαίσια πολιτικής είχαν επίσης σημασία- τα έθνη με πιο ευέλικτα καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών ήταν καλύτερα εξοπλισμένα για να απορροφήσουν τις εξωτερικές διαταραχές σε σύγκριση με εκείνα με συνδεδεμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα οποία αντιμετώπισαν σοβαρές αναθεωρήσεις της ανάπτυξης προς τα κάτω. Οι ισχυρότερες δημοσιονομικές θέσεις πριν από την κρίση επέτρεψαν σε ορισμένες χώρες να εφαρμόσουν αποτελεσματικές αντικυκλικές πολιτικές, μετριάζοντας περαιτέρω τον αντίκτυπο της κρίσης. Συνολικά, η κρίση υπογράμμισε την αλληλεπίδραση των εγχώριων τρωτών σημείων, των εξωτερικών εξαρτήσεων και των επιλογών πολιτικής στη διαμόρφωση των επιπτώσεων της σε όλα τα κράτη (Berkmen et al., 2012).

3.3 Η προκαλούμενη από την πανδημία COVID-19 κρίση

Η κρίση της παρελθούσας πλέον πανδημίας COVID-19 οδήγησε σε πρωτοφανείς διαταραχές στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές, προκαλώντας ακραία μεταβλητότητα και σημαντικές απώλειες. Ο φόβος των επενδυτών, ο οποίος καθοδηγήθηκε

από την αβεβαιότητα της πανδημίας, έπαιξε σημαντικό ρόλο σε αυτή τη μεταβλητότητα. Χρηματιστηριακοί δείκτες όπως ο S&P 500, ο NASDAQ και ο DJIA σημείωσαν απότομη πτώση. Ο VIX συσχετίστηκε σημαντικά με την αυξημένη μεταβλητότητα στις διεθνείς αγορές, κάτι που αναδεικνύει τη σημαντική επίδραση του φόβου της τότε περιόδου. Οι επενδυτές αντέδρασαν στα lockdown πουλώνοντας μετοχές, εν μέσω πανικού, οδηγώντας σε αλυσιδωτές απώλειες για τα χρηματιστήρια. Μάλιστα, η μεταβλητότητα αποτέλεσε κατεξοχήν στοιχείο του 2020 και ξεπέρασε εκείνη που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 (Li et al., 2022).

Και σε αυτή την κρίση η επίδραση ήταν διαφορετική ανά χώρα και περιοχή. Οι αναδυόμενες αγορές, που διακρίνονται από μικρότερη οικονομική ανθεκτικότητα, επηρεάστηκαν δυσανάλογα, βιώνοντας πιο έντονες μειώσεις στις αποδόσεις των μετοχών. Ορισμένοι όμως τεχνολογικοί δείκτες, όπως ο NASDAQ, είχαν μεγαλύτερη ανθεκτικότητα, δεδομένου πως η πανδημία ώθησε την καινοτομία και την ψηφιοποίηση. Σε κάθε περίπτωση, βασικό χαρακτηριστικό του 2020 ήταν η αστάθεια και η μεταβλητότητα (Li et al., 2022). Εν τέλει, ο S&P 500 έκλεισε κατά 15.32% υψηλότερα στο τέλος του έτους, καθώς η αύξηση τροφοδοτήθηκε από τη νομισματική πολιτική αυτής της περιόδου (Deng et al., 2022).



Σχήμα 1. Ο S & P 500 το 2020

Προσαρμογή από: barchart.com

Οι μειώσεις των επιτοκίων, που αποσκοπούν στην τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και στη μείωση του κόστους δανεισμού, οδήγησαν πράγματι σε έντονες θετικές αντιδράσεις από τις χρηματιστηριακές αγορές. Οι κεντρικές τράπεζες παγκοσμίως μείωσαν σημαντικά τα επιτόκια και τα μέτρα αυτά θεωρήθηκαν ως αποφασιστικές ενέργειες για την αποτροπή της χρηματοπιστωτικής κατάρρευσης και τη διασφάλιση της ρευστότητας. Μάλιστα, οι χρηματιστηριακές αγορές ανταποκρίθηκαν πιο έντονα στις μειώσεις των επιτοκίων σε σχέση με τα όποια μέτρα δημόσιας υγείας ανακοινώθηκαν,

γεγονός που αναδεικνύει την προτίμηση των επενδυτών σε μέτρα που υποστηρίζουν άμεσα την οικονομική ανάκαμψη.(Deng et al., 2022).

Επίσης, οι επενδυτές θεώρησαν τα lockdown ως έναν τρόπο που θα συνέβαλε στον γρηγορότερο έλεγχο της κρίσης. Οι Schwab & Malleret (2020) ανέφεραν ιδιαίτερα εύστοχα κατά την πρώιμη φάση της πανδημίας πως η προστασία της δημόσιας υγείας ταυτίζεται με την προστασία των χρηματοπιστωτικών αγορών. Όπως επεσήμαναν, στην περίπτωση εφαρμογής μιας πολιτικής ανοσίας της αγέλης η καταναλωτική ζήτηση δεν θα επανερχόταν στα προ της πανδημίας επίπεδα, καθώς οι πολίτες θα φοβούνταν να κυκλοφορήσουν όπως πριν, κάτι που θα μείωνε την κατανάλωση. Προέκριναν επομένως την στρατηγική του γρήγορου περιορισμού της κρίσης μέσω των lockdown, κάτι που εκ του αποτελέσματος αποδείχθηκε σωστό για την προστασία των χρηματαγορών.

3.4 Συγκριτική ανάλυση των επιδράσεων στις αγορές

Εξετάζοντας συγκριτικά τις τρεις αυτές χρηματοπιστωτικές κρίσεις, και οι τρεις επηρέασαν τις χρηματοπιστωτικές αγορές, με διαφορετικό όμως τρόπο, κάτι που αναδεικνύει τη μοναδικότητα των αιτιών και των συνθηκών τους. Η Μεγάλη Ύφεση προκλήθηκε από την αποσύνδεση της χρηματιστηριακής αγοράς από τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη, τη χρήση υψηλής μόχλευσης και τις συστημικές αδυναμίες του κανόνα του χρυσού. Η κατάρρευση το 1929 πυροδότησε παγκόσμια ύφεση, με τις αγορές να υποφέρουν από αποπληθωρισμό και μαζικές χρεοκοπίες. Αντίθετα, η κρίση του 2008 ξεκίνησε από την κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού ρίσκου, επιδεινώθηκε από τη χρήση τιτλοποιημένων προϊόντων και το ανεπαρκές ρυθμιστικό πλαίσιο. Και σε αυτή την περίπτωση, οι χρηματοπιστωτικές αγορές κατέρρευσαν, ενώ η συστημική φύση της κρίσης οδήγησε σε ταχεία διεθνή διάχυση, ιδίως λόγω της παγκοσμιοποίησης των αγορών και των υψηλών διασυνδέσεων μεταξύ των οικονομιών.

Η κρίση της πανδημίας, από την άλλη, δεν ξεκίνησε ως χρηματοπιστωτική, αλλά ως υγειονομική, δημιουργώντας πανικό και ακραία μεταβλητότητα στις αγορές. Οι επενδυτές αντέδρασαν στις οικονομικές επιπτώσεις των lockdowns και της αβεβαιότητας, με αποτέλεσμα τις απότομες πτώσεις σε δείκτες όπως ο S&P 500 και ο DJIA. Ωστόσο, η γρήγορη αντίδραση μέσω νομισματικών και δημοσιονομικών μέτρων, όπως οι μειώσεις επιτοκίων και τα πακέτα στήριξης, επέτρεψε στις αγορές να ανακάμψουν ταχύτερα από ό,τι

στις προηγούμενες κρίσεις. Οι πολιτικές αυτές οδήγησαν σε μια πιο θετικά αξιολογούμενη αντίδραση, καθώς εκ του αποτελέσματος η κρίση αντιμετωπίστηκε ταχύτερα. Πιθανόν επομένως πράγματι τα διδάγματα του παρελθόντος να έχουν γίνει πλέον κατανοητά, οδηγώντας έτσι κατά μήκος του χρόνου σε μια ολοένα και μεγαλύτερη συλλογική δυνατότητα προστασίας των χρηματαγορών κατά τη διάρκεια συστημικών κρίσεων.

Για την περαιτέρω μελέτη και κατανόηση των διαφορών μεταξύ αυτών των κρίσεων, εξετάστηκε η χρονική διάρκεια του Bear Market από την ημέρα που η πτώση ξεπέρασε για πρώτη φορά το 20% από τα ιστορικά υψηλά ως και τη μέρα που συντελέστηκε η ανάκαμψη και η επαναφορά στα προγενέστερα ιστορικά υψηλά επίπεδα. Δεδομένου ότι η κρίση του 1929 αφορούσε κυρίως τις Ηνωμένες Πολιτείες, εξετάστηκε επομένως συγκριτικά μεταξύ και των τριών περιπτώσεων ο Dow Jones. Αυτό συνέβη λόγω του ότι ο Nasdaq και ο S&P 500 αναπτύχθηκαν αρκετά πιο μετά. Συνεπώς, και στις τρεις κρίσεις υπάρχει σύγκριση της διάρκειας του Bear Market με βάση τον DJIA, ενώ στις δύο τελευταίες κρίσεις, αυτή του 2008 και αυτή της πανδημίας, υπάρχει και μια μεταξύ τους συγκριτική επισκόπηση της χρονικής διάρκειας με βάση τους δύο αυτούς δείκτες.

Ο πρώτος πίνακας καταγράφει τις τρεις μεγαλύτερες κρίσεις που επηρέασαν τον DJIA, με έμφαση στη διάρκεια των bear markets. Στη Μεγάλη Ύφεση (1929) ο δείκτης χρειάστηκε 25 χρόνια για ανάκαμψη, ενώ η κρίση του 2008 και η πανδημία COVID-19 (2020) είχαν σημαντικά μικρότερες διαρκείες (1.612 και 250 ημέρες αντίστοιχα). Τα δεδομένα δείχνουν την εξέλιξη της ταχύτητας ανάκαμψης των κρίσεων με το πέρασμα του χρόνου.

	Ιστορικό υψηλό- ημερομηνία	Τιμή εισόδου bear market- ημερομηνία	Τιμή εξόδου bear market - ημερομηνία	Διάρκεια
Μεγάλη Ύφεση	381.17 - 3 Σεπτεμβρίου 1929	299.47 - 29 Οκτωβρίου 1929	382.74 - 23 Νοεμβρίου 1954	9.160 ημέρες
Κρίση του 2008	14.164,53 - 9 Οκτωβρίου 2007	11.215,51 - 2 Ιουλίου 2008	14.253,77 - 5 Μαρτίου 2013	1.612 ημέρες
Πανδημία COVID-19	29.551,42 - 12 Φεβρουαρίου 2020	23.553,22 - 11 Μαρτίου 2020	29.950,44 - 16 Νοεμβρίου 2020	250 ημέρες

Πίνακας 1. Η διάρκεια bear market του Dow Jones κατά τις εξεταζόμενες κρίσεις

Ο δεύτερος πίνακας εστιάζει στον Nasdaq Composite, ο οποίος, λόγω της έκθεσής του σε τεχνολογικές εταιρείες, ανέκαμψε γρηγορότερα από άλλους δείκτες. Στην κρίση του 2008 χρειάστηκε 3 χρόνια για να επιστρέψει στα προηγούμενα υψηλά, ενώ η κρίση στην πανδημία του 2020 διήρκεσε μόλις 82 ημέρες.

	Ιστορικό υψηλό- ημερομηνία	Τιμή εισόδου bear market- ημερομηνία	Τιμή εξόδου bear market - ημερομηνία	Διάρκεια
Κρίση του 2008	2.861,51 - 31 Οκτωβρίου 2007	2.292,27 - 9 Ιανουαρίου 2008	2.861,70 - 3 Φεβρουαρίου 2011	1.121 ημέρες
Πανδημία COVID-19	9.817,18 - 19 Φεβρουαρίου 2020	7.952,05 - 12 Μαρτίου 2020	9.895,84 - 2 Ιουνίου 2020	82 ημέρες

Πίνακας 2. Η διάρκεια bear market του Nasdaq κατά τις εξεταζόμενες κρίσεις

Ο τρίτος πίνακας παρουσιάζει τη συμπεριφορά του S&P 500 ως του πιο αντιπροσωπευτικού δείκτη της αμερικανικής αγοράς. Η κρίση του 2008 απαίτησε 1.728 ημέρες από την είσοδο στο bear market ως την επιστροφή στα προηγούμενα ιστορικά

υψηλά, ενώ η πανδημία του 2020 περιορίστηκε σε 5 μήνες. Και ο τρίτος επομένως αυτός δείκτης οδηγεί στη διαπίστωση μιας πολύ πιο γρήγορης ανάκαμψης στην περίοδο της πανδημίας COVID-19.

	Ιστορικό υψηλό- ημερομηνία	Τιμή εισόδου bear market- ημερομηνία	Τιμή εξόδου bear market - ημερομηνία	Διάρκεια
Κρίση του 2008	1.565,15 – 09 Οκτωβρίου 2007	1.252,10 – 9 Ιουλίου 2008	1.565,15 – 28 Μαρτίου 2011	1.727 ημέρες
Πανδημία COVID-19	3.386,15,15 - 19 Φεβρουαρίου 2020	2.711,02 – 12 Μαρτίου 2020	3.389,78 – 18 Αυγούστου 2020	159 ημέρες

Πίνακας 3. Η διάρκεια bear market του S&P 500 κατά τις εξεταζόμενες κρίσεις

Κεφάλαιο 4: Στρατηγικές Επενδύσεων κατά τη Διάρκεια Κρίσεων

4.1 Η παραδοσιακή θεωρία

Σε θεωρητικό επίπεδο, μπορούν να εντοπιστούν διάφορες βασικές στρατηγικές μέσω των οποίων λαμβάνει χώρα η διαχείριση των επενδύσεων κατά τη διάρκεια κρίσεων. Ορισμένες εκ των θεωριών αυτών είναι ευρύτερες, δηλαδή εφαρμόζονται και ανεξάρτητα από την ύπαρξη μιας κρίσης. Όλες ωστόσο εστιάζουν στο πώς θα μπορούσε να επιτευχθεί η καλύτερη προστασία έναντι μιας κρίσης και ως εκ τούτου μπορούν να θεωρηθούν στρατηγικές διαχείρισης των επενδύσεων που προσανατολίζονται στις κρίσεις, είτε πριν είτε κατά τη διάρκεια αυτών (Dalio, 2021).

Η Traditional Portfolio Theory (TPT) αποτελεί την πρώτη θεωρία που αναπτύχθηκε στον τομέα αυτό. Η εν λόγω θεωρία εμφανίστηκε στις αρχές του 20ού αιώνα και είχε καθοριστική επίδραση στη διαχείριση χαρτοφυλακίων μέχρι και τα μέσα του αιώνα. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η εξέλιξή της διακρίνεται σε δύο φάσεις. Η πρώτη φάση, η οποία εκτείνεται από τις αρχές του 20ού αιώνα έως το 1933, χαρακτηρίζεται ως περίοδος ατομικών δεξιοτήτων και ικανοτήτων. Σε αυτήν την περίοδο, η διαχείριση των χαρτοφυλακίων στηριζόταν σε έντονα υποκειμενικές εκτιμήσεις, χωρίς τη χρήση επιστημονικών ή αναλυτικών μεθόδων. Η δεύτερη φάση, που καλύπτει την περίοδο από το 1934 έως το 1952, σηματοδοτεί την έναρξη μιας πιο επαγγελματικής προσέγγισης. Κατά το διάστημα αυτό, οι εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο υπέστησαν αυστηρότερο έλεγχο των οικονομικών τους στοιχείων. Οι επενδυτές, πλέον, εφάρμοζαν μια πιο συστηματική και επιστημονικά τεκμηριωμένη ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών και των χρηματοοικονομικών τίτλων. Στη συγκεκριμένη περίοδο, η διαχείριση χαρτοφυλακίου στηρίχθηκε στη θεμελιώδη ανάλυση των τίτλων που το απάρτιζαν (Vyas, 2014).

Στην TPT δόθηκε έμφαση στην ανάλυση μεμονωμένων τίτλων, ενώ η ανάλυση των χαρακτηριστικών του χαρτοφυλακίου αγνοήθηκε. Με άλλα λόγια, παραβλεπόταν η συσχέτιση της απόδοσης των επιμέρους τίτλων που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο, θεωρώντας ότι η αγορά ήταν αναποτελεσματική και ότι οι χρήστες της θεμελιώδους ανάλυσης, με βάση την ανάλυση των εσωτερικών οικονομικών καταστάσεων της εκάστοτε

εταιρείας, μπορούσαν να εκμεταλλευτούν την αναποτελεσματικότητα της αγοράς και να επιτύχουν υψηλή απόδοση (Vyas, 2014).

Η συγκεκριμένη θεωρία διακρίνεται από βασικά χαρακτηριστικά, όπως η προσαρμογή της δομής του χαρτοφυλακίου στις ανάγκες των επενδυτών και η απλή διαφοροποίηση που βασίζεται στον «νόμο των μεγάλων αριθμών». Δεδομένου ότι οι επενδυτές επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις έναντι χαμηλότερων, τα χαρτοφυλάκια συγκροτούνταν κυρίως από τίτλους με την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Παρόλα αυτά, η επιλογή επενδύσεων αποκλειστικά με βάση την αναμενόμενη απόδοση δεν ήταν από μόνη της επαρκής. Το γεγονός ότι οι περισσότεροι επενδυτές κατανέμουν τα κεφάλαιά τους σε ποικίλους τίτλους καταδεικνύει πως υπάρχουν και άλλοι παράγοντες, εκτός της απόδοσης, που πρέπει να ληφθούν υπόψη (Pantic & Milojevic, 2019). Αν και οι επενδυτές εστιάζουν στην απόδοση, εμφανίζουν ταυτόχρονα αποστροφή προς τον κίνδυνο. Η επιλογή επένδυσης σε περισσότερους από έναν τίτλους αποκαλύπτει ότι είχαν επίγνωση του κινδύνου, όμως αξιολογούσαν την αποτελεσματικότητα του χαρτοφυλακίου κυρίως με βάση το ποσοστό απόδοσης (Omisor et al., 2012).

Η παραδοσιακή προσέγγιση για την αύξηση του αριθμού των τίτλων στο χαρτοφυλάκιο προκειμένου να μειωθεί ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου είναι γνωστή ως απλή ή αφελής διαφοροποίηση. Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή, η επένδυση σε 10 διαφορετικά χρεόγραφα φέρει δεκαπλάσιο κίνδυνο από την επένδυση σε 100 τέτοια χρεόγραφα. Επομένως, αν οι επενδυτές θέλουν να εξαλείψουν τον κίνδυνο, αρκεί να επενδύσουν σε μεγάλο αριθμό τίτλων (Pantic & Milojevic, 2019).

Οι κύριοι εκπρόσωποι αυτής της θεωρίας περιλαμβάνουν τους John Burr Williams, John Richard Hicks και Dickson Hammond Leavens. Αυτοί οι μελετητές υποστήριξαν την ιδέα της απλής διαφοροποίησης, εστιάζοντας στην απομόνωση των μεμονωμένων τίτλων, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους την επενδυτική στρατηγική στο επίπεδο του χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, δεν έδωσαν ιδιαίτερη έμφαση στη συσχέτιση των αποδόσεων μεταξύ των επιμέρους τίτλων που περιλαμβάνονταν σε αυτό. Ο Williams (1938) διατύπωσε την άποψη ότι ο συνολικός κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου θα μπορούσε να εξαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης. Σύμφωνα με τη θεωρία του, αν και τα μελλοντικά μερίσματα είναι αβέβαια, η διασπορά της επένδυσης σε επαρκή αριθμό τίτλων θα μπορούσε να οδηγήσει στη μείωση του κινδύνου στο μηδέν. Υποστήριξε, επίσης, ότι ο «νόμος των μεγάλων αριθμών» επιτρέπει στην πραγματική απόδοση του χαρτοφυλακίου να προσεγγίζει την

αναμενόμενη, γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές θα πρέπει να κατανέμουν τα κεφάλαιά τους σε πλήθος τίτλων με υψηλή αναμενόμενη απόδοση.

Ο Hicks (1935) συμφώνησε με την προσέγγιση της απλής διαφοροποίησης βασισμένης στον «νόμο των μεγάλων αριθμών» και τόνισε τη σημασία του κινδύνου για δύο λόγους. Πρώτον, επειδή επηρεάζει την αναμενόμενη διάρκεια της επένδυσης, και δεύτερον, επειδή καθορίζει το αναμενόμενο επίπεδο απόδοσης. Σύμφωνα με την προσέγγισή του, υπό συνθήκες κινδύνου υπάρχουν διάφορα πιθανά αποτελέσματα, τα οποία μπορούν να παρουσιαστούν μέσω της αναμενόμενης αξίας και ενός κατάλληλου μέτρου διασποράς. Ωστόσο, δεν προσδιόρισε ποιο συγκεκριμένο μέτρο θα ήταν το καταλληλότερο για αυτήν την αξιολόγηση.

Στο έργο του «Διαφοροποίηση των επενδύσεων», ο Leavens (1945) επεσήμανε την ανάγκη και τη σημασία της διαφοροποίησης. Ωστόσο, ο εν λόγω συγγραφέας δεν περιέλαβε τη συσχέτιση στην ανάλυσή του, αλλά εκκίνησε από την υπόθεση ότι η απόδοση των τίτλων είναι ανεξάρτητη, δηλαδή ασυσχέτιστη. Μετά την ανάλυση, ο Leavens τόνισε ότι η υπόθεση αυτή δεν ανταποκρίνεται πάντα στην πραγματικότητα, δηλαδή ότι η διαφοροποίηση μεταξύ των εταιρειών ενός κλάδου δεν μπορεί να προστατεύσει τους επενδυτές από ανεπιθύμητους παράγοντες που επηρεάζουν ολόκληρο τον κλάδο.

Η παραδοσιακή προσέγγιση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου βασίζεται σε μια σειρά θεμελιωδών στοιχείων, με πρώτο και κύριο τη διερεύνηση των χαρακτηριστικών του επενδυτή. Αυτή περιλαμβάνει παράγοντες όπως η ηλικία, η κατάσταση της υγείας, οι οικονομικές του υποχρεώσεις, τα λοιπά περιουσιακά του στοιχεία, οι ανάγκες του σε εισόδημα, η ανάγκη διατήρησης κεφαλαίου, η ρευστότητα, η στάση του απέναντι στον κίνδυνο καθώς και η φορολογική του κατάσταση. Οι επενδυτικοί στόχοι διαμορφώνονται με βασικό σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτου του επενδυτή, λαμβάνοντας υπόψη το επίπεδο κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Οι επενδυτικές στρατηγικές περιλαμβάνουν την ανάλυση διαφόρων παραμέτρων, όπως η κατανομή των τίτλων μεταξύ σταθερού και μεταβλητού εισοδήματος, η επιλογή μετοχών εταιρειών με υψηλά μερίσματα έναντι μετοχών εταιρειών υψηλής ανάπτυξης, οι φορολογικές συνέπειες όπως ο φόρος εισοδήματος και ο φόρος κεφαλαιακών κερδών, το κόστος συναλλαγών, τα πιθανά κεφαλαιακά κέρδη από βραχυπρόθεσμες αγοραπωλησίες και η διατήρηση της απαραίτητης ρευστότητας. Η στρατηγική της απλής διαφοροποίησης χρησιμοποιείται για να μειωθεί η μεταβλητότητα των αποδόσεων και, κατά συνέπεια, να περιοριστεί ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου. Τέλος, η επιλογή των μεμονωμένων επενδύσεων βασίζεται στον

υπολογισμό της εσωτερικής αξίας των μετοχών και τη σύγκρισή της με την τρέχουσα αγοραία τιμή. Αυτή η διαδικασία στηρίζεται στη θεμελιώδη ανάλυση, σε συμβουλές από ειδικούς, σε εμπιστευτικές πληροφορίες καθώς και σε δημοσιογραφικές πηγές που αποτυπώνουν την ιστορική πορεία των εταιρειών (Todoni, 2015).

Η παραδοσιακή προσέγγιση στην κατασκευή ενός χαρτοφυλακίου τίτλων είναι γνωστή ως προσέγγιση εσωτερικής διακόσμησης. Σύμφωνα με αυτήν τη θεωρία, η επιλογή τίτλων αντιμετωπίζεται ως μια μορφή καλλιτεχνικής δημιουργίας, δηλαδή ως μια διαδικασία σχεδιασμού χαρτοφυλακίου. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου και οι σύμβουλοι επενδύσεων που ακολουθούν την κλασική θεωρία χαρτοφυλακίου συχνά αναφέρονται ως «χρηματοοικονομικοί εσωτερικοί διακοσμητές». Η αναλογία αυτή προκύπτει από τη σύγκριση με την εσωτερική διακόσμηση ενός κτιρίου: όταν κατασκευάζεται ένα κτίριο, η διαμόρφωση του εσωτερικού του χώρου εξαρτάται από τον σκοπό για τον οποίο προορίζεται. Αντίστοιχα, η σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου διαμορφώνεται με βάση τους επενδυτικούς στόχους και τους περιορισμούς του επενδυτή (Vyas, 2014).

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει το συμπέρασμα ότι η παραδοσιακή προσέγγιση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου στηρίχθηκε σε σχετικά απλοϊκές αναλύσεις. Χαρακτηριζόταν από μια έντονα υποκειμενική και ανεπαρκώς αναλυτική μεθοδολογία, χωρίς σαφείς κανόνες λήψης αποφάσεων. Η θεωρία αυτή απέτυχε να προσφέρει μια συστηματική προσέγγιση στην αναζήτηση και τη δημιουργία ενός βέλτιστου χαρτοφυλακίου. Δεν περιλάμβανε κανονιστική μοντελοποίηση, δηλαδή δεν διέθετε κάποιο αυστηρό θεωρητικό πλαίσιο που να καθοδηγεί τις επενδυτικές αποφάσεις. Επιπλέον, δεν υπήρχαν στατιστικά μέτρα και εργαλεία για την ποσοτικοποίηση του κινδύνου, γεγονός που καθιστούσε τη θεμελιώδη ανάλυση ελλιπή, καθώς αυτή στηριζόταν κυρίως σε λογιστικές μεθόδους (Vyas, 2014).

4.2 Η μοντέρνα θεωρία

Η Modern Portfolio Theory (MPT) αποτελεί ένα βήμα προόδου στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία και την επενδυτική πρακτική. Η MPT αναπτύχθηκε από τον Harry M. Markowitz, ενώ μελετήθηκε και αναπτύχθηκε εκτενώς και από άλλους σημαντικούς μελετητές. Σε κάθε περίπτωση, η αρχική εμφάνιση της MPT σηματοδοτήθηκε

από τη δημοσίευση του έργου του Markowitz, «Portfolio Selection», στο Journal of Finance τον Μάρτιο του 1952 (Markowitz, 1952).

Η MPT παρέχει ένα μαθηματικό πλαίσιο για τη βελτιστοποίηση της σχέσης απόδοσης και κινδύνου, προχωρώντας ένα βήμα παραπέρα από την παραδοσιακή θεωρία, καθώς η εστίαση μετατοπίζεται από την ανάλυση μεμονωμένων τίτλων στην ανάλυση των χαρακτηριστικών του χαρτοφυλακίου. Το χαρτοφυλάκιο ως σύνολο καθίσταται ο καθοριστικός παράγοντας για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, αντί των μεμονωμένων τίτλων που το αποτελούν. Η βασική αρχή της MPT είναι ότι η απόδοση αποτελεί συνάρτηση του κινδύνου, η οποία μπορεί να μειωθεί μέσω της διαφοροποίησης. Σε αντίθεση με τους υποστηρικτές της παραδοσιακής θεωρίας, ο Markowitz απέρριψε την απλή διαφοροποίηση και τον «νόμο των μεγάλων αριθμών», καθώς οι αποδόσεις των τίτλων συσχετίζονται μεταξύ τους. Αντί να επενδύει κανείς σε έναν μεγάλο αριθμό διαφορετικών τίτλων, είναι συνεπώς αναγκαίες οι επενδύσεις σε τίτλους με χαμηλή συσχέτιση αποδόσεων. Με άλλα λόγια, αντί για απλή διαφοροποίηση επενδύσεων, ο Markowitz προτείνει την αποδοτική διαφοροποίηση των επενδύσεων. Στο άρθρο του το 1952, παρείχε μαθηματική απόδειξη ότι η κατάλληλη διαφοροποίηση μπορεί να ελαχιστοποιήσει τη διακύμανση του χαρτοφυλακίου σε ένα δεδομένο επίπεδο απόδοσης. Ήταν ο πρώτος που ποσοτικοποίησε επίσημα την αντιστάθμιση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου. Η προσοχή που δόθηκε στη συσχέτιση της απόδοσης ενός περιουσιακού στοιχείου με άλλα στοιχεία ενεργητικού επέτρεψε τη δημιουργία ενός συνόλου αποδοτικών χαρτοφυλακίων που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο για ένα δεδομένο επίπεδο απόδοσης ή μεγιστοποιούν την απόδοση για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου (Markowitz, 1952).

Το άρθρο του Markowitz (1952) περιέχει επίσης τη μαθηματική θεμελίωση της θεωρίας του για τη βέλτιστη επιλογή χαρτοφυλακίου, βασιζόμενη στη σχέση μεταξύ προσδοκώμενης απόδοσης και διακύμανσης, προκειμένου να επιτευχθεί η βέλτιστη διαφοροποίηση. Ο Markowitz προτείνει ότι η προσδοκώμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου προκύπτει ως ο σταθμισμένος μέσος όρος των αποδόσεων των επιμέρους τίτλων του:

$$E(R) = \sum_{i=1}^N x_i \mu_i$$

Παράλληλα, ο συνολικός κίνδυνος (διακύμανση) του χαρτοφυλακίου δεν είναι απλώς το άθροισμα των διακυμάνσεων των μεμονωμένων τίτλων, αλλά εξαρτάται από τις μεταξύ τους συνδιακυμάνσεις. Η μαθηματική προσέγγιση του Markowitz αποδεικνύει ότι ορθολογικοί επενδυτές θα πρέπει να επιλέγουν χαρτοφυλάκια που βρίσκονται στο

αποτελεσματικό σύνορο (efficient frontier), το οποίο περιλαμβάνει όλα τα χαρτοφυλάκια που μεγιστοποιούν την προσδοκώμενη απόδοση για δεδομένο επίπεδο κινδύνου ή ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο για δεδομένη απόδοση. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της ελαχιστοποίησης της διακύμανσης υπό τον περιορισμό ότι το συνολικό ποσοστό επένδυσης είναι ίσο με 1, δηλαδή

$$\sum_{i=1}^N x_i = 1$$

Ο Roy (1952, pp. 431-449) ανέπτυξε ανεξάρτητα ένα σύνολο αποδοτικών χαρτοφυλακίων παρόμοιο με εκείνο του Markowitz. Στο άρθρο του «The Early History of Portfolio Theory: 1600-1690», που δημοσιεύθηκε το 1999, ο Markowitz (1999) περιέγραψε τον ρόλο και τη σημασία του Roy στη θεμελίωση της MPT, επισημαίνοντας ότι, εκτός από τον ίδιο, και ο Roy μπορεί να θεωρηθεί πατέρας της MPT. Οι βασικές διαφορές μεταξύ των αναλύσεων του Roy και του Markowitz ήταν ότι ο Markowitz απαιτούσε αποκλειστικά μη αρνητικές επενδύσεις και πρότεινε να επιλέγει ο επενδυτής το επιθυμητό χαρτοφυλάκιο από το σύνορο αποδοτικότητας, αντί να συστήνει την επιλογή ενός συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου.

Ίσως η σημαντικότερη πτυχή του έργου του Markowitz είναι ότι έδειξε πως, για τους επενδυτές, ο κίνδυνος των μεμονωμένων τίτλων δεν είναι τόσο σημαντικός όσο η συμβολή τους στη διακύμανση του συνολικού χαρτοφυλακίου, η οποία εξαρτάται από τη συνδιακύμανσή τους με άλλους τίτλους στο χαρτοφυλάκιο. Σύμφωνα με τη MPT, ο κίνδυνος δεν είναι απλώς η διακύμανση της απόδοσης μεμονωμένων χρηματοοικονομικών στοιχείων, αλλά η αλληλεπίδραση αυτών των διακυμάνσεων μεταξύ κάθε κατηγορίας στοιχείων ενεργητικού που εκπροσωπείται στο χαρτοφυλάκιο (Rubinstein, 2002).

Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η υπό εξέταση θεωρία απλοποιεί σε μεγάλο βαθμό τη χρηματοοικονομική πραγματικότητα, καθώς παραβλέπει διάφορους κρίσιμους παράγοντες που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις και τις αγορές. Ένας από αυτούς είναι το κόστος συναλλαγών και η φορολογία, τα οποία στην πράξη μπορεί να είναι αρκετά υψηλά, ιδιαίτερα στις αναδυόμενες αγορές, όπου το κόστος συναλλαγής μπορεί να απορροφήσει σημαντικό ποσοστό της αξίας του χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, αγνοεί την ασυμμετρία πληροφόρησης, καθώς δεν λαμβάνει υπόψη ότι οι επενδυτές δεν έχουν πάντα πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες την ίδια στιγμή, γεγονός που δημιουργεί στρεβλώσεις στις αγορές. Παράλληλα, η θεωρία στηρίζεται στην υπόθεση της αποδοτικότητας της

αγοράς, παραβλέποντας το γεγονός ότι οι αγορές συχνά λειτουργούν αναποτελεσματικά λόγω διαφόρων παραγόντων, όπως οι διακυμάνσεις στη ζήτηση και οι ψυχολογικές τάσεις των επενδυτών. Ακόμη, δεν λαμβάνει υπόψη της την απόκλιση των αποδόσεων από την κανονική κατανομή, καθώς η διανομή των αποδόσεων δεν είναι πάντα συμμετρική, ιδιαίτερα σε περιόδους έντονης οικονομικής ανάπτυξης ή χρηματοοικονομικής κρίσης, όπου οι αποδόσεις μπορεί να παρουσιάζουν ακραίες διακυμάνσεις (Radivojevic et al, 2009).

Ένας ακόμη περιορισμός είναι η υπόθεση της σταθερότητας των συσχετίσεων μεταξύ των τίτλων, ενώ στην πραγματικότητα η συσχέτιση των αποδόσεων των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων μεταβάλλεται καθημερινά και επηρεάζεται από εξωτερικούς παράγοντες, γεγονός που απαιτεί συνεχή προσαρμογή στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, η θεωρία δεν λαμβάνει υπόψη την παράλογη συμπεριφορά των επενδυτών, καθώς πρόσφατες έρευνες στον τομέα της συμπεριφορικής οικονομικής έχουν δείξει ότι οι περισσότεροι επενδυτές δεν δρουν με απόλυτα ορθολογικό τρόπο, αλλά επηρεάζονται από συναισθήματα, γνωστικές προκαταλήψεις και ψυχολογικούς παράγοντες. Τέλος, δεν αναγνωρίζει τη μοναδική συνάρτηση χρησιμότητας κάθε επενδυτή και τη σχέση του με τον κίνδυνο, υποθέτοντας ότι όλοι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται και αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο με τον ίδιο τρόπο, κάτι που απέχει σημαντικά από την πραγματικότητα (Radivojevic et al., 2009).

Παρά τους πολλούς θεωρητικούς και εμπειρικούς περιορισμούς της, η MPT είναι ευρέως αποδεκτή μεταξύ των διαχειριστών θεσμικών χαρτοφυλακίων, οι οποίοι τη χρησιμοποιούν τόσο για τη δομή των χαρτοφυλακίων, όσο και για τη μέτρηση της απόδοσής τους. Η MPT βοηθά τους συμμετέχοντες στις αγορές να λαμβάνουν γρήγορες και αξιόπιστες αποφάσεις σχετικά με την κατανομή κεφαλαίων, συμβάλλοντας έτσι στο βάθος, τη ρευστότητα και την αποδοτικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών. Αυτή η θεωρία αποτελεί τη βάση πολλών μελετών και σημαντικών διοικητικών αποφάσεων. Στην αρχική της μορφή, αντιπροσώπευε ένα εννοιολογικό πλαίσιο που εξελίχθηκε με την πάροδο του χρόνου και κατέστη αναντικατάστατο εργαλείο της σύγχρονης διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Η πραγματική αντίφαση έγκειται στο γεγονός ότι, παρόλο που πολλοί από τους σημαντικότερους υποστηρικτές της MPT έχουν αναγνωρίσει τα ελαττώματα και τους περιορισμούς της, η θεωρία αυτή παραμένει ευρέως αποδεκτή από τους συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές, οι οποίοι βασίζονται σε αυτήν για τη λήψη κρίσιμων χρηματοοικονομικών αποφάσεων (Vyas, 2014).

4.3 Η μετα-μοντέρνα θεωρία

Η Post-Modern Portfolio Theory (PMPT) αποτελεί μια εκτεταμένη και ως ένα βαθμό διαφοροποιημένη εκδοχή της MPT. Η PMPT αποφεύγει τα γνωστά σφάλματα της MPT και παρέχει ένα ισχυρότερο και ακριβέστερο πλαίσιο για τη διαμόρφωση βέλτιστων χαρτοφυλακίων. Αναπτύχθηκε τη δεκαετία του 1980 στο Pension Research Institute στις Ηνωμένες Πολιτείες με σκοπό την προσαρμογή της MPT στην πραγματικότητα των αγορών. Πριν την ανάπτυξη της PMPT, θεωρούνταν ότι οι επενδυτές είχαν ομοιογενείς προσδοκίες, ότι η διακύμανση και η τυπική απόκλιση αποτελούσαν αξιόπιστα μέτρα κινδύνου, και ότι οι αποδόσεις των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ακολουθούσαν κανονική κατανομή. Η ασυμβατότητα αυτών των υποθέσεων με την πραγματικότητα της αγοράς κατέστησε αναγκαία την ανάπτυξη της PMPT ως ένα διευρυμένο παράδειγμα σχέσης απόδοσης-κινδύνου (Todoni, 2015).

Σύμφωνα με την PMPT, κάθε επενδυτής έχει διαφορετικό Ελάχιστο Αποδεκτό Ποσοστό Απόδοσης (Minimum Acceptable Return - MAR), το οποίο ορίζει ως στόχο. Το MAR είναι ο στόχος απόδοσης που πρέπει να επιτύχει ένας επενδυτής για να αποφύγει ένα αρνητικό αποτέλεσμα. Λειτουργεί ως προσωπικό σημείο αναφοράς του επενδυτή κατά την αξιολόγηση των επιτευχθέντων αποτελεσμάτων, ενώ η δυνατότητα επιλογής MAR καθιστά την PMPT πιο προσαρμοσμένη στις ανάγκες του κάθε επενδυτή σε σύγκριση με την MPT (Rom & Ferguson, 1993).

Η MPT ορίζει τον κίνδυνο ως τη συνολική μεταβλητότητα της απόδοσης γύρω από τη μέση τιμή και τον μετρά μέσω της διακύμανσης ή της τυπικής απόκλισης της απόδοσης. Αντιμετωπίζει όλες τις αποκλίσεις με τον ίδιο τρόπο: οι θετικές και οι αρνητικές αποκλίσεις από τη μέση τιμή θεωρούνται ισοδύναμες. Αντίθετα, η PMPT υποστηρίζει ότι ο επενδυτικός κίνδυνος θα πρέπει να συνδέεται με τον συγκεκριμένο στόχο κάθε επενδυτή και ότι οι αποδόσεις που υπερβαίνουν αυτόν τον στόχο δεν συνιστούν οικονομικό ή χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Σύμφωνα με την PMPT, ως κίνδυνος θεωρείται μόνο η μεταβλητότητα κάτω από το στοχευμένο ποσοστό απόδοσης του επενδυτή. Οι αποδόσεις πάνω από τον στόχο δημιουργούν αβεβαιότητα, η οποία όμως δεν αποτελεί κίνδυνο, αλλά μια ευκαιρία για την επίτευξη απροσδόκητα υψηλών αποδόσεων (Rom & Ferguson, 1993). Έτσι, ενώ η MPT ορίζει τον κίνδυνο με την ευρεία έννοια, δηλαδή ως τη δυνατότητα η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων να αποκλίνει από την αναμενόμενη, η PMPT αντιλαμβάνεται τον κίνδυνο με στενότερη έννοια, δηλαδή ως τη δυνατότητα η απόδοση των

επενδυμένων κεφαλαίων να είναι χαμηλότερη από την αναμενόμενη – δηλαδή χαμηλότερη από το MAR. Σύμφωνα με τον Todoni (2015, pp. 84-97), η απόδοση πάνω από το MAR δεν προκαλεί ανησυχία, αλλά αντίθετα, αντιπροσωπεύει ένα επιπλέον όφελος. Με άλλα λόγια, η PMPT δεν αντιμετωπίζει οποιαδήποτε μεταβλητότητα γύρω από τη μέση τιμή ως κίνδυνο, αλλά μόνο τη μεταβλητότητα κάτω από το MAR. Η PMPT διακρίνει μεταξύ θετικής και αρνητικής μεταβλητότητας, δηλαδή μεταξύ θετικού και αρνητικού κινδύνου, και αντιμετωπίζει μόνο τον αρνητικό κίνδυνο. Από την άλλη πλευρά, η MPT αντιμετωπίζει τον συνολικό κίνδυνο, τόσο τον θετικό όσο και τον αρνητικό (Rom & Ferguson, 1993; Todoni, 2015).

Ο θετικός κίνδυνος (upside risk) αναφέρεται στην πιθανότητα μιας θετικής απόκλισης της απόδοσης σε σχέση με το MAR, ενώ ο αρνητικός κίνδυνος (downside risk) αφορά την πιθανότητα μιας αρνητικής απόκλισης της απόδοσης σε σχέση με το MAR. Η έννοια του αρνητικού κινδύνου, ως βασική ιδέα της PMPT, δεν είναι νέα. Σύμφωνα με τους Sing & Ong (2000), η έννοια του αρνητικού κινδύνου ανάγεται στον Roy (1952), ενώ καθιερώθηκε πλήρως με την εμφάνιση της PMPT. Ο θετικός κίνδυνος θα είναι συμμετρικός με τον αρνητικό κίνδυνο μόνο αν η μέση τιμή και το MAR είναι ταυτόσημες τιμές.

Οι υποστηρικτές της PMPT υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τον κίνδυνο διαφορετικά από τον τρόπο που τον ορίζει η MPT. Σύμφωνα με την PMPT, οι επενδυτές θεωρούν τον αρνητικό κίνδυνο (downside risk) ως τον πραγματικό κίνδυνο – δηλαδή τον κίνδυνο να επιτύχουν απόδοση χαμηλότερη από το MAR. Ως μέτρο αρνητικού κινδύνου χρησιμοποιούν τη διακύμανση αρνητικού κινδύνου (downside variance) ή την τυπική απόκλιση αρνητικού κινδύνου (downside deviation). Η διακύμανση αρνητικού κινδύνου αναφέρεται στη χρηματοοικονομική θεωρία και ως ημι-διακύμανση (semi-variance), ενώ η τυπική απόκλιση αρνητικού κινδύνου ως ημι-απόκλιση (semi-deviation). Η ημι-απόκλιση μπορεί να οριστεί ως η τυπική απόκλιση των αρνητικών αποδόσεων, δηλαδή των αποδόσεων που βρίσκονται κάτω από το MAR. Σε αντίθεση με τη διακύμανση, που είναι συμμετρικό μέτρο κινδύνου, η ημι-διακύμανση είναι ασύμμετρο μέτρο κινδύνου. Η στατιστική του αρνητικού κινδύνου αποτελείται από τα εξής στοιχεία (Swisher and Karsten, 2005):

1. Συχνότητα απόδοσης κάτω από το MAR (downside risk frequency) – αν η απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου ήταν χαμηλότερη από τον στόχο σε 35 μήνες από τους 100 εξεταζόμενους, τότε η συχνότητα του αρνητικού κινδύνου είναι 35%.
2. Μέσο ποσό απόκλισης κάτω από το MAR (average downside deviation).

3. Η μεγαλύτερη αρνητική απόκλιση από το MAR (downside magnitude) – το λεγόμενο «χειρότερο πιθανό σενάριο»

Η στατιστική του αρνητικού κινδύνου δεν μπορεί απλώς να αντικαταστήσει την τυπική απόκλιση στις εξισώσεις του μοντέλου βελτιστοποίησης χαρτοφυλακίου βάσει του λόγου απόδοσης-κινδύνου (Mean-Variance Optimization – MVO). Απαιτείται νέα μέθοδος ανάλυσης, και οι δείκτες όπως ο συντελεστής alpha, ο συντελεστής beta και ο δείκτης Sharpe πρέπει να αντικατασταθούν, καθώς βασίζονται στην τυπική απόκλιση. Αντί του alpha, χρησιμοποιείται το omega, που αναφέρεται στην απόδοση πάνω από το MAR, και αντί του Sharpe ratio, χρησιμοποιείται το Sortino ratio, το οποίο δείχνει την υπερβάλλουσα απόδοση ανά μονάδα αρνητικού κινδύνου. Το νέο μοντέλο βελτιστοποίησης που χρησιμοποιείται στην PMPT είναι το μοντέλο βελτιστοποίησης χαρτοφυλακίου βάσει του λόγου απόδοσης και αρνητικού κινδύνου (Downside Risk Optimization – DRO). Τα χαρτοφυλάκια που δημιουργούνται με το MVO και το DRO συχνά εμφανίζουν παρόμοια χαρακτηριστικά, με μικρές διαφορές στη συνολική απόδοση και στον συνολικό κίνδυνο, καθώς η διαφοροποίηση βελτιώνει τα αποτελέσματα ανεξάρτητα από τη μέθοδο μέτρησης. Ωστόσο, το DRO αποφεύγει τα γνωστά σφάλματα του MVO και αποτελεί πιο αξιόπιστο μοντέλο για την επιλογή του βέλτιστου χαρτοφυλακίου (Swisher & Karsten, 2005).

Σε αντίθεση με την MPT, η PMPT υποστηρίζει ότι η επενδυτική απόδοση των τίτλων και των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων δεν μπορεί να αναπαρασταθεί επαρκώς από την κανονική κατανομή. Η υπόθεση της MPT ότι οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων είναι τυχαίες μεταβλητές με κανονική κατανομή δεν ανταποκρίνεται πάντα στην πραγματικότητα, γεγονός που οδηγεί την PMPT στη χρήση ασύμμετρης κατανομής κατά τη βελτιστοποίηση του χαρτοφυλακίου. Όταν η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων δεν ακολουθεί συμμετρική κατανομή σε σχήμα καμπάνας, η MPT καθίσταται ανεπαρκής. Ειδικότερα, η MPT εξελίχθηκε απλώς σε μια συμμετρική περίπτωση της PMPT. Χρησιμοποιώντας τον αρνητικό κίνδυνο (downside risk) και την ασύμμετρη κατανομή αποδόσεων, η PMPT παρέχει στους αναλυτές την απαραίτητη ευελιξία και ακρίβεια στη δημιουργία αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων, κάτι που δεν ήταν εφικτό με τη μεθοδολογία Markowitz. Δεδομένου ότι το MAR διαφέρει από επενδυτή σε επενδυτή και χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της αποτελεσματικής μεθόριου (efficient frontier), καθίσταται σαφές ότι υπάρχει άπειρος αριθμός αποτελεσματικών

μεθορίων – μία για κάθε MAR. Επομένως, ενώ η MPT αναφέρεται σε άπειρο αριθμό αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων κατά μήκος της αποτελεσματικής μεθόριου, τα οποία καθορίζονται από τρεις μεταβλητές (τυπική απόκλιση, συντελεστή συσχέτισης και απόδοση), η PMPT εισάγει την έννοια των άπειρων αποτελεσματικών μεθορίων (Rom & Ferguson, 1993).

Κεφάλαιο 5: Η Διαχείριση Χαρτοφυλακίου κατά τη Διάρκεια Κρίσεων

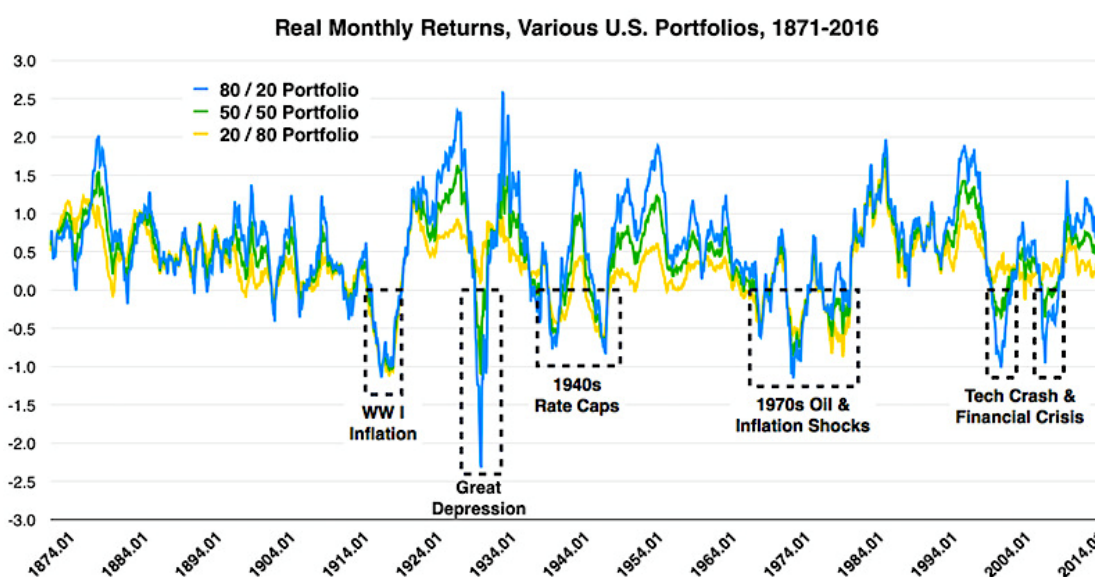
5.1 Η Μεγάλη Ύφεση του 1929

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια του χρηματιστηριακού κραχ του 1929, ήταν μια δύσκολη προσπάθεια λόγω της πρωτοφανούς φύσης της οικονομικής κατάρρευσης. Το κραχ, το οποίο ξεκίνησε στα τέλη Οκτωβρίου του 1929, σηματοδότησε την έναρξη της Μεγάλης Ύφεσης και είχε βαθιές συνέπειες για τους επενδυτές, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και την ευρύτερη οικονομία. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι στρατηγικές διαχείρισης χαρτοφυλακίου επηρεάστηκαν σε μεγάλο βαθμό από την έλλειψη ρυθμιστικών πλαισίων, τον κερδοσκοπικό χαρακτήρα της αγοράς και την επακόλουθη οικονομική ύφεση. Οι επενδυτές που είχαν μοχλεύσει σε μεγάλο βαθμό τα χαρτοφυλάκιά τους ή είχαν επενδύσει σε κερδοσκοπικές μετοχές αντιμετώπισαν καταστροφικές απώλειες, ενώ όσοι υιοθέτησαν πιο συντηρητικές στρατηγικές, όπως η διατήρηση μετρητών ή ομολόγων υψηλής ποιότητας, τα πήγαν σχετικά καλύτερα. Η απουσία της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου, η οποία όπως αναφέρεται και ανωτέρω αναπτύχθηκε τη δεκαετία του 1950, σήμαινε ότι οι επενδυτές βασίζονταν στη διαίσθηση, τα περιορισμένα χρηματοοικονομικά εργαλεία και τις παραδοσιακές επενδυτικές φιλοσοφίες. Τα διδάγματα που αντλήθηκαν από αυτή την περίοδο έθεσαν τις βάσεις για την ανάπτυξη πιο εξελιγμένων τεχνικών διαχείρισης κινδύνου (Galbraith, 1954).

Μία από τις βασικές προκλήσεις κατά τη διάρκεια της κρίσης του 1929 ήταν η έλλειψη διαφοροποίησης σε πολλά χαρτοφυλάκια. Πριν από το κραχ, η χρηματιστηριακή αγορά είχε βιώσει μια παρατεταμένη ανοδική πορεία, οδηγώντας πολλούς επενδυτές να συγκεντρώσουν τις συμμετοχές τους σε μετοχές υψηλού κινδύνου και υψηλής απόδοσης. Η έλλειψη διαφοροποίησης επιδείνωσε τις απώλειες όταν κατέρρευσε η αγορά. Για παράδειγμα, πολλοί επενδυτές κατείχαν σημαντικές θέσεις σε κλάδους όπως οι σιδηρόδρομοι και οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, οι οποίοι ήταν ιδιαίτερα ευάλωτοι σε οικονομικές υφέσεις. Η υπερσυγκέντρωση σε αυτούς τους κλάδους έκανε τα χαρτοφυλάκια ευάλωτα στον συστημικό κίνδυνο, καθώς η κατάρρευση ενός κλάδου είχε αλυσιδωτές επιπτώσεις σε άλλους. Αντίθετα, οι επενδυτές που είχαν διαφοροποιηθεί σε διάφορες

κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, όπως τα ομόλογα, τα ακίνητα και τα μετρητά, ήταν σε καλύτερη θέση για να αντέξουν την κρίση (White, 1990).

Στην περίοδο αυτή, αναδείχθηκε επίσης η αξία της διαφοροποίησης μεταξύ ομολόγων και μετοχών. Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζεται η πολύ μεγαλύτερη αναλογικά πτώση των αμοιβαίων κεφαλαίων που απαρτίζονταν κατά 80% από μετοχές και 20% από ομόλογο σε σχέση με αυτά που ακολουθούσαν τη λογική 50-50 ή 20-80. Αξίζει ωστόσο να αναφερθεί πως κατά την επάνοδο από την κρίση η απόδοση των 80-20 ήταν κατά πολύ υψηλότερη.



Σχήμα 2. Συγκριτική αποτίμηση αμοιβαίων κεφαλαίων με διαφορετική αναλογία μετοχών και ομολόγων

Πηγή: <https://www.bogleheads.org/forum/viewtopic.php?t=253898>

Μια άλλη βαρύνουσα σημασία πτυχή της διαχείρισης χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια της κρίσης του 1929 ήταν ο ρόλος της μόχλευσης. Πολλοί επενδυτές και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είχαν δανειστεί σε μεγάλο βαθμό για να χρηματοδοτήσουν τις αγορές μετοχών τους, μια πρακτική γνωστή ως αγορά με περιθώριο κέρδους. Όταν οι τιμές των μετοχών άρχισαν να πέφτουν, οι κλήσεις για κάλυψη περιθωρίου ανάγκασαν τους επενδυτές να πουλήσουν τις μετοχές τους σε μειωμένες τιμές, επιταχύνοντας περαιτέρω την καθοδική πορεία της αγοράς. Αυτό δημιούργησε έναν φαύλο κύκλο πωλήσεων και πτώσης των τιμών, ο οποίος κατέστρεψε τα μοχλευμένα χαρτοφυλάκια. Για παράδειγμα, εκτιμάται ότι η συνολική αξία των δανείων περιθωρίου το 1929 ξεπέρασε τα 8 δισεκατομμύρια

δολάρια, ποσό εντυπωσιακό σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας εκείνη την εποχή. Η ευρεία χρήση της μόχλευσης ανέδειξε τους κινδύνους της υπερβολικής ανάληψης κινδύνων και την ανάγκη για πιο συνετές πρακτικές δανεισμού. Μετά το κραχ, εφαρμόστηκαν ρυθμιστικές μεταρρυθμίσεις για τον περιορισμό των συναλλαγών με περιθώριο κέρδους και την προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (Bierman, 1998).

Ο ψυχολογικός αντίκτυπος του κραχ του 1929 έπαιξε επίσης σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των στρατηγικών διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Η ξαφνική και σοβαρή απώλεια πλούτου οδήγησε σε κρίση εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών, πολλοί από τους οποίους αποσύρθηκαν εντελώς από την αγορά. Αυτή η φυγή προς την ασφάλεια είχε ως αποτέλεσμα την απότομη αύξηση της ζήτησης για περιουσιακά στοιχεία χαμηλού κινδύνου, όπως τα κρατικά ομόλογα και ο χρυσός. Για παράδειγμα, τα ομόλογα του αμερικανικού δημοσίου έγιναν καταφύγιο για τους επενδυτές που αναζητούσαν να διατηρήσουν το κεφάλαιό τους, οδηγώντας σε σημαντική μείωση των αποδόσεων. Το ψυχολογικό τραύμα του κραχ επηρέασε επίσης τη συμπεριφορά των επενδυτών για δεκαετίες, προωθώντας μια πιο προσεκτική και αποφεύγουσα τον κίνδυνο προσέγγιση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Η αλλαγή νοοτροπίας συνέβαλε στην ανάπτυξη συντηρητικών επενδυτικών στρατηγικών που έδιναν προτεραιότητα στη διατήρηση του κεφαλαίου έναντι των κερδοσκοπικών κερδών. Επομένως, η κρίση του 1929 καταδεικνύει την αναγκαιότητα διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, ακριβώς επειδή εντάθηκε ως συνάρτηση της έλλειψης μιας τέτοιας διαφοροποίησης (Romer, 1990).

5.2 Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008

Η κρίση του 2008, που περιγράφεται λεπτομερώς στο υποκεφάλαιο 3.2 της παρούσας μελέτης, εξαπλώθηκε γρήγορα στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, οδηγώντας σε σοβαρή έλλειψη ρευστότητας, χρεοκοπίες τραπεζών και βαθιά ύφεση. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων αντιμετώπισαν πρωτοφανείς προκλήσεις, καθώς οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων έπεσαν κατακόρυφα, οι συσχετίσεις μεταξύ των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων συνέκλιναν και οι παραδοσιακές στρατηγικές διαφοροποίησης απέτυχαν να παράσχουν επαρκή προστασία. Η κρίση ανέδειξε τη σημασία της κατανόησης του συστημικού κινδύνου, του κινδύνου ρευστότητας και της διασύνδεσης των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών. Πολλά χαρτοφυλάκια υπέστησαν σημαντικές απώλειες, ιδίως

εκείνα που ήταν σε μεγάλο βαθμό εκτεθειμένα σε τίτλους με υποθήκη, εξασφαλισμένες δανειακές υποχρεώσεις και μετοχές του χρηματοπιστωτικού τομέα (Brunnermeier, 2009).

Ένα από τα καθοριστικά χαρακτηριστικά της κρίσης του 2008 ήταν η εκτεταμένη έκθεση των χαρτοφυλακίων σε τοξικά περιουσιακά στοιχεία, ιδίως σε ενυπόθηκους τίτλους και τα παράγωγά τους. Τα μέσα αυτά, τα οποία αρχικά θεωρήθηκαν ως χαμηλού κινδύνου λόγω των υψηλών πιστοληπτικών αξιολογήσεών τους, αποδείχθηκαν ιδιαίτερα ευάλωτα στις μειώσεις των τιμών των κατοικιών. Καθώς οι αθετήσεις των ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης αυξήθηκαν, η αξία των τίτλων με υποθήκη και των εξασφαλισμένων δανειακών υποχρεώσεων κατέρρευσε, οδηγώντας σε μαζικές απομειώσεις τόσο για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όσο και για τους επενδυτές. Για παράδειγμα, η πτώχευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008 ήταν άμεσο αποτέλεσμα της υπερβολικής έκθεσής της σε αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, γεγονός που προκάλεσε απώλεια εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου που είχαν βασιστεί στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χωρίς να διεξάγουν ανεξάρτητο έλεγχο δέουσας επιμέλειας βρέθηκαν να κατέχουν περιουσιακά στοιχεία που δεν ήταν ρευστοποιήσιμα και ήταν δύσκολο να αποτιμηθούν. Το γεγονός αυτό ανέδειξε την κρίσιμη σημασία της κατανόησης των υποκείμενων κινδύνων των χρηματοπιστωτικών μέσων και τους περιορισμούς του να βασίζεται κανείς αποκλειστικά σε εξωτερικές αξιολογήσεις (Gorton & Metrick, 2012).

Μια άλλη σημαντική πρόκληση κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008 ήταν η κατάρρευση των παραδοσιακών στρατηγικών διαφοροποίησης. Σε κανονικές συνθήκες αγοράς, η διαφοροποίηση σε διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, τομείς και γεωγραφικές περιοχές μπορεί να συμβάλει στον μετριασμό του κινδύνου. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι συσχετίσεις μεταξύ των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων αυξήθηκαν δραματικά, καθιστώντας πολλές στρατηγικές διαφοροποίησης αναποτελεσματικές. Τα στοιχεία αυτά ενδεχομένως προ της κρίσης να μην συσχετιζόνταν. Κατά τη διάρκεια όμως της κρίσης, μη συσχετιζόμενα assets, όπως οι μετοχές, τα εταιρικά ομόλογα, ακόμη και τα εμπορεύματα, όπως το πετρέλαιο, παρουσίασαν ταυτόχρονα απότομη πτώση, καθώς οι επενδυτές έσπευσαν να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους και να αντλήσουν μετρητά. Επομένως, προ της κρίσης ο σχεδιασμός διαφοροποίησης είχε γίνει χωρίς να ληφθεί υπόψιν πως μια συστημικού τύπου κρίση θα οδηγούσε σε συσχέτιση των κινδύνων assets που πριν από την εκδήλωση αυτής είχαν εκληφθεί ως μη συσχετιζόμενα. Ως απάντηση, οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου άρχισαν, έστω και αργά, να ενσωματώνουν

εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία, όπως ο χρυσός και τα κρατικά χρεόγραφα με προστασία από τον πληθωρισμό (Treasury Inflation-Protected Securities - TIPS), τα οποία επέδειξαν πιο σταθερή απόδοση κατά τη διάρκεια της κρίσης. Επιπλέον, η χρήση παραγώγων για σκοπούς αντιστάθμισης αναγνωρίστηκε ως σημαντικό εργαλείο διαχείρισης του κινδύνου (Longstaff, 2010).

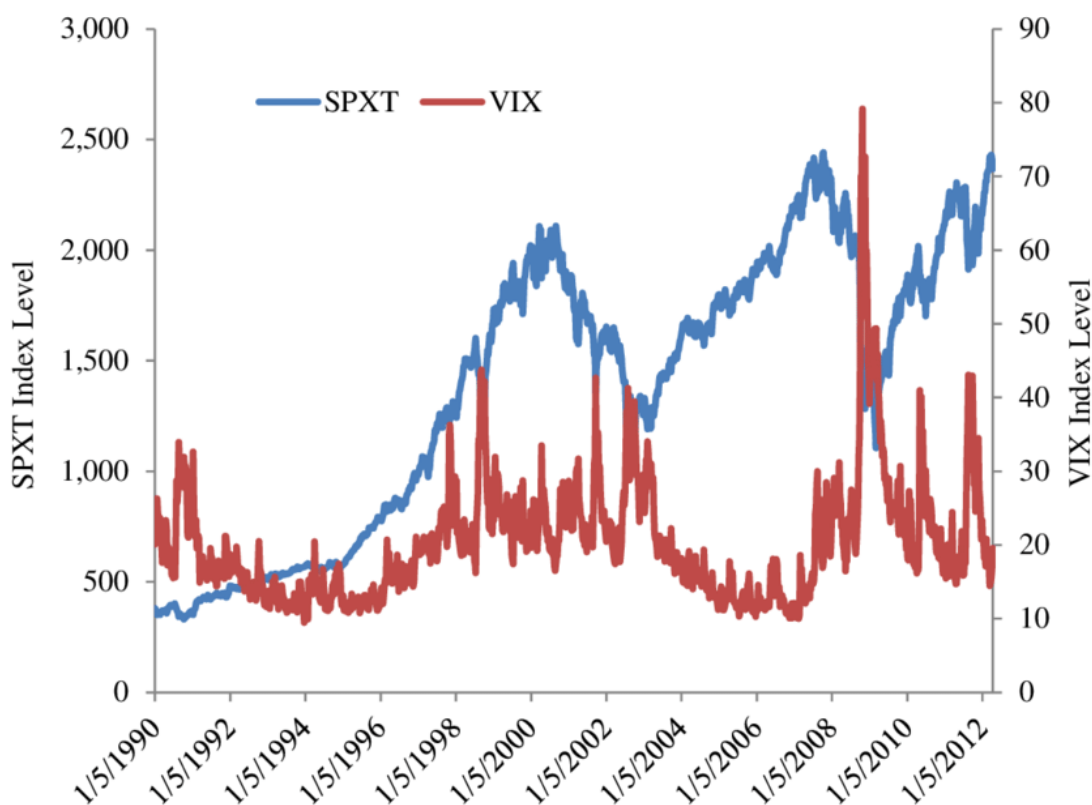
Ο κίνδυνος ρευστότητας αναδείχθηκε ως άλλη σημαντική ανησυχία κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008, καθώς πολλές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων έγιναν μη ρευστοποιήσιμες σχεδόν εν μία νυκτί. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου που έπρεπε να αντλήσουν μετρητά για να ανταποκριθούν στις εξαγορές ή στις απαιτήσεις περιθωρίου κέρδους δυσκολεύτηκαν να πουλήσουν περιουσιακά στοιχεία χωρίς να υποστούν σημαντικές ζημιές. Η εμπειρία αυτή ανέδειξε τη σημασία της διατήρησης επαρκών αποθεμάτων ρευστότητας και των δοκιμών προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων στα χαρτοφυλάκια. Στον απόηχο της κρίσης, πολλοί θεσμικοί επενδυτές υιοθέτησαν πιο συντηρητικές πρακτικές διαχείρισης ρευστότητας, όπως η διατήρηση υψηλότερων επιπέδων μετρητών (Kacperczyk & Schnabl, 2010).

Οι χειρισμοί των κεντρικών τραπεζών κατά τη διάρκεια της κρίσης είχαν επίσης σημαντικές επιδράσεις στη διαχείριση χαρτοφυλακίου, η οποία αναπροσαρμόστηκε ως συνάρτηση αυτής. Εξετάζοντας την περίπτωση της Αγγλίας, οι Joyce et al. (2014) διαπιστώνουν πως η ποσοτική χαλάρωση είχε σημαντική επίδραση στην κατανομή του χαρτοφυλακίου των θεσμικών επενδυτών, μεταξύ αυτών και των συνταξιοδοτικών ταμείων, οδηγώντας σε μετακίνηση κεφαλαίων από κρατικά ομόλογα προς εταιρικά ομόλογα. Με τη μείωση των επιτοκίων και την αύξηση της προσφοράς χρήματος, τα συνταξιοδοτικά ταμεία αναγκάστηκαν να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκια τους, καθώς οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων μειώθηκαν περαιτέρω λόγω των μεγάλων αγορών τους από την Τράπεζα της Αγγλίας. Τα δεδομένα δείχνουν ότι ενώ υπήρχε κάποια ετερογένεια στην αντίδραση των θεσμικών επενδυτών, η στροφή προς τα εταιρικά ομόλογα ήταν εκτεταμένη. Ωστόσο, δεν παρατηρήθηκε σημαντική μετακίνηση κεφαλαίων προς μετοχές, κάτι που περιορίζει τον βαθμό στον οποίο η ποσοτική χαλάρωση οδήγησε σε γενικότερη ανάληψη κινδύνου από τα συνταξιοδοτικά ταμεία.

Επίσης, τα συνταξιοδοτικά ταμεία που ήταν καλύτερα χρηματοδοτημένα (δηλαδή είχαν υψηλότερο λόγο ενεργητικού προς υποχρεώσεις) ήταν πιο πιθανό να μειώσουν τις θέσεις τους σε κρατικά ομόλογα μετά την ποσοτική χαλάρωση. Αυτό υποδηλώνει ότι τα ταμεία με μεγαλύτερη χρηματοοικονομική ευελιξία είχαν μεγαλύτερη δυνατότητα να

προσαρμόσουν τις επενδύσεις τους σε πιο αποδοτικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, η ποσοτική χαλάρωση είχε διαφορετικές επιπτώσεις ανάλογα με τη δομή και το μέγεθος των ταμείων, με τα μεγαλύτερα και λιγότερο ρυθμιστικά περιορισμένα ταμεία να προχωρούν σε πιο επιθετικές κινήσεις διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους. Εν κατακλείδι, οι Joyce et al. (2014) διαπίστωσαν ότι παρά τη μετατόπιση των επενδύσεων προς πιο αποδοτικά εταιρικά ομόλογα, τα συνταξιοδοτικά ταμεία δεν προχώρησαν σε μεγάλης κλίμακας ανάληψη κινδύνου, αναπροσαρμόζοντας όμως ως ένα βαθμό τη στρατηγική τους μετά την ποσοτική χαλάρωση.

Στην περίοδο της κρίσης του 2008, αναδείχθηκε επίσης η αξία ύπαρξης αντισταθμιστικών επενδύσεων στο δείκτη VIX. Όπως αναφέρεται και ανωτέρω, κατά την περίοδο αυτή οι περισσότερες επενδυτικές κατηγορίες υπέστησαν σοβαρές απώλειες, ενώ ακόμη και στρατηγικές που θεωρούνταν παραδοσιακά διαφοροποιημένες, όπως τα hedge funds και οι επενδύσεις σε εμπορεύματα, απέτυχαν να παρέχουν επαρκή προστασία έναντι των χρηματιστηριακών αναταράξεων. Αντιθέτως, οι επενδύσεις σε VIX futures και options παρουσίασαν σημαντική αύξηση κατά τη διάρκεια της ύφεσης, λόγω της αρνητικής συσχέτισής τους με τον δείκτη S&P 500. Στην ανάλυση των δεδομένων από το 2006 έως το 2008, διαπιστώθηκε ότι η κατοχή μιας μακροχρόνιας θέσης σε VIX θα μπορούσε να είχε προσφέρει ουσιαστικά οφέλη διαφοροποίησης, καθώς η μεταβλητότητα αυξάνεται έντονα σε περιόδους κρίσης, ενισχύοντας έτσι τη σταθερότητα ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου (Szado, 2009).



Σχήμα 3. Η συσχέτιση του S&P 500 με τον VIX

Προσαρμογή από: Deng et al., 2012

Ποσοτικοποιώντας την εν λόγω στρατηγική, ακόμη και μια μικρή κατανομή (2.5%-10%) σε VIX futures μπορούσε να μειώσει σημαντικά τη συνολική διακύμανση των αποδόσεων και να περιορίσει τη μέγιστη απώλεια κεφαλαίου. Επιπλέον, η χρήση call options στον VIX παρείχε υψηλή απόδοση, αν και η αποτελεσματικότητά της στρατηγικής αυτής εξαρτιόταν από το χρονικό σημείο αξιοποίησής της κατά την εξέλιξη της κρίσης. Συνολικά, η κρίση του 2008 οδήγησε στη διαπίστωση ότι η ένταξη προϊόντων που βασίζονται στη μεταβλητότητα μπορεί να αποτελέσει ένα χρήσιμο εργαλείο για την προστασία των χαρτοφυλακίων σε περιόδους αναταράξεων στις αγορές, μειώνοντας την εξάρτηση από άλλες μορφές αντιστάθμισης κινδύνου, όπως τα κρατικά ομόλογα και τα hedge funds (Szado, 2009).

Τέλος, όπως και στην κρίση του 1929, ο ψυχολογικός αντίκτυπος της κρίσης του 2008 είχε επίσης βαθιά επίδραση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Η κατάρρευση μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως η Lehman Brothers και η Bear Stearns, και οι επακόλουθες κυβερνητικές διασώσεις επιχειρήσεων όπως η AIG και η Citigroup, έπληξαν

την εμπιστοσύνη των επενδυτών και τους οδήγησαν σε ασφαλέστερες επιλογές. Οι επενδυτές συνέρρευσαν στα ομόλογα του αμερικανικού δημοσίου, οδηγώντας τις αποδόσεις σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, ενώ τα πιο επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία, όπως οι μετοχές και τα εταιρικά ομόλογα, αποφεύχθηκαν. Η εν λόγω αλλαγή στη συμπεριφορά των επενδυτών ανέδειξε τη σημασία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής στη διαχείριση χαρτοφυλακίου, καθώς ο φόβος και η αβεβαιότητα μπορούν να καθοδηγήσουν τη δυναμική της αγοράς με τρόπους που είναι δύσκολο να προβλεφθούν με τη χρήση παραδοσιακών μοντέλων. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου άρχισαν να δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στην κατανόηση του συναισθήματος των επενδυτών και των πιθανών επιπτώσεών του στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, παράγοντες που φαίνεται ως τότε να είχαν υποτιμηθεί ως προς το μέγεθος της επίδρασής τους (Caballero & Krishnamurthy, 2008).

5.3 Η προκαλούμενη από την πανδημία COVID-19 κρίση

Η πανδημία, ως συστημική κρίση και απειλή για την ανθρωπότητα, οδήγησε και σε «μόλυνση» μεταξύ των επιμέρους αγορών. Στο ιδιαίτερα εύστοχο άρθρο τους, οι Belhassine & Karamti (2021, p. 73) χρησιμοποίησαν τον όρο “contagion”. Με τον όρο αυτό αναφέρθηκαν επομένως στη μόλυνση με όρους κυριολεκτικούς, δηλαδή στο πλαίσιο της πανδημίας, και μεταφορικούς, δηλαδή στην διάχυση των συνεπειών μεταξύ των επιμέρους αγορών.

Στην έρευνά τους εξέτασαν επομένως την επίδραση της πανδημίας COVID-19 στη διασύνδεση μεταξύ του κινεζικού χρηματιστηρίου και σημαντικών χρηματοοικονομικών και εμπορευματικών αγορών, συμπεριλαμβανομένων του χρυσού, του αργύρου, του Bitcoin, του πετρελαίου West Texas Intermediate (WTI), του S&P 500 και του Euro STOXX 50. Όπως διαπιστώθηκε, η πανδημία προκάλεσε έντονες μεταβολές στη μεταβλητότητα όλων των εξεταζόμενων αγορών. Κάθε αγορά παρουσίασε μια συγκεκριμένη ημερομηνία στην οποία «χτυπήθηκε» από την πανδημία, η οποία αντιστοιχεί σε σημαντικό γεγονός που σχετίζεται με την πανδημία (π.χ. έναρξη lockdown). Το ενδιαφέρον είναι πως οι συντελεστές συσχέτισης, οι δείκτες αντιστάθμισης κινδύνου και τα βέλτιστα βάρη χαρτοφυλακίου άλλαξαν σημαντικά μετά το ξέσπασμα του COVID-19. Συγκεκριμένα, εντοπίστηκαν φαινόμενα «μόλυνσης» μεταξύ του κινεζικού χρηματιστηρίου και του S&P 500, του Euro STOXX 50, του χρυσού και του αργύρου. Ο χρυσός και το

ασήμι έχασαν την ιδιότητα τους ως ασφαλή καταφύγια, ενώ το πετρέλαιο WTI και το Bitcoin λειτούργησαν ως ασφαλή καταφύγια έναντι του κινεζικού χρηματιστηρίου (Belhassine & Karamti, 2021).

Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι το πετρέλαιο WTI και το Bitcoin διατήρησαν ή ενίσχυσαν τον ρόλο τους ως ασφαλή καταφύγια μετά την πανδημία, ενώ αντίθετα, ο χρυσός και το ασήμι έχασαν αυτή την ιδιότητα. Οι μετρήσεις για τα βέλτιστα βάρη χαρτοφυλακίου (optimal portfolio weights - OPW) και τους δείκτες αντιστάθμισης κινδύνου (hedge ratios - HRs) έδειξαν ότι οι επενδυτές θα πρέπει να αναπροσαρμόσουν τα χαρτοφυλάκιά τους μετά την πανδημία. Συγκεκριμένα, οι συσχετίσεις μεταξύ του χρηματιστηρίου της Κίνας και των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών μειώθηκαν, ενώ οι συσχετίσεις με τον χρυσό και το ασήμι αυξήθηκαν, γεγονός που υποδηλώνει χρηματοοικονομική «μόλυνση». Επιπλέον, η μεταβλητότητα των χρηματοοικονομικών αγορών αυξήθηκε σημαντικά μετά την πανδημία, με το πετρέλαιο WTI να εμφανίζει τη μεγαλύτερη αύξηση στη μεταβλητότητά του. Συνεπώς, οι στρατηγικές αντιστάθμισης κινδύνου θα πρέπει να προσαρμοστούν σε ένα νέο περιβάλλον όπου ο χρυσός δεν είναι πλέον το κύριο ασφαλές καταφύγιο και το Bitcoin αποκτά αυξημένο ρόλο στην αντιστάθμιση κινδύνου έναντι χρηματιστηρίων όπως αυτό της Κίνας (Belhassine & Karamti, 2021).

Με στόχο την εύρεση των βέλτιστων στρατηγικών προστασίας, ο Chevallier (2023) μελέτησε ποια περιουσιακά στοιχεία λειτούργησαν ως ασφαλή καταφύγια κατά τη διάρκεια της πανδημίας COVID-19, χρησιμοποιώντας μια προσέγγιση διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Στο πλαίσιο αυτό, αναλύθηκαν μετοχές, ομόλογα, συναλλαγματικές ισοτιμίες, εμπορεύματα, χρυσός και κρυπτονομίσματα με εγγύηση χρυσού, προκειμένου να διαπιστωθεί ποια από αυτά προσέφεραν προστασία στους επενδυτές κατά τη διάρκεια της κρίσης. Η μεθοδολογία βασίστηκε στη δημιουργία ενός Global Minimum Variance Portfolio με τη χρήση Monte Carlo προσομοιώσεων, ενώ για την επικύρωση των αποτελεσμάτων χρησιμοποιήθηκαν τεχνικές βελτιστοποίησης κινδύνου, όπως το risk parity και η equal weighting. Η ανάλυση κάλυψε την περίοδο από 1 Νοεμβρίου 2019 έως 31 Οκτωβρίου 2020, που αντιστοιχεί στο πρώτο κύμα της πανδημίας, καθώς και τις επόμενες φάσεις μέχρι τον Μάρτιο του 2022, προκειμένου να αξιολογηθεί η σταθερότητα των ευρημάτων.

Όπως διαπιστώθηκε, εκτός από τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα ομόλογα των ΗΠΑ, που θεωρούνται παραδοσιακά ασφαλή καταφύγια, οι επενδυτές κατά τη διάρκεια της πανδημίας θα μπορούσαν να είχαν μειώσει τον κίνδυνο μέσω τοποθετήσεων σε

ελβετικό φράγκο, ιαπωνικό γιεν, φυσικό χρυσό, ETFs εξόρυξης χρυσού και συγκεκριμένα gold-backed tokens, όπως το Perth Mint Gold Token και το PAX Gold. Η ενσωμάτωση αυτών των στοιχείων σε ένα χαρτοφυλάκιο μπορούσε να αυξήσει την κερδοφορία του στο 8.4% ετησίως (με κορυφή έως 14.4% σε υποπεριόδους) χωρίς αύξηση του κινδύνου, σε σύγκριση με το τυπικό χαρτοφυλάκιο αναφοράς, το οποίο απέφερε 7.2% με 3.6% κίνδυνο. Επιπλέον, η μελέτη έδειξε ότι τα gold-backed κρυπτονομίσματα, όπως το PAX Gold, το Perth Mint Gold Token και το Tether Gold, εμφάνισαν χαμηλότερη μεταβλητότητα σε σχέση με άλλα ψηφιακά assets, καθιστώντας τα αποτελεσματικότερα ως ασφαλή καταφύγια από το Bitcoin και το Ethereum, τα οποία παρουσίασαν μεγαλύτερες διακυμάνσεις (Chevallier, 2023).

Οι δύο αυτές μελέτες έχουν μεταξύ τους ορισμένα σύμφωνα και ασύμφωνα ευρήματα. Και οι δύο μελέτες συμφωνούν ότι η πανδημία COVID-19 προκάλεσε αναδιαρθρώσεις στα χρηματοοικονομικά χαρτοφυλάκια και ότι οι επενδυτές έψαξαν για ασφαλή καταφύγια. Και οι δύο αναγνωρίζουν τη σημασία της διαφοροποίησης και τονίζουν ότι οι κλασικές στρατηγικές αντιστάθμισης κινδύνου άλλαξαν μετά το ξέσπασμα της πανδημίας. Ωστόσο, διαφωνούν ως προς τη συμπεριφορά ορισμένων περιουσιακών στοιχείων. Η μελέτη των Belhassine & Karamti (2021) οδηγείται στη διαπίστωση ότι ο χρυσός και το ασήμι έχασαν την ιδιότητά τους ως ασφαλή καταφύγια, ενώ η μελέτη του Chevallier (2023) οδηγεί στη διαπίστωση πως ο χρυσός, καθώς και συγκεκριμένα υποστηριζόμενα από τον χρυσό κρυπτονομίσματα, διατήρησαν την ιδιότητά τους ως ασφαλή καταφύγια. Επιπλέον, η πρώτη μελέτη βλέπει το Bitcoin ως ασφαλές καταφύγιο έναντι του κινεζικού χρηματιστηρίου, ενώ η δεύτερη μελέτη δεν υποστηρίζει κάτι ανάλογο έναντι του S&P 500. Αυτές οι διαφορές ενδέχεται να οφείλονται σε διαφοροποιήσεις στη μεθοδολογία και στο δείγμα δεδομένων. Η πρώτη μελέτη εστιάζει στις δυναμικές συσχετίσεις με την κινεζική αγορά και αναλύει περιόδους πριν και μετά το ξέσπασμα της πανδημίας, ενώ η δεύτερη μελέτη ακολουθεί ένα πιο ευρύ πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου, εξετάζοντας διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων σε παγκόσμια κλίμακα. Διαφορετικοί χρηματιστηριακοί δείκτες παρουσίασαν επομένως διαφορετικές συσχετίσεις με άλλα assets, με αποτέλεσμα να μην μπορεί να προκύψει ένα συμπέρασμα περί βέλτιστων στρατηγικών διαφοροποίησης κατά τη συγκεκριμένη περίοδο.

Για την περαιτέρω μελέτη της διαφοροποίησης στην περίοδο της πανδημίας, θα μπορούσαν να μελετηθούν συγκριτικά αμοιβαία κεφάλαια με παγκόσμια διασπορά και διαφορετικό βαθμό διαφοροποίησης μεταξύ περιουσιακών στοιχείων. Κατά τον τρόπο αυτό

περιορίζεται επομένως ο κίνδυνος εξαγωγής συμπερασμάτων που δεν έχουν μια γενικευμένη επεξηγηματική δυνατότητα και προάγεται η κατάληξη σε μια ευρύτερη συμπερασματολογία, μελετώντας ως άξονα διαφοράς μόνο το βαθμό διαφοροποίησης μεταξύ περιουσιακών στοιχείων. Για τις ανάγκες της παρούσας μελέτης, εξετάστηκαν συγκριτικά τρία αμοιβαία κεφάλαια της Paribas, τα οποία δεν διαφοροποιούνται τόσο ως προς το βαθμό έκθεσης σε διαφορετικές αγορές, όσο ως προς τον βαθμό διαφοροποίησης των assets τους. Ως ημερομηνίες μελέτης χρησιμοποιήθηκαν τα διαστήματα από 01.12.2019 έως 31.12. 2021. Σαφώς, στο τέλος του 2021 η πανδημία δεν είχε αποκηρυχθεί. Ωστόσο, από το σημείο αυτό και ύστερα τερματίζεται η τελευταία μεγάλη σχετιζόμενη με την εξάπλωση του κορονοϊού κρίση, η εξάπλωση της μετάλλαξης Όμικρον, και εκκινεί μια περίοδος απειλών από τη Ρωσία και προπαρασκευής έναντι της εισβολής στην Ουκρανία. Παρ' ότι επομένως δεν υπάρχει ένα αυστηρό σημείο για την θεώρηση πως «τότε» τερματίστηκε η επίδραση της πανδημίας και εκκίνησε η επίδραση του πολέμου και του συνακόλουθου πληθωρισμού, για λόγους σύγκρισης λαμβάνεται ως κριτήριο το εν λόγω χρονικό σημείο.

Αντικείμενο της σύγκρισης αποτελούν επομένως τρία αμοιβαία κεφάλαια της Paribas: 1) Το BNP Paribas Perspectives 2031-2033 Classic 2) Το BNP Paribas Perspectives 2034-2036 Classic 3) Το BNP Paribas Perspectives 2037-2039 Classic. Ακολουθώντας παρουσιάζονται οι μεταβολές τους κατά μήκος των τριών αυτών εξεταζόμενων περιόδων. Εκ των τριών αυτών αμοιβαίων κεφαλαίων, το πρώτο εφαρμόζει μια συντηρητική πολιτική, βασιζόμενο κυρίως σε ομόλογα και σε μικρότερο βαθμό σε μετοχές και λοιπά assets (π.χ. πετρέλαιο). Το δεύτερο εφαρμόζει μια ισορροπημένη προσέγγιση μεταξύ ομολόγων και μετοχών. Το τρίτο βασίζεται κυρίως σε μετοχές και σε μικρότερο βαθμό σε ομόλογα και λοιπά assets.



Σχήμα 4. Το BNP Paribas Perspectives 2031-2033 Classic

Προσαρμογή

από:

<https://markets.ft.com/data/funds/tearsheet/charts?s=FR0011351717:EUR>



Σχήμα 5. Το BNP Paribas Perspectives 2034-2036 Classic

Προσαρμογή

από:

<https://markets.ft.com/data/funds/tearsheet/summary?s=FR0013049426:EUR>



Σχήμα 6. Το BNP Paribas Perspectives 2037-2039 Classic

Προσαρμογή

από:

<https://markets.ft.com/data/funds/tearsheet/summary?s=FR0013391448:EUR>

Στον Πίνακα 4 παρατίθενται τα αριθμητικά δεδομένα της τιμής ανά μερίδιο σε ευρώ. Όπως διαπιστώνεται, μεταξύ των τριών αυτών αμοιβαίων κεφαλαίων το δεύτερο είχε την καλύτερη απόδοση κατά τη διάρκεια της κρίσης.

	1 Δεκεμβρίου 2019	31 Δεκεμβρίου 2021	Ποσοστό % μεταβολής
BNP Paribas Perspectives 2031-2033 Classic	29.42	28.72	-2.37%
BNP Paribas Perspectives 2034-2036 Classic	24.47	24.20	-1.10%
BNP Paribas Perspectives 2037-2039 Classic	21.97	20.97	-4.55%

Πίνακας 4. Οι τιμές των τριών εξεταζόμενων αμοιβαίων κεφαλαίων ανά μερίδιο

Στο σημείο αυτό προκύπτει επομένως μια κάπως παράδοξη διαπίστωση. Θα αναμενόταν το πρώτο χαρτοφυλάκιο να έχει καλύτερη απόδοση, ως συνάρτηση των πιο ασφαλών καταφυγίων κατά την περίοδο της κρίσης, δηλαδή ως συνάρτηση της μεγαλύτερης έκθεσής του σε ομόλογα. Το τρίτο χαρτοφυλάκιο έχει πράγματι την χειρότερη απόδοση, όντας ένα επιθετικής ανάπτυξης χαρτοφυλάκιο που επλήγη κατά τη διάρκεια της κρίσης. Όμως η ικανότερη απόδοση του δεύτερου χαρτοφυλακίου παραμένει αινιγματική.

Η εξήγηση για τα ανωτέρω ενδεχομένως να αποδίδεται σε ορισμένες αρνητικές επιδράσεις της στρατηγικής της διαφοροποίησης. Από ένα σημείο και ύστερα πιθανόν η διαφοροποίηση να οδηγεί σε επενδυτικές επιλογές που δεν συνιστούν πραγματικές ευκαιρίες, απλώς και μόνο για να δημιουργήσει την εντύπωση της περαιτέρω προστασίας έναντι του κινδύνου. Αντίθετα, μια στρατηγική δύο κατευθύνσεων, επιλέγοντας και ομόλογα και μετοχές, επιτρέπει την εύρεση και επιλογή των καλύτερων εξ αυτών, χωρίς η διαδικασία επιλογής να φτάσει στο σημείο κορεσμού από το οποίο και ύστερα οι περαιτέρω ενέργειες καθίστανται επιζήμιες. Συνεπώς, η άνευ όρων διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια μιας κρίσης αναδεικνύεται μέσω των εξεταζόμενων αυτών περιπτώσεων ως μια μη ασφαλής στρατηγική. Πρόκειται άλλωστε για μια στρατηγική που έχει αποδειχθεί αναποτελεσματική, όντας συνδεδεμένη με την παραδοσιακή θεωρία των επενδύσεων (Pantic & Milojevic, 2019).

Στο επίκεντρο της κριτικής κατά την εν λόγω περίοδο βρέθηκε και η MPT. Ειδικότερα, η θεωρία αυτή βασίζεται σε υποθέσεις που δεν ανταποκρίνονται πλήρως στην πραγματικότητα, ιδίως σε περιόδους ακραίων χρηματοοικονομικών κρίσεων, όπως η πανδημία COVID-19. Συγκεκριμένα, η MPT προϋποθέτει ότι οι επενδυτές δρουν με ορθολογικό τρόπο και ότι οι αγορές είναι απόλυτα αποδοτικές, γεγονός που διαψεύστηκε από την έντονη μεταβλητότητα και τις ακραίες κινήσεις στις κεφαλαιαγορές κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Επίσης, η θεωρία υποθέτει ότι οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων ακολουθούν κανονική κατανομή, ενώ στην πραγματικότητα οι αγορές παρουσίασαν "fat tails", δηλαδή πολύ πιο ακραίες αποδόσεις από αυτές που προβλέπει το μοντέλο. Αυτό σημαίνει ότι η MPT δεν μπορεί να διαχειριστεί ικανοποιητικά ακραία χρηματοοικονομικά σοκ, καθώς υποτιμά την πιθανότητα γεγονότων υψηλής μεταβλητότητας, όπως οι απότομες πτώσεις των αγορών λόγω εξωγενών κρίσεων (Zhang, 2024).

Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα είναι η εξάρτηση της MPT από ιστορικά δεδομένα, τα οποία χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση των μελλοντικών αποδόσεων και του κινδύνου των επενδύσεων. Όμως, η πανδημία COVID-19 απέδειξε ότι οι αγορές δεν ακολουθούν πάντα προβλέψιμες τάσεις και ότι γεγονότα που δεν έχουν ιστορικό προηγούμενο μπορεί να επηρεάσουν δραστικά τη δυναμική των επενδύσεων. Η προσέγγιση της MPT βασίζεται στη θεώρηση ότι οι σχέσεις κινδύνου-απόδοσης είναι σχετικά σταθερές, κάτι που δεν επιβεβαιώθηκε στην περίοδο της πανδημίας, καθώς η διακύμανση και οι συσχετίσεις μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων άλλαξαν δραματικά. Για παράδειγμα, ενώ ο χρυσός θεωρείται συνήθως ασφαλές καταφύγιο σε περιόδους κρίσης, κατά τη διάρκεια της πανδημίας η συμπεριφορά του διαφοροποιήθηκε και επηρεάστηκε από εξωγενείς παράγοντες, όπως οι νομισματικές πολιτικές και η διαθεσιμότητα ρευστότητας στις αγορές. Αυτές οι ανατροπές κατέδειξαν ότι τα μοντέλα που στηρίζονται αποκλειστικά σε ιστορικά δεδομένα ενδέχεται να είναι ανεπαρκή για την αντιμετώπιση ακραίων χρηματοοικονομικών γεγονότων (Zhang, 2024).

Αντίθετα, η PMPT κατά την περίοδο της πανδημίας COVID-19 αναδείχθηκε ως μία πιο ευέλικτη και ρεαλιστική προσέγγιση στη διαχείριση επενδύσεων σε σχέση με την MPT. Όπως αναφέρεται και ανωτέρω, η PMPT επικεντρώνεται στη διαφορετική εκτίμηση του κινδύνου, δίνοντας έμφαση στον αρνητικό κίνδυνο (downside risk) και όχι στη συνολική διακύμανση των αποδόσεων, όπως κάνει η MPT. Αυτό αποδείχθηκε εξαιρετικά σημαντικό κατά την πανδημία, καθώς η αγορά δεν παρουσίασε συμμετρική μεταβλητότητα, αλλά

κυρίως ακραία αρνητικά σοκ. Η προσέγγιση της PMPT επέτρεψε στους επενδυτές να εστιάσουν περισσότερο στην προστασία του κεφαλαίου τους, αντί να βασίζονται αποκλειστικά στην ιστορική διακύμανση των αποδόσεων, η οποία αποδείχθηκε ανεπαρκής για να προβλέψει τις εξελίξεις της πανδημίας (Bhakti et al., 2021)..

Επιπλέον, η PMPT ενσωματώνει εξατομικευμένες στρατηγικές κινδύνου, λαμβάνοντας υπόψη τις διαφορετικές ανοχές κινδύνου και τους επενδυτικούς στόχους κάθε επενδυτή. Κατά τη διάρκεια της πανδημίας, αυτό αποδείχθηκε βαρύνουσας σημασίας, καθώς διαφορετικοί επενδυτές υιοθέτησαν διαφορετικές στρατηγικές ανάλογα με τις ανάγκες τους. Οι συντηρητικοί επενδυτές επικεντρώθηκαν σε χαρτοφυλάκια που ελαχιστοποιούσαν τις απώλειες, ενώ οι πιο επιθετικοί επενδυτές εκμεταλλεύτηκαν την υψηλή μεταβλητότητα για να αποκομίσουν κέρδη. Σε αντίθεση με την MPT, η οποία προτείνει ένα ενιαίο χαρτοφυλάκιο για όλους τους επενδυτές με βάση το αποδοτικό σύνορο (Efficient Frontier), η PMPT προσαρμόζεται στις μοναδικές ανάγκες του κάθε επενδυτή, προσφέροντας μεγαλύτερη ευελιξία και προσαρμοστικότητα σε απρόβλεπτες συνθήκες αγοράς (Bhakti et al., 2021).

Τέλος, η PMPT επέτρεψε μια περισσότερο στρατηγική προσέγγιση στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, λαμβάνοντας υπόψη την ασυμμετρία των αποδόσεων και την προστασία από μεγάλες απώλειες. Κατά την πανδημία, τα επενδυτικά μοντέλα που βασίζονται στην παραδοσιακή MPT απέτυχαν να διαχειριστούν την ακραία πτώση των αγορών, καθώς βασίζονται στην υπόθεση ότι οι αγορές λειτουργούν ορθολογικά και ότι οι διακυμάνσεις είναι συμμετρικές. Αντίθετα, η PMPT προσέφερε ένα πιο προστατευτικό πλαίσιο διαχείρισης κινδύνου, το οποίο περιελάμβανε στρατηγικές όπως tail-risk hedging και μεθόδους μέτρησης κινδύνου που λαμβάνουν υπόψη μόνο τις αρνητικές αποκλίσεις από την αναμενόμενη απόδοση. Αυτό κατέστησε την PMPT πιο αποτελεσματική για τη διαχείριση επενδύσεων σε περιόδους κρίσης, επιτρέποντας στους επενδυτές να προσαρμόσουν καλύτερα τα χαρτοφυλάκιά τους στις πρωτόγνωρες συνθήκες που προκάλεσε η πανδημία (Bhakti et al., 2021).

5.4 Συγκριτική επισκόπηση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου στις οικονομικές κρίσεις

Η συγκριτική αντιπαραβολή της διαχείρισης χαρτοφυλακίου στις τρεις χρηματιστηριακές κρίσεις (1929, 2008, COVID-19) αναδεικνύει τόσο κοινά στοιχεία όσο και σημαντικές διαφοροποιήσεις. Κοινός παράγοντας και στις τρεις περιπτώσεις ήταν ο σημαντικός ψυχολογικός αντίκτυπος των κρίσεων, ο οποίος οδήγησε σε απότομες μεταβολές της επενδυτικής συμπεριφοράς και αύξηση της ζήτησης για ασφαλή περιουσιακά στοιχεία. Ειδικότερα, τόσο στην κρίση του 1929 όσο και του 2008, οι επενδυτές κινήθηκαν προς κρατικά ομόλογα και περιουσιακά στοιχεία χαμηλού κινδύνου, αποφεύγοντας επιθετικές τοποθετήσεις και χρηματοοικονομικά εργαλεία υψηλής μόχλευσης. Ο φόβος, η αβεβαιότητα και η απώλεια εμπιστοσύνης έπαιξαν καθοριστικό ρόλο, επηρεάζοντας άμεσα την απόδοση των χαρτοφυλακίων και οδηγώντας σε αλλαγές των στρατηγικών διαχείρισης.

Μία ακόμη κοινή διαπίστωση αφορά τη σημασία της διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων. Και στις τρεις κρίσεις επιβεβαιώθηκε πως η έλλειψη επαρκούς διαφοροποίησης συνεπάγεται μεγαλύτερες απώλειες, καθώς χαρτοφυλάκια με έντονη συγκέντρωση σε έναν μόνο τομέα ή κατηγορία περιουσιακών στοιχείων επλήγησαν περισσότερο από όσα ήταν διαφοροποιημένα. Ωστόσο, διαφοροποιήσεις υπήρχαν ως προς το πώς και πόσο αποτελεσματική αποδείχθηκε η διαφοροποίηση σε κάθε κρίση. Το 1929, η διαφοροποίηση ήταν περιορισμένη λόγω απουσίας εξελιγμένων εργαλείων, με συνέπεια μεγαλύτερη έκθεση στον κίνδυνο. Το 2008, η αύξηση των συσχετίσεων μεταξύ των αγορών αποδυνάμωσε τις παραδοσιακές στρατηγικές διαφοροποίησης, οδηγώντας σε μεγαλύτερες απώλειες από το αναμενόμενο. Αντίθετα, στην κρίση της πανδημίας COVID-19, τα αποτελέσματα της διαφοροποίησης ήταν πιο πολύπλοκα, καθώς ενώ κάποια παραδοσιακά ασφαλή καταφύγια, όπως ο χρυσός, έχασαν προσωρινά την αποτελεσματικότητά τους, νέες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, όπως τα κρυπτονομίσματα, ενίσχυσαν τη θέση τους ως πιθανές επιλογές διαφοροποίησης.

Σημαντική διαφοροποίηση εντοπίζεται επίσης στην ανταπόκριση των ρυθμιστικών και πολιτικών αρχών. Μετά το κραχ του 1929 ακολούθησαν σημαντικές θεσμικές αλλαγές και ρυθμίσεις για τον περιορισμό της μόχλευσης, οι οποίες αποδείχθηκαν αποτελεσματικές μακροπρόθεσμα. Αντίστοιχα, η κρίση του 2008 προκάλεσε άμεσες παρεμβάσεις από τις κεντρικές τράπεζες με εργαλεία όπως η ποσοτική χαλάρωση, επηρεάζοντας βαθιά τη

στρατηγική διαχείρισης των χαρτοφυλακίων. Αντίθετα, η κρίση COVID-19 χαρακτηρίστηκε από ακόμη πιο εκτεταμένες και γρήγορες παρεμβάσεις των αρχών, που οδήγησαν σε διαφορετικές στρατηγικές διαφοροποίησης των επενδυτών, με αυξημένη έμφαση στη ρευστότητα, οδηγώντας χάρη στην άμεση επέμβαση και σε μια πιο βραχείας διάρκειας κρίση.

Η σημασία του κινδύνου ρευστότητας διαφοροποιήθηκε επίσης και στις τρεις περιόδους. Το 1929, ο κίνδυνος ρευστότητας ήταν έντονος λόγω της μεγάλης μόχλευσης και της έλλειψης ενός ικανού ρυθμιστικού πλαισίου. Το 2008, η κρίση ρευστότητας ήταν πρωτοφανής, λόγω των περίπλοκων χρηματοοικονομικών προϊόντων και της κατάρρευσης της εμπιστοσύνης μεταξύ τραπεζών και επενδυτών. Στην περίοδο της πανδημίας, η ρευστότητα ήταν βαρύνουσα σημασίας λόγω της απότομης αλλαγής των οικονομικών συνθηκών, αλλά η άμεση αντίδραση των κεντρικών τραπεζών περιόρισε σημαντικά αυτόν τον κίνδυνο.

Τέλος, ένα σημαντικό εύρημα που διαφοροποιείται μεταξύ των κρίσεων είναι η αποτελεσματικότητα των θεωριών διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Η κρίση του 1929 ανέδειξε την ανάγκη ανάπτυξης της μοντέρνας θεωρίας χαρτοφυλακίου, ενώ η κρίση του 2008 αποκάλυψε τις αδυναμίες της MPT και προώθησε τη χρήση πιο εξελιγμένων εργαλείων, συγκεκριμένα της PMPT. Η κρίση της πανδημίας COVID-19 επιβεβαίωσε τη σημασία της PMPT, καθώς οδηγεί στη διαπίστωση ότι η διαχείριση αρνητικού κινδύνου (downside risk) ήταν πιο αποτελεσματική σε συνθήκες ακραίων μεταβολών της αγοράς.

Συμπερασματικά, οι διαπιστώσεις που προκύπτουν από τη συγκριτική αυτή αντιπαραβολή που πραγματοποιήθηκε έχουν να κάνουν με την αναγκαιότητα ευελιξίας στη διαχείριση χαρτοφυλακίου, τη σημασία της διαχείρισης ρευστότητας και διαφοροποίησης, καθώς και την ανάγκη ανάπτυξης πιο εξελιγμένων μεθόδων αντιμετώπισης του κινδύνου, λαμβάνοντας υπόψη όχι μόνο ιστορικά δεδομένα, αλλά και τη συμπεριφορά των επενδυτών κατά τη διάρκεια κρίσεων. Κοιτάζοντας προς το μέλλον, οι κρίσεις αυτές αναδεικνύουν την ανάγκη για προσαρμοστικότητα και διαρκή αναθεώρηση των στρατηγικών επένδυσης, ώστε οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου να μπορούν να ανταποκρίνονται αποτελεσματικά σε απρόβλεπτα γεγονότα και να περιορίζουν τις απώλειες κεφαλαίου.

Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα

Η παρούσα μελέτη οδηγεί στη διαπίστωση πως η διαχείριση χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια κρίσεων αποτελεί έναν βαρύνουσα σημασίας παράγοντα για τη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την προστασία των επενδυτών. Μέσα από την ανάλυση των κρίσεων του 1929, του 2008 και της πανδημίας COVID-19, προκύπτει ότι η διαφοροποίηση αποτελεί τη θεμελιώδη αρχή για τη διαχείριση του κινδύνου. Η έλλειψη διαφοροποίησης κατά το κραχ του 1929 οδήγησε σε καταστροφικές απώλειες για όσους επενδυτές δεν είχαν στρατηγική κατανομή των περιουσιακών τους στοιχείων. Αντίστοιχα, η κρίση του 2008 ανέδειξε τη σημασία της διατήρησης επαρκών αποθεμάτων ρευστότητας, καθώς πολλές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων έγιναν μη ρευστοποιήσιμες, προκαλώντας σοβαρά προβλήματα σε επενδυτές που χρειάζονταν άμεση πρόσβαση σε κεφάλαια. Η κρίση της πανδημίας τόνισε την ανάγκη για ευελιξία και προσαρμοστικότητα, καθώς τα απρόβλεπτα γεγονότα μπορούν να μεταβάλλουν ριζικά τη συμπεριφορά των αγορών σε μικρό χρονικό διάστημα.

Οι βέλτιστες πρακτικές που αναδεικνύονται από τη μελέτη επικεντρώνονται στη διαφοροποίηση, στη διατήρηση ρευστότητας και στη χρήση εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων ως στρατηγική προστασίας των χαρτοφυλακίων. Επιπλέον, αναδεικνύεται ο ρόλος των κυβερνητικών παρεμβάσεων και των κεντρικών τραπεζών στη σταθεροποίηση των αγορών, κάτι που έγινε ιδιαίτερα εμφανές κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008, όπου η κρατική στήριξη απέτρεψε την πλήρη κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Παράλληλα, η ψυχολογία των επενδυτών παίζει σημαντικό ρόλο, καθώς ο πανικός και οι μαζικές εκροές κεφαλαίων μπορούν να επιδεινώσουν μια κρίση, καθιστώντας αναγκαία την ύπαρξη ξεκάθαρων στρατηγικών διαχείρισης κινδύνου.

Στην παρούσα μελέτη αξιολογήθηκαν τρεις θεωρίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου: η Παραδοσιακή Θεωρία, η MPT και η PMPT. Η πρώτη χαρακτηρίζεται από έλλειψη συστηματικής μεθοδολογίας και δεν περιλαμβάνει στατιστικά εργαλεία ποσοτικοποίησης του κινδύνου, καθιστώντας την λιγότερο αποτελεσματική σε περιόδους κρίσης. Η δεύτερη, που βασίζεται στη θεωρία του Markowitz, επικεντρώνεται στη σχέση απόδοσης-κινδύνου, αλλά παρουσιάζει περιορισμούς, καθώς υποθέτει σταθερές συσχετίσεις μεταξύ των στοιχείων ενεργητικού και ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών, κάτι που δεν ισχύει σε πραγματικές συνθήκες κρίσης. Αντίθετα, η PMPT, εισάγοντας την έννοια του αρνητικού

κινδύνου (downside risk) και της ασύμμετρης κατανομής αποδόσεων, προσφέρει μεγαλύτερη ευελιξία στη δημιουργία χαρτοφυλακίων που μπορούν να ανταποκριθούν καλύτερα σε περιόδους αστάθειας. Συνεπώς, για το μέλλον, προτείνεται η χρήση της PMPT, καθώς αυτή παρέχει ένα πιο ρεαλιστικό πλαίσιο για τη διαχείριση κινδύνου και επιτρέπει προσαρμογές που βασίζονται σε δυναμικές αγορές και μεταβαλλόμενες συνθήκες. Η MPT μπορεί να συνεχίσει να χρησιμοποιείται ως εργαλείο αναφοράς, αλλά οι περιορισμοί της την καθιστούν ανεπαρκή ως αποκλειστικό μοντέλο στρατηγικής χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια κρίσεων.

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου πρέπει να προσαρμόζονται στις μελλοντικές κρίσεις υιοθετώντας μια πιο δυναμική προσέγγιση στη διαχείριση κινδύνου. Η εμπειρία από προηγούμενες κρίσεις καταδεικνύει την ανάγκη για ευέλικτες στρατηγικές, που περιλαμβάνουν την τακτική αναθεώρηση των χαρτοφυλακίων, την προληπτική διαχείριση ρευστότητας και τη χρήση εναλλακτικών επενδύσεων για τη μείωση της έκθεσης σε κινδύνους αγοράς. Επιπλέον, η αξιοποίηση δεδομένων σε πραγματικό χρόνο και η ανάλυση συμπεριφοράς των επενδυτών μπορεί να επιτρέψει στους διαχειριστές να αντιδρούν έγκαιρα στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς. Η κατανόηση της συμπεριφοράς των επενδυτών κατά τη διάρκεια κρίσεων αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα, καθώς οι μαζικές εκροές κεφαλαίων μπορούν να οδηγήσουν σε φαινόμενα αυτοτροφοδοτούμενης κατάρρευσης των αγορών. Επομένως, η ψυχολογία των επενδυτών και η δυναμική της αγοράς πρέπει να λαμβάνονται υπόψη σε κάθε σύγχρονη στρατηγική διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

Συνολικά, η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι χρηματοοικονομικές κρίσεις είναι αναπόφευκτες, αλλά η κατάλληλη προετοιμασία και η ευέλικτη στρατηγική μπορούν να μειώσουν τις αρνητικές τους επιπτώσεις. Η υιοθέτηση της PMPT, η διατήρηση επαρκούς ρευστότητας, η διαφοροποίηση και η δυναμική προσαρμογή στις μακροοικονομικές εξελίξεις αποτελούν τα βασικά στοιχεία για τη βιώσιμη διαχείριση χαρτοφυλακίου στο μέλλον.

Σε κάθε περίπτωση, η συγκεκριμένη μελέτη διακρίνεται από ορισμένους περιορισμούς, οι οποίοι οφείλουν να επισημανθούν. Ο πρώτος περιορισμός έχει να κάνει με την εξέταση τριών συγκεκριμένων κρίσεων. Για πρακτικούς λόγους, θα ήταν αδύνατη η εξέταση ενός πολύ μεγαλύτερου εύρους κρίσεων. Ενδεχομένως να υπάρχουν και επιπρόσθετες κρίσεις που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε περισσότερα προς ανάλυση δεδομένα και, ενδεχομένως, σε διαφορετικά συμπεράσματα από αυτά που προκύπτουν

μέσα από την παρούσα μελέτη. Για παράδειγμα, θα είχε ενδιαφέρον να μελετηθεί η διαχείριση χαρτοφυλακίου κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης που παρατηρήθηκε στην Ανατολική Ασία στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Ένας περιορισμός επομένως της μελέτης είναι πως τα συμπεράσματα που προκύπτουν βασίζονται στην εξέταση τριών και μόνο χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Ο δεύτερος, και ενδεχομένως όχι τόσο προφανής, περιορισμός της μελέτης, είναι η προσπάθεια κατάληξης σε προτάσεις για το μέλλον με βάση τις διαπιστώσεις του παρελθόντος. Όπως έλεγε ο Ηράκλειτος, *«ποταμοῖσι τοῖσιν αὐτοῖσιν ἐμβαίνουσιν ἕτερα καὶ ἕτερα ὕδατα ἐπιρρεῖ»*, δηλαδή ο άνθρωπος δεν μπορεί να μπει δυο φορές στον ίδιο ποταμό, ο οποίος δείχνει ίδιος, αλλά στην πραγματικότητα ποτέ δεν είναι ίδιος με την προηγούμενη φορά. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα πως οι κρίσεις που παρατηρήθηκαν κατά το παρελθόν ενδεχομένως να έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά σε σχέση με τις κρίσεις που θα παρατηρηθούν στο μέλλον. Έτσι, οι πρακτικές του παρελθόντος πιθανόν να πρέπει να εξεταστούν εκ νέου από μηδενική βάση κατά την εκδήλωση κρίσεων στο μέλλον.

Ο προβληματισμός αυτός προκύπτει δεδομένου ότι οι κρίσεις του μέλλοντος ενδέχεται να έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά σε σχέση με αυτές του παρελθόντος, ως συνάρτηση των διαφορετικών απειλών που θα αντιμετωπίσει η ανθρωπότητα. Αν και δεν μπορεί να προβλεφθεί με ακρίβεια η εκδήλωση μιας κρίσης που θα οφείλεται σε μια πανδημία, αναδεικνύονται ήδη δύο διαφορετικού τύπου κρίσεις, με εντελώς διαφορετικά χαρακτηριστικά από αυτές του παρελθόντος. Η πρώτη σχετίζεται με την κλιματική αλλαγή, η οποία αναμένεται να οδηγήσει σε σημαντικές επιπτώσεις για την παγκόσμια οικονομία. Η δεύτερη αφορά την επέλαση της τεχνητής νοημοσύνης, η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση της ανεργίας και, κατ' επέκταση, σε σημαντικό πληθωρισμό. Οι δύο αυτές κρίσεις του μέλλοντος διαφοροποιούνται από εκείνες του παρελθόντος, καθώς χαρακτηρίζονται ως κρίσεις τύπου Python και όχι τύπου Cobra, βάσει της διάκρισης που παρουσιάζεται στην Εισαγωγή της παρούσας μελέτης. Επομένως, δεν είναι βέβαιο αν οι βέλτιστες πρακτικές που εφαρμόστηκαν κατά τη διάρκεια ξαφνικών κρίσεων, όπως αυτή της πανδημίας, θα μπορούσαν να είναι εξίσου χρήσιμες κατά τη διάρκεια παρατεταμένων και αργά εξελισσόμενων κρίσεων.

Ως συνάρτηση όλων των ανωτέρω, η μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να ακολουθήσει δύο διαφορετικές κατευθύνσεις. Πρώτον, τη μελέτη των κρίσεων με βάση τα μεγάλα δεδομένα, κάτι που θα επιτρέψει την συγκεντρωτική ανάλυση δεδομένων από πολλές διαφορετικές κρίσεις, τον εντοπισμό κοινών μοτίβων και την κατάληξη στις

βέλτιστες σχετικές πρακτικές. Δεύτερον, την πραγματοποίηση προσομοιώσεων με βάση σενάρια του παρελθόντος και πιθανές απειλές του μέλλοντος, ώστε να διαπιστωθεί ο ενδεχόμενος αντίκτυπος των κρίσεων στα χαρτοφυλάκια. Οι μελέτες αυτές θα αναδείξουν και τις βέλτιστες δυνατές πρακτικές διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων στο μέλλον.

Τέλος, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικών πρέπει να επικεντρωθούν στις διαπιστώσεις της παρούσας μελέτης, αλλά και άλλων ερευνών με παρεμφερή στόχευση. Λόγω του ΤΕΚΑ, η αποτελεσματική διαφοροποίηση των επενδύσεων είναι πλέον κάτι που αφορά τους μελλοντικούς συνταξιούχους της Ελλάδας και ως εκ τούτου η διαφοροποίηση κατά τη διάρκεια κρίσεων δεν αφορά μόνο τους παραδοσιακούς θεσμικούς επενδυτές, αλλά και τους μελλοντικούς συνταξιούχους της χώρας μας. Επομένως, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικών στη χώρα μας, αλλά και γενικότερα, πρέπει να αναπτύξουν έναν γόνιμο προβληματισμό ως προς τον τρόπο με τον οποίο θα πρέπει να αξιοποιήσουν τη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου για τη θωράκιση έναντι των κρίσεων του μέλλοντος.

Βιβλιογραφία

- Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). Causes of the financial crisis. *Critical Review*, 21(2-3), 195-210.
- Al-Rjoub, S., & Azzam, H. (2012). Financial crises, stock returns and volatility in an emerging stock market: The case of Jordan. *Journal of Economic Studies*, 39(2), 178-211.
- Barrell, R., Fic, T., & Holland, D. (2009). Evaluating policy reactions to the financial crisis. *National Institute Economic Review*, 207, 39-42.
- Belhassine, O., & Karamti, C. (2021). Contagion and portfolio management in times of COVID-19. *Economic Analysis and Policy*, 72, 73–86.
- Bellamy Foster, J. (1983). Understanding the significance of the Great Depression. *Studies in Political Economy*, 11(1), 177-196.
- Berkmen, S. P., Gelos, G., Rennhack, R., & Walsh, J. P. (2012). The global financial crisis: Explaining cross-country differences in the output impact. *Journal of International Money and Finance*, 31(1), 42-59.
- Bhakti, D., Widjaja, H. S., & Septyanto, D. (2021). Buffetology's use in stock trading amid the COVID-19 pandemic. SSRN. Διαθέσιμο στο: <https://ssrn.com/abstract=3896854>
Τελευταία πρόσβαση: 05.02.2025
- Bierman, H. (1998). *The causes of the 1929 stock market crash: A speculative orgy or a new era?* Greenwood Press.
- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.
- Bruner, R. F., & Miller, S. (2019). The great crash of 1929: A look back after 90 years. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(4), 43-58.

- Caballero, R. J., & Krishnamurthy, A. (2008). Collective risk management in a flight to quality episode. *Journal of Finance*, 63(5), 2195-2230.
- Chevallier, J. (2023). Safe assets during COVID-19: A portfolio management perspective. *Commodities*, 2(1), 13-51.
- Dalio, R. (2021). *Principles for dealing with a changing world order*. Simon & Schuster.
- Deng, G., McCann, C., & Wang, O. (2012). Are VIX futures ETPs effective hedges? *The Journal of Index Investing*, 3(3), 35-48.
- Deng, T., Xu, T., & Lee, Y. (2022). Policy responses to COVID-19 and stock market reactions—An international evidence. *Journal of Economics and Business*, 119, 106043.
- Galbraith, J. K. (1954). *The great crash 1929*. Houghton Mifflin.
- Gorton, G., & Metrick, A. (2012). Securitized banking and the run on repo. *Journal of Financial Economics*, 104(3), 425-451.
- Hicks, J. R. (1935). A suggestion for simplifying the theory of money. *Economica*, 2(5), 1-19.
- Joyce, M., Liu, Z., & Tonks, I. (2014). Institutional investor portfolio allocation, quantitative easing and the global financial crisis. *Bank of England Working Paper No. 510*. Bank of England.
- Kacperczyk, M., & Schnabl, P. (2010). When safe proved risky: Commercial paper during the financial crisis of 2007-2009. *Journal of Economic Perspectives*, 24(1), 29-50.
- Katsanidou, A., & Lefkofridi, Z. (2020). A decade of crisis in the European Union: Lessons from Greece. *Journal of Common Market Studies*, 58, 160.
- Leavens, D. H. (1945). Diversification of investments. *Trusts and Estates*, 80, 469-473.

- Li, W., Chien, F., Kamran, H. W., Aldeehani, T., Sadiq, M., Nguyen, V. C., & Taghizadeh-Hesary, F. (2022). The nexus between COVID-19 fear and stock market volatility. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 35(1), 1765-1785.
- Longstaff, F. A. (2010). The subprime credit crisis and contagion in financial markets. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 436-450.
- Luchtenberg, K. F., & Vu, Q. (2015). The 2008 financial crisis: Stock market contagion and its determinants. *Research in International Business and Finance*, 33, 178-203.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Markowitz, H. M. (1999). The early history of portfolio theory: 1600-1690. *Financial Analysts Journal*, 55(4), 5-16.
- Matés-Barco, J. M. (2023). The Great Depression of 1929: Crisis in the world economy. In *The age of global economic crises* (pp. 1-37). Routledge.
- Omisore, I., Yusuf, M., & Christopher, N. (2012). The modern portfolio theory as an investment decision tool. *Journal of Accounting and Taxation*, 4(2), 19-28.
- Pantić, N., & Milojević, I. (2019). Investments and employment in tourism in the Republic of Serbia. *Hotel and Tourism Management*, 7(1), 95-104.
- Radivojević, N., Lazić, J., & Cvijanović, J. (2009). Limitations of application of modern portfolio theory in emerging markets—Example of Serbian capital market. *Industrija*, 37(4), 1-13.
- Rashid Sabri, N. (2004). Stock return volatility and market crisis in emerging economies. *Review of Accounting and Finance*, 3(3), 59-83.
- Rom, B. M., & Ferguson, K. W. (1993). Post-modern portfolio theory comes of age. *The Journal of Investing*, 2(4), 27-33.
- Romer, C. D. (1990). The great crash and the onset of the great depression. *The Quarterly Journal of Economics*, 105(3), 597-624.

- Romer, C. D. (1992). What ended the great depression? *The Journal of Economic History*, 52(4), 757-784.
- Roy, A. D. (1952). Safety first and the holding of assets. *Econometrica*, 20(3), 431-449.
- Rudd, A. (1986). Portfolio management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1(3), 242-252.
- Rubinstein, M. (2002). Markowitz's portfolio selection: A fifty-year retrospective. *Journal of Finance*, 57(3), 1041-1045.
- Schwab, K., & Malleret, T. (2020). *The great reset*. World Economic Forum.
- Seymour, M., & Moore, S. (2002). *Effective crisis management: Worldwide principles and practice*. Cassell.
- Sing, T. F., & Ong, S. (2000). Asset allocation in a downside risk framework. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 6(3), 213-223.
- Swisher, P., & Kasten, C. (2005). Post-modern portfolio theory. *Journal of Financial Planning*, 18(9), 74-85.
- Szabo, E. (2009). VIX futures and options—A case study of portfolio diversification during the 2008 financial crisis. *University of Massachusetts Amherst*. Διαθέσιμο στο: <https://ssrn.com/abstract=1403449> Τελευταία πρόσβαση: 12.02.2025
- Thiel, P., & Masters, B. (2014). *Zero to one: Notes on startups, or how to build the future*. Crown Business.
- Todoni, M. (2015). A post-modern portfolio management approach on CEE markets. *Journal of Economics and Business Research*, 21(1), 84-97.
- Vyas, H. N. (2014). *Portfolio management*. Amazon International.
- White, E. N. (1990). The stock market boom and crash of 1929 revisited. *The Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 67-83.

Williams, J. B. (1938). *The theory of investment value*. Harvard University Press.

Zhang, H. (2024). Limitations and critique of modern portfolio theory: A comprehensive literature review. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 60, 24-29.

Υπεύθυνη Δήλωση Συγγραφέα:

Δηλώνω ρητά ότι, σύμφωνα με το άρθρο 8 του Ν.1599/1986, η παρούσα εργασία αποτελεί αποκλειστικά προϊόν προσωπικής μου εργασίας, δεν προσβάλλει κάθε μορφής δικαιώματα διανοητικής ιδιοκτησίας, προσωπικότητας και προσωπικών δεδομένων τρίτων, δεν περιέχει έργα/εισφορές τρίτων για τα οποία απαιτείται άδεια των δημιουργών/δικαιούχων και δεν είναι προϊόν μερικής ή ολικής αντιγραφής, οι πηγές δε που χρησιμοποιήθηκαν περιορίζονται στις βιβλιογραφικές αναφορές και μόνον και πληρούν τους κανόνες της επιστημονικής παράθεσης.