



Σχολή Κοινωνικών Επιστημών
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Τραπεζικής,
Χρηματοοικονομικής και Χρηματοοικονομικής
Τεχνολογίας (Fin Tech)

Διπλωματική Εργασία

«Ασφαλή επενδυτικά καταφύγια (Safe haven assets). Είναι πραγματικά ασφαλή; Μια εμπειρική προσέγγιση μέσα από τις παγκόσμιες κρίσεις των τελευταίων ετών.»

Συγγραφέας

Αθανασία Χοστικίδου

Επιβλέπων καθηγητής

Δημήτριος Βασιλείου

Πάτρα, Μάρτιος 2026

Η παρούσα εργασία αποτελεί πνευματική ιδιοκτησία του/της φοιτητή/φοιτήτριας («συγγραφέας/δημιουργός») 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.

Ασφαλή επενδυτικά καταφύγια (Safe haven assets). Είναι πραγματικά ασφαλή; Μια εμπειρική προσέγγιση μέσα από τις παγκόσμιες κρίσεις των τελευταίων ετών.

Αθανασία Χοστικίδου

Επιτροπή Επίβλεψης Διπλωματικής Εργασίας

Επιβλέπων Καθηγητής

Δημήτριος Βασιλείου

Καθηγητής Εθνικού και Καποδιστριακού
Πανεπιστημίου Αθηνών

Συν-Επιβλέπων Καθηγητής

Νικόλαος Ηρειώτης

Καθηγητής Εθνικού και Καποδιστριακού
Πανεπιστημίου Αθηνών

Πάτρα, Μάρτιος 2026

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις βαθύτατες ευχαριστίες μου προς την οικογένειά μου για την αδιάκοπη υποστήριξη, την κατανόηση και την αμέριστη συμπαράστασή τους καθ' όλη τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Η σταθερή παρουσία τους, η ενθάρρυνση και η εμπιστοσύνη που έδειξαν στις προσπάθειές μου αποτέλεσαν καθοριστικό παράγοντα για την επιτυχή ολοκλήρωση του παρόντος έργου.

Παράλληλα, αισθάνομαι την ανάγκη να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες προς τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Βασιλείου Δημήτριο για την ουσιαστική και υψηλού επιπέδου επιστημονική καθοδήγηση που μου παρείχε. Οι εύστοχες παρατηρήσεις του, η υποστήριξη, η διαρκής διαθεσιμότητα για συζήτηση και ανατροφοδότηση, καθώς και η προσήλωσή του στην ακαδημαϊκή ποιότητα συνέβαλαν καθοριστικά στη διαμόρφωση και ολοκλήρωση της παρούσας μελέτης. Η συμβολή του υπήρξε πολύτιμη σε κάθε στάδιο της ερευνητικής διαδικασίας.

Περιεχόμενα

1. Περίληψη.....	5
2. Abstract.....	7
3. Εισαγωγή.....	9
4. 1. Ασφαλή Επενδυτικά Καταφύγια.....	13
1.1 Ορισμός και Χρηματοοικονομική Σημασία.....	13
1.2 Ενοιολογική διαφοροποίηση των Safe havens και της Αντιστάθμισης.....	14
5. 2. Μεθοδολογική προσέγγιση της εμπειρικής ανάλυσης.....	19
2.1 Περιορισμοί της παρούσας εργασίας.....	23
6. 3. Παραδοσιακά Ασφαλή Επενδυτικά Καταφύγια.....	26
3.1 Δολάριο Αμερικής (USD).....	26
3.2 Ελβετικό Φράγκο (CHF).....	28
3.3 Γεν Ιαπωνίας (JPY).....	30
3.4 Χρυσός (XAU).....	32
3.5 Δεκαετές Ομόλογο Αμερικής (UST10Y).....	34
3.6 Δεκαετές Ομόλογο Γερμανίας (DE10Y).....	36
7. 4. Η Έννοια και η σημασία των οικονομικών κρίσεων.....	38
8. 5. Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση.....	39
5.1 Ιστορικό και Θεσμικό πλαίσιο.....	39
5.2 Αίτια της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης.....	39
5.3 Το Σκιάδρες Τραπεζικό Σύστημα.....	41
5.4 Χαρακτηριστικά της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής κρίσης.....	42
5.5 Επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία.....	44
5.6 Εμπειρική Ανάλυση των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την περίοδο της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης.....	45
9. 6. Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους.....	52
6.1 Ιστορικό και Θεσμικό πλαίσιο.....	52
6.2 Αίτια της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους.....	53
6.3 Χαρακτηριστικά της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους.....	54
6.4 Επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία.....	56

6.5	Εμπειρική Ανάλυση των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την περίοδο της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους.....	58
10.	7. Κρίση Πανδημίας COVID 19.....	65
7.1	Ιστορικό και Θεσμικό πλαίσιο.....	65
7.2	Αίτια της Κρίσης της Πανδημίας COVID 19.....	66
7.3	Χαρακτηριστικά της Κρίσης της Πανδημίας COVID 19.....	67
7.4	Επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία.....	68
7.5	Εμπειρική Ανάλυση των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την περίοδο της Κρίσης της Πανδημίας COVID 19.....	70
11.	8. Πληθωριστική και Ενεργειακή Κρίση.....	77
8.1	Ιστορικό και Θεσμικό πλαίσιο.....	77
8.2	Αίτια της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης.....	78
8.3	Χαρακτηριστικά της Πλήθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης.....	79
8.4	Επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία.....	80
8.5	Εμπειρική Ανάλυση των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την περίοδο της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης.....	82
12.	9. Συγκριτική αποτίμηση της συμπεριφοράς των ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων ανά περίοδο κρίσης.....	89
13.	10. Το Bitcoin (XBT) ως επενδυτικό καταφύγιο.....	92
10.1	Ιστορική Αναδρομή και λόγοι δημιουργίας του Bitcoin.....	92
10.2	Βιβλιογραφική Αξιολόγηση του Bitcoin ως ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου.....	93
10.3	Εμπειρική αξιολόγηση του Bitcoin ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο.....	95
14.	11. Η σημασία της διαφοροποίησης στη δημιουργία επενδυτικών χαρτοφυλακίων.....	100
15.	Συμπέρασμα.....	102
16.	12. Γραφήματα.....	105
12.1	Γραφήματα των συσχετίσεων των μηνιαίων αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 κατά την περίοδο της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης.....	105
12.2	Γραφήματα των συσχετίσεων των μηνιαίων αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 κατά την περίοδο της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους.....	107

12.3 Γραφήματα των συσχετίσεων των μηνιαίων αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 κατά την περίοδο της Κρίσης της Πανδημίας COVID 19.....	110
12.4 Γραφήματα των συσχετίσεων των μηνιαίων αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 κατά την περίοδο της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης.....	113
12.5 Γραφήματα των αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και των λογαριθμικών διαφορών του δείκτη VIX κατά την περίοδο της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης.....	116
12.6 Γραφήματα των αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των λογαριθμικών διαφορών του δείκτη VIX κατά την περίοδο της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους.....	117
12.7 Γραφήματα των αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των λογαριθμικών διαφορών του δείκτη VIX κατά την περίοδο της Πανδημίας COVID 19.....	119
12.8 Γραφήματα των αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των λογαριθμικών διαφορών του δείκτη VIX κατά την περίοδο της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης.....	121
17. Βιβλιογραφία.....	123

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει την αποτελεσματικότητα των ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων (safe haven assets) σε τέσσερις σημαντικές περιόδους κρίσης, την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση (2007-2009), την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους (2010-2012) την Κρίση της Πανδημίας COVID 19 (2020-2021) και την Πληθωριστική και Ενεργειακή Κρίση (2022-2023). Στόχος της μελέτης είναι η αξιολόγηση του κατά πόσο παραδοσιακά επενδυτικά καταφύγια, όπως ο χρυσός, τα κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης, τα νομίσματα ποιότητας, καθώς και το Bitcoin, ως νεότερο και μη συμβατικό περιουσιακό στοιχείο, διατηρούν την προστατευτική τους λειτουργία υπό ετερογενείς συνθήκες αγοράς.

Η εμπειρική ανάλυση βασίζεται σε ποσοτικούς δείκτες, όπως η συσχέτιση των αποδόσεων των παραπάνω περιουσιακών στοιχείων με την απόδοση του δείκτη S&P 500, η μέση απόδοση, η μεταβλητότητα, το μέγιστο ημερήσιο drawdown και ο δείκτης Sharpe. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι η έννοια του ασφαλούς καταφυγίου δεν είναι στατική ούτε καθολικά εφαρμοστέα. Τα κρατικά ομόλογα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και της Γερμανίας εμφανίζουν μεγαλύτερη συνέπεια ως προς τον ρόλο τους, παρουσιάζοντας χαμηλή μεταβλητότητα και αρνητική συσχέτιση με τις μετοχικές αγορές, ιδίως σε κρίσεις συστημικού χαρακτήρα. Επίσης ο χρυσός, παρά την υψηλή μεταβλητότητά του, λειτουργεί αποτελεσματικά σε περιόδους νομισματικής ή γεωπολιτικής αβεβαιότητας. Αντιθέτως, τα νομίσματα ποιότητας παρουσιάζουν ανομοιογενή συμπεριφορά, ενώ το Bitcoin εμφανίζει προκυκλική και ασυνεπή δυναμική, γεγονός που περιορίζει την ικανότητά του να λειτουργεί ως ασφαλές καταφύγιο.

Τα ευρήματα υποδεικνύουν ότι κανένα περιουσιακό στοιχείο δεν αποτελεί απόλυτο ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο σε όλες τις κρίσεις και ότι η αποτελεσματικότητά τους εξαρτάται από τη φύση της κρίσης, τις νομισματικές συνθήκες και τη συμπεριφορά των επενδυτών. Η μελέτη αναδεικνύει επίσης τη σημασία της διαφοροποίησης ως θεμελιώδους στρατηγικής διαχείρισης κινδύνου, επισημαίνοντας ότι ο συνδυασμός διαφορετικών τύπων καταφυγίων μπορεί να ενισχύσει την ανθεκτικότητα και τη σταθερότητα των επενδυτικών χαρτοφυλακίων.

Λέξεις – Κλειδιά

Κρίση, επενδυτικά καταφύγια, Ομόλογα, Νομίσματα, Χρυσός, Δολάριο Αμερικής, Ελβετικό Φράγκο, Γεν Ιαπωνίας, Χρυσός,

Safe haven assets. Are they really safe? An empirical approach through the global crises of recent years.

Athanasia Chostikidou

Abstract

This thesis investigates the effectiveness of safe haven assets across four major crisis periods, the Global Financial Crisis (2007–2009), the European Sovereign Debt Crisis (2010–2012), the COVID 19 Pandemic Crisis (2020–2021), and the Inflationary and Energy Crisis (2022–2023). The study aims to systematically assess whether traditional safe havens, such as gold, high-grade government bonds, quality currencies, as well as Bitcoin, a novel and non-conventional asset, retain their protective properties under heterogeneous market conditions.

The empirical analysis employs quantitative indicators including the correlation of their returns with the returns of the S&P 500 index, average returns, volatility, maximum daily drawdown, and the Sharpe ratio. The findings demonstrate that the notion of a safe haven is neither static nor universally applicable. US and German government bonds exhibit the most consistent safe-haven characteristics, displaying low volatility and negative correlation with equity markets, particularly during systemic crises. Moreover, gold, despite its elevated volatility, performs effectively in periods of monetary or geopolitical uncertainty. In contrast, quality currencies exhibit heterogeneous behavior across crises, while Bitcoin demonstrates inconsistent and often procyclical dynamics, limiting its capacity to function as a reliable safe haven.

Overall, the results indicate that no asset constitutes an absolute safe haven across all crisis environments. The effectiveness of each asset is contingent upon the nature and origin of the crisis, prevailing monetary conditions, and investor behavior. The study underscores the

importance of diversification as a fundamental risk-management strategy, highlighting that a diversified allocation across different categories of safe havens can enhance portfolio resilience and reduce overall volatility. By providing a crisis-specific comparative assessment of traditional and alternative safe havens, the thesis contributes to the broader literature on asset behavior under stress and offers practical insights for portfolio construction and strategic asset allocation.

Keywords

Financial Crisis, Safe havens, Currencies, Bonds, Gold, Bitcoin

Εισαγωγή

Η έννοια των ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων (safe haven assets) κατέχει κεντρική θέση στη σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία και πρακτική, καθώς συνδέεται άμεσα με την ανάγκη των επενδυτών να προστατεύσουν το χαρτοφυλάκιό τους από συστημικούς κινδύνους και τις ακραίες διακυμάνσεις των αγορών. Το βασικό ερευνητικό ερώτημα που εξετάζεται στην παρούσα διπλωματική εργασία αφορά την αξιολόγηση του κατά πόσο περιουσιακά στοιχεία που θεωρούνται παραδοσιακά ασφαλή καταφύγια, όπως ο χρυσός, τα κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης και τα νομίσματα ποιότητας, καθώς και νεότερα ή εναλλακτικά μέσα, όπως το Bitcoin, διατηρούν τον ρόλο αυτόν υπό διαφορετικά καθεστώτα κρίσης. Η ανάλυση επικεντρώνεται σε τέσσερις χαρακτηριστικές περιόδους έντονης αναταραχής:

- Την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση (2007-2009)
- Την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους (2010-2012)
- Την Πανδημία COVID 19 (2020-2021)
- Την Πληθωριστική και Ενεργειακή Κρίση (2022-2023)

Η διεθνής βιβλιογραφία καταδεικνύει ότι η αποτελεσματικότητα των ασφαλών καταφυγίων δεν είναι σταθερή διαχρονικά, αλλά διαφοροποιείται ανάλογα με τη φύση και την ένταση της κρίσης. Ο χρυσός έχει αναγνωριστεί ως αξιόπιστο καταφύγιο σε περιόδους χρηματοπιστωτικής αστάθειας (Baur & McDermott, 2010). Τα κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης, αν και αποτελούν διαχρονικά βασικό μέσο προστασίας (IMF, 2013), σε περιβάλλοντα υψηλού πληθωρισμού και αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, η προστατευτική τους λειτουργία φαίνεται να αποδυναμώνεται (BIS, 2022). Επιπλέον, τα νομίσματα ποιότητας, ιδίως το δολάριο Η.Π.Α και το ιαπωνικό γεν, εμφανίζουν αυξημένη αξιοπιστία σε περιόδους έντονης αβεβαιότητας (Rinaldo & Söderlind, 2010), ενώ η εμφάνιση των κρυπτονομισμάτων και ειδικότερα του Bitcoin έχει αναζωπυρώσει τη συζήτηση σχετικά με το κατά πόσο μπορούν να λειτουργήσουν ως νέα μορφή ασφαλούς καταφυγίου, με τη βιβλιογραφία να παρουσιάζει αντικρουόμενα ευρήματα ως προς τον ρόλο τους (Dyhrberg, 2016· Corbet et al., 2020).

Στο πλαίσιο αυτό, το βασικό ερευνητικό ερώτημα της παρούσας μελέτης διατυπώνεται ως εξής:

Λειτουργούν τα παραδοσιακά (χρυσός, κρατικά ομόλογα, νομίσματα ποιότητας) και τα ψηφιακά περιουσιακά στοιχεία (Bitcoin) ως ασφαλή καταφύγια υπό διαφορετικά καθεστώτα χρηματοοικονομικής κρίσης;

Βάσει της σχετικής βιβλιογραφίας (Baur & Lucey, 2010, Baur & McDermott, 2010), διατυπώνονται οι ακόλουθες ερευνητικές υποθέσεις:

- **H1:** Ο χρυσός (XAU) παρουσιάζει ιδιότητες strong safe haven κατά τις περιόδους συστημικής χρηματοπιστωτικής κρίσης, εμφανίζοντας αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500 σε περιόδους έντονου market stress.
- **H2:** Τα κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (UST10Y, DE10Y) λειτουργούν ως safe haven κυρίως σε αποπληθωριστικά ή συστημικά σοκ, αλλά όχι απαραίτητα σε πληθωριστικές κρίσεις.
- **H3:** Τα νομίσματα ποιότητας (USD, CHF, JPY) λειτουργούν περισσότερο ως hedges (μηδενική ή αρνητική μέση συσχέτιση διαχρονικά) παρά ως ισχυρά safe havens σε όλες τις εξεταζόμενες κρίσεις.
- **H4:** Το Bitcoin (XBT) δεν εμφανίζει συνεπή και διαχρονικά σταθερή ιδιότητα ασφαλούς καταφυγίου, καθώς η συσχέτισή του με τον δείκτη S&P 500 είναι συχνά θετική ή ασυνεπής, υποδηλώνοντας προκυκλική συμπεριφορά.

Σκοπός της εργασίας είναι η εμπειρική αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων σε διαφορετικά καθεστώτα κρίσης, η συγκριτική αξιολόγηση της συμπεριφοράς τους και η ανάδειξη των συνθηκών υπό τις οποίες επιτυγχάνουν ή αποτυγχάνουν να προσφέρουν προστασία. Η έρευνα φιλοδοξεί να συμβάλει τόσο στη θεωρητική συζήτηση όσο και στην πρακτική διάσταση της διαχείρισης κινδύνου, παρέχοντας τεκμηριωμένες ενδείξεις για τη λειτουργία των ασφαλών καταφυγίων σε περιόδους έντονης αστάθειας.

Τα ευρήματα της ανάλυσης δείχνουν ότι η αποτελεσματικότητα των ασφαλών καταφυγίων διαφοροποιείται σημαντικά μεταξύ των εξεταζόμενων κρίσεων. Ο χρυσός και τα κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης διατηρούν τον προστατευτικό τους ρόλο

κυρίως σε περιόδους συστημικής χρηματοπιστωτικής αστάθειας ή αποπληθωριστικών πιέσεων, όπου εμφανίζουν αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500 και σταθερή συμπεριφορά. Αντιθέτως, σε περιβάλλοντα υψηλού πληθωρισμού και περιοριστικής νομισματικής πολιτικής η αποτελεσματικότητά τους μειώνεται αισθητά, γεγονός που υποδηλώνει ότι η λειτουργία τους ως safe haven δεν είναι διαχρονικά σταθερή.

Τα νομίσματα ποιότητας εμφανίζουν περισσότερο ασυνεπή συμπεριφορά, καθώς το αμερικανικό δολάριο λειτουργεί προστατευτικά μόνο σε διεθνή σοκ, ενώ το ελβετικό φράγκο και το ιαπωνικό γεν παρουσιάζουν αποδυνάμωση των παραδοσιακών safe haven ιδιοτήτων τους σε αρκετές περιόδους. Τέλος, το Bitcoin εμφανίζει έντονα μεταβαλλόμενη και προκυκλική συμπεριφορά, η οποία συνδέεται με τη χαμηλή θεσμική του ενσωμάτωση, την υψηλή μεταβλητότητα και την εξάρτησή του από συνθήκες άφθονης ρευστότητας, επιβεβαιώνοντας ότι δεν λειτουργεί ως ασφαλές καταφύγιο.

Η μεθοδολογική προσέγγιση της εργασίας βασίζεται στον συνδυασμό θεωρητικής τεκμηρίωσης και εμπειρικής ανάλυσης. Αρχικά, προσδιορίζεται το πρόβλημα της μεταβλητής αποτελεσματικότητας των ασφαλών καταφυγίων και εξετάζεται η σχετική βιβλιογραφία, η οποία περιλαμβάνει τόσο τεχνικές όσο και συμπεριφορικές προσεγγίσεις. Στη συνέχεια, η εμπειρική ανάλυση οργανώνεται ανά περίοδο κρίσης. Για κάθε κρίση παρουσιάζονται το ιστορικό και θεσμικό πλαίσιο, τα αίτια και τα χαρακτηριστικά της, οι επιπτώσεις της στην παγκόσμια οικονομία και η συμπεριφορά των παραδοσιακών ασφαλών καταφυγίων κατά τη διάρκεια αυτής. Η αξιολόγηση πραγματοποιείται μέσω δεικτών όπως οι μέσες αποδόσεις, η μεταβλητότητα, ο δείκτης Sharpe, το μέγιστο drawdown και οι συσχετίσεις των αποδόσεων του κάθε περιουσιακού στοιχείου με τον δείκτη S&P 500. Η περίπτωση του Bitcoin εξετάζεται σε αυτόνομο κεφάλαιο, όπου εφαρμόζεται η ίδια μεθοδολογική λογική, προσαρμοσμένη στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του. Τέλος, η εργασία επεκτείνεται στην ανάλυση της αξίας της διαφοροποίησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, αξιοποιώντας τα ευρήματα των προηγούμενων κεφαλαίων για την αποτίμηση της συμβολής των ασφαλών καταφυγίων στη διαχείριση κινδύνου.

Το πρώτο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζει το θεωρητικό πλαίσιο, περιγράφοντας την έννοια των ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων, τη διαφοροποίησή τους από τα hedges και τους diversifiers, καθώς και τον ρόλο της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής που, πολλές

φορές, ενδέχεται να επηρεάσει το τρόπο που αυτά μπορεί να αντιδράσουν σε συνθήκες αναταραχής των αγορών. Το δεύτερο κεφάλαιο αναλύει τη μεθοδολογία και τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται, όπως και το πλαίσιο των περιορισμών μέσα στους οποίους κινείται. Από το τρίτο κεφάλαιο και έπειτα, η εργασία εξετάζει κάθε περίοδο κρίσης ξεχωριστά, παρουσιάζοντας το ιστορικό και θεσμικό πλαίσιο, τα αίτια και τα χαρακτηριστικά της, τις επιπτώσεις της στην παγκόσμια οικονομία και την εμπειρική συμπεριφορά των παραδοσιακών safe havens κατά τη διάρκεια αυτής. Ακολουθεί ένα αυτόνομο κεφάλαιο αφιερωμένο στο Bitcoin, στο οποίο αναλύεται η ιστορική του εξέλιξη, οι λόγοι δημιουργίας του, η βιβλιογραφική του αξιολόγηση ως πιθανό ασφαλές καταφύγιο, η εμπειρική του συμπεριφορά ανά περίοδο κρίσης και η συγκριτική του αποτίμηση έναντι των παραδοσιακών καταφυγίων. Στη συνέχεια, παρουσιάζεται η αξία της διαφοροποίησης στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια και ο ρόλος των ασφαλών καταφυγίων στη διαχείριση κινδύνου. Η εργασία ολοκληρώνεται με το τελικό κεφάλαιο, στο οποίο συνοψίζονται τα βασικά συμπεράσματα.

1. Ασφαλή επενδυτικά καταφύγια (Safe Haven Assets)

1.1 Ορισμός και Χρηματοοικονομική σημασία

Η έννοια των ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων έχει ιδιαίτερη σημασία στη σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία και πράξη, κυρίως σε περιόδους έντονης αστάθειας των αγορών και σε περιόδους κρίσεων. Τα περιουσιακά στοιχεία που χαρακτηρίζονται ως "Safe Havens" αποτελούν επενδυτικές επιλογές που διατηρούν ή αυξάνουν την αξία τους όταν οι αγορές καταρρέουν, προσφέροντας προστασία έναντι συστημικών κινδύνων και ακραίων γεγονότων.

Η ανάγκη για ασφαλή επενδυτικά καταφύγια προκύπτει από την περιορισμένη αποτελεσματικότητα της διαφοροποίησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων σε περιόδους κρίσης, καθώς οι συσχετίσεις μεταξύ των περιουσιακών στοιχείων αυξάνονται δραματικά λόγω φαινομένων μετάδοσης και συλλογικής συμπεριφοράς. Σε τέτοιες συνθήκες, οι επενδυτές τείνουν να εγκαταλείπουν τα πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία, όπως παραδοσιακά θεωρούνται οι μετοχές, και να αναζητούν μέσα που προσφέρουν σταθερότητα, ρευστότητα και προβλεψιμότητα (Baur & McDermott, 2010; Dimitriou et al., 2020).

Τα χαρακτηριστικά που καθιστούν ένα περιουσιακό στοιχείο ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο περιλαμβάνουν τη χαμηλή ή αρνητική συσχέτιση με τις μετοχικές αγορές σε περιόδους κρίσης, την υψηλή ρευστότητα, την ανθεκτικότητα σε μακροοικονομικούς και γεωπολιτικούς κινδύνους, καθώς και την εμπιστοσύνη που του αποδίδεται από τους επενδυτές. Ορισμένα περιουσιακά στοιχεία παρουσιάζουν επίσης χαμηλή συνδιακύμανση με παραδοσιακούς δείκτες αγοράς, γεγονός που ενισχύει τη χρησιμότητά τους ως μηχανισμούς αντιστάθμισης κινδύνου (Bouri et al., 2017; Dimitriou et al., 2025).

Ωστόσο, η αποτελεσματικότητα ενός περιουσιακού στοιχείου ως ασφαλές καταφύγιο δεν είναι σταθερή ούτε καθολική. Εξαρτάται από τη φύση της κρίσης, την ένταση του φόβου στην αγορά, τη συμπεριφορά των επενδυτών και τις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε περιόδου. Για παράδειγμα, σε κρίσεις που προκαλούνται από υγειονομικούς κινδύνους, όπως η κρίση

της πανδημίας COVID 19, η απόδοση των παραδοσιακών safe haven assets διαφοροποιήθηκε σημαντικά, με ορισμένα να εμφανίζουν μειωμένη προστατευτική λειτουργία σε συνθήκες ακραίου φόβου (Chen & Mo, 2025).

Η ψυχολογική διάσταση της επενδυτικής συμπεριφοράς παίζει επίσης καθοριστικό ρόλο στην επιλογή ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων. Η αποστροφή στην ασάφεια (ambiguity aversion) και η τάση υπερβολικής αντίδρασης σε ασαφή ή απροσδόκητα σήματα οδηγούν τους επενδυτές σε επιλογές που δεν βασίζονται αποκλειστικά σε ορθολογικά κριτήρια, αλλά και σε συναισθηματικές και πολιτισμικές παραμέτρους (Baur & McDermott, 2013; Loewenstein et al., 2001). Επίσης, ορισμένα περιουσιακά στοιχεία επιλέγονται όχι μόνο λόγω των χρηματοοικονομικών τους χαρακτηριστικών αλλά και λόγω της συμβολικής ή αισθητικής τους αξίας (Dimitriou et al., 2025).

Τέλος, η σύγχρονη βιβλιογραφία εξετάζει την πιθανότητα εναλλακτικών ή "εξωτικών" περιουσιακών στοιχείων να λειτουργούν ως ασφαλή καταφύγια. Περιουσιακά στοιχεία όπως το κρασί, τα σπάνια νομίσματα, η τέχνη, τα ψηφιακά νομίσματα και άλλες μη παραδοσιακές επενδύσεις έχουν μελετηθεί ως εν δυνάμει safe havens, με μικτά αποτελέσματα ανάλογα με τη φύση της κρίσης, τη γεωγραφική περιοχή και τον χρονικό ορίζοντα (Smales, 2019; Dimitriou et al., 2020; Sokhombela et al., 2024).

1.2 Εννοιολογική διαφοροποίηση των Safe Havens και της Αντιστάθμισης

Η χρηματοοικονομική θεωρία έχει αναπτύξει ένα ευρύ πλαίσιο εννοιών και στρατηγικών για την αντιμετώπιση της αβεβαιότητας και της μεταβλητότητας των αγορών. Μεταξύ αυτών, οι έννοιες των safe havens και των hedges αποτελούν δύο διακριτές προσεγγίσεις για την προστασία των επενδυτών από τον κίνδυνο. Παρότι συχνά χρησιμοποιούνται εναλλακτικά στην καθημερινή επενδυτική πρακτική, η εννοιολογική τους διαφοροποίηση είναι ουσιώδης και έχει σημαντικές επιπτώσεις στη διαχείριση χαρτοφυλακίου.

Ο όρος αντιστάθμιση (hedge) αναφέρεται σε μια επενδυτική στρατηγική, η οποία αποσκοπεί στη συστηματική αντιστάθμιση του κινδύνου. Ένα περιουσιακό στοιχείο χαρακτηρίζεται ως hedge όταν παρουσιάζει σταθερά αρνητική ή μηδενική συσχέτιση με ένα άλλο περιουσιακό στοιχείο, ανεξαρτήτως της φάσης του οικονομικού κύκλου. Η λειτουργία του hedge είναι προληπτική και ενσωματώνεται στον σχεδιασμό του

χαρτοφυλακίου με στόχο τη μείωση της έκθεσης σε συγκεκριμένους κινδύνους, όπως η μεταβλητότητα των τιμών συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων, οι συναλλαγματικές διακυμάνσεις ή οι επιτοκιακές μεταβολές. Η χρήση ενός περιουσιακού στοιχείου ως hedge, όμως, δεν συνεπάγεται εγγυημένη θετική απόδοση σε περιόδους κρίσης. Η αρνητική συσχέτιση μπορεί να παραμείνει, αλλά η απόδοση να είναι αρνητική λόγω εξωγενών παραγόντων ή συστημικής αστάθειας (Baur & Lucey, 2010). Συνεπώς, η αντιστάθμιση κινδύνου δεν ισοδυναμεί με ασφάλεια, και η επιλογή ενός hedge απαιτεί συνεχή επανεκτίμηση.

Αντίθετα, η έννοια του safe haven αναφέρεται σε ένα περιουσιακό στοιχείο που διατηρεί ή αυξάνει την αξία του αποκλειστικά σε περιόδους έντονης πτώσης των αγορών ή κρίσης. Η συσχέτισή του με την αγορά γίνεται αρνητική ή μηδενική μόνο υπό συνθήκες στρες, γεγονός που το καθιστά ένα αντιδραστικό καταφύγιο για τους επενδυτές. Επίσης η λειτουργία του safe haven είναι προσωρινή και εξαρτάται από τη φύση και τη διάρκεια της κρίσης, ενώ η αποτελεσματικότητα ενός περιουσιακού στοιχείου ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο δεν είναι καθολική, αλλά εξαρτάται από τη γεωγραφική και οικονομική συγκυρία. Για παράδειγμα, ο χρυσός λειτουργεί ως ασφαλές καταφύγιο κυρίως σε ανεπτυγμένες αγορές, ενώ η συμπεριφορά του σε αναδυόμενες αγορές είναι λιγότερο προβλέψιμη (Baur & McDermott, 2010).

Η διάκριση μεταξύ hedge και safe haven είναι κρίσιμη για την ορθή αξιολόγηση της επενδυτικής στρατηγικής. Ενώ το hedge προσφέρει σταθερή προστασία μέσω της συστηματικής αντιστάθμισης, το safe haven λειτουργεί ως καταφύγιο σε ακραίες συνθήκες, χωρίς να εγγυάται απόδοση σε κανονικές περιόδους. Η εμπειρική αλληλοεπικάλυψη μεταξύ των δύο εννοιών, όπως στην περίπτωση του χρυσού, δεν αναιρεί την εννοιολογική τους αυτονομία. Επίσης, το hedge είναι προβλέψιμο και τεχνικό εργαλείο, ενώ το safe haven είναι ψυχολογικό καταφύγιο που ενεργοποιείται από την αβεβαιότητα.

Μια πιο λεπτομερής εννοιολογική διάκριση μεταξύ των διαφορετικών μορφών προστασίας που μπορεί να προσφέρει ένα περιουσιακό στοιχείο προκύπτει από τη σύγχρονη βιβλιογραφία, η οποία διαχωρίζει τις έννοιες του hedge, του weak safe haven και του strong safe haven. Η τυπολογία αυτή βασίζεται στη συμπεριφορά της συσχέτισης ενός

περιουσιακού στοιχείου με τις μετοχικές αγορές υπό διαφορετικά επίπεδα πίεσης, επιτρέποντας μια πιο ακριβή αξιολόγηση της αποτελεσματικότητάς του.

Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, ένα περιουσιακό στοιχείο χαρακτηρίζεται ως hedge όταν παρουσιάζει αρνητική ή μηδενική συσχέτιση με τις μετοχές σε κανονικές συνθήκες αγοράς, δηλαδή όταν η αγορά λειτουργεί χωρίς ιδιαίτερη ένταση ή αναταραχή (Baur & Lucey, 2010). Αντίθετα, ένα weak safe haven εμφανίζει αρνητική ή μηδενική συσχέτιση μόνο όταν οι αγορές βρίσκονται υπό μέτριο βαθμό πίεσης, λειτουργώντας ως προσωρινό καταφύγιο σε περιόδους αυξημένης αλλά όχι ακραίας μεταβλητότητας. Η ισχυρότερη μορφή προστασίας, το strong safe haven, αφορά περιουσιακά στοιχεία που διατηρούν σταθερά αρνητική συσχέτιση με τις μετοχές ακόμη και σε περιόδους ακραίου market stress, δηλαδή όταν οι αγορές καταγράφουν τις μεγαλύτερες απώλειες και επικρατούν συνθήκες έντονου φόβου και αποστροφής κινδύνου (Baur & McDermott, 2010).

Η έννοια του market stress αναφέρεται σε περιόδους κατά τις οποίες οι χρηματοπιστωτικές αγορές παρουσιάζουν σημαντική επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος, αυξημένη μεταβλητότητα, απότομες πτώσεις τιμών και ενδείξεις συστημικής αβεβαιότητας. Το stress μπορεί να είναι μέτριο, όταν οι απώλειες είναι περιορισμένες και η αναταραχή ελεγχόμενη, ή ακραίο, όταν οι πτώσεις είναι εκτεταμένες, οι ρευστοποιήσεις μαζικές και η αβεβαιότητα κορυφώνεται. Η διάκριση αυτή είναι ουσιαστική, καθώς τα περιουσιακά στοιχεία δεν αντιδρούν με τον ίδιο τρόπο σε όλες τις βαθμίδες έντασης.

Η διαφοροποίηση μεταξύ hedge, weak safe haven και strong safe haven έχει ιδιαίτερη σημασία για την αξιολόγηση της επενδυτικής στρατηγικής, καθώς ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να λειτουργεί αποτελεσματικά σε συνθήκες μέτριας πίεσης, αλλά να αποτυγχάνει πλήρως όταν οι συνθήκες γίνονται ακραίες και θα χρησιμοποιηθεί στην η παρούσα εργασία ως αναλυτικό πλαίσιο ταξινόμησης.

Εννοιολογική διάκριση βάσει βιβλιογραφίας			
Έννοια	Ορισμός	Κριτήριο Συσχέτισης	Βιβλιογραφία
Hedge	Περιουσιακό στοιχείο που προστατεύει έναντι κινδύνου κατά μέσο όρο, ανεξάρτητα από το αν η αγορά βρίσκεται σε κρίση ή όχι.	Μηδενική ή αρνητική συσχέτιση με τις μετοχές σε κανονικές συνθήκες.	Baur & Lucey (2010)
Weak Safe Haven	Περιουσιακό στοιχείο που δεν αυξάνει τον κίνδυνο σε περιόδους κρίσης, δηλαδή δεν συσχετίζεται θετικά με τις μετοχές όταν αυτές καταρρέουν.	Μηδενική συσχέτιση με τις μετοχές σε περιόδους stress.	Baur & McDermott (2010)
Strong Safe Haven	Περιουσιακό στοιχείο που λειτουργεί ως πραγματικό καταφύγιο, καθώς κινείται αντίθετα από την αγορά όταν αυτή βρίσκεται σε κρίση.	Αρνητική συσχέτιση με τις μετοχές σε περιόδους stress.	Baur & Lucey (2010), Baur & McDermott (2010)

Στο πλαίσιο της διαφοροποίησης των επενδυτικών στρατηγικών, η έννοια του διαφοροποιητή (*diversifier*) προσθέτει μια τρίτη διάσταση. Ο όρος *diversifier* αναφέρεται σε ένα περιουσιακό στοιχείο που, όταν εντάσσεται σε ένα χαρτοφυλάκιο, συμβάλλει στη μείωση της συνολικής μεταβλητότητας, μέσω της χαμηλής αλλά θετικής του συσχέτισης με τα υπόλοιπα στοιχεία του χαρτοφυλακίου. Η διαφοροποίηση δεν αποσκοπεί στην προστασία από κρίσεις, αλλά στην ενίσχυση της σταθερότητας και της συνέπειας των αποδόσεων σε κανονικές συνθήκες αγοράς. Η χρήση των *diversifiers* είναι δομική και μακροχρόνια, και δεν πρέπει να συγχέεται με τις λειτουργίες των *hedges* ή των *safe havens*. Η συμβολή τους έγκειται στην εξομάλυνση των διακυμάνσεων και στη βελτίωση της σχέσης κινδύνου-απόδοσης (Baur & Lucey, 2010).

Θα πρέπει επίσης να αναφερθεί και μια κρίσιμη συμπεριφορική δυναμική που επηρεάζει την αποτελεσματικότητα των επενδυτικών στρατηγικών, η λεγόμενη συμπεριφορά αγέλης, γνωστή διεθνώς ως *herding behavior*. Η συμπεριφορά αυτή εκδηλώνεται όταν οι επενδυτές, αντί να βασίζονται σε δική τους ανάλυση ή θεμελιώδη δεδομένα, επιλέγουν να ακολουθήσουν τις αποφάσεις της πλειοψηφίας, θεωρώντας ότι η μαζική τάση αποτελεί ένδειξη ασφάλειας ή ορθότητας. Σε περιόδους κρίσης, αυτή η τάση μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολική συγκέντρωση κεφαλαίων σε συγκεκριμένα επενδυτικά μέσα, ανεξαρτήτως της πραγματικής τους αξίας ή της ικανότητάς τους να προσφέρουν προστασία. Ως αποτέλεσμα, δημιουργούνται καταστάσεις όπου ένα περιουσιακό στοιχείο εμφανίζεται ως ασφαλές

καταφύγιο όχι επειδή διαθέτει θεμελιώδη χαρακτηριστικά που το καθιστούν τέτοιο, αλλά επειδή προσελκύει μαζική ζήτηση από επενδυτές που ενεργούν υπό το βάρος του φόβου και της αβεβαιότητας. Αυτή η τεχνητή αύξηση της τιμής μπορεί να ενισχύσει τη συστημική ευθραυστότητα, καθώς η αγορά γίνεται ευάλωτη σε απότομες αντιστροφές των τάσεων. Η συμπεριφορά αγέλης υπονομεύει την αποτελεσματικότητα τόσο των hedges όσο και των safe havens, διότι μετατρέπει την επενδυτική διαδικασία από ορθολογική αξιολόγηση κινδύνου σε συλλογική ψυχολογική αντίδραση, οδηγώντας σε απώλεια διαφοροποίησης και αύξηση της συνολικής μεταβλητότητας (Baur & McDermott, 2010).

Η εννοιολογική οριοθέτηση των safe havens, hedges, diversifiers και της συμπεριφοράς αγέλης αποκαλύπτει ένα πολύπλοκο πλέγμα στρατηγικών και συμπεριφορών. Η κατανόηση αυτών των εννοιών είναι κρίσιμη για την ανάπτυξη ανθεκτικών και ευέλικτων επενδυτικών στρατηγικών, ικανών να ανταποκριθούν τόσο στη σταθερότητα όσο και στην αβεβαιότητα των αγορών.

2. Μεθοδολογική προσέγγιση της εμπειρικής ανάλυσης

Η μεθοδολογική προσέγγιση της παρούσας εργασίας βασίζεται στην εμπειρική ανάλυση των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin σε τέσσερις περιόδους κρίσης, με στόχο την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας τους ως ασφαλή επενδυτικά καταφύγια. Οι περίοδοι κρίσης και οι χρονολογικές περίοδοι παρατηρήσεων ορίζονται ως εξής:

- Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση (01/01/2007 - 31/12/2009)
- Κρίση Ευρωζώνης (01/01/2010 - 31/12/2012)
- Κρίση Πανδημίας COVID 19 (01/01/2020 - 31/12/2021)
- Πληθωριστική και Ενεργειακή Κρίση (01/01/2022 - 31/12/2023)

Η ανάλυση επικεντρώνεται στη μελέτη της συσχέτισης των αποδόσεων των υπό εξέταση περιουσιακών στοιχείων με τις αποδόσεις του δείκτη S&P 500, καθώς και στην αποτίμηση της μεταβλητότητας, της μέσης απόδοσης και της ανθεκτικότητάς τους σε περιόδους έντονου στρες.

Η συλλογή των δεδομένων πραγματοποιήθηκε μέσω της πλατφόρμας Bloomberg¹, από την οποία αντλήθηκαν ημερήσιες και μηνιαίες τιμές για τον δείκτη S&P 500, το δολάριο Ηνωμένων Πολιτειών (USD), το ελβετικό φράγκο (CHF), το ιαπωνικό γιεν (JPY), τον χρυσό (XAU), το δεκαετές κρατικό ομόλογο των ΗΠΑ (UST10Y) και το δεκαετές κρατικό ομόλογο της Γερμανίας (DE10Y). Αντίστοιχα, αντλήθηκαν δεδομένα και για το Bitcoin (XBT), προκειμένου να αξιολογηθεί η συμπεριφορά του ως εν δυνάμει ασφαλές καταφύγιο.

¹ Οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν είναι:

- S&P 500: SPX Index
- USD: DXY Index
- CHF: CHF BGN Currency
- JPY: JPY BGN Currency
- GOLD: XAU BGN Currency
- 10YR US BOND: USGG10YR Index
- 10YR GERMAN BOND: GDBR10 Index
- BITCOIN: XBTUSD BGN Currency

Όλα τα περιουσιακά στοιχεία αποτιμήθηκαν σε δολάρια Ηνωμένων Πολιτειών, ώστε να διασφαλιστεί η συγκρισιμότητα των αποτελεσμάτων.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι στην περίπτωση των κρατικών ομολόγων, η πλατφόρμα Bloomberg δεν παρέχει τιμές συναλλαγής για τα δεκαετή ομόλογα αναφοράς, αλλά εμφανίζει αποκλειστικά τις αποδόσεις των δεικτών απόδοσης γενικού τύπου (generic yields), όπως του γενικού δείκτη της απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου των Ηνωμένων Πολιτειών (US Generic 10-Year) και του αντίστοιχου δείκτη του δεκαετούς ομολόγου της Γερμανίας (Germany Generic 10-Year). Οι συγκεκριμένοι δείκτες δεν αντιστοιχούν σε ένα συγκεκριμένο εκδιδόμενο ομόλογο, αλλά αποτελούν συνθετικές καμπύλες αναφοράς που αποτυπώνουν το επιτόκιο που επικρατεί στην αγορά για τίτλους συγκεκριμένης διάρκειας. Για τον λόγο αυτό, η θεωρητική τιμή των ομολόγων προσεγγίστηκε μέσω προεξόφλησης, αντιμετωπίζοντας την απόδοση γενικού δείκτη ως ισοδύναμη απόδοση μηδενικού κουπονιού (zero-coupon equivalent yield), σύμφωνα με τη διεθνώς αποδεκτή πρακτική.

Η τιμή των ομολόγων υπολογίστηκε βάσει του τύπου:

$$P = \frac{100}{1 + YTM^{10}}$$

όπου YTM είναι η απόδοση στη λήξη του δεκαετούς τίτλου.

Ο συγκεκριμένος τύπος αποδίδει την παρούσα αξία ενός υποθετικού δεκαετούς τίτλου μηδενικού κουπονιού και επιτρέπει τη συνεπή μετατροπή των αποδόσεων σε τιμές, προκειμένου να υπολογιστούν λογαριθμικές αποδόσεις και να καταστεί δυνατή η συγκριτική αξιολόγηση με τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία. Για το γερμανικό δεκαετές ομόλογο, η θεωρητική τιμή που προέκυψε εκφράστηκε αρχικά σε ευρώ και στη συνέχεια μετατράπηκε σε δολάρια Ηνωμένων Πολιτειών μέσω της αντίστοιχης μέσης ισοτιμίας ευρώ-δολαρίου (EUR/USD) για κάθε περίοδο.

Οι αποδόσεις όλων των περιουσιακών στοιχείων υπολογίστηκαν με χρήση λογαριθμικών διαφορών, σύμφωνα με τη σχέση:

$$r_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

Η χρήση των λογαριθμικών διαφορών διευκολύνει την ορθότερη στατιστική επεξεργασία και τη συγκρισιμότητα μεταξύ περιουσιακών στοιχείων, τα οποία διαπραγματεύονται σε διαφορετικά επίπεδα τιμών.

Για κάθε περιουσιακό στοιχείο και για κάθε περίοδο κρίσης υπολογίστηκαν οι εξής δείκτες:

- Συντελεστής συσχέτισης Pearson των μηνιαίων αποδόσεων του με αυτές του δείκτη S&P 500
- Εξίσωση παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή την μηνιαία απόδοση του περιουσιακού στοιχείου
- Μέση μηνιαία απόδοση
- Μεταβλητότητα (τυπική απόκλιση)
- Μέγιστο ημερήσιο drawdown
- Δείκτης Sharpe

Η παλινδρόμηση υπολογίστηκε ως εξής:

$$r_{asset,t} = a + \beta r_{S\&P,t} + \varepsilon_t$$

όπου η παράμετρος β αποτυπώνει τον βαθμό ευαισθησίας του περιουσιακού στοιχείου στις μεταβολές της αγοράς, ενώ ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 (το τετράγωνο του συντελεστή συσχέτισης Pearson) δείχνει το ποσοστό της μεταβλητότητας των αποδόσεων που εξηγείται από τις αποδόσεις του δείκτη.

Για το Bitcoin υπολογίστηκαν επιπλέον ο συντελεστής ασυμμετρίας (skewness) και ο συντελεστής κύρτωσης (kurtosis), προκειμένου να αποτυπωθούν πληρέστερα τα χαρακτηριστικά της κατανομής των αποδόσεών του. Ο συντελεστής ασυμμετρίας επιτρέπει την αξιολόγηση του βαθμού στον οποίο η κατανομή των αποδόσεων του Bitcoin παρουσιάζει κλίση προς ακραίες θετικές ή αρνητικές τιμές, στοιχείο που είναι κρίσιμο για ένα περιουσιακό στοιχείο που χαρακτηρίζεται από έντονη μεταβλητότητα και συχνές απότομες διακυμάνσεις. Αντίστοιχα, ο συντελεστής κύρτωσης αποτυπώνει το πάχος των ουρών της κατανομής και την πιθανότητα εμφάνισης ακραίων γεγονότων, επιτρέποντας την εκτίμηση του tail risk, το οποίο αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την αξιολόγηση της

λειτουργίας του Bitcoin ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο. Η ενσωμάτωση των δύο αυτών δεικτών ενισχύει τη μεθοδολογική πληρότητα της ανάλυσης, καθώς επιτρέπει τη διερεύνηση όχι μόνο της μέσης συμπεριφοράς του Bitcoin, αλλά και της δομής κινδύνου που χαρακτηρίζει τις αποδόσεις του.

Επίσης, για κάθε περίοδο κρίσης εντοπίστηκαν οι ημέρες με τη μεγαλύτερη ημερήσια πτώση του δείκτη S&P 500 και υπολογίστηκαν οι αντίστοιχες ημερήσιες αποδόσεις όλων των περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να αξιολογηθεί η άμεση αντισταθμιστική τους ικανότητα σε συνθήκες έντονης πτώσης της αγοράς.

Η εμπειρική ανάλυση συμπληρώνεται με διαγράμματα σύγκρισης των μηνιαίων αποδόσεων του δείκτη S&P 500 και κάθε περιουσιακού στοιχείου, όπως και με διαγράμματα κυλιόμενης συσχέτισης τους με αυτές των περιουσιακών στοιχείων για όλη την περίοδο 2007–2025. Η κυλιόμενη συσχέτιση υπολογίστηκε με βάση τις μηνιαίες αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων, χρησιμοποιώντας παράθυρο έξι μηνών, ώστε να αποτυπωθεί η δυναμική μεταβολή της σχέσης τους με τον δείκτη S&P 500, υπό διαφορετικά καθεστώτα αγοράς.

Εκτός από την ανάλυση της σχέσης των περιουσιακών στοιχείων με τον δείκτη S&P 500, για κάθε περίοδο κρίσης και για κάθε περιουσιακό στοιχείο υπολογίστηκαν και απεικονίζονται και οι μηνιαίες λογαριθμικές μεταβολές του δείκτη μεταβλητότητας (VIX Index) σε σύγκριση με τις αντίστοιχες μηνιαίες λογαριθμικές μεταβολές του εκάστοτε περιουσιακού στοιχείου. Ο δείκτης VIX, ως μέτρο της προσδοκώμενης μεταβλητότητας της αγοράς είναι ευρέως αναγνωρισμένος ως «δείκτης φόβου» και παρέχει κρίσιμες ενδείξεις για τη συμπεριφορά των επενδυτών σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας. Η σύγκριση των μεταβολών αυτών αποτυπώνεται σε χρονικά διαγράμματα, τα οποία επιτρέπουν την οπτική παρακολούθηση της δυναμικής σχέσης μεταξύ της μεταβλητότητας της αγοράς και της απόδοσης κάθε περιουσιακού στοιχείου, ενώ η προσέγγιση αυτή ενισχύει τη μεθοδολογική πληρότητα της ανάλυσης μας, καθώς επιτρέπει την αξιολόγηση της αντιδραστικότητας των περιουσιακών στοιχείων όχι μόνο έναντι των αποδόσεων των μετοχικών αγορών, αλλά και έναντι των μεταβολών της προσδοκώμενης μεταβλητότητας.

Το σύνολο των υπολογισμών, οι στατιστικές επεξεργασίες και τα διαγράμματα πραγματοποιήθηκαν μέσω του λογισμικού Microsoft Excel. Η χρήση του Excel διασφαλίζει

την τυποποιημένη επεξεργασία των δεδομένων και την επαλήθευση των αποτελεσμάτων, καθώς επιτρέπει σε οποιονδήποτε ερευνητή ακολουθήσει την ίδια διαδικασία με τα ίδια δεδομένα να καταλήξει στα ίδια αριθμητικά ευρήματα και γραφικές απεικονίσεις.

Μεθοδολογικές Παράμετροι	
Παράμετρος	Περιγραφή
Είδος αποδόσεων	Λογαριθμικές (log returns)
Συχνότητα δεδομένων	Μηνιαίες αποδόσεις (ημερήσιες μόνο για max drawdown και κρίσιμες ημέρες)
Μέση απόδοση	Υπολογισμένη από μηνιαίες λογαριθμικές μεταβολές
Μεταβλητότητα	Υπολογισμένη από μηνιαίες λογαριθμικές μεταβολές
Συσχέτιση Pearson	Βασισμένη σε μηνιαίες αποδόσεις
Γραμμική Παλινδρόμηση	Βασισμένη σε μηνιαίες αποδόσεις
Συντελεστής βήτα	Προκύπτει από παλινδρόμηση μηνιαίων αποδόσεων
Συντελεστής προσδιορισμού (R^2)	Προκύπτει από παλινδρόμηση μηνιαίων αποδόσεων
Sharpe Ratio	Υπολογισμένος από μηνιαίες αποδόσεις, χωρίς risk-free rate, μη ετησιοποιημένος
Max drawdown	Υπολογισμένο από ημερήσιες τιμές
Απόδοση κρίσιμων ημερών	Ημερήσιες αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων στις ημέρες με τις μεγαλύτερες πτώσεις του δείκτη S&P 500
Κυλιόμενη συσχέτιση	Παράθυρο 6 μηνών, μηνιαίες αποδόσεις
Σύγκριση με δείκτη S&P 500	Σύγκριση μηνιαίων λογαριθμικών μεταβολών
Σύγκριση με δείκτη VIX	Σύγκριση μηνιαίων λογαριθμικών μεταβολών
Skewness (Bitcoin)	Υπολογισμένο από μηνιαίες αποδόσεις
Kurtosis (Bitcoin)	Υπολογισμένο από μηνιαίες αποδόσεις
Αποτίμηση ομολόγων	Θεωρητικές τιμές από generic yields μέσω zero-coupon προεξόφλησης
Ορισμός κρίσεων	Ιστορικά προσδιορισμένες περίοδοι
Νόμισμα αποτίμησης στοιχείων	Δολάριο Αμερικής - USD

2.1 Περιορισμοί της παρούσας εργασίας

Παρά την προσπάθεια για μια συστηματική και συνεκτική ανάλυση της συμπεριφοράς των ασφαλών καταφυγίων σε περιόδους έντονης χρηματοοικονομικής αναταραχής, η παρούσα μελέτη παρουσιάζει ορισμένους περιορισμούς που είναι σημαντικό να επισημανθούν, καθώς αναδεικνύουν τις προϋποθέσεις και τα όρια μέσα στα οποία τα αποτελέσματα που έχουν εξαχθεί πρέπει να ερμηνευθούν.

Ένας πρώτος περιορισμός αφορά τη χρήση μηνιαίων λογαριθμικών αποδόσεων για τον υπολογισμό της πλειονότητας των δεικτών. Η επιλογή αυτή μειώνει τον θόρυβο των

ημερήσιων διακυμάνσεων και επιτρέπει μια πιο καθαρή αποτύπωση των τάσεων, ωστόσο ενδέχεται να αποκρύπτει βραχυχρόνιες μεταβολές που είναι κρίσιμες σε περιόδους έντονου στρες. Η ανάλυση των ημερήσιων δεδομένων περιορίστηκε στον υπολογισμό του μέγιστου drawdown και στην εξέταση των κρίσιμων ημερών του δείκτη S&P 500, γεγονός που ενδέχεται να δημιουργεί μια ασυμμετρία στη χρονική ανάλυση των δεικτών.

Επιπλέον, η αποτίμηση των κρατικών ομολόγων βασίστηκε σε θεωρητικές τιμές που προέκυψαν από generic yields μέσω zero-coupon προεξόφλησης. Αν και αυτή η προσέγγιση είναι μεθοδολογικά συνεπής και επιτρέπει τη σύγκριση μεταξύ διαφορετικών αγορών, αποτελεί αναγκαστική απλοποίηση της πραγματικής αγοράς ομολόγων, η οποία χαρακτηρίζεται από ζητήματα ρευστότητας, διαφοροποίηση εκδόσεων και διακυμάνσεις στο βάθος της αγοράς. Η χρήση συνθετικών τιμών ενδέχεται να μην αποτυπώνει πλήρως τις πραγματικές συνθήκες διαπραγμάτευσης, ιδίως σε περιόδους κρίσης όπου οι αγορές ομολόγων συχνά παρουσιάζουν έντονες στρεβλώσεις.

Ένας ακόμη περιορισμός αφορά τον ορισμό των περιόδων κρίσης. Η μελέτη υιοθέτησε προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα, βασισμένα σε ιστορικά γεγονότα και στη σχετική βιβλιογραφία. Παρότι αυτή η προσέγγιση προσφέρει σαφήνεια και συγκρισιμότητα, ενδέχεται να μην αποτυπώνει με ακρίβεια τις πραγματικές μεταβάσεις μεταξύ καθεστώτων αγοράς, καθώς οι κρίσεις δεν εξελίσσονται πάντα με σαφή χρονικά όρια, και η χρήση στατικών περιόδων μπορεί να παραβλέπει μικρότερες φάσεις ή σταδιακές μεταβολές στη συμπεριφορά των επενδυτών.

Η ανάλυση βασίστηκε επίσης σε στατικές μετρήσεις συσχέτισης και παλινδρόμησης, οι οποίες υποθέτουν σταθερή σχέση μεταξύ των μεταβλητών εντός κάθε περιόδου. Παρότι η κυλιόμενη συσχέτιση προσφέρει μια πρώτη ένδειξη της χρονικής μεταβλητότητας, η απουσία δυναμικών μοντέλων, όπως το DCC-GARCH, περιορίζει την ικανότητα της μελέτης να αποτυπώσει τη μεταβαλλόμενη φύση των σχέσεων σε περιόδους έντονου στρες. Επίσης, η στατική προσέγγιση μπορεί να υποεκτιμά ή να υπερεκτιμά τη δύναμη των συσχετίσεων, ιδίως σε περιβάλλοντα υψηλής μεταβλητότητας.

Ένας επιπλέον περιορισμός αφορά τη χρήση του S&P 500 ως μοναδικού δείκτη αναφοράς στην ανάλυση της συμπεριφοράς των υπό μελέτη περιουσιακών στοιχείων. Αν και ο συγκεκριμένος δείκτης αποτελεί διεθνώς αναγνωρισμένο σημείο αναφοράς για την

παγκόσμια επενδυτική ψυχολογία, η αποκλειστική χρήση του περιορίζει τη δυνατότητα γενίκευσης των αποτελεσμάτων σε άλλες αγορές, όπως οι ευρωπαϊκές ή οι αναδυόμενες, καθώς η συμπεριφορά των ασφαλών καταφυγίων ενδέχεται να διαφοροποιείται σημαντικά ανάλογα με το επενδυτικό περιβάλλον, τη δομή της αγοράς και τα χαρακτηριστικά των επενδυτών.

Η αποτίμηση όλων των περιουσιακών στοιχείων σε δολάρια Ηνωμένων Πολιτειών αποτελεί επίσης έναν παράγοντα που μπορεί να επηρεάζει τα αποτελέσματα. Το USD λειτουργεί συχνά ως διεθνές ασφαλές καταφύγιο, και οι διακυμάνσεις του έναντι άλλων νομισμάτων ενδέχεται να ενισχύουν ή να αποδυναμώνουν τεχνητά τη συμπεριφορά ορισμένων περιουσιακών στοιχείων. Η χρήση ενός μόνο νομίσματος βάσης μπορεί να αποκρύπτει σημαντικές συναλλαγματικές επιδράσεις.

Τέλος, η ενσωμάτωση των δεικτών skewness και kurtosis για το Bitcoin προσφέρει σημαντική πληροφόρηση για τη δομή κινδύνου της κατανομής των αποδόσεών του, ωστόσο η ανάλυση παραμένει περιγραφική. Η μελέτη δεν εξετάζει δυναμικά μοντέλα που αποτυπώνουν τη συμπεριφορά των ουρών της κατανομής ή την πιθανότητα ακραίων γεγονότων, τα οποία είναι ιδιαίτερα σημαντικά για περιουσιακά στοιχεία υψηλής μεταβλητότητας όπως το Bitcoin.

Μια μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να επεκτείνει την παρούσα ανάλυση σε διάφορες κατευθύνσεις. Η χρήση πολλαπλών benchmarks, η εφαρμογή δυναμικών μοντέλων συσχέτισης, η διερεύνηση της επίδρασης του νομίσματος βάσης, η ενσωμάτωση περισσότερων κρυπτονομισμάτων ή η εξέταση χαρτοφυλακικών προσεγγίσεων που αξιολογούν τη συμβολή του Bitcoin στη διαφοροποίηση αποτελούν ενδεικτικές κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα.

3. Παραδοσιακά Ασφαλή Επενδυτικά Καταφύγια

Για την καλύτερη κατανόηση από τους αναγνώστες αναφορικά με τους ιδιαίτερους λόγους και τα χαρακτηριστικά που συνετέλεσαν ώστε τα υπό μελέτη περιουσιακά στοιχεία να θεωρούνται ως παραδοσιακά ασφαλή επενδυτικά καταφύγια, κρίνεται χρήσιμη μια αποτύπωση του ρόλου που αυτά διαδραματίζουν στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η σταθερότητα, η ρευστότητα, η διεθνής αποδοχή και η εμπιστοσύνη που συνοδεύει τα συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν βασικούς παράγοντες που συνέβαλαν στη διαχρονική τους αναγνώριση ως ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων σε περιόδους αβεβαιότητας. Παρακάτω παρουσιάζονται αναλυτικά τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά κάθε περιουσιακού στοιχείου, ο τρόπος με τον οποίο απέκτησε τον συγκεκριμένο ρόλο και οι συνθήκες υπό τις οποίες λειτουργεί ως μέσο προστασίας έναντι της χρηματοπιστωτικής αστάθειας, προετοιμάζοντας το θεωρητικό υπόβαθρο για την εμπειρική ανάλυση που ακολουθεί ανά περίοδο κρίσης.

3.1 Δολάριο Αμερικής (USD)

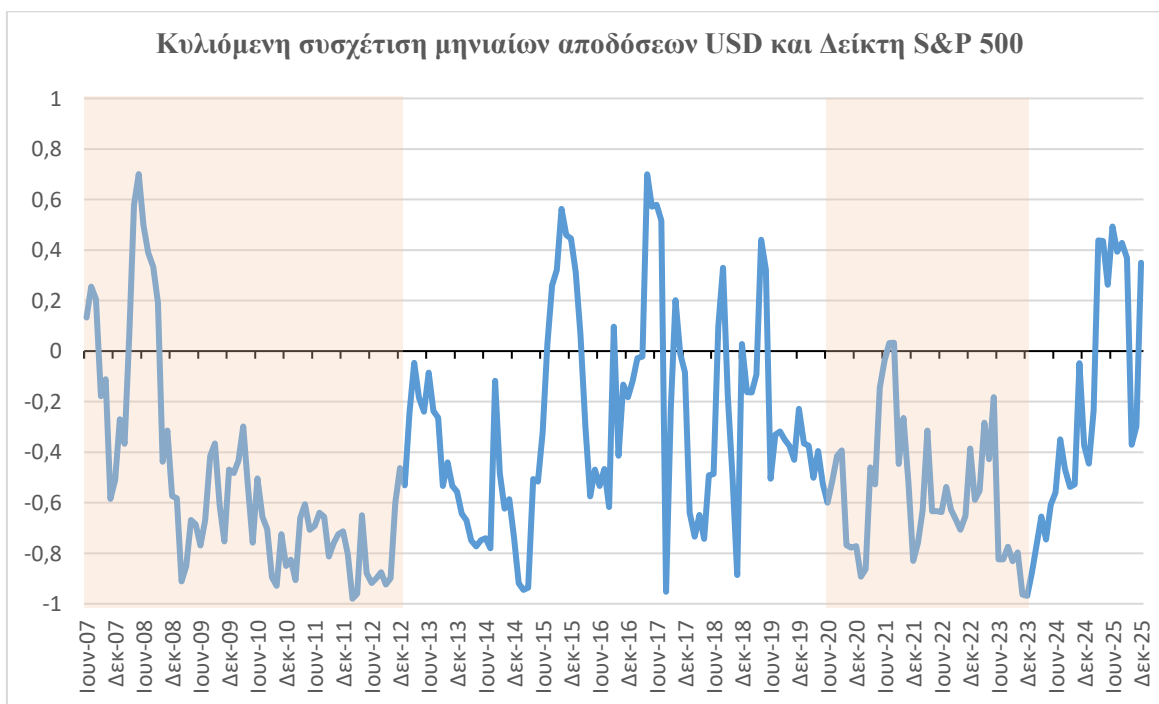
Το δολάριο Αμερικής (USD) αποτελεί το σημαντικότερο νόμισμα της διεθνούς οικονομίας και έχει καθιερωθεί ως το βασικό αποθεματικό νόμισμα των κεντρικών τραπεζών και των διεθνών οργανισμών. Η ισχύς του δεν προέρχεται μόνο από το μέγεθος και τη δυναμική της αμερικανικής οικονομίας, αλλά και από την εμπιστοσύνη στους θεσμούς των Ηνωμένων Πολιτειών, όπως και από την ευρεία χρήση του στις διεθνείς συναλλαγές. Το δολάριο Αμερικής χρησιμοποιείται για την τιμολόγηση βασικών εμπορευμάτων, όπως το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο, και συμμετέχει σε ποσοστό που ξεπερνά το 80% στις παγκόσμιες συναλλαγές συναλλάγματος, γεγονός που το καθιστά αναπόσπαστο στοιχείο της παγκόσμιας οικονομίας. (Wikipedia, 2024, Investopedia, 2024).

Η ιδιότητα του αμερικάνικου δολαρίου ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο έχει επιβεβαιωθεί σε πολλαπλές κρίσεις. Κατά την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2008, οι επενδυτές εγκατέλειψαν πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία και στράφηκαν στο δολάριο, ενισχύοντας τη ζήτηση και την αξία του. Αντίστοιχα, κατά την πανδημία COVID

19, το δολάριο Αμερικής διατήρησε τον ρόλο του ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο, με αυξημένες εισροές σε αμερικανικά κρατικά ομόλογα, τα οποία θεωρούνται από τα ασφαλέστερα επενδυτικά προϊόντα διεθνώς (Cheema et al., 2022). Επίσης, κατά την έναρξη της Ρωσο-Ουκρανικής σύγκρουσης, η ζήτηση για το δολάριο Αμερικής αυξήθηκε περαιτέρω, καθώς οι κυρώσεις και η γεωπολιτική αβεβαιότητα ενίσχυσαν την ανάγκη για σταθερά νομίσματα.

Παρά τις συζητήσεις για πιθανή μείωση του διεθνούς ρόλου του, λόγω της ανόδου του ευρώ και της κινεζικής οικονομίας, το αμερικανικό δολάριο εξακολουθεί να αποτελεί τον έναν από τους βασικότερους πυλώνες προστασίας των επενδυτών σε περιόδους κρίσης. Η εμπιστοσύνη που απολαμβάνει διεθνώς, η θεσμική και οικονομική ισχύς των Ηνωμένων Πολιτειών και η δυνατότητα να λειτουργεί ως μέσο αποθήκευσης αξίας και επενδυτικό εργαλείο με αποδόσεις, το καθιστούν ένα από τα πιο αξιόπιστα ασφαλή περιουσιακά στοιχεία της σύγχρονης εποχής.

Υπολογίζοντας την κυλιόμενη συσχέτιση των μηνιαίων αποδόσεων, με εφαρμογή κυλιόμενου παραθύρου 6 μηνών, ανάμεσα στο USD και τον δείκτη S&P 500, παρατηρούμε ότι αυτή παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις, αποκαλύπτοντας τη χρονικά μεταβαλλόμενη σχέση μεταξύ του δολαρίου και της αμερικανικής μετοχικής αγοράς.



Η γενική εικόνα που προκύπτει είναι ότι το USD εμφανίζει κατά περιόδους έντονα αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, ιδίως σε φάσεις αυξημένου συστημικού κινδύνου, όπως για παράδειγμα κατά τις περιόδους των κρίσεων που πρόκειται να αναλυθούν στην παρούσα εργασία. Σε αυτές τις περιόδους, το δολάριο ενισχύεται, ως αποτέλεσμα της φυγής των επενδυτών προς την ασφάλεια, επιβεβαιώνοντας τη λειτουργία του ως αξιόπιστο safe haven. Αντίθετα, σε περιόδους σχετικής σταθερότητας ή ανοδικών αγορών, η συσχέτιση τείνει να εξασθενεί ή να μετατοπίζεται προς ουδέτερες ή θετικές τιμές, υποδηλώνοντας περιορισμένη αντισταθμιστική λειτουργία. . Ωστόσο, η ένταση και η διάρκεια της αρνητικής συσχέτισης διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με τη φύση του σοκ, τις παρεμβάσεις της Ομοσπονδιακής Τράπεζας (FED) και τις συνθήκες ρευστότητας στις διεθνείς αγορές (Chen & Mo, 2025).

3.2 Ελβετικό Φράγκο (CHF)

Το ελβετικό φράγκο (CHF) έχει καθιερωθεί ως ένα από τα πιο αξιόπιστα και σταθερά νομίσματα διεθνώς, με ιδιαίτερη φήμη ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο. Η φήμη αυτή δεν είναι τυχαία, αλλά συνδέεται με την οικονομική, πολιτική και θεσμική σταθερότητα της Ελβετίας, καθώς και με τον τρόπο που η χώρα έχει διαμορφώσει το χρηματοπιστωτικό της σύστημα.

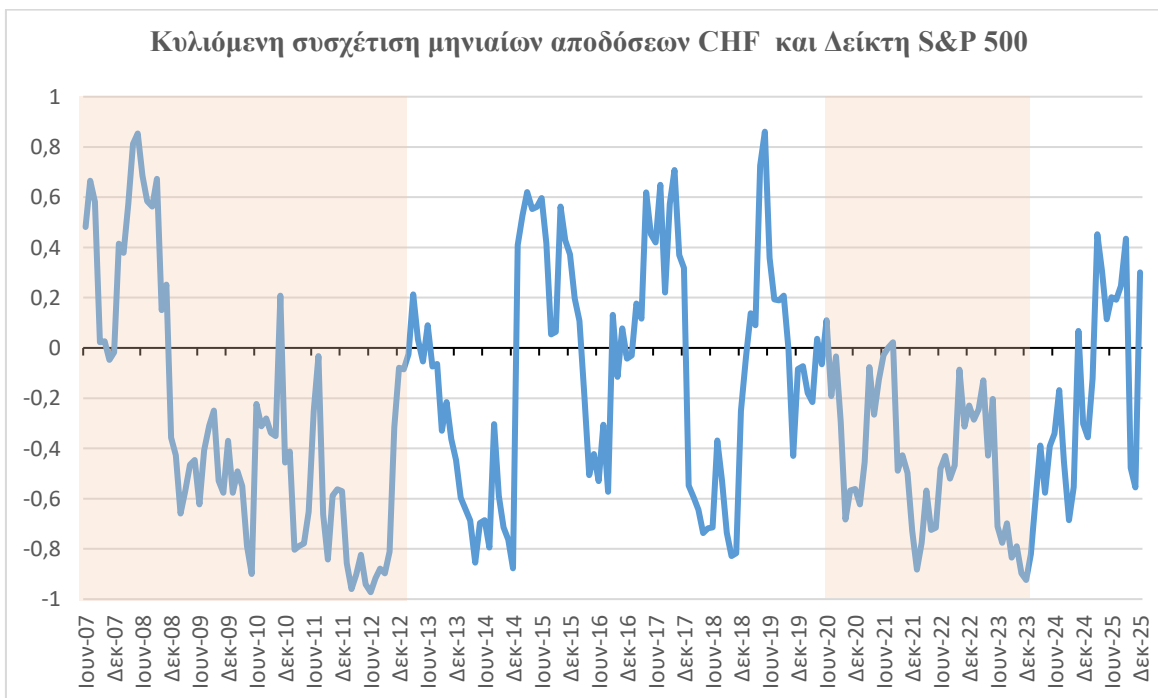
Η σταθερότητα της Ελβετίας βασίζεται σε τρεις κύριους παράγοντες. Πρώτον, διαθέτει μια ισχυρή και διαφοροποιημένη οικονομία, με χαμηλό δημόσιο χρέος και υψηλά επίπεδα ανταγωνιστικότητας, δεύτερον, το τραπεζικό της σύστημα είναι διεθνώς αναγνωρισμένο για την αξιοπιστία και την ασφάλεια που προσφέρει και τρίτον η πολιτική ουδετερότητα της μειώνει τον κίνδυνο γεωπολιτικών αναταράξεων που θα μπορούσαν να επηρεάσουν το νόμισμα της (Know Your Currency, 2024, Investopedia, 2024).

Ένα από τα πιο χαρακτηριστικά επεισόδια στη σύγχρονη ιστορία του ελβετικού φράγκου αφορά την απόφαση της Swiss National Bank (SNB) το 2011 να επιβάλει κατώτατο όριο στην ισοτιμία του έναντι του ευρώ, ορίζοντας την ελάχιστη τιμή στο 1.20 CHF/EUR. Η παρέμβαση αυτή στόχευε στη συγκράτηση της υπερβολικής ανατίμησης του φράγκου, η οποία είχε ενταθεί μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και απειλούσε την ανταγωνιστικότητα των ελβετικών εξαγωγών. Το κατώτατο όριο διατηρήθηκε έως τον Ιανουάριο του 2015, όταν η SNB προχώρησε αιφνιδιαστικά στην άρση του, προκαλώντας

απότομη ανατίμηση του φράγκου και σημαντικές αναταράξεις στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος (Investopedia, 2024). Αν και η πλειονότητα των διεθνών εμπορικών συναλλαγών της Ελβετίας πραγματοποιείται σε ευρώ ή δολάρια, εμποδίζοντας έτσι το ελβετικό φράγκο να λειτουργήσει ως παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα πρώτης γραμμής, αυτό παραμένει ένα από τα πιο διαπραγματεύσιμα νομίσματα στην παγκόσμια αγορά συναλλάγματος, καταλαμβάνοντας σταθερά υψηλή θέση στον ημερήσιο όγκο συναλλαγών.

Η ιδιότητα του ελβετικού φράγκου ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο έχει επιβεβαιωθεί σε πολλαπλές κρίσεις. Κατά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, το CHF ενισχύθηκε σημαντικά, καθώς οι επενδυτές αναζήτησαν σταθερά νομίσματα για να προστατεύσουν τα κεφάλαιά τους. Αντίστοιχα, κατά την πανδημία COVID-19, το φράγκο διατήρησε την αξία του και προσέλκυσε αυξημένη ζήτηση, ενώ στη διάρκεια της Ρωσο-Ουκρανικής σύγκρουσης ενισχύθηκε περαιτέρω, επιβεβαιώνοντας τον ρόλο του ως καταφύγιο σε περιόδους γεωπολιτικής αβεβαιότητας (ReelFinancial, 2024). Σε αντίθεση με άλλα νομίσματα που επηρεάζονται έντονα από τις διεθνείς εξελίξεις, το φράγκο εμφανίζει χαμηλή μεταβλητότητα και υψηλή ανθεκτικότητα, γεγονός που το καθιστά ιδιαίτερα ελκυστικό για θεσμικούς επενδυτές.

Σε αντίστοιχους υπολογισμούς της κυλιόμενης συσχέτισης των μηνιαίων αποδόσεων, με εφαρμογή κυλιόμενου παραθύρου 6 μηνών, ανάμεσα στο CHF και τον δείκτη S&P 500 παρατηρούμε ότι το ελβετικό φράγκο διαθέτει χαρακτηριστικά ασφαλούς καταφυγίου, τα οποία ενεργοποιούνται κυρίως σε φάσεις έντονου συστημικού κινδύνου. Ωστόσο, η αποτελεσματικότητά του ως αντισταθμιστικό μέσο δεν είναι καθολική ούτε διαρκής, αλλά υπόκειται σε χρονικές διαφοροποιήσεις και εξαρτάται από τη φύση του σοκ, τη γεωγραφική του εστίαση και τις παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας.



3.3 Γεν Ιαπωνίας (JPY)

Το ιαπωνικό γεν (JPY) έχει καθιερωθεί ιστορικά ως ένα από τα βασικά διεθνή safe haven νομίσματα, μαζί με το δολάριο Αμερικής και το ελβετικό φράγκο. Το χαρακτηριστικό αυτό του αποδίδεται λόγω θεμελιωδών οικονομικών και θεσμικών παραγόντων που ενισχύουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών σε αυτό σε περιόδους κρίσης. Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες είναι το πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών της Ιαπωνίας. Αυτό εξασφαλίζει στη χώρα σταθερή εισροή ξένου συναλλάγματος, γεγονός που ενισχύει τη ζήτηση για το γεν και προσδίδει στο νόμισμα χαρακτηριστικά ανθεκτικότητας σε περιόδους διεθνούς αστάθειας (FasterCapital, 2025). Παράλληλα, η πολιτική σταθερότητα και η μακρά παράδοση δημοσιονομικής υπευθυνότητας της Ιαπωνίας ενισχύουν την εικόνα του γεν ως αξιόπιστου καταφυγίου.

Ένα ακόμη κρίσιμο στοιχείο που συντελεί στην ανάδειξη του JPY ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο είναι οι στρατηγικές απόδοσης επιτοκιακής διαφοράς (carry trades). Πρόκειται για στρατηγικές επενδυτών, μέσω των οποίων, εκμεταλλευόμενοι τις διαφορές επιτοκίων μεταξύ χωρών, δανείζονται σε νομίσματα με χαμηλά επιτόκια, όπως το γεν, και επενδύουν σε νομίσματα με υψηλότερα επιτόκια, αποκομίζοντας κέρδος από τη διαφορά. Σε περιόδους σταθερότητας, αυτή η πρακτική οδηγεί σε αποδυνάμωση του γεν, καθώς πωλείται μαζικά για να χρηματοδοτήσει επενδύσεις αλλού. Όταν όμως αυξάνεται η αβεβαιότητα και οι

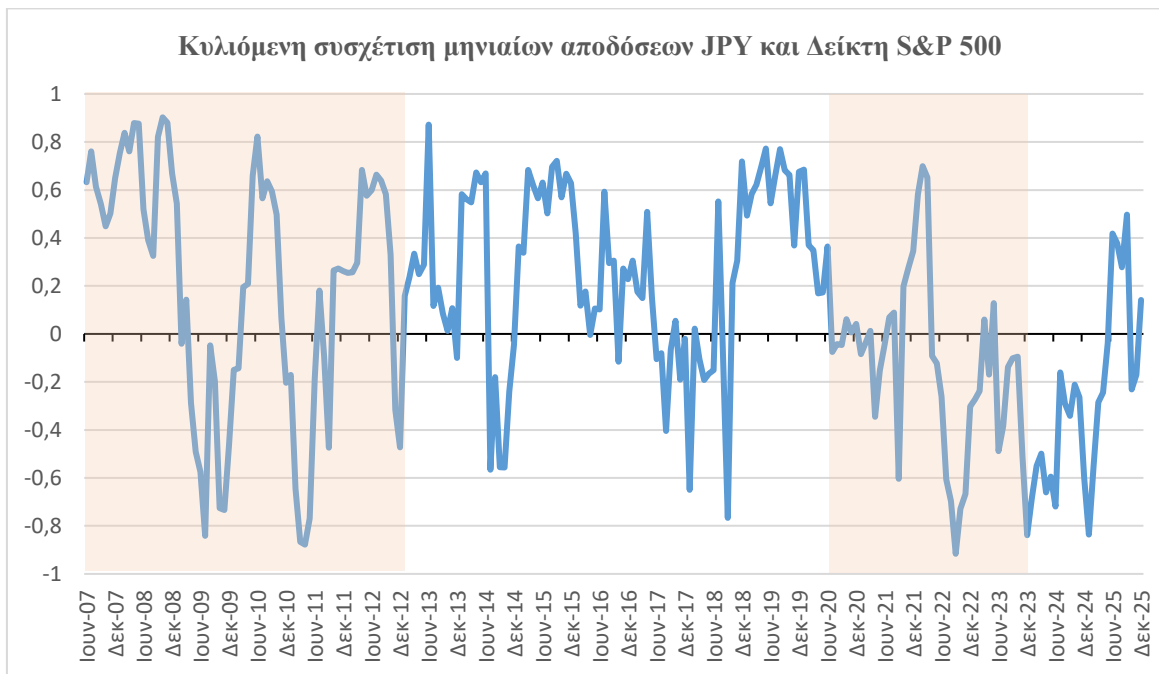
επενδυτές κλείνουν αυτές τις θέσεις για να μειώσουν τον κίνδυνο, επαναγοράζουν γεν, προκαλώντας την ενίσχυσή του. Αυτός ο μηχανισμός έχει ενισχύσει την εικόνα του γεν ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο σε περιόδους κρίσης.

Ιστορικά, το ιαπωνικό γεν ενισχύθηκε σε περιόδους όπως η Ασιατική κρίση του 1998 και η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, όταν οι επενδυτές αναζήτησαν ασφάλεια. Η συμπεριφορά του αυτή, όμως, δεν ήταν πάντα σταθερή. Κατά την πανδημία COVID-19 και ιδιαίτερα στη διάρκεια του πολέμου Ρωσίας–Ουκρανίας, το JPY παρουσίασε αδυναμία σε σχέση με άλλα safe haven νομίσματα. Η αδυναμία αυτή οφείλεται στην επίμονη χαμηλή ανάπτυξη της Ιαπωνίας, τον αποπληθωρισμό, καθώς και τη νομισματική πολιτική της Τράπεζας της Ιαπωνίας, που συνέχισε να διατηρεί αρνητικά επιτόκια για μεγάλο διάστημα και να εφαρμόζει ποσοτική χαλάρωση, μειώνοντας την ελκυστικότητα του νομίσματος. Επιπλέον, η εξάρτηση της χώρας από εισαγόμενη ενέργεια κατέστησε το JPY ευάλωτο σε εξωτερικούς κραδασμούς, όπως οι αυξήσεις στις τιμές πετρελαίου και φυσικού αερίου.

Η συμπεριφορά του ιαπωνικού γεν δεν είναι στατική ούτε μονοσήμαντη. Κατά τη διάρκεια της συνολικής περιόδου παρατήρησης, εμφανίζονται επαναλαμβανόμενα μοτίβα αρνητικής συσχέτισης με τον δείκτη S&P 500 που συμπίπτουν με γνωστές περιόδους κρίσης, όπως η χρηματοπιστωτική κρίση, η ευρωπαϊκή κρίση χρέους, η πανδημία COVID-19 και η πληθωριστική και γεωπολιτική αστάθεια του 2022. Παρόλαυτα, η ένταση και η διάρκεια της αρνητικής συσχέτισης διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με τη φύση του σοκ, τις παρεμβάσεις της Τράπεζας της Ιαπωνίας και τις συνθήκες ρευστότητας στις διεθνείς αγορές.

Η κυλιόμενη συσχέτιση μεταξύ των μηνιαίων αποδόσεων του JPY και του δείκτη S&P 500, με εφαρμογή κυλιόμενου παραθύρου 6 μηνών, επιβεβαιώνει τη σύνθετη και μη γραμμική σχέση μεταξύ νομισματικών και μετοχικών αγορών. Συνολικά, το ιαπωνικό γεν διαθέτει χαρακτηριστικά ασφαλούς καταφυγίου, αλλά η αποτελεσματικότητά του εξαρτάται από το είδος και την ένταση του εκάστοτε σοκ. Η θεσμική σταθερότητα της Ιαπωνίας, η υψηλή ρευστότητα του νομίσματος και η ιστορική του χρήση ως εργαλείο διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου ενισχύουν τη θέση του ως επενδυτικό καταφύγιο. Όμως, η μέχρι πρότινος νομισματική πολιτική της Τράπεζας της Ιαπωνίας, η χαμηλή ανάπτυξη της

χώρας και η εξάρτηση της από εισαγόμενη ενέργεια περιορίζουν τη σταθερότητα της λειτουργίας του ως ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου.



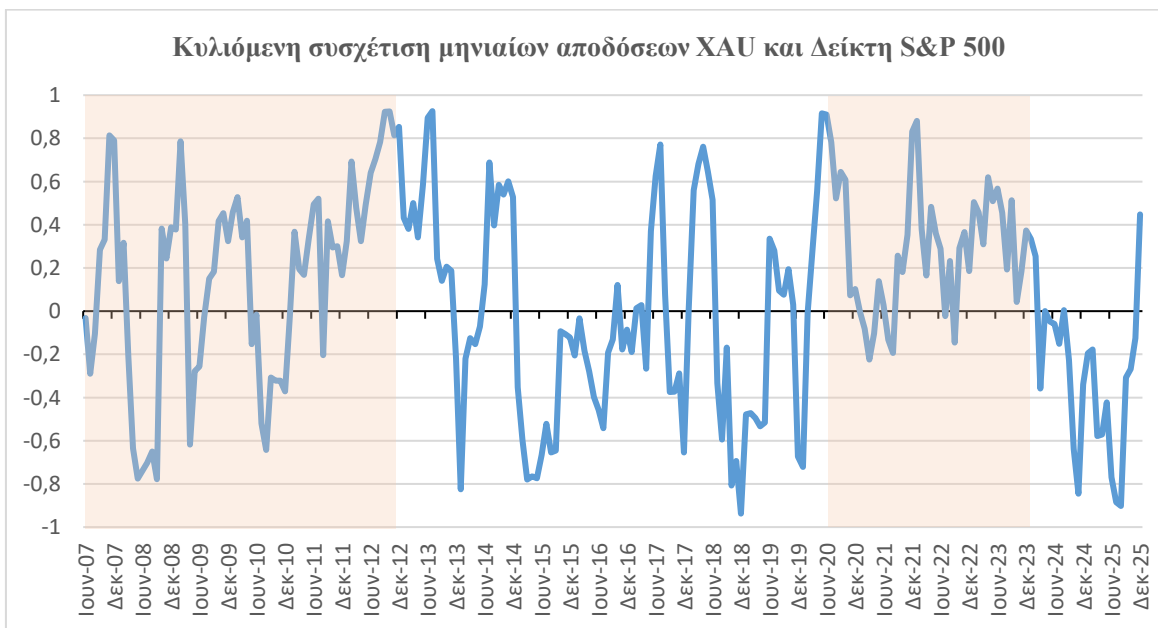
3.4 Χρυσός (XAU)

Ο χρυσός (XAU) έχει διαχρονικά συνδεθεί με την ασφάλεια και τη σταθερότητα σε περιόδους οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας. Η αξία του προκύπτει από την εγγενή του φύση ως πολύτιμο μέταλλο, το οποίο μπορεί να αποθηκευτεί και να μεταφερθεί εύκολα. Σε αντίθεση με άλλα χρηματοοικονομικά μέσα, δεν εξαρτάται από μελλοντικά κέρδη ή από την πιστοληπτική ικανότητα εκδοτών, γεγονός που τον καθιστά ανθεκτικό σε κινδύνους χρεοκοπίας (Ryan & Li, 2025). Η συμπεριφορά του χρυσού σε περιόδους κρίσεων είναι ιδιαίτερα χαρακτηριστική, καθώς σε ορισμένες περιπτώσεις η αξία του παραμένει σταθερή, περιορίζοντας τις απώλειες των επενδυτών, ενώ σε άλλες αυξάνεται σημαντικά, προσφέροντας θετικές αποδόσεις όταν οι χρηματιστηριακές αγορές καταρρέουν.

Ένα ακόμη κρίσιμο χαρακτηριστικό του χρυσού είναι η λειτουργία του ως αντιστάθμισμα έναντι του πληθωρισμού και της υποτίμησης νομισμάτων, καθώς, λόγω της τιμολόγησης του σε δολάρια Αμερικής, όταν το USD αποδυναμώνεται, η τιμή του χρυσού τείνει να αυξάνεται, προστατεύοντας την αγοραστική δύναμη των επενδυτών (Azimli, 2024). Η

ιδιότητα του αυτή τον καθιστά ιδιαίτερα ελκυστικό σε περιόδους νομισματικής αστάθειας ή γεωπολιτικών εντάσεων, καθώς προσφέρει ένα μέσο διατήρησης της αξίας σε διεθνές επίπεδο. Η ζήτηση για χρυσό δεν περιορίζεται μόνο στους ιδιώτες επενδυτές, καθώς οι κεντρικές τράπεζες τον χρησιμοποιούν ως βασικό στοιχείο των συναλλαγματικών τους αποθεμάτων, τόσο για διαφοροποίηση έναντι κυρίαρχων νομισμάτων, όσο και για προστασία απέναντι σε γεωπολιτικούς κινδύνους, όπως οι κυρώσεις. Μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, οι αγορές χρυσού από τις κεντρικές τράπεζες αυξήθηκαν αισθητά, δείχνοντας πώς λειτουργεί ως στρατηγικό αποθεματικό για τη διασφάλιση οικονομικής ανεξαρτησίας (Ryan & Li, 2025).

Η εμπειρική αξιολόγηση της συμπεριφοράς του XAU για το σύνολο της υπό μελέτη περιόδου, βάσει της κυλιόμενης συσχέτισης με τον δείκτη S&P 500, με κυλιόμενο παράθυρο 6 μηνών, καταδεικνύει εναλλαγές μεταξύ αρνητικών, ουδέτερων και θετικών τιμών, με σαφείς διαφοροποιήσεις ανά περίοδο. Κατά την κρίση του 2008, η συσχέτιση γίνεται έντονα αρνητική, επιβεβαιώνοντας τον ρόλο του χρυσού ως αντισταθμιστικού μέσου, σε περιόδους συστημικού κινδύνου. Αντίθετα, στις κρίσεις 2010–2012 και 2020–2021 η συσχέτιση παραμένει ουδέτερη ή θετική, αντανακλώντας την επίδραση της υπερβάλλουσας ρευστότητας και των μαζικών νομισματικών παρεμβάσεων. Το 2022, σε περιβάλλον πληθωρισμού και γεωπολιτικής αβεβαιότητας, η συσχέτιση παρουσιάζει αστάθεια χωρίς ακραίες αρνητικές τιμές, ενώ το 2023 κινείται κυρίως γύρω από το μηδέν. Συμπερασματικά, ο χρυσός ενεργοποιείται ως καταφύγιο μόνο σε περιόδους έντονου συστημικού σοκ, ενώ σε φάσεις νομισματικής επέκτασης ή μεικτών μακροοικονομικών συνθηκών η αντισταθμιστική του λειτουργία εξασθενεί, επιβεβαιώνοντας τον χαρακτηρισμό του ως υπό όρους ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο (Baur & McDermott, 2010).



3.5 Δεκαετές Ομόλογο Αμερικής (UST10Y)

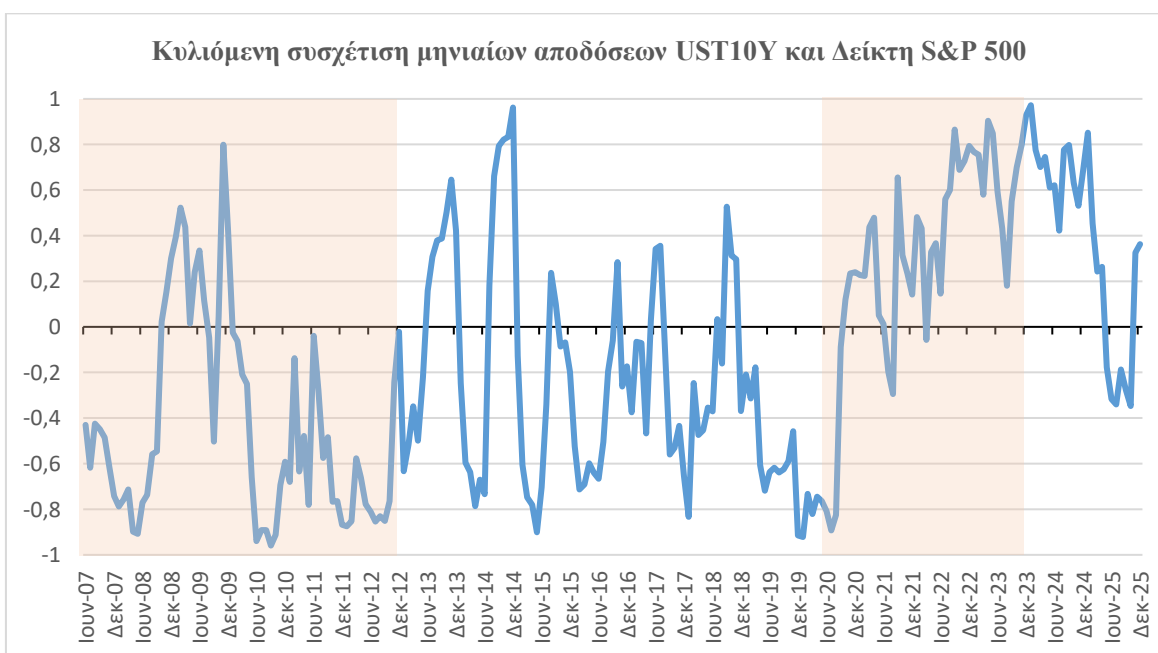
Το δεκαετές ομόλογο του αμερικανικού Δημοσίου (UST10Y) αποτελεί τον σημαντικότερο τίτλο αναφοράς στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Λόγω της έκδοσης του σε δολάρια, συνδέεται άμεσα με τη θέση του αμερικανικού δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος, καθώς κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο κατέχουν μεγάλες ποσότητες UST10Y ως μέρος των συναλλαγματικών τους αποθεμάτων, γεγονός που ενισχύει τη ρευστότητα και το βάθος της αγοράς.

Εκδίδεται από το Υπουργείο Οικονομικών των Ηνωμένων Πολιτειών και αντιπροσωπεύει δανεισμό με διάρκεια δέκα ετών, με σταθερό επιτόκιο και εξαμηνιαίες πληρωμές τόκων. Η σημασία του είναι διττή, καθώς αφενός μεν χρηματοδοτεί το αμερικανικό κράτος, αφετέρου δε λειτουργεί ως σημείο αναφοράς για τον καθορισμό επιτοκίων σε πλήθος χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως στεγαστικά δάνεια, εταιρικά ομόλογα και παράγωγα (Wikipedia, 2025).

Η απόδοσή του δεκαετούς ομολόγου Αμερικής θεωρείται βασικός δείκτης για τις προσδοκίες της αγοράς σχετικά με τον πληθωρισμό και την οικονομική ανάπτυξη σε βάθος δεκαετίας. Όταν οι επενδυτές ανησυχούν για την πορεία της οικονομίας, στρέφονται σε αυτόν τον τίτλο, αυξάνοντας τη ζήτηση και μειώνοντας την απόδοσή του. Αντίθετα, σε περιόδους ανάπτυξης και αυξημένων πληθωριστικών πιέσεων, η απόδοση του UST10Y

αυξάνεται, καθώς οι επενδυτές αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις σε πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία (Atkins & McCormick, 2025).

Η κυλιόμενη συσχέτιση μεταξύ των μηνιαίων αποδόσεων του UST10Y και του δείκτη S&P500, με κυλιόμενο παράθυρο έξι μηνών, στο υπό μελέτη διάστημα εμφανίζεται κατά περιόδους έντονα αρνητική, ιδίως σε φάσεις αυξημένου συστημικού κινδύνου, αλλά μπορεί να μετατραπεί σε έντονα θετική σε φάσεις ανάκαμψης ρευστότητας και πολιτικής στήριξης. Παρατηρούνται φάσεις έντονης αρνητικής συσχέτισης που συμπίπτουν με τις υπό μελέτη περιόδους κρίσης, όμως η ένταση και η διάρκεια της αρνητικής συσχέτισης διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με τη φύση του σοκ, τις παρεμβάσεις της FED και τις συνθήκες ρευστότητας στις διεθνείς αγορές. Η εναλλαγή μεταξύ αρνητικής, ουδέτερης και θετικής συσχέτισης ενισχύει την άποψη ότι το δεκαετές ομόλογο Αμερικής λειτουργεί ως υπό συνθήκη ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο, ενεργοποιούμενο κυρίως υπό συνθήκες πιστωτικής αστάθειας, αλλά με περιορισμένη αντισταθμιστική λειτουργία σε πληθωριστικά ή πολιτικά σοκ.



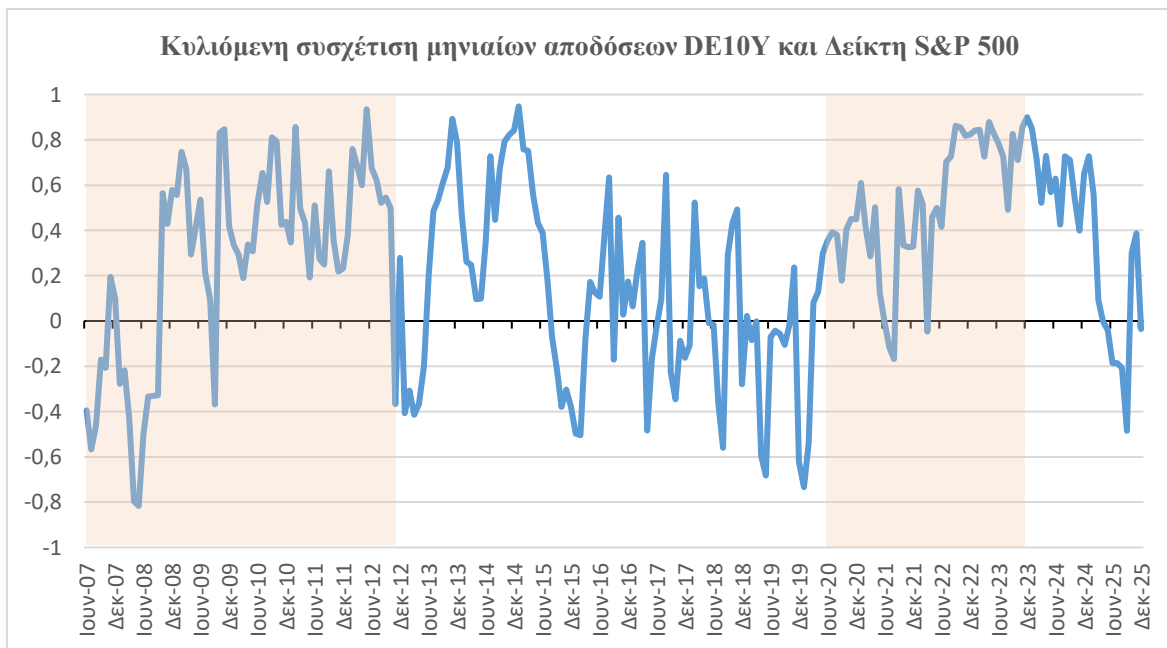
3.6 Δεκαετές ομόλογο Γερμανίας (DE10Y)

Το δεκαετές γερμανικό ομόλογο (DE10Y), γνωστό ως Bund, αποτελεί τον βασικό τίτλο αναφοράς της ευρωπαϊκής αγοράς κρατικού χρέους και λειτουργεί ως σημείο αναφοράς για την τιμολόγηση των υπολοίπων κρατικών τίτλων της Ευρωζώνης. Εκδίδεται από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση της Γερμανίας και αντιπροσωπεύει δανεισμό με διάρκεια δέκα ετών, με σταθερό επιτόκιο και εξαμηνιαίες πληρωμές τόκων. Η ισχύς του δεν προέρχεται μόνο από τη θεσμική σταθερότητα και την πιστοληπτική αξιοπιστία της Γερμανίας, αλλά και από τη θέση της ως εξαγωγική δύναμη με σταθερά πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Οι επενδυτές θεωρούν ότι η Γερμανία έχει την ικανότητα να εξυπηρετεί το χρέος της, χωρίς κίνδυνο αθέτησης, γεγονός που καθιστά το Bund το ασφαλέστερο σημείο αναφοράς εντός της Ευρωζώνης (Wikipedia, 2025a· 2025b).

Η ιδιότητα του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου ως επενδυτικού καταφυγίου έχει επιβεβαιωθεί σε πολλαπλές φάσεις κρίσης. Κατά την κρίση της ευρωζώνης (2010–2012), οι επενδυτές στράφηκαν μαζικά στο Bund, οδηγώντας τις αποδόσεις του σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, η συμπεριφορά αυτή δεν συνοδεύτηκε από έντονα αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, καθώς η κρίση ήταν κυρίως ενδοευρωπαϊκή και δεν επηρέασε συμμετρικά τις αμερικανικές μετοχές. Έτσι, το Bund λειτούργησε ως ασφαλές καταφύγιο έναντι των περιφερειακών ευρωπαϊκών τίτλων, αλλά όχι απαραίτητα ως αντισταθμιστικό στοιχείο απέναντι στην αμερικανική αγορά.

Η αυξημένη αυτή ζήτηση ενίσχυσε τη θέση της Γερμανίας ως κεντρικού πυλώνα σταθερότητας στην Ευρώπη, ταυτόχρονα, όμως, την εξέθεσε σε έναν πολύ σημαντικό κίνδυνο, καθώς αν το ευρώ διαλυόταν και η Γερμανία επανέφερε το εθνικό της νόμισμα, η νέα ισχυρή ισοτιμία θα οδηγούσε σε απότομη ανατίμηση, μειώνοντας την ανταγωνιστικότητα των γερμανικών εξαγωγών και προκαλώντας ύφεση. Παράλληλα, η ανατίμηση θα μείωνε την αξία των διεθνών επενδύσεων της Γερμανίας, υπονομεύοντας τη διεθνή επενδυτική της θέση (Bibow, 2013). Η αναφορά σε αυτήν την πιθανότητα είναι κρίσιμη, καθώς δείχνει ότι ακόμη και τα πιο αξιόπιστα καταφύγια δεν είναι άτρωτα και ότι η ασφάλεια ενός τίτλου εξαρτάται από το ευρύτερο μακροοικονομικό και νομισματικό πλαίσιο.

Η ανάλυση της κυλιόμενης συσχέτισης έξι μηνών μεταξύ των μηνιαίων αποδόσεων του DE10Y και του δείκτη S&P 500 καταδεικνύει ότι η σχέση των δύο αγορών δεν είναι σταθερή, αλλά εξαρτάται από το εκάστοτε μακροοικονομικό και νομισματικό καθεστώς. Αρνητική συσχέτιση παρατηρείται αποκλειστικά κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, όταν η παγκόσμια αποστροφή κινδύνου ενίσχυσε τη ζήτηση για τίτλους μηδενικού πιστωτικού κινδύνου. Αντιθέτως, κατά την κρίση της Ευρωζώνης και την πανδημία του 2020 η συσχέτιση παρέμεινε ουδέτερη ή θετική, ενώ την περίοδο 2022–2023, υπό καθεστώς υψηλού πληθωρισμού και επιθετικής νομισματικής σύσφιξης, η συσχέτιση ενισχύθηκε περαιτέρω, αντανακλώντας την κοινή επίδραση των επιτοκιακών προσδοκιών στις αποδόσεις ομολόγων και μετοχών. Συνεπώς, το δεκαετές γερμανικό ομόλογο λειτουργεί ως υπό συνθήκη ασφαλές καταφύγιο, με τη συμπεριφορά του να καθορίζεται από τη φύση του σοκ και τις επικρατούσες νομισματικές συνθήκες, αντανακλώντας είτε τον περιφερειακό χαρακτήρα των πιέσεων είτε την επίδραση της νομισματικής χαλάρωσης και σύσφιξης που επηρέασε ομοιόμορφα τα ομόλογα και τις μετοχές.



4. Η έννοια και η σημασία των οικονομικών κρίσεων

Οι οικονομικές κρίσεις αποτελούν επαναλαμβανόμενο φαινόμενο στην ιστορία της παγκόσμιας οικονομίας και συνδέονται με περιόδους έντονης αστάθειας, αβεβαιότητας και ανατροπής της κανονικότητας. Κάθε κρίση έχει διαφορετική αφετηρία και χαρακτηριστικά, αλλά όλες οδηγούν σε βαθιές κοινωνικές και οικονομικές επιπτώσεις. Η μελέτη τους είναι κρίσιμη, καθώς αποκαλύπτει τις αδυναμίες του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού συστήματος και προσφέρει πολύτιμα διδάγματα για την πολιτική και τη διαχείριση κινδύνων.

Οι κρίσεις μπορεί να προκύψουν από χρηματοπιστωτικές ανισορροπίες, όπως στην περίπτωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, από δημοσιονομικές και θεσμικές αδυναμίες, όπως στην κρίση χρέους της Ευρωζώνης, ή από εξωγενείς παράγοντες, όπως η πανδημία COVID 19. Παράλληλα, η πληθωριστική και ενεργειακή κρίση ανέδειξε τον ρόλο των γεωπολιτικών και ενεργειακών παραγόντων στη διαμόρφωση ενός περιβάλλοντος αβεβαιότητας και αστάθειας.

Κοινό χαρακτηριστικό όλων των κρίσεων είναι η διατάραξη της οικονομικής δραστηριότητας, η μεταβλητότητα στις αγορές και η αναζήτηση ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων από τους επενδυτές. Ο χρυσός, τα κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αναγνώρισης και τα σταθερά νομίσματα έχουν επανειλημμένα επιβεβαιώσει τον ρόλο τους ως βασικά στοιχεία μιας στρατηγικής αντιστάθμισης κινδύνου. Αντίθετα, τα κρυπτονομίσματα, παρά την αυξανόμενη θεσμική προσοχή που έχουν λάβει, δεν παρουσίασαν σταθερή συμπεριφορά ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων, στα αρχικά στάδια των κρίσεων.

Η συγκριτική ανάλυση των κρίσεων που θα ακολουθήσει προσπαθεί να αναδείξει τις ιδιαιτερότητες κάθε περίπτωσης, τις πολιτικές αντιδράσεις και τη συμπεριφορά των ασφαλών καταφυγίων κατά τη διάρκεια αυτών. Μέσα από αυτήν την προσέγγιση, γίνεται εύκολα κατανοητό ότι οι κρίσεις, ανεξάρτητα από την αφετηρία τους, αποτελούν κρίσιμα σημεία καμπής για την παγκόσμια οικονομία και την επενδυτική στρατηγική.

5. Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση

(Διάστημα παρατήρησης 01/01/2007-31/12/2009)

5.1 Ιστορικό και Θεσμικό πλαίσιο

Η Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση αποτελεί ένα από τα πιο δραματικά επεισόδια της σύγχρονης οικονομικής ιστορίας. Ξεκίνησε στις Ηνωμένες Πολιτείες και εξελίχθηκε σε παγκόσμια ύφεση, προκαλώντας κατάρρευση τραπεζών, πτώση των χρηματιστηρίων και σοβαρές κοινωνικοοικονομικές επιπτώσεις. Θεωρείται η σοβαρότερη κρίση μετά το κραχ του 1929, με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο να την χαρακτηρίζει ως «τη δεύτερη χειρότερη ύφεση όλων των εποχών» (Βικιπαίδεια, 2025a).

Η κρίση ήρθε ως αποτέλεσμα συστημικών αδυναμιών και θεσμικών απορρυθμίσεων που είχαν συσσωρευτεί τις προηγούμενες δεκαετίες. Επιπλέον, η ανάπτυξη του σκιώδους τραπεζικού συστήματος, η υπερβολική μόχλευση, η αδιαφάνεια των χρηματοοικονομικών προϊόντων και η αποτυχία των μηχανισμών αξιολόγησης κινδύνου συνέβαλαν καθοριστικά στην έκταση και την ένταση της κρίσης (Gorton, 2009).

5.2 Αίτια της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση δεν ήταν αποτέλεσμα ενός μεμονωμένου γεγονότος, αλλά συνιστούσε την κορύφωση μιας σειράς δομικών αδυναμιών και θεσμικών απορρυθμίσεων που είχαν συσσωρευθεί τις προηγούμενες δεκαετίες. Στο επίκεντρο βρισκόταν η αγορά στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime), όπου οι τράπεζες χορηγούσαν δάνεια σε δανειολήπτες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα, συχνά χωρίς να έχουν τεκμηριώσει επαρκώς τα εισοδήματα ή τα περιουσιακά τους στοιχεία. Η γενική πεποίθηση ότι οι τιμές των ακινήτων θα συνέχιζαν να αυξάνονται δημιούργησε μια φούσκα στην αγορά κατοικίας, η οποία κατέρρευσε όταν οι τιμές σταθεροποιήθηκαν και άρχισαν να υποχωρούν (Reinhart & Rogoff, 2009).

Η φούσκα αυτή ενισχύθηκε περαιτέρω από την εκτεταμένη τιτλοποίηση των δανείων. Μέσω της τιτλοποίησης, τα στεγαστικά δάνεια συγκεντρώνονταν σε χαρτοφυλάκια και μετατρέπονταν σε τίτλους που διακινούνταν στις αγορές. Οι τίτλοι αυτοί ήταν τα λεγόμενα MBS (Mortgage-Backed Securities), δηλαδή χρεόγραφα που εξασφαλιζόνταν από εισροές στεγαστικών δανείων. Ακόμη πιο σύνθετα προϊόντα ήταν τα CDOs (Collateralized Debt Obligations), τα οποία συγκέντρωναν διαφορετικά είδη χρεών, και τα αναδιαμόρφωναν σε τίτλους με διαφορετικά επίπεδα κινδύνου και απόδοσης. Η πολυπλοκότητα αυτών των προϊόντων, σε συνδυασμό με την αδυναμία των επενδυτών να κατανοήσουν τον υποκείμενο κίνδυνο, οδήγησε σε μαζική έκθεση σε επισφαλή στοιχεία ενεργητικού σε παγκόσμια κλίμακα (Gorton, 2010).

Ένα ακόμα στοιχείο που συνέβαλλε στην κρίση, ήταν η απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς η κατάργηση του Glass-Steagall Act, ενός νόμου που διαχώριζε τις εμπορικές από τις επενδυτικές τραπεζικές δραστηριότητες, επέτρεψε τη συγχώνευση των δύο τύπων τραπεζών και την ανάληψη δραστηριοτήτων υψηλού κινδύνου χωρίς επαρκείς μηχανισμούς ελέγχου. Η απουσία αυστηρής εποπτείας διευκόλυνε την υπερβολική μόχλευση και την ανάπτυξη του σκιώδους τραπεζικού συστήματος, το οποίο λειτουργούσε εκτός του παραδοσιακού πλαισίου ρύθμισης (Βικιπαίδεια, 2025a).

Ο τρόπος που λειτουργούσαν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας συνέβαλε επίσης στην κρίση, καθώς βαθμολογούσαν τα δομημένα προϊόντα ως επενδυτικού βαθμού, υποτιμώντας τον πραγματικό κίνδυνο που αυτά εμπεριέχουν. Η πρακτική αυτή ενίσχυσε την ψευδαίσθηση ασφάλειας στους επενδυτές και ενθάρρυνε την υπερβολική έκθεση σε τοξικά προϊόντα. Παράλληλα, οι τράπεζες και τα αντισταθμιστικά κεφάλαια (hedge funds) λειτουργούσαν με υψηλή μόχλευση, βασιζόμενα σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση μέσω συμφωνιών επαναγοράς (repos). Όταν η αξία αυτών των ενεχύρων αμφισβητήθηκε, η ρευστότητα εξαφανίστηκε, οδηγώντας σε μαζική απομόχλευση και κρίση εμπιστοσύνης (Bloomberg, 2008).

Η συνδυασμένη δράση όλων των παραπάνω παραγόντων δημιούργησε ένα εύθραυστο και αδιαφανές σύστημα, το οποίο κατέρρευσε όταν οι συνθήκες στην αγορά ακινήτων άλλαξαν, οδηγώντας σε μια κρίση με παγκόσμιες συνέπειες.

5.3 Το Σκιώδες τραπεζικό σύστημα

Ένα από τα πιο κρίσιμα στοιχεία της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης ήταν η λειτουργία του σκιώδους τραπεζικού συστήματος (shadow banking system). Ο όρος αναφέρεται σε ένα δίκτυο μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών, όπως επενδυτικά κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες, ειδικά οχήματα τιτλοποίησης (SPVs), εταιρείες χρηματοδότησης και κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων (money market funds), που παρείχαν υπηρεσίες παρόμοιες με αυτές των τραπεζών, χωρίς όμως να υπόκεινται στους ίδιους κανόνες εποπτείας και κεφαλαιακής επάρκειας. Το σκιώδες τραπεζικό σύστημα αναπτύχθηκε ραγδαία τις δεκαετίες πριν την κρίση, καθώς προσέφερε εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης και υψηλές αποδόσεις, αλλά ταυτόχρονα δημιούργησε σοβαρές συστημικές ευπάθειες.

Η λειτουργία του βασιζόταν σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση μέσω συμφωνιών επαναγοράς (repos), με ενέχυρα τιτλοποιημένα προϊόντα όπως τα MBS και CDOs. Όταν η αξία αυτών των ενεχύρων άρχισε να αμφισβητείται λόγω της κατάρρευσης της αγοράς ακινήτων, οι επενδυτές απαίτησαν υψηλότερα περιθώρια ασφαλείας (haircuts) ή απέσυραν εντελώς τη χρηματοδότηση. Το αποτέλεσμα ήταν μια μαζική απομόχλευση, καθώς οι φορείς του σκιώδους τραπεζικού συστήματος αναγκάστηκαν να πουλήσουν περιουσιακά στοιχεία σε δυσμενείς τιμές, προκαλώντας περαιτέρω πτώση στις αγορές και ενίσχυση του φαύλου κύκλου.

Ο Gorton (2009) περιγράφει την κρίση αυτή ως έναν «χονδρικό τραπεζικό πανικό» (wholesale banking panic), όπου η εμπιστοσύνη μεταξύ θεσμικών επενδυτών κατέρρευσε. Σε αντίθεση με τις παραδοσιακές τραπεζικές κρίσεις, όπου οι καταθέτες αποσύρουν χρήματα από τις τράπεζες, εδώ οι επενδυτές αρνούσαν να ανανεώσουν τις συμφωνίες επαναγοράς, οδηγώντας σε αδυναμία χρηματοδότησης και σε συστημική αστάθεια. Η έλλειψη διαφάνειας και η πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών προϊόντων ενίσχυσαν τον πανικό, καθώς οι συμμετέχοντες στην αγορά δεν μπορούσαν να εκτιμήσουν με ακρίβεια την ποιότητα των ενεχύρων.

Η κορύφωση του πανικού σημειώθηκε με την πτώχευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, ενώ η απόφαση της κυβέρνησης των Ηνωμένων Πολιτειών να μην παρέμβει για τη διάσωσή της ερμηνεύτηκε ως ένδειξη ότι κανένας θεσμός δεν ήταν πλέον

«πολύ μεγάλος για να αποτύχει» (too big to fail). Το γεγονός αυτό ενίσχυσε την κρίση εμπιστοσύνης, καθώς οι επενδυτές θεώρησαν ότι ακόμη και οι μεγαλύτεροι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ήταν πλέον ευάλωτοι. Η κατάρρευση της Lehman Brothers προκάλεσε πάγωμα της αγοράς συμφωνιών επαναγοράς και μαζική απόσυρση κεφαλαίων από το σκιώδες τραπεζικό σύστημα, με αποτέλεσμα να μεταδοθεί η κρίση σε όλο το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό δίκτυο.

Η εμπειρία της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης ανέδειξε ότι το σκιώδες τραπεζικό σύστημα, παρά τη συμβολή του στη χρηματοδότηση και την καινοτομία, αποτελούσε πηγή συστημικού κινδύνου. Η απουσία επαρκούς εποπτείας, η εξάρτηση από βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και η χρήση πολύπλοκων και αδιαφανών προϊόντων το καθιστούσαν ευάλωτο σε κρίσεις εμπιστοσύνης. Η κρίση κατέδειξε την ανάγκη για αυστηρότερη ρύθμιση και εποπτεία του σκιώδους τραπεζικού συστήματος, καθώς η λειτουργία του είχε καταστεί κρίσιμη για τη σταθερότητα του συνολικού χρηματοπιστωτικού πλαισίου.

5.4 Χαρακτηριστικά της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση χαρακτηρίστηκε από μια σειρά ιδιοτήτων που την καθιστούν μοναδική ως προς την ένταση και την παγκόσμια διάχυση των επιπτώσεών της. Πρώτο και πιο εμφανές χαρακτηριστικό ήταν η ακραία μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ο δείκτης S&P 500 κατέγραψε τις μεγαλύτερες ημερήσιες απώλειες της ιστορίας του, ενώ ο δείκτης μεταβλητότητας VIX εκτοξεύθηκε σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, αντανακλώντας την ένταση του φόβου και της αβεβαιότητας που επικρατούσε στις αγορές (Bloomberg, 2008). Η μεταβλητότητα αυτή δεν περιορίστηκε στις μετοχές, αλλά επεκτάθηκε στις αγορές χρήματος, στα εταιρικά ομόλογα και στα παράγωγα, δημιουργώντας ένα περιβάλλον γενικευμένης αστάθειας.

Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό ήταν η κατάρρευση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα. Οι τράπεζες περιόρισαν δραστικά τη χορήγηση πιστώσεων, γεγονός που προκάλεσε κρίση ρευστότητας. Το πάγωμα της διατραπεζικής αγοράς, όπου οι τράπεζες δανείζουν η μία την άλλη, ανέδειξε την αδυναμία του συστήματος να λειτουργήσει υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Η έλλειψη εμπιστοσύνης στους αντισυμβαλλομένους οδήγησε σε μαζική αποεπένδυση και σε φαινόμενα μαζικής φυγής καταθέσεων (bank run) σε μη

παραδοσιακούς φορείς, όπως τα κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων και τα ειδικά οχήματα τιτλοποίησης (Gorton, 2010).

Η κρίση είχε επίσης έντονη παγκόσμια διάσταση. Η μετάδοση ήταν ταχύτατη, καθώς οι ευρωπαϊκές τράπεζες ήταν εκτεθειμένες σε αμερικανικά προϊόντα υψηλού κινδύνου, ενώ οι ασιατικές οικονομίες επηρεάστηκαν μέσω της πτώσης της ζήτησης και των εμπορικών ροών. Η αλληλεξάρτηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και η παγκοσμιοποίηση του κεφαλαίου σήμαιναν ότι οι απώλειες σε μία αγορά οδηγούσαν σε μαζικές πωλήσεις και σε άλλες, ανεξάρτητα από τα θεμελιώδη τους στοιχεία. Το φαινόμενο της «μετάδοσης» (contagion) αποτέλεσε κεντρικό χαρακτηριστικό της κρίσης, καθώς η αβεβαιότητα και ο πανικός εξαπλώθηκαν πέρα από τα εθνικά σύνορα (Reinhart & Rogoff, 2009).

Ένα ακόμη χαρακτηριστικό ήταν η ανάγκη για μαζικές κρατικές παρεμβάσεις. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, το πιο εμβληματικό μέτρο ήταν το πρόγραμμα TARP (Troubled Asset Relief Program), το οποίο εγκρίθηκε τον Οκτώβριο του 2008 από το Κογκρέσο με προϋπολογισμό 700 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το TARP σχεδιάστηκε για να αγοράσει προβληματικά περιουσιακά στοιχεία (όπως MBS και CDOs) από τις τράπεζες και να ενισχύσει την κεφαλαιακή τους βάση μέσω ανακεφαλαιοποίησης. Στην πράξη, το πρόγραμμα λειτούργησε ως μηχανισμός διάσωσης του τραπεζικού συστήματος, αποτρέποντας την πλήρη κατάρρευση της χρηματοπιστωτικής αγοράς και αποκαθιστώντας εν μέρει την εμπιστοσύνη των επενδυτών (Βικιπαίδεια, 2025). Παράλληλα, αντίστοιχες παρεμβάσεις πραγματοποιήθηκαν στην Ευρώπη, με κρατικές εγγυήσεις και εθνικοποιήσεις τραπεζών.

Η κρατική παρέμβαση αποτέλεσε αναγκαία συνθήκη για την αποτροπή της πλήρους κατάρρευσης του συστήματος, αλλά ταυτόχρονα δημιούργησε νέες μορφές κινδύνου, καθώς τα δημόσια οικονομικά επιβαρύνθηκαν σημαντικά. Η κρίση ανέδειξε την αδυναμία των υπαρχόντων θεσμικών μηχανισμών να αποτρέψουν την κατάρρευση, καθώς η έλλειψη συντονισμένης διεθνούς εποπτείας επέτρεψε την ανεξέλεγκτη διάχυση του κινδύνου. Η συνδυασμένη παρουσία ακραίας μεταβλητότητας, κατάρρευσης εμπιστοσύνης, παγκόσμιας μετάδοσης, κρατικών παρεμβάσεων και θεσμικής αδυναμίας συνθέτει το ιδιαίτερο προφίλ της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, καθιστώντας την ένα από τα πιο χαρακτηριστικά παραδείγματα συστημικής αστάθειας στη σύγχρονη οικονομική ιστορία.

5.5 Επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση είχε βαθιές και πολυεπίπεδες επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία, οι οποίες ξεπέρασαν τα στενά όρια των χρηματοπιστωτικών αγορών και επηρέασαν την πραγματική οικονομία, την απασχόληση και την κοινωνική συνοχή. Η κατάρρευση της αγοράς ακινήτων στις Ηνωμένες Πολιτείες και η συνακόλουθη κρίση εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα προκάλεσαν ύφεση σε παγκόσμια κλίμακα. Το παγκόσμιο ΑΕΠ μειώθηκε για πρώτη φορά μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, με τις Ηνωμένες Πολιτείες να καταγράφουν συρρίκνωση κατά 4,3% μεταξύ των ετών 2007 και 2009, ενώ η Ευρωζώνη παρουσίασε αντίστοιχη πτώση. Η Ιαπωνία και πολλές αναδυόμενες οικονομίες επηρεάστηκαν επίσης σοβαρά, καθώς η μείωση της ζήτησης στις ανεπτυγμένες χώρες περιόρισε τις εξαγωγές τους (Reinhart & Rogoff, 2009).

Η ανεργία αυξήθηκε δραματικά, με το ποσοστό στις Ηνωμένες Πολιτείες να φτάνει το 10% το 2009 και στην Ισπανία να ξεπερνά το 18%. Εκατομμύρια θέσεις εργασίας χάθηκαν, ενώ εκατοντάδες χιλιάδες νοικοκυριά έχασαν τα σπίτια τους λόγω κατασχέσεων. Οι κοινωνικές επιπτώσεις ήταν επίσης έντονες, καθώς η κρίση ενίσχυσε τις ανισότητες και προκάλεσε αίσθημα ανασφάλειας σε ευρείες κοινωνικές ομάδες. Παράλληλα, τα χρηματιστήρια υπέστησαν τεράστιες απώλειες, καθώς ο δείκτης S&P 500 έχασε περίπου 57% της αξίας του από το 2007 έως τον Μάρτιο του 2009, ενώ οι επενδύσεις και η κατανάλωση περιορίστηκαν δραστικά (Bloomberg, 2008).

Οι αντιδράσεις των κεντρικών τραπεζών για την αντιμετώπιση της κρίσης υπήρξαν πρωτοφανείς σε ένταση και εύρος. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών (FED) μείωσε τα επιτόκια σχεδόν στο μηδέν και εγκαινίασε προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης (QE), αγοράζοντας μαζικά κρατικά και ιδιωτικά ομόλογα για να αποκαταστήσει τη ρευστότητα και να στηρίξει την οικονομική δραστηριότητα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) ακολούθησε αντίστοιχη πολιτική, παρέχοντας μαζική ρευστότητα στις ευρωπαϊκές τράπεζες και μειώνοντας τα επιτόκια. Παράλληλα, εφαρμόστηκαν δημοσιονομικά πακέτα στήριξης για την ενίσχυση της ζήτησης και τη διάσωση τραπεζών, όπως το πρόγραμμα TARP (Troubled Asset Relief Program) στις Ηνωμένες Πολιτείες, ύψους 700 δισ. δολαρίων, το οποίο στόχευε στην αγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων και στην ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών. Το TARP αποτέλεσε την πιο φιλόδοξη

παρέμβαση στην ιστορία της αμερικανικής οικονομικής πολιτικής και λειτούργησε ως μηχανισμός διάσωσης του τραπεζικού συστήματος (Βικιπαίδεια, 2025).

Η κρίση ανέδειξε επίσης την ανάγκη για ένα νέο ρυθμιστικό πλαίσιο που θα ενίσχυε την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και θα μείωνε την πιθανότητα επανάληψης μιας κρίσης αντίστοιχης έντασης. Σε διεθνές επίπεδο, η Επιτροπή της Βασιλείας εισήγαγε το πλαίσιο Βασιλείας III (Basel III Programm), το οποίο επέβαλε αυστηρότερα κριτήρια κεφαλαιακής επάρκειας, εισήγαγε δείκτες ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio, Net Stable Funding Ratio) και ενίσχυσε την εποπτεία των τραπεζών. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, θεσπίστηκε ο νόμος Dodd-Frank, που περιλάμβανε μέτρα για την ενίσχυση της διαφάνειας, τον περιορισμό της υπερβολικής ανάληψης κινδύνου και τη δημιουργία νέων εποπτικών μηχανισμών, όπως το Συμβούλιο Εποπτείας Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Oversight Council).

Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο στόχευε επίσης στη ρύθμιση του σκιάδους τραπεζικού συστήματος, το οποίο είχε διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο στην κρίση. Ενισχύθηκαν οι απαιτήσεις γνωστοποίησης και εποπτείας για τα παράγωγα προϊόντα, ενώ προωθήθηκε και η δημιουργία κεντρικών εκκαθαριστικών μηχανισμών για την αγορά CDOs. Παράλληλα, εισήχθησαν αντικυκλικοί κεφαλαιακοί δείκτες για να περιοριστεί η προκυκλικότητα του συστήματος και να ενισχυθεί η μακροπροληπτική εποπτεία.

Οι επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία υπήρξαν καταλυτικές, οδηγώντας σε ύφεση, ανεργία και κοινωνική ανασφάλεια. Οι αντιδράσεις των κεντρικών τραπεζών και των κυβερνήσεων απέτρεψαν την πλήρη κατάρρευση του συστήματος, αλλά ανέδειξαν την ανάγκη για βαθιές θεσμικές μεταρρυθμίσεις. Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο που ακολούθησε, με τη Βασιλεία III και τον νόμο Dodd-Frank, αποτέλεσε τομή στη διεθνή χρηματοπιστωτική αρχιτεκτονική, ενισχύοντας την ανθεκτικότητα του συστήματος και προσφέροντας νέα εργαλεία για την πρόληψη και διαχείριση μελλοντικών κρίσεων.

5.6 Εμπειρική Ανάλυση των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση

Η περίοδος της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης προσφέρει ένα μοναδικό πλαίσιο για την εμπειρική αξιολόγηση της συμπεριφοράς των λεγόμενων παραδοσιακών ασφαλών

επενδυτικών καταφυγίων. Το διάστημα αυτό αποτέλεσε ένα από τα πιο δραματικά επεισόδια στην ιστορία των χρηματοπιστωτικών αγορών, με τον δείκτη S&P 500 να καταγράφει ακραίες ημερήσιες απώλειες, με τις μεγαλύτερες από αυτές να σημειώνονται στις 29 Σεπτεμβρίου 2008 (-9,20%), στις 15 Οκτωβρίου 2008 (-9,47%) και την 1η Δεκεμβρίου 2008 (-9,35%).

Η συμπεριφορά των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων στις τρεις αυτές ημερομηνίες αποκαλύπτει τον βαθμό στον οποίο λειτούργησαν ως ασφαλή επενδυτικά καταφύγια. Στις 29 Σεπτεμβρίου 2008, η απόρριψη του προγράμματος TARP από το Κογκρέσο προκάλεσε σοκ εμπιστοσύνης. Ο δείκτης VIX εκτοξεύτηκε κατά 29,63%, το δολάριο ΗΠΑ ενισχύθηκε κατά 0,67%, ο χρυσός σημείωσε άνοδο 3,36%, ενώ τα κρατικά ομόλογα κατέγραψαν θετικές αποδόσεις. Αντίθετα, το ελβετικό φράγκο και το ιαπωνικό γεν υποχώρησαν. Στις 15 Οκτωβρίου 2008, στην κορύφωση της κρίσης ρευστότητας, ο δείκτης S&P 500 κατέρρευσε κατά -9,47%, ο VIX αυξήθηκε κατά 22,80%, το δολάριο ενισχύθηκε κατά 0,84% και ο χρυσός σημείωσε άνοδο 2,46%. Ωστόσο, τα κρατικά ομόλογα υποχώρησαν, ενώ τα νομίσματα καταφυγίου κατέγραψαν αρνητικές αποδόσεις. Στις 1 Δεκεμβρίου 2008, η πτώση του δείκτη S&P 500 κατά -9,35% συνδέθηκε με την επιδείνωση των μακροοικονομικών δεικτών, ο VIX αυξήθηκε κατά 20,45%, το δολάριο παρέμεινε θετικό και τα κρατικά ομόλογα προσέφεραν θετικές αποδόσεις. Αντίθετα, ο χρυσός σημείωσε έντονα αρνητική απόδοση -6,19%, ενώ το ελβετικό φράγκο και το γεν υποχώρησαν.

Συγκεντρωτική ανάλυση ανά περιουσιακό στοιχείο κατά την περίοδο της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης						
	USD	CHF	JPY	XAU	UST10Y	DE10Y
Linear Regression	$y = -0,2674x - 0,0043$	$y = 0,181x - 0,0171$	$y = 0,0954x - 0,0067$	$y = -0,4572x + 0,0494$	$y = -0,0647x + 0,0022$	$y = 0,2164x + 0,0062$
R ²	0,2994	0,0634	0,0303	0,1636	0,0139	0,0831
Pearson Correlation	-0,5472	0,2518	0,1740	-0,4044	-0,1180	0,2883
Monthly Average Return	-0,24%	-0,53%	-0,74%	1,48%	0,27%	0,47%
Monthly Volatility	2,93%	3,74%	3,29%	6,50%	3,29%	4,51%
Max Daily Drawdown	-16,99%	-22,22%	-31,94%	-31,53%	-17,24%	-21,58%
Monthly Sharpe Ratio	-8,09%	-14,04%	-22,61%	22,77%	8,09%	10,34%

Η συγκεντρωτική ανάλυση των υπό εξέταση περιουσιακών στοιχείων κατά την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης αναδεικνύει σημαντικές διαφοροποιήσεις ως προς τη συμπεριφορά τους έναντι του δείκτη S&P 500, τόσο σε όρους συσχέτισης όσο και σε όρους αποδόσεων, μεταβλητότητας και προφίλ κινδύνου - απόδοσης.

Δολάριο (USD)

Για το δολάριο Αμερικής, η εκτιμouμένη γραμμική σχέση της κυλιόμενης συσχέτισης με τον χρόνο έχει αρνητική κλίση, γεγονός που υποδηλώνει τάση ενίσχυσης της αρνητικότητας της συσχέτισης κατά τη διάρκεια της κρίσης. Ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 είναι ο υψηλότερος μεταξύ των νομισμάτων, υποδεικνύοντας σχετικά μεγαλύτερη εξηγητική ισχύ του χρόνου στη διακύμανση της συσχέτισης. Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson είναι επίσης έντονα αρνητικός, στοιχείο συμβατό με τη λειτουργία του USD ως αντισταθμιστικού μέσου έναντι των μετοχών σε περιόδους έντονης αναταραχής. Ωστόσο, η μέση μηνιαία απόδοση είναι αρνητική, ενώ η μηνιαία μεταβλητότητα διαμορφώνεται στο 2.93%, με μέγιστο ημερήσιο drawdown -16.99%. Ο δείκτης Sharpe είναι επίσης αρνητικός, γεγονός που δείχνει ότι, παρά τον αρνητικό συσχετισμό με τον δείκτη S&P 500, το προφίλ κινδύνου - απόδοσης του USD δεν ήταν ελκυστικό σε όρους αποζημίωσης ανά μονάδα κινδύνου. Το USD κατά αυτή την περίοδο λειτούργησε περισσότερο ως νόμισμα ρευστότητας παρά ως πηγή θετικών πραγματικών αποδόσεων. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το USD κατέγραψε σταθερά θετικές αποδόσεις, συγκεκριμένα +0.84% στις 15 Οκτωβρίου 2008, +0.67% στις 29 Σεπτεμβρίου 2008 και +0.24% στις 1 Δεκεμβρίου 2008, επιβεβαιώνοντας τον ρόλο του ως καταφύγιο σε περιόδους ακραίας αναταραχής. Με βάση αυτή τη συμπεριφορά και σύμφωνα με το πλαίσιο των Baur & Lucey (2010), το USD κατατάσσεται στην κατηγορία των strong safe havens.

Ελβετικό Φράγκο (CHF)

Το ελβετικό φράγκο παρουσιάζει θετική κλίση στην παλινδρόμηση της κυλιόμενης συσχέτισης, με χαμηλό R^2 , γεγονός που υποδηλώνει περιορισμένη συστηματική τάση στη χρονική εξέλιξη της συσχέτισης. Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson είναι θετικός, στοιχείο που δεν συνάδει με την κλασική εικόνα ενός ισχυρά αρνητικά συσχετισμένου ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου έναντι των μετοχών. Η μέση μηνιαία απόδοση είναι επίσης αρνητική, ενώ η μεταβλητότητα είναι αυξημένη και το μέγιστο ημερήσιο drawdown φθάνει το -22.22%. Ο δείκτης Sharpe είναι έντονα αρνητικός, υποδηλώνοντας δυσμενές προφίλ κινδύνου - απόδοσης. Συνολικά, το CHF στην περίοδο της κρίσης δεν εμφανίζει τα χαρακτηριστικά ενός σταθερά αντισταθμιστικού νομίσματος έναντι του δείκτη S&P 500,

αλλά περισσότερο ενός περιουσιακού στοιχείου με περιορισμένη προστατευτική λειτουργία και αρνητική απόδοση.

Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το CHF κατέγραψε αρνητικές αποδόσεις, συγκεκριμένα -0.48% στις 15 Οκτωβρίου 2008, -0.04% στις 29 Σεπτεμβρίου 2008 και -0.64% στις 1 Δεκεμβρίου 2008, γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν λειτούργησε ως ενεργό αντισταθμιστικό μέσο σε περιόδους ακραίας αναταραχής. Με βάση αυτή τη συμπεριφορά, το CHF κατατάσσεται στην κατηγορία των weak safe havens, καθώς δεν παρουσιάζει σταθερά αρνητική συσχέτιση ή θετικές αποδόσεις στις κρίσιμες ημέρες, αλλά ούτε και πλήρη κατάρρευση που θα το απέκλειε από την προστατευτική λειτουργία.

Ιαπωνικό Γεν (JPY)

Για το JPY η γραμμική παλινδρόμηση της κυλιόμενης συσχέτισης δίνει θετική κλίση, με πολύ χαμηλό R^2 , γεγονός που υποδηλώνει ότι ο χρόνος εξηγεί ελάχιστο μέρος της διακύμανσης της συσχέτισης. Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson είναι θετικός αλλά χαμηλός, στοιχείο που δείχνει ότι το JPY δεν λειτούργησε ως σταθερά αρνητικά συσχετισμένο καταφύγιο έναντι των μετοχών. Η μέση μηνιαία απόδοση είναι αρνητική, η μηνιαία μεταβλητότητα 3.29% και το μέγιστο ημερήσιο drawdown -31.94%, το οποίο είναι το υψηλότερο μεταξύ των νομισμάτων. Ο δείκτης Sharpe είναι έντονα αρνητικός, υποδηλώνοντας ότι το JPY δεν προσέφερε ικανοποιητική σχέση απόδοσης - κινδύνου και εμφάνισε σημαντικές απώλειες. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το JPY κατέγραψε σταθερά αρνητικές αποδόσεις, συγκεκριμένα -2.10% στις 15 Οκτωβρίου 2008, -1.74% στις 29 Σεπτεμβρίου 2008 και -2.48% στις 1 Δεκεμβρίου 2008, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι δεν λειτούργησε ως προστατευτικό νόμισμα σε περιόδους ακραίας αναταραχής. Η συμπεριφορά αυτή δεν συνάδει με τα χαρακτηριστικά ενός hedge ή safe haven, καθώς δεν παρατηρείται ούτε αρνητική συσχέτιση ούτε θετικές αποδόσεις στις ημέρες ακραίας μεταβλητότητας.

Χρυσός (XAU)

Ο χρυσός παρουσιάζει έντονα αρνητική κλίση στην παλινδρόμηση της κυλιόμενης συσχέτισης, με $R^2 = 0.1636$, υποδηλώνοντας ότι η συσχέτιση των αποδόσεων του με αυτές του δείκτη S&P 500 τείνει να γίνεται πιο αρνητική όσο εξελίσσεται η κρίση. Ο συντελεστής

συσχέτισης Pearson είναι επίσης αρνητικός, στοιχείο συμβατό με τη λειτουργία του χρυσού ως αντισταθμιστικού περιουσιακού στοιχείου έναντι των μετοχών. Σε αντίθεση με τα νομίσματα, η μέση μηνιαία απόδοση του χρυσού είναι θετική και μάλιστα υψηλή, αν και συνοδεύεται από αυξημένη μηνιαία μεταβλητότητα και σημαντικό μέγιστο ημερήσιο drawdown. Παρ' όλα αυτά, ο δείκτης Sharpe είναι έντονα θετικός, ο υψηλότερος μεταξύ όλων των υπό εξέταση περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που υποδηλώνει εξαιρετικά ευνοϊκό προφίλ κινδύνου - απόδοσης. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, ο χρυσός κατέγραψε μικτή συμπεριφορά, με θετικές αποδόσεις +3.36% στις 29 Σεπτεμβρίου 2008 και +1.24% στις 15 Οκτωβρίου 2008, αλλά σημαντικά αρνητική απόδοση -6.19% στις 1 Δεκεμβρίου 2008. Η αστάθεια αυτή στις κρίσιμες ημέρες, παρά τη γενικότερα αρνητική συσχέτιση στο σύνολο του δείγματος, υποδηλώνει ότι ο χρυσός δεν λειτούργησε ως σταθερά αντισταθμιστικό περιουσιακό στοιχείο σε περιόδους ακραίας αναταραχής. Βάσει του πλαισίου ταξινόμησης που έχει επιλέγει στην παρούσα εργασία ο χρυσός κατατάσσεται στην κατηγορία των weak safe havens, καθώς προσφέρει προστασία σε ορισμένες, αλλά όχι σε όλες τις κρίσιμες περιόδους.

Δεκαετές Ομόλογο Αμερικής (UST10Y)

Το δεκαετές αμερικανικό κρατικό ομόλογο εμφανίζει ελαφρώς αρνητική κλίση στην παλινδρόμηση της κυλιόμενης συσχέτισης, με πολύ χαμηλό R^2 , γεγονός που δείχνει ότι η χρονική τάση στη συσχέτιση είναι ασθενής. Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson είναι επίσης αρνητικός αλλά μικρός, υποδηλώνοντας ήπια αντισυσχέτιση με τον δείκτη S&P 500. Η μέση μηνιαία απόδοση είναι θετική, με μηνιαία μεταβλητότητα 3.29% και μέγιστο ημερήσιο drawdown -17.24%. Ο δείκτης Sharpe είναι επίσης θετικός, γεγονός που δείχνει ότι τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα λειτούργησαν ως σχετικά αποτελεσματικό μέσο διατήρησης κεφαλαίου και μέτριας αντιστάθμισης. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το UST10Y κατέγραψε σταθερά θετικές αποδόσεις, συγκεκριμένα +1.27% στις 15 Οκτωβρίου 2008, +2.65% στις 29 Σεπτεμβρίου 2008 και +1.84% στις 1 Δεκεμβρίου 2008, επιβεβαιώνοντας τον ρόλο του ως περιουσιακού στοιχείου που ενισχύεται σε περιόδους ακραίας αναταραχής. Με βάση αυτή τη συμπεριφορά, το UST10Y κατατάσσεται στην κατηγορία των strong safe havens, καθώς παρουσιάζει σταθερά θετική και αντισταθμιστική λειτουργία στις πιο έντονες πτωτικές κινήσεις της αγοράς.

Δεκαετές Ομόλογο Γερμανίας (DE10Y)

Το δεκαετές γερμανικό κρατικό ομόλογο παρουσιάζει θετική κλίση στην παλινδρόμηση της κυλιόμενης συσχέτισης, με $R^2 = 0,0831$, υποδηλώνοντας τάση αύξησης της θετικότητας της συσχέτισης με τον χρόνο. Ο συντελεστής συσχέτισης Pearson είναι θετικός, στοιχείο που δείχνει ότι τα γερμανικά ομόλογα δεν λειτούργησαν ως αρνητικά συσχετισμένο καταφύγιο έναντι των μετοχών, αλλά μάλλον κινήθηκαν σε κατεύθυνση πιο συγχρονισμένη με την πορεία των αγορών. Παρ' όλα αυτά, η μέση μηνιαία απόδοση είναι θετική, η μηνιαία μεταβλητότητα 4.51% και το μέγιστο ημερήσιο drawdown -21.58%. Ο δείκτης Sharpe είναι θετικός και υψηλότερος από αυτόν του UST10Y, γεγονός που υποδηλώνει ότι, παρά τη θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, τα γερμανικά ομόλογα προσέφεραν ικανοποιητική σχέση απόδοσης - κινδύνου. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το DE10Y κατέγραψε μικτές αποδόσεις, με -0.95% στις 15 Οκτωβρίου 2008, +0.61% στις 29 Σεπτεμβρίου 2008 και +0.28% στις 1 Δεκεμβρίου 2008. Η ασυνεπής αυτή συμπεριφορά, σε συνδυασμό με τη θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, παρά τις θετικές αποδόσεις και τον ικανοποιητικό δείκτη Sharpe, δεν επιτρέπει την ταξινόμησή του ως hedge ή safe haven, σύμφωνα με την εννοιολογική διάκριση που έχει επιλεγθεί στην παρούσα εργασία

Η συνολική εικόνα που προκύπτει από τα παραπάνω είναι ότι, κατά την περίοδο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, τα εξεταζόμενα νομίσματα δεν παρουσίασαν ομοιόμορφη προστατευτική λειτουργία. Το USD λειτούργησε ως strong safe haven, εμφανίζοντας σταθερά θετικές αποδόσεις στις ημέρες των μεγαλύτερων πτώσεων του δείκτη S&P 500 και έντονα αρνητική συσχέτιση στο σύνολο του δείγματος. Αντίθετα, το CHF και το JPY δεν προσέφεραν ουσιαστική αντισταθμιστική προστασία, με το CHF να κατατάσσεται ως weak safe haven λόγω της ουδέτερης έως ήπια αρνητικής συμπεριφοράς του στις κρίσιμες ημέρες, ενώ το JPY δεν εντάσσεται σε καμία κατηγορία. Ο XAU, παρά τη θετική μέση απόδοση και τον υψηλότερο δείκτη Sharpe μεταξύ όλων των περιουσιακών στοιχείων, παρουσίασε μικτή συμπεριφορά στις ημέρες ακραίας πίεσης, κατατάσσοντάς τον τελικά στην κατηγορία των weak safe havens. Αντίστοιχα, τα κρατικά ομόλογα διαφοροποιούνται σημαντικά, καθώς το UST10Y κατατάσσεται ως strong safe haven, δεδομένου ότι ενισχύθηκε συστηματικά στις μεγαλύτερες πτώσεις του δείκτη, ενώ το DE10Y, παρά το θετικό προφίλ κινδύνου - απόδοσης, δεν εμφάνισε αντισταθμιστική συμπεριφορά και δεν ταξινομείται σε

κάποια από τις δεδομένες κατηγορίες. Συνολικά, τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι κατά την κορύφωση της κρίσης, η προστατευτική λειτουργία προήλθε κυρίως από το USD και το UST10Y, ενώ ο χρυσός και το CHF παρείχαν μερική αλλά όχι σταθερή αντιστάθμιση, και τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία λειτούργησαν περισσότερο συμπληρωματικά παρά ως καθαρά επενδυτικά καταφύγια.

Η συμπεριφορά των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση ερμηνεύεται κυρίως μέσω των μηχανισμών flight-to-quality και flight-to-liquidity, οι οποίοι ενεργοποιήθηκαν έντονα λόγω της κατάρρευσης της εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και της ακραίας έλλειψης ρευστότητας. Η συστηματική ενίσχυση του USD και των αμερικανικών κρατικών ομολόγων αντανακλά την αναζήτηση περιουσιακών στοιχείων με υψηλή θεσμική αξιοπιστία, βάθος αγοράς και άμεση ρευστότητα, καθώς οι επενδυτές εγκατέλειπαν τα επισφαλή χρηματοοικονομικά προϊόντα. Η θετική απόδοση του UST10Y στις ημέρες των μεγαλύτερων πτώσεων του S&P 500 συνδέεται τόσο με την κορύφωση του flight-to-quality όσο και με τις προσδοκίες για επερχόμενη νομισματική χαλάρωση (QE) από τη FED, η οποία μείωσε τις αποδόσεις και ενίσχυσε τις τιμές των ομολόγων. Αντίθετα, η αδυναμία του CHF και του JPY να λειτουργήσουν ως καταφύγια εξηγείται από τα έντονα liquidity effects, καθώς οι επενδυτές προτίμησαν περιουσιακά στοιχεία με μεγαλύτερη διεθνή ρευστότητα, ενώ οι πιέσεις για κάλυψη ζημιών και margin calls οδήγησαν σε ρευστοποιήσεις ακόμη και παραδοσιακών νομισμάτων ασφαλείας. Ο χρυσός ενισχύθηκε στο μεγαλύτερο μέρος της κρίσης λόγω της λειτουργίας του ως αποθετηρίου αξίας εκτός τραπεζικού συστήματος, αλλά η απότομη πτώση του στις 1 Δεκεμβρίου 2008 αντανακλά την ένταση των πιέσεων ρευστότητας, που οδήγησαν σε αναγκαστικές πωλήσεις ακόμη και ασφαλών περιουσιακών στοιχείων. Τα γερμανικά ομόλογα, παρά το θετικό προφίλ κινδύνου - απόδοσης, δεν λειτούργησαν ως καταφύγιο, καθώς η ζήτηση επικεντρώθηκε σε περιουσιακά στοιχεία με παγκόσμια ρευστότητα και όχι σε περιφερειακές αγορές. Συνολικά, τα ευρήματα δείχνουν ότι κατά την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση η προστατευτική λειτουργία των περιουσιακών στοιχείων καθορίστηκε από την ένταση των πιέσεων ρευστότητας και την αναζήτηση ποιότητας, με το USD και το UST10Y να αποτελούν τα κύρια καταφύγια, ενώ ο XAU, το CHF και το JPY επηρεάστηκαν σε μεγαλύτερο βαθμό από τους μηχανισμούς ρευστότητας και απομόχλευσης.

6. Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους

(Διάστημα παρατήρησης 01/01/2010-31/12/2012)

6.1 Ιστορικό και Θεσμικό πλαίσιο

Η Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους αποτέλεσε μία από τις σοβαρότερες προκλήσεις για την Ευρωζώνη από την ίδρυσή της. Η αφετηρία της εντοπίζεται στην Ελλάδα, όταν αποκαλύφθηκε το πραγματικό μέγεθος του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημόσιου χρέους, γεγονός που πυροδότησε αλυσιδωτές αντιδράσεις στις αγορές και στους θεσμούς της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η κρίση επεκτάθηκε σε άλλες χώρες της περιφέρειας, όπως η Πορτογαλία, η Ιρλανδία, η Ισπανία και η Ιταλία, προκαλώντας αμφιβολίες για τη βιωσιμότητα του κοινού νομίσματος και την ανθεκτικότητα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) (European Parliament, 2019).

Το θεσμικό πλαίσιο της Ευρωζώνης αποδείχθηκε ανεπαρκές για την πρόληψη και διαχείριση τέτοιων κρίσεων. Το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (Stability and Growth Pact), το οποίο είχε σχεδιαστεί για να διασφαλίσει τη δημοσιονομική πειθαρχία, προέβλεπε όρια για το δημόσιο χρέος έως 60% του ΑΕΠ και για το δημοσιονομικό έλλειμμα έως 3% του ΑΕΠ. Παρ' όλα αυτά, οι κανόνες αυτοί δεν εφαρμόστηκαν από πολλά κράτη, χωρίς να υπάρξουν συνέπειες για αυτά σε θεσμικό επίπεδο, θέτοντας υπό αμφισβήτηση, την αξιοπιστία του. (De Grauwe, 2013).

Παράλληλα, η αρχιτεκτονική της ONE παρουσίαζε σοβαρές θεσμικές αδυναμίες. Η νομισματική ένωση δεν συνοδεύτηκε από δημοσιονομική ένωση ή μηχανισμούς αναδιανομής, ούτε υπήρχε θεσμοθετημένος τρόπος αντιμετώπισης κρίσεων χρέους. Η απουσία κοινών εργαλείων, όπως η δυνατότητα έκδοσης ευρωομολόγων, ενίσχυσε την αβεβαιότητα και περιορίσε την ικανότητα της Ευρωζώνης να αντιδράσει αποτελεσματικά. Η δημιουργία του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility) το 2010 και του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας

(European Stability Mechanism) το 2012 έγινε εκ των υστέρων, ως αντίδραση στην κρίση και όχι ως προληπτικό μέτρο για την αποφυγή της (European Commission, 2015).

6.2 Αίτια της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους

Η Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους ήταν η κορύφωση μιας σειράς διαρθρωτικών αδυναμιών και θεσμικών ελλείψεων που είχαν συσσωρευτεί από την ίδρυση της ΟΝΕ, καθώς έφερε στη επιφάνεια τις βαθιές ανισοροπίες μεταξύ των κρατών-μελών της, την έλλειψη δημοσιονομικής ενοποίησης και την αδυναμία των ευρωπαϊκών θεσμών να αντιδράσουν έγκαιρα και αποτελεσματικά (European Parliament, 2019).

Ένας από τους πιο καθοριστικούς παράγοντες ήταν το υψηλό επίπεδο δημόσιου χρέους και τα χρόνια δημοσιονομικά ελλείμματα που χαρακτήριζαν αρκετές χώρες της περιφέρειας της Ευρωζώνης (η Ελλάδα, για παράδειγμα, είχε ήδη πριν από το 2010 χρέος που ξεπερνούσε το 120% του ΑΕΠ και έλλειμμα άνω του 10%). Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 επιδείνωσε περαιτέρω την κατάσταση αυτών των χωρών, καθώς οι κυβερνήσεις τους αναγκάστηκαν να αυξήσουν τις δημόσιες δαπάνες για να στηρίξουν τις οικονομίες τους, οδηγώντας σε εκτίναξη του χρέους και σε επιδείνωση της δημοσιονομικής τους θέσης (European Parliament, 2019). Η αδυναμία διαχείρισης αυτών των ελλειμμάτων ανέδειξε την ευπάθεια των οικονομιών της περιφέρειας και ενίσχυσε την αμφισβήτηση της βιωσιμότητας του κοινού νομίσματος.

Επίσης, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, το θεσμικό πλαίσιο της Ευρωζώνης αποδείχθηκε ανεπαρκές για την πρόληψη και αντιμετώπιση κρίσεων, καθώς παρόλο που το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, προέβλεπε όρια για το δημόσιο χρέος, οι κανόνες αυτοί δεν εφαρμόστηκαν με συνέπεια από πολλές χώρες, οι οποίες τους παραβίαζαν χωρίς να αντιμετωπίζουν ουσιαστικές κυρώσεις (De Grauwe, 2013). Επιπλέον, αν και η ΟΝΕ πέτυχε την ενοποίηση της νομισματικής πολιτικής, αυτή δεν συνοδεύτηκε από δημοσιονομική ένωση ή μηχανισμούς αναδιανομής, ούτε υπήρχε θεσμοθετημένος τρόπος αντιμετώπισης κρίσεων χρέους, καθώς η δημιουργία του EFSF και του ESM πραγματοποιήθηκε εκ των υστέρων, γεγονός που την άφησε εκτεθειμένη στην κρίση που ακολούθησε.

Η στάση της ΕΚΤ αποτέλεσε έναν ακόμη κρίσιμο παράγοντα, καθώς, λόγω του περιορισμένου καταστατικού της ρόλου, δίστασε αρχικά να παρέμβει δυναμικά στις αγορές κρατικών ομολόγων. Αυτή η απουσία σαφούς δέσμευσης για στήριξη των χωρών της περιφέρειας ενίσχυσε την αβεβαιότητα και οδήγησε σε εκτίναξη των αποδόσεων και σε περεταίρω κλιμάκωση της κρίσης, καθώς οι επενδυτές άρχισαν να αμφισβητούν τη βιωσιμότητα του ευρώ (Meier & Jalles, 2012).

Η κρίση επιδεινώθηκε επίσης από τις εσωτερικές ανισοροπίες και την ασυμμετρία ανταγωνιστικότητας μεταξύ των κρατών-μελών, καθώς οι χώρες του Νότου, όπως η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ισπανία, παρουσίαζαν χαμηλότερη παραγωγικότητα και υψηλότερο κόστος εργασίας σε σχέση με τις χώρες του Βορρά, όπως η Γερμανία. Η αδυναμία προσαρμογής μέσω υποτίμησης, λόγω του κοινού νομίσματος, οδήγησε σε εμπορικά ελλείμματα και απώλεια ανταγωνιστικότητας, ενισχύοντας τις πιέσεις στα δημόσια οικονομικά (European Parliament, 2019).

Παράλληλα, η κρίση ανέδειξε τον συστημικό κίνδυνο που δημιουργούσε η αλληλεξάρτηση μεταξύ κρατών και τραπεζών. Οι τράπεζες των χωρών του πυρήνα είχαν σημαντική έκθεση σε κρατικά ομόλογα των χωρών της περιφέρειας, με αποτέλεσμα η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας αυτών των χωρών να αυξήσει τον κίνδυνο ζημιών για τις τράπεζες αυτές, προκαλώντας κρίση εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα και ενισχύοντας τον φαύλο κύκλο μεταξύ κρατικού και τραπεζικού κινδύνου (Investopedia, 2025).

Τέλος, η πολιτική αδράνεια και η έλλειψη συντονισμού μεταξύ των ευρωπαϊκών θεσμών και των κρατών-μελών συνέβαλαν στην επιδείνωση της κρίσης, καθώς οι διαφωνίες για τον τρόπο αντιμετώπισης της, η απροθυμία για αμοιβαιοποίηση του χρέους και η επιμονή στη λιτότητα ως βασικό εργαλείο πολιτικής καθυστέρησαν τη λήψη αποφάσεων και ενίσχυσαν την αβεβαιότητα (European Parliament, 2019).

6.3 Χαρακτηριστικά της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους

Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους δεν αποτέλεσε απλώς μια οικονομική αναταραχή, αλλά μια πολυδιάστατη κρίση που αποκάλυψε τις βαθιές αδυναμίες της θεσμικής αρχιτεκτονικής της ΟΝΕ, τις πολιτικές αντιφάσεις μεταξύ των κρατών-μελών και τις κοινωνικές συνέπειες της

λιτότητας που εφαρμόστηκε. Ένα από τα πιο εμφανή χαρακτηριστικά της ήταν η διαδοχική και μεταδοτική φύση της, καθώς ξεκίνησε από την Ελλάδα, αλλά γρήγορα επεκτάθηκε στην Ιρλανδία, την Πορτογαλία, την Ισπανία και την Ιταλία. Το γεγονός ότι οι οικονομίες της ΟΝΕ ήταν αλληλεξαρτώμενες, με κοινή νομισματική πολιτική, χωρίς όμως αντίστοιχη δημοσιονομική ενοποίηση, επέτρεψε τη μετάδοση της κρίσης μέσω των αγορών ομολόγων και του τραπεζικού συστήματος, ενώ παράλληλα, η απώλεια εμπιστοσύνης σε μία χώρα επηρέαζε άμεσα την αντίληψη των επενδυτών για τις υπόλοιπες, δημιουργώντας ένα φαινόμενο ντόμινο που ενίσχυσε την αβεβαιότητα και την αστάθεια (European Parliament, 2019).

Η πολιτική αστάθεια αποτέλεσε επίσης καθοριστικό χαρακτηριστικό της περιόδου, καθώς η κρίση οδήγησε σε αλλαγές κυβερνήσεων σε πολλές χώρες, με χαρακτηριστικά παραδείγματα την Ελλάδα και την παραίτηση του πρωθυπουργού Γιώργου Παπανδρέου, την Ιταλία με την παραίτηση του Σίλβιο Μπερλουσκόνι και την Ισπανία με την εκλογή του Μαριάνο Ραχόι. Οι πολιτικές αυτές εξελίξεις δεν ήταν απλώς αποτέλεσμα της κρίσης, αλλά και παράγοντας επιδείνωσής της, καθώς η αβεβαιότητα για τη σταθερότητα των κυβερνήσεων επηρέαζε αρνητικά τις αγορές και ενίσχυε την αίσθηση ανασφάλειας (Investopedia, 2025).

Η επιβολή μέτρων λιτότητας ως προϋπόθεση για την παροχή χρηματοδοτικής βοήθειας είχε επίσης σοβαρές κοινωνικές και οικονομικές επιπτώσεις, καθώς οι περικοπές σε μισθούς, συντάξεις και δημόσιες δαπάνες οδήγησαν σε βαθιά ύφεση, αύξηση της ανεργίας και κοινωνικές εντάσεις. Οι μαζικές διαδηλώσεις, οι απεργίες και η άνοδος αντισυστημικών πολιτικών δυνάμεων αποτέλεσαν ενδείξεις της κοινωνικής δυσαρέσκειας που προκάλεσε η μονομερής έμφαση στη δημοσιονομική προσαρμογή, επιβεβαιώνοντας ότι κρίση δεν περιορίστηκε σε οικονομικούς δείκτες, αλλά επηρέασε άμεσα την κοινωνική συνοχή και την πολιτική σταθερότητα. (European Commission, 2015).

Ένα ακόμη χαρακτηριστικό ήταν η αδυναμία των ευρωπαϊκών θεσμών να αντιδράσουν έγκαιρα και συντονισμένα. Η απουσία κοινών εργαλείων δημοσιονομικής πολιτικής και η έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των κρατών-μελών καθυστέρησαν τη λήψη αποφάσεων. Η δημιουργία του EFSF και του ESM αποτέλεσε σημαντική θεσμική εξέλιξη, αλλά ήρθε ως αντίδραση και όχι ως προληπτικό μέτρο, γεγονός που υπογράμμισε την αδυναμία της

Ευρωζώνης να προλάβει την κρίση (De Grauwe, 2013). Η έλλειψη συντονισμού μεταξύ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ και των εθνικών κυβερνήσεων ενίσχυσε την αβεβαιότητα και την αστάθεια, καθιστώντας την κρίση περισσότερο πολιτική και θεσμική παρά αποκλειστικά οικονομική.

Τέλος, η ενίσχυση του θεσμού της ΕΚΤ αποτέλεσε σημείο καμπής για την κρίση, καθώς από το 2011 και μετά, ανέλαβε πιο ενεργό ρόλο, μέσω του Μηχανισμού Αγοράς Ομολόγων (Securities Markets Programme) και αργότερα μέσω του Προγράμματος Άμεσων Νομισματικών Συναλλαγών (Outright Monetary Transactions). Οι παρεμβάσεις αυτές συνέβαλαν στη σταθεροποίηση των αγορών και στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, σηματοδοτώντας μια στροφή από την αυστηρή ερμηνεία του καταστατικού της προς μια πιο ευέλικτη προσέγγιση (Meier & Jalles, 2012). Αυτή η καθυστερημένη αλλά αποφασιστική δράση της ΕΚΤ ανέδειξε την κεντρική σημασία της νομισματικής πολιτικής για τη διαχείριση κρίσεων στην Ευρωζώνη.

6.4 Επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία

Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους είχε σημαντικές επιπτώσεις όχι μόνο στην Ευρωζώνη αλλά και στην παγκόσμια οικονομία, καθώς η αβεβαιότητα για τη βιωσιμότητα του κοινού νομίσματος προκάλεσε αναταράξεις στις διεθνείς αγορές, αύξηση της μεταβλητότητας και μείωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των χωρών της περιφέρειας εκτινάχθηκαν σε πρωτοφανή επίπεδα, γεγονός που κατέστησε δυσχερή την πρόσβασή τους στις αγορές κεφαλαίου. Αντίθετα, οι χώρες του πυρήνα, όπως η Γερμανία, ενισχύθηκαν ως ασφαλή επενδυτικά καταφύγια, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να στραφούν στα γερμανικά ομόλογα, τα οποία κατέγραψαν ιστορικά χαμηλά επιτόκια (Meier & Jalles, 2012). Η μετατόπιση αυτή των κεφαλαίων προς τα ασφαλή περιουσιακά στοιχεία ανέδειξε την έντονη διαφοροποίηση μεταξύ των οικονομιών της Ευρωζώνης και ενίσχυσε τις ενδοευρωπαϊκές ανισοροπίες.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η Ευρωζώνη αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες οικονομίες του πλανήτη και σημαντικό εμπορικό εταίρο για τις Ηνωμένες Πολιτείες, την Κίνα και άλλες αναδύομενες αγορές, η εξάπλωση της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους απέκτησε σύντομα παγκόσμιες διαστάσεις. Η αβεβαιότητα για την πορεία του ευρώ και η πιθανότητα διάλυσης της προκάλεσαν ανησυχία για την παγκόσμια χρηματοπιστωτική σταθερότητα, με

αποτέλεσμα οι διεθνείς αγορές μετοχών να καταγράψουν έντονες διακυμάνσεις, ενώ οι τράπεζες με έκθεση σε ευρωπαϊκά ομόλογα να αντιμετωπίσουν αυξημένο κίνδυνο ζημιών, γεγονός που ενίσχυσε τον συστημικό κίνδυνο σε παγκόσμιο επίπεδο (European Parliament, 2019).

Οι αντιδράσεις των κεντρικών τραπεζών υπήρξαν καθοριστικές για την αποτροπή μιας γενικευμένης κατάρρευσης. Η ΕΚΤ, αν και αρχικά ήταν διστακτική, από το 2011 και έπειτα ανέλαβε πιο ενεργό ρόλο, καθώς μέσω του SMP και του OMT, προχώρησε σε αγορές κρατικών ομολόγων, συμβάλλοντας στη σταθεροποίηση των αγορών και στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης (Meier & Jalles, 2012). Οι παρεμβάσεις αυτές σηματοδότησαν μια στροφή από την αυστηρή ερμηνεία του καταστατικού της προς μια πιο ευέλικτη προσέγγιση, αναδεικνύοντας τον κρίσιμο ρόλο της νομισματικής πολιτικής στη διαχείριση κρίσεων. Παράλληλα, η FED και άλλες κεντρικές τράπεζες συνεργάστηκαν με την ΕΚΤ μέσω διμερών συμφωνιών για ανταλλαγή νομισμάτων (swap lines), ώστε να εξασφαλίζεται ρευστότητα σε ξένο νόμισμα όταν υπάρχει ανάγκη. Μέσω αυτών των συμφωνιών, η ΕΚΤ μπόρεσε να διοχετεύσει δολάρια στο ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα, αποτρέποντας την περαιτέρω επιδείνωση της κρίσης και ενισχύοντας τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η διεθνής αυτή συνεργασία ανέδειξε την αλληλεξάρτηση των μεγάλων οικονομιών και την ανάγκη για υπερεθνικά εργαλεία πολιτικής στη διαχείριση χρηματοπιστωτικών κρίσεων.

Η κρίση οδήγησε επίσης στη δημιουργία ενός νέου ρυθμιστικού πλαισίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η ενίσχυση της δημοσιονομικής εποπτείας μέσω του Δημοσιονομικού Συμφώνου (Fiscal Compact) το 2012, η εισαγωγή αυστηρότερων κανόνων για τα ελλείμματα και το χρέος, καθώς και η δημιουργία μηχανισμών πρόληψης και διαχείρισης κρίσεων, αποτέλεσαν βασικές θεσμικές εξελίξεις. Παράλληλα, ενισχύθηκε η μακροπροληπτική εποπτεία και η συνεργασία μεταξύ των ευρωπαϊκών θεσμών, με στόχο την αποτροπή επανάληψης αντίστοιχων κρίσεων στο μέλλον (European Commission, 2015). Η εμπειρία της κρίσης ανέδειξε ότι η σταθερότητα της Ευρωζώνης δεν μπορεί να βασίζεται αποκλειστικά στη νομισματική πολιτική, αλλά απαιτεί συνδυασμό δημοσιονομικής πειθαρχίας, θεσμικής ενοποίησης και αποτελεσματικής εποπτείας.

Καθοριστικό σημείο καμπής αποτέλεσε επίσης η ενεργοποίηση νέων θεσμών διάσωσης. Το EFSF ιδρύθηκε το 2010 ως προσωρινός μηχανισμός στήριξης, με σκοπό να παρέχει χρηματοδοτική βοήθεια στα κράτη-μέλη που αντιμετώπιζαν δυσκολίες πρόσβασης στις αγορές, χρηματοδοτούνταν μέσω της έκδοσης ομολόγων με εγγυήσεις από τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης και αποτέλεσε το πρώτο βήμα προς την οικοδόμηση ενός κοινού μηχανισμού διάσωσης. Δεδομένου, όμως, ότι οι δυνατότητες του ήταν περιορισμένες, σύντομα δημιουργήθηκε η ανάγκη για έναν πιο μόνιμο θεσμό. Έτσι, το 2012 δημιουργήθηκε ο ESM, ο οποίος αποτελεί μόνιμο διεθνή οργανισμό με έδρα το Λουξεμβούργο, διαθέτει κεφάλαια ύψους 700 δισ. ευρώ και έχει τη δυνατότητα να παρέχει δάνεια, να αγοράζει κρατικά ομόλογα στη δευτερογενή αγορά, να χρηματοδοτεί την ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών και να λειτουργεί ως μηχανισμός πρόληψης κρίσεων. Ο ESM αποτέλεσε θεμελιώδη θεσμική εξέλιξη, καθώς κάλυψε το κενό που υπήρχε στην αρχιτεκτονική της ONE και προσέφερε ένα μόνιμο πλαίσιο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (European Commission, 2015).

Συνολικά, οι παρεμβάσεις της EKT μέσω του SMP και του OMT, σε συνδυασμό με τη χρήση των διμερών συμφωνιών για ανταλλαγή νομισμάτων και τη δημιουργία του EFSF και του ESM, αποτέλεσαν κρίσιμα εργαλεία για την αντιμετώπιση της κρίσης χρέους. Ενώ τα προγράμματα της EKT στόχευαν στη σταθεροποίηση των αγορών και στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης, οι νέοι θεσμοί της Ευρωζώνης παρείχαν χρηματοδοτική στήριξη και θεσμική θωράκιση. Το σύνολο των γεγονότων και των ενεργειών που διαδραματίστηκαν αυτή την περίοδο ανέδειξε ότι η διαχείριση κρίσεων στην Ευρωζώνη απαιτεί συνδυασμό νομισματικής και δημοσιονομικής δράσης, καθώς και τη δημιουργία μόνιμων μηχανισμών που να ενισχύουν την ανθεκτικότητα του κοινού νομίσματος.

6.5 Εμπειρική Ανάλυση των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους

Η ευρωπαϊκή κρίση χρέους προσφέρει ένα ιδιαίτερα χρήσιμο πλαίσιο για την εμπειρική αξιολόγηση της συμπεριφοράς των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων, καθώς οι έντονες αναταράξεις στις αγορές και η αβεβαιότητα για τη βιωσιμότητα του ευρώ οδήγησαν τους επενδυτές σε έντονη αναζήτηση προστασίας του κεφαλαίου τους. Οι τρεις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500 κατά την κρίση σημειώθηκαν στις 8

Αυγούστου 2011(-6,90%), στις 4 Αυγούστου 2011(-4,90%) και στις 18 Αυγούστου 2011(-4,56%). Η πτώση της 8ης Αυγούστου συνδέθηκε με την ιστορική υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των Ηνωμένων Πολιτειών από τον οίκο Standard & Poor's, η πτώση της 4ης Αυγούστου αντανάκλασε την κλιμάκωση της κρίσης χρέους στην Ιταλία και την Ισπανία, ενώ η πτώση της 18ης Αυγούστου συνδέθηκε με την επιδείνωση των οικονομικών δεικτών στην Ευρωζώνη και την αδυναμία της ΕΚΤ να καθυστερήσει τις αγορές μέσω της επεκτατικής πολιτικής της. Κατά τις ημέρες αυτές, ο δείκτης μεταβλητότητας VIX εκτοξεύτηκε (π.χ. +40,55% στις 8/8/2011), ενώ τα κρατικά ομόλογα και ο χρυσός κατέγραψαν θετικές αποδόσεις, επιβεβαιώνοντας τον ρόλο τους ως ασφαλή καταφύγια.

Συγκεντρωτική ανάλυση ανά περιουσιακό στοιχείο κατά την περίοδο της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους						
	USD	CHF	JPY	XAU	UST10Y	DE10Y
Linear Regression	$y = -0,4545x + 0,0038$	$y = -0,4723x - 0,0002$	$y = 0,1521x - 0,003$	$y = 0,2237x + 0,0102$	$y = -0,3805x + 0,0082$	$y = 0,2559x + 0,0016$
R ²	0,5373	0,279	0,0618	0,0344	0,5479	0,1523
Pearson Correlation	-0,7330	-0,5282	0,2485	0,1854	-0,7402	0,3903
Monthly Average Return	0,07%	-0,34%	-0,19%	1,18%	0,56%	0,33%
Monthly Volatility	2,73%	3,94%	2,70%	5,32%	2,27%	2,89%
Max Daily Drawdown	-17,77%	-38,58%	-20,44%	-20,32%	-12,52%	-13,59%
Monthly Sharpe Ratio	2,46%	-8,67%	-7,19%	22,12%	24,79%	11,56%

Δολάριο (USD)

Το USD αναδεικνύεται σε ένα από τα πιο συνεπή αντισταθμιστικά μέσα της περιόδου. Η συσχέτιση των αποδόσεων του με αυτές του δείκτη S&P 500 είναι αρνητική, ενώ η γραμμική παλινδρόμηση παρουσιάζει σημαντική αρνητική κλίση και υψηλό R², υποδηλώνοντας ότι η αρνητικότητα της συσχέτισης ενισχύεται όσο βαθαίνει η κρίση. Αυτό σημαίνει ότι το USD λειτουργεί όλο και περισσότερο ως αντιστάθμιση όσο αυξάνεται η αβεβαιότητα.

Παρά τη χαμηλή του μέση μηνιαία απόδοση, η μεταβλητότητα του παραμένει συγκρατημένη και το drawdown περιορισμένο. Ο θετικός δείκτης Sharpe δείχνει ότι το USD προσέφερε θετική απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, επιβεβαιώνοντας τον ρόλο του ως «νόμισμα ρευστότητας» και αξιόπιστο ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο σε περιόδους έντονης αναταραχής.

Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500 κατά την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους, το USD κατέγραψε μικτές αλλά κυρίως θετικές αποδόσεις, συγκεκριμένα -0.96% στις 20 Μαΐου 2010, +1.45% στις 4 Αυγούστου 2011 και +0.26% στις 8 Αυγούστου 2011. Η συμπεριφορά αυτή, σε συνδυασμό με την αρνητική συσχέτιση στο σύνολο του δείγματος, υποδηλώνει ότι το USD λειτούργησε ως ασφαλές καταφύγιο έναντι των αμερικανικών μετοχών, ακόμη και σε μια κρίση που αφορούσε κυρίως την Ευρωζώνη, γεγονός που ενισχύει τη διαπίστωση ότι η ζήτηση για δολάρια αυξάνεται σε περιόδους παγκόσμιας αβεβαιότητας ανεξαρτήτως γεωγραφικής εστίασης της κρίσης. Σύμφωνα με τα παραπάνω, το USD για αυτή τη περίοδο κατατάσσεται στην κατηγορία των weak safe havens.

Ελβετικό Φράγκο (CHF)

Το CHF παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500 και αρνητική κλίση γραμμικής παλινδρόμησης, με μέτριο R^2 . Αυτό σημαίνει ότι το CHF κινείται αντίθετα από τις μετοχές και η αρνητική συσχέτιση τους ενισχύεται όσο εξελίσσεται η κρίση. Λαμβάνοντας όμως υπόψη τα υπόλοιπα στοιχεία του πίνακα, η εικόνα του επιδεινώνεται, καθώς η μέση μηνιαία απόδοση του είναι αρνητική, η μεταβλητότητα του υψηλή και το μέγιστο drawdown του εξαιρετικά μεγάλο, το υψηλότερο μεταξύ όλων των υπό μελέτη περιουσιακών στοιχείων. Ο δείκτης Sharpe είναι έντονα αρνητικός, γεγονός που δείχνει ότι το CHF, παρά την αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, δεν προσέφερε θετική απόδοση ανά μονάδα κινδύνου. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500 κατά την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους, το CHF κατέγραψε μικτές αλλά κυρίως αρνητικές αποδόσεις, συγκεκριμένα +0.01% στις 20 Μαΐου 2010, -0.87% στις 4 Αυγούστου 2011 και -1.63% στις 8 Αυγούστου 2011. Η συμπεριφορά αυτή δείχνει ότι, παρά την αρνητική συσχέτιση στο σύνολο του δείγματος, το CHF δεν λειτούργησε ως σταθερό αντισταθμιστικό μέσο στις ημέρες ακραίας πίεσης της αγοράς. Η ερμηνεία αυτή πρέπει να γίνεται με προσοχή, καθώς η κρίση ήταν ευρωπαϊκή και ο S&P 500 δεν αποτυπώνει πλήρως τον περιφερειακό κίνδυνο. Ακόμη όμως και υπό αυτό το πρίσμα, το CHF δεν παρουσιάζει συνεπή προστατευτική λειτουργία. Σύμφωνα με το πλαίσιο ταξινόμησης της παρούσας εργασίας, το CHF κατατάσσεται στην κατηγορία των weak safe havens, καθώς, παρότι κατέγραψε αρνητικές αποδόσεις στις ημέρες των μεγαλύτερων πτώσεων του S&P 500, οι απώλειές του ήταν σαφώς ηπιότερες από εκείνες της αγοράς και

δεν εμφάνισε συμπεριφορά παράλληλης κατάρρευσης. Στη σχετική βιβλιογραφία, ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να θεωρηθεί weak safe haven όταν δεν ενισχύεται σε περιόδους κρίσης, αλλά εξακολουθεί να προσφέρει μερική προστασία περιορίζοντας τις ζημιές σε σχέση με τις μετοχές (Baur & Lucey, 2010).

Ιαπωνικό Γεν (JPY)

Το JPY εμφανίζει θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, γεγονός που από μόνο του υποδηλώνει απουσία αντισταθμιστικής λειτουργίας. Η παλινδρόμηση δείχνει θετική κλίση και πολύ χαμηλό R^2 , υποδηλώνοντας ότι η συσχέτιση δεν ακολουθεί συνεπή χρονική τάση. Η μέση μηνιαία απόδοση είναι αρνητική, η μεταβλητότητα χαμηλή και το drawdown σημαντικό. Ο δείκτης Sharpe είναι αρνητικός, επιβεβαιώνοντας ότι το JPY δεν λειτούργησε ούτε ως hedge ούτε ως safe haven στην Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους. Η συμπεριφορά αυτή έρχεται σε αντίθεση με την εικόνα του JPY ως παραδοσιακού ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου, γεγονός που αντανάκλα τις ιδιαιτερότητες της κρίσης, η οποία ήταν περιφερειακή και όχι παγκόσμια. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το JPY κατέγραψε μικτές αλλά συνολικά μη προστατευτικές αποδόσεις, συγκεκριμένα -2.23% στις 20 Μαΐου 2010, +2.35% στις 4 Αυγούστου 2011 και -0.81% στις 8 Αυγούστου 2011. Η θετική απόδοση της 4ης Αυγούστου δεν αρκεί για να αντιστρέψει τη συνολική εικόνα, καθώς οι υπόλοιπες κρίσιμες ημέρες συνοδεύονται από αρνητικές αποδόσεις και η θετική συσχέτιση με τον δείκτη υποδηλώνει ότι το JPY κινείται συχνά προς την ίδια κατεύθυνση με τις μετοχές. Επιπλέον, η ασθενής και ασταθής συσχέτιση του JPY με τον δείκτη S&P 500, σε συνδυασμό με τον αρνητικό δείκτη Sharpe και το δυσμενές προφίλ απόδοσης-κινδύνου, υποδηλώνουν ότι το νόμισμα δεν παρείχε συνεπή ή ουσιαστική προστασία στους επενδυτές κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Χρυσός (XAU)

Ο χρυσός παρουσιάζει οριακά θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν λειτούργησε ως αντισυσχετισμένο περιουσιακό στοιχείο. Η παλινδρόμηση έχει θετική κλίση και πολύ χαμηλό R^2 , δείχνοντας ότι η συσχέτιση δεν ακολουθεί σταθερή τάση. Παρ' όλα αυτά, η εικόνα αλλάζει δραματικά όταν εξετάζονται οι αποδόσεις, καθώς η μέση μηνιαία απόδοση είναι υψηλή, η μεταβλητότητα αυξημένη, αλλά το drawdown παραμένει διαχειρίσιμο και ο δείκτης Sharpe είναι εξαιρετικά υψηλός

(22.12%). Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, ο XAU κατέγραψε μικτές αποδόσεις, συγκεκριμένα -0.95% στις 20 Μαΐου 2010, -0.92% στις 4 Αυγούστου 2011 και +3.28% στις 8 Αυγούστου 2011. Παρότι οι δύο πρώτες αποδόσεις είναι οριακά αρνητικές, οι απώλειες είναι ελάχιστες σε σχέση με την πτώση του δείκτη, ενώ η ισχυρή θετική απόδοση της 8ης Αυγούστου επιβεβαιώνει ότι ο XAU ενισχύεται σε περιόδους έντονης αναταραχής. Η συμπεριφορά αυτή, σε συνδυασμό με την υψηλή μέση απόδοση και τον εξαιρετικό δείκτη Sharpe, υποδηλώνει ότι ο XAU λειτούργησε ως safe haven, ακόμη και σε μια κρίση που ήταν περιφερειακή και όχι παγκόσμια.

Δεκαετές Ομόλογο Αμερικής (UST10Y)

Το UST10Y για την περίοδο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους επιβεβαίωσε την φήμη του ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο, καθώς η συσχέτιση του με τον δείκτη S&P 500 ήταν έντονα αρνητική, η γραμμική του παλινδρόμηση είχε αρνητική κλίση και το R^2 ήταν το υψηλότερο μεταξύ όλων των υπό μελέτη περιουσιακών στοιχείων, γεγονός που υποδηλώνει σταθερή και εντεινόμενη αρνητική συσχέτιση κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Επίσης, η μέση μηνιαία απόδοση του ήταν θετική, η μεταβλητότητα του χαμηλή, το drawdown περιορισμένο και ο δείκτης Sharpe ο υψηλότερος από όλα τα υπό μελέτη περιουσιακά στοιχεία για αυτήν την περίοδο. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το UST10Y κατέγραψε σταθερά θετικές αποδόσεις, συγκεκριμένα +0.53% στις 20 Μαΐου 2010, +1.36% στις 4 Αυγούστου 2011 και +1.18% στις 8 Αυγούστου 2011. Η συνεπής αυτή συμπεριφορά, σε συνδυασμό με την έντονα αρνητική συσχέτιση και το εξαιρετικό προφίλ απόδοσης-κινδύνου, επιβεβαιώνει ότι το UST10Y λειτούργησε ως το πιο αξιόπιστο καταφύγιο της περιόδου, ακόμη και σε μια κρίση που ήταν περιφερειακή και όχι παγκόσμια. Η ενίσχυση της τιμής του στις ημέρες ακραίας αναταραχής αντανακλά την παγκόσμια ζήτηση για ασφάλεια και ρευστότητα, η οποία παραμένει προσανατολισμένη στα αμερικανικά ομόλογα ανεξαρτήτως γεωγραφικής εστίασης της κρίσης.

Δεκαετές Ομόλογο Γερμανίας (DE10Y)

Το DE10Y εμφανίζει θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν λειτουργεί ως αντισυσχετισμένο καταφύγιο. Η παλινδρόμηση έχει θετική κλίση και μέτριο R^2 . Παρ'όλα αυτά, η μέση μηνιαία απόδοση του είναι θετική, η μεταβλητότητα του χαμηλή και το drawdown περιορισμένο. Ο δείκτης Sharpe είναι θετικός, υποδηλώνοντας

ότι τα γερμανικά ομόλογα λειτούργησαν ως μέσο διατήρησης αξίας εντός της Ευρωζώνης και όχι ως safe haven ή hedge. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το DE10Y κατέγραψε μικτές αλλά συνολικά ανθεκτικές αποδόσεις, συγκεκριμένα +0.06% στις 20 Μαΐου 2010, -0.19% στις 4 Αυγούστου 2011 και +0.63% στις 8 Αυγούστου 2011. Παρότι η απόδοση της 4ης Αυγούστου είναι οριακά αρνητική, οι απώλειες είναι αμελητέες σε σχέση με την πτώση του δείκτη S&P 500, ενώ οι άλλες δύο ημέρες συνοδεύονται από θετικές αποδόσεις. Η συμπεριφορά αυτή αντανακλά τη μετατόπιση κεφαλαίων από την περιφέρεια προς τον πυρήνα της Ευρωζώνης, καθώς οι επενδυτές αναζητούσαν ασφάλεια σε τίτλους υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500 και η απουσία ενίσχυσης στις κρίσιμες ημέρες θα μπορούσαν να αποκλείσουν το DE10Y από την κατηγορία των safe havens με βάση το πλαίσιο της παρούσας εργασίας. Ωστόσο, το θετικό προφίλ απόδοσης-κινδύνου και η σταθερότητα των αποδόσεων του αντανακλούν τον ρόλο του ως ενδοευρωπαϊκού ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου.

Η εμπειρική ανάλυση δείχνει ότι κατά την ευρωπαϊκή κρίση χρέους, τα πιο αποτελεσματικά παραδοσιακά ασφαλή επενδυτικά καταφύγια ήταν τα UST10Y και ο XAU. Το USD λειτούργησε ως αντισταθμιστικό μέσο με μέτρια αποτελεσματικότητα, ενώ το CHF και το JPY παρουσίασαν περιορισμένη λειτουργία ως καταφύγια, με αρνητικές αποδόσεις και χαμηλή απόδοση ανά μονάδα κινδύνου. Τα DE10Y, αν και θετικά συσχετισμένα, προσέφεραν σταθερότητα και θετική αποδοτικότητα, αντανακλώντας τη διαφοροποίηση εντός της Ευρωζώνης και την ενίσχυση των κρατών του πυρήνα ως προτιμητέου προορισμού κεφαλαίων.

Η συμπεριφορά των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους καθορίστηκε από τον περιφερειακό χαρακτήρα του σοκ, τον κατακερματισμό των ευρωπαϊκών αγορών ομολόγων και τις ασύμμετρες νομισματικές πολιτικές μεταξύ ΗΠΑ και Ευρωζώνης. Η αβεβαιότητα για τη βιωσιμότητα του ευρώ και η άνοδος των spreads στην περιφέρεια ενεργοποίησαν έναν μηχανισμό ενδοευρωπαϊκού flight-to-quality, με μετατόπιση κεφαλαίων προς τα γερμανικά ομόλογα, τα οποία λειτούργησαν ως περιφερειακός πόλος σταθερότητας. Παράλληλα, η κρίση ενίσχυσε τη διεθνή ζήτηση για USD και UST10Y, όχι λόγω παγκόσμιας έλλειψης ρευστότητας όπως στην Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική κρίση, αλλά επειδή οι επενδυτές αναζητούσαν

περιουσιακά στοιχεία με παγκόσμια χρηματοοικονομική λειτουργικότητα και θεσμική αξιοπιστία. Η προσδοκία ότι η FED θα διατηρήσει επεκτατική πολιτική, μέσω του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης QE, και θα συνεχίσει τις αγορές ομολόγων ενίσχυσε περαιτέρω την ελκυστικότητα των UST10Y, καθώς το QE μειώνει τα επιτόκια και αυξάνει τις τιμές των ομολόγων, δημιουργώντας κεφαλαιακά κέρδη για τους επενδυτές που αναζητούν ασφάλεια. Ο XAU λειτούργησε ως αντιστάθμισμα συστημικού κινδύνου, ενισχυμένος από την αβεβαιότητα γύρω από το ευρώ και την έλλειψη ενιαίας ευρωπαϊκής δημοσιονομικής αρχιτεκτονικής. Αντίθετα, το CHF και το JPY δεν λειτούργησαν ως αποτελεσματικά καταφύγια, καθώς η κρίση δεν συνοδεύτηκε από παγκόσμια απομόγχευση αλλά από περιφερειακή αναδιάρθρωση κινδύνου, με αποτέλεσμα η ζήτηση να επικεντρωθεί σε περιουσιακά στοιχεία που προσφέρουν διεθνή ρευστότητα και όχι απλώς ιστορική φήμη ασφαλείας. Συνολικά, η Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους ανέδειξε ότι η λειτουργία των ασφαλών καταφυγίων εξαρτάται από τη γεωγραφική εστίαση του σοκ, τις διαφορές νομισματικής πολιτικής και τη δομή των κεφαλαιακών ροών, με τον XAU και τα UST10Y να αποτελούν τα πιο αποτελεσματικά καταφύγια, το USD να λειτουργεί ως διεθνές μέσο ρευστότητας και τα DE10Y ως ασφαλές περιουσιακό στοιχείο εντός της Ευρωζώνης.

7. Κρίση Πανδημίας COVID 19

(Διάστημα παρατήρησης 01/01/2020-31/12/2021)

7.1 Ιστορικό και Θεσμικό πλαίσιο

Η πανδημία COVID 19 προκάλεσε ένα πρωτοφανές σοκ στην παγκόσμια οικονομία και στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η ταχύτητα εξάπλωσης του ιού SARS CoV 2, οι γενικευμένοι περιορισμοί στις μετακινήσεις και στη λειτουργία επιχειρήσεων (lockdowns), καθώς και η έντονη αβεβαιότητα για τη διάρκεια και την ένταση της υγειονομικής κρίσης, οδήγησαν σε απότομη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και εκτεταμένες αναταράξεις στις αγορές (Wikipedia, 2025, Ji, Zhang & Zhao, 2020). Η εμπειρία της πανδημίας ανέδειξε τόσο την ευπάθεια της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας σε εξωγενή υγειονομικά σοκ, όσο και την κρίσιμη σημασία της έγκαιρης και συντονισμένης πολιτικής αντίδρασης.

Σε αντίθεση με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία πηγάζει από ενδογενείς ανισορροπίες και ακραίο χρηματοπιστωτικό κίνδυνο, η κρίση του COVID 19 είχε σαφή εξωγενή αφετηρία, καθώς οφειλόταν σε ένα παγκόσμιο υγειονομικό γεγονός. Η επιβολή lockdowns και περιορισμών μετακινήσεων διέκοψε απότομα και ταυτόχρονα την προσφορά και τη ζήτηση, οδηγώντας σε αναστολή λειτουργίας των παραγωγικών μονάδων, πτώση της κατανάλωσης και έντονη δυσλειτουργία σε κρίσιμες αλυσίδες εφοδιασμού (Wikipedia, 2025). Η αρχική διαταραχή στην Ασία, και ιδίως στην Κίνα ως κεντρικό κόμβο της παγκόσμιας μεταποίησης, μεταδόθηκε γρήγορα στην Ευρώπη και την Αμερική, προκαλώντας ελλείψεις εισροών, καθυστερήσεις μεταφορών προϊόντων και πρώτων υλών και αυξήσεις κόστους, οι οποίες αποσταθεροποίησαν σημαντικούς κλάδους από την αυτοκινητοβιομηχανία έως και τα καταναλωτικά αγαθά. Παράλληλα, η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της πανδημίας και η δυσκολία ποσοτικοποίησης του υγειονομικού και οικονομικού κινδύνου επηρέασαν αρνητικά τη συμπεριφορά επενδυτών, ενισχύοντας το κύμα αποφυγής κινδύνου, τη ζήτηση για ρευστότητα και τη στροφή προς παραδοσιακά καταφύγια (Chemkha et al., 2021).

Η κρίση της πανδημίας COVID 19 ανέδειξε επίσης την ανάγκη για ευέλικτα εργαλεία πολιτικής και θεσμική ενοποίηση, καθώς η ταχύτητα και η παγκοσμιότητα του σοκ περιόρισαν δραστικά τα περιθώρια αντιστάθμισης κινδύνου. Η άμεση και συντονισμένη αντίδραση των κεντρικών τραπεζών και κυβερνήσεων αποτέλεσε ειδοποιό διαφορά σε σχέση με προηγούμενες κρίσεις, υπογραμμίζοντας ότι η αποτελεσματική διαχείριση εξωγενών υγειονομικών κρίσεων απαιτεί συνδυασμό νομισματικής και δημοσιονομικής δράσης, καθώς και διεθνή συνεργασία.

7.2 Αίτια της Κρίσης της Πανδημίας COVID 19

Η κρίση της πανδημίας COVID 19 διαφοροποιείται σημαντικά από τις προηγούμενες χρηματοοικονομικές κρίσεις, καθώς σε αντίθεση με την κρίση του 2008, η οποία προήλθε από ενδογενείς χρηματοπιστωτικές ανισορροπίες, και την κρίση χρέους της Ευρωζώνης, που συνδέθηκε με δημοσιονομικές ασυμμετρίες και θεσμικές αδυναμίες, η κρίση COVID 19 πυροδοτήθηκε από ένα γεγονός υγειονομικής φύσης με άμεσες και ταυτόχρονες επιπτώσεις σε όλον τον πλανήτη και στο σύνολο των οικονομιών (Wikipedia, 2025, Ji, Zhang & Zhao, 2020).

Η επιβολή περιορισμών μετακινήσεων και γενικευμένων lockdowns αποτέλεσε τον βασικό μηχανισμό μετάδοσης του σοκ στην οικονομία. Τα μέτρα δημόσιας υγείας ανέστειλαν την οικονομική δραστηριότητα, προκαλώντας ταυτόχρονη διακοπή της προσφοράς και της ζήτησης. Επίσης, οι παραγωγικές μονάδες ανέστειλαν τη λειτουργία τους, η κατανάλωση σε τομείς που βασίζονται σε φυσική παρουσία και άμεση αλληλεπίδραση, όπως ο τουρισμός, η εστίαση και το λιανεμπόριο, κατέρρευσε και οι αλυσίδες εφοδιασμού υπέστησαν σοβαρές δυσλειτουργίες (Wikipedia, 2025).

Η αβεβαιότητα για τη διάρκεια και την ένταση της πανδημίας αποτέλεσε εξίσου κρίσιμο παράγοντα εξάπλωσης της κρίσης, καθώς η δυσκολία ποσοτικοποίησης του υγειονομικού και οικονομικού κινδύνου ενίσχυσε το κύμα αποφυγής ρίσκου, οδηγώντας σε μαζική ζήτηση για ρευστότητα και αναδιάρθρωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων (Chemkha et al., 2021). Επιπλέον, η αδυναμία πρόβλεψης της εξέλιξης της πανδημίας, σε συνδυασμό με την εμφάνιση νέων μεταλλάξεων, τροφοδότησε επαναλαμβανόμενα κύματα αστάθειας και επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, εντείνοντας την αβεβαιότητα στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Σημαντικό αίτιο της έντασης της κρίσης αποτέλεσαν επίσης οι διαφοροποιήσεις στον τρόπο και στον χρόνο εφαρμογής των πολιτικών παρεμβάσεων, καθώς οδήγησαν σε ανομοιογενείς οικονομικές επιπτώσεις μεταξύ χωρών, με τις αναδυόμενες αγορές να επηρεάζονται εντονότερα λόγω περιορισμένου δημοσιονομικού χώρου και ασθενέστερης θεσμικής ικανότητας (Fernandes, 2020). Επιπλέον, η κρίση ανέδειξε την εξάρτηση της παγκόσμιας οικονομίας από κρίσιμους κόμβους εφοδιασμού και την ανάγκη θεσμικής προσαρμοστικότητας για την αποτελεσματική αντιμετώπιση εξωγενών υγειονομικών σοκ.

Τέλος, η κρίση COVID 19 διακρίθηκε από την καθολική της διάσταση, καθώς οι επιπτώσεις εκδηλώθηκαν σχεδόν ταυτόχρονα σε όλες τις μεγάλες οικονομίες, γεγονός που περιόρισε δραστικά τα περιθώρια αντιστάθμισης κινδύνου μέσω γεωγραφικής διαφοροποίησης. Η διπλή φύση του φαινομένου, υγειονομική και οικονομική κρίσης, κατέστησε τη δημόσια υγεία καθοριστικό παράγοντα του οικονομικού κύκλου, με τα μέτρα ανάσχεσης να λειτουργούν ταυτόχρονα ως περιορισμοί προσφοράς και ζήτησης (IMF, 2020).

7.3 Χαρακτηριστικά της Κρίσης της Πανδημίας COVID 19

Η κρίση COVID 19 παρουσίασε ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που την διαφοροποιούν από προηγούμενα επεισόδια οικονομικής αστάθειας. Βασικό στοιχείο που την καθιστά μοναδική είναι η καθολικότητα και η ταυτόχρονη εκδήλωση των επιπτώσεων, καθώς, μέσα σε ελάχιστο χρονικό διάστημα, σχεδόν όλες οι οικονομίες του πλανήτη επηρεάστηκαν από αυτήν, γεγονός που περιόρισε δραστικά τα περιθώρια αντιστάθμισης κινδύνου μέσω γεωγραφικής διαφοροποίησης και ανέδειξε την αλληλεξάρτηση των διεθνών αγορών (Wikipedia, 2025). Η παγκόσμια διάσταση του σοκ ανέδειξε την ευπάθεια των εφοδιαστικών αλυσίδων και την ανάγκη για μεγαλύτερη ανθεκτικότητα σε εξωγενείς κινδύνους.

Ένα δεύτερο χαρακτηριστικό αφορά τη διπλή φύση του σοκ, καθώς επηρέαζε τόσο τον υγειονομικό όσο και τον οικονομικό τομέα. Η δημόσια υγεία καθόρισε τον οικονομικό κύκλο, καθώς τα μέτρα ανάσχεσης λειτούργησαν ταυτόχρονα ως περιορισμοί της προσφοράς και της ζήτησης, ενώ η αναστολή των παραγωγικών μονάδων και η πτώση της κατανάλωσης συνδυάστηκαν με δυσλειτουργίες στις εφοδιαστικές αλυσίδες,

δημιουργώντας ένα περιβάλλον ακραίας αβεβαιότητας και αστάθειας (Wikipedia, 2025b; Ji, Zhang & Zhao, 2020).

Ένα ακόμα στοιχείο που χαρακτηρίζει την κρίση Covid 19 ήταν η έντονη μεταβλητότητα στις αγορές, καθώς οι χρηματιστηριακοί δείκτες κατέγραψαν απότομες πτώσεις, ενώ στις αγορές εμπορευμάτων σημειώθηκαν πρωτοφανείς διακυμάνσεις, με το πετρέλαιο να καταγράφει ακραίες τιμές και τον χρυσό να ενισχύεται ως αντισταθμιστικό μέσο. Παράλληλα, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας συμπίεστηκαν λόγω της αυξημένης ζήτησης για ασφάλεια, γεγονός που επιβεβαίωσε τον ρόλο τους ως παραδοσιακά καταφύγια σε περιόδους κρίσης (Ji, Zhang & Zhao, 2020; Chemkha et al., 2021).

Τέλος χαρακτηριστική ήταν και η κοινωνική διάσταση της κρίσης, καθώς η ανεργία αυξήθηκε, οι ανισότητες διευρύνθηκαν και οι μορφές εργασίας μετασχηματίστηκαν. Η τηλεργασία και η ψηφιοποίηση λειτουργιών επιταχύνθηκαν, ενώ η ανάγκη για νέες πολιτικές στήριξης έγινε εμφανής. Οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις υιοθέτησαν μέτρα μαζικής ποσοτικής χαλάρωσης, προγράμματα αγοράς τίτλων και μεγάλα δημοσιονομικά πακέτα για να σταθεροποιήσουν τα εισοδήματα, τη ρευστότητα και τις προσδοκίες για την πορεία των αγορών (ECB, 2020; Federal Reserve, 2020, IMF, 2020).

7.4 Επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία

Η πανδημία COVID 19 προκάλεσε βαθιά και ταυτόχρονη ύφεση σε όλες σχεδόν τις μεγάλες οικονομίες, καθώς η απότομη διακοπή της παραγωγικής δραστηριότητας και η πτώση της κατανάλωσης οδήγησαν σε συρρίκνωση του παγκόσμιου ΑΕΠ κατά περίπου -3,1% το 2020, σύμφωνα με εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF, 2020). Πρόκειται για τη μεγαλύτερη μείωση στη μεταπολεμική περίοδο, η οποία ήταν εντονότερη ακόμη και από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Ιδιαίτερα οι τομείς που βασίζονται σε φυσική παρουσία και άμεση αλληλεπίδραση, όπως ο τουρισμός, οι μεταφορές και η εστίαση, υπέστησαν σοβαρές απώλειες εισοδήματος, ενώ οι διαταραχές στις αλυσίδες εφοδιασμού δημιούργησαν ελλείψεις προϊόντων και αύξηση κόστους σε βασικές εισροές (Wikipedia, 2025).

Η κρίση ανέδειξε σημαντικά την αλληλεξάρτηση των οικονομιών, καθώς η αρχική διαταραχή στην Ασία μεταδόθηκε ταχύτατα στην Ευρώπη και την Αμερική, περιορίζοντας τις δυνατότητες γεωγραφικής διαφοροποίησης, ενώ οι αναδυόμενες αγορές επηρεάστηκαν εντονότερα λόγω περιορισμένου δημοσιονομικού χώρου και εξάρτησης από εξωτερικές ροές κεφαλαίων (Fernandes, 2020). Παράλληλα, η αβεβαιότητα για τη διάρκεια της πανδημίας και η εμφάνιση νέων μεταλλάξεων τροφοδότησαν επαναλαμβανόμενα κύματα αστάθειας, καθιστώντας δύσκολη την ανάκαμψη και εντείνοντας τις κοινωνικές ανισότητες.

Η ένταση των επιπτώσεων κατέστησε αναγκαία την άμεση και εκτεταμένη αντίδραση των κεντρικών τραπεζών, με αποτέλεσμα η FED να μειώσει τα επιτόκια σε μηδενικά επίπεδα και να ενεργοποιήσει προγράμματα αγοράς τίτλων μεγάλης κλίμακας, με στόχο την ενίσχυση της ρευστότητας και τη σταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών (Federal Reserve, 2020). Παράλληλα, εισήγαγε ειδικά εργαλεία στήριξης για επιχειρήσεις και νοικοκυριά, μεταφέροντας μέρος του κινδύνου από τον ιδιωτικό στον δημόσιο τομέα. Από πλευράς ΕΚΤ εγκαινιάστηκε το Έκτακτο Πρόγραμμα Αγοράς Στοιχείων Ενεργητικού λόγω Πανδημίας (PEPP), το οποίο παρείχε ευέλικτο πλαίσιο παρέμβασης στις αγορές κρατικού και εταιρικού χρέους και ήταν διαφοροποιημένο από προηγούμενες παρεμβάσεις της, λόγω της μεγαλύτερης ευελιξίας του στην κατανομή αγορών μεταξύ χωρών και τύπων τίτλων (ECB, 2020). Σε διεθνές επίπεδο, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ενεργοποίησε μηχανισμούς χρηματοδοτικής στήριξης για αναδυόμενες και ευάλωτες οικονομίες, αναγνωρίζοντας την παγκόσμια διάσταση του σοκ και την ανάγκη για συντονισμένη αντίδραση (IMF, 2020). Οι παρεμβάσεις αυτές συνοδεύτηκαν από μεγάλα δημοσιονομικά πακέτα στήριξης, τα οποία στόχευαν στη διατήρηση θέσεων εργασίας, στην ενίσχυση της κατανάλωσης και στη σταθεροποίηση των προσδοκιών (Fernandes, 2020).

Η εμπειρία της κρίσης COVID 19 ανέδειξε την κρισιμότητα της άμεσης και συντονισμένης αντίδρασης των κεντρικών τραπεζών και των κυβερνήσεων, καθώς η ταχύτητα και το εύρος των παρεμβάσεων διαφοροποίησαν την πανδημία από προηγούμενες κρίσεις, υπογραμμίζοντας ότι η αποτελεσματική διαχείριση εξωγενών υγειονομικών σοκ απαιτεί συνδυασμό νομισματικής και δημοσιονομικής δράσης, όπως και διεθνή συνεργασία. Η κρίση ανέδειξε επίσης την ανάγκη για θεσμική ετοιμότητα και ευελιξία, ώστε να αντιμετωπίζονται αποτελεσματικά πιθανές απρόβλεπτες εξωτερικές απειλές που

θα μπορούσαν να διαταράξουν ταυτόχρονα την προσφορά, τη ζήτηση και τις κοινωνικές δομές.

7.5 Εμπειρική Ανάλυση των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την περίοδο της Κρίσης της Πανδημίας COVID 19

Η κρίση της πανδημίας COVID 19 συνιστά ένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικό παράδειγμα για την εμπειρική αξιολόγηση της συμπεριφοράς των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων, καθώς η αιφνίδια και καθολική διακοπή της οικονομικής δραστηριότητας προκάλεσε πρωτοφανή αναταραχή στις διεθνείς αγορές. Οι τρεις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500 σημειώθηκαν στις 28 Φεβρουαρίου (-8,89%), στις 12 Μαρτίου (-9,99%) και στις 16 Μαρτίου 2020 (-12,77%). Η πτώση της 28ης Φεβρουαρίου σχετίζεται με την εξάπλωση του ιού στην Ευρώπη και την επιβολή lockdown στην Ιταλία, η πτώση της 12ης Μαρτίου με την επίσημη αναγνώριση της πανδημίας από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Υγείας και την απουσία συντονισμένης δημοσιονομικής αντίδρασης, ενώ η πτώση της 16ης Μαρτίου με την επιδείνωση των επιδημιολογικών δεδομένων στις Ηνωμένες Πολιτείες και την αβεβαιότητα γύρω από την αποτελεσματικότητα των μέτρων στήριξης της FED. Κατά τις ημέρες αυτές, ο δείκτης μεταβλητότητας VIX κατέγραψε εντυπωσιακή άνοδο, με ενδεικτική ημερήσια αύξηση 35,76% στις 16/3/2020, γεγονός που αποτυπώνει την ένταση της αποστροφής κινδύνου.

Συγκεντρωτική ανάλυση ανά περιουσιακό στοιχείο κατά την περίοδο της Κρίσης Covid 19						
	USD	CHF	JPY	XAU	UST10Y	DE10Y
Linear Regression	$y = -0,1374x + 0,0019$	$y = -0,0734x - 0,0012$	$y = 0,0214x + 0,0021$	$y = 0,1958x + 0,0046$	$y = -0,1461x + 0,004$	$y = 0,0853x - 0,0008$
R ²	0,2069	0,0493	0,0083	0,0597	0,1581	0,0516
Pearson Correlation	-0,4549	-0,2220	0,0912	0,2444	-0,3976	0,2272
Monthly Average Return	-0,03%	-0,24%	0,24%	0,78%	0,17%	0,05%
Monthly Volatility	1,70%	1,86%	1,32%	4,52%	2,07%	2,12%
Max Daily Drawdown	-13,15%	-11,16%	-8,76%	-19,29%	-11,60%	-12,78%
Monthly Sharpe Ratio	-1,83%	-12,77%	18,20%	17,24%	8,06%	2,58%

Δολάριο Αμερικής (USD)

Το USD παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, στοιχείο που υποδηλώνει ότι διατηρεί έναν βαθμό αντισταθμιστικής λειτουργίας. Επίσης, η παλινδρόμηση της κυλιόμενης συσχέτισης εμφανίζει αρνητική κλίση, με μέτριο συντελεστή προσδιορισμού R^2 , γεγονός που δείχνει ότι η αρνητικότητα της συσχέτισης ενισχύεται όσο εξελίσσεται η κρίση. Ωστόσο, η μέση μηνιαία απόδοση είναι οριακά αρνητική, ενώ η μεταβλητότητα παραμένει χαμηλή και το μέγιστο ημερήσιο drawdown διαμορφώνεται στο -13.15%. Ο δείκτης Sharpe είναι αρνητικός, γεγονός που υποδηλώνει ότι, παρά την αρνητική συσχέτιση, το USD δεν προσέφερε θετική απόδοση ανά μονάδα κινδύνου. Η συμπεριφορά αυτή αντανακλά τον ρόλο του δολαρίου ως νομίσματος ρευστότητας, το οποίο ενισχύεται κυρίως σε φάσεις πανικού, αλλά δεν προσφέρει σταθερά θετικές αποδόσεις σε περιβάλλον μαζικής νομισματικής επέκτασης. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του S&P 500, το USD κατέγραψε μικτές αποδόσεις, συγκεκριμένα -0.38% στις 28 Φεβρουαρίου 2020, -1.11% στις 9 Μαρτίου 2020 και +0.99% στις 12 Μαρτίου 2020. Οι δύο πρώτες ημέρες συνοδεύονται από αρνητικές αποδόσεις, γεγονός που δείχνει ότι το USD δεν προσέφερε άμεση προστασία έναντι της πτώσης των μετοχών. Αντίθετα, η ισχυρά θετική απόδοση της 12ης Μαρτίου αντανακλά την απότομη αύξηση της ζήτησης για δολάρια ως μέσο ρευστότητας, καθώς οι επενδυτές αναζητούσαν άμεση χρηματοδότηση και ασφαλή τοποθέτηση σε περιβάλλον έντονου πανικού. Η συμπεριφορά αυτή είναι χαρακτηριστική του δολαρίου σε περιόδους κρίσης, καθώς ενισχύεται απότομα σε φάσεις απομόχλευσης, αλλά δεν παρουσιάζει σταθερή προστατευτική λειτουργία σε όλη τη διάρκεια της αναταραχής. Με βάση τα παραπάνω στοιχεία η ταξινόμηση που θα μπορούσε να λάβει είναι ως hedge και όχι ως safe haven asset για την υπό εξέταση περίοδο.

Ελβετικό Φράγκο (CHF)

Το CHF εμφανίζει ασθενή αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, ενώ η παλινδρόμηση παρουσιάζει αρνητική κλίση και πολύ χαμηλό R^2 , γεγονός που υποδηλώνει ότι η συσχέτιση δεν ακολουθεί συνεπή χρονική τάση. Η μέση μηνιαία απόδοση είναι αρνητική, η μεταβλητότητα χαμηλή και το μέγιστο drawdown -11.16%. Ο δείκτης Sharpe είναι έντονα αρνητικός, υποδηλώνοντας ότι το CHF δεν λειτούργησε ως αποτελεσματικό

επενδυτικό καταφύγιο, ούτε ως hedge, καθώς ούτε η συσχέτιση ούτε οι αποδόσεις του προσέφεραν προστασία. Η εικόνα αυτή αντανακλά την υποχώρηση της ζήτησης για νομίσματα χαμηλού επιτοκίου σε περιβάλλον παγκόσμιας ρευστότητας και επιθετικών παρεμβάσεων των κεντρικών τραπεζών. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του S&P 500, το CHF κατέγραψε μικτές αλλά συνολικά μη προστατευτικές αποδόσεις, συγκεκριμένα -0.29% στις 28 Φεβρουαρίου 2020, -1.41% στις 9 Μαρτίου 2020 και +0.56% στις 12 Μαρτίου 2020. Οι δύο πρώτες ημέρες συνοδεύονται από αρνητικές αποδόσεις, γεγονός που υποδηλώνει ότι το CHF δεν προσέφερε άμεση προστασία έναντι της πτώσης των μετοχών, ενώ η θετική απόδοση της 12ης Μαρτίου αντανακλά μια προσωρινή αναζήτηση ασφάλειας, αλλά δεν αρκεί για να αντιστρέψει τη συνολική εικόνα.

Γεν Ιαπωνίας (JPY)

Το JPY παρουσιάζει ασθενώς θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, γεγονός που υποδηλώνει απουσία αντισταθμιστικής λειτουργίας. Η παλινδρόμηση έχει θετική κλίση και εξαιρετικά χαμηλό R^2 , στοιχείο που δείχνει ότι η συσχέτιση δεν ακολουθεί καμία συστηματική τάση. Παρά την απουσία αρνητικής συσχέτισης, η μέση μηνιαία απόδοση είναι θετική, η μεταβλητότητα χαμηλή και το drawdown περιορισμένο. Ο δείκτης Sharpe είναι υψηλός, γεγονός που δείχνει ότι το JPY λειτούργησε ως weak safe haven, όχι λόγω αντισυσχέτισης, αλλά λόγω σταθερότητας και θετικής αποδοτικότητας. Η συμπεριφορά αυτή αντανακλά τον ρόλο του JPY ως περιουσιακό στοιχείο σταθερότητας αξίας σε περιβάλλον υπερβάλλουσας ρευστότητας, όπου η αναζήτηση ασφαλών νομισμάτων υποχωρεί έναντι της αναζήτησης χαμηλού κινδύνου. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του S&P 500, το JPY κατέγραψε μικτές αλλά συνολικά ανθεκτικές αποδόσεις, συγκεκριμένα -1.56% στις 28 Φεβρουαρίου 2020, -2.92% στις 9 Μαρτίου 2020 και +0.10% στις 12 Μαρτίου 2020. Οι δύο πρώτες ημέρες συνοδεύονται από αρνητικές αποδόσεις, γεγονός που δείχνει ότι το JPY δεν προσέφερε άμεση προστασία έναντι της πτώσης των μετοχών. Ωστόσο, οι απώλειες είναι περιορισμένες σε σχέση με την ένταση της πτώσης του δείκτη, ενώ η θετική απόδοση της 12ης Μαρτίου αντανακλά την αναζήτηση νομισμάτων χαμηλού κινδύνου σε συνθήκες ακραίας αβεβαιότητας.

Χρυσός (ΧΑΥ)

Ο ΧΑΥ παρουσιάζει θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, γεγονός που υποδηλώνει ότι δεν λειτούργησε ως αντισυσχετισμένο καταφύγιο. Η παλινδρόμηση έχει θετική κλίση και χαμηλό R^2 , στοιχείο που δείχνει ασθενή χρονική τάση. Ωστόσο, η μέση μηνιαία απόδοση είναι θετική, η μεταβλητότητα αυξημένη και το drawdown -19.29% . Ο δείκτης Sharpe είναι θετικός, γεγονός που δείχνει ότι ο ΧΑΥ προσέφερε θετική απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, ακόμη και σε περιβάλλον ακραίας αβεβαιότητας και έντονης νομισματικής επέκτασης. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, ο ΧΑΥ κατέγραψε μικτές αποδόσεις, συγκεκριμένα -3.67% στις 28 Φεβρουαρίου 2020, $+0.40\%$ στις 9 Μαρτίου 2020 και -3.67% στις 12 Μαρτίου 2020. Οι δύο από τις τρεις ημέρες συνοδεύονται από σημαντικά αρνητικές αποδόσεις, γεγονός που δείχνει ότι ο χρυσός δεν προσέφερε άμεση προστασία έναντι της πτώσης των μετοχών στις στιγμές της μέγιστης αναταραχής. Η θετική απόδοση της 9ης Μαρτίου αντανακλά την προσωρινή αναζήτηση ασφαλών τοποθετήσεων, αλλά δεν αρκεί για να αντιστρέψει τη συνολική εικόνα. Η συμπεριφορά αυτή είναι χαρακτηριστική του ΧΑΥ σε περιόδους κρίσης, καθώς μπορεί να εμφανίσει βραχυπρόθεσμη αστάθεια λόγω ρευστοποιήσεων για κάλυψη ζημιών, αλλά διατηρεί θετική μεσοπρόθεσμη απόδοση και λειτουργεί ως μέσο απορρόφησης συστημικού κινδύνου. Βάσει όλων των παραπάνω στοιχείων ο ΧΑΥ δεν πληροί τα κριτήρια ταξινόμησης σε καμία κατηγορία βάσει του πλαισίου της παρούσας εργασίας.

Δεκαετές Ομόλογο Αμερικής (UST10Y)

Το UST10Y εμφανίζει αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, αρνητική κλίση παλινδρόμησης και μέτριο R^2 , υποδηλώνοντας σταθερή αντισυσχέτιση με τάση ενίσχυσης της. Η μέση μηνιαία απόδοση είναι θετική, η μεταβλητότητα χαμηλή και το drawdown περιορισμένο. Ο δείκτης Sharpe είναι θετικός, γεγονός που δείχνει ότι το UST10Y λειτούργησε ως ασφαλές περιουσιακό στοιχείο, συνδυάζοντας σταθερά αρνητική και εντεινόμενη συσχέτιση και θετική αποζημίωση κινδύνου. Η συμπεριφορά αυτή επιβεβαιώνει τον ρόλο των κρατικών ομολόγων ως βασικού μηχανισμού σταθεροποίησης σε περιόδους κρίσης. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το UST10Y κατέγραψε συνολικά ανθεκτικές αποδόσεις, συγκεκριμένα $+1.11\%$

στις 28 Φεβρουαρίου 2020, +2.20% στις 9 Μαρτίου 2020 και +0.65% στις 12 Μαρτίου 2020. Και στις τρεις περιπτώσεις, οι αποδόσεις είναι θετικές, παρά την έντονη πτώση του δείκτη, γεγονός που υποδηλώνει ότι το UST10Y λειτουργεί ως αποτελεσματικό καταφύγιο σε στιγμές μέγιστης αναταραχής. Η συμπεριφορά αυτή είναι συνεπής με τον ιστορικό ρόλο των αμερικανικών κρατικών ομολόγων ως τίτλων υψηλής ασφάλειας, οι οποίοι ενισχύονται όταν οι επενδυτές αναζητούν προστασία από τον συστημικό κίνδυνο. Βάσει όλων των παραπάνω στοιχείων το UST10Y κατατάσσεται στην κατηγορία των strong safe havens κατά την κρίση της πανδημίας Covid-19.

Δεκαετές Ομόλογο Γερμανίας (DE10Y)

Το DE10Y παρουσιάζει θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, θετική κλίση παλινδρόμησης και χαμηλό R^2 , γεγονός που δείχνει ότι η συσχέτιση δεν ακολουθεί συνεπή χρονική τάση. Η μέση μηνιαία απόδοση είναι θετική, η μεταβλητότητα χαμηλή και το drawdown -12.78%. Ο δείκτης Sharpe είναι θετικός, υποδηλώνοντας ότι τα γερμανικά κρατικά ομόλογα προσέφεραν θετική απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, παρά τη θετική συσχέτιση με τις μετοχές. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500, το DE10Y κατέγραψε μικτές αποδόσεις, συγκεκριμένα +0.87% στις 28 Φεβρουαρίου 2020, +2.93% στις 9 Μαρτίου 2020 και -0.77% στις 12 Μαρτίου 2020. Οι δύο πρώτες ημέρες συνοδεύονται από θετικές αποδόσεις, γεγονός που δείχνει ότι τα γερμανικά ομόλογα ενισχύθηκαν σε συνθήκες έντονης αναταραχής, ενώ η αρνητική απόδοση της 12ης Μαρτίου είναι περιορισμένη σε σχέση με την πτώση του δείκτη. Η συμπεριφορά αυτή υποδηλώνει ότι το DE10Y λειτούργησε ως ασφαλές καταφύγιο εντός της Ευρωζώνης, καθώς οι επενδυτές αναζητούσαν τίτλους υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης, χωρίς όμως να προσφέρει προστασία έναντι των αμερικανικών μετοχών. Συνολικά, το DE10Y δεν πληροί τα κριτήρια ταξινόμησης σε καμία κατηγορία του πλαισίου αυτής της εργασίας, καθώς η συσχέτιση είναι θετική και οι αποδόσεις δεν είναι σταθερά προστατευτικές στις κρίσιμες ημέρες. Ωστόσο, η θετική απόδοση, η χαμηλή μεταβλητότητα και ο θετικός δείκτης Sharpe επιβεβαιώνουν ότι τα γερμανικά κρατικά ομόλογα λειτούργησαν ως ενδοευρωπαϊκό ασφαλές περιουσιακό στοιχείο, αντανακλώντας τη μετατόπιση κεφαλαίων προς τον πυρήνα της Ευρωζώνης σε περιβάλλον ακραίας αβεβαιότητας.

Η συνολική εικόνα που προκύπτει από την περίοδο της κρίσης Covid 19 είναι ότι τα παραδοσιακά ασφαλή καταφύγια δεν λειτούργησαν με τον κλασικό τρόπο που παρατηρείται σε περιόδους συστημικού χρηματοπιστωτικού κινδύνου. Η παγκόσμια νομισματική επέκταση, η ταυτόχρονη άνοδος πολλών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων και η πρωτοφανής ρευστότητα που διοχετεύθηκε στις αγορές μείωσαν τη σημασία της αρνητικής συσχέτισης ως μηχανισμού προστασίας. Έτσι, η αποτελεσματικότητα των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων προέκυψε περισσότερο από την αποδοτικότητα και τη σταθερότητα παρά από την αρνητική συσχέτιση με τις μετοχικές αγορές. Το USD διατήρησε έναν βαθμό αντισταθμιστικής λειτουργίας, αλλά η μικτή συμπεριφορά του στις κρίσιμες ημέρες και ο αρνητικός δείκτης Sharpe το κατατάσσουν στην κατηγορία του hedge και όχι του safe haven. Το UST10Y αποτέλεσε το μοναδικό περιουσιακό στοιχείο που λειτούργησε ως strong safe haven, καθώς παρουσίασε σταθερά θετικές αποδόσεις στις ημέρες μέγιστης αναταραχής και θετικό risk-adjusted performance. Το CHF δεν λειτούργησε ως ασφαλές καταφύγιο, καθώς ούτε η συσχέτιση του με τον δείκτη S&P 500, ούτε οι αποδόσεις του προσέφεραν προστασία. Το JPY, παρά τη θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, εμφάνισε χαμηλή μεταβλητότητα, θετικές αποδόσεις και υψηλό δείκτη Sharpe, με αποτέλεσμα να λειτουργήσει ως weak safe haven λόγω σταθερότητας και αποδοτικότητας και όχι λόγω αντισυσχέτισης. Ο XAU, παρά την απουσία αρνητικής συσχέτισης και τις σημαντικές αρνητικές αποδόσεις στις κρίσιμες ημέρες, διατήρησε θετική μεσοπρόθεσμη απόδοση και θετικό Sharpe, ενώ το DE10Y λειτούργησε ως ενδοευρωπαϊκό ασφαλές περιουσιακό στοιχείο, χωρίς όμως να προσφέρει προστασία έναντι των αμερικανικών μετοχών.

Η συμπεριφορά των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την κρίση της πανδημίας COVID-19 διαμορφώθηκε από την ταυτόχρονη ενεργοποίηση των μηχανισμών flight-to-quality, liquidity effects και επιθετικής νομισματικής χαλάρωσης (QE), οι οποίοι διαφοροποίησαν ουσιαστικά τη λειτουργία των safe havens σε σχέση με προηγούμενες κρίσεις. Η απότομη απομόχλευση που προκάλεσε η πανδημία οδήγησε σε έντονα liquidity effects, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να ρευστοποιούν ακόμη και παραδοσιακά ασφαλή περιουσιακά στοιχεία, γεγονός που εξηγεί τις αρνητικές αποδόσεις του USD, του CHF και του XAU στις κρίσιμες ημέρες. Η ισχυρή ενίσχυση του δολαρίου στις 12 Μαρτίου αντανάκλα την κορύφωση της ζήτησης για παγκόσμια ρευστότητα, καθώς το USD λειτουργεί ως διεθνές μέσο πληρωμών σε περιόδους πανικού, χωρίς όμως να

προσφέρει σταθερή προστασία σε όλη τη διάρκεια της κρίσης. Η επιθετική νομισματική χαλάρωση από τη FED, μέσω μαζικών προγραμμάτων QE, ενίσχυσε τον μηχανισμό flight-to-quality προς τα UST10Y, τα οποία κατέγραψαν σταθερά θετικές αποδόσεις στις ημέρες μέγιστης αναταραχής, επιβεβαιώνοντας τον ρόλο τους ως strong safe haven. Αντίθετα, τα DE10Y λειτούργησαν ως ενδοευρωπαϊκό ασφαλές περιουσιακό στοιχείο, αντανακλώντας τη μετατόπιση κεφαλαίων προς τον πυρήνα της Ευρωζώνης, χωρίς όμως να προσφέρουν προστασία έναντι των αμερικανικών μετοχών. Ο χρυσός εμφάνισε βραχυπρόθεσμη αστάθεια λόγω ρευστοποιήσεων, αλλά διατήρησε θετική μεσοπρόθεσμη απόδοση, λειτουργώντας ως μέσο απορρόφησης συστημικού κινδύνου σε περιβάλλον υπερβάλλουσας ρευστότητας. Το JPY λειτούργησε ως weak safe haven, όχι λόγω αντισυσχέτισης, αλλά λόγω σταθερότητας και θετικής αποδοτικότητας σε περιβάλλον μηδενικών επιτοκίων και αυξημένης ζήτησης για χαμηλού κινδύνου νομίσματα. Συνολικά, η κρίση COVID-19 ανέδειξε ότι σε περιβάλλον παγκόσμιας ρευστότητας και συντονισμένων νομισματικών παρεμβάσεων, η αποτελεσματικότητα των ασφαλών καταφυγίων προκύπτει περισσότερο από τη σταθερότητα και την αποδοτικότητα παρά από την παραδοσιακή αρνητική συσχέτιση με τις μετοχές.

8. Πληθωριστική και Ενεργειακή κρίση

(Διάστημα παρατήρησης 01/01/2022-31/12/2023)

8.1 Ιστορικό και Θεσμικό πλαίσιο

Η πληθωριστική και ενεργειακή κρίση αποτέλεσε μία από τις σημαντικότερες προκλήσεις της μεταπανδημικής περιόδου, καθώς η απότομη άνοδος του γενικού επιπέδου τιμών οδήγησε σε ιστορικά υψηλά ποσοστά πληθωρισμού στις ανεπτυγμένες οικονομίες, με τις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ευρωζώνη να καταγράφουν το 2022 δείκτες άνω του 8% (OECD, 2023). Η εξέλιξη αυτή δημιούργησε έντονη αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, αυξάνοντας την μεταβλητότητα σε μετοχές, ομόλογα, συναλλαγματικές ισοτιμίες και εμπορεύματα, ενώ παράλληλα ενίσχυσε τις κοινωνικές πιέσεις, λόγω της αύξησης του κόστους διαβίωσης (IMF, 2023).

Η θεσμική αντίδραση υπήρξε άμεση και επιθετική, καθώς τόσο η FED, όσο και η ΕΚΤ εγκατέλειψαν την πολιτική μηδενικών και αρνητικών επιτοκίων και προχώρησαν σε διαδοχικές αυξήσεις. Η Τράπεζα της Αγγλίας (BOE) ακολούθησε επίσης επιθετική πολιτική αυξήσεων, ανταποκρινόμενη στον διψήφιο πληθωρισμό και στην κρίση κόστους ζωής στο Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ άλλες κεντρικές τράπεζες, όπως η Ελβετική Εθνική Τράπεζα και η Τράπεζα της Ιαπωνίας, υιοθέτησαν διαφοροποιημένες στρατηγικές, αντανακλώντας τις ιδιαιτερότητες των οικονομιών τους.

Η περίοδος αυτή ανέδειξε το δύσκολο δίλημμα μεταξύ σταθερότητας τιμών και οικονομικής ανάπτυξης, καθώς η ανάγκη συγκράτησης του πληθωρισμού, μέσω αυξήσεων επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες, ενίσχυσε τον κίνδυνο ύφεσης και αύξησε το κόστος δανεισμού για επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Παράλληλα, η κρίση είχε έντονες κοινωνικές επιπτώσεις, καθώς η μείωση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών οδήγησε σε αύξηση του κόστους διαβίωσης και των ανισοτήτων. Η εμπειρία της πληθωριστικής και ενεργειακής κρίσης επιβεβαίωσε ότι η νομισματική πολιτική σε συνθήκες πληθωριστικού σοκ απαιτεί ευελιξία, συντονισμό και ισορροπία μεταξύ αντικρουόμενων στόχων, ενώ

ανέδειξε τη σημασία της ενεργειακής ασφάλειας και της ανθεκτικότητας των εφοδιαστικών αλυσίδων ως κρίσιμους παράγοντες μακροοικονομικής σταθερότητας.

8.2 Αίτια της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης

Η πληθωριστική και ενεργειακή κρίση δεν μπορεί να ερμηνευθεί ως μεμονωμένο επεισόδιο, αλλά ως ένα σύνθετο φαινόμενο που προέκυψε από τη σύμπτωση και την αλληλεπίδραση υγειονομικών, γεωπολιτικών και μακροοικονομικών παραγόντων. Η συνδυασμένη δράση τους δημιούργησε ένα περιβάλλον επίμονης αστάθειας, το οποίο επηρέασε τόσο τη λειτουργία των αγορών όσο και τις επιλογές οικονομικής πολιτικής σε διεθνές επίπεδο (IMF, 2023, ECB, 2022).

Ένας πρώτος καθοριστικός παράγοντας εμφάνισης της πληθωριστικής και ενεργειακής κρίσης ήταν οι διαταραχές στις εφοδιαστικές αλυσίδες, οι οποίες είχαν ήδη εκδηλωθεί κατά την πανδημία COVID 19, καθώς οι περιορισμοί στη μετακίνηση αγαθών και εργατικού δυναμικού προκάλεσαν ελλείψεις σε βασικά προϊόντα και αύξησαν το κόστος παραγωγής, ενώ η ταχεία ανάκαμψη της ζήτησης, μετά την άρση των περιοριστικών μέτρων, βρήκε την προσφορά περιορισμένη, γεγονός που ενίσχυσε τις πληθωριστικές πιέσεις και οδήγησε σε γενικευμένη άνοδο τιμών (OECD, 2023).

Η ενεργειακή διάσταση υπήρξε εξίσου καθοριστική, καθώς η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία επιδείνωσε την ενεργειακή ανασφάλεια και οδήγησε σε εκτίναξη των διεθνών τιμών ενέργειας. Η μέση τιμή του πετρελαίου Brent διαμορφώθηκε περίπου στα 100 δολάρια/βαρέλι, εμφανίζοντας αύξηση κατά 28% σε σχέση με το 2021, ενώ οι τιμές φυσικού αερίου στην Ευρωπαϊκή Ένωση αυξήθηκαν κατά περίπου 46% σε ετήσια βάση (Eurostat, 2023, EIA, 2023). Το γεγονός, επίσης, ότι πολλά κράτη είναι εξαρτημένα από εισαγόμενη ενέργεια ανέδειξε το πόσο εύάλωτες είναι οι εθνικές οικονομίες σε γεωπολιτικά σοκ, καθιστώντας τον πληθωρισμό πιο επίμονο και δυσχεραίνοντας την αποτελεσματικότητα των παραδοσιακών εργαλείων νομισματικής πολιτικής (ECB, 2022).

Παράλληλα, η επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική που εφαρμόστηκε κατά την πανδημία δημιούργησε υπερβάλλουσα ρευστότητα, καθώς τα μέτρα στήριξης της οικονομικής δραστηριότητας, αν και ήταν αναγκαία για την αποφυγή βαθιάς ύφεσης, ενίσχυσαν τη ζήτηση σε μια περίοδο περιορισμένης προσφοράς, ενώ η αυξημένη

κατανάλωση, σε συνδυασμό με την περιορισμένη παραγωγική δυναμικότητα, οδήγησαν σε περαιτέρω άνοδο τιμών και σε ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων (Federal Reserve, 2022).

Εξίσου σημαντικός παράγοντας επέκτασης της κρίσης ήταν και το κόστος της αύξησης των τιμών των πρώτων υλών και των μεταφορών, το οποίο μετακυλίστηκε στους καταναλωτές, προκαλώντας γενικευμένη άνοδο του κόστους ζωής και εντείνοντας τις κοινωνικές πιέσεις. Οι πιέσεις αυτές ήταν ακόμα πιο έντονες στις χαμηλότερες εισοδηματικές τάξεις, οι οποίες δαπανούν μεγαλύτερο ποσοστό του εισοδήματός τους σε βασικά αγαθά, γεγονός που ενίσχυσε τις ανισότητες και τις κοινωνικές εντάσεις (IMF, 2023).

Τέλος, η γεωπολιτική αβεβαιότητα και η αστάθεια στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου ενίσχυσαν τη μεταβλητότητα, με αποτέλεσμα την ταυτόχρονη πτώση των μετοχών, την άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων και την αυξημένη αβεβαιότητα στις επενδυτικές αποφάσεις.

8.3 Χαρακτηριστικά της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης

Η πληθωριστική και ενεργειακή κρίση διακρίνεται από ορισμένα χαρακτηριστικά που την καθιστούν ιδιαίτερα σημαντική για την οικονομική ανάλυση. Ένα βασικό χαρακτηριστικό είναι η παγκόσμια διάσταση της, καθώς επηρέασε σχεδόν όλες τις μεγάλες οικονομίες ταυτόχρονα. Η διεθνής αυτή εμβέλεια της συνδέεται με την αλληλεξάρτηση των εφοδιαστικών αλυσίδων και την εξάρτηση πολλών χωρών από εισαγόμενη ενέργεια, γεγονός που ενίσχυσε την ταχύτητα διάχυσης των πληθωριστικών πιέσεων (OECD, 2023).

Δεύτερο χαρακτηριστικό της είναι η επίμονη και διαρκής άνοδος των τιμών, η οποία, σε αντίθεση με παροδικά πληθωριστικά επεισόδια του παρελθόντος, είχε έντονη διάρκεια και βάθος, καθώς το 2022 ο πληθωρισμός στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην Ευρωζώνη ξεπέρασε το 8%, ενώ σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες καταγράφηκαν διψήφια ποσοστά (IMF, 2023). Η επιμονή αυτού του φαινομένου οφείλεται σε διαρθρωτικούς παράγοντες, όπως η ενεργειακή εξάρτηση μεταξύ των χωρών, οι δυσλειτουργίες στις εφοδιαστικές αλυσίδες και η υπερβάλλουσα ρευστότητα που δημιουργήθηκε κατά την πανδημία (ECB, 2022).

Ένα ακόμα χαρακτηριστικό της κρίσης είναι το γεγονός ότι συνοδεύτηκε από έντονη μεταβλητότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς οι επενδυτές αντέδρασαν με αυξημένη αποστροφή κινδύνου, γεγονός που αποτυπώθηκε σε πτώση των μετοχικών δεικτών, άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων και αστάθεια στις αγορές συναλλάγματος και εμπορευμάτων. Ο δείκτης μεταβλητότητας VIX κατέγραψε επαναλαμβανόμενες αυξήσεις, με χαρακτηριστικά επεισόδια την 7η Μαρτίου 2022, όπου ανήλθε στις 36,45 μονάδες, και την 22α Απριλίου 2022, όπου σημείωσε ημερήσια ποσοστιαία άνοδο 21,82%. Τα γεγονότα αυτά αντανακλούν την κορύφωση της αβεβαιότητας που προκάλεσαν η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και οι πληθωριστικές πιέσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες (Cboe, 2022, Investing.com, 2022, BIS, 2022).

Επίσης, η κρίση είχε σημαντικές κοινωνικές επιπτώσεις, καθώς η μείωση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών οδήγησε σε αύξηση ανισοτήτων και κοινωνικές εντάσεις, δεδομένου ότι η πίεση ήταν ιδιαίτερα έντονη στις χαμηλότερες εισοδηματικές τάξεις, οι οποίες δαπανούν μεγαλύτερο ποσοστό του εισοδήματός τους σε βασικά αγαθά, όπως τρόφιμα και ενέργεια (OECD, 2023).

Τέλος, η κρίση ανέδειξε την επιθετική αντίδραση των κεντρικών τραπεζών, καθώς η FED, η ΕΚΤ και η Τράπεζα της Αγγλίας προχώρησαν σε διαδοχικές αυξήσεις επιτοκίων, εγκαταλείποντας την πολιτική χαμηλών ή αρνητικών επιτοκίων που είχε υιοθετηθεί την προηγούμενη δεκαετία. Η στρατηγική αυτή, αν και ήταν αναγκαία για την αποκατάσταση της σταθερότητας τιμών, ενίσχυσε τον κίνδυνο ύφεσης και αύξησε το κόστος δανεισμού, δημιουργώντας ένα δύσκολο δίλημμα μεταξύ σταθερότητας και ανάπτυξης (Federal Reserve, 2022· ECB, 2022).

8.4 Επιπτώσεις της κρίσης στην παγκόσμια οικονομία

Η πληθωριστική και ενεργειακή κρίση επέφερε εκτεταμένες συνέπειες στην παγκόσμια οικονομία, οι οποίες εκδηλώθηκαν τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε κοινωνικό επίπεδο. Σε όρους εισοδηματικής κατανομής, η κρίση οδήγησε σε διάβρωση των πραγματικών εισοδημάτων και σε σημαντική υποβάθμιση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών, ενώ οι επιπτώσεις ήταν ιδιαίτερα έντονες στα χαμηλότερα εισοδηματικά στρώματα, καθώς η αύξηση των δαπανών τους για βασικά αγαθά, όπως τα τρόφιμα και η

ενέργεια, οδήγησε σε δυσανάλογη επιβάρυνση της πραγματικής τους ευημερίας (OECD, 2023).

Σε επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας, η κρίση προκάλεσε επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, της οποίας ο ρυθμός ανάπτυξης, σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, μειώθηκε από 3,2% το 2022 σε 3,0% το 2023, επίπεδα χαμηλότερα από τον ιστορικό μέσο όρο της περιόδου 2000-2019 (3,8%) (IMF, 2023). Η επιβράδυνση αυτή συνδέεται με την πτώση της κατανάλωσης, την αύξηση του κόστους δανεισμού και την αναστολή επενδυτικών πρωτοβουλιών. Ιδίως οι αναδυόμενες οικονομίες επηρεάστηκαν δυσανάλογα από την κρίση, καθώς η εξάρτησή τους από εισαγόμενη ενέργεια και τρόφιμα ενίσχυσε τις πληθωριστικές πιέσεις και περιόρισε τα περιθώρια άσκησης πολιτικής.

Η κρίση είχε επίσης διαρθρωτικές επιπτώσεις στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου και εμπορευμάτων, οι οποίες εκδηλώθηκαν με έντονη αστάθεια στις τιμές της ενέργειας και των τροφίμων, όπως και με διεύρυνση των περιθωρίων (spreads) των κρατικών ομολόγων στην Ευρωζώνη, καθώς η αυξημένη μεταβλητότητα ενίσχυσε την αποστροφή κινδύνου των επενδυτών, οδηγώντας σε ανακατανομή χαρτοφυλακίων προς ασφαλή καταφύγια, όπως τα ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης και ο χρυσός (BIS, 2022). Παράλληλα, η εξάρτηση πολλών οικονομιών από περιορισμένο αριθμό προμηθευτών ενέργειας και πρώτων υλών ανέδειξε την ανάγκη για διαφοροποίηση των εφοδιαστικών αλυσίδων και για ενίσχυση της ενεργειακής αυτάρκειας, ως προϋποθέσεις μακροπρόθεσμης ανθεκτικότητας και περιορισμού του συστημικού κινδύνου (ECB, 2022).

Οι αντιδράσεις των κεντρικών τραπεζών υπήρξαν καθοριστικές με την FED να προχωρά σε μία από τις πιο επιθετικές στρατηγικές αύξησης επιτοκίων των τελευταίων δεκαετιών, ανεβάζοντας το βασικό επιτόκιο από σχεδόν μηδενικά επίπεδα το 2021 σε άνω του 5% το 2023. Παράλληλα, εφάρμοσε πολιτική ποσοτικής σύσφιξης (quantitative tightening), η οποία αποτελεί μορφή περιοριστικής νομισματικής πολιτικής και συνίσταται στη συστηματική μείωση του ισολογισμού μιας κεντρικής τράπεζας, μέσω της μη επανεπένδυσης ληξιπρόθεσμων τίτλων ή της ενεργητικής πώλησης ομολόγων. Στόχος της ήταν η απορρόφηση υπερβάλλουσας ρευστότητας από το χρηματοπιστωτικό σύστημα και η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας της περιοριστικής πολιτικής επιτοκίων (Federal Reserve, 2022, Investopedia, 2025).

Η ΕΚΤ, μετά από μακρά περίοδο αρνητικών επιτοκίων, προχώρησε σε διαδοχικές αυξήσεις, επαναφέροντας το επιτόκιο καταθέσεων σε θετικό έδαφος για πρώτη φορά μετά από έντεκα χρόνια, φτάνοντας το στο 2,00% τον Δεκέμβριο 2022 (ECB, 2022). Παράλληλα, εισήγαγε τον Μηχανισμό Προστασίας Μετάδοσης (Transmission Protection Instrument, TPI), ένα εργαλείο που ενεργοποιείται όταν οι αποδόσεις κρατικών τίτλων συγκεκριμένων χωρών της Ευρωζώνης αυξάνονται με τρόπο που δεν δικαιολογείται από τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα. Μέσω στοχευμένων αγορών των τίτλων αυτών, το TPI αποσκοπεί στη διασφάλιση της ομοιόμορφης μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής σε όλα τα κράτη μέλη και στην αποτροπή του κατακερματισμού των χρηματοπιστωτικών αγορών και της άνισης κατανομής του κόστους δανεισμού μεταξύ χωρών της Ευρωζώνης (ECB, 2022, Bundesbank, 2022).

Η Τράπεζα της Αγγλίας ακολούθησε επίσης επιθετική πολιτική αυξήσεων, επιχειρώντας να περιορίσει τον πληθωρισμό που είχε φθάσει σε διψήφια ποσοστά και είχε επιβαρύνει σημαντικά τα βρετανικά νοικοκυριά. Οι ενέργειες αυτές είχαν ως στόχο την αποκατάσταση της σταθερότητας τιμών και την επαναφορά των πληθωριστικών προσδοκιών σε βιώσιμα επίπεδα. Ωστόσο, η επιθετική αύξηση επιτοκίων ενίσχυσε τον κίνδυνο ύφεσης, αύξησε το κόστος δανεισμού για επιχειρήσεις και νοικοκυριά και προκάλεσε αναταράξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η εμπειρία της αυτής περιόδου ανέδειξε το δύσκολο δίλημμα που αντιμετωπίζουν οι κεντρικές τράπεζες αναφορικά με την ανάγκη να ισορροπήσουν ανάμεσα στη σταθερότητα τιμών και στη διατήρηση της οικονομικής ανάπτυξης (IMF, 2023, OECD, 2023).

8.5 Εμπειρική Ανάλυση των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την περίοδο της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης

Η πληθωριστική και ενεργειακή κρίση συνιστά ένα ιδιαίτερο επεισόδιο αστάθειας, το οποίο συνδύασε την επίμονη άνοδο του πληθωρισμού με την αβεβαιότητα γύρω από την ενεργειακή επάρκεια και την επιθετική αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής. Οι τρεις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500 κατά την κρίση σημειώθηκαν στις 18 Μαΐου 2022 (-4,12%) λόγω της επιμονής του πληθωρισμού στις Ηνωμένες Πολιτείες, ο οποίος διατηρήθηκε σε επίπεδα άνω του 8% (Bureau of Labor Statistics, 2022),

ενισχύοντας τις προσδοκίες για περαιτέρω αυξήσεις επιτοκίων από τη Federal Reserve, στις 13 Ιουνίου 2022 (-3,95%) λόγω της κλιμάκωση της ενεργειακής αβεβαιότητας στην Ευρώπη, καθώς οι περιορισμένες ροές φυσικού αερίου μέσω του αγωγού Nord Stream αύξησαν τον κίνδυνο ενεργειακής ανεπάρκειας (IEA, 2022) και στις 13 Σεπτεμβρίου 2022 (-4,42%) λόγω της ανακοίνωσης στοιχείων για τον πληθωρισμό στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου ο δείκτης CPI κατέγραψε ετήσια αύξηση 8,2% και μηνιαία μεταβολή +0,4% (Bureau of Labor Statistics, 2022), υπερβαίνοντας τις προσδοκίες της αγοράς και οδηγώντας τη Federal Reserve σε νέα επιθετική αύξηση επιτοκίων κατά 75 μονάδες βάσης (Federal Reserve, 2022). Κατά τις ημέρες αυτές, ο δείκτης μεταβλητότητας VIX ενισχύθηκε σημαντικά (+17,08% στις 18/5, +20,37% στις 13/6, +13,32% στις 13/9), αποτυπώνοντας την ένταση της αποστροφής κινδύνου (CBOE, 2022).

Συγκεντρωτική ανάλυση ανά περιουσιακό στοιχείο κατά την περίοδο της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης						
	USD	CHF	JPY	XAU	UST10Y	DE10Y
Linear Regression	$\gamma = -0,2667x + 0,0024$	$\gamma = -0,249x - 0,0034$	$\gamma = -0,2784x + 0,0085$	$\gamma = 0,2228x + 0,005$	$\gamma = 0,4402x - 0,0096$	$\gamma = 0,6647x - 0,0103$
R ²	0,415	0,2958	0,1906	0,1028	0,4941	0,6206
Pearson Correlation	-0,6442	-0,5439	-0,4366	0,3207	0,7029	0,7878
Monthly Average Return	0,24%	-0,34%	0,85%	0,50%	-0,96%	-1,03%
Monthly Volatility	2,38%	2,63%	3,66%	3,99%	3,60%	4,84%
Max Daily Drawdown	-13,68%	-18,32%	-15,10%	-21,33%	-29,45%	-33,98%
Monthly Sharpe Ratio	10,08%	-12,93%	23,15%	12,56%	-26,73%	-21,30%

Δολάριο Αμερικής (USD)

Το USD παρουσίασε έντονα αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, ενώ η παλινδρόμηση της κυλιόμενης συσχέτισης εμφάνισε αρνητική κλίση και υψηλό συντελεστή προσδιορισμού, υποδηλώνοντας ότι η αρνητικότητα της συσχέτισης τους ενισχύεται όσο εξελίσσεται η κρίση. Η μέση μηνιαία απόδοση του ήταν θετική, η μεταβλητότητα μέτρια και το μέγιστο drawdown -13.68%. Ο δείκτης Sharpe ήταν θετικός, γεγονός που δείχνει ότι το USD προσέφερε θετική απόδοση ανά μονάδα κινδύνου σε περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του S&P 500 κατά την πληθωριστική και ενεργειακή κρίση, το USD κατέγραψε σταθερά θετικές αποδόσεις, συγκεκριμένα +0.43% στις 18 Μαΐου 2022, +0.89% στις 13 Ιουνίου 2022 και +1.36% στις 13 Σεπτεμβρίου 2022. Η συμπεριφορά αυτή υποδηλώνει ότι το δολάριο ενισχύθηκε συστηματικά σε στιγμές έντονης αναταραχής, αντανakλώντας την αυξημένη ζήτηση για το

αμερικανικό νόμισμα ως μέσο ρευστότητας και ασφαλούς τοποθέτησης σε περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού, αusterοποίησης νομισματικής πολιτικής και ενεργειακής αβεβαιότητας.

Συνολικά, το USD πληροί τα κριτήρια ενός strong safe haven, για την υπό μελέτη περίοδο, καθώς συνδυάζει έντονα αρνητική συσχέτιση, θετικές αποδόσεις στις ημέρες μέγιστης πίεσης και θετικό Sharpe ratio. Η συμπεριφορά του επιβεβαιώνει τον ρόλο του ως παγκόσμιου νομίσματος αναφοράς σε περιόδους πληθωριστικών και γεωπολιτικών αναταράξεων.

Ελβετικό Φράγκο (CHF)

Το CHF εμφάνισε αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, αρνητική κλίση παλινδρόμησης και μέτριο R^2 , υποδηλώνοντας ότι η αντισυσχέτιση ενισχύεται με την πάροδο του χρόνου. Ωστόσο, η μέση μηνιαία απόδοση του ήταν αρνητική, η μεταβλητότητα του αυξημένη και το drawdown -18.32%. Ο δείκτης Sharpe ήταν έντονα αρνητικός, γεγονός που δείχνει ότι, παρά την αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, το CHF δεν προσέφερε θετική αποζημίωση κινδύνου. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του S&P 500 κατά την πληθωριστική και ενεργειακή κρίση, το CHF κατέγραψε μικτές αποδόσεις, συγκεκριμένα -0.53% στις 18 Μαΐου 2022, +0.97% στις 13 Ιουνίου 2022 και +0.83% στις 13 Σεπτεμβρίου 2022. Η θετική συμπεριφορά στις δύο τελευταίες ημερομηνίες αντανακλά μια προσωρινή αναζήτηση σταθερών νομισμάτων, αλλά η αρνητική απόδοση της 18ης Μαΐου και η συνολική αρνητική μέση απόδοση υποδηλώνουν ότι το CHF δεν λειτούργησε ως συνεπές καταφύγιο σε περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και ενεργειακής αβεβαιότητας. Συνολικά, το CHF δεν πληροί τα κριτήρια καμίας κατηγορίας ταξινόμησης σύμφωνα με το πλαίσιο της παρούσας εργασίας. Η αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500 δεν συνοδεύεται από θετικές ή ανθεκτικές αποδόσεις στις κρίσιμες ημέρες, ενώ ο έντονα αρνητικός δείκτης Sharpe επιβεβαιώνει ότι το ελβετικό φράγκο δεν προσέφερε προστασία ούτε σε όρους απόδοσης-κινδύνου κατά την πληθωριστική και ενεργειακή κρίση.

Γεν Ιαπωνίας (JPY)

Το JPY παρουσίασε αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, αρνητική κλίση παλινδρόμησης και χαμηλό R^2 , στοιχείο που δείχνει μέτρια χρονική τάση. Η μέση μηνιαία απόδοση είναι υψηλή, η μεταβλητότητα αυξημένη, το drawdown -15.10% και ο δείκτης Sharpe εξαιρετικά θετικός και μάλιστα ο υψηλότερος μεταξύ όλων των υπό μελέτη περιουσιακών στοιχείων. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του S&P 500, το JPY κατέγραψε μικτές αλλά συνολικά ανθεκτικές αποδόσεις, συγκεκριμένα -0.89% στις 18 Μαΐου 2022, +0.01% στις 13 Ιουνίου 2022 και +1.21% στις 13 Σεπτεμβρίου 2022. Η αρνητική απόδοση της 18ης Μαΐου είναι περιορισμένη σε σχέση με την πτώση του δείκτη, ενώ οι θετικές αποδόσεις στις δύο επόμενες ημερομηνίες δείχνουν ότι το JPY ενισχύθηκε σε περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας και έντονων πληθωριστικών πιέσεων. Η συμπεριφορά αυτή αντανακλά τον ρόλο του JPY ως νομίσματος σταθερότητας αξίας, το οποίο μπορεί να λειτουργήσει προστατευτικά ακόμη και χωρίς ισχυρή αντισυσχέτιση. Συνολικά, το JPY πληροί τα κριτήρια ενός weak safe haven σύμφωνα με το πλαίσιο ταξινόμησης της παρούσας εργασίας, καθώς η αρνητική αλλά ασθενής συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, η ανθεκτική συμπεριφορά στις κρίσιμες ημέρες και ο εξαιρετικά υψηλός δείκτης Sharpe υποδηλώνουν ότι λειτούργησε ως ασφαλές καταφύγιο λόγω σταθερότητας.

Χρυσός (XAU)

Ο XAU εμφάνισε θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, θετική κλίση παλινδρόμησης και χαμηλό R^2 , γεγονός που δείχνει ασθενή χρονική τάση. Παρά την απουσία αντισυσχέτισης, η μέση μηνιαία απόδοση του είναι θετική, η μεταβλητότητα του αυξημένη, το drawdown -21.33% και ο δείκτης Sharpe θετικός. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του S&P 500 κατά την πληθωριστική και ενεργειακή κρίση, ο XAU κατέγραψε μικτές αλλά συνολικά μη προστατευτικές αποδόσεις, συγκεκριμένα +0.08% στις 18 Μαΐου 2022, -2.84% στις 13 Ιουνίου 2022 και -1.31% στις 13 Σεπτεμβρίου 2022. Η θετική απόδοση της πρώτης ημερομηνίας αντανακλά μια στιγμιαία αναζήτηση ασφαλών τοποθετήσεων, αλλά οι σημαντικά αρνητικές αποδόσεις στις δύο επόμενες ημέρες δείχνουν ότι ο χρυσός δεν προσέφερε προστασία στις στιγμές μέγιστης πίεσης. Η συμπεριφορά αυτή είναι συνεπής με την τάση του χρυσού να υφίσταται ρευστοποιήσεις σε περιόδους έντονης ανάγκης για κάλυψη ζημιών, παρά το γεγονός ότι διατηρεί θετική μεσοπρόθεσμη απόδοση.

Βάσει όλων των παραπάνω στοιχείων, ο ΧΑΥ δεν πληροί τα κριτήρια κατάταξης σε καμία κατηγορία του πλαισίου ταξινόμησης της παρούσας εργασίας,

Δεκαετές Ομόλογο Αμερικής (UST10Y)

Το UST10Y παρουσίασε θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, θετική κλίση παλινδρόμησης και υψηλό R^2 , γεγονός που δείχνει ότι η συσχέτιση ενισχύεται με την πάροδο του χρόνου. Η μέση μηνιαία απόδοση του ήταν αρνητική, η μεταβλητότητα του υψηλή, το drawdown -29.45% και δείκτης Sharpe έντονα αρνητικός. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500 κατά την περίοδο παρατήρησης, το UST10Y κατέγραψε μικτές αποδόσεις, συγκεκριμένα +0.99% στις 18 Μαΐου 2022, -1.98% στις 13 Ιουνίου 2022 και -0.49% στις 13 Σεπτεμβρίου 2022. Η απόδοση της πρώτης ημερομηνίας ήταν θετική, αλλά οι δύο επόμενες ημέρες συνοδεύονται από σημαντικές αρνητικές αποδόσεις, γεγονός που δείχνει ότι το UST10Y δεν προσέφερε προστασία στις στιγμές μέγιστης πίεσης. Η συμπεριφορά αυτή αντανακλά την έντονη άνοδο των επιτοκίων και την απότομη προσαρμογή των αποδόσεων των ομολόγων σε περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και επιθετικής νομισματικής σύσφιξης. Βάσει όλων των παραπάνω στοιχείων, το UST10Y δεν πληροί τα κριτήρια κατάταξης σε καμία κατηγορίας σύμφωνα με το πλαίσιο της παρούσας εργασίας.

Δεκαετές Ομόλογο Γερμανίας (DE10Y)

Το DE10Y εμφάνισε θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, θετική κλίση παλινδρόμησης και υψηλό R^2 , υποδηλώνοντας ισχυρή χρονική τάση. Η μέση μηνιαία απόδοση του ήταν αρνητική, η μεταβλητότητα του υψηλή και το drawdown -33.98%. Ο δείκτης Sharpe του ήταν έντονα αρνητικός, γεγονός που δείχνει ότι το DE10Y δεν προσέφερε προστασία, αλλά επηρεάστηκε έντονα από την επιτοκιακή αναπροσαρμογή και την αποστροφή κινδύνου. Η συμπεριφορά αυτή υποδηλώνει ότι, σε περιβάλλον πληθωριστικού σοκ, η λειτουργία των κρατικών ομολόγων ως ασφαλή επενδυτικά καταφύγια αποδυναμώνεται. Στις τρεις ημέρες με τις μεγαλύτερες ημερήσιες πτώσεις του δείκτη S&P 500 κατά την υπό μελέτη περίοδο, το DE10Y κατέγραψε σταθερά αρνητικές αποδόσεις, συγκεκριμένα -0.66% στις 18 Μαΐου 2022, -2.19% στις 13 Ιουνίου 2022 και -2.27% στις 13 Σεπτεμβρίου 2022. Τα στοιχεία υποδηλώνουν ότι το DE10Y όχι μόνο δεν λειτούργησε ως καταφύγιο, αλλά η απόδοση του επιδεινώθηκε στις στιγμές μέγιστης

αναταραχής, αντανakλώντας την έντονη άνοδο των επιτοκίων στην Ευρωζώνη, την ενεργειακή κρίση και την αυξημένη αβεβαιότητα γύρω από τη δημοσιονομική σταθερότητα. Συμπερασματικά, το DE10Y δεν πληροί τα κριτήρια κατάταξης σε καμία κατηγορία safe haven σύμφωνα με το πλαίσιο της παρούσας εργασίας.

Η συνολική εικόνα της πληθωριστικής και ενεργειακής κρίσης δείχνει ότι η αποτελεσματικότητα των παραδοσιακά ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων διαφοροποιείται σημαντικά σε περιβάλλον επίμονου πληθωρισμού και επιθετικής αυστηροποίησης νομισματικής πολιτικής. Τα νομίσματα υψηλής ποιότητας, κυρίως το USD και το JPY, αναδείχθηκαν ως τα πιο αξιόπιστα καταφύγια, με το δολάριο να λειτουργεί ως strong safe haven και το γεν ως weak safe haven, συνδυάζοντας αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500 και θετικές, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Ο XAU λειτούργησε ως εργαλείο διατήρησης αξίας και πληθωριστικό αντιστάθμισμα, ενώ το CHF εμφάνισε περιορισμένη αποτελεσματικότητα. Επίσης, το UST10Y και το DE10Y δεν προσέφεραν προστασία, καθώς η ανατιμολόγηση του επιτοκιακού κινδύνου οδήγησε σε αρνητικές αποδόσεις και υψηλή μεταβλητότητα.

Η συμπεριφορά των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων κατά την πληθωριστική και ενεργειακή κρίση διαμορφώθηκε από την ταυτόχρονη επίδραση των πληθωριστικών προσδοκιών, της επιθετικής νομισματικής αυστηροποίησης και της αναζήτησης ποιότητας μέσω του μηχανισμού flight-to-quality, σε ένα περιβάλλον όπου η άνοδος των επιτοκίων ανατιμολόγησε δραστικά τον κίνδυνο. Η επίμονη αύξηση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ και οι διαδοχικές αυξήσεις επιτοκίων από τη FED ενίσχυσαν τη ζήτηση για το USD, το οποίο κατέγραψε σταθερά θετικές αποδόσεις στις ημέρες μέγιστης πίεσης, αντανakλώντας τη λειτουργία του ως νομίσματος υψηλής ποιότητας και θετικών πραγματικών αποδόσεων. Αντίθετα, το CHF, παρά την αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500, δεν λειτούργησε ως καταφύγιο, καθώς η αυξημένη μεταβλητότητα και η αρνητική μέση απόδοση υποδηλώνουν ότι επηρεάστηκε από liquidity effects και από την περιορισμένη ελκυστικότητα των ελβετικών τοποθετήσεων σε περιβάλλον υψηλών διεθνών επιτοκίων. Το JPY εμφάνισε ανθεκτικότητα, καθώς η Ιαπωνία διατήρησε χαμηλότερες πληθωριστικές πιέσεις και σταθερή νομισματική πολιτική. Ο XAU, παρά τη θετική μεσοπρόθεσμη απόδοση, δεν προσέφερε προστασία στις κρίσιμες ημέρες, καθώς οι αρνητικές αποδόσεις του αντανakλούν ρευστοποιήσεις για κάλυψη ζημιών σε περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων. Τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ και της Γερμανίας έχασαν πλήρως

τον παραδοσιακό τους ρόλο ως ασφαλή καταφύγια, καθώς η απότομη άνοδος των επιτοκίων οδήγησε σε σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες, θετική συσχέτιση με τις μετοχές και αρνητικές αποδόσεις στις ημέρες μέγιστης αναταραχής. Συνολικά, τα ευρήματα δείχνουν ότι σε καθεστώς πληθωριστικού σοκ και επιθετικής νομισματικής σύσφιξης, η προστατευτική λειτουργία των ασφαλών καταφυγίων μετατοπίζεται από την παραδοσιακή αντισυσχέτιση προς την ανθεκτικότητα στις επιτοκιακές πιέσεις, με το USD και το JPY να αποτελούν τα πιο αποτελεσματικά μέσα διατήρησης αξίας, ενώ ο χρυσός και τα κρατικά ομόλογα αποδυναμώνονται λόγω της ανατιμολόγησης του επιτοκιακού κινδύνου.

9. Συγκριτική αποτίμηση της συμπεριφοράς των ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων ανά περίοδο κρίσης

Η συγκριτική ανάλυση των τεσσάρων κρίσεων που εξετάστηκαν, της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης, της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους, της κρίσης της Πανδημίας Covid 19 και της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης, αναδεικνύει ότι η συμπεριφορά των παραδοσιακά ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων δεν είναι σταθερή ούτε ομοιογενής. Αντιθέτως, μεταβάλλεται ανάλογα με τη φύση του εκάστοτε σοκ, το μακροοικονομικό περιβάλλον και τις επικρατούσες νομισματικές συνθήκες. Η έννοια του ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου δεν μπορεί να οριστεί με απόλυτο τρόπο, καθώς η αποτελεσματικότητα των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων εξαρτάται από τη χρονική συγκυρία και τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές.

Κατά την Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση, η οποία χαρακτηρίστηκε από συστημική απορρύθμιση και κατάρρευση της εμπιστοσύνης, ο χρυσός και τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα λειτούργησαν ως τα πλέον αποτελεσματικά καταφύγια. Ο χρυσός προσέφερε ισχυρή προστασία μέσω αρνητικής συσχέτισης και θετικής αποδοτικότητας, ενώ τα δεκαετή ομόλογα των Ηνωμένων Πολιτειών διατήρησαν σταθερότητα και αποζημίωση κινδύνου, ενισχύοντας τη θέση τους ως θεσμικά ασφαλή περιουσιακά στοιχεία. Τα νομίσματα παρουσίασαν μικτή εικόνα, καθώς το δολάριο λειτούργησε ως νόμισμα ρευστότητας, το ελβετικό φράγκο ως ασθενές περιουσιακό καταφύγιο και το ιαπωνικό γεν δεν προσέφερε συνεπή προστασία, παρά την ιστορική του φήμη.

Στην Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους, η οποία είχε περιφερειακό χαρακτήρα και συνδέθηκε με τη βιωσιμότητα της Ευρωζώνης, η λειτουργία των παραδοσιακών ασφαλών επενδυτικών καταφυγίων διαφοροποιήθηκε. Το δολάριο και τα αμερικανικά ομόλογα ενισχύθηκαν ως διεθνή καταφύγια, ενώ και ο χρυσός διατήρησε τον ρόλο του ως μέσο διατήρησης αξίας, ακόμη και χωρίς αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500. Τα γερμανικά ομόλογα λειτούργησαν περισσότερο ως περιφερειακά καταφύγια εντός της Ευρωζώνης, προσφέροντας σταθερότητα αλλά όχι καθαρή αντισυσχέτιση με τις μετοχικές αγορές. Τα νομίσματα εμφάνισαν ξανά διαφοροποιημένη συμπεριφορά, με το φράγκο να παρουσιάζει

αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500 αλλά ταυτόχρονα και αρνητικές αποδόσεις, και το γεν να μην επιβεβαιώνει επίσης τον παραδοσιακό του ρόλο ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο.

Η κρίση COVID 19, ως υγειονομικό σοκ με παγκόσμια εμβέλεια και έντονη νομισματική επέκταση, μετατόπισε τη λειτουργία των παραδοσιακών ασφαλών καταφυγίων από την αρνητική συσχέτιση με τις μετοχικές αγορές προς την αποδοτικότητα και τη σταθερότητα. Η αντισυσχέτιση με τις μετοχές εξασθένησε ως μηχανισμός προστασίας, ενώ η θετική απόδοση και η χαμηλή μεταβλητότητα απέκτησαν μεγαλύτερη σημασία. Το ιαπωνικό γεν και ο χρυσός λειτούργησαν ως μέσα διατήρησης αξίας, όχι λόγω αντίστροφης συσχέτισης αλλά λόγω θετικών αποδόσεων και ανθεκτικότητας. Τα αμερικανικά ομόλογα επίσης διατήρησαν έναν βαθμό προστασίας, ενώ το δολάριο και το φράγκο εμφάνισαν περιορισμένη αποτελεσματικότητα. Τα γερμανικά ομόλογα δεν προσέφεραν ουσιαστική αντιστάθμιση, αντανακλώντας την αποδυνάμωση της λειτουργίας τους σε περιβάλλον υπερβάλλουσας ρευστότητας.

Η Πληθωριστική και Ενεργειακή Κρίση ανέδειξε μια διαφορετική δυναμική, στην οποία η αποτελεσματικότητα των παραδοσιακά ασφαλών καταφυγίων εξαρτήθηκε κυρίως από την ποιότητα, τη ρευστότητα και την ανθεκτικότητα τους έναντι του επιτοκιακού κινδύνου. Τα νομίσματα υψηλής αξιοπιστίας, κυρίως το δολάριο και το γεν, λειτούργησαν ως λειτουργικά καταφύγια, συνδυάζοντας αρνητική συσχέτιση με τις μετοχές και θετικές, προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις. Ο χρυσός διατήρησε τον ρόλο του ως πληθωριστικό αντιστάθμισμα και μέσο διατήρησης αξίας, ενώ το φράγκο εμφάνισε περιορισμένη αποτελεσματικότητα. Αντίθετα, τα κρατικά ομόλογα των Ηνωμένων Πολιτειών και της Γερμανίας δεν προσέφεραν προστασία, καθώς η ανατιμολόγηση του επιτοκιακού κινδύνου υπονόμωσε τη σταθερότητά τους και οδήγησε σε αρνητικές αποδόσεις και αυξημένη μεταβλητότητα.

Η συγκριτική αποτίμηση των κρίσεων καταδεικνύει ότι η έννοια του ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου δεν μπορεί να οριστεί στατικά. Αντιθέτως, πρόκειται για μια λειτουργική ιδιότητα που ενεργοποιείται υπό συγκεκριμένες συνθήκες. Η φύση του σοκ, είτε πρόκειται για συστημική χρηματοπιστωτική απορρύθμιση, είτε για περιφερειακή κρίση χρέους, είτε για υγειονομική διαταραχή, είτε για πληθωριστικό σοκ, καθορίζει τη

συμπεριφορά των περιουσιακών στοιχείων. Ως εκ τούτου, η αποτελεσματικότητα των ασφαλών καταφυγίων προκύπτει από τη σύνθεση τριών παραμέτρων, της συσχέτισης με τον μετοχικό κίνδυνο, της αποδοτικότητας και της ανθεκτικότητας έναντι της μεταβλητότητας. Η προστασία του κεφαλαίου σε περιόδους κρίσης δεν είναι αποτέλεσμα ενός ενιαίου μηχανισμού, αλλά προϊόν σύνθετης αλληλεπίδρασης μεταξύ μακροοικονομικών συνθηκών, επενδυτικής ψυχολογίας και νομισματικής πολιτικής.

Συμπεριφορά περιουσιακών στοιχείων ανά περίοδο κρίσης					
Περιουσιακό Στοιχείο	Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση	Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους	Κρίση Πανδημίας COVID-19	Πληθωριστική και Ενεργειακή Κρίση	Συνολική Εκτίμηση
XAU	Αρνητική συσχέτιση – Weak Safe Haven	Χαμηλή/θετική συσχέτιση – Safe Haven	Θετική συσχέτιση – Μη προστατευτικός	Θετική συσχέτιση – Μη προστατευτικός	Regime-dependent (λειτουργεί μόνο σε χρηματοπιστωτικά σοκ)
UST10Y	Ισχυρή αρνητική συσχέτιση – Strong Safe Haven	Αρνητική συσχέτιση – Strong Safe Haven	Αρνητική συσχέτιση – Strong Safe Haven	Θετική συσχέτιση – Μη προστατευτικό	Αποτελεσματικό σε αποπληθωριστικά σοκ
USD	Ενίσχυση λόγω flight-to-quality – Strong Safe Haven	Ενίσχυση – Weak Safe Haven	Μεικτή συμπεριφορά – Hedge	Ισχυρή αρνητική συσχέτιση – Strong Safe Haven	Global liquidity safe asset / Conditional hedge
CHF	Weak Safe Haven	Weak Safe Haven	Μη προστατευτικό	Μη προστατευτικό	Αποδυνάμωση safe-haven ιδιοτήτων από την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους και έπειτα
JPY	Μη προστατευτικό	Μη προστατευτικό	Weak Safe Haven	Weak Safe Haven	Σταθερό αλλά αποδυναμωμένο safe haven
DE10Y	Μη προστατευτικό	Safe Haven (ενδοευρωπαϊκό)	Μη προστατευτικό	Μη προστατευτικό	Περιφερειακό safe asset μόνο σε ευρωπαϊκές κρίσεις

Οι χαρακτηρισμοί βασίζονται στις παρατηρούμενες συσχετίσεις και αποδόσεις. Δεν έχει διενεργηθεί έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας, γεγονός που αποτελεί περιορισμό της παρούσας εργασίας και προτείνεται για μελλοντική έρευνα.

10. Το Bitcoin (XBT) ως επενδυτικό καταφύγιο

10.1 Ιστορική Αναδρομή και λόγοι δημιουργίας του Bitcoin

Το Bitcoin παρουσιάστηκε το 2008 μέσα από το ιδρυτικό κείμενο του Satoshi Nakamoto με τίτλο Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. Η πρώτη εφαρμογή του λογισμικού πραγματοποιήθηκε τον Ιανουάριο του 2009 με τη δημιουργία του πρώτου μπλοκ της αλυσίδας (genesis block), ενώ στα πρώτα χρόνια λειτουργίας του είχε ελάχιστη αξία και χρησιμοποιούνταν κυρίως από τεχνολογικούς κύκλους. Η πρώτη καταγεγραμμένη συναλλαγή ήταν το 2010 για αγορά που αφορούσε δύο πίτσες έναντι 10.000 BTC, γεγονός που σήμερα θεωρείται ιστορικό ορόσημο. Έκτοτε, η αξία του άρχισε να αυξάνεται σταδιακά, προσελκύοντας επενδυτές και μέσα ενημέρωσης και η πορεία του χαρακτηρίστηκε από έντονες διακυμάνσεις, με περιόδους εκρηκτικής ανόδου και απότομων πτώσεων, ενώ η ανάπτυξη ανταλλακτηρίων και παραγώγων ενίσχυσε τη ρευστότητα και την αποδοχή του ως επενδυτικού μέσου (Bouri et al., 2017).

Η δημιουργία του Bitcoin συνδέεται άμεσα με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, καθώς η κατάρρευση μεγάλων τραπεζών, οι κρατικές διασώσεις και η απώλεια εμπιστοσύνης των πολιτών προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα ανέδειξαν τις αδυναμίες του παραδοσιακού μοντέλου (Smales, 2019). Ο Nakamoto, στο ιδρυτικό του κείμενο, τόνισε ότι στόχος ήταν να δημιουργηθεί ένα ηλεκτρονικό σύστημα πληρωμών που θα λειτουργεί χωρίς μεσολάβηση τρίτων, βασισμένο στην εμπιστοσύνη σε κρυπτογραφικούς αλγόριθμους αντί σε θεσμούς.

Η ανάγκη αυτή μπορεί να αναλυθεί σε τρεις βασικούς άξονες:

Πρώτος άξονας είναι η αποκέντρωση, καθώς το Bitcoin σχεδιάστηκε ώστε να αποφεύγεται η εξάρτηση από κεντρικές τράπεζες και κυβερνήσεις, οι οποίες μπορούν να εκδίδουν χρήμα κατά βούληση. Η αποκεντρωμένη φύση του δικτύου σημαίνει ότι δεν υπάρχει κεντρική αρχή που να ελέγχει την έκδοση του ή την επικύρωση των συναλλαγών που γίνονται με τη χρήση του. Αντίθετα, η επικύρωση γίνεται από τους συμμετέχοντες του δικτύου (miners), οι οποίοι χρησιμοποιούν υπολογιστική ισχύ για να επιλύσουν πολύπλοκα μαθηματικά

προβλήματα και να εξασφαλίσουν την ακεραιότητα του συστήματος (Urquhart & Zhang, 2019).

Δεύτερος άξονας είναι η διαφάνεια και η ασφάλεια κατά την εκτέλεση των συναλλαγών, καθώς όλες οι συναλλαγές καταγράφονται δημόσια στην αλυσίδα συστοιχίων (blockchain) και προστατεύονται με κρυπτογραφία. Η διαφάνεια αυτή ισχυροποιεί την εμπιστοσύνη στο σύστημα, ενώ η ψευδωνυμία των χρηστών προσφέρει ιδιωτικότητα, χωρίς πλήρη ανωνυμία, γεγονός που ενισχύει την ιδιωτικότητα, συνδέοντας όμως τη χρήση του Bitcoin σε παράνομες δραστηριότητες, κάτι που έχει προκαλέσει ανησυχίες στις ρυθμιστικές αρχές (Smales, 2019).

Τρίτος άξονας είναι η περιορισμένη προσφορά του, καθώς σε αντίθεση με το παραστατικό χρήμα (fiat money), το Bitcoin έχει ανώτατο όριο 21 εκατομμυρίων μονάδων, γεγονός που δημιουργεί συνθήκες σπανιότητας και ενισχύει την αξία του. Η σπανιότητα αυτή, σε συνδυασμό με την αυξανόμενη ζήτηση του, έχει συμβάλει στις έντονες διακυμάνσεις της τιμής του και έχει ενισχύσει την αντίληψη ότι μπορεί να λειτουργήσει ως «ψηφιακός χρυσός» (Bouri et al., 2017).

Συνεπώς, η δημιουργία του Bitcoin σχετίζεται κυρίως με την αντίδραση στην κρίση εμπιστοσύνης που είχε προκύψει απέναντι στο παραδοσιακό χρηματοπιστωτικό σύστημα και μια προσπάθεια να προσφερθεί ένα εναλλακτικό μέσο συναλλαγών και αποθήκευσης αξίας, ανεξάρτητο από κρατικούς και θεσμικούς περιορισμούς.

10.2 Βιβλιογραφική αξιολόγηση του Bitcoin ως ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου

Η συζήτηση γύρω από το αν το Bitcoin μπορεί να θεωρηθεί ασφαλές καταφύγιο παραμένει έντονα διχασμένη στη βιβλιογραφία. Από τη μία πλευρά, αρκετές μελέτες έχουν αναδείξει ότι το Bitcoin παρουσιάζει ορισμένα χαρακτηριστικά διαφοροποίησης και αντιστάθμισης κινδύνου σε περιόδους κρίσης. Για παράδειγμα, οι Bouri et al. (2017) υποστηρίζουν ότι το Bitcoin μπορεί να λειτουργήσει ως μέσο αντιστάθμισης ή ακόμη και ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο σε συγκεκριμένες αγορές συναλλάγματος, ιδίως όταν οι επενδυτές αναζητούν εναλλακτικά μέσα προστασίας από την αστάθεια. Επίσης, οι Umar et al. (2021) απέδειξαν ότι κατά την πανδημία COVID 19, η τιμή του Bitcoin συσχετίστηκε με δείκτες

πολιτικής και οικονομικής αβεβαιότητας στις Ηνωμένες Πολιτείες, γεγονός που ενίσχυσε την αντίληψη ότι μπορεί να λειτουργήσει ως εναλλακτικό μέσο προστασίας σε συνθήκες ακραίας αβεβαιότητας.

Ωστόσο, η πλειονότητα των ερευνών τονίζει τις αδυναμίες του Bitcoin ως σταθερά ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου, καθώς λόγω της υψηλής του μεταβλητότητας, η οποία αποτελεί το πιο χαρακτηριστικό γνώρισμα του, αμφισβητείται η αξιοπιστία του ως μέσο αποθήκευσης αξίας. Οι Smales (2019) και Dyhrberg (2016) επισημαίνουν ότι η τιμή του Bitcoin επηρεάζεται έντονα από την κερδοσκοπική ζήτηση, τις ειδήσεις και την ψυχολογία των επενδυτών, γεγονός που οδηγεί σε φαινόμενα «φούσκας» και απότομες διορθώσεις σε αυτήν, ενώ η περιορισμένη ρευστότητα της αγοράς που διαπραγματεύεται, σε σύγκριση με παραδοσιακά περιουσιακά στοιχεία όπως ο χρυσός ή τα κρατικά ομόλογα, ενισχύει περαιτέρω την αστάθεια, καθώς μεγάλες συναλλαγές μπορούν να επηρεάσουν δυσανάλογα το ύψος της (Cheah & Fry, 2015).

Η σύγκριση με τον χρυσό είναι ιδιαίτερα αποκαλυπτική, καθώς ο χρυσός διαθέτει ιστορία χιλιάδων ετών ως μέσο αποθήκευσης αξίας και προστασίας σε περιόδους κρίσης, στηριζόμενος στη φυσική του υπόσταση, στη σπανιότητα του και στη διαχρονική εμπιστοσύνη των επενδυτών σε αυτόν (Baur & Lucey, 2010). Αντίθετα, το Bitcoin στηρίζεται αποκλειστικά σε αλγοριθμική σπανιότητα και στην εμπιστοσύνη των χρηστών προς την τεχνολογία blockchain, γεγονός που το καθιστά πιο ευάλωτο σε μεταβολές της επενδυτικής ψυχολογίας και σε ρυθμιστικές παρεμβάσεις. Επίσης, η απουσία θεσμικής στήριξης και η αβεβαιότητα γύρω από το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας του ενισχύουν την αντίληψη ότι το Bitcoin δεν μπορεί να προσφέρει την ίδια ασφάλεια με τον χρυσό ή τα κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Η σύγκριση με τα κρατικά ομόλογα, όπως τα γερμανικά ή τα αμερικανικά, αναδεικνύει περαιτέρω τις αδυναμίες του Bitcoin, καθώς τα ομόλογα αυτά προσφέρουν όχι μόνο ασφάλεια αλλά και ρευστότητα, δεδομένου ότι υποστηρίζονται από ισχυρά κράτη με αξιόπιστα φορολογικά συστήματα. Σε περιόδους κρίσης, οι επενδυτές στρέφονται σε αυτά για να εξασφαλίσουν σταθερές αποδόσεις και προστασία κεφαλαίου (Bibow, 2013), ενώ, αντίθετα, το Bitcoin δεν προσφέρει εγγυημένες αποδόσεις ούτε θεσμική προστασία και η τιμή του μπορεί να καταρρεύσει μέσα σε λίγες ημέρες.

Επίσης, η σύγκριση με παραδοσιακά «ασφαλή» νομίσματα, όπως το αμερικανικό δολάριο, το ελβετικό φράγκο και το ιαπωνικό γιεν, δείχνει ότι το Bitcoin στερείται της σταθερότητας που προσφέρουν τα νομίσματα αυτά, λόγω της στήριξής τους από ισχυρές οικονομίες και κεντρικές τράπεζες (Beber, Brandt & Kavajecz, 2009), καθώς το Bitcoin μπορεί να προσφέρει διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, αλλά δεν έχει ακόμη αποδείξει ότι μπορεί να λειτουργήσει ως αξιόπιστο καταφύγιο σε παγκόσμια κλίμακα.

Συνοψίζοντας, η βιβλιογραφική αξιολόγηση δείχνει ότι το Bitcoin μπορεί να προσφέρει ορισμένα οφέλη διαφοροποίησης και να λειτουργήσει ως μέσο αντιστάθμισης σε συγκεκριμένες συνθήκες, αλλά η ικανότητά του να αποτελέσει σταθερό και αξιόπιστο ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο παραμένει αμφισβητούμενη. Ο χρυσός, τα κρατικά ομόλογα και τα ισχυρά νομίσματα εξακολουθούν να υπερέχουν ως παραδοσιακά καταφύγια, καθώς διαθέτουν ιστορικό βάθος, θεσμική στήριξη και κοινωνική αποδοχή, ενώ το Bitcoin, αν και καινοτόμο και ελκυστικό ως εναλλακτικό περιουσιακό στοιχείο, παραμένει ένα υβριδικό μέσο, λειτουργώντας ως εργαλείο διαφοροποίησης και κερδοσκοπικό περιουσιακό στοιχείο, με δυνατότητες αλλά και σημαντικούς περιορισμούς.

10.3 Εμπειρική αξιολόγηση του Bitcoin ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο

Η εμπειρική αξιολόγηση του Bitcoin ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο βασίζεται στη μελέτη των μηνιαίων αποδόσεων του σε τρεις περιόδους κρίσης, την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους, την Κρίση COVID 19 και την Πληθωριστική και Ενεργειακή Κρίση. Η ανάλυση, όπως και στα παραδοσιακά ασφαλή επενδυτικά καταφύγια, αξιοποιεί δείκτες όπως η μέση μηνιαία απόδοση, η μεταβλητότητα, ο δείκτης Sharpe, καθώς και η συσχέτιση των αποδόσεων του με αυτές του δείκτη S&P 500.² Παράλληλα, εξετάζονται η ασυμμετρία της

² Σε αντίθεση με άλλα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτουν πλήρη χρονοσειρά από το 2007, για το Bitcoin τα διαθέσιμα δεδομένα είναι περιορισμένα. Συγκεκριμένα, η βάση δεδομένων που χρησιμοποιείται ξεκινά από τον Ιούλιο του 2010, καθώς αφενός, πριν από το 2010 δεν υπήρχε επαρκής ρευστότητα και αξιόπιστη καταγραφή των τιμών του σε οργανωμένες αγορές, αφετέρου, η εφαρμογή κυλιόμενου παραθύρου έξι μηνών απαιτεί ελάχιστο αριθμό παρατηρήσεων για να παραχθούν στατιστικά αξιόπιστα αποτελέσματα. Ως εκ τούτου, η ανάλυση της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους καλύπτει μόνο το διάστημα από τον Ιούλιο του

κατανομής των αποδόσεων (*skewness*) και ο βαθμός συγκέντρωσης των ακραίων τιμών (*kurtosis*), ώστε να αποτυπωθεί πληρέστερα η φύση του κινδύνου που ενέχει το Bitcoin σε περιόδους έντονης αβεβαιότητας.

Η συμπεριφορά του Bitcoin ως επενδυτικό περιουσιακό στοιχείο κατά αυτές τις περιόδους παρουσιάζει έντονη μεταβλητότητα και διαφοροποιημένη λειτουργία σε σχέση με τα παραδοσιακά ασφαλή επενδυτικά καταφύγια, καθώς δεν εμφανίζει σταθερή συμπεριφορά, αλλά ανταποκρίνεται διαφορετικά ανάλογα με τη φύση του μακροοικονομικού σοκ και τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές.

Συγκεντρωτική ανάλυση του Bitcoin ανά περίοδο κρίσης			
	Eurozone Crisis	Covid 19 Crisis	Inflation and Energy Crisis
Linear Regression	$\gamma = 1,887x + 0,1601$	$\gamma = 2,0672x + 0,0443$	$\gamma = 1,8686x - 0,0037$
R ²	0,0322	0,2793	0,3371
Pearson Correlation	0,1794	0,5285	0,5806
Monthly Average Return	18,06%	7,78%	-0,36%
Monthly Volatility	43,72%	22,06%	18,48%
Monthly Sharpe Ratio	41,30%	35,28%	-1,95%
Skewness	1,0222	-0,4831	-0,6949
Kurtosis	1,2060	-0,3575	1,5564

Κατά την Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους, η εξαιρετικά χαμηλή τιμή του R² καταδεικνύει ότι η πορεία του Bitcoin δεν εξηγείται από τις μεταβολές του δείκτη S&P 500, γεγονός που υποδηλώνει την αυτονομία της επενδυτικής του συμπεριφοράς έναντι των παραδοσιακών χρηματοπιστωτικών αγορών. Επίσης, η υψηλή μέση απόδοση του συνοδεύεται από ιδιαίτερα αυξημένη μεταβλητότητα, στοιχείο που επιβεβαιώνει τον κερδοσκοπικό χαρακτήρα του Bitcoin και την αδυναμία του να λειτουργήσει ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο. Η κατανομή των αποδόσεων παρουσιάζει θετική ασυμμετρία (1,0222), γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι μεγάλες θετικές αποδόσεις ήταν συχνότερες από τις μεγάλες αρνητικές. Παράλληλα, η αυξημένη κύρτωση (1,2060) υποδηλώνει μεγαλύτερη συγκέντρωση ακραίων τιμών σε σχέση με μια κανονική κατανομή. Οι δύο αυτοί δείκτες

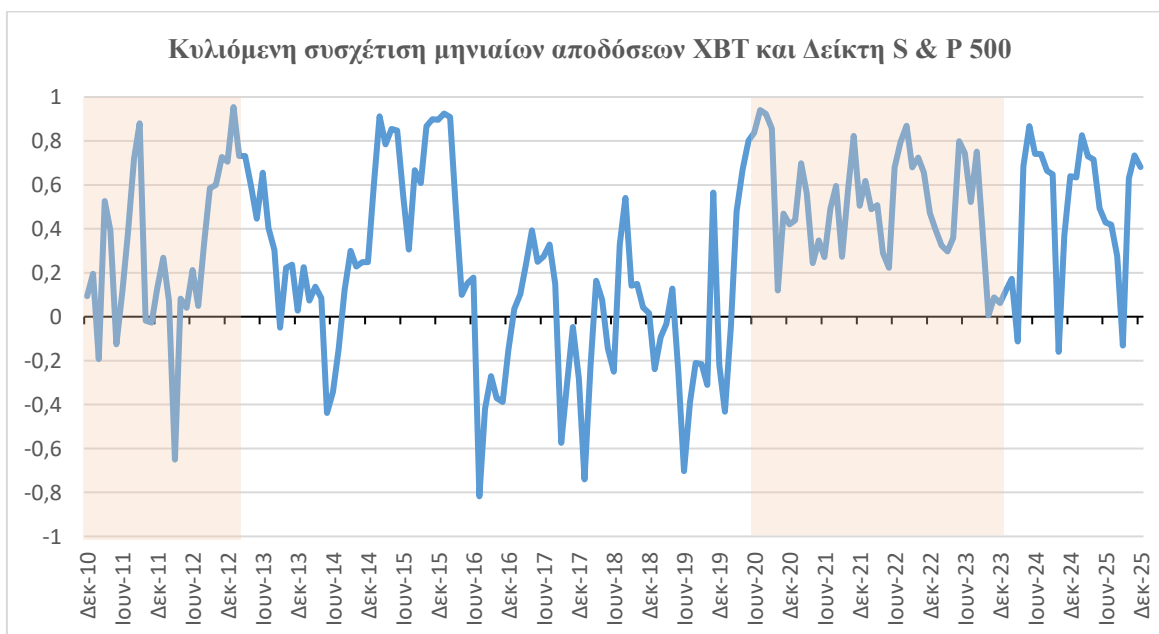
2010 έως τον Δεκέμβριο του 2012, γεγονός που πρέπει να ληφθεί υπόψη στη συγκρισιμότητα με τα άλλα περιουσιακά στοιχεία.

δείχνουν ότι, παρά τις υψηλές αποδόσεις, το Bitcoin εμφάνιζε έντονο κίνδυνο απότομων και ακραίων διακυμάνσεων, χαρακτηριστικό που δεν συνάδει με τη λειτουργία ενός ασφαλούς καταφυγίου.

Στην κρίση της πανδημίας COVID 19, η επενδυτική συμπεριφορά του Bitcoin μεταβάλλεται αισθητά, καθώς η αύξηση του R^2 υποδηλώνει ότι ένα μεγαλύτερο μέρος των διακυμάνσεών του αρχίζει να συνδέεται με τις κινήσεις του δείκτη S&P 500, γεγονός που αντανακλά την αυξανόμενη ενσωμάτωσή του στις αγορές κινδύνου. Παράλληλα, η μεταβλητότητά του μειώνεται σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο, ενώ η αποδοτικότητά του παραμένει υψηλή. Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει ότι το Bitcoin αποκτά χαρακτηριστικά πιο ώριμου επενδυτικού μέσου, χωρίς ωστόσο να λειτουργεί ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο, καθώς η ενισχυμένη συσχέτιση των αποδόσεων του με αυτές των μετοχών περιορίζει τη δυνατότητά του να προσφέρει προστασία σε περιόδους αποστροφής κινδύνου. Η κατανομή των αποδόσεων παρουσιάζει αρνητική ασυμμετρία (-0,4831), συνεπώς μεγαλύτερη πιθανότητα για μεγάλες αρνητικές κινήσεις, ενώ η ελαφρώς αρνητική κύρτωση (-0,3575) υποδηλώνει ότι οι αποδόσεις του Bitcoin κατανέμονται πιο ομοιόμορφα, χωρίς έντονη συγκέντρωση ακραίων τιμών, σε αντίθεση με την προηγούμενη περίοδο. Παρότι η αγορά του Bitcoin φαίνεται πιο ώριμη, η αρνητική ασυμμετρία δείχνει αυξημένη ευπάθεια σε απότομες πτώσεις, κάτι που επιβεβαιώνεται και από τις σημαντικές απώλειες του Bitcoin στις ημέρες μεγάλης πτώσης του S&P 500, όπου έφτασαν στις 12 Μαρτίου έως και -31,73%.

Κατά την Πληθωριστική και Ενεργειακή Κρίση, η επενδυτική συμπεριφορά του Bitcoin μεταβάλλεται εκ νέου, καθώς η συσχέτιση των αποδόσεων του με αυτές του δείκτη S&P 500 ενισχύεται περαιτέρω και το R^2 αυξάνεται σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα, γεγονός που υποδηλώνει ότι η πορεία του Bitcoin εξαρτάται πλέον σε μεγαλύτερο βαθμό από τις γενικότερες συνθήκες της αγοράς. Ωστόσο, η αποδοτικότητά του υποχωρεί και ο δείκτης αποδοτικότητας ως προς τον κίνδυνο καθίσταται αρνητικός, στοιχείο που αντανακλά την ευαισθησία του Bitcoin σε περιβάλλον αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής και αύξησης του κόστους κεφαλαίου. Η κατανομή των αποδόσεων παρουσιάζει εντονότερη αρνητική ασυμμετρία (-0,6949), άρα και αυξημένη πιθανότητα μεγάλων αρνητικών

αποδόσεων. Η υψηλή κύρτωση (1,5564) δείχνει ότι οι αποδόσεις του Bitcoin παρουσίασαν συχνότερα ακραίες μεταβολές, κάτι που αυξάνει την πιθανότητα ξαφνικών και έντονων διακυμάνσεων. Η συμπεριφορά αυτή επιβεβαιώνει ότι το Bitcoin δεν λειτουργεί ως αντισταθμιστικό μέσο σε πληθωριστικά σοκ, αλλά ως περιουσιακό στοιχείο που επηρεάζεται έντονα από τις συνθήκες ρευστότητας και την επενδυτική διάθεση.



Η διαγραμματική απεικόνιση της κυλιόμενης συσχέτισης των μηνιαίων αποδόσεων του Bitcoin με τον δείκτη S&P 500, με παράθυρο 6 μηνών, ενισχύει τα παραπάνω συμπεράσματα, καθώς παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις, με εναλλαγές μεταξύ θετικών και αρνητικών τιμών, γεγονός που καταδεικνύει ότι η σχέση του Bitcoin με τις μετοχές δεν είναι σταθερή αλλά μεταβάλλεται ανάλογα με το μακροοικονομικό περιβάλλον. Κατά τα πρώτα χρόνια από την εμφάνιση του, η συσχέτιση είναι χαμηλή ή αρνητική, στοιχείο που αντανάκλα την ανεξαρτησία του Bitcoin από τις παραδοσιακές αγορές. Αντίθετα, από το 2020 και μετά, η συσχέτιση καθίσταται σταθερά θετική και συχνά ενισχύεται σε περιόδους αυξημένης ρευστότητας, γεγονός που υποδηλώνει ότι το Bitcoin λειτουργεί πλέον ως περιουσιακό στοιχείο που κινείται παράλληλα με τις μετοχές. Επίσης, σε περιόδους αusterοποίησης της νομισματικής πολιτικής, η συσχέτιση παραμένει θετική, αλλά η αποδοτικότητα του Bitcoin μειώνεται, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι δεν προσφέρει προστασία έναντι των πληθωριστικών πιέσεων ή των αυξημένων επιτοκίων.

Η συνολική εμπειρική αξιολόγηση δείχνει ότι το Bitcoin δεν λειτούργησε ως παραδοσιακό ασφαλές καταφύγιο σε καμία από τις εξεταζόμενες κρίσεις, καθώς η υψηλή μεταβλητότητα του, η μεταβαλλόμενη συσχέτιση του με τις μετοχές και η εξάρτηση του από τις συνθήκες νομισματικής πολιτικής υποδηλώνουν ότι η επενδυτική του συμπεριφορά προσεγγίζει περισσότερο εκείνη ενός περιουσιακού στοιχείου υψηλού κινδύνου παρά ενός μέσου προστασίας κεφαλαίου. Σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων και επεκτατικής πολιτικής, το Bitcoin εμφανίζει υψηλές αποδόσεις, ενώ σε περιβάλλον αυστηροποίησης και πληθωριστικής πίεσης υποχωρεί σημαντικά. Συνεπώς, ο χαρακτηρισμός του Bitcoin ως ασφαλές επενδυτικό καταφύγιο παραμένει αμφιλεγόμενος και εξαρτάται από το εκάστοτε μακροοικονομικό πλαίσιο, τη νομισματική συγκυρία και τον βαθμό ενσωμάτωσής του στις παραδοσιακές χρηματοπιστωτικές αγορές.

Συμπεριφορά περιουσιακών στοιχείων ανά περίοδο κρίσης συμπεριλαμβανομένου του Bitcoin					
Περιουσιακό Στοιχείο	Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση	Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους	Κρίση Πανδημίας COVID-19	Πληθωριστική & Ενεργειακή Κρίση	Συνολική Εκτίμηση
XAU	Αρνητική συσχέτιση – Weak Safe Haven	Χαμηλή/θετική συσχέτιση – Safe Haven	Θετική συσχέτιση – Μη προστατευτικός	Θετική συσχέτιση – Μη προστατευτικός	Regime-dependent
UST10Y	Ισχυρή αρνητική συσχέτιση – Strong Safe Haven	Αρνητική συσχέτιση – Strong Safe Haven	Αρνητική συσχέτιση – Strong Safe Haven	Θετική συσχέτιση – Μη προστατευτικό	Αποτελεσματικό σε αποπληθωριστικά σοκ
USD	Ενίσχυση λόγω flight-to-quality – Strong Safe Haven	Ενίσχυση – Weak Safe Haven	Μεικτή συμπεριφορά – Hedge	Ισχυρή αρνητική συσχέτιση – Strong Safe Haven	Global liquidity safe asset
CHF	Weak Safe Haven	Weak Safe Haven	Μη προστατευτικό	Μη προστατευτικό	Αποδυνάμωση safe-haven ιδιοτήτων
JPY	Μη προστατευτικό	Μη προστατευτικό	Weak Safe Haven	Weak Safe Haven	Σταθερό αλλά αποδυναμωμένο
DE10Y	Μη προστατευτικό	Safe Haven (ενδοευρωπαϊκό)	Μη προστατευτικό	Μη προστατευτικό	Περιφερειακό safe asset
Bitcoin (BTC)	—	Ασθενής θετική συσχέτιση – Μη προστατευτικό	Θετική συσχέτιση – Μη προστατευτικό	Θετική συσχέτιση – Μη προστατευτικό	Risk-on asset (δεν πληροί τα κριτήρια hedge ή safe haven)

11. Η σημασία της διαφοροποίησης στην δημιουργία επενδυτικών χαρτοφυλακίων

Η διαφοροποίηση αποτελεί μία από τις πιο θεμελιώδεις αρχές της επενδυτικής θεωρίας και πρακτικής, καθώς επιδιώκει τη μείωση του συνολικού κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου μέσω της διασποράς των επενδύσεων σε περιουσιακά στοιχεία με διαφορετικά χαρακτηριστικά και συσχετίσεις. Αποκτά ιδιαίτερη σημασία όταν συνδέεται με την έννοια των ασφαλών καταφυγίων, καθώς αυτά τα στοιχεία μπορούν να λειτουργήσουν ως μηχανισμοί σταθεροποίησης σε περιόδους κρίσης και αβεβαιότητας.

Η θεωρία της διαφοροποίησης, όπως διατυπώθηκε από τον Markowitz (1952), υποστηρίζει ότι η βέλτιστη κατανομή επενδύσεων επιτυγχάνεται όταν συνδυάζονται περιουσιακά στοιχεία με χαμηλή ή αρνητική συσχέτιση μεταξύ τους. Ωστόσο, θα πρέπει να επισημανθεί ότι δεν εξαλείφει τελείως τον κίνδυνο αλλά μειώνει τη μεταβλητότητα των αποδόσεων και αυξάνει την πιθανότητα σταθερής απόδοσης μακροπρόθεσμα (Elton et al., 2014). Η βασική αρχή της είναι ότι όταν ένα περιουσιακό στοιχείο υποχωρεί, κάποιο άλλο μπορεί να παραμείνει σταθερό ή να ενισχυθεί, εξομαλύνοντας τις συνολικές αποδόσεις του χαρτοφυλακίου.

Τα ασφαλή επενδυτικά καταφύγια, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, είναι περιουσιακά στοιχεία που διατηρούν ή αυξάνουν την αξία τους όταν οι αγορές βρίσκονται σε κρίση, και παραδείγματα τέτοιων στοιχείων, αποτελούν ο χρυσός, τα κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης, το δολάριο, το ιαπωνικό γεν και το ελβετικό φράγκο. Η ενσωμάτωση τους σε ένα χαρτοφυλάκιο μπορεί να μειώσει σημαντικά τον κίνδυνο εμφάνισης ακραίων αρνητικών αποδόσεων (tail risk), οι οποίες δεν μπορούν να προβλεφθούν από τις συνήθεις στατιστικές μεθόδους, ενώ η χρησιμοποίησή τους σε περιόδους κρίσης λειτουργεί ως αντιστάθμισμα, εξομαλύνοντας τις συνολικές αποδόσεις και μειώνοντας την πιθανότητα καταστροφικών απωλειών.

Η διαφοροποίηση με παραδοσιακά ασφαλή επενδυτικά καταφύγια προσφέρει τρία βασικά πλεονεκτήματα. Πρώτον, μειώνει τον συστηματικό κίνδυνο, καθώς τα στοιχεία αυτά

λειτουργούν ως αντιστάθμισμα σε περιόδους κρίσης, περιορίζοντας την έκθεση του χαρτοφυλακίου σε συστημικά σοκ (Baur et al., 2020). Δεύτερον, συμβάλλει στη σταθεροποίηση των αποδόσεων, καθώς η αρνητική συσχέτιση τους με την αγορά επιτρέπει στα ασφαλή επενδυτικά καταφύγια να λειτουργούν ως σταθεροποιητές, εξομαλύνοντας τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου (Almeida & Gonçalves, 2023) και τρίτον, προσφέρει ψυχολογική ασφάλεια, καθώς η παρουσία ασφαλών καταφυγίων ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και μειώνει την πιθανότητα πανικού σε περιόδους αβεβαιότητας (Baur & McDermott, 2012).

Παρά τα πλεονεκτήματα, η διαφοροποίηση με παραδοσιακά ασφαλή καταφύγια δεν είναι πανάκεια, καθώς η αποτελεσματικότητά τους είναι χρονικά μεταβλητή και εξαρτάται από τη φύση της κρίσης. Επιπλέον, η υπερβολική διαφοροποίηση μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της συνολικής απόδοσης λόγω χαμηλής συσχέτισης αλλά και χαμηλής δυναμικής ανάπτυξης. Συνεπώς, η επιλογή των περιουσιακών στοιχείων που θα απαρτίζουν ένα χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να γίνεται με στρατηγική σκέψη και όχι απλώς με στόχο τη διασπορά (Jark, 2025). Η βιβλιογραφία, όπως και η εμπειρική ανάλυση που έχει προηγηθεί, δείχνει επίσης ότι η συμπεριφορά των ασφαλών καταφυγίων μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα με τη γεωπολιτική συγκυρία και το είδος της κρίσης, γεγονός που απαιτεί συνεχή επανεκτίμηση της στρατηγικής κατανομής ενός χαρτοφυλακίου.

Η διαφοροποίηση αποτελεί αναπόσπαστο στοιχείο της στρατηγικής διαχείρισης κινδύνου και η ενσωμάτωση ασφαλών καταφυγίων ενισχύει την ανθεκτικότητα ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Όμως, η επιλογή των κατάλληλων περιουσιακών στοιχείων πρέπει να γίνεται με βάση την ιστορική τους συμπεριφορά, τη συσχέτισή τους με την αγορά και τη γεωπολιτική συγκυρία, καθώς η διαφοροποίηση δεν είναι απλώς τεχνική αλλά στρατηγική επιλογή που συνδέεται άρρηκτα με την κατανόηση της επενδυτικής ψυχολογίας και της δυναμικής των αγορών. Επίσης, η ενσωμάτωση της συμπεριφορικής διάστασης στην ανάλυση των ασφαλών καταφυγίων μπορεί να προσφέρει μια πιο πλήρη εικόνα, καθώς οι επενδυτές δεν αντιδρούν μόνο σε οικονομικά δεδομένα αλλά και σε ψυχολογικούς και κοινωνικούς παράγοντες που επηρεάζουν την αντίληψη της ασφάλειας.

Συμπέρασμα

Η παρούσα μελέτη ανέλυσε τη συμπεριφορά έξι περιουσιακών στοιχείων, του δολαρίου Αμερικής, το ελβετικού φράγκου, του ιαπωνικού γεν, του χρυσού, του δεκαετούς ομολόγου Αμερικής και του δεκαετούς ομολόγου Γερμανίας σε τέσσερις διακριτές περιόδους κρίσης, με στόχο την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητάς τους ως ασφαλή επενδυτικά καταφύγια. Η ανάλυση βασίστηκε σε ποσοτικούς δείκτες όπως η συσχέτιση της απόδοσης τους με αυτή του δείκτη S&P 500, η μέση απόδοση τους, η μεταβλητότητα, το μέγιστο ημερήσιο drawdown και ο δείκτης Sharpe.

Το βασικό ερώτημα που κλήθηκε να απαντήσει η εργασία είναι αν λειτουργούν τα παραδοσιακά (χρυσός, κρατικά ομόλογα, νομίσματα ποιότητας) και τα ψηφιακά περιουσιακά στοιχεία (Bitcoin) ως ασφαλή καταφύγια υπό διαφορετικά καθεστώτα χρηματοοικονομικής κρίσης.

Βάσει των αποτελεσμάτων τόσο της εμπειρικής, όσο και της βιβλιογραφικής ανάλυσης καταδεικνύεται ότι η έννοια του ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου δεν είναι στατική ούτε καθολική. Αντιθέτως, η συμπεριφορά κάθε περιουσιακού στοιχείου εξαρτάται από το μακροοικονομικό περιβάλλον, τη φύση του σοκ, την προέλευση του και τις συνθήκες που επικρατούν σε κάθε περίοδο. Συνεπώς, η λειτουργία ενός περιουσιακού στοιχείου ως safe haven είναι καθεστωτικά εξαρτώμενη (regime-dependent) και μεταβάλλεται ανάλογα με το αν η κρίση είναι συστημική, αποπληθωριστική, γεωπολιτική ή πληθωριστική.

Σε ό,τι αφορά τον χρυσό, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι λειτουργεί ως ισχυρό ασφαλές καταφύγιο σε περιόδους συστημικής χρηματοπιστωτικής αναταραχής. Η υπόθεση H1 επιβεβαιώνεται, καθώς ο χρυσός παρουσιάζει σταθερά αρνητική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500 μόνο όταν το σοκ είναι συστημικό, γεγονός που συνάδει με τον θεωρητικό ορισμό του strong safe haven. Η συμπεριφορά του σε πληθωριστικά σοκ, όπου η συσχέτιση γίνεται θετική, επιβεβαιώνει ότι η προστατευτική του λειτουργία δεν είναι καθολική αλλά εξαρτάται από το είδος της κρίσης.

Τα κρατικά ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης παρουσιάζουν σταθερή προστατευτική λειτουργία σε περιβάλλοντα αποπληθωρισμού ή συστημικής κρίσης. Αυτό επιβεβαιώνει την υπόθεση H2, καθώς τα ευρήματα δείχνουν ότι τα ομόλογα λειτουργούν ως safe haven όταν επικρατεί αποπληθωρισμός, ύφεση ή συστημική αναταραχή. Η μείωση της αποτελεσματικότητάς τους σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού και αυστηρής νομισματικής πολιτικής ενισχύει περαιτέρω την υπόθεση, καθώς επιβεβαιώνει ότι η προστατευτική τους λειτουργία δεν είναι ανεξάρτητη από το μακροοικονομικό καθεστώς.

Τα νομίσματα ποιότητας εμφανίζουν πιο σύνθετη και λιγότερο σταθερή συμπεριφορά. Το αμερικανικό δολάριο ενισχύεται σε διεθνή σοκ λόγω της ζήτησης για ρευστότητα, αλλά δεν λειτουργεί ως ασφαλές καταφύγιο όταν η κρίση αφορά την αμερικανική οικονομία. Το ελβετικό φράγκο και το ιαπωνικό γεν παρουσιάζουν αποδυνάμωση των παραδοσιακών safe-haven ιδιοτήτων τους. Η υπόθεση H3 επιβεβαιώνεται εν μέρει, καθώς τα νομίσματα αυτά εμφανίζουν χαρακτηριστικά hedge σε κανονικές περιόδους, όπως προβλέπει η υπόθεση, αλλά δεν παρουσιάζουν συνεπή συμπεριφορά ασφαλούς επενδυτικού καταφυγίου σε περιόδους stress, επιβεβαιώνοντας ότι η προστατευτική τους λειτουργία δεν είναι σταθερή.

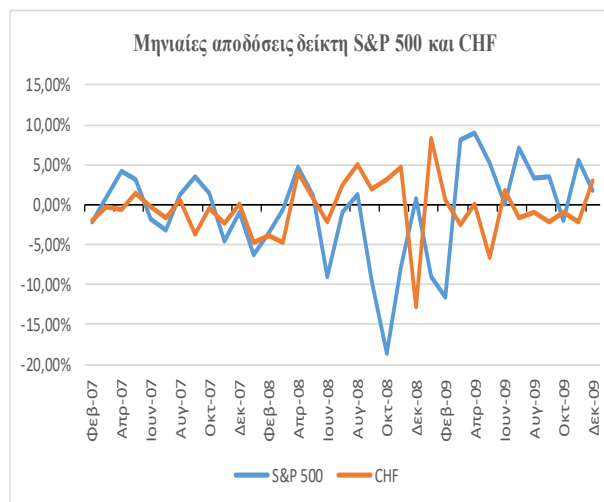
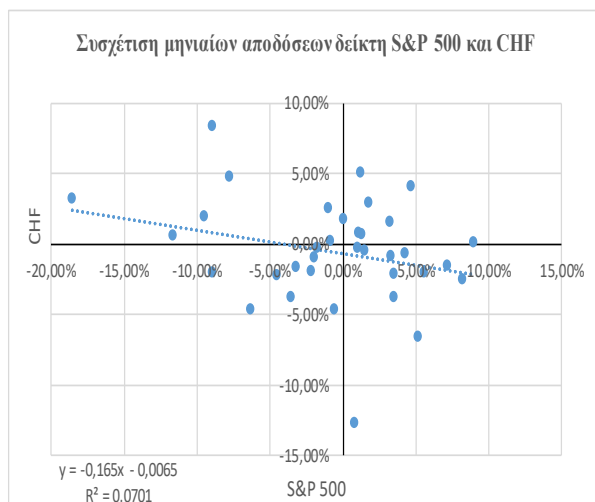
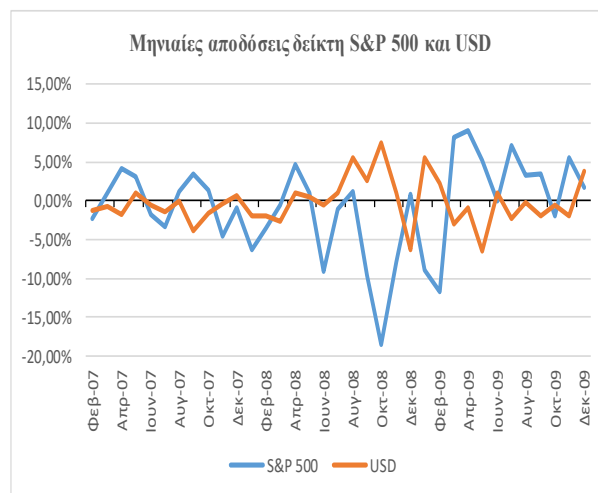
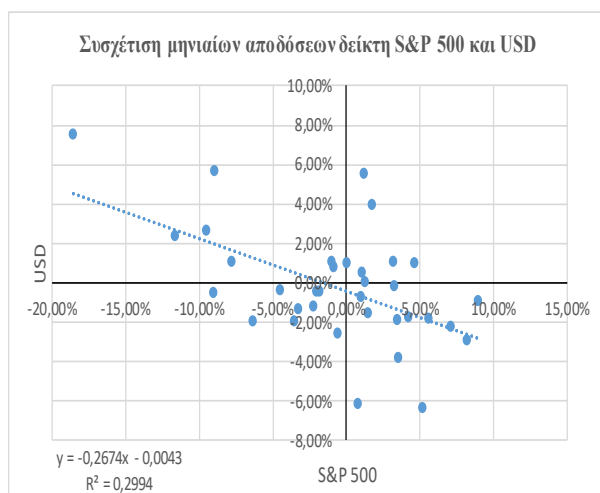
Το Bitcoin παρουσιάζει θετική συσχέτιση με τον δείκτη S&P 500 στις περισσότερες περιόδους και έντονα προκυκλική συμπεριφορά. Η υπόθεση H4 επιβεβαιώνεται πλήρως, καθώς τα ευρήματα δείχνουν ότι το Bitcoin δεν εμφανίζει ούτε σταθερή ούτε διαχρονικά συνεπή αντισυσχέτιση με τις μετοχές σε περιόδους κρίσης, ενώ η υψηλή μεταβλητότητά του ενισχύει τον χαρακτηρισμό του ως risk on περιουσιακού στοιχείου, σε πλήρη συμφωνία με την υπόθεση.

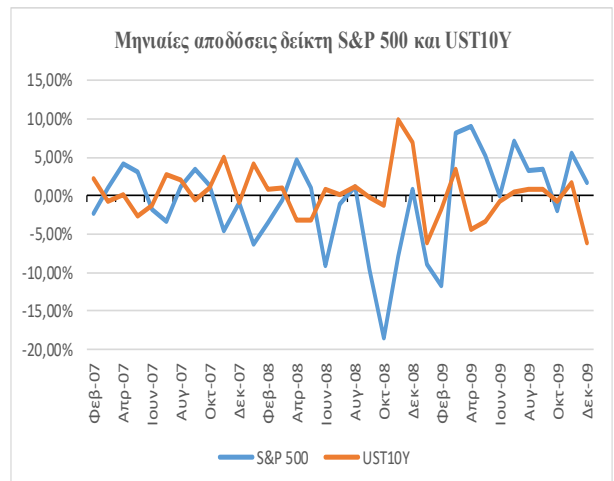
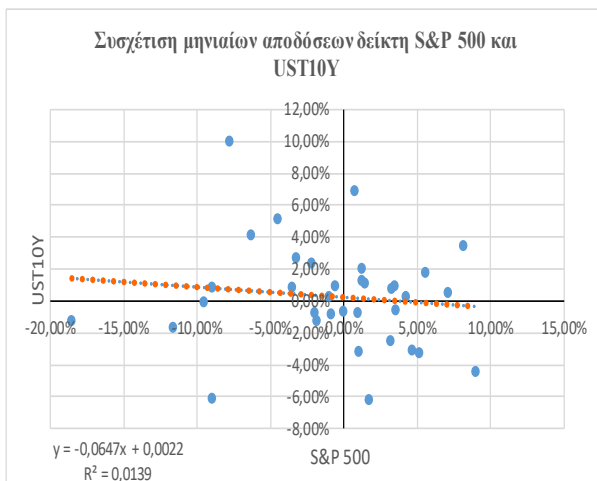
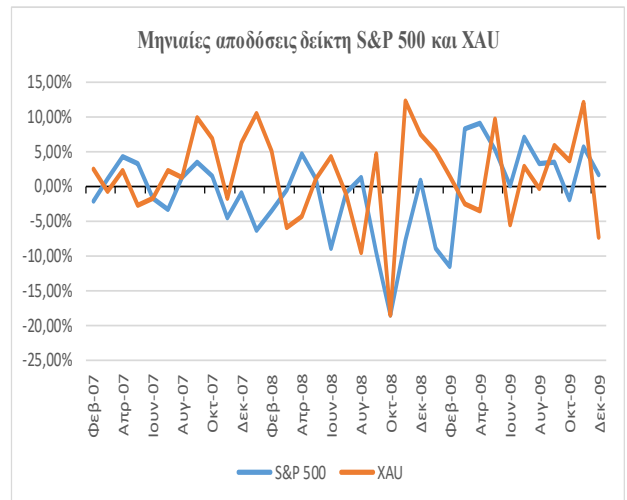
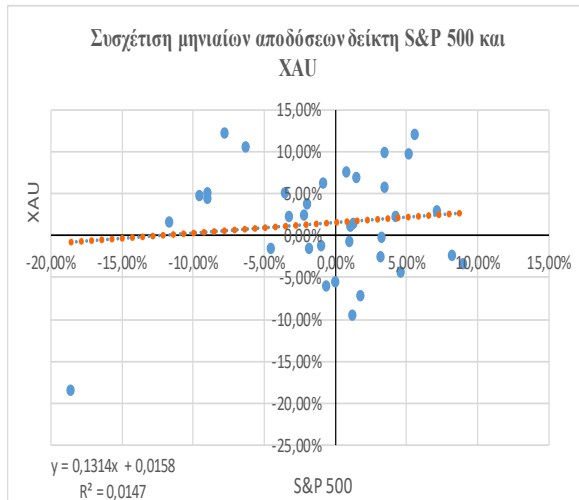
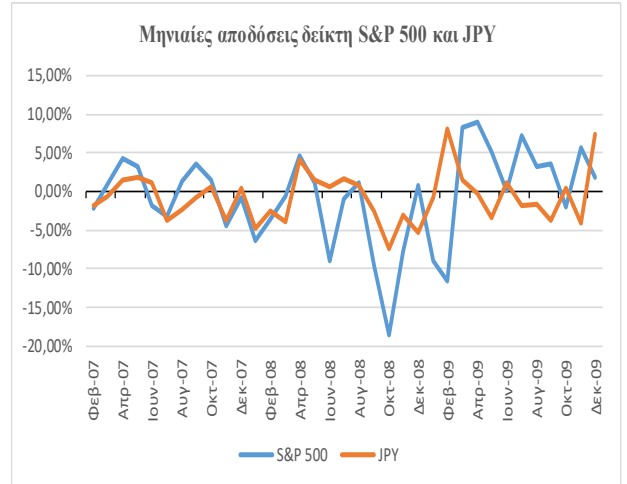
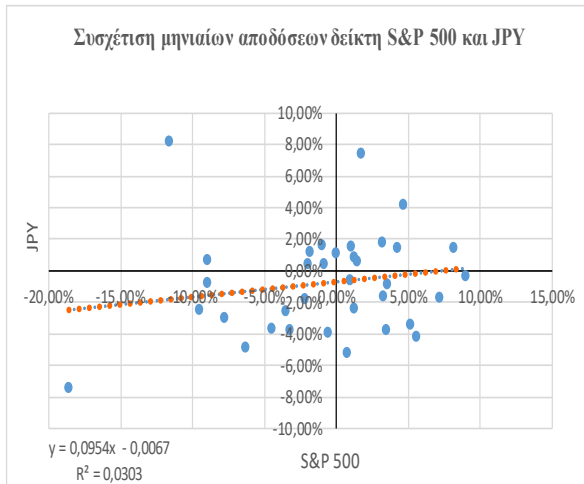
Συνολικά, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι κανένα περιουσιακό στοιχείο δεν λειτουργεί ως ασφαλές καταφύγιο σε όλες τις κρίσεις. Η αποτελεσματικότητα των safe havens εξαρτάται από το είδος της κρίσης, τις νομισματικές και μακροοικονομικές συνθήκες, τη γεωγραφική προέλευση του σοκ και τη συμπεριφορά των επενδυτών. Τα κρατικά ομόλογα παραμένουν τα πιο αξιόπιστα περιουσιακά στοιχεία σε συστημικά χρηματοπιστωτικά σοκ, ο χρυσός εμφανίζει ανθεκτικότητα σε περιβάλλοντα αυξημένης αβεβαιότητας, ενώ τα νομίσματα ποιότητας και το Bitcoin παρουσιάζουν ασυνεπή και μεταβαλλόμενη συμπεριφορά. Συνεπώς, η έννοια του ασφαλούς καταφυγίου δεν αποτελεί εγγενές και αμετάβλητο

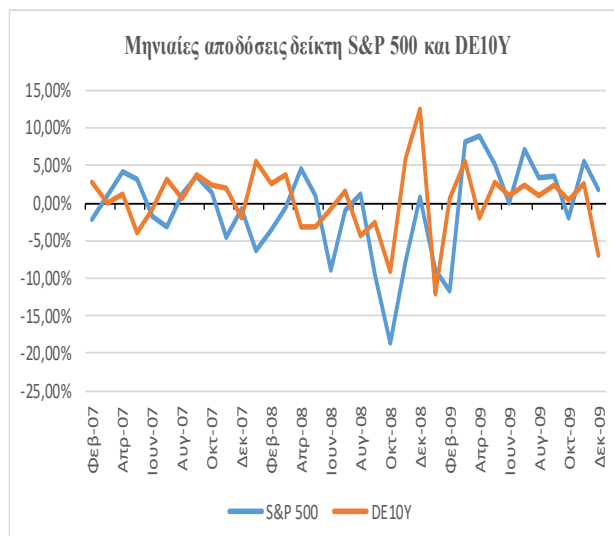
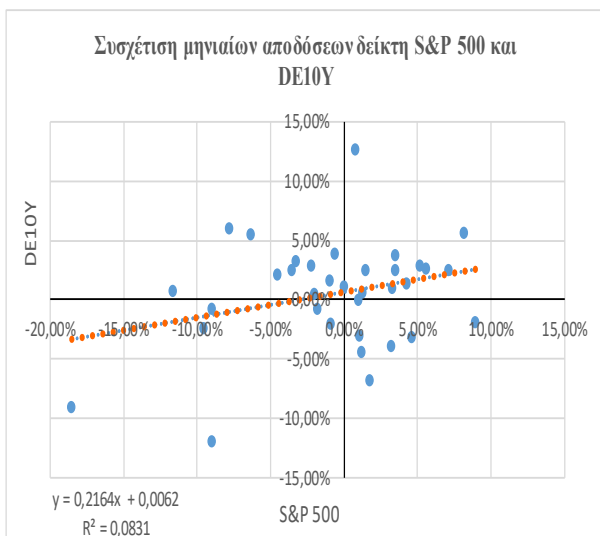
χαρακτηριστικό ενός περιουσιακού στοιχείου, αλλά δυναμική ιδιότητα που εξαρτάται από το μακροοικονομικό καθεστώς και τη φύση της κρίσης.

12. Γραφήματα

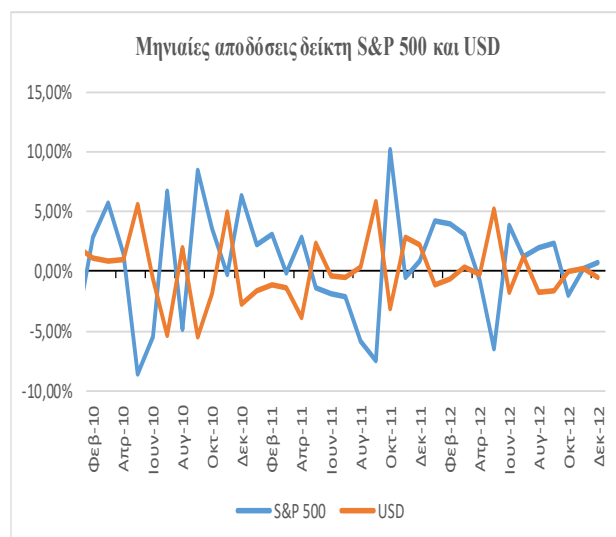
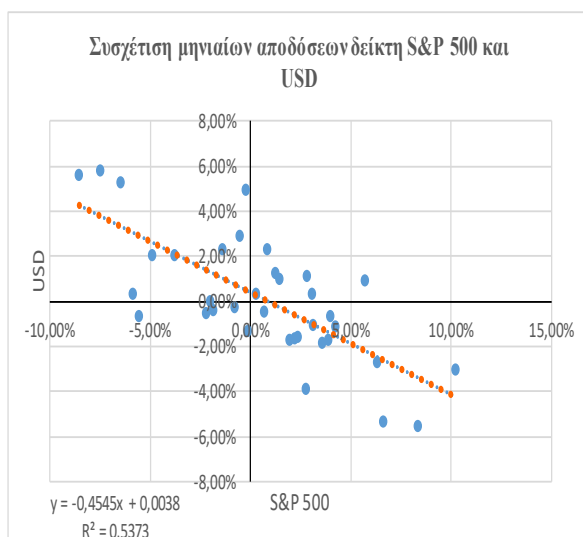
12.1 Γραφήματα των συσχετίσεων των μηνιαίων αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 κατά την περίοδο της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης

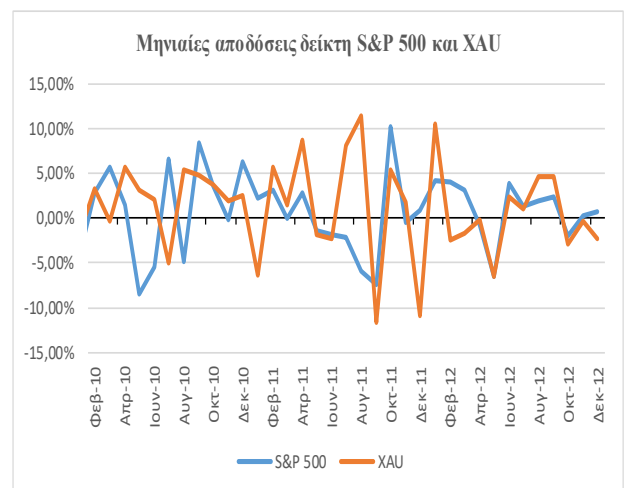
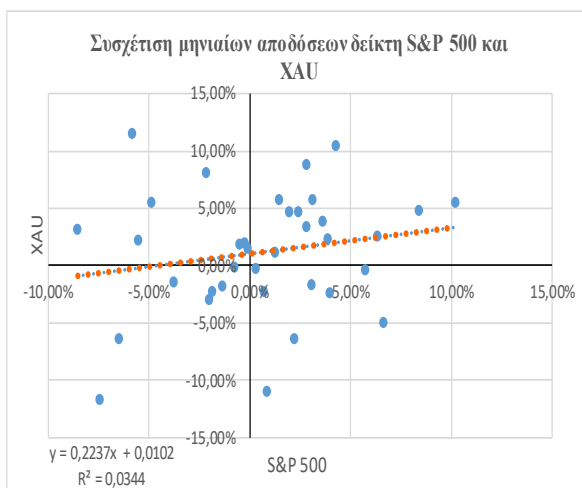
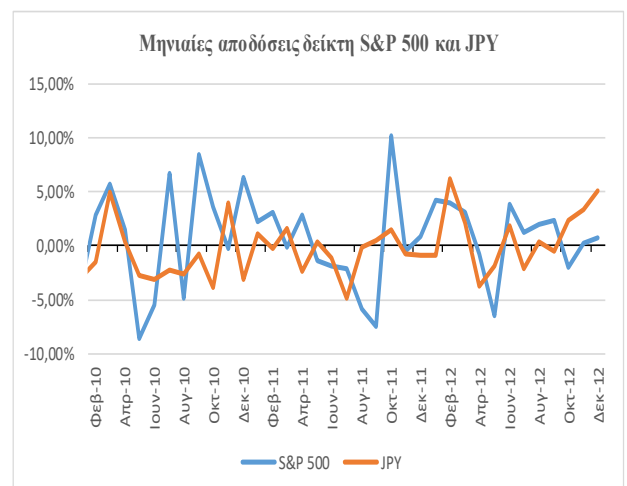
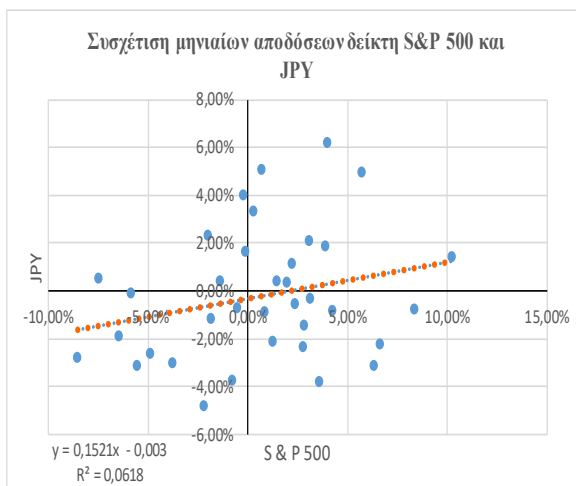
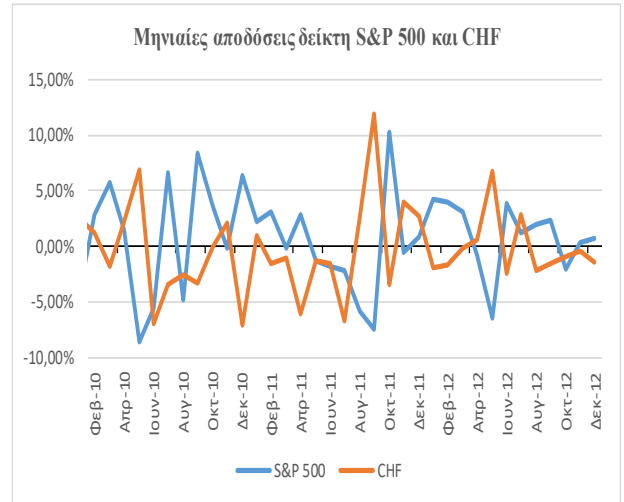
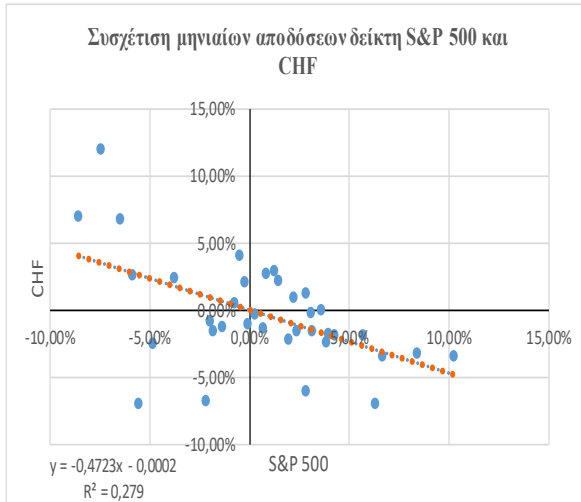


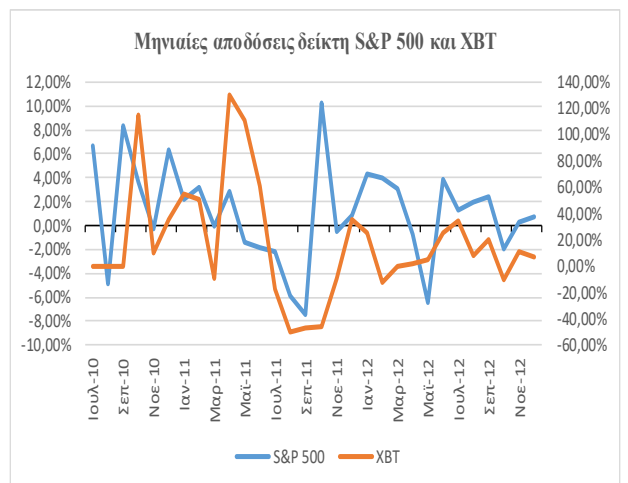
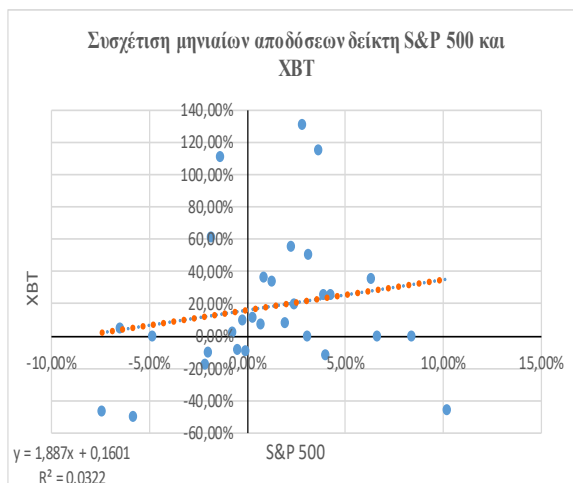
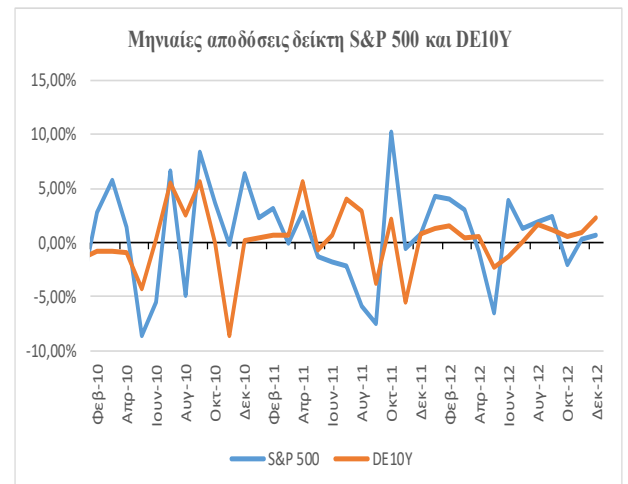
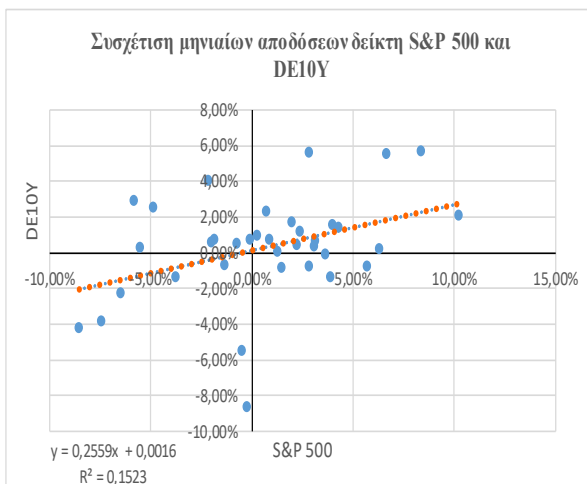
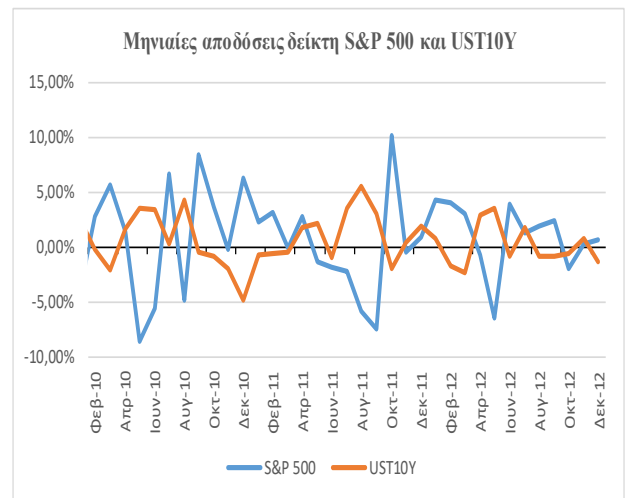
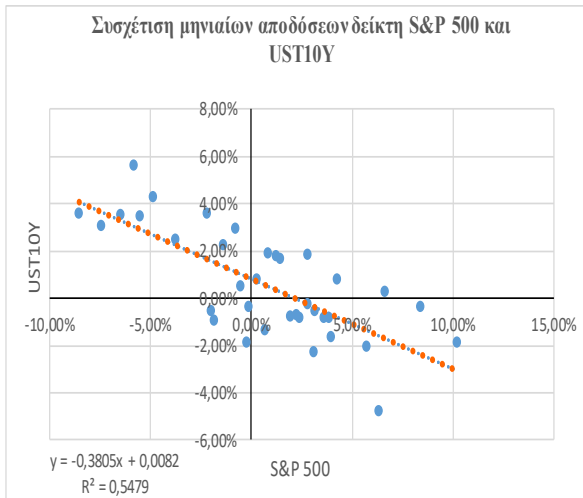




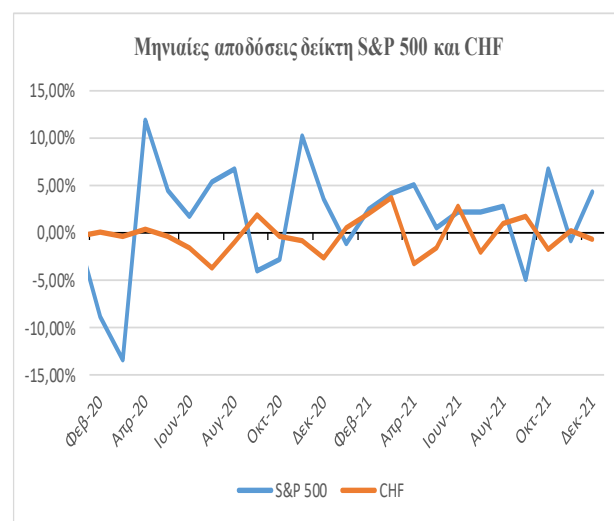
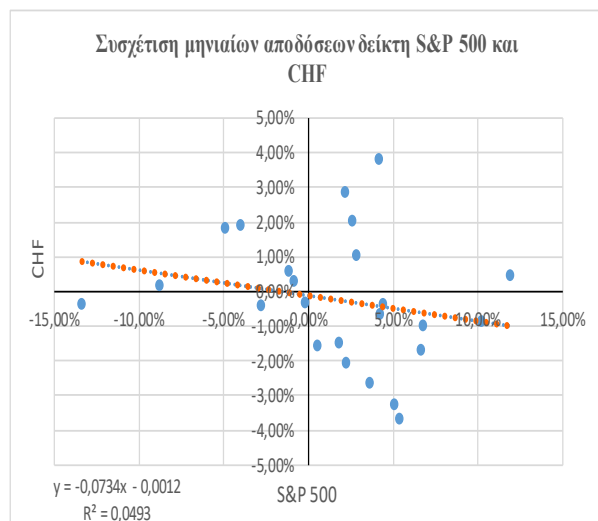
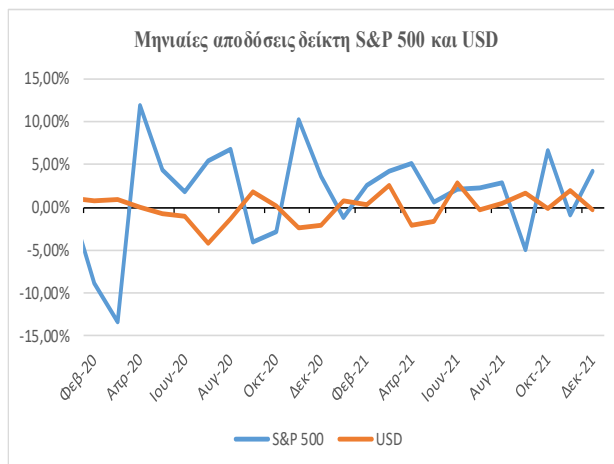
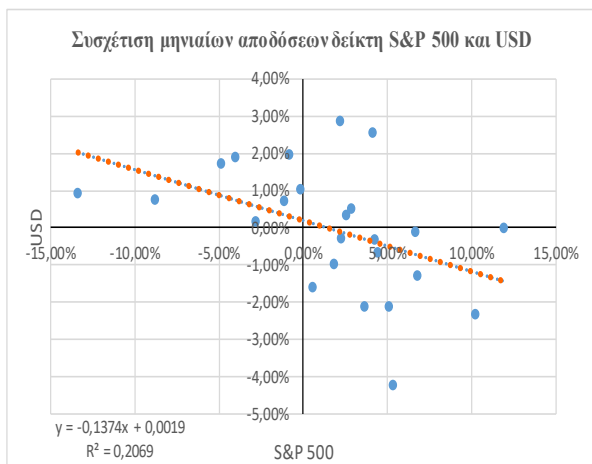
12.2 Γραφήματα των συσχετίσεων των μηνιαίων αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 κατά την περίοδο της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους

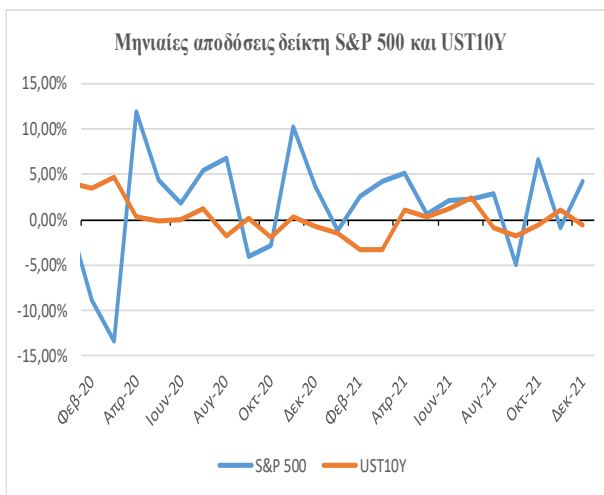
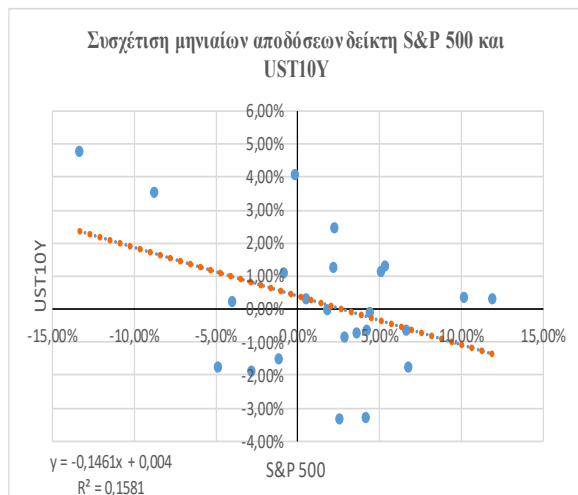
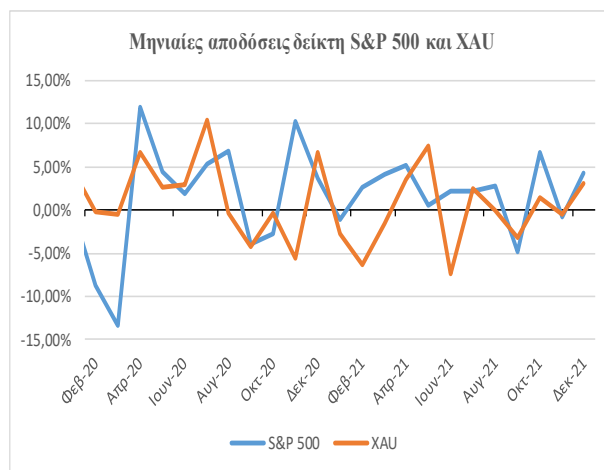
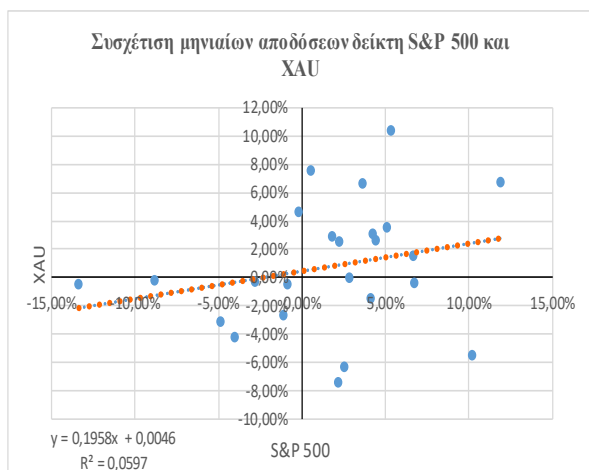
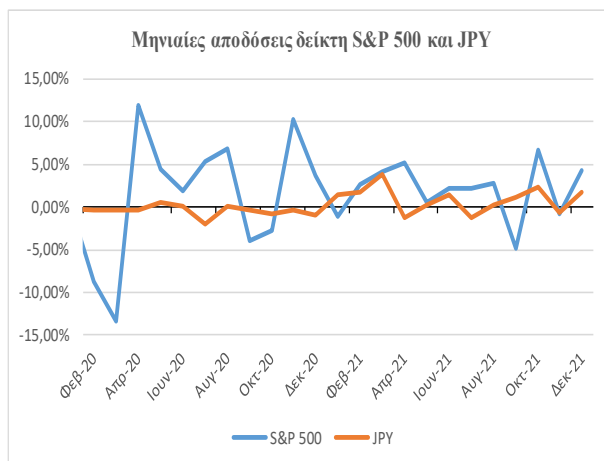
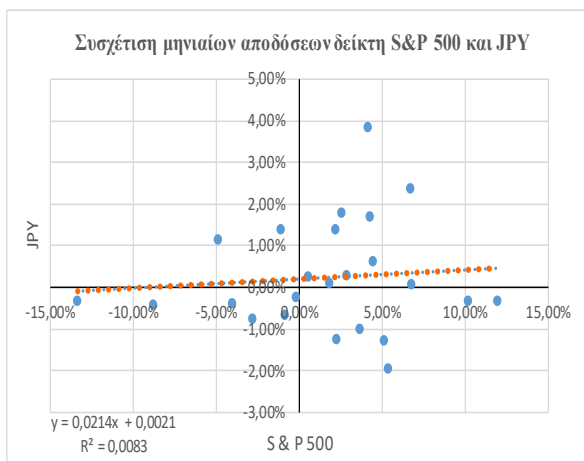


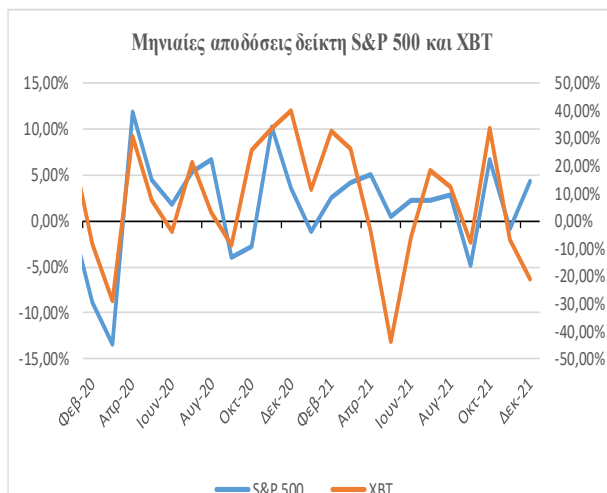
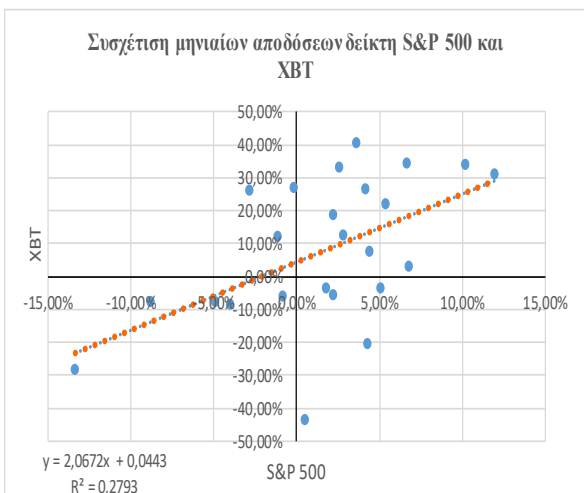
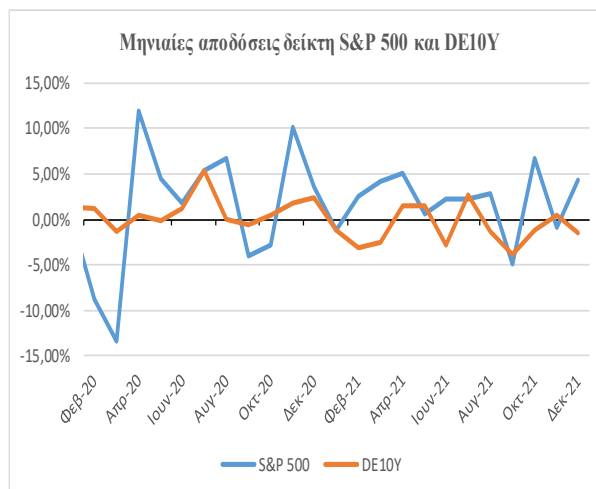
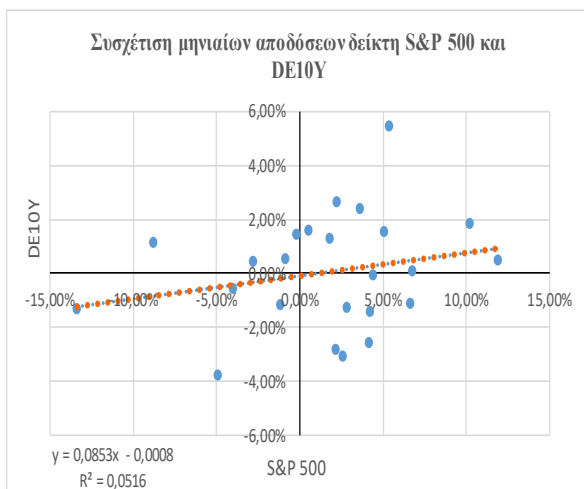




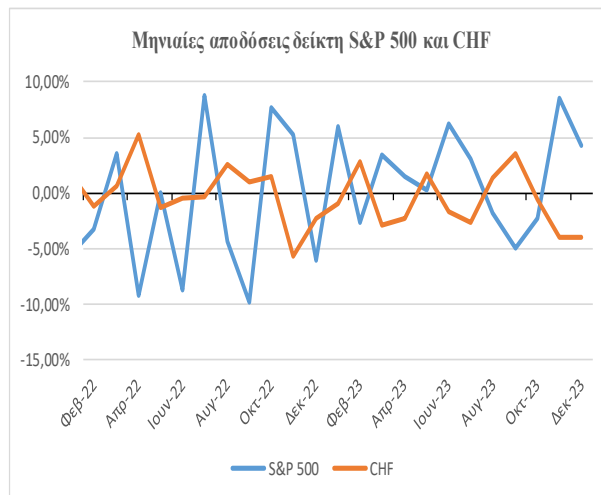
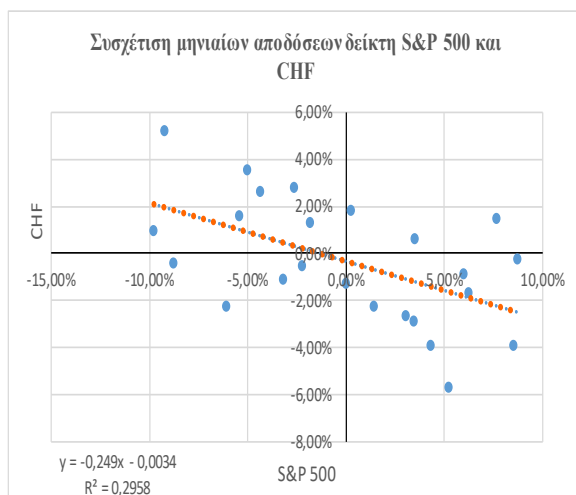
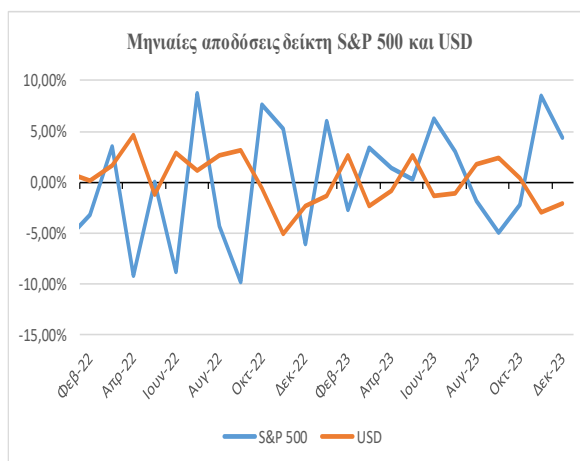
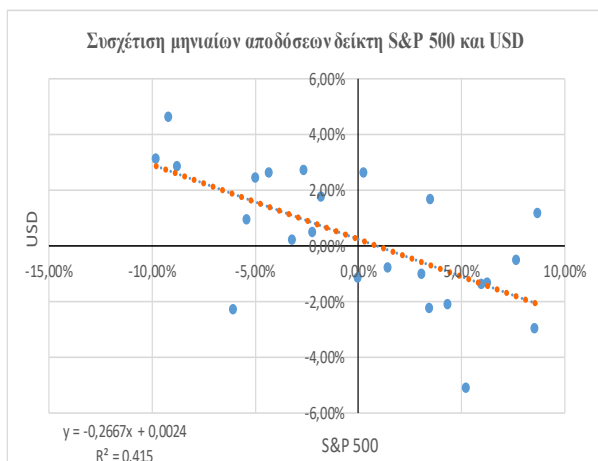
12.3 Γραφήματα των συσχετίσεων των μηνιαίων αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 κατά την περίοδο της Κρίσης της Πανδημίας COVID 19

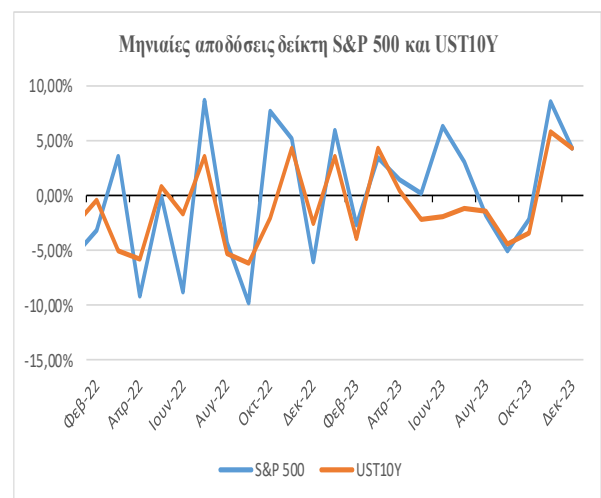
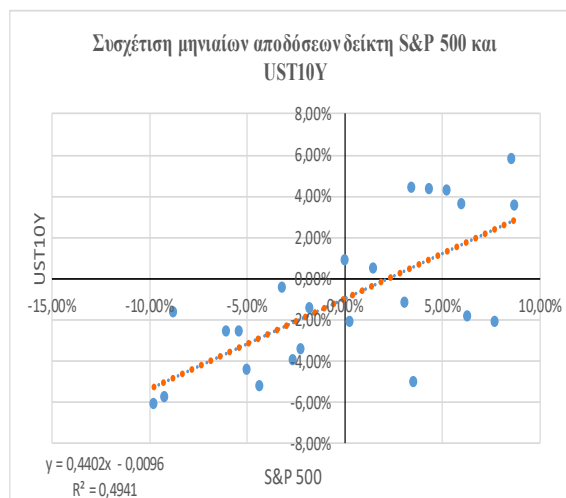
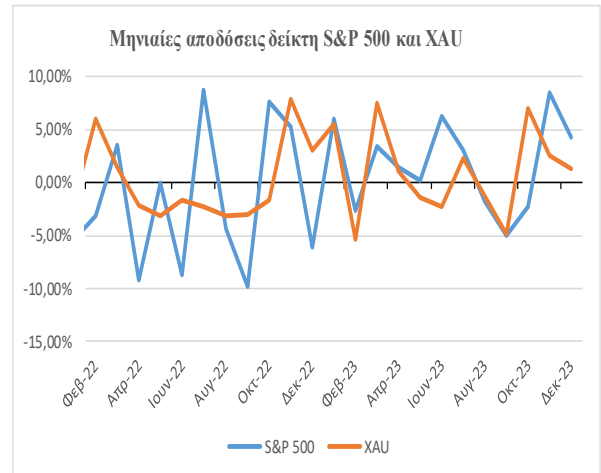
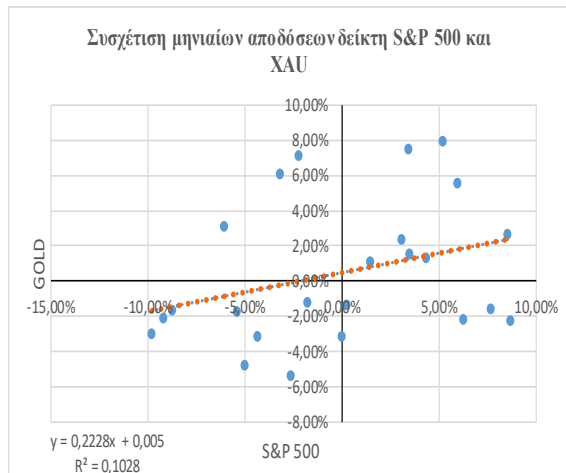
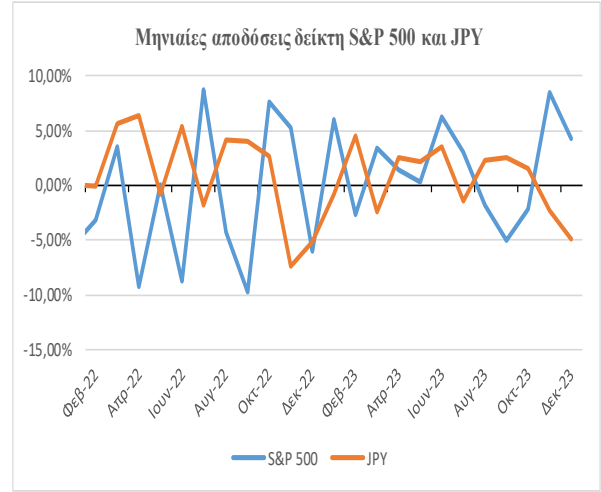
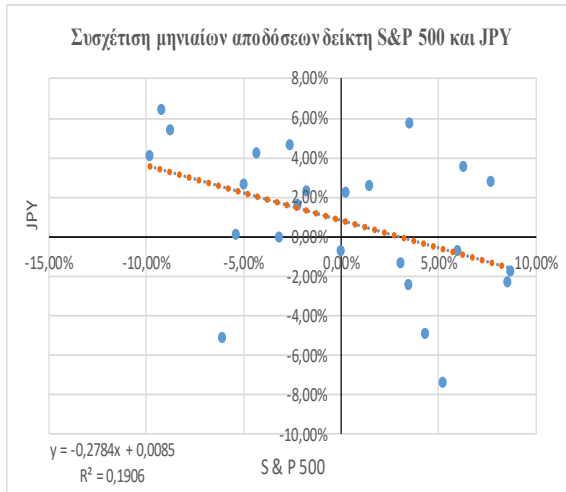


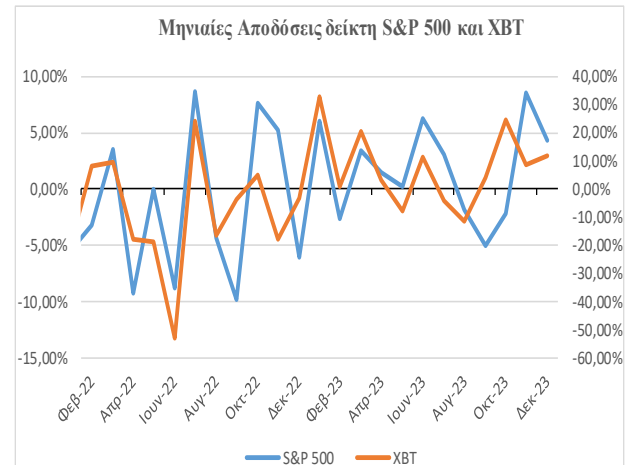
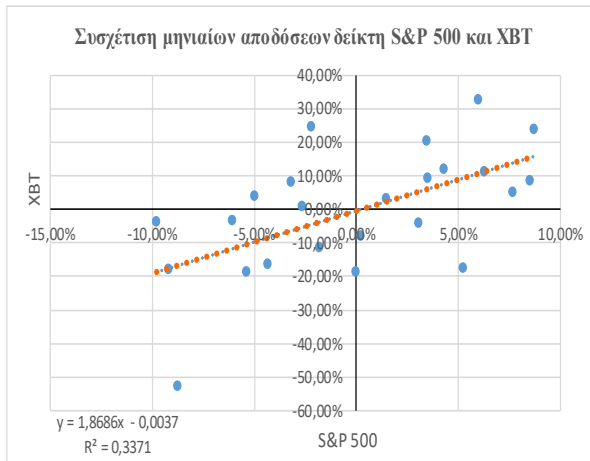
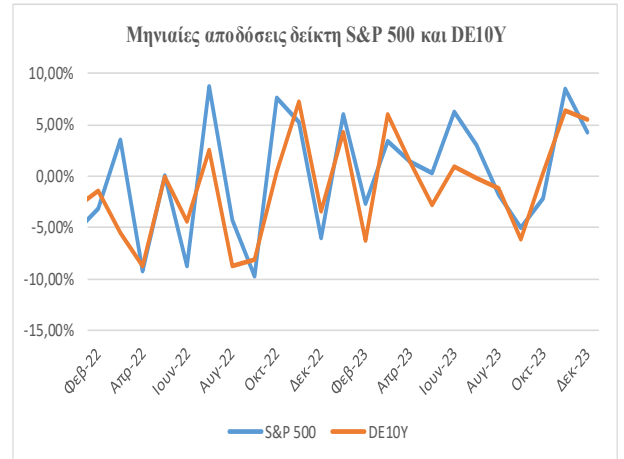
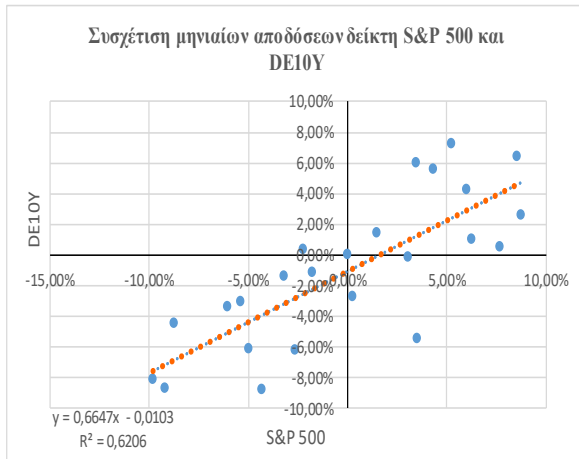




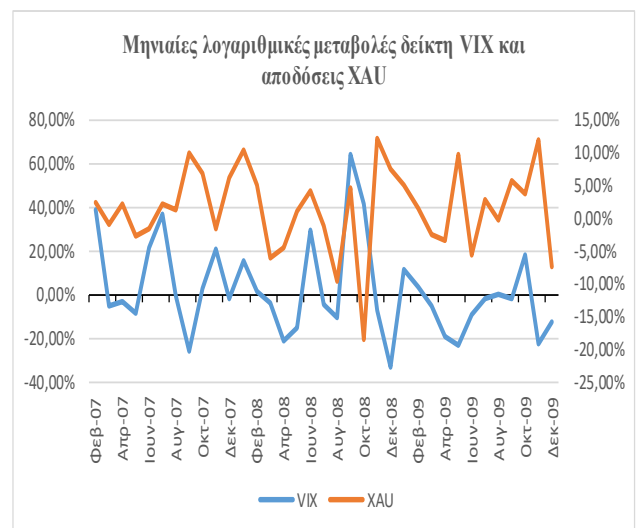
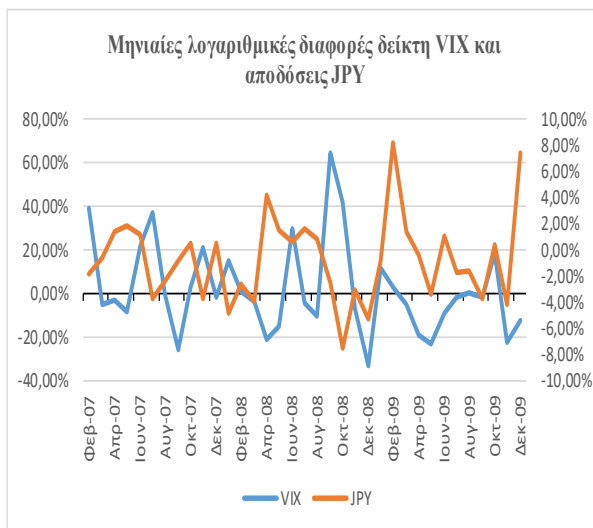
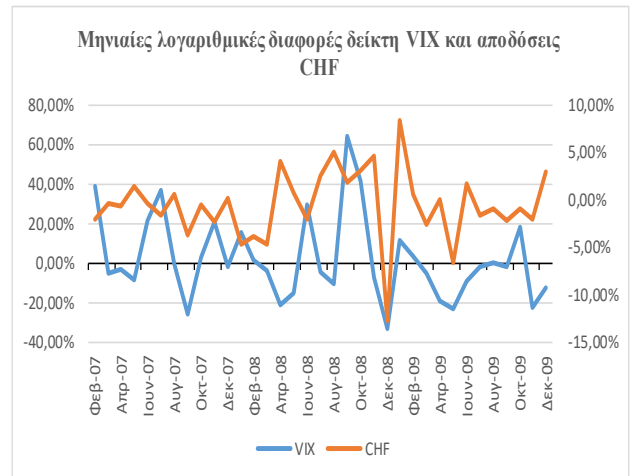
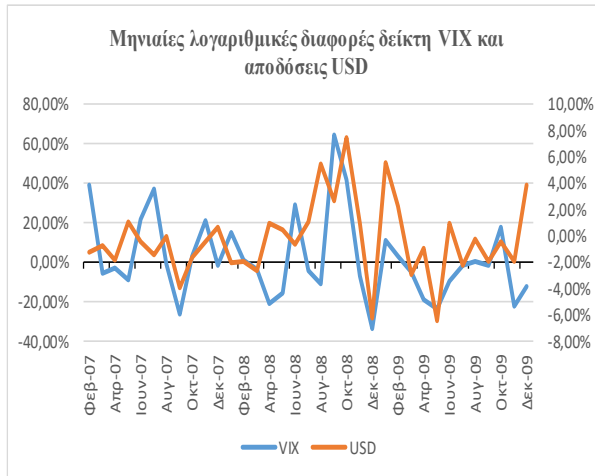
12.4 Γραφήματα των συσχετίσεων των μηνιαίων αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των αποδόσεων του δείκτη S&P 500 κατά την περίοδο της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης

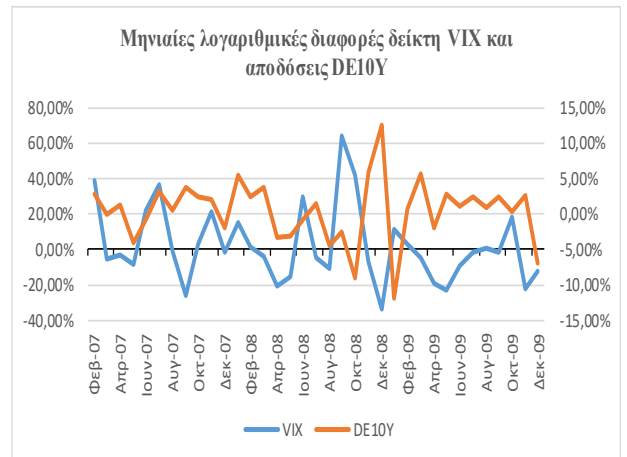
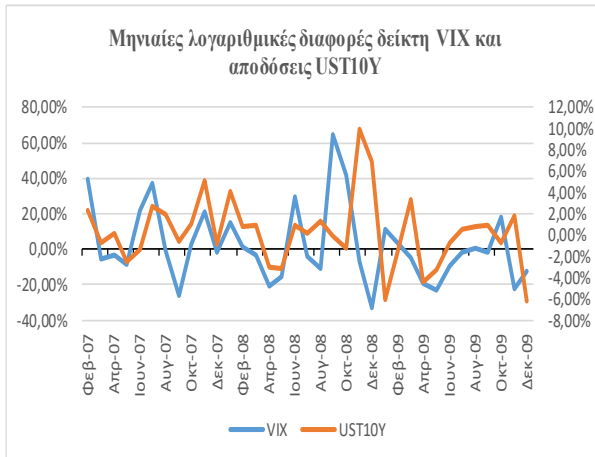




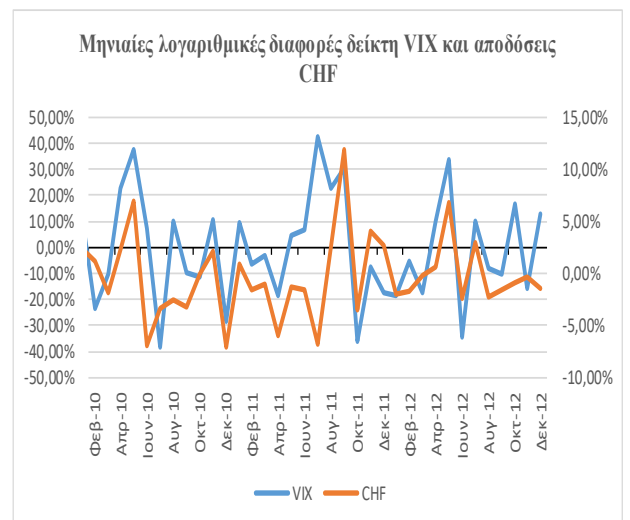
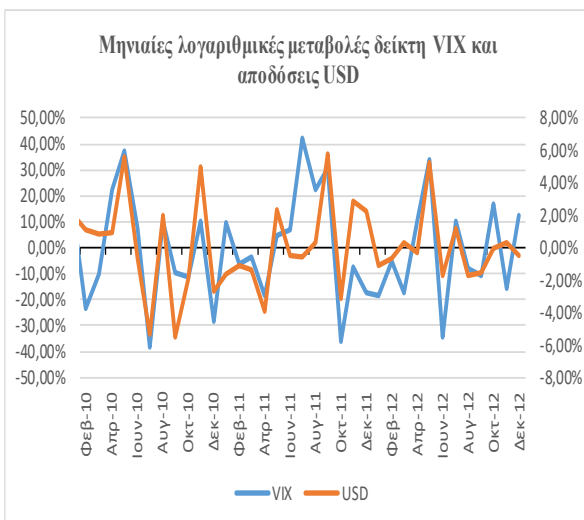


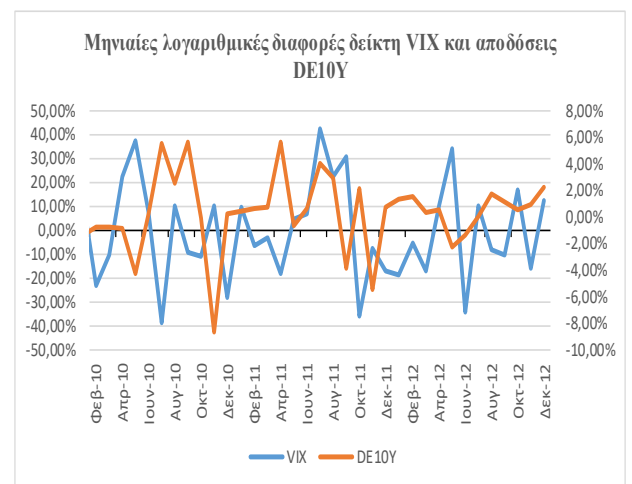
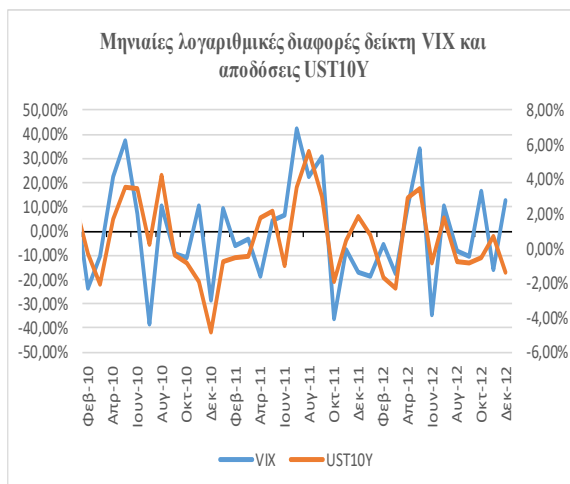
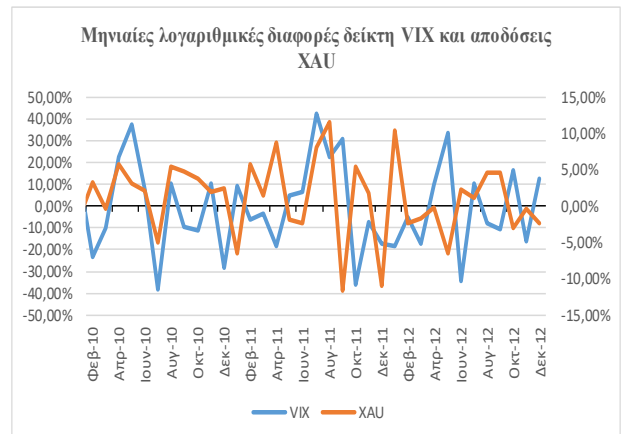
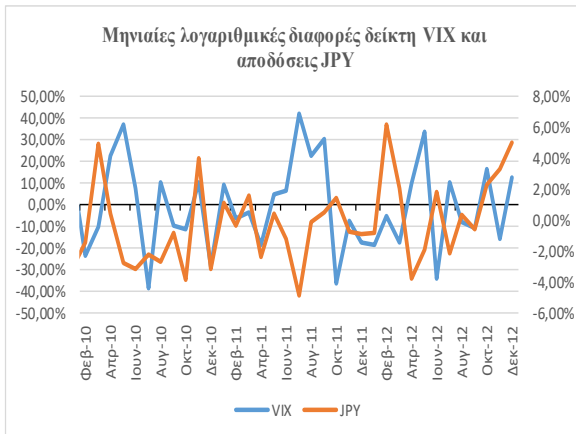
12.5 Γραφήματα των αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και των λογαριθμικών διαφορών του δείκτη VIX κατά την περίοδο της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης



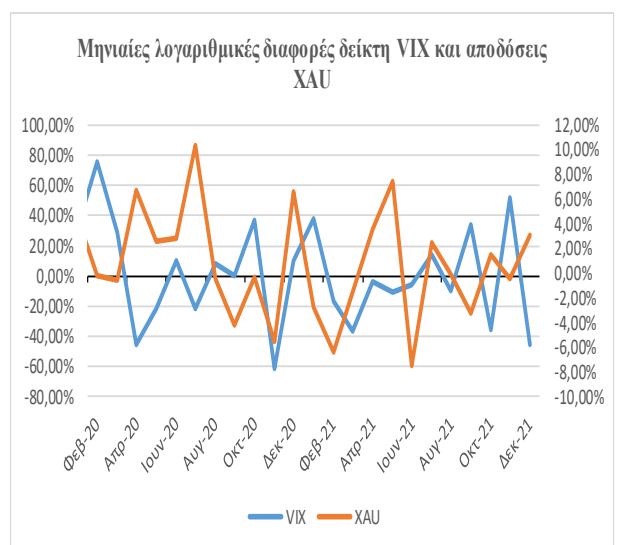
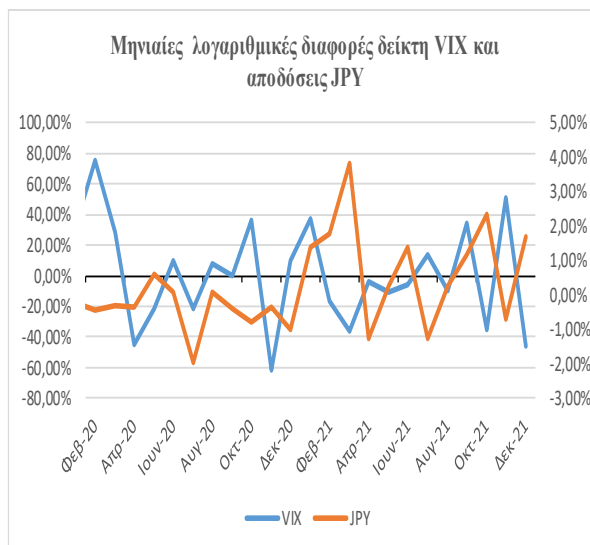
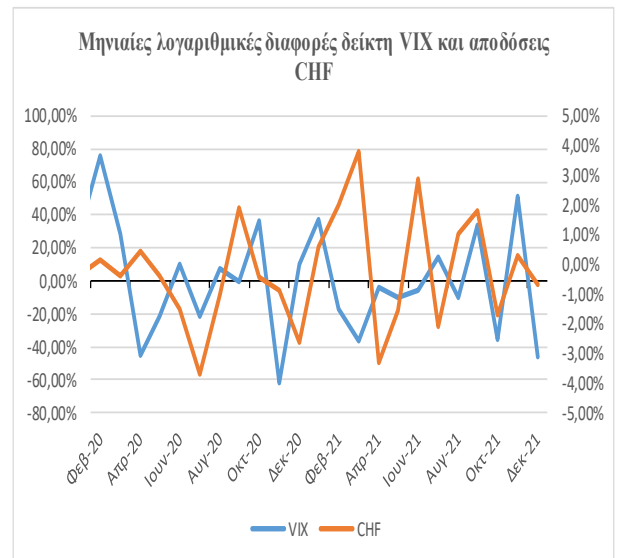
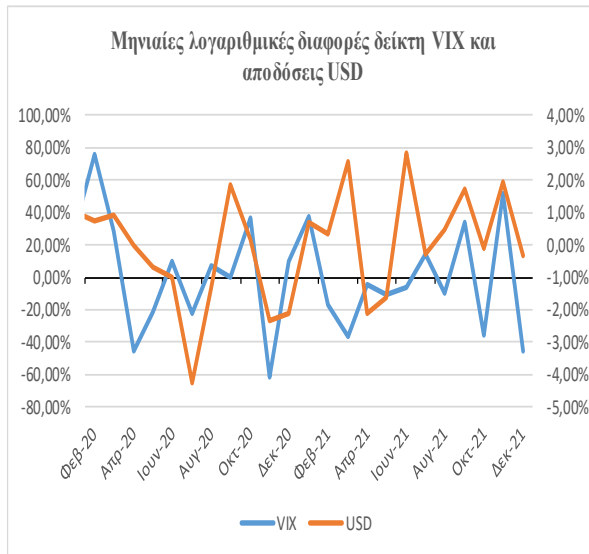


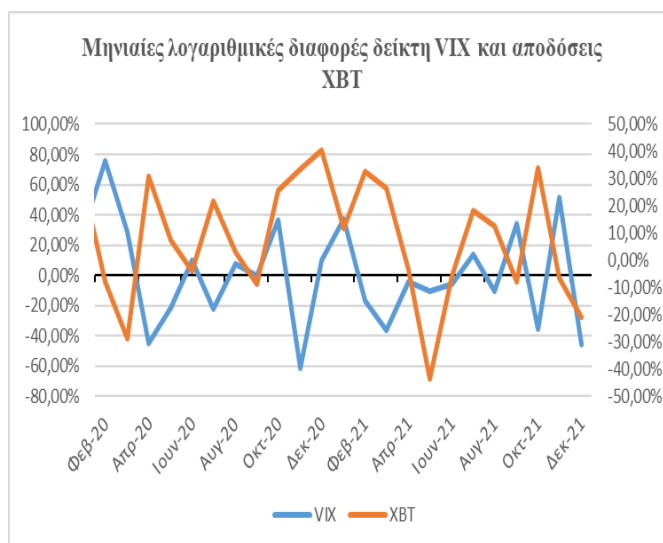
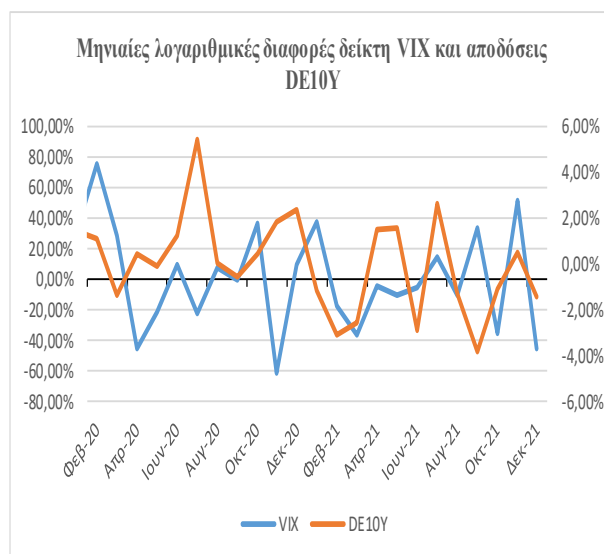
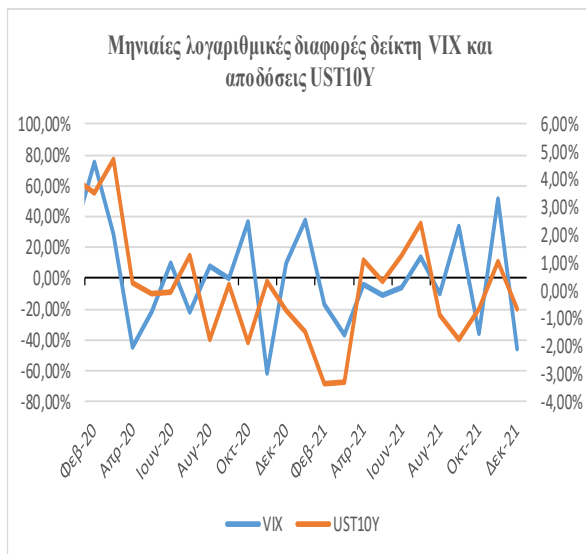
12.6 Γραφήματα των αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των λογαριθμικών διαφορών του δείκτη VIX κατά την περίοδο της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους



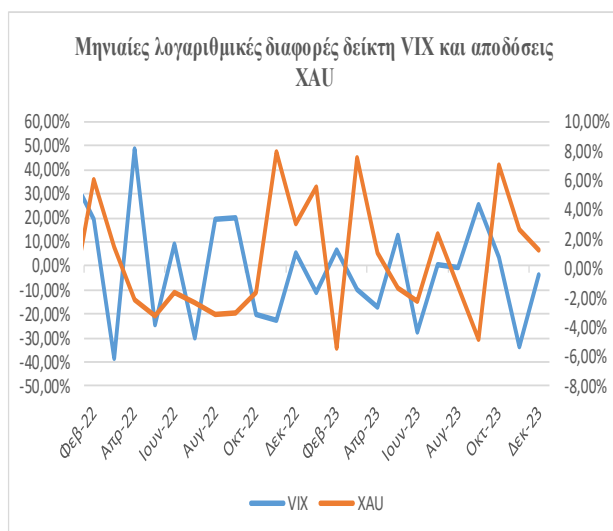
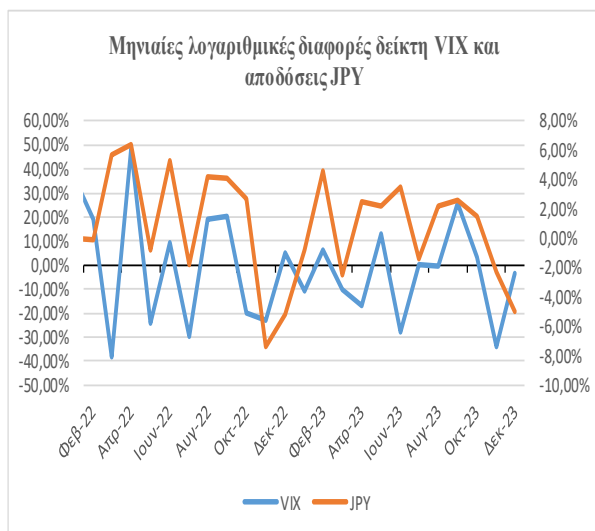
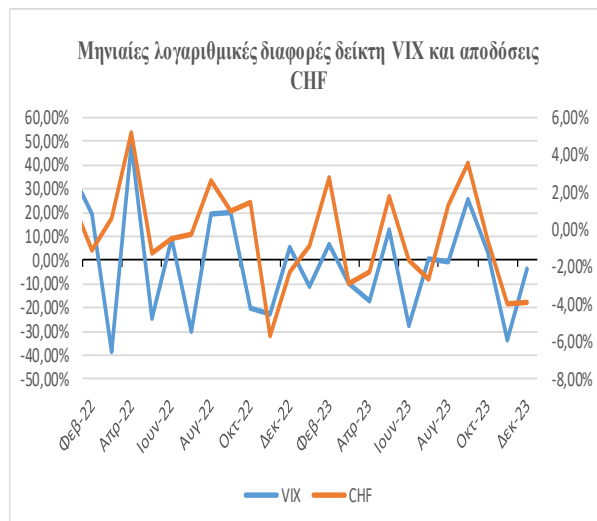
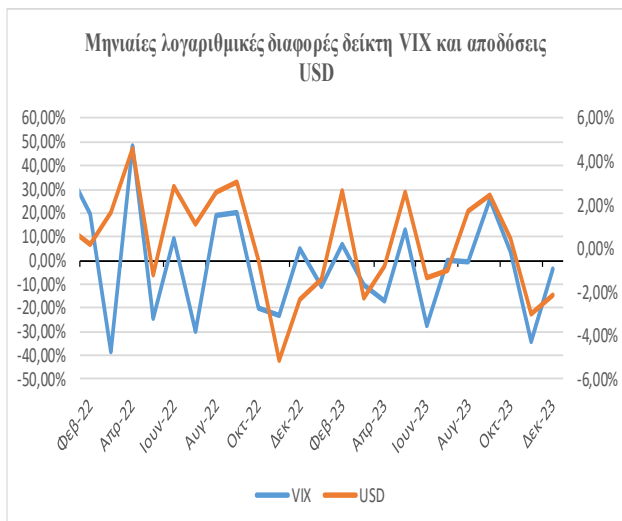


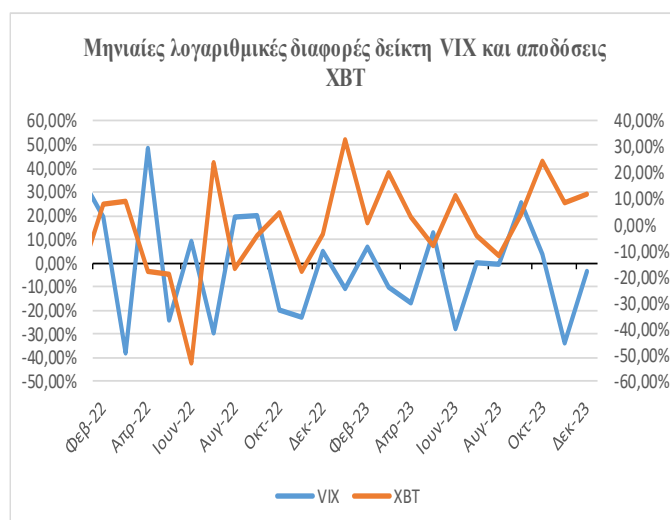
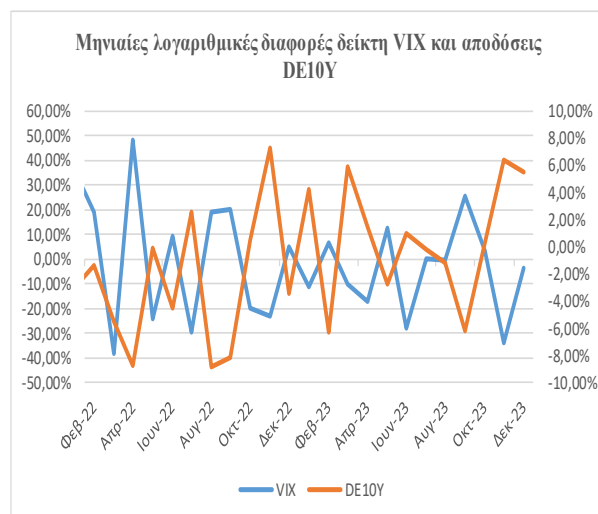
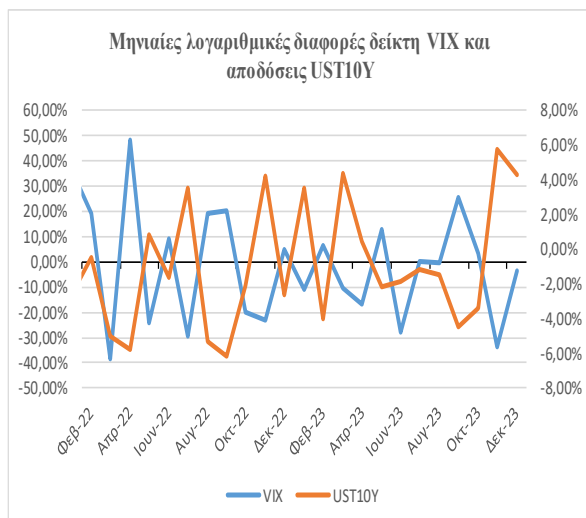
12.7 Γραφήματα των αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των λογαριθμικών διαφορών του δείκτη VIX κατά την περίοδο της Πανδημίας COVID 19





12.8 Γραφήματα των αποδόσεων των παραδοσιακών επενδυτικών καταφυγίων και του Bitcoin και των λογαριθμικών διαφορών του δείκτη VIX κατά την περίοδο της Πληθωριστικής και Ενεργειακής Κρίσης





Βιβλιογραφία

- Βικιπαίδεια (2025b). Κοινωνικές και οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας COVID-19 [Κοινωνικές και οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας COVID-19 - Βικιπαίδεια](#)
- Βικιπαίδεια (2025c). Ρωσο-Ουκρανικός πόλεμος [Ρωσο-Ουκρανικός πόλεμος - Βικιπαίδεια](#)
- Βικιπαίδεια (2025). Διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση 2007–2008 [Διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2008 - Βικιπαίδεια](#)
- Βικιπαίδεια (2025a). Πληθωριστική κρίση 2021–σήμερα. [Πληθωριστική κρίση 2021 - σήμερα - Βικιπαίδεια](#)
- Βικιπαίδεια (2024) Δολάριο ΗΠΑ [Δολάριο ΗΠΑ - Βικιπαίδεια](#)
- Βικιπαίδεια (2024) Ελβετικό φράγκο [Ελβετικό φράγκο - Βικιπαίδεια](#)
- Βικιπαίδεια (2024) Ελβετία [Ελβετία - Βικιπαίδεια](#)
- **Smales, L.A.** (2019). Bitcoin as a safe haven: Is it even worth considering? Finance Research Letters, 30, pp.385–392. [Bitcoin as a safe haven: Is it even worth considering? - ScienceDirect](#)
- **Ranaldo, A. and Söderlind, P.** (2010). Safe haven currencies. Review of Finance, 14(3), pp.385–407. [\(PDF\) Save Haven Currencies](#)
- **Ji, Q., Zhang, D. and Zhao, Y.** (2020). Searching for safe-haven assets during the COVID-19 pandemic. International Review of Financial Analysis, 71, 101526. [Searching for safe-haven assets during the COVID-19 pandemic - ScienceDirect](#)
- **Flavin, T., Morley, C. and Panopoulou, E.** (2014). Safe haven assets and investor behaviour. International Review of Financial Analysis, 34, pp.131–145.
- **Chemkha, R., BenSaïda, A., Ghorbel, A. and Tayachi, T.** (2021). Hedge and safe haven properties during COVID-19: Evidence from Bitcoin and gold. The Quarterly Review of Economics and Finance, 82, pp.71–85. [Hedge and safe haven properties during COVID-19: Evidence from Bitcoin and gold - ScienceDirect](#)

- **Baur, D.G. and Lucey, B.M.** (2010). Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), pp.1886–1898. [Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold | Request PDF](#)
- **Baur, D.G. and McDermott, T.K.J.**, (2010). Is Gold a Safe Haven? International Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), pp.1886–1898. [Is gold a safe haven? International evidence - ScienceDirect](#)
- **Baur, D.G. and McDermott, T.K.J.**, (2013). Financial Turmoil and Safe Haven Assets. *SSRN Electronic Journal*. [Financial Turmoil and Safe Haven Assets | Request PDF](#)
- **Baur, D.G., Dimpfl, T. and Kuck, K.**, (2021). Safe Haven Assets – The Bigger Picture. *SSRN Electronic Journal*. [\(PDF\) Safe Haven Assets -The Bigger Picture](#)
- **Baur, D.G. and Smales, L.A.**, (2020). Hedging geopolitical risk with precious metals. *Journal of Banking & Finance*, 113, p.105761. [Hedging geopolitical risk with precious metals - ScienceDirect](#)
- **Bouri, E., Molnár, P., Azzi, G., Roubaud, D. and Hagfors, L.I.**, (2017). On the hedge and safe haven properties of Bitcoin: Is it really more than a diversifier?. *Finance Research Letters*, 20, pp.192–198. [On the hedge and safe haven properties of Bitcoin: Is it really more than a diversifier? - ScienceDirect](#)
- **Chen, X. and Mo, D.**, (2025). Revaluating Safe Havens: The Effectiveness of Traditional Assets During Extreme Crises. *International Review of Economics and Finance*, 104, p.104620. [Revaluating safe havens: The effectiveness of traditional assets during extreme crises? - ScienceDirect](#)
- **Dimitriou, D., Kenourgios, D. and Simos, T.**, (2020). Are There Any Other Safe Haven Assets? Evidence for "Exotic" and Alternative Assets. *International Review of Economics and Finance*, 69, pp.614–628. [Are there any other safe haven assets? Evidence for “exotic” and alternative assets - ScienceDirect](#)
- **Beber, A., Brandt, M.W. & Kavajecz, K.A.** (2009) ‘Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market’, *Review of Financial Studies*, 22(3), pp. 925–957. [Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence From the Euro-Area Bond Market | NBER](#)

- **Bibow, J.** (2013) Germany and the Euro Crisis: The Making of a Vulnerable Haven. Levy Economics Institute Working Paper No. 767. [\(PDF\) Germany and the Euroland Crisis: The Making of a Vulnerable Haven](#)
- **Cheah, E.T. & Fry, J.** (2015) ‘Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin’, Economics Letters, 130, pp.32–36. [Speculative bubbles in Bitcoin markets? An empirical investigation into the fundamental value of Bitcoin - ScienceDirect](#)
- **Dyhrberg, A.H.** (2016) ‘Bitcoin, gold and the dollar – A GARCH volatility analysis’, Finance Research Letters, 16, pp.85–92. [Bitcoin, gold and the dollar – A GARCH volatility analysis - ScienceDirect](#)
- **Umar, M., Su, C-W., Rizvi, S.K.A. & Shao, X-F.** (2021) ‘Bitcoin: A safe haven asset and a winner amid political and economic uncertainties in the US?’, Technological Forecasting & Social Change, 167, 120680. [Bitcoin: A safe haven asset and a winner amid political and economic uncertainties in the US? - ScienceDirect](#)
- **Urquhart, A. and Zhang, H.** (2019). Is Bitcoin a hedge or safe haven for currencies? An intraday analysis. International Review of Financial Analysis, 63, pp.49–57. [Is Bitcoin a hedge or safe haven for currencies? An intraday analysis - ScienceDirect](#)
- **Yang, C., Wang, X. and Gao, W.** (2022). Is Bitcoin a better hedging and safe-haven investment than traditional assets against currencies? Evidence from the time-frequency domain approach. North American Journal of Economics and Finance, 62, 101747. [Is Bitcoin a better hedging and safe-haven investment than traditional assets against currencies? Evidence from the time-frequency domain approach - ScienceDirect](#)
- **Fernandes, N.** (2020). Economic Effects of Coronavirus Outbreak (COVID-19) on the World Economy. IESE Business School Working Paper No. WP-1240-E. [\(PDF\) Economic effects of coronavirus outbreak \(COVID-19\) on the world economy](#)
- **De Grauwe, P.** (2013). Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? LSE ‘Europe in Question’ Discussion Paper Series, No. 57. [Design Failures in the Eurozone: Can They Be Fixed? | Request PDF](#)

- **Baur, D.G. & McDermott, T.K.** (2016) Why is gold a safe haven? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 10, pp. 63–71. [Why is gold a safe haven? - ScienceDirect](#)
- **Baur, D.G. & Glover, K.J.** (2012) The Destruction of a Safe Haven Asset? UTS Business School Working Paper. [\(PDF\) The Destruction of a Safe Haven Asset?](#)
- **Okoroafor, U.C. & Leirvik, T.** (2023) *Time-varying market efficiency of safe-haven assets*. *Finance Research Letters*, 56, 104024. [Time-varying market efficiency of safe-haven assets - Norwegian Research Information Repository](#)
- **Triki, M.B. & Ben Maatoug, A.** (2021) The gold market as a safe haven against stock market uncertainty: Evidence from geopolitical risk. *Resources Policy*, 70, 101872. [The GOLD market as a safe haven against the stock market uncertainty: Evidence from geopolitical risk - ScienceDirect](#)
- **Cheema, M.A., Faff, R. & Szulczyk, K.R.** (2022) ‘The safe haven properties of gold, silver, US dollar and bonds during COVID-19’, *International Review of Financial Analysis*, 81, 102103. [The 2008 global financial crisis and COVID-19 pandemic: How safe are the safe haven assets? - ScienceDirect](#)
- **He, Z. & Krishnamurthy, A.** (2020) *Are US Treasury Bonds Still a Safe Haven?* NBER Reporter, Issue 3, pp. 20–24. [Are US Treasury Bonds Still a Safe Haven? | NBER](#)
- **Gorton, G.**, (2010). Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007. *Journal of Financial Economics*.
- **De Grauwe, P.** (2013). Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed? LSE ‘Europe in Question’ Discussion Paper Series, No. 57. [Design Failures in the Eurozone: Can They Be Fixed? | Request PDF](#)
- **Meier, A. & Jalles, J.T.** (2012). *Germany’s safe haven status in times of crisis*. IMF Working Paper No. 12/131.
- **Bibow, J.**, (2013). Lost at sea: The euro needs a euro treasury. *Real-World Economics Review*, 63, pp.103–118. [\(PDF\) Lost at Sea: The Euro Needs a Euro Treasury LSE FINANCIAL MARKETS GROUP SPECIAL PAPER SERIES](#)
- **Azimli, A.** (2024) Is gold a safe haven for the U.S. dollar during extreme conditions? *International Economics*, 177, 100478. [Is gold a safe haven for the U.S. dollar during extreme conditions? - ScienceDirect](#)

- **Ryan, J. & Li, Y.Y.** (2025) How Gold's Safe-Haven Appeal Is Fueling Record Prices. Bloomberg News, 18 September. [Gold Price Record: How Debasement Trade, Safe-Haven Demand Is Fueling Rally - Bloomberg](#)
- **Atkins, A. & McCormick, L.C.** (2025) Are Treasuries Really Losing Their Safe-Haven Appeal? [US Treasuries Safe-Haven Status Hit By Trump Tariffs. What Does It Mean? - Bloomberg](#)
- **Duffie, D.** (2025) How US Treasuries Can Remain the World's Safe Haven. Journal of Economic Perspectives, 39(2), pp. 195–214. [How US Treasuries Can Remain the World's Safe Haven - American Economic Association](#)
- **Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S.,** (2009). This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press. [\(PDF\) This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly](#)
- **Bank for International Settlements.** (2023). Report on the 2023 Banking Turmoil. [Report on the 2023 banking turmoil](#)
- **CGAA.** (2025). (2023) United States Banking Crisis: Economic Fallout Unfolds. [2023 United States Banking Crisis: Economic Fallout Unfolds](#)
- **Federal Reserve.** (2023). Bank Term Funding Program Overview. [13-3-report-btftp-20230316.pdf](#)
- **Chicago Fed.** (2025). Rushing to Judgment and the Banking Crisis of 2023. [Rushing to Judgment and the Banking Crisis of 2023 - Federal Reserve Bank of Chicago](#)
- **KnowYourCurrency,** (2024). Why the Swiss franc is a safe haven currency. [Why the Swiss Franc Is a Safe Haven Currency - Know Your Currency](#)
- **ReelFinancial,** 2024. Swiss Franc as a safe haven currency. [Why Is CHF a Safe-Haven Currency? - Reelfinancial.com](#)
- **ECB** (2020). Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). [Pandemic emergency purchase programme \(PEPP\)](#)
- **Federal Reserve** (2020). Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy. [Federal Reserve Board - Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy](#)
- **IMF** (2020). World Economic Outlook: The Great Lockdown. [World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown](#)

- **ECB** (2020). Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). [Pandemic emergency purchase programme \(PEPP\)](#)
- **European Parliament** (2019). The European Sovereign Debt Crisis.
- **Federal Reserve** (2020). Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy. [Federal Reserve Board - Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy](#)
- **IMF** (2020). World Economic Outlook: The Great Lockdown. [World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown](#)
- **FasterCapital**, (2025). Japanese Yen: A Safe Haven Currency in Times of Uncertainty. [Japanese Yen: A Safe Haven Currency in Times of Uncertainty - FasterCapital](#)
- **IMF** (2023). World Economic Outlook: Inflation and Monetary Policy Challenges.
- **ECB** (2022). Inflation Dynamics in the Euro Area.
- **Federal Reserve** (2022). Monetary Policy Decisions.
- **BIS** (2022). Safe Haven Assets in Times of Geopolitical Crisis.
- **OECD** (2023). *Economic Outlook: Global Inflationary Pressures*.
- **ECB** (2022). Monetary Policy Decisions, July–December 2022
- **ECB** (2022). Transmission Protection Instrument [The Transmission Protection Instrument](#)
- **Investopedia**, (2024). Understanding the Swiss Franc (CHF). [Understanding the Swiss Franc \(CHF\): Definition, Strength, and Investment Strategies](#)
- **Investopedia**. (2025). Eurozone Debt Crisis [Eurozone Debt Crisis: Causes, Consequences, and Solutions \(2008–2012\)](#)
- **Wikipedia** (2025b) Economy of Germany. [Economy of Germany - Wikipedia](#)
- **Investopedia** (2025). Understanding Quantitative Tightening [Understanding Quantitative Tightening: How the Fed Reduces Market Liquidity](#)
- **Investopedia** (2025). Financial Crisis: Definition, Causes, and Examples [Financial Crisis: Definition, Causes, and Examples](#)

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.