

Ελληνικό όπλο η χρηματοοικονομική μόλυνση¹

Η πιο σημαντική εξέλιξη στην δομή των σύγχρονων χρηματοοικονομικών αγορών είναι η απόλυτη κυριαρχία των θεσμικών επενδυτών (institutional investors).

Αποτελεί συνέπεια της ανάθεσης της διαχείρισης των αποταμιεύσεων των ιδιωτών και όχι μόνο, σε συλλογικά επενδυτικά σχήματα. Το πιο πετυχημένο και δημοφιλές από αυτά τα σχήματα είναι τα Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) ανοικτού τύπου (open-end mutual fund) λόγω των μοναδικών πλεονεκτημάτων που εμφανίζουν.

Μόνο τα επενδεδυμένα κεφάλαια στα παραδοσιακά αυτά Α/Κ παγκοσμίως πλησιάζουν τα \$25 τρις!!! Πέρα όμως από τα κλασικά Α/Κ υπάρχουν και άλλα επενδυτικά σχήματα μέσω των οποίων η διαχείριση των κεφαλαίων (ιδιωτών, κρατών, ασφαλιστικών ταμείων) έχει μεταβιβασθεί στους επαγγελματίες διαχειριστές, όπως είναι τα Hedge Funds, τα Closed end Funds και τα Sovereign Funds. Οι εξελίξεις αυτές σε συνδυασμό με την παγκοσμιοποίηση και την έλλειψη ενός ενιαίου παγκόσμιου ρυθμιστικού πλαισίου έχουν αυξήσει τον χρηματοπιστωτικό κίνδυνο του πλανήτη, αλλά και την ευκολία με την οποία χρηματοοικονομικές κρίσεις και εγχώρια οικονομικά shocks μπορούν να μεταδοθούν από τη μία αγορά στην άλλη.

Η έννοια της μετάδοσης των χρηματοοικονομικών κρίσεων (χρηματοοικονομική μόλυνση), η οποία είναι γνωστή στη διεθνή αρθρογραφία με τον όρο "financial contagion" από την κρίση της Ασίας το 1997, έχει συγκεντρώσει το ενδιαφέρον των επενδυτών, (θεσμικών και ιδιωτών), των ερευνητών αλλά και των διαμορφωτών της πολιτικής παγκοσμίως, λόγω των σοβαρότατων επιπτώσεων που έχει τόσο για τις χρηματοοικονομικές αγορές, όσο και για τις κοινωνίες.

Οι οικονομολόγοι δανείζονται τον όρο αυτό από τον τομέα της επιδημιολογίας για να περιγράψουν μια κατάσταση στην οποία μια τοπική χρηματοοικονομική κρίση που παρουσιάζεται σε μια αγορά μεταδίδεται, μέσω κάποιου μηχανισμού και στις υπόλοιπες χρηματοοικονομικές ή άλλες αγορές.

Το ενδιαφέρον των ερευνητών έγινε εντονότερο στη διεθνή αρθρογραφία μετά την Ασιατική κρίση (1997-1998) όπου χρησιμοποιήθηκε και για πρώτη φορά ο όρος αυτός. Παρά το γεγονός το φαινόμενο αυτό θεωρείται αποκλειστικό φαινόμενο των αναδυόμενων αγορών, η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση του 2007-2008 ανέδειξε το φαινόμενο της χρηματοοικονομικής μετάδοσης των κρίσεων και στις ανεπτυγμένες αγορές, με δραματικές συνέπειες στις αντίστοιχες κοινωνίες.

Αν και δεν υπάρχει ένας καθολικά αποδεκτός ορισμός του φαινομένου, όλοι οι εναλλακτικοί τρόποι προσέγγισής του, καταλήγουν στη μετάδοση των οικονομικών shocks από τη μια οικονομία στην άλλη με σοβαρότατες επιπτώσεις για την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών. Σύμφωνα με τους Allen και Gale (2000) μικρά shocks τα οποία αρχικά επηρεάζουν αποκλειστικά κάποιους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς ή κάποιο συγκεκριμένο τομέα της οικονομίας, μεταδίδονται και στον υπόλοιπο χρηματοοικονομικό κλάδο και τελικά στο σύνολο της οικονομίας.

Φαίνεται μάλιστα ότι στην διαμόρφωση του φαινομένου συμβάλλουν και συμπεριφορικοί παράγοντες και όχι μόνο οι μεταβολές των θεμελιωδών μεγεθών (Kenourgios et al, 2011).

Στην τρέχουσα περίοδο έχει παρατηρηθεί αυξημένο ενδιαφέρον από ερευνητές αλλά και επαγγελματίες των αγορών για τις επιπτώσεις της εξόδου της Ελλάδας (Grexit) στις άλλες χώρες του Νότου, οι οποίες χαρακτηρίζονται και αυτές από σοβαρές, χρόνιες, διαρθρωτικές ανισορροπίες. Πρόσφατο δημοσίευμα στο γνωστό περιοδικό Focus, στα πλαίσια έκθεσης που υλοποιήθηκε από την εταιρία Prognos AG για λογαριασμό του Γερμανικού ιδρύματος Bertelsmann, αναφέρει ότι μια επιστροφή στη δραχμή μπορεί να κοστίσει στην παγκόσμια οικονομία μέχρι το 2020, το ιλιγγιώδες ποσό των \$17 τρις. Επί πλέον η ψυχολογική αντίδραση των Ισπανών, των Ιταλών και των Πορτογάλων καταθετών από το κούρεμα των ελληνικών ομολόγων ευνοεί την διαπραγματευτική μας δύναμη, αφού πάνω από 500 δις ευρώ έχουν διαφύγει από τις τοπικές τράπεζες σε πιο ασφαλείς χώρες του Βορρά, αποδυναμώνοντας τα αντίστοιχα εγχώρια τραπεζικά συστήματα.

Τέλος η πίεση των Κινέζων αξιωματούχων για ηρεμία στις αγορές των ομολόγων, οι οποίοι χρηματοδοτούν με τα ισχυρά πλεονάσματα τους, μεταξύ άλλων και τα ομόλογα των Ευρωπαϊκών χωρών -στα πλαίσια διαφοροποίησης και προστασίας από το αδύναμο ή και μελλοντικά αναξίοπιστο αμερικάνικο κράτος- είναι ένα επί πλέον διαπραγματευτικό ατού της χώρας μας, κάτι που άλλωστε φάνηκε από την πρόσφατη αλλαγή στάσης των Γερμανών εταιρών μας.

Αυτό δε σημαίνει βέβαια ότι θα πρέπει να επαναπαυθούμε και να καθυστερήσουμε τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις, η πλειοψηφία των οποίων είναι για το καλό της χώρας και την μακροχρόνια βιωσιμότητα του χρέους της.

Η λύση είναι σίγουρα επίπονη και απαιτεί χρόνο αλλά και συνδυασμένες στρατηγικές που μεταξύ άλλων να περιλαμβάνουν: διαρθρωτικές αλλαγές, υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που η χώρα μας έχει ήδη δεσμευθεί, δραστικός περιορισμός του περιττού δημόσιου τομέα (π.χ. ΟΠΑΠ, Ιππόδρομος, κ.λπ.), άμεσες ιδιωτικοποιήσεις με διαφάνεια και λογοδοσία με σκοπό την ανάπτυξη, αξιοποίηση των μοναδικών πλεονεκτημάτων της χώρας μας, κοινωνική δικαιοσύνη στα αρνητικά αποτελέσματα της κρίσης με προτεραιότητα στην υγεία, την παιδεία και την ασφάλεια, τη δραστική μελλοντική μείωση των φορολογικών συντελεστών για τις ξένες άμεσες επενδύσεις και τέλος τη μεταφορά πόρων από τις πλεονασματικές χώρες με τη μορφή άμεσων επενδύσεων στην πραγματική οικονομία με απώτερο σκοπό την βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής Οικονομίας.

Τα πρώτα αποτελέσματα της νέας κυβέρνησης είναι ενθαρρυντικά, η αξιοπιστία αποκαθίσταται σταδιακά, το Grexit φαίνεται να απομακρύνεται και το γεγονός αυτό καταγράφεται τόσο στην εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά, όσο και στην αγορά ομολόγων.

¹ Δημοσιεύτηκε στην ιστοσελίδα Euro2day στις 23 Οκτωβρίου 2012

Πρώτα απ' όλα η αποταμίευση!

του Ν. Φίλιππα* Δημοσιεύθηκε: 07:52 - 29/07/10

Το πιο σημαντικό **δίδαγμα** της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης συνοψίζεται σε μόλις πέντε λέξεις: **πρώτα απ' όλα η αποταμίευση!** Το δίδαγμα αυτό δεν πρέπει να αφορά μόνο στα νοικοκυριά. Όπως γνωρίζουμε καλά, κατά τη διάρκεια της κρίσης αυτής πολλές επιχειρήσεις αλλά και κράτη χρεοκόπησαν, γίγαντες έγιναν νάνοι και θεμελιώδεις μεταβολές πραγματοποιήθηκαν σε ολόκληρο τον πλανήτη υπέρ των οικονομικών μονάδων που είχαν **πλεονάσματα** και σε βάρος εκείνων των οικονομικών μονάδων που είχαν υπερβολικά ελλείμματα...

Η σπουδαιότητα της αποταμίευσης είναι γνωστή από καιρό αφού η **βασική αρχή του χρηματοοικονομικού σχεδιασμού** (financial planning) για τα νοικοκυριά στηρίζεται στην απλή ιδέα του περιορισμού των εξόδων τους, σημαντικά κάτω από το επίπεδο του εισοδήματός τους, ανεξάρτητα εάν κάποιος είναι φτωχός ή πλούσιος. Είναι άλλωστε γνωστές ιστορίες ανθρώπων χαμηλού εισοδήματος που κατάφεραν να συγκεντρώσουν μία μεγάλη περιουσία αποταμιεύοντας συστηματικά και, αντίστοιχα, πολλά είναι **τα παραδείγματα πλουσίων** των οποίων η σπάταλη ζωή δεν μπορούσε να καλυφθεί ακόμη και από τα υψηλά εισοδήματά τους.

Η αποταμίευση μπορεί **να αποδειχθεί χρήσιμη για τουλάχιστον δύο λόγους**: Αρχικά δίνει το αίσθημα της ασφάλειας, προσφέροντας παράλληλα τη δυνατότητα αξιοποίησης επενδυτικών και άλλων ευκαιριών.

Επιπρόσθετα, είναι γνωστό ότι οι περισσότεροι άνθρωποι αποταμιεύοντας **αισθάνονται το συναίσθημα της επιτυχίας**, το οποίο προκύπτει τόσο από την ίδια τη διαδικασία όσο και από το αποτέλεσμά της. Τα πάντα, λοιπόν, ξεκινούν από την αποταμίευση. Αυτό που πρέπει να απασχολεί τον επενδυτή δεν είναι τόσο το ύψος των συσσωρευμένων κεφαλαίων και η αναμενόμενη απόδοσή τους, αλλά το γεγονός ότι εξοικειώνεται με τη διαδικασία αυτήν, **οργανώνοντας κατάλληλα τη ζωή του**. Με αυτόν τον τρόπο και με τη συστηματική κατάθεση ακόμη και μικρών ποσών μπορεί να δημιουργηθεί σε βάθος χρόνου μία σημαντική περιουσία. Παρ' όλα αυτά, η αποταμίευση πρέπει να γίνεται σε λογικά πλαίσια και **να μην οδηγεί σε στερήσεις και σε υπερβολές**, αφού ο πραγματικός σκοπός της είναι η εκπλήρωση των χρηματοοικονομικών μας στόχων.

Μία ακόμα αρχή του χρηματοοικονομικού σχεδιασμού είναι **να ξεκινήσετε να αποταμιεύετε έγκαιρα, γιατί ο χρόνος είναι χρήμα!** Το μυστικό της επιτυχίας για να συγκεντρώσετε ένα σημαντικό ποσό χρημάτων αργά, αλλά σταθερά προέρχεται **από το "θαύμα" του ανατοκισμού!** Σύμφωνα με τον Albert Einstein, **ο ανατοκισμός είναι η πιο ισχυρή δύναμη** στον κόσμο. Γιατί όμως ο ανατοκισμός είναι τόσο σημαντικός;

Ας υποθέσουμε ότι έχουμε επενδύσει στην αμερικανική χρηματιστηριακή αγορά, όπου οι μετοχές τα τελευταία 100 χρόνια έχουν αποδώσει περίπου 10% ετησίως. Ασφαλώς οι αποδόσεις διαφοροποιούνται από χρόνο σε χρόνο και σε πολλές περιπτώσεις η μεταβλητότητα είναι ιδιαίτερα υψηλή. Εάν ξεκινούσατε με ένα κεφάλαιο 100 δολ., στο τέλος του πρώτου έτους θα είχατε 110 δολ. Αφήνοντας τα χρήματα στον λογαριασμό στο τέλος του δεύτερου έτους θα είχατε φθάσει τα 121 δολ. Μέσα σε δέκα χρόνια το κεφάλαιο θα ήταν περίπου 260 δολ. Εάν δεν υπήρχε ο ανατοκισμός, θα ήταν μόλις 200 δολ. Από την άλλη μεριά, αν θέλετε να δείτε σε πόσα χρόνια μπορείτε να διπλασιάσετε τα χρήματά σας, μπορείτε να χρησιμοποιήσετε τον απλό κανόνα του 72 σύμφωνα με τον οποίο $X \times Y = 72$, όπου X είναι ο αριθμός των ετών που απαιτούνται για τον διπλασιασμό του κεφαλαίου και Y η μέση ετήσια απόδοση.

Για παράδειγμα, για να διπλασιάσετε τα χρήματά σας **σε 10 χρόνια πρέπει να βρείτε μία επένδυση** με ετήσια απόδοση 7,2%. Ασφαλώς, ο κανόνας αυτός μπορεί να στραφεί εναντίον των επενδυτών όταν έχουν κάποιο χρέος. Για παράδειγμα, στους λογαριασμούς των πιστωτικών καρτών, με επιτόκιο 18% **το χρέος μας μπορεί να διπλασιαστεί σε μόλις τέσσερα χρόνια**. Επομένως, αν δεν είστε συνεπείς στις πληρωμές της πιστωτικής σας κάρτας, θα βρεθείτε πολύ σύντομα να πληρώνετε υπέρογκα χρηματικά ποσά σε τόκους.

Και κάτι εντυπωσιακό για το τέλος: εάν ο George Washington είχε τοποθετήσει ένα 1 δολ. από τον πρώτο προεδρικό μισθό του και το είχε επενδύσει με 8% -δηλαδή τη μέση απόδοση των μετοχών στην Αμερική τα προηγούμενα 200 χρόνια-, οι απόγονοί του θα είχαν σήμερα περίπου 8 εκατ. δολ.

Καθόλου άσχημα!

*** Ο κ. Νικόλαος Φίλιππας είναι Αναπληρωτής Καθηγητής στο Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς.**

του Νικόλαου Δ. Φίλιππα (*)
Δημοσιεύθηκε: 07:56 - 14/04/10

Σύμφωνα με μια παλιά παροιμία της Wall Street, οι αγορές επηρεάζονται από δύο παράγοντες: τον **φόβο και την απληστία**.

Αν και σε μεγάλο βαθμό αυτό είναι αληθές, η συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση είναι ιδιαίτερα υπεραπλουστευμένη, αφού δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι αγορές αποτελούνται από άτομα και το ανθρώπινο μυαλό είναι **ιδιαίτερα πολυσύνθετο**. Επιπλέον, τα συναισθήματα είναι τόσο πολύπλοκα ώστε ο φόβος και η απληστία αδυνατούν να περιγράψουν με ακρίβεια το σύνολο των ψυχολογικών παραγόντων που επηρεάζουν τα άτομα κατά τη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Όπως είναι γνωστό, η παραδοσιακή χρηματοοικονομική επιστήμη έχει επικεντρωθεί στην ανάπτυξη εργαλείων που χρησιμοποιούν οι επενδυτές για να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη απόδοση και να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο τον οποίο αναλαμβάνουν. Η προσπάθεια αυτή αποδείχθηκε πολύ αποτελεσματική και αναδείχθηκαν χρήσιμα επενδυτικά εργαλεία όπως είναι τα **υποδείγματα αποτίμησης αξιολογίων, η θεωρία χαρτοφυλακίου, το υπόδειγμα εξισορροπητικής κερδοσκοπίας** κ.λπ.

Αν και οι επενδυτές θα έπρεπε να χρησιμοποιούν αυτά τα εργαλεία κατά τη διαδικασία λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων, συνήθως **δεν το πράττουν**, καθώς φαίνεται ότι η ψυχολογία επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις σε μεγαλύτερο βαθμό από τη χρηματοοικονομική θεωρία.

Ως αποτέλεσμα, συμπεριφορικά σφάλματα δυσχεραίνουν την επενδυτική διαδικασία, καθώς οι επενδυτές αλλά και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων (fund managers) **διαπράττουν αποδεδειγμένα μια σειρά επενδυτικά σφάλματα** όπως το σφάλμα οικειότητας (Familiarity Bias), το σφάλμα διατύπωσης (Framing), η αποστροφή απώλειας (Loss aversion), η υπεραντίδραση και η υποαντίδραση σε έκτακτα γεγονότα (Overreaction - Underreaction), η υπερβολική εμπιστοσύνη στις ικανότητές μας (Overconfidence), η υπερβολική αντίδραση των μέσων ενημέρωσης σε διάφορα γεγονότα (Media response), η συμπεριφορά της αγέλης (Herding) κ.λπ.

Η γνώση και ιδιαίτερα η κατανόηση αυτών των ψυχολογικών σφαλμάτων σε συνδυασμό με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική μπορεί να βοηθήσουν τους επενδυτές να αντιμετωπίσουν ακραίες καταστάσεις και να πάρουν τις **βέλτιστες επενδυτικές αποφάσεις**, επιτυγχάνοντας τελικά τους χρηματοοικονομικούς τους στόχους.

Ένα ενδιαφέρον παράδειγμα, το οποίο συνδέεται με την κρίση που βιώνουμε στη χώρα μας, είναι το γεγονός ότι η πλειονότητα των Ελλήνων επενδυτών, αλλά και τα ασφαλιστικά ταμεία, έχουν τοποθετήσει τα κεφάλαιά τους σε **περιορισμένο αριθμό μετοχών του χρηματοπιστωτικού κλάδου (τράπεζες)**.

Το συμπεριφορικό αυτό σφάλμα ονομάζεται στη διεθνή βιβλιογραφία home bias και είναι βέβαιο ότι η διεθνική διασπορά **ελαχιστοποιεί τους αναλαμβανόμενους επενδυτικούς κινδύνους**.

Αν, επιπρόσθετα, οι επενδυτικές αυτές επιλογές έχουν υλοποιηθεί όταν το Χρηματιστήριο των Αθηνών ήταν σε σχετικά υψηλά επίπεδα, τότε οι εγχώριοι επενδυτές είχαν διαπράξει ένα **επιπρόσθετο σφάλμα επένδυσης** που συνδέεται με την κατάλληλη χρονική στιγμή της επένδυσης και την "ποινή" που χρεώνονται, το οποίο στη διεθνή βιβλιογραφία ονομάζεται time penalty.

Βέβαια, ένα παράδειγμα υπερβολής που βιώνουμε όλοι αυτήν την περίοδο είναι τόσο τα υψηλά spreads των ελληνικών δεκαετών ομολόγων όσο και η ενασχόληση όλης της παγκόσμιας οικονομικής ειδησεογραφίας, αλλά και της εγχώριας πολιτικής, με το ύψος των spreads, ενώ η ουσία των γεγονότων **βρίσκεται φυσικά αλλού**.

Τα τελευταία χρόνια οι γνώσεις μας για την επενδυτική ψυχολογία έχουν αυξηθεί ταχύτατα, με τις εμπειρικές έρευνες να υλοποιούνται στα καλύτερα πανεπιστήμια του κόσμου όπως το Yale (καθηγητές κ. Robert Shiller, Nicholas Barberis), το Princeton (ο νομπελίστας κ. Daniel Kahneman), το Chicago Booth School of Business (καθηγητής κ. Richard Thaler), αλλά και σε άλλα πανεπιστήμια της Αμερικής όπως το Washington State University (καθηγητής κ. John Nofsinger) και το Santa Clara University (καθηγητής κ. Hersh Shefrin) κ.λπ.

Θα πρέπει όμως να τονιστεί ότι η **συμπεριφορική χρηματοοικονομική** (behavioral finance) λειτουργεί συμπληρωματικά, δεν αντικαθιστά τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά εργαλεία και φυσικά δεν αμφισβητεί την αξία και τη χρησιμότητα της παραδοσιακής χρηματοοικονομικής.

*** Ο κ. Νικόλαος Δ. Φίλιππας είναι Αναπληρωτής Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης των Επιχειρήσεων.**

Ζωώδη ένστικτα και οικονομικές καταστροφές του Νικολάου Φίλιππα*

Δημοσιεύθηκε: 07:49 - 18/01/11

Για περισσότερα από 50 χρόνια η χρηματοοικονομική θεωρία βασιζόταν στην υπόθεση ότι **οι επενδυτές συμπεριφέρονται ορθολογικά** (rational investors) και πως οι αγορές είναι αποτελεσματικές (efficient markets). Οι αλλεπάλληλες κρίσεις και οι διαμορφωθείσες φούσκες (bubbles) έδειξαν τους περιορισμούς της θεωρίας αυτής. Ως αποτέλεσμα, τα τελευταία χρόνια, ερευνητές της ψυχολογίας ανακάλυψαν ότι **οι άνθρωποι συμπεριφέρονται μη ορθολογικά**. Γνωστικά λάθη και συναισθήματα οδηγούν σε λανθασμένες επενδυτικές επιλογές.

Τα σφάλματα αυτά περιγράφονται και **αναλύονται διεξοδικά** στο εξαιρετικό πρόσφατο βιβλίο των καθηγητών Akerlof-Shiller (2009) με τίτλο "Animal Spirits", ο οποίος θα μπορούσε να μεταφραστεί "ζωώδη ένστικτα". Η αλαζονεία, η απληστία, η διαφθορά, η άγνοια, ο φόβος, **η συμπεριφορά της αγέλης, ο πανικός και οι μανίες** είναι αρχέγονα ένστικτα και συχνά υπεύθυνα για μια σειρά οικονομικών καταστροφών τόσο στον ιδιωτικό όσο και στον δημόσιο τομέα.

Η τουλιπομανία τον 17ο αιώνα, η υπόθεση της Enron στην εποχή μας, το πρόσφατο σκάνδαλο Μάντοφ, η συγχώνευση της RBS με την ABN AMRO, η κρίση του Μεξικού (1994), οι αλλεπάλληλες φούσκες των ακινήτων, **η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση χρέους των PIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain)** αποτελούν μόνο μερικά χαρακτηριστικά παραδείγματα οικονομικών υπερβολών, με καταστροφικές συνέπειες στον τρέχοντα αλλά και στον μελλοντικό πλούτο των αντίστοιχων κοινωνιών (negative wealth effect).

Η υπερβολική μόχλευση (leverage) και η συσσώρευση πλούτου στα χέρια λίγων ανθρώπων και οργανισμών "απελευθέρωσε" τα ζωώδη ένστικτα και αυτά απεικονίστηκαν σε ανάλογες συμπεριφορές. Πώς όμως θα μπορούσαν τα πράγματα να είναι διαφορετικά όταν **κορυφαίος διαχειριστής hedge fund έλαβε αποδοχές που φτάνουν τα 5,7 δισ. δολ. για τα έτη 2007 και 2008** (πηγή Reuters);

Ένα από τα πιο σημαντικά θέματα που αφορούν στη θεωρία και στην οργάνωση των επιχειρήσεων είναι **το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης** (agency problem), καθώς τα συμφέροντα και οι στόχοι των διευθυνόντων συμβούλων δεν ευθυγραμμίζονται πάντα με αυτά των μετόχων. Το αποτέλεσμα είναι οι διευθύνοντες σύμβουλοι να λαμβάνουν πολλές φορές επιχειρηματικές αποφάσεις με δυσανάλογο ρίσκο, το οποίο μεταφέρουν στους μετόχους της επιχείρησης. **Σε περίπτωση όπου τα επιχειρηματικά σχέδια επιτύχουν, αμείβονται με υπερβολικές αποδοχές** (bonuses) και ενδεχομένως με κάποια εξέλιξη στη διοικητική πυραμίδα.

Ποιες είναι όμως οι συνέπειες σε περίπτωση συνειδητής ή (μη) επιχειρηματικής καταστροφής; Τι ρόλο στο σημερινό χρηματοπιστωτικό σύστημα διαδραματίζει η διαφθορά και πώς μπορεί αυτή να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά; Ποιος είναι ο ρόλος των ελεγκτικών εταιριών και πώς είναι δυνατόν να ελέγχουν αποτελεσματικά αυτούς που τους πληρώνουν; **Πώς μπορούν να ελεγχθούν εν τέλει τα ζωώδη ένστικτα των ατόμων** που συμμετέχουν στις χρηματοοικονομικές και σε άλλες αγορές;

Είναι δίκαιο **να πληρώνουν οι απλοί πολίτες** (ως φορολογούμενοι) τα επιχειρηματικά σφάλματα των τραπεζιτών (π.χ. Ιρλανδία), των κατασκευαστών αλλά και των τραπεζιτών που δημιούργησαν και συντήρησαν τη φούσκα των ακινήτων (στην Ισπανία όπως και σε άλλες χώρες) ή οι επόμενες γενιές της Ελλάδας τα αλλεπάλληλα τρέχοντα και παρελθόντα πολιτικά σφάλματα;

Το υπάρχον κυρίαρχο χρηματοοικονομικό - οικονομικό σύστημα μέσα από τις αδιαμφισβήτητες καινοτομίες του **έχει συμβάλει καθοριστικά στην ουσιαστική βελτίωση του παγκόσμιου βιοτικού επιπέδου**. Ως εκ τούτου, η χρηματοοικονομική επιστήμη βρίσκεται αντιμέτωπη με νέες πραγματικότητες, οι οποίες προκαλούν παγκόσμιες αναταράξεις και αβεβαιότητες, απαιτώντας αντίστοιχα νέες λύσεις. Ένα στοιχείο που οι διαμορφωτές της αρχιτεκτονικής του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να λάβουν υπ' όψιν **είναι η ανάγκη ελέγχου των ζωωδών ενστίκτων των συμμετεχόντων στις αγορές** και η αλλαγή των προτύπων της κοινωνίας.

*** Ο κ. Νικόλαος Δ. Φίλιππας είναι Αναπληρωτής Καθηγητής του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς.**



Η πρόσφατη διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε το γεγονός ότι **οι τιμές των αξιογράφων μπορεί να αποκλίνουν από τις θεωρητικά ορθές τιμές τους** για μεγάλα χρονικά διαστήματα για λόγους που δεν σχετίζονται αποκλειστικά με τα θεμελιώδη μεγέθη τους.

Συμπεριφορικά σφάλματα, ψυχολογικοί παράγοντες, περιορισμοί ρευστότητας στις αγορές, ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των συμμετεχόντων στις αγορές, **περιορισμοί στο arbitrage μπορεί να οδηγήσουν σε σημαντικές αποκλίσεις τις τιμές των αξιογράφων** (Shleifer, 2000, Brunnermeier, 2001) και αποτελούν σοβαρό κίνδυνο για την

αποσταθεροποίηση των αγορών.

Ένα από τα σημαντικότερα συμπεριφορικά σφάλματα των επενδυτών που παρουσιάζεται όταν επικρατούν **ακραίες καταστάσεις στις αγορές**, είναι η συμπεριφορά της αγέλης (herding), η οποία σύμφωνα με κοινά αποδεκτό ορισμό αποτελεί την αμοιβαία μίμηση των επενδυτικών επιλογών η οποία οδηγεί τελικά σε σύγκλιση δράσεων (Welch, 2000, Hirshleifer & Teoh, 2003).

Η μελέτη του φαινομένου αυτού συγκεντρώνει το επιστημονικό ενδιαφέρον κορυφαίων ερευνητών λόγω **των σοβαρότατων επιπτώσεων που έχει στην εύρυθμη λειτουργία των αγορών**, δεδομένου ότι η παρουσία των συσχετισμένων συναλλαγών των επενδυτών μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος (Demirer & Kutun, 2006), τον πλούτο των επενδυτών (Bikhchandani, Hirshleifer & Welch, 1992) και την κοινωνική ευημερία των εθνών.

Οι επιπτώσεις της αγελαίας συμπεριφοράς είναι εξαιρετικά σημαντικές για τους συμμετέχοντες στις αγορές (επενδυτές, Αμοιβαία Κεφάλαια, ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ.) δεδομένου ότι η παράλληλη κίνηση των αποδόσεων των αξιογράφων περιορίζει σε μεγάλο βαθμό τα οφέλη της διαφοροποίησης, **με άμεσο αποτέλεσμα να απαιτείται μεγαλύτερος αριθμός αξιογράφων για την επίτευξη του ίδιου βαθμού διαφοροποίησης** σε σχέση με μία αγορά που λειτουργεί αποτελεσματικά, ενώ σε πολλές περιπτώσεις δεν είναι εφικτή η μείωση του κινδύνου για τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών (Chang, Cheng & Khorana, 2000; Baur, 2006, Chiang & Zheng, 2010; Morelli, 2010). Επιπλέον, πολλές έρευνες έχουν εξετάσει την πιθανότητα μετάδοσης (contagion) **ενός αρνητικού οικονομικού / χρηματοοικονομικού σοκ** στις διεθνείς αγορές (Karolyi & Stulz, 1996; Bae, Karolyi & Stulz, 2003).

Σε ένα πρόσφατο άρθρο τους οι Fotini Economou, Alexandros Kostakis και Nikolaos Philippas (2011), σε ένα από το πιο έγκριτα περιοδικά στο χώρο της χρηματοοικονομικής παγκοσμίως το Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, με τίτλο “Cross-country effects in herding behaviour: Evidence from four South-European markets”, εξέτασαν την ύπαρξη της συμπεριφοράς αγέλης σε τέσσερις αγορές της Νοτίου Ευρώπης (Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία, Πορτογαλία).

Οι χώρες αυτές, γνωστές ως PIGS, συγκεντρώνουν το παγκόσμιο ενδιαφέρον, **λόγω των μακροοικονομικών ανισορροπιών**, των σοβαρών δημοσιονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζουν, αλλά και των κινδύνων που μπορούν να διαχύσουν επηρεάζοντας τη σταθερότητα της Ευρωζώνης.

Η μελέτη παρέχει μια ολοκληρωμένη εξέταση για την ύπαρξη της συμπεριφοράς της αγέλης στις τέσσερις χρηματιστηριακές αγορές, **χρησιμοποιώντας ημερήσια δεδομένα για την περίοδο Ιανουάριος 1998-Δεκέμβριος 2008**.

Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα αποδεικνύεται η ύπαρξη αγελαίας συμπεριφοράς για **τις χρηματιστηριακές αγορές της Ελλάδας και της Ιταλίας**. Τα ευρήματα είναι ανάμεικτα για την Πορτογαλία, ενώ δεν υπάρχουν ενδείξεις συμπεριφοράς αγέλης για την Ισπανία για την εξεταζόμενη περίοδο. Ίσως το βασικότερο εύρημα της μελέτης αυτής, είναι η ύπαρξη σημαντικής παράλληλης κίνησης **της διαστρωματικής διασποράς των αποδόσεων στις εξεταζόμενες αγορές**, με αποτέλεσμα την πιθανότητα ταυτόχρονης συντονισμένης εμφάνισης της αγελαίας συμπεριφοράς σε αυτές τις αγορές και την πιθανότητα εμφάνισης μιας περιφερειακής χρηματιστηριακής κρίσης. Παράλληλα, γίνεται εμφανές ότι περιορίζονται τα οφέλη της διεθνούς διαφοροποίησης για τις εν λόγω αγορές. Τέλος, ένα ενθαρρυντικό εύρημα για την σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι το γεγονός ότι **η πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση δεν ενέτεινε τη συμπεριφορά αγέλης** στις εξεταζόμενες αγορές.

Τα ευρήματα αυτά είναι εξαιρετικά χρήσιμα για την κατανόηση της λειτουργίας των αγορών και **την πιθανότητα αποσταθεροποίησής τους** και έχουν σοβαρές επιπτώσεις τόσο για την αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς, όσο και για την κατασκευή αποδοτικών χαρτοφυλακίων, λαμβάνοντας υπ’ όψιν τις ψυχολογικές αντιδράσεις των συμμετεχόντων στις αγορές.

* Ο κ. Νικόλαος Φίλιππας είναι Αναπληρωτής Καθηγητής στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς



Πώς λαμβάνει αποφάσεις το "μαύρο κουτί" του εγκεφάλου; Ποιος είναι ο ρόλος των στερεοτύπων (stereotypes), των συναισθημάτων (emotions), των φημών (rumors), του θορύβου (noise) στις επιχειρηματικές, επενδυτικές και πολιτικές αποφάσεις; Πώς και γιατί δημιουργούνται οι κρίσεις;

Στα ερωτήματα αυτά απαντά η πρωτοποριακή επιστήμη της διαδικασίας λήψης χρηματοοικονομικών αποφάσεων, γνωστή ως **Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική** (Behavioral Finance).

Αν θεωρήσουμε τον ανθρώπινο εγκέφαλο σαν ένα μαύρο κουτί (black box) που λαμβάνει πληροφορίες και δεδομένα, τότε θα μπορούσαμε να τον παρομοιάσουμε με έναν ηλεκτρονικό υπολογιστή, αλλά πολύ βασικό υπολογιστή **με περιορισμένες υπολογιστικές ικανότητες** και αμφισβητούμενη ικανότητα ουσιαστικής μάθησης μέσα στον χρόνο.

Λόγω των γνωστικών μας περιορισμών, ψυχολόγοι και νευροεπιστήμονες υποστηρίζουν ότι ο εγκέφαλος επιλέγει **συγκεκριμένα τμήματα δεδομένων και πληροφοριών**, πολύ συχνά υποσυνείδητα.

Η μεροληπτική χρήση των φιλτραρισμένων ή μη δεδομένων, σε συνδυασμό **με την επίδραση των συναισθημάτων και των ευριστικών κανόνων** (εμπειρικών κανόνων για τη λήψη γρήγορων αποφάσεων), οδηγεί πολύ συχνά σε λανθασμένες και μη ορθολογικές αποφάσεις.

Αυτό το πρόβλημα εντείνεται σημαντικά όταν οι αποφάσεις είναι πιο περίπλοκες και υπάρχει **αυξημένη αβεβαιότητα** και ιδιαίτερα όταν παρουσιάζονται ακραίες καταστάσεις στις αγορές (extreme market conditions), όπως αυτή που βιώνουμε σήμερα.

Φήμες, στερεότυπα και συναισθήματα επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη διαδικασία λήψης των αποφάσεων. Ο εγκέφαλος πολύ συχνά **καλείται να αντιμετωπίσει νέες γνώσεις και πληροφορίες**, οι οποίες έρχονται σε αντίθεση με τις υπάρχουσες γνώσεις και τις παγιωμένες πεποιθήσεις του, δημιουργώντας μια δυσάρεστη κατάσταση, η οποία είναι γνωστή στην ψυχολογία ως γνωστική ασυμφωνία (Cognitive Dissonance).

Η θεωρία της γνωστικής ασυμφωνίας εισήχθη από τον κοινωνικό ψυχολόγο Leon Festinger (1956-57) και μπορεί να αποδοθεί ως μια **"δικλίδα ψυχολογικής προστασίας"** του ατόμου, η οποία όμως μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένες αποφάσεις καθώς τα άτομα τείνουν να προσαρμόζονται, να απορρίπτονται ή ακόμη και να αγνοούν νέες πληροφορίες και γνώσεις με σκοπό να διατηρήσουν την ψυχολογική τους σταθερότητα και ηρεμία, ιδιαίτερα όταν πρόκειται για σημαντικά θέματα.

Τη δύσκολη περίοδο που διανύουμε σήμερα στη χώρα μας, **ένα σύνολο πληροφοριών διοχετεύεται και δημοσιοποιείται στα μέσα ενημέρωσης** από ομάδες αντικρουόμενων "συμφερόντων" (ΕΚΤ, Ε.Ε., ξένοι αξιωματούχοι, εγχώρια πολιτικά κόμματα), ενισχύοντας τον θόρυβο (noise) και δυσχεραίνοντας την κατανόηση της πραγματικότητας.

Παρά τα αναμφίβολα διαχρονικά προβλήματα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, **τα οποία αποτυπώθηκαν στην κρίση του 2008** και στην κρίση χρέους της ευρωζώνης, το δικό μας πρόβλημα είναι στην ουσία δημοσιονομικό, εγχώριο και απαιτεί λύσεις και προσπάθεια κυρίως από εμάς.

Το ελληνικό πρόβλημα είναι ένα εκρηκτικό μίγμα που περιλαμβάνει τις εξής συνιστώσες: συνολικό δημόσιο χρέος που σύντομα ξεπερνάει τα 350 δισ. ευρώ, **ένα διαρκώς συρρικνούμενο ΑΕΠ που ανήλθε σε 230 δισ. € το 2010, τόκοι ομολόγων και ΕΓΕΔ** που ετησίως πλησιάζουν τα 20 δισ. ευρώ, λήξεις ομολόγων την επόμενη τριετία (2011 - 2013) που φτάνουν τα 126,5 δισ. ευρώ, παρελθόντα ανθρώπινα σφάλματα από πολιτικούς, επιχειρηματίες και νοικοκυριά (δηλαδή απ' όλους μας), κοινωνικές ομάδες που έχουν συμφέρον και επιζητούν την αδράνεια, υψηλή ανεργία και αβέβαιο μέλλον, όχι μόνο για τη νεολαία μας αλλά και για το ίδιο το έθνος μας, **κακή ψυχολογία που αναζητά ανάταση και ένα ντόμινο effect** με πολλαπλές παράπλευρες απώλειες που δυνητικά μπορεί να παρασύρει ολόκληρη την ευρωζώνη.

Γυρνώντας πίσω στο πρόβλημα της γνωστικής ασυμφωνίας, η παρούσα κυβέρνηση θα υλοποιήσει **ένα σκληρό φιλελεύθερο πρόγραμμα** που θα πλήξει τις πιο αδύναμες κοινωνικές ομάδες.

Το πρόγραμμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με την κυρίαρχη ιδεολογία της των τελευταίων 30 χρόνων και **αρνείται να παραδεχθεί ότι το σημερινό πρόβλημα είναι αποτέλεσμα κυρίως των δικών της πολιτικών επιλογών** που εκφράστηκαν μέσα από τον υπερβολικό αντιπαραγωγικό δημόσιο τομέα και τα υπερβολικά ελλείμματα. Αυτή η αντίφαση αναμφίβολα δημιουργεί τις δικές της πολιτικές και κοινωνικές επιπλοκές.

Ανεξάρτητα, όμως, από τις πηγές των προβλημάτων μας, **η αδράνεια και ο φόβος είναι οι μεγαλύτεροι εχθροί μας**. Σύμφωνα με ένα παλιό κινέζικο ρητό, και το μεγαλύτερο ταξίδι αρχίζει με ένα μικρό πρώτο βήμα!

ΑΠΟΨΗ : Μια διαφορετική ερμηνεία της χρηματοπιστωτικής κρίσης

Του Νικολαου Φιλιππα*

Η πρόσφατη οικονομική κρίση, η χειρότερη από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης, υπήρξε η αφορμή για την επανεκτίμηση της λειτουργίας τόσο των χρηματοπιστωτικών αγορών, όσο και του τρόπου με τον οποίο οι άνθρωποι λαμβάνουν τις οικονομικές και επενδυτικές αποφάσεις τους.

Ένα από τα πιο ενδιαφέροντα θέματα που έχουν θίξει πρόσφατα ορισμένοι ερευνητές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής, αλλά και νευροεπιστήμονες, είναι το γεγονός ότι ορισμένες από τις αποφάσεις επενδυτών και καταναλωτών λαμβάνονται από τους μετωπιαίους λοβούς του εγκεφάλου και στηρίζονται σε αρχέγονα ένστικτα. Σύμφωνα με τους ερευνητές, ένα σημείο στον προμετωπιαίο φλοιό ευθύνεται σε μεγάλο βαθμό για την πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κατάρρευση, αφού το σημείο αυτό είναι υπεύθυνο για το φαινόμενο της ψευδαίσθησης του χρήματος ή όπως αναφέρεται στη διεθνή αρθρογραφία «money illusion».

Η ψευδαίσθηση αυτή παρουσιάζεται όταν τα άτομα αγνοούν προφανείς πληροφορίες σχετικά με τις αρνητικές επιπτώσεις του πληθωρισμού και της πραγματικής αξίας του χρήματος. Ως αποτέλεσμα δρουν μη ορθολογικά και συνήθως υπερεκτιμούν την αξία των επενδύσεών τους. Για παράδειγμα, οι υποψήφιοι αγοραστές ενός ακινήτου μπορεί να πεισθούν ότι ένα σπίτι είναι πάντα μια καλή επένδυση, λόγω της λανθασμένης αντίληψης ότι οι τιμές των ακινήτων δεν πέφτουν ποτέ. Ο καθηγητής του Πανεπιστημίου του Yale, Robert J. Shiller, θεωρεί ότι η εσφαλμένη λογική της ψευδαίσθησης του χρήματος συνέβαλε και στη φούσκα των ακινήτων: «Οι άνθρωποι είναι πιθανό να θυμούνται το χρηματικό ποσό που πλήρωσαν για την απόκτηση της κατοικίας τους, όσα χρόνια και να έχουν περάσει, ενώ δεν θυμούνται τις τιμές άλλων προϊόντων και έχουν την εσφαλμένη εντύπωση ότι οι εγχώριες τιμές των ακινήτων έχουν αυξηθεί περισσότερο από τις υπόλοιπες τιμές, διαμορφώνοντας μια λανθασμένη εκτίμηση για την απόδοση της επένδυσης σε ακίνητα».

Οι οικονομολόγοι διαφωνούν εδώ και δεκαετίες για το εάν η ψευδαίσθηση του χρήματος και γενικότερα η μη ορθολογική συμπεριφορά επηρεάζει τις οικονομικές συναλλαγές. Σύμφωνα με τον γνωστό θεωρητικό της Νομισματικής, καθηγητή του Πανεπιστημίου του Σικάγου, Milton Friedman, οι καταναλωτές και οι εργοδότες θεωρούνται ορθολογικά (rational) όντα, έχουν την ικανότητα να εκτιμήσουν την πραγματική αξία ενός αγαθού και λαμβάνουν υπόψη τον πληθωρισμό όταν καταναλώνουν ή πληρώνουν αμοιβές αντίστοιχα.

Παρ' όλα αυτά, οι ιδέες των υποστηρικτών της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής που μελετούν τον ρόλο της ψυχολογίας στη λήψη οικονομικών αποφάσεων, αποκτούν ολοένα αυξανόμενη σημασία, αφού υποστηρίζουν πειστικά ότι τα άτομα δεν είναι ορθολογικά (irrational) και οι αποφάσεις τους υπόκεινται σε συμπεριφορικά λάθη.

Οι απόψεις αυτές υποστηρίζονται και από σχετικά πρόσφατα πειράματα των νευροεπιστημόνων.

Πιο συγκεκριμένα, σε πείραμα που δημοσιεύθηκε στα Proceedings of the National Academy of Sciences USA, οι Weber, Rangel, Wibral και Falk (2009) χρησιμοποίησαν εικόνες από σαρωτή εγκεφάλου (brain scanner), μελέτησαν τη διαδικασία λήψης οικονομικών αποφάσεων και έδειξαν ότι για ορισμένες από αυτές επιβεβαιώνεται η ύπαρξη της ψευδαίσθησης του χρήματος. Σε αυτές τις περιπτώσεις παρατηρήθηκε ένα φως σε ένα συγκεκριμένο σημείο του εγκεφάλου πίσω από το μέτωπο, το οποίο θεωρείται υπεύθυνο για την εσφαλμένη εντύπωση των ατόμων σχετικά με την πραγματική αξία των χρημάτων!

Ανακάλυψη αυτή αποτελεί ένα μόνο παράδειγμα της αυξανόμενης πολυπλοκότητας της έρευνας που έχει ήδη τοκαλύψει τα κέντρα του εγκεφάλου που εμπλέκονται με τα πιο αρχέγονα ένστικτα των επενδυτών, του φόβου και τις απληστίας.

Είναι φανερό ότι αυτή είναι μόνο η αρχή για την κατανόηση της συμπεριφοράς τόσο των καταναλωτών γενικότερα, όσο και των επενδυτών.

*Αναπληρωτής καθηγητής Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Ημερομηνία : 18/9/10

Πώς να προφυλαχτείτε από "μαύρους κύκνους", του Νικολάου Δ. Φίλιππα

Δημοσιεύθηκε: 07:47 - 12/04/11

Η συνετή, αλλά ιδίως η αποτελεσματική διαχείριση των πόρων μιας κοινωνίας είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας όχι μόνον για τους συμμετέχοντες σε αυτήν, **αλλά κυρίως για τις επόμενες γενεές**. Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση στις Η.Π.Α., **η κρίση χρέους που έπληξε κυρίως τις περιφερειακές οικονομίες της Ευρωζώνης**, αλλά και πιο συγκεκριμένα η μοναδική στα παγκόσμια χρονικά περίπτωση της Ελλάδας, αναδεικνύουν την ορθότητα του προηγούμενου ισχυρισμού.

Σήμερα περισσότερο από ποτέ και **μετά από αλλεπάλληλα σφάλματα** που διέπραξαν οι συμμετέχοντες στις αγορές αναδεικνύεται η αναγκαιότητα του χρηματοοικονομικού σχεδιασμού (financial planning). Τι είναι όμως ο χρηματοοικονομικός σχεδιασμός και πως μπορεί να φανεί χρήσιμος στα άτομα; Ο Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός θα μπορούσε να ορισθεί ως μια μακροπρόθεσμη διαδικασία **συνετής διαχείρισης των οικονομικών των ατόμων** με βασικό σκοπό την επίτευξη των στόχων και των ονείρων τους, αντιμετωπίζοντας αποτελεσματικά την ίδια στιγμή τα προβλήματα και τις προκλήσεις που τυχόν παρουσιάζονται σε κάθε στάδιο της ζωής τους.

Θα πρέπει να τονισθεί ότι ο Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός, είναι μια διαδικασία και όχι ένα προϊόν, και για την εφαρμογή του πρέπει να ακολουθηθούν τα παρακάτω συγκεκριμένα βήματα. Σε πρώτο στάδιο, απαιτείται **ο προσδιορισμός των χρηματοοικονομικών στόχων** και στη συνέχεια η συλλογή κατάλληλων δεδομένων που είναι απαραίτητα για την επίτευξή τους. Στη συνέχεια, προσδιορίζεται η χρηματοοικονομική κατάσταση του ατόμου, αναπτύσσονται **εναλλακτικές στρατηγικές** και εφαρμόζεται τελικά εκείνο το χρηματοοικονομικό σχέδιο που ανταποκρίνεται στις ανάγκες και τις επιθυμίες του. Τέλος, όπως και σε κάθε διαδικασία, απαιτείται ο έλεγχος της αποτελεσματικότητας του σχεδίου, **αλλά και η επανεξέτασή του για πιθανές αλλαγές του**, αφού η ζωή, αλλά και οι αγορές, έχουν το δικό τους δυναμικό χαρακτήρα.

Απαραίτητο στοιχείο για την επιτυχία αυτής της διαδικασίας είναι η υπομονή. Οι επενδυτές επιθυμούν **βραχυπρόθεσμες αποδόσεις** παραμερίζοντας τους μακροπρόθεσμους στόχους τους. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Keynes (1936), «η ζωή δεν είναι αρκετά μεγάλη και η ανθρώπινη φύση επιθυμεί γρήγορα αποτελέσματα». Η πλειοψηφία των ατόμων, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στο εξωτερικό, **αποτυγχάνουν να προγραμματίσουν αποτελεσματικά τα οικονομικά τους**, αφού εστιάζουν στο παρόν. Με αυτόν τον τρόπο υποθηκεύουν το μέλλον τους, λόγω άγνοιας, μυωπίας του χρονικού ορίζοντα και έλλειψης χρηματοοικονομικής παιδείας.

Ιδιαίτερα στην Ελλάδα, **η μακρόχρονη περίοδος ευφορίας από τις αρχές της δεκαετίας του '80** ώθησε άτομα, επιχειρήσεις αλλά και κράτος να σκέφτονται και να ενεργούν βραχυπρόθεσμα, να αναλαμβάνουν υψηλούς κινδύνους, αγνοώντας το γεγονός ότι η ζωή όπως και το έθνος μας πρέπει να έχουν συνέχεια. Σαν αποτέλεσμα αυτής της συμπεριφοράς **η εγχώρια αποταμίευση περιορίστηκε δραματικά** από 16,9% του ΑΕΠ το 1995, σε μόλις 2,8% το 2010.

Μια από τις πιο ενδιαφέρουσες εφαρμογές του χρηματοοικονομικού σχεδιασμού είναι η δημιουργία ενός «**κεφαλαίου εκτάκτων αναγκών**», το οποίο μπορεί να βοηθήσει το νοικοκυριό να ανταποκριθεί **σε μη-αναμενόμενες ανάγκες και έξοδα** που μπορεί να δημιουργηθούν, όπως κάποιο πρόβλημα υγείας σε μέλος της οικογένειας, απώλεια εργασίας, κλείσιμο της οικογενειακής επιχείρησης κ.λπ.. Άλλωστε η ζωή κάνει κύκλους και η πιθανότητα εμφάνισης ενός «**μαύρου κύκνου**» στη διάρκεια μιας ολόκληρης ζωής σε μια περίοδο έντονων αναταράξεων είναι πλέον πιθανή.

Ολοκληρώνοντας, ένας έμπειρος χρηματοοικονομικός σύμβουλος που εφαρμόζει τις αρχές του Χρηματοοικονομικού Σχεδιασμού μπορεί να βοηθήσει **στην επίτευξη των χρηματοοικονομικών στόχων των ατόμων**. Αξίζει να σημειωθεί ότι σήμερα στη χώρα μας κορυφαίοι τραπεζικοί και ασφαλιστικοί οργανισμοί **παρέχουν ολιστικές προσεγγίσεις των αναγκών μιας οικογένειας** μέσω στρατηγικών διεθνικής διαφοροποίησης, με μικρό αρχικό κεφάλαιο επένδυσης.



Όπως στη ζωή έτσι και στις επενδύσεις κάποια λάθη μπορεί να αποδειχθούν καταστροφικά. Δε θα ήταν υπερβολή να ισχυριστεί κάποιος ότι η κρίση του 2007-08 αλλά και η σημερινή εγχώρια και διεθνής κατάσταση οφείλονται σε μεγάλο βαθμό σε σφάλματα αξιωματούχων των κυβερνήσεων και ανώτατων τραπεζικών στελεχών και άλλων χρηματοοικονομικών οργανισμών. Η **πολυπλοκότητα** της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος και των παραγόντων που επηρεάζουν τις αγορές και η **ασύμμετρη πληροφόρηση** οδηγούν τους μικροεπενδυτές σε **αλλεπάλληλα**

σφάλματα και πολλές φορές σε **συντριπτικές απώλειες**. Ως εκ τούτου, ο εντοπισμός, η καταγραφή αλλά και η αντιμετώπιση αυτών των σφαλμάτων, σε συνδυασμό με μια πειθαρχημένη, ξεκάθαρη και μακροχρόνια στρατηγική, είναι δυνατόν να αποβεί ιδιαίτερα αποτελεσματική για την εκπλήρωση των επενδυτικών στόχων των νοικοκυριών.

Ο κ. **Mark Pankin (2005)** εντόπισε τα επτά πιο σημαντικά σφάλματα που διαπράττουν οι μικροεπενδυτές: το **συναίσθημα** (emotion), την **αποδιοργάνωση** (disorganization), τη **μυωπία** (myopia), την **ανυπομονησία** (impatience), την **απληστία** (greed), την **αλαζονεία** (arrogance) και τη **δειλία** (cowardice).

Το συναίσθημα: Το συναίσθημα αποτελεί τη βάση για πολλά σφάλματα και αμαρτήματα και παρουσιάζεται με πολλούς και διαφορετικούς τρόπους. Ο φόβος και η απληστία, δύο γνωστά συναισθήματα, κατευθύνουν σε μεγάλο βαθμό την επενδυτική συμπεριφορά. Ακόμα ένα συμπεριφορικό σφάλμα είναι η προσκόλληση σε μια μετοχή ή σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Θα πρέπει να τονιστεί ότι ο φόβος και η απληστία εκφράζονται εντονότερα όταν η αγορά βρίσκεται σε ακραίες καταστάσεις (όπως αυτή που βιώνουμε σήμερα), με αποτέλεσμα οι επενδυτές να αγοράζουν στις υψηλότερες τιμές και να πωλούν στις χαμηλότερες. Αυτή είναι μια τυπική συμπεριφορά τόσο των μετόχων όσο και των μεριδιούχων μετοχικών Α/Κ. Δυστυχώς, όσες επενδυτικές επιλογές υποκινούνται από τα συναισθήματα δεν έχουν συνήθως τα επιθυμητά αποτελέσματα.

Αποδιοργάνωση: Η αποδιοργάνωση προκύπτει κυρίως όταν ένας επενδυτής έχει πολλούς επενδυτικούς λογαριασμούς και αντικρουόμενες επενδυτικές στρατηγικές. Το άμεσο αποτέλεσμα είναι η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των επενδυτών να απέχει αρκετά από την ιδανική. Η υπερβολική στάθμιση σε αξιόγραφα που σημείωσαν τις υψηλότερες αποδόσεις στο πρόσφατο παρελθόν αυξάνει σημαντικά τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου και την πιθανότητα μελλοντικών σημαντικών απωλειών. Ο επενδυτής πρέπει να εστιάζει στους βασικούς επενδυτικούς του στόχους και να προσδιορίζει την επενδυτική στρατηγική που θα τον βοηθήσει να τους επιτύχει. Η τακτική αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου σας απαιτείται στον βαθμό όπου οι αγορές έχουν δυναμικό χαρακτήρα, όπως άλλωστε και η ζωή.

Μυωπία: Η μυωπία προκύπτει από την τάση τόσο των μεμονωμένων επενδυτών όσο και των επαγγελματιών διαχειριστών να επενδύουν βασιζόμενοι στις πιο πρόσφατες εξελίξεις και γεγονότα, όπως για παράδειγμα μια απότομη άνοδος των τιμών των μετοχών, αγνοώντας τις μακροπρόθεσμες τάσεις. Σε κάποιον βαθμό και η μυωπία σχετίζεται με τον φόβο και την απληστία. Η μυωπία μας οδηγεί στην αδυναμία να εστιάσουμε στη "μεγάλη εικόνα".

Ανυπομονησία: Οι περισσότεροι άνθρωποι είναι ανυπόμονοι τόσο στην καθημερινή ζωή τους όσο και στις επενδύσεις τους. Σύμφωνα με τον κ. Warren Buffett, η αγορά έχει έναν αποτελεσματικό τρόπο να μεταφέρει πλούτο από τους ανυπόμονους στους υπομονετικούς επενδυτές. Η προφανής συμβουλή είναι να είστε υπομονετικοί. Εστιάστε στην ευρύτερη εικόνα των επενδυτικών στόχων και ολόκληρου του χαρτοφυλακίου σας και βεβαιωθείτε ότι η κάθε επενδυτική σας επιλογή εντάσσεται στο ευρύτερο χρηματοοικονομικό σας σχέδιο.

Απληστία: Η απληστία είναι ίσως το σοβαρότερο "θανάσιμο αμάρτημα" των επενδύσεων. Οδηγεί σε δύο σοβαρά επενδυτικά σφάλματα: πρώτον, στην πώληση των αξιογράφων που πέτυχαν γρήγορα κέρδη και, δεύτερον, στην αγορά αξιογράφων που σημειώνουν συνεχή ανοδική πορεία, χωρίς να δικαιολογείται από τα θεμελιώδη στοιχεία τους. Όταν η πορεία των επενδυτικών αυτών επιλογών αντιστραφεί και αρχίσουν να σημειώνονται απώλειες, οι επενδυτές αρχικά συνδέονται συναισθηματικά με τις επιλογές τους. Στη συνέχεια, αρνούνται να τις πουλήσουν και τελικά, όταν συνεχίζεται η πτώση, τους κυριεύει ο φόβος, με αποτέλεσμα να προχωρούν σε πωλήσεις και να καταγράφουν σημαντικές απώλειες. Πέρα από την προφανέστατη συμβουλή "μην είστε άπληστοι", άλλη μία είναι να αναπτύξετε ρεαλιστικές προσδοκίες και να ερευνάτε εξονυχιστικά τις επενδυτικές σας επιλογές.

Αλαζονεία: Σε έναν βαθμό, αυτό το σφάλμα μοιάζει με την απληστία. Όταν οι επενδυτικές επιλογές είναι επιτυχημένες, γεγονός που συμβαίνει κυρίως όταν οι αγορές είναι ανοδικές (bull markets), οι επενδυτές αισθάνονται υπερβολική αυτοπεποίθηση και θεωρούν απίθανο να χάσουν χρήματα από τις επενδύσεις τους. Το αποτέλεσμα είναι να αναλαμβάνουν υψηλότερους επενδυτικούς κινδύνους σε σχέση με τους γενικότερους επενδυτικούς τους στόχους. Αργά ή γρήγορα, οι επενδυτές ή οι διαχειριστές που παρουσιάζουν αλαζονική συμπεριφορά θα τιμωρηθούν από την αγορά. Η μετριοφροσύνη και η μετριοπάθεια είναι απαραίτητα στοιχεία της ατομικής και της επαγγελματικής διαχείρισης.

Δειλία: Στον αντίποδα της υπεροψίας και της υπερβολικής αυτοπεποίθησης βρίσκονται η δειλία και η έλλειψη εμπιστοσύνης στον εαυτό μας. Τα στοιχεία αυτά υποκινούνται κυρίως από τον φόβο ή είναι αποτέλεσμα παρελθουσών αποτυχημένων επενδυτικών επιλογών. Και σε αυτήν την περίπτωση υπάρχει σοβαρό πρόβλημα καθώς οι επενδυτές αποφεύγουν την ανάληψη λελογισμένου επενδυτικού κινδύνου και όπως είναι αυτονόητο δεν θα επιτύχουν και τις ανάλογες αποδόσεις.

Η **συμπεριφορική χρηματοοικονομική** (behavioral finance) παρεμβαίνει στην κατανόηση των συμμετεχόντων στις αγορές, καταγράφοντας τα σφάλματα των μικροεπενδυτών και των διαχειριστών και **προτείνει συγκεκριμένες στρατηγικές κατανόησης** και ελαχιστοποίησης των συμπεριφορικών αυτών σφαλμάτων.

Μπορεί η Ιταλία να αξίζει λιγότερο από την Apple;

Ruchir Sharma*

Δημοσιεύθηκε: 13:51 - 19/12/12

Παρακολουθώντας την κρίση στην Ευρώπη δεν μπορώ να αποφύγω τη σύγκριση με το δράμα που εξελίχθηκε στην Ασία το 1997 και το 1998. Ο φόβος κατάρρευσης επικράτησε στην Μπανγκόγκ και διαχύθηκε στην Τζακάρτα, στη Σεούλ και στην Κουάλα Λουμπόρ, πυροδοτώντας έντονες διαμαρτυρίες και κατακραυγή των επενδυτών. Συνολικά, **η αξία του χρηματιστηρίου της Ταϊλάνδης μειώθηκε στα 30 δισ. δολ., λιγότερο από την κεφαλαιοποίηση της Chrysler.**

Σήμερα, στις χρηματιστηριακές αγορές τουλάχιστον, η περιφέρεια της Ευρώπης αντιμετωπίζει την ίδια μοίρα. **Στα 42 δισ. δολ., η συνολική κεφαλαιοποίηση του ελληνικού χρηματιστηρίου είναι μικρότερη από αυτήν της Costco,** της αμερικανικής εταιρείας εκπτώτικων καταστημάτων.

Παρόμοια είναι η κατάσταση για την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Πορτογαλία, ακόμη και για την Ιταλία, όπου η συνολική κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς είναι σχεδόν ισάξια με εκείνη της Apple.

Στόχος δεν είναι να δυσφημήσω τις χώρες της Ευρώπης που υποφέρουν. Ακριβώς το αντίθετο. Υπάρχει αξία σε αρκετές από αυτές τις αγορές. Οι αγορές της ανατολικής Ασίας, από τότε που έφτασαν στον πάτο το 1998, **εκτινάχθηκαν σε επίπεδα δεκαπλάσια σε όρους δολαρίου,** με αποτέλεσμα εκείνη η χρονιά να αναδειχθεί σε τεράστια ευκαιρία. Το ερώτημα είναι εάν η περιφέρεια της Ευρώπης βρίσκεται τώρα σε αντίστοιχο σημείο καμψής.

Σε στατιστικούς όρους, οι ευρωπαϊκές αγορές έχουν περάσει τα κατώτατα επίπεδα που συνήθως καταγράφονται στις τοπικές κρίσεις, ξεκινώντας από όσα συνέβησαν στη Λατινική Αμερική τη δεκαετία του 1990. Σε μέσο όρο, η μέγιστη μείωση της χρηματιστηριακής αγοράς ανέρχεται στο 85% στη χώρα όπου ξεσπά η κρίση και στο 65% στην ευρύτερη περιοχή συνολικά. **Η ελληνική αγορά, όπου ξεκίνησε η κρίση της ευρωζώνης, στο χαμηλότερό της επίπεδο κατέγραψε πτώση 90%,** ενώ η μέση πτώση για τις αγορές της ευρωπαϊκής περιφέρειας άγγιξε το 70%.

Η ασιατική κρίση δεν απηχεί μόνο στατιστικά τη σημερινή κρίση στην ευρωζώνη. Και οι δύο περιοχές, προκειμένου να δείξουν πιο ασφαλείς για επενδύσεις και να διευκολυνθεί ο δανεισμός, είχαν μηχανισμό σταθερό συναλλαγματικό ισοτιμιών - στην Ασία τα νομίσματα ήταν συνδεδεμένα με το δολάριο και στην Ευρώπη υπάρχει το ευρώ. Το σχέδιο λειτούργησε πολύ καλά. Με τη μείωση των επιτοκίων, οι ντόπιοι δανείστηκαν για να καταναλώσουν, να αγοράσουν σπίτια, να δημιουργήσουν εργοστάσια και επιχειρήσεις.

Η σημαντική αύξηση του χρέους οδήγησε τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών -που είναι και το ευρύτερο μέτρο αποτίμησης του εμπορίου- σε έλλειμμα, προκαλώντας φόβους για τη δυνατότητα αποπληρωμής των χρεών. Με την κορύφωση των φόβων σε μία χώρα -είτε πρόκειται για την Ταϊλάνδη στην ασιατική κρίση είτε για την Ελλάδα στην ευρωπαϊκή- διαχέεται ο κίνδυνος μετάδοσης.

Εάν δούμε τα στοιχεία κατά τη δεκαετία προ της κρίσης, για **το ελληνικό ΑΕΠ βρίσκεται σε επίπεδα κατά 28% χαμηλότερα** από αυτά που θα είχε πετύχει εάν συνεχιζόταν η τάση. Στην Ταϊλάνδη η αντίστοιχη διαφορά είχε ανέλθει στο 30%. Η Ιρλανδία επλήγη όσο η Ινδονησία, ενώ η Ισπανία (που απέχει 16% από την τάση) είναι 3 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από ό,τι είχε βρεθεί τότε η Μαλαισία.

Η μεγάλη διαφορά αφορά την ταχύτητα της ανάκαμψης. Η Ασία ξεπέρασε τα επίπεδα της παραγωγής προ κρίσης μέσα σε τέσσερα χρόνια. Όχι, όμως, η Ευρώπη. Γιατί; Επειδή απλούστατα **η Ασία εγκατέλειψε τη σύνδεση των νομισμάτων με το δολάριο.** Καθώς κατέρρεαν τα νομίσματα της περιοχής, οι ασιατικές εξαγωγές έγιναν πιο ανταγωνιστικές πυροδοτώντας την ανάκαμψη. Η Ασία είχε επίσης το πλεονέκτημα μιας σταθερής διεθνούς ανάπτυξης. **Η περιφερειακή Ευρώπη δεν έχει αυτόν τον διεθνή ούριο άνεμο και δεν μπορεί να εγκαταλείψει το ευρώ.** Μπορεί να ανακτήσει την ανταγωνιστικότητά της μόνο μέσω της κατάρρευσης των μισθών και της απασχόλησης. Η διαδικασία είναι αργή και δύσκολη.

Το παράδειγμα της Ασίας δείχνει ότι το ισχυρότερο σήμα για την ανάκαμψη στις χώρες που βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης είναι η καταγραφή πλεονάσματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Σε αυτό το σημείο, η οικονομία δημιουργεί αρκετό εισόδημα για να αποπληρώσει το εξωτερικό χρέος. Στις αρχές του 1998 -όταν οι ειδήμονες προειδοποιούσαν ότι τα προβλήματα στην Ασία απειλούν την παγκόσμια οικονομία- φαινόταν ήδη το φως στο τούνελ επειδή τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών είχαν επιστρέψει σε πλεόνασμα.

Η περιφερειακή Ευρώπη πλησιάζει σε αυτό το σημείο. Η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ελλάδα και η Ιταλία πλησιάζουν την καταγραφή πλεονάσματος στα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών τον επόμενο χρόνο. Η Ευρώπη πραγματοποιεί επίσης την απαραίτητη, αν και επώδυνη, προσαρμογή στο κόστος εργασίας. Σε σύγκριση με τα πρόσφατα υψηλά επίπεδα. Το κόστος εργασίας έχει μειωθεί κατά περίπου 7% στην Ισπανία, στην Πορτογαλία και στην Ελλάδα. **Πρωταγωνιστής, ωστόσο, είναι η Ιρλανδία** όπου μία κίνηση 17 ποσοστιαίων μονάδων έφερε το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε πλεόνασμα. Το κόστος εργασίας παράλληλα, μειώθηκε κατά 18% από τα υψηλά.

Στην Ασία, οι χώρες όπου έγιναν οι πιο σκληρές μεταρρυθμίσεις, η Ινδονησία και η Νότιος Κορέα, απόλαυσαν και την ισχυρότερη ανάκαμψη. Υπάρχουν ενδείξεις ότι το ίδιο θα ισχύσει και στην Ευρώπη. Η Ιρλανδία είναι η μόνη χώρα της περιφέρειας της ευρωζώνης όπου φέτος αναμένεται να καταγραφεί ανάπτυξη του ΑΕΠ.

Η ανάκαμψη στην Ευρώπη θα έρθει. Ο μέσος λόγος της αξίας των χρηματιστηρίων προς ΑΕΠ διεθνώς διαμορφώνεται σήμερα περίπου στο 80%. Στην περιφέρεια της ευρωζώνης, ο λόγος αυτός κυμαίνεται από 23% στην Ελλάδα μέχρι 38% στην Πορτογαλία. Σε επίπεδα δηλαδή κοντινά με όσα ίσχυαν στην Ασία το 1998.

Για να εκτιμήσει κανείς το μέλλον της Ευρώπης θα μπορούσε απλούστατα να αναρωτηθεί: «Μπορεί η Ιταλία αξίζει λιγότερο από την Apple;».

**Ο Ruchir Sharma είναι επικεφαλής αναδυόμενων αγορών και του τμήματος διεθνούς μακροοικονομίας της Morgan Stanley Investment Management.*