



**Πανεπιστήμιο Μακεδονίας**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων**

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών : «Φορολογική , Λογιστική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων»**

Διπλωματική εργασία με θέμα :

Επενδύσεις Ασφαλούς Καταφυγίου, Χαρακτηριστικά αυτών  
και Διαχρονική Πορεία τους.

Safe Haven Assets, Fundamentals and Historical Evolution

Επιβλέπων Καθηγητής  
Σουμπενιώτης Δημήτριος

Μεταπτυχιακός Φοιτητής  
Λαφιωνιάτης Αλέξανδρος

## Ευχαριστίες-Αφιερώσεις

Η παρούσα διπλωματική μου εργασία κατατίθεται στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος Φορολογική, Λογιστική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση Στρατηγικών Αποφάσεων του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας. Η συγκεκριμένη εργασία παρουσιάζει τις επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου, τα χαρακτηριστικά αυτών και την διαχρονική πορεία τους.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος για τις πολύτιμες γνώσεις που μεταλαμπαδεύουν στους συμφοιτητές μου και μένα καθ' όλη την διάρκεια των σπουδών μου. Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου κύριο Σουμπενιώτη Δημήτριο για την παροχή πολύτιμων συμβουλών, κατευθύνσεων και επισημάνσεων κατά την επίβλεψη της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Ευχαριστίες επίσης αξίζει να εκφραστούν προς την οικογένειά μου για την αμέριστη και ανιδιοτελής συμπαράσταση τους καθ' όλη την διάρκεια των σπουδών μου.

## Table of Contents

<b>Ευχαριστίες-Αφιερώσεις.....</b>	<b>2</b>
<b>Περίληψη .....</b>	<b>5</b>
<b>Εισαγωγή.....</b>	<b>6</b>
<b>Ασφαλή επενδυτικά καταφύγια και χαρακτηριστικά .....</b>	<b>6</b>
Αποταμίευση και διασφάλιση πραγματικής αξίας .....	6
Σταθερή ροή εισοδήματος .....	7
Ρευστότητα – Εύκολη μετατροπή σε μετρητά .....	7
Συντελεστής Συσχέτισης (beta) .....	8
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: Χρυσός .....</b>	<b>9</b>
<b>Ιστορική αναδρομή.....</b>	<b>9</b>
Χρυσός κανόνας .....	10
Ο χρυσός ως ασφαλές καταφύγιο.....	10
Σχέση χρυσού – δολαρίου .....	11
<b>Λόγοι που ο χρυσός θεωρείται ασφαλές καταφύγιο .....</b>	<b>12</b>
Αντιστάθμιση Πληθωρισμού .....	12
Προστασία Αποπληθωρισμού .....	12
Γεωπολιτικές αναταραχές .....	13
Εφοδιαστικοί Περιορισμοί .....	13
Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου .....	13
<b>Τρόποι Επένδυσης σε χρυσό .....</b>	<b>14</b>
Χρυσός σε μορφή ETF .....	14
Κοσμήματα .....	14
Ράβδοι, Μπάρες και Νομίσματα .....	15
Πιστοποιητικά Χρυσού .....	15
Futures (συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης) .....	16
Μετοχές εταιρειών χρυσού .....	16
<b>Συμπεράσματα .....</b>	<b>16</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: Δολάριο, Γιέν, Ελβετικό Φράγκο .....</b>	<b>18</b>
<b>Χαρακτηριστικά νομισμάτων ασφαλούς καταφυγίου .....</b>	<b>18</b>
Οικονομική Ανάπτυξη .....	18
Περιβάλλον χαμηλού επιτοκίου .....	19
Σταθερό πολιτικό σύστημα .....	19
Ρευστότητα Νομίσματος .....	20
<b>Αμερικανικό Δολάριο: Το αποθεματικό νόμισμα.....</b>	<b>20</b>
Δολάριο και η κρίση Πανδημίας .....	23
<b>Ελβετικό Φράγκο – Swiss Franc .....</b>	<b>24</b>
Η ανθεκτικότητα του Ελβετικού φράγκου. ....	25
Οικονομικό κόστος του ισχυρού νομίσματος .....	25
Το ελβετικό φράγκο στην εποχή του Covid-19 .....	26
<b>Ιαπωνικό Γεν – Japanese Yen .....</b>	<b>27</b>

Το Ιαπωνικό Γιέν στην εποχή του Covid-19 .....	29
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: Ομόλογα.....</b>	<b>30</b>
<b>Ορισμός και φύση των ομολόγων .....</b>	<b>30</b>
Βασικά χαρακτηριστικά ομολόγων .....	31
Τρόπος αξιολόγησης ομολόγων .....	31
<b>Κρατικά ομόλογα.....</b>	<b>33</b>
<b>Εταιρικά ομόλογα.....</b>	<b>34</b>
Εταιρικά Ομόλογα Βαθμίδας AAA.....	34
<b>Συμπεράσματα .....</b>	<b>37</b>
<b>Επίλογος.....</b>	<b>39</b>
<b>Βιβλιογραφία .....</b>	<b>40</b>
<b>Table 1</b> : Examples of gold’s prices per decade .....	9
<b>Table 2</b> : Gold’s performance during different Presidencies .....	11
<b>Table 3</b> : Gold returns by S&P 500 monthly price change distribution .....	17
<b>Table 4</b> : USD performance during U.S equity market drawdowns and recessions (11/1971 – 06/2019).....	22
<b>Table 5</b> : Cumulative return .....	23
<b>Table 6</b> : Credit ratings .....	33
<b>Γράφημα 1</b> : Use of USD vs EURO and YEN in various economic functions (%).....	21
<b>Γράφημα 2</b> : Japan interest rate .....	28
<b>Γράφημα 3</b> : Yen, global stocks correlations weakest in nearly a decade .....	30
<b>Γράφημα 4</b> : S&P 500 and bond price 5-year rolling correlation vs inflation .....	37
<b>Γράφημα 5</b> : S&P 500 drawdown(%).....	38

## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει την επιστημονική περιοχή των «ασφαλών» επενδύσεων σε ταραχώδεις οικονομικές καταστάσεις όπως μια οικονομική ύφεση ή εν μέσω μιας παγκόσμιας ανεξέλεγκτης και απρόβλεπτης πανδημίας όπως ο Covid-19. Η παρούσα αποσκοπεί στην διεξαγωγή πολύτιμων συμπερασμάτων για την χρησιμότητα, εξέλιξη της πορείας των ασφαλών επενδύσεων αλλά και συμβολή τους στην διαφοροποίηση επενδυτικών χαρτοφυλακίων.

Στόχος της διπλωματικής εργασίας είναι να λειτουργήσει ως ένα συμβουλευτικό εγχειρίδιο για το ευρύ κοινό που ενδιαφέρεται επί του θέματος και να πληροφορηθεί για έννοιες που στο παρελθόν είτε ήταν ακατανόητες είτε άγνωστες. Οι έννοιες παρουσιάζονται διεξοδικά και όσο το δυνατόν απλούστερα ώστε το κείμενο να είναι κατανοητό ακόμα και σε μελετητές που δεν έχουν ξανά έρθει σε επαφή με το συγκεκριμένο αντικείμενο. Επίσης αυτό που χαρακτηρίζει την παρούσα είναι ότι επιδιώκει να φέρει σε θέση τον μελετητή, έπειτα από προσεκτική και διεξοδική ανάγνωση, να κατανοήσει πλήρως τις επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου αλλά και να είναι σε θέση να κατανοήσει τα κόστη και οφέλη ανάλογα με τις επενδυτικές του ανάγκες.

Τέλος, το πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται διεξοδικά στην έννοια των επενδύσεων ασφαλών καταφυγίων καθώς και τα χαρακτηριστικά τους. Το δεύτερο κεφάλαιο αναφέρεται λεπτομερέστατα στο χρυσό ως μια διαχρονική επένδυση ασφαλούς καταφυγίου. Οι ιδιότητες του χρυσού ως μέσο ασφαλούς επένδυσης και αποταμίευσης αξίας είναι ευρέως αποδεκτή από την ακαδημαϊκή και επενδυτική κοινότητα (HoodandMalik (2013), Reboredo (2013), BaurandMcDermott (2010)). Στο τρίτο κεφάλαιο θα μελετηθούν οι επενδύσεις σε ξένα νομίσματα τα οποία αποτελούν σταθερές αξίες εν καιρούς ύφεσης και γενικότερα αβεβαιότητας (ECB: HabibandStracca (2011)). Το τέταρτο κεφάλαιο ασχολείται με την γενικότερη έννοια των κρατικών ομολόγων (ECB: HabibandStracca (2020)), των αμυντικών μετοχών και την διαχρονική ασφάλεια που προσφέρουν στους κατόχους τους.

## Εισαγωγή

### Ασφαλή επενδυτικά καταφύγια και χαρακτηριστικά

Από την χρηματοπιστωτική κρίση το 2009 και έπειτα, έχει εξελιχθεί ένα ραγδαία αναπτυσσόμενο ακαδημαϊκό αλλά και επενδυτικό ενδιαφέρον για τις επενδύσεις που διατηρούν ή αυξάνουν την αξία τους κατά τη διάρκεια δυσχερών οικονομικών συνθηκών. Οι επενδυτές, αναζητούν ασφαλή επενδυτικά καταφύγια για να σταματήσουν ή έστω να περιορίσουν την έκθεση τους στον κίνδυνο και στις απώλειες σε περίπτωση ύφεσης της αγοράς. Αυτή η στάση απέναντι στον κίνδυνο και σε αρνητικές εξελίξεις, είναι αποτέλεσμα της ανθρώπινης συμπεριφοράς γνωστή ως έννοια της 'Αποστροφής Απώλειας' (LossAversion). Σύμφωνα με τους KahnemanD., TverskyA. (1983), η έννοια αναφέρετε στην συμπεριφορά ενός ορθολογικού επενδυτή (RiskAverse) ο οποίος βρίσκει περισσότερο αρνητική την απώλεια  $\$X$  από την αντίστοιχη ικανοποίηση που θα λάμβανε από το κέρδος ισοδύναμης ποσότητας  $\$X^1$ . Με άλλα λόγια, ο ορθολογικός επενδυτής αναλαμβάνει ρίσκο το οποίο θα αποφέρει θετική απόδοση επένδυσης, αρκετά μεγαλύτερη από την απώλεια σε περίπτωση αρνητικής εξέλιξης.

Με βάση την ανωτέρω συμπεριφορά των επενδυτών, επένδυση ασφαλούς καταφυγίου μπορεί να θεωρηθεί η επένδυση που διατηρεί ή αυξάνει την αξία της ακόμη και στις χειρότερες οικονομικές καταστάσεις, όπως μια οικονομική κρίση (Gorton, 2017, GourinchasandJeanne, 2012). Παρακάτω παρατίθενται τα χαρακτηριστικά τα οποία επιζητούν οι ορθολογικοί επενδυτές σε περιόδους ύφεσης και τα οποία καθιστούν ελκυστικές τις επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου.

### Αποταμίευση και διασφάλιση πραγματικής αξίας

Άρρηκτα συνδεδεμένα με την έννοια της αποστροφής κίνδυνου, κάθε επενδυτής είτε σε περιόδους ανάπτυξης ή ύφεσης της αγοράς, επιζητά την αύξηση πλούτου και αποστρέφεται την απώλεια κεφαλαίου, όπως ήδη αναφέρθηκε. Σε περιόδους ύφεσης η ζήτηση επενδύσεων που διατηρούν την πραγματική τους αξία αυξάνετε και συνεπώς και η αγοραστική τους αξία η οποία επηρεάζεται από τις δυνάμεις προσφοράς – ζήτησης. Οι επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου, εξ' ορισμού επιτελούν ακριβώς αυτό το έργο, προσφέροντας διασφάλιση της αξίας στους επενδυτές, κατά περιόδους κρίσης.

---

<sup>1</sup><https://web.missouri.edu/~segerti/capstone/choicesvalues.pdf>

### Σταθερή ροή εισοδήματος

Η σταθερή ροή εισοδήματος, κατά κύριο λόγο υπό την μορφή μερίσματος (σε περίπτωση μετοχών) ή κουπονιού (σε περίπτωση ομολόγων), αποτελεί σημαντικό κριτήριο κατά την επιλογή μιας επένδυσης, καθώς μπορεί είτε να ξανά επενδυθεί και συνεπώς να συμβάλει σε μια μεγαλύτερη απόδοση είτε να αποταμιευθεί προσφέροντας απόδοση και σιγουριά στον επενδυτή. Στην περίπτωση μετοχών, η σταθερή ροή εισοδήματος που προσφέρει το μέρισμα μπορεί να καλύψει υπάρχουσες απώλειες λόγω πτώσης της αγοράς είτε να επενδυθεί σε καταλληλότερες ή πιο προσοδοφόρες κατά την υπάρχουσα κατάσταση επενδύσεις. Στην περίπτωση των ομολόγων, παρατηρείται παρόμοια συμπεριφορά. Παρόλα αυτά, τα ομόλογα παρουσιάζουν κάποιες ιδιοσυγκρασίες καθώς το συμβόλαιο του ομολόγου καθορίζει την ύπαρξη, το μέγεθος και την συχνότητα πληρωμής κουπονιού (ενώ στις μετοχές η πληρωμή μερίσματος είναι στην ευχέρεια της κάθε εταιρίας) γεγονός που επηρεάζει άμεσα την τιμή του ομολόγου αλλά και την συμπεριφορά των επενδυτών, στοιχεία που θα αναλυθούν σε επόμενη ενότητα.

### Ρευστότητα – Εύκολη μετατροπή σε μετρητά

Ακόμη ένα σημαντικό χαρακτηριστικό είναι η ρευστότητα (KrishnamurthyandVissing-Jorgensen (2012)). Ως ρευστότητα ορίζεται η ευκολία με την οποία ένα χρηματοπιστωτικό προϊόν ή ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να πωληθεί ή να μετατραπεί σε μετρητά και επηρεάζεται άμεσα από την προσφορά και την ζήτηση που υπάρχει για το συγκεκριμένο προϊόν ή περιουσιακό στοιχείο. Σε περιόδους κρίσης οι επενδυτές καταφεύγουν πολύ συχνά στη ρευστοποίηση των επενδύσεών τους σε μετρητά ή στρέφουν σε επένδυση με χαμηλότερο ρίσκο ως μέτρα για την προστασία του κεφαλαίου τους από την πτώση (ή περαιτέρω πτώση) της αγοράς. Στην άλλη όψη του νομίσματος, παρόλα αυτά, η ζήτηση για τα επενδυτικά προϊόντα ενδέχεται να είναι χαμηλή ή ανεπαρκής. Με άλλα λόγια, δεν υπάρχουν επενδυτές που θα διαθέσουν κεφάλαια για να αγοράσουν τις επενδύσεις που έχουν υψηλό ρίσκο και που πιθανός θα χάσουν σε αξία. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, η ρευστότητα μιας επένδυσης θα παίξει σημαντικό ρόλο στην τιμή που θα έχει στη αγορά. Για παράδειγμα, ο επενδυτής που θα επιθυμεί να ρευστοποιήσει μια μη-ρευστοποιήσιμη θέση, θα αναγκαστεί να δεχθεί μια πολύ μικρότερη τιμή (από αυτή που επικρατεί στην αγορά) από τους αγοραστές, καθώς θα υπάρχουν ελάχιστοι αν όχι μηδαμινοί από εκείνους οι οποίοι θα δείξουν ενδιαφέρον για την απόκτηση τέτοιας θέσης, ένα πρόσφατο φαινόμενο κατά την διάρκεια της κρίσης του 2009, γνωστό ως 'firesales' (SheiflerandVishny, 2011).

### Συντελεστής Συσχέτισης (beta)

Από την πλευρά ενός επενδυτή που ζητά προστασία του χαρτοφυλακίου από σημαντικές πτώσεις της αγοράς σε περιόδους κρίσης, ασφαλή επενδυτικά καταφύγια θεωρούνται επενδύσεις που διατηρούν ουδέτερη στάση απέναντι στη ροή πληροφοριών (informationinsensitive) κατά την διάρκεια δυσχερών οικονομικών συνθηκών (Gorton, 2017), και παρουσιάζουν αρνητικό συντελεστή συσχέτισης (beta), γεγονός που συντελεί στον να αυξάνουν την αξία τους σε περιόδους που η αγορά βιώνει σημαντικές απώλειες.

Τα ασφαλή καταφύγια, όπως κάθε επενδυτικό προϊόν, έχουν το αντίστοιχο κόστος ευκαιρίας κατά την απόκτησή τους. Κόστος ευκαιρίας προέρχεται από το άμεσο κόστος αγοράς του ασφαλούς καταφυγίου έναντι διάθεσης των κεφαλαίων σε μια άλλη επένδυση καθώς επίσης και το κόστος απόδοσης το οποίο μπορεί να θεωρηθεί ως το τίμημα της χαμηλότερης απόδοσης λόγω χαμηλού ρίσκου έναντι σε μια πιο κερδοφόρα επένδυση που θα υπάρχει ως εναλλακτική. Γίνεται εμφανές ότι η επιλογή ασφαλούς καταφυγίου στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια οφείλει να αντιπροσωπεύει τους στόχους του εκάστοτε επενδυτή καθώς και το κόστος ευκαιρίας που ο επενδυτής είναι διατεθειμένος να αποκομίσει. Παρόλα αυτά οι κύριοι λόγοι που καθιστούν ελκυστικά τα ασφαλή καταφύγια σε περιόδους υψηλής διακύμανσης της αγοράς και σε περιόδους κρίσης είναι η επιθυμία των επενδυτών να παραμείνουν αξιόχρεοι, να διατηρούν κάποιες σταθερές ροές εισοδήματος ώστε να ανταπεξέρχονται στις υποχρεώσεις τους καθώς επίσης να διατηρούν κάποια ρευστότητα ώστε να βρίσκονται σε θέση να εκμεταλλευτούν επενδυτικές ευκαιρίες ανά πάσα στιγμή.

Με βάση τα χαρακτηριστικά που παρουσιάστηκαν, τις ιδιαιτερότητες που παρουσιάζει το εκάστοτε χαρτοφυλάκιο καθώς και η επικρατούσα κατάσταση της αγοράς, καθιστούν απαραίτητη την ανάλυση επενδύσεων ασφαλών καταφυγίων από όλους τους επενδυτές, οι οποίοι καλούνται να επιλέξουν ανάμεσα στις διάφορες εναλλακτικές αλλά και να τις προσαρμόζουν ανάλογα με τα δεδομένα που προκύπτουν.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: Χρυσός

### Ιστορική αναδρομή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναφερθούμε σε ένα πολυσυζητημένο χρηματοπιστωτικό προϊόν – αγαθό, τον χρυσό. Η πολυτάραχη ιστορία του χρυσού ως ένα μέσο συναλλαγής ξεκινάει περίπου το 1100 π.Χ. όπου εκδόθηκαν τα πρώτα χρυσά νομίσματα κατά την διάρκεια της ηγεσίας του Βασιλιά Κροίσου της Λυδίας.

Ο χρυσός, το μέταλλο με το εντυπωσιακό κίτρινο χρώμα είναι μια αξία χρηματιστηριακή, ένα αγαθό επένδυσης, που λειτούργησε σταθεροποιητικά για την παγκόσμια οικονομία συγκρατώντας τον πληθωρισμό. Η μία ουγκιά αναλογεί σε 31,30 γραμμάρια και χρησιμοποιείται ως μονάδα μάζας των πολύτιμων μετάλλων και κατά κόρων του χρυσού. Η τιμή του καθημερινά μεταβάλλεται είτε ανοδικά είτε καθοδικά πάντα σε συνάρτηση με την προσφορά και την ζήτηση. Σήμερα, η London Bullion Market Association (LBMA) διαχειρίζεται τον Λιανικό Κατάλογο Λονδίνου, η μόνη εγκεκριμένη αγοράς χρυσού αποδεκτή σε ολόκληρο τον κόσμο. Πραγματοποιείται μια διαδικασία ηλεκτρονικού πλειστηριασμού για την τιμή χρυσού LBMA. Η διαδικασία αυτή διαχειρίζεται ανεξάρτητα και εμπορεύεται, ηλεκτρονικά σε δολάρια, με συγκεντρωτικές και ανώνυμες προσφορές και δημοσιεύεται σε πραγματικό χρόνο. Η τιμή χρυσού LBMA ορίζεται δύο φορές την ημέρα σε δολάρια ΗΠΑ στις 10:30 π.μ. και στις 3:00 μ.μ. κάθε εργάσιμη ημέρα. Η τιμή του χρυσού κάνει μια αλματώδη πορεία τα τελευταία 50 χρόνια, ειδικότερα την τελευταία δεκαετία και καθορίζεται στην παγκόσμια αγορά σε δολάρια ΗΠΑ ανά ουγκιά. Ο χρυσός αποτέλεσε μια πολύ καλή επιλογή για μακροχρόνιους επενδυτές καθώς η τιμή της ουγκιάς αυξάνεται χρόνο με τον χρόνο.

Αρχές δεκαετίας 1970	35 δολάρια / ουγκιά
Τέλη δεκαετίας 1970	161 δολάρια / ουγκιά
Μέσα δεκαετίας 1980	381 δολάρια / ουγκιά
Έτος 2005	446 δολάρια / ουγκιά
Έτος 2010	1227 δολάρια / ουγκιά
Έτος 2012	1716 δολάρια / ουγκιά
Έτος 2018	1294 δολάρια / ουγκιά
Έτος 2019	1289 δολάρια / ουγκιά
Έτος 2020 ( 6 Αυγούστου)	2070 δολάρια / ουγκιά

Table1 :  
Examples of gold's prices per decade

## Χρυσός κανόνας

Ας ξεκινήσουμε όμως με τον χρυσό κανόνα που αποτέλεσε ορόσημο για πολλά έτη στις συναλλαγές των ανθρώπων. Ο χρυσός κανόνας λοιπόν ήταν το πρώτο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών σύμφωνα με το οποίο το νόμισμα ήταν μετατρέψιμο σε χρυσό σε ορισμένη τιμή και αντίστροφα και επιτρεπόταν η ελεύθερη εξαγωγή του χρυσού στο εξωτερικό. Τα νομίσματα είχαν μια κεντρική ισοτιμία έναντι χρυσού και με βάση αυτήν την ισοτιμία προέκυπταν οι διμερείς ισοτιμίες των νομισμάτων, ήταν δηλαδή ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Μια χώρα που χρησιμοποιεί το πρότυπο χρυσού καθορίζει μια σταθερή τιμή για το χρυσό και αγοράζει και πωλεί χρυσό σε αυτήν την τιμή. Για παράδειγμα, εάν οι ΗΠΑ ορίσουν την τιμή του χρυσού στα 500 δολάρια ανά ουγκιά, η αξία του δολαρίου θα είναι το 1/500 της ουγκιάς του χρυσού. Οι ΗΠΑ προσχώρησαν στο σύστημα αυτό το 1879 το οποίο λειτούργησε αρκετά ικανοποιητικά έως τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Έπειτα από αυτόν παρατηρήθηκε ευρεία διακύμανση των νομισμάτων σε σχέση με την τιμή του χρυσού και παρεμβάσεις των κερδοσκόπων σε αυτό. Το σύστημα αυτό τροποποιήθηκε με την συμφωνία του Bretton Woods το 1944 ενώ το νόμισμα των ΗΠΑ ήταν το μόνο που παρέμεινε μετατρέψιμο σε χρυσό έως και το 1971.

## Ο χρυσός ως ασφαλές καταφύγιο

Ο χρυσός λειτουργεί ως παράγοντας αντιστάθμισης του κινδύνου. Σε καταστάσεις έντονης παγκόσμιας αβεβαιότητας και χρηματοοικονομικών κρίσεων, όπως η σημερινή, τόσο οι μεμονωμένοι επενδυτές όσο και οι θεσμικοί βάνουν σε ρευστοποιήσεις επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων κυρίως μετοχών και μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων και στρέφονται σε ασφαλή περιουσιακά στοιχεία όπως τα Αμοιβαία Κεφάλαια Διαχείρισης διαθεσίμων, ομόλογα υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας (AAA) και αρκετοί στο χρυσό. Αξίζει να σημειωθεί ότι λειτουργεί και ως αποθεματικό των κεντρικών τραπεζών ή των κρατών και συγκεκριμένα ως στήριγμα σε έκτακτες περιπτώσεις πολέμων ή μεγάλων νομισματικών μεταβολών.

Η χαμηλή συσχέτιση των αποδόσεων του χρυσού με τις αντίστοιχες του Dow Jones και των Standard and Poor's (μηδενική έως και ελάχιστα αρνητική) καθιστά τον χρυσό ένα χρήσιμο κομμάτι ενός χαρτοφυλακίου, αν και σήμερα υπάρχουν ακόμα πιο ευέλικτες επιλογές όπως τα αμοιβαία κεφάλαια σε χρυσό τα οποία διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο γνωστά ως ETF's. Ο χρυσός μπορεί να λειτουργήσει όπως κάθε άλλο περιουσιακό στοιχείο δηλαδή όταν η τιμή του

ανεβαίνει πολλοί κερδοσκόποι ή και μη πλήρως ενημερωμένοι επενδυτές εισέρχονται στην αγορά και παραμορφώνουν την τιμή του.

Οι παράγοντες που καθορίζουν την τιμή του ποικίλουν και μεταξύ άλλων είναι η μεταβλητότητα, οι μελλοντικές πιθανότητες αβεβαιότητας ή ήδη υπάρχουσες, ο κίνδυνος του χρηματοοικονομικού συστήματος, η ποσοτική χαλάρωση που εφαρμόζουν διάφορες κεντρικές τράπεζες με αποτέλεσμα την αποτίμηση των νομισμάτων τους, το ύψος των επιτοκίων, η πορεία του πληθωρισμού, ο γεωπολιτικός κίνδυνος, η μόδα αλλά και η συμπεριφορά της αγέλης ιδιαίτερα όταν μεγάλες κεντρικές τράπεζες προβαίνουν για λόγους στρατηγικής τους σε αγοραπωλησίες μεγάλων ποσοτήτων χρυσού.

#### Σχέση χρυσού – δολαρίου

Θα ήταν μέγιστη παράλειψη αν δεν αναφερόμασταν στην σχέση που έχει αυτό το ευγενές μέταλλο με το δολάριο. Από το 1974 έως το 2017 υπήρξαν 11 αμερικανικοί κύκλοι προεδρίας, στους 10 από αυτούς ο χρυσός μεταβλήθηκε στην αντίθετη κατεύθυνση από το δολάριο επιβεβαιώνοντας την αρνητική τους συσχέτιση. Πιο συγκεκριμένα σε 4 προεδρικούς κύκλους το δολάριο κινήθηκε ανοδικά και χρυσός καθοδικά, σε 6 συνέβη το αντίθετο και σε 1 το δολάριο παρέμεινε σταθερό και ο χρυσός κατέγραψε κέρδη. Ποτέ μέσα σε αυτά τα χρόνια δεν κατέγραψε άνοδο το δολάριο και ο χρυσός ταυτόχρονα.

#### Gold's performance during different Presidencies

Data until the end of 2015, \*\* G/I = Growth/Inflation

Presidency	Years	Change in % Change in % Changes in levels					
		USD	Gold	Inflation	G/I **	Real rates	Output gap
Ford	1974 - 1977	2.0	-11.4	-5.5	0.7	2.1	
Carter	1977 - 1981	-13.0	338.5	6.1	-0.7	6.0	
Reagan I	1981 - 1985	68.0	-47.6	-8.6	1.4	-1.2	1.3
Reagan II	1985 - 1989	-39.0	32.8	0.5	-0.6	0.0	1.7
G Bush	1989 - 1993	-0.2	-18.5	-1.5	0.6	-4.3	-2.8
Clinton I	1993 - 1997	-4.2	9.9	0.4	-0.1	1.9	1.8
Clinton II	1997 - 2001	21.4	-26.0	0.1	-0.5	1.2	3.7
GW Bush I	2001 - 2005	-28.7	61.0	-0.1	0.1	-4.2	-2.0
GW Bush II	2005 - 2009	0.5	101.2	-3.2	-28.9	1.2	-1.7
Obama I	2009 - 2013	-1.5	89.9	1.6	28.8	-1.6	-2.4
Obama II*	2013 - 2017	16.4	-36.6	-1.0	2.1	1.3	1.1

Source: Bloomberg data, ABN AMRO Group Economics, output gap = IMF

**Table1 : Gold's performance during different Presidencies**

## Λόγοι που ο χρυσός θεωρείται ασφαλές καταφύγιο

### Αντιστάθμιση Πληθωρισμού

Πληθωρισμός είναι η τάση αύξησης του γενικού επιπέδου των τιμών σε μία οικονομία και προσδιορίζεται από την εξέλιξη ορισμένων αριθμοδεικτών που αφορούν τον δείκτη τιμών ενός καταναλωτή. Ο πληθωρισμός έχει αρνητικές συνέπειες στην οικονομία γιατί μειώνει την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων, ενισχύει την ανισοκατανομή του εισοδήματος, μειώνει την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και περιορίζει την δυνατότητα αποταμίευσης των νοικοκυριών. Ο χρυσός τώρα υπήρξε ιστορικά ένας πολύ καλός εξισορροπητικός παράγοντας του πληθωρισμού επειδή η τιμή του τείνει να αυξάνεται όταν αυξάνεται και το κόστος διαβίωσης. Τα τελευταία 50 χρόνια οι επενδυτές έχουν παρατηρήσει την τιμή του να αυξάνεται ραγδαία και το χρηματιστήριο να κατρακυλά σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού. Μία ερμηνεία αυτής της σχέσης λέει ότι το επίπεδο τιμών και η τιμή του χρυσού κινούνται μαζί εξαιτίας των αντιδράσεων των νομισματικών αρχών και των επενδυτών αντίστοιχα σε περιόδους κρίσης και αβεβαιότητας. Οι νομισματικές αρχές είναι σχεδόν σίγουρο ότι θα καταφύγουν στην άμεση (τύπωμα χρήματος) ή στην έμμεση (μείωση του επιτοκίου) αύξηση της προσφοράς χρήματος με σκοπό την «αναζωπύρωση» της οικονομίας. Μια τέτοια εξέλιξη θα οδηγήσει σε αύξηση του πληθωρισμού. Οι επενδυτές αντίθετα θα αυξήσουν την ζήτηση του χρυσού λόγω της αβεβαιότητας, αύξηση της ζήτησης χωρίς άλλες μεταβολές μεταφράζεται σε αύξηση της τιμής του χρυσού. Συμπερασματικά, το επίπεδο των τιμών και η τιμή του χρυσού αναμένεται να κινούνται μαζί και ιδιαίτερα σε περιόδους αβεβαιότητας.

### Προστασία Αποπληθωρισμού

Αποπληθωρισμός είναι η διαρκής τάση μείωσης του γενικού επιπέδου τιμών για μεγάλα χρονικά διαστήματα γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε αρνητικό πληθωρισμό. Σε περίπτωση που προβλέπεται επιπλέον πτώση των τιμών, οι αγοραστές ενδέχεται να καθυστερήσουν την απόκτηση προϊόντων εν αναμονή ακόμη χαμηλότερων μελλοντικών τιμών. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε περαιτέρω πτώση των τιμών και τελικά σε μία οικονομική ύφεση(π.χ. 1930). Αυτή η κατάσταση αύξησε την ζήτηση συνεπώς και την τιμή του χρυσού επειδή οι επενδυτές επέλεξαν να συσσωρεύσουν μετρητά, και το ασφαλέστερο αγαθό για την διασφάλιση αυτών των μετρητών ήταν και είναι ο χρυσός.

### Γεωπολιτικές αναταραχές

Ο χρυσός διατηρεί την αξία του όχι μόνο σε περιόδους οικονομικής αβεβαιότητας, αλλά και σε περιόδους γεωπολιτικής αβεβαιότητας. Ονομάζεται συχνά «εμπόρευμα κρίσης», επειδή οι άνθρωποι καταφεύγουν στη σχετική ασφάλειά του όταν αυξάνονται οι παγκόσμιες εντάσεις. Για παράδειγμα, οι τιμές του χρυσού σημείωσαν σημαντικές αυξήσεις τιμών φέτος ως απάντηση στην κρίση που σημειώθηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την προκλητικότητα της Τουρκίας στο Αιγαίο. Η τιμή του αυξάνεται συχνά όταν η εμπιστοσύνη στις κυβερνήσεις είναι μειωμένη και αυτές δεν εκφράζουν ασφάλεια και σιγουριά στους επενδυτές.

### Εφοδιαστικοί Περιορισμοί

Μεγάλο μέρος της προσφοράς του χρυσού από την δεκαετία του 1990 και έπειτα προήλθε από τις πωλήσεις χρυσού από τα θησαυροφυλάκιο των παγκόσμιων κεντρικών τραπεζών. Αυτή τη προσφορά ελαττώθηκε ταχύτατα κατά την περίοδο της οικονομικής ύφεσης του 2008. Η ταυτόχρονη μείωση παραγωγής χρυσού από το 2000 και έπειτα συνέβαλε και αυτή στην διαμόρφωση της τιμής του πολύτιμου μετάλλου. Σύμφωνα με έρευνες η ετήσια παραγωγή εξόρυξης χρυσού μειώθηκε από 2.573 τόνους το 2000 σε 2.344 τόνους το 2007. Μπορεί να χρειαστούν από 8 έως 15 χρόνια για να θεωρηθεί αξιόπιστο ένα ορυχείο και να φέρει πραγματικά αποτελέσματα στην παραγωγή. Κατά γενικό κανόνα η συνεχόμενη μείωση της προσφοράς χρυσού αυξάνει την ζήτησή του και την τιμή του.

### Διαφοροποίηση Χαρτοφυλακίου

Το κλειδί για την σωστή διαφοροποίηση ενός χαρτοφυλακίου είναι η εύρεση έξυπνων επενδύσεων που δεν συσχετίζονται στενά μεταξύ τους. Ο χρυσός ιστορικά είχε και συνεχίζει να έχει αρνητική συσχέτιση με τις μετοχές και τα περισσότερα χρηματοοικονομικά παράγωγα. Με μία πολύ σύντομη ιστορική αναδρομή μπορούμε εύκολα να το διαπιστώσουμε.

- Η δεκαετία του 1970 ήταν αξιοσημείωτα αποδοτική για τον χρυσό και ακριβώς το αντίθετο για τις μετοχές.
- Την δεκαετία του 1980 και του 1990 συνέβη ακριβώς το αντίθετο.
- Και από το 2000 και έπειτα (κυρίως μετά το 2008) ο χρυσός κατέγραφε αυξανόμενα κέρδη και πολλαπλασιασμό της τιμής του μιας και εκεί στράφηκαν οι περισσότεροι επενδυτές για ασφάλεια.

Οι σωστά διαφοροποιημένοι επενδυτές συνδυάζουν το πολύτιμο μέταλλο με μετοχές και ομόλογα σε ένα χαρτοφυλάκιο για να μειώσουν την τωρινή αλλά κυρίως την μελλοντική αστάθεια και τον κίνδυνο. Ο χρυσός θα πρέπει να αποτελεί σημαντικό μέρος ενός διαφοροποιημένου επενδυτικού χαρτοφυλακίου, διότι οι τιμές του αυξάνονται ως ανταπόκριση σε γεγονότα που προκαλούν μείωση της αξίας των κοινών επενδύσεων, όπως μετοχές και ομόλογα. Αν και η τιμή του χρυσού μπορεί να είναι κυμαινόμενη και ασταθείς πολλές φορές βραχυπρόθεσμα, διατηρούσε πάντα την αξία της μακροπρόθεσμα. Με τα χρόνια, έχει χρησιμεύσει ως αντιστάθμιση έναντι του πληθωρισμού και ως εκ τούτου είναι μια επένδυση που αξίζει να ληφθεί υπόψη.

### Τρόποι Επένδυσης σε χρυσό

#### Χρυσός σε μορφή ETF

Το Exchange Traded Funds (ETFs) έχει φέρει επανάσταση στην επένδυση όταν πρόκειται για οικονομικά αποδοτικό και εύκολο εμπόριο σε διαφορετικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων όπως ο χρυσός. . Αλλά τι πραγματικά είναι ένα ETF; Σε αντίθεση με τον φυσικό χρυσό τα ETF μπορούν να αγοραστούν σαν μετοχές στο χρηματιστήριο. Επιτρέπουν στους επενδυτές να έχουν πρόσβαση σε χρυσό αποφεύγοντας ταυτόχρονα το κόστος, την δυσκολία της αποθήκευσης και των κινδύνων που ενέχει η κατοχή φυσικού χρυσού. Ο επενδυτής βέβαια επιβαρύνεται με ένα ποσοστό στην αξία της αρχικής επένδυσής του, κάθε χρόνο λόγω των παρακρατήσεων του ETF. Το μεγαλύτερο ETF χρυσού το SPDRGoldSharesETF για παράδειγμα παρακρατεί 0,40% της επένδυσης. Αυτό σημαίνει ότι ένας επενδυτής με αρχική επένδυση 20.000\$ πληρώνει κάθε χρόνο 80\$ για να διασφαλίσει το ETF στην κατοχή του. Φυσικά για την αντιμετώπιση των ανησυχιών και τον πιθανόν προβληματισμό των επενδυτών σχετικά με τις προμήθειες των ETF ορισμένες επενδυτικές εταιρίες προσφέρουν online συναλλαγές εντελώς δωρεάν αλλά αφορούν κάποιους συγκεκριμένους τύπους ETF. Για παράδειγμα μπορούμε να ανταλλάξουμε το Aberdeen Standard Gold ETF Trust δωρεάν στην πλατφόρμα Schwab ETF OneSource.

#### Κοσμήματα

Ίσως ο πιο εύκολος τρόπος επένδυσης σε χρυσό θεωρούνται τα κοσμήματα. Είναι εύκολα προσβάσιμα στο ευρύ κοινό, με πολλά σημεία πώλησης ( πχ κοσμηματοπωλεία) και χωρίς ποσοτικούς περιορισμούς. Θεωρείται βέβαια ότι κατά κοινή ομολογία τα κοσμήματα είναι μια σχετικά κακή επιλογή για να επενδύσει κάποιος μιας και η μεταπολιτική αξία τους πέφτει

συνεχώς και τα πολύ ακριβά κοσμήματα κρατούν την αξία τους αλλά σαν συλλεκτικά προϊόντα πολυτελείας και όχι λόγω του χρυσού.

#### Ράβδοι, Μπάρες και Νομίσματα

Για όσους θέλουν να αγοράσουν χρυσό ένας από τους αποτελεσματικότερους τρόπους είναι οι ράβδοι, μπάρες και τα νομίσματα. Στην χώρα μας υπάρχουν εμπορικές τράπεζες που δίνουν την δυνατότητα στους πολίτες να αγοράσουν χρυσό από τις ίδιες κυρίως στην μορφή νομισμάτων.

Η Χρυσή Λίρα είναι το πιο γνωστό και δημοφιλές χρυσό νόμισμα, με την παλαιότερη ιστορία από τις νομισματικές αξίες που χρησιμοποιούνται σήμερα, αφού κυκλοφορεί παγκοσμίως για περισσότερα από 500 χρόνια. Το 19ο αιώνα εδραιώθηκε ως το πιο διαδεδομένο και αναγνωρίσιμο νόμισμα στον κόσμο, με την εξάπλωση της Βρετανικής Αυτοκρατορίας την εποχή της Βασίλισσας Βικτωρίας. Στην εμπρόσθια όψη του νομίσματος απεικονίζονται η κεφαλή του εκάστοτε Βασιλέα ή Βασίλισσας της Μεγάλης Βρετανίας, ενώ στην πίσω όψη απεικονίζει τον Άγιο Γεώργιο έφιππο να εξοντώνει το δράκοντα, έργο σχεδιασμένο από τον Ιταλό χαράκτη Benedetto Pistrucci. Με βάρος 7,988 γραμμαρίων, καθαρότητα 22 καρατιών και διάμετρο 22,05 χιλιοστών η τιμή της μεταβάλλεται συνεχώς ανάλογα με την τιμή του χρυσού.

Οι ράβδοι χρυσού θα πρέπει να συνοδεύονται από πιστοποιητικό γνησιότητας στο οποίο θα αναγράφεται ο μοναδικός αριθμός παραγωγής και διατίθενται σε πολλαπλάσια των 5 γραμματίων (5,10,20,50,100,250,500,1.000) με καθαρότητα 999,9 καράτια.

#### Πιστοποιητικά Χρυσού

Ένα χρυσό πιστοποιητικό είναι ένα έντυπο έγγραφο που αντιπροσωπεύει μια αξίωση για ένα καθορισμένο ποσό ή αξία χρυσού. Όταν το δολάριο συνδέθηκε με τον χρυσό κανόνα, τα χρυσά πιστοποιητικά άξιζαν την ονομαστική τους αξία σε δολάρια ΗΠΑ και μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν ως νόμιμο χρήμα. Τα πιστοποιητικά χρυσού αντιπροσωπεύουν την κυριότητα μιας ποσότητας χρυσού, παρόμοια με τον τρόπο που τα πιστοποιητικά μετοχών αντιπροσωπεύουν ένα μερίδιο ιδιοκτησίας σε μια εταιρεία. Τα πιστοποιητικά χρυσού των ΗΠΑ έχουν την μορφή χαρτονομισμάτων και τα σχέδια ποικίλλουν με την πάροδο των ετών. Τα χρυσά πιστοποιητικά κυκλοφόρησαν γενικά στις ΗΠΑ έως ότου ο Πρόεδρος Franklin D. Roosevelt κατήργησε τον χρυσό κανόνα το 1933. Ορισμένες τράπεζες και εταιρείες επενδύσεων σε ολόκληρο το κόσμο εξακολουθούν να εκδίδουν πιστοποιητικά χρυσού. Αυτά καθορίζουν γενικά ένα ποσό σε ουγκιές και αυτό τα κάνει επένδυση σε πολύτιμα μέταλλα και όχι επένδυση σε νόμισμα. Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτό το σύγχρονο εμπόριο πιστοποιητικών χρυσού μπορεί να

είναι επικίνδυνο διότι εάν η εταιρεία που εκδίδει το πιστοποιητικό χρεοκοπήσει, το πιστοποιητικό αυτό είναι εντελώς άχρηστο και με καμία απολύτως αξία για τον κάτοχό του.

Futures (συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης)

Είναι μια από τις πιο ριψοκίνδυνες μορφές επένδυσης που δεν συνίσταται ούτε και στους πιο έμπειρους επενδυτές. Ουσιαστικά ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης είναι μια συμφωνία μεταξύ αγοραστή και πωλητή για αγοραπωλησία συγκεκριμένης ποσότητας χρυσού σε μια καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία και τιμή. Καθώς η τιμή του χρυσού ανεβαίνει και κατεβαίνει η αξία του συμβολαίου αλλάζει.

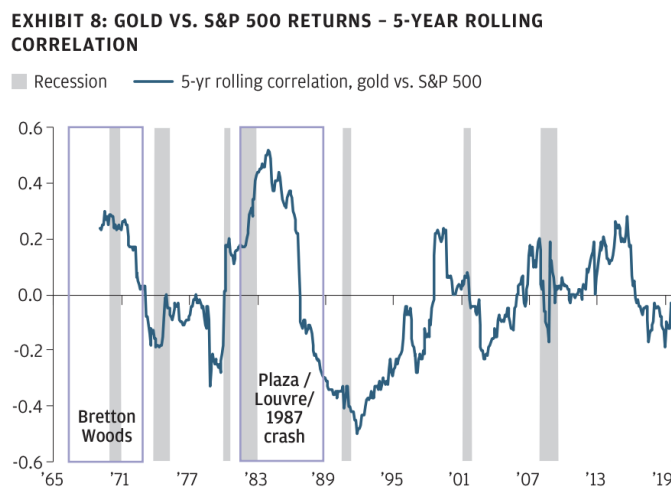
Μετοχές εταιρειών χρυσού

Άλλη μια μορφή έμμεσης επένδυσης σε χρυσό είναι η αγορά μετοχών εταιρειών εξόρυξης του. Οι τιμές των μετοχών αυτών των εταιρειών συνήθως ακολουθούν την πορεία της τιμής του χρυσού, επίσης επειδή αυτές οι εταιρείες επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους συνεχώς υπάρχει και η δυνατότητα επιπρόσθετων κερδών. Ωστόσο οι εταιρείες εξόρυξης αντιμετωπίζουν διάφορους κινδύνους λόγω χάρη μπορεί η παραγωγή μιας χρονιάς να μην είναι η αναμενόμενη, ή μπορεί να γίνει κάποιο ατύχημα σε κάποιο ορυχείο.

Συμπεράσματα

Ιστορικά, ο χρυσός έχει επιδείξει ισχυρή αρνητική συσχέτιση με τις αγορές μετοχών, κυρίως κατά την περίοδο υψηλού πληθωρισμού την περίοδο της δεκαετίας του 70'. Ακόμη και με οργανωμένη θεσμική επέμβαση στις αγορές συναλλάγματος (Plaza and Louvre Accords), ο ρόλος του χρυσού σαν σταθεροποιητής ενισχύθηκε.

Γράφημα1 : Gold vs S&P 500 returns – 5-year rolling correlation



Source: Bloomberg; data as of August 31, 2019.



Επιπροσθέτως, ο χρυσός καταγράφει θετική απόδοση τόσο σε περίοδο πτώσης των χρηματιστηρίων αλλά και σε περιόδους ανόδου. Για παράδειγμα, σε μηνιαίες περιόδους όπου ο δείκτης S&P 500 κατέγραφε πτώση της τάξης της μιας τυπικής απόκλισης (1standarddeviationή αλλιώς -4.4% ποσοστιαία) η μέση απόδοση του χρυσού ήταν στο +1.3%. Στον αντίποδα, σε περιόδους μηνιαίας ανόδου της τάξης της μιας τυπικής απόκλισης του δείκτη, η μέση μηνιαία απόδοση του χρυσού κυμαίνεται στο +1%.

Table 2: Gold returns by S&P 500 monthly price change distribution

**EXHIBIT 9B: GOLD RETURNS BY S&P 500 MONTHLY PRICE CHANGE DISTRIBUTION**

<b>S&amp;P 500 (1std = 4.4%)</b>	<b>-2std</b>	<b>-1std</b>	<b>+1std</b>	<b>+2std</b>
Average (monthly, %)	1.3	1.3	1.0	2.2
Median (monthly, %)	3.5	2.2	0.1	1.7
Observations (No.)	19	69	71	11

Source: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; data as of July 30, 2019.

Το χαρακτηριστικό του χρυσού να παρέχει σταθερότητα κατά την διάρκεια διαφορετικών συνθηκών και οικονομικού περιβάλλοντος έγκειται στην διαφοροποίηση των δυνάμεων ζήτησης:

-Οι επενδυτές χρειάζονται ένα μέσο αποθήκευσης της αξίας και ο χρυσός αποτιμάτε παράλληλα με τον πληθωρισμό διατηρώντας την αληθινή του αξία.

-Η ζήτηση του χρυσού στα αποθεματικά των κεντρικών τραπεζών είναι σημαντική ιδιαιτέρως εάν επιθυμούν να διαφοροποιηθούν από το δολάριο ως αποθεματικό μέσο. Σύμφωνα με το WorldGoldCouncil, το 2019, περίπου το 11% των κεντρικών τραπεζών σε αναδυόμενες οικονομίες εξέφρασε την διάθεση να ενισχύσουν τα αποθεματικά χρυσού, ενώ η Κίνα κατάφερε να αυξήσει τα δικά της αποθεματικά από το 1% του συνόλου στο 2.5% την περίοδο 2014 έως 2019.

- Προσωπικός πλούτος: Ανατίμηση/πτώση τιμών συσχετίζετε και με τον καθαρό πλούτο καθώς και την ζήτηση προϊόντων πολυτελείας η οποία αυξάνετε διαρκώς στις αναδυόμενες οικονομίες και στην Κίνα (Bloomberg).

- Κόστος ευκαιρίας: Παρατηρείται ανατίμηση/πτώση τιμής καθώς η σχετική απόδοση σε παρόμοιες εναλλακτικές επιλογές, όπως τα ομόλογα, μειώνετε/αυξάνετε. Χαμηλά έως αρνητικά επιτόκια που παρατηρούνται στην αγορά ελαττώνουν το κόστος ευκαιρίας της επένδυσης σε χρυσό.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: Δολάριο, Γιέν, Ελβετικό Φράγκο

Σε περιόδους αβεβαιότητας ή σε μία υποψία μιας επερχόμενης οικονομικής ύφεσης οι ορθολογικοί επενδυτές στρέφονται στα εν λόγω νομίσματα ούτως ώστε να διασφαλίσουν την ασφάλεια ή και να αυξήσουν το επενδυτικό κεφάλαιο, εκμεταλλευόμενοι τις διακυμάνσεις της αγοράς. Η οικονομική ύφεση και η αβεβαιότητα δεν είναι οι μόνοι που οδηγούν τους επενδυτές σε αυτές τις κινήσεις, αλλά και απρόσμενα γεγονότα. Ως ένα παράδειγμα, κατά την επίθεση των δίδυμων πύργων η ισοτιμία του ελβετικού φράγκου προς το δολάριο τριπλασιάστηκε μέσα σε λίγες μόνο ώρες. Γίνετε αντιληπτό ότι για να θεωρηθεί ένα νόμισμα ασφαλές καταφύγιο θα πρέπει να έχει κάποια χαρακτηριστικά χάρις τα οποία οι επενδυτές να επιθυμούν να επενδύσουν ακόμα και σε καιρούς υψηλής μεταβλητότητας της αγοράς και αυξημένου κινδύνου.

Οι Rinaldo and Sonderling (2010) ορίζουν ως επενδυτικό καταφύγιο το επενδυτικό προϊόν που λειτουργεί ως αντισταθμιστικός παράγοντας (hedge) του χαρτοφυλακίου. Καταλήγουν στο ότι το Φράγκο Ελβετίας, το Ιαπωνικό Γιέν και η λίρα Αγγλίας μπορούν να χαρακτηριστούν ως ασφαλή καταφύγια, αναγνωρίζοντας ότι τα αποτελέσματα της έρευνας προέρχονται από ανάλυση βραχυπρόθεσμου ορίζοντα. Ο Gino Cenedese (2012) αναλύει την συσχέτιση νομισμάτων με την απόδοση διεθνών αγορών σε περιόδους ανοδικής πορείας της αγοράς (bullmarket) και αντίστοιχα σε περιόδους πτωτικής πορείας η κρίσης (bearmarket). Το συμπέρασμα της έρευνας αποκαλύπτει ότι τα νομίσματα που χαρακτηρίζονται από χαμηλά επιτόκια (όπως αυτά καθορίζονται από την εκάστοτε κεντρική τράπεζα) παρουσιάζουν την ίδια η και χαμηλότερη συσχέτιση με την αγορά και μπορούν να λειτουργήσουν ως αντισταθμιστικός παράγοντας. Εν αντιθέσει, τα νομίσματα με υψηλά επιτόκια παρουσιάζουν έως και τέσσερις φορές αυξημένη συσχέτιση με την υπόλοιπη αγορά σε περιόδους πτώσης (σε σύγκριση με φυσιολογικές περιόδους).

### Χαρακτηριστικά νομισμάτων ασφαλούς καταφυγίου

#### Οικονομική Ανάπτυξη

Για να αποπνέει σιγουριά ένα νόμισμα θα πρέπει η εκδοτήρια αρχή να έχει μια σταθερά ισχυρή οικονομική ανάπτυξη. Να εμπνέει σιγουριά και ασφάλεια στους επενδυτές ακόμα και σε ταραχώδεις οικονομικά καιρούς, για παράδειγμα η Ελβετία.

### Περιβάλλον χαμηλού επιτοκίου

Ένα τέτοιο περιβάλλον ορίζεται όταν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (συνήθως το ορίζει μία κεντρική τράπεζα) είναι χαμηλότερο από τον ιστορικό μέσο όρο για μια παρατεταμένη χρονική περίοδο. Μεγάλο μέρος του ανεπτυγμένου κόσμου έχει βιώσει καταστάσεις χαμηλών επιτοκίων από το 2009 και έπειτα, καθώς οι νομισματικές αρχές από όλο τον κόσμο μείωσαν τα επιτόκια σχεδόν στο 0% για να τονώσουν την οικονομική ανάπτυξη σε περιόδους παρακμής. Αυτό σημαίνει ότι το κόστος δανεισμού κατά τέτοιους περιόδους γίνεται φθηνότερο. Ένα περιβάλλον χαμηλού επιτοκίου είναι ιδανικό για τους ιδιοκτήτες ακινήτων επειδή θα μειώσουν τη μηνιαία πληρωμή των δανείων τους. Ομοίως, οι μελλοντικοί ιδιοκτήτες ακινήτων ενδέχεται να δελεαστούν στην αγορά, λόγω του φθηνότερου κόστους αφού τα χαμηλά επιτόκια σημαίνουν περισσότερα χρήματα στην τσέπη των καταναλωτών.

Αυτό σημαίνει επίσης ότι μπορεί να είναι πρόθυμοι να κάνουν μεγαλύτερες αγορές και να δανειστούν περισσότερα, κάτι που ωθεί τη ζήτηση για ακίνητα και οικιακό εξοπλισμό. Αυτό είναι ένα πρόσθετο όφελος για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα επειδή οι τράπεζες είναι σε θέση να δανείζουν περισσότερα. Το περιβάλλον αυτό επίσης βοηθά τις επιχειρήσεις να κάνουν μεγάλες αγορές και να ενισχύσουν το κεφάλαιό τους και τον εξοπλισμό τους.

### Σταθερό πολιτικό σύστημα

Ο απλούστερος ορισμός ενός σταθερού πολιτικού συστήματος είναι αυτός που επιβιώνει μέσω κρίσεων χωρίς εσωτερικό πόλεμο – έντονες διαμάχες. Σε έναν κόσμο που αντιμετωπίζει πολλές συγκρούσεις και καταγράφει υπέρογκους αριθμούς προσφυγικών ροών, η εξέταση των αντιλήψεων της πολιτικής σταθερότητας των χωρών είναι μια κρίσιμη μέτρηση που πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά τη διαμόρφωση κοινωνικών και οικονομικών πολιτικών. Μια μελέτη του Χάρβαρντ που δημοσιεύθηκε τη δεκαετία του 1990, εξέτασε περισσότερες από τρεις δεκαετίες δεδομένων για να διαπιστώσει ότι τα συχνά επίπεδα κατάρρευσης της κυβέρνησης επηρεάζουν δυσμενώς τις οικονομίες των χωρών.

Η πολιτική σταθερότητα βοηθά τους ηγέτες σε άλλες χώρες, εταιρείες και οργανισμούς να καθορίσουν τις πολιτικές τους απέναντι στα έθνη, συμπεριλαμβανομένων των επιπέδων άμεσων επενδύσεων για να εισέλθουν σε ένα έθνος. Και η στάθμιση της πολιτικής σταθερότητας είναι σημαντική για τις πλούσιες, ανεπτυγμένες χώρες. Παρακάτω παραθέτουμε τις 10 χώρες με το σταθερότερο πολιτικό σύστημα με βάση την αντίληψη στον κόσμο. Στο νούμερο ένα βρίσκεται ο Καναδάς με το πιο σταθερό πολιτικό σύστημα παγκοσμίως σύμφωνα με μία έρευνα στις

25/02/2020 στην αμερικανική εφημερίδα U.S News & World Report. (1. Καναδάς, 2. Δανία, 3. Ολλανδία, 4. Αυστρία, 5. Νορβηγία, 6. Ελβετία, 7. Αυστραλία, 8. Νέα Ζηλανδία, 9. Σουηδία, 10. Λουξεμβούργο)

### Ρευστότητα Νομίσματος

Η ρευστότητα ενός νομίσματος είναι η δυνατότητα γρήγορης ανταλλαγής μιας νομισματικής μονάδας με άλλη, όσο πιο γρήγορα μπορεί να γίνει αυτό, τόσο πιο ρευστοποιήσιμο είναι το νόμισμα. Τα ελεύθερα μετατρέψιμα νομίσματα χαρακτηρίζονται ως τα πιο ρευστά. Όσο λιγότερη είναι η συμμετοχή της χώρας στον παγκόσμιο οικονομικό χώρο τόσο μικρότερη ρευστότητα έχει το εκάστοτε νόμισμα. Ας δούμε όμως παράδειγμα για να γίνει πλήρως κατανοητή η έννοια της ρευστότητας νομισμάτων.

Για παράδειγμα σήμερα έχουμε στην κατοχή μας ένα συγκεκριμένο ποσό ευρώ (EUR). Μπορούμε να βρούμε αρκετά εύκολα κάποιον που να είναι πρόθυμος να το ανταλλάξει με την ανάλογη ποσότητα βάση ημερήσιας ισοτιμίας σε δολάρια (USD) επειδή και τα δύο νομίσματα είναι ευρέως διαδεδομένα και εμπνέουν εμπιστοσύνη. Το ευρώ και το δολάριο είναι νομίσματα υψηλής ρευστότητας. Μπορούμε βέβαια να αγοράσουμε μπολιβάρ Βενεζουέλας (VEF) με το σύνολο των ευρώ μας. Η Βενεζουέλα αντιμετωπίζει υπερπληθωρισμό και με χαρά θα δεχτεί την ανταλλαγή που εμείς επιδιώκουμε. Αλλά σε αυτήν την περίπτωση που εμείς πραγματοποιήσουμε την συναλλαγή και κατέχουμε μπολιβάρ είναι δυσκολότερο να βρούμε κάποιον πρόθυμο αγοραστή για αυτό και θα αναγκαστούμε να το πουλήσουμε σε μια μη συμφέρουσα τιμή. Συνεπώς το μπολιβάρ είναι ένα νόμισμα με χαμηλή ρευστότητα.

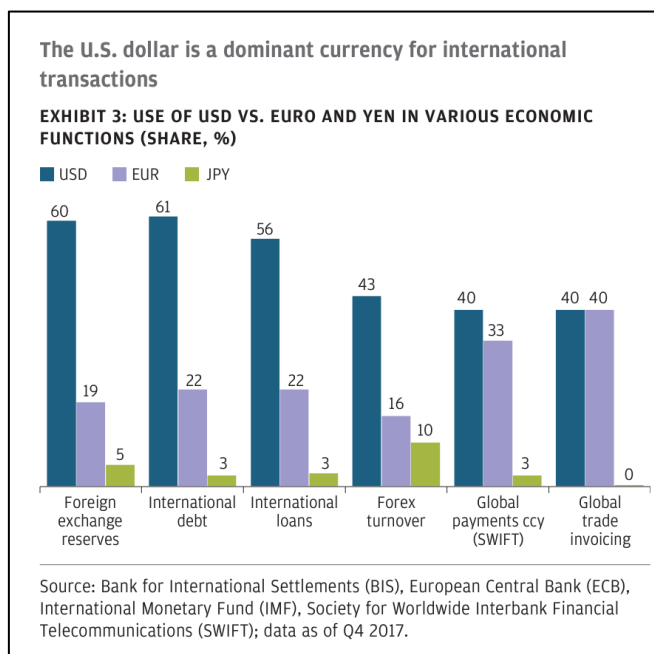
Εν κατακλείδι πρέπει να σημειωθεί ότι τα προαναφερθείς χαρακτηριστικά δεν αποτελούν όλα ταυτόχρονα κομμάτι τον νομισμάτων ασφαλών καταφυγίων και είναι πολλά αυτά που καθορίζουν εάν ένα νόμισμα είναι ή όχι ασφαλές καταφύγιο. Στην συνέχεια παρουσιάζονται τα διασημότερα νομίσματα που διαχρονικά έχουν χαρακτηριστεί ως καταφύγια από πολλούς οικονομολόγους και ερευνητές επί του θέματος.

### Αμερικανικό Δολάριο: Το αποθεματικό νόμισμα

Αποθεματικό νόμισμα (reserve currency) θεωρείται το συνάλλαγμα το οποίο οι χώρες διατηρούν στην κατοχή τους ως συναλλαγματικό διαθέσιμο και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την κάλυψη πιθανόν ελλειμμάτων του ισοζυγίου πληρωμών. Οι κεντρικές τράπεζες διατηρούν υψηλά

αποθέματα Αμερικανικού Δολαρίου για τις διεθνείς πληρωμές σε εξωτερικές επενδύσεις ή εμπορικές συμφωνίες και συναλλαγές. Το Δολάριο υπερισχύει έναντι άλλων νομισμάτων καθώς είναι ευρέως διαδεδομένο και κοινά αποδεκτό όντας άρρηκτα συνδεδεμένο με τις συναλλαγές πετρελαίου. Το δολάριο αντλεί την κυριαρχία του όχι μόνο λόγω της κυριαρχίας των Ηνωμένων Πολιτειών (στρατιωτικής και οικονομικής), αλλά κυρίως μέσω του θεσμικού ρόλου που του έχει αποδοθεί στην παγκόσμια οικονομία. Συγκεκριμένα, το Δολάριο είναι ευρέως αποδεκτό ως αποθεματικό, κύριο ανταλλακτικό μέσο διεθνώς αλλά σημαντικότερα πλέον οι αγοραπωλησίες πετρελαίου γίνονται αποκλειστικά σε δολάριο, γεγονός που το καθιστά ως το μοναδικό μέτρο αποτίμησης του κυριότερου ενεργειακού αγαθού. Επιπροσθέτως το Δολάριο υπερισχύει σε όλες τις παραδοσιακές λειτουργίες έναντι των υπολοίπων νομισμάτων. Ως παραδοσιακές λειτουργίες θεωρούνται το μέσο συναλλαγής, η διατήρηση της αξίας και λογιστική μονάδα. Πάνω από το 60% των διεθνών αποθεματικών στις κεντρικές τράπεζες είναι σε Δολάριο ενώ το γεγονός ότι η τιμή των περισσότερων εμπορευμάτων είναι συνδεδεμένη με το Δολάριο, ενισχύει το μέγεθος τιμολόγησης σε Δολάριο. Λόγω των ανωτέρω, το Δολάριο επιδεικνύει περισσότερο από την διπλάσια χρήση έναντι του Ευρώ και του Ιαπωνικού Γιέν, όπως διατυπώνεται στο παρακάτω γράφημα.

**Γράφημα1: Use of USD vs EURO and YEN in various economic functions (%)**

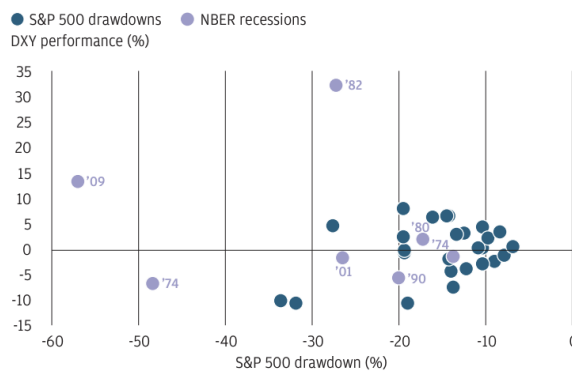


Ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα ευρήματα έρευνας της JPMorganAssetManagement σύμφωνα με το γράφημα 4. Η ανάλυση παρουσιάζει την ισχυρή απόδοση του νομίσματος κατά την διάρκεια των οικονομικών κρίσεων του 1980-1982 και 2007-2009 εν αντιθέσει με τις περιόδους κρίσης του 1973, 1990 και 2001.

**Table 3 : USD performance during U.S equity market drawdowns and recessions (11/1971 – 06/2019)**

U.S. dollar performance has been mixed across recessions and episodes of equity market weakness

**EXHIBIT 5: USD PERFORMANCE DURING U.S. EQUITY MARKET DRAWDOWNS AND RECESSIONS (NOVEMBER 1971-JUNE 2019)**



Source: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; data as of August 31, 2019.

Η απόδοση του δολαρίου σε μελλοντικές περιόδους κρίσης, δεν είναι ξεκάθαρο εάν θα είναι θετική. Οι παρακάτω παράγοντες παρουσιάζονται να είναι καθοριστικοί:

- Η ζήτηση από τους διαχειριστές αποθεμάτων μειώνεται: Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μειωμένη αύξηση των αποθεμάτων καθώς τα ισοζυγία τρεχουσών συναλλαγών των αναδυόμενων οικονομιών έχουν αποδυναμωθεί καθώς επίσης οι διαχειριστές διαφοροποιούν τις τοποθετήσεις τους στρέφοντας προς άλλα νομίσματα και στον χρυσό.

- Με τις υπόλοιπες κεντρικές τράπεζες να έχουν μειώσει τα επιτόκια σε μηδενικά επίπεδα, η κεντρική τράπεζα της Αμερικής (US Federal Reserve ή FED), έχει περισσότερο χώρο στο να μειώσει τα επιτόκια (δεν έχουν φθάσει ακόμη σε μηδενικά επίπεδα). Η οποιαδήποτε μείωση επιτοκίων, θα προκαλέσει πιέσεις στο νόμισμα το οποίο και θα υποχωρήσει.

- Πολιτικές παρέμβασης που ίσως πραγματοποιηθούν μελλοντικά: Είναι πιθανό να παρουσιαστεί πολιτική προς την κατεύθυνση υποτίμησης του νομίσματος (το οποίο βρίσκετε σε ιστορικά

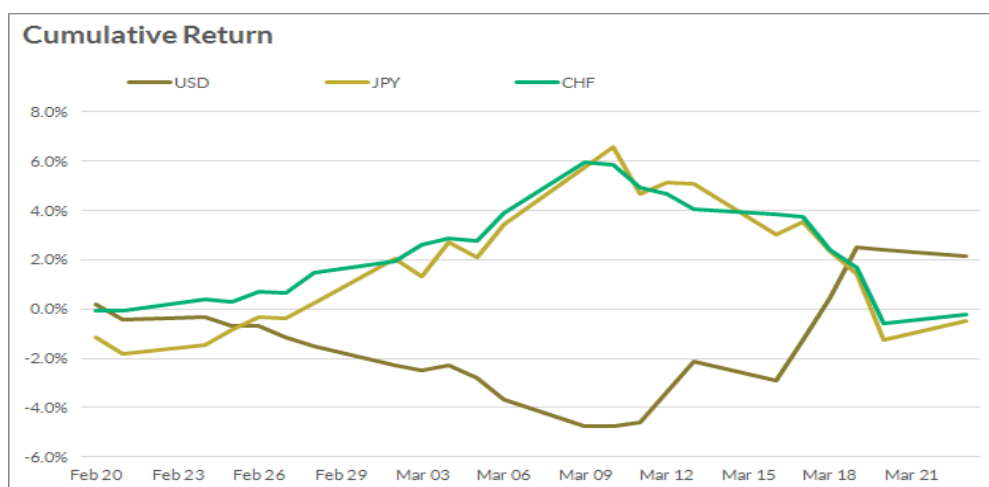
υψηλά επίπεδα). Αν οι πιθανότητες είναι μικρές, μια τέτοια παρέμβαση θα μπορούσε να είναι σημαντική ώστε να δικαιολογεί την ζήτηση επιπρόσθετης απόδοσης από τους επενδυτές.

Με βάση τα ανωτέρω, ο κυριότερος παράγοντας είναι η προέλευση της οικονομικής κρίσης. Μια κρίση εκτός Αμερικής, θα καθιστούσε λιγότερο αναγκαία την μείωση των επιτοκίων το οποίο θα διατηρούσε ένα ισχυρό Δολάριο. Επιπροσθέτως, αναλύοντας εάν το Δολάριο μπορεί να χαρακτηριστεί ως ασφαλές καταφύγιο, δεν θα πρέπει να παραληφθεί το κόστος ευκαιρίας μεταξύ της διατήρησης εντός χαρτοφυλακίου ενός νόμισμα που είναι υπερτιμημένο και εκτεθειμένο στην διάθεση του FED ώστε να παρέχει περισσότερη ρευστότητα στην αγορά σε περιόδους κρίσης, και της δυνατότητας ο επενδυτής να τοποθετηθεί και να επωφεληθεί από ευκαιρίες στην αγορά έχοντας στην διάθεσή του αποθεματικά δολαρίου.

#### Δολάριο και η κρίση Πανδημίας

Ενώ το ελβετικό φράγκο και το ιαπωνικό γεν διατήρησαν σχεδόν αμέσως το κύρος τους και το όνομά τους ως νομίσματα ασφαλούς καταφυγίου στο ξέσπασμα του Covid-19 το αμερικανικό δολάριο εξαιτίας της πτώσης των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων αρχικά εξασθένησε. Ωστόσο υπήρξε μια αντιστροφή των Μάρτιο που αξίζει να αναλυθεί, από το σημείο αυτό και έκτοτε το αμερικανικό δολάριο ξεπέρασε τα υπόλοιπα νομίσματα τερματίζοντας αρκετά πάνω από αυτά όπως φαίνεται και στο παρακάτω γράφημα 6.

Table4 : Cumulative return



Πηγή: Yahoo! Finance, CSI, and Venn as of May and July 2020. Time period: February 20, 2020 - March 23, 2020.

Αυτή η αντιστροφή βασίζεται στη συμπεριφορά «dashforcash» καθώς οι επενδυτές οδηγήθηκαν στο αμερικανικό δολάριο και μετέφεραν τις επενδύσεις τους σε άλλα περιουσιακά στοιχεία. Η άντληση μετρητών σε αμερικανικά δολάρια φαίνεται να υπερβαίνει εκείνη των άλλων νομισμάτων ίσως λόγω της κατάστασής του ως πρωτεύον παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα και της εξάρτησης πολλών χωρών στην πρόσβαση του δολαρίου για την διαχείριση των αποταμιεύσεών τους κατά τη διάρκεια της πανδημίας.

### Ελβετικό Φράγκο – Swiss Franc

Το ελβετικό φράγκο(CHF) είναι νόμισμα τεσσάρων χωρών, της Ελβετίας, του Λιχτενστάιν (χρησιμοποιείται παράλληλα με το τοπικό φράγκο), της Ιταλίας (συγκεκριμένα μόνο στην πόλη Καμπιόνεντ'Ιτάλια όπου μαζί με το ευρώ είναι το επίσημο νόμισμα, η οποία βρίσκεται μέσα στην Ελβετική Επικράτεια) και την Γερμανίας (μόνο στην πόλη Μπύσινγκεν η οποία επίσης ανήκει στην Ελβετική Επικράτεια αν και από τεχνικής απόψεως το ευρώ θεωρείται επίσημο νόμισμα).

Το ελβετικό φράγκο το οποίο για περισσότερο από 85 χρόνια έχει λειτουργήσει ως νόμισμα ασφαλούς καταφυγίου σε περιόδους γεωπολιτικών εντάσεων ή οικονομικής αβεβαιότητας επωφελούμενο της ανάγκης των συμμετεχόντων στις αγορές για ασφαλέστερες τοποθετήσεις. Ο λόγος που το ελβετικό φράγκο αποτελεί ένα από τα ασφαλή νομίσματα του κόσμου συνδέεται άρρηκτα με την απόφαση της ελβετικής κυβέρνησης το 1934 να επιτρέψει τη χρήση αριθμημένων τραπεζικών λογαριασμών και τη διαφύλαξη της ανωνυμίας των δικαιούχων τους. Η εν λόγω απόφαση και, σε μεταγενέστερο στάδιο, η εισαγωγή χαμηλών φορολογικών συντελεστών συνέβαλαν στην διοχέτευση εκατοντάδων δισεκατομμυρίων δολαρίων αλλά και ευρώ προς το τραπεζικό σύστημα της Ελβετίας.

Στην διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008-2009 και της συνακόλουθης κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη, το ελβετικό φράγκο δικαίωσε το χαρακτηρισμό του ως η ασφαλέστερη εναλλακτική λύση σε σχέση με άλλα νομίσματα όπως το δολάριο ΗΠΑ, το ευρώ, το γιεν καθώς αυτά σχετίζονται με υψηλά επίπεδα δημοσίου χρέους και αρνητικές οικονομικές προοπτικές. Στην ίδια περίοδο οι Ελβετικές αρχές υπό την ασφυκτική πίεση των Ηνωμένων Πολιτειών, της Γαλλίας, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γερμανίας, της Αυστρίας και της Ιταλίας δέχτηκαν να άρουν σταδιακά το καθεστώς τραπεζικού απορρήτου προκειμένου να κατορθώσουν να επιβάλουν κάποιο είδος φορολογικής δικαιοσύνης στις κοινωνίες τους καθώς αυτές υπέστησαν σοβαρά οικονομικά πλήγματα στη διάρκεια των προαναφερθεισών κρίσεων. Σήμερα,



οι αρχές της Ελβετίας έχουν εισάγει το σύστημα «αυτόματης διακριτικής ανταλλαγής τραπεζικών πληροφοριών» που δημιούργησε ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ – OECD) θέτοντας τέλος στο τραπεζικό απόρρητο της Ελβετίας. Ωστόσο αξίζει να σημειωθεί ότι η διαχρονική εξέλιξη της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του ελβετικού φράγκου από το 2018 και έπειτα φαίνεται ότι δεν επηρέασε αρνητικά τη ζήτησή του.

Η ανθεκτικότητα του Ελβετικού φράγκου.

Το ελβετικό φράγκο έχει αποδείξει επανειλημμένα την ανθεκτικότητά του έναντι άλλων νομισμάτων παρά τις πολλές και ποικίλες κρίσεις που έχουν πλήξει την παγκόσμια οικονομία. Η ισχυρή και σταθερή οικονομία της Ελβετίας είναι πιθανότατα ο σημαντικότερος λόγος που δικαιολογεί τη συμπεριφορά του ελβετικού φράγκου.

Η Ελβετία είναι μία από τις ελάχιστες χώρες σε ολόκληρο τον κόσμο που παραδοσιακά εμφανίζει πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών γεγονός που σημαίνει ότι περισσότερα κεφάλαια εισέρχονται στη χώρα έναντι αυτών που εξέρχονται διατηρώντας την ζήτηση για το ελβετικό φράγκο στα ύψη. Επιπρόσθετα θετικά επιδρά στη ζήτησή του το χαμηλό επίπεδο χρέους της χώρας. Αν και ο μέσος δείκτης χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ στην ομάδα των 7 ισχυρότερων χωρών (G7) υπερβαίνει το 110% ο αντίστοιχος δείκτης της Ελβετίας βρίσκεται μόλις στο 35%. Επιπλέον, η αρνητική στάση της Ελβετίας προς την Ευρωπαϊκή Ένωση για την ένταξή της σε αυτήν της προσδίδει ένα βαθμό οικονομικής ανεξαρτησίας έναντι της υπόλοιπης Ευρώπης.

Όπως όλες οι χώρες με ισχυρό νόμισμα έτσι και η Ελβετία αποτελεί έναν επενδυτικό παράδεισο για τους συμμετέχοντες στις αγορές καθώς έχει επιτύχει να δημιουργήσει έναν άριστο οικονομικό κύκλο με αρκετά ικανοποιητικούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης. Γενικότερα η πολιτική σταθερότητα, η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική και τα ικανοποιητικά μακροοικονομικά μεγέθη αποτελούν τα κύρια συστατικά που καθιστούν το ελβετικό φράγκο ως το διασημότερο νόμισμα ασφαλούς καταφυγίου.

Οικονομικό κόστος του ισχυρού νομίσματος

Έπειτα από την κατάρρευση της LehmanBrothersto 2008 και την οικονομική κρίση που κατέκλεισε την Ευρωζώνη το ελβετικό φράγκο και ο χρυσός αποτέλεσαν τα κυριότερα ασφαλή καταφύγια για τους ευρωπαίους καταθέτες με αποτέλεσμα να υπάρξει σημαντική ανατίμηση του ελβετικού φράγκου έναντι του ευρώ. Πιο συγκεκριμένα, το ελβετικό νόμισμα από τα 1,67

ελβετικά φράγκα ανά ευρώ που ήταν το 2007 υποχώρησε στα 1,09 ανά ευρώ τον Αύγουστο του 2011 αναγκάζοντας την SNB( Κεντρική Τράπεζα Ελβετίας ) το Σεπτέμβριο του 2011 να παρέμβει θέτοντας ανώτατο όριο του φράγκου έναντι του ευρώ, τα 1,20 ελβετικά φράγκα.

Σε περίπτωση υπέρβασης του ορίου ήταν ξεκάθαρο ότι θα υπήρχε άμεση στήριξη στο εθνικό νόμισμα καθώς θα αυξάνονταν και οι κίνδυνοι για την οικονομία της Ελβετίας. Μετά από δημοσιευμένες έρευνες το 2014 η προαναφερθείσα είχε κατορθώσει να συγκεντρώσει περίπου 480 δισεκατομμύρια δολάρια σε ξένο νόμισμα ποσό που αντιστοιχούσε στο 70% του ετήσιου ΑΕΠ της χώρας. Η αιφνιδιαστική άρση του ορίου των 1,20 ελβετικών φράγκων στις αρχές του 2015 προκάλεσε την αύξηση του φράγκου με αποτέλεσμα το τελευταίο να διαμορφωθεί στα 0,85 ελβετικά φράγκα ανά ευρώ (ημερήσιο χαμηλό). Αξίζει βέβαια να σημειωθεί ότι αυτή η αύξηση ήτο πρόσκαιρη καθώς μετέπειτα άρχισε να εξασθενεί με αποτέλεσμα τον Απρίλιο του 2018 να επανέλθει στα 1,20 ελβετικά φράγκα. Ένα σύνολο εξωτερικών παραγόντων όπως η εμπορική διαμάχη των ΗΠΑ με την Κίνα, το άτακτο Βρεξίτου Ηνωμένου Βασιλείου, οι γεωπολιτικές εντάσεις καθώς και το ξέσπασμα της παγκόσμιας πανδημίας του Covid-19 ενίσχυσαν το ελβετικό φράγκα μέχρι τα 1,05 ελβετικά φράγκα ανά ευρώ τον Μάιο του 2020.

Το ελβετικό φράγκα στην εποχή του Covid-19

Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία εξαιτίας της πανδημίας που πλήττει ολόκληρο τον πλανήτη είναι σε γενικές γραμμές καθοδικοί στο βραχυπρόθεσμο ορίζοντα ενώ η αβεβαιότητα βρίσκεται στα ύψη. Το ελβετικό φράγκα παρά τις διαχρονικές διακυμάνσεις του συνεχίζει να αποτελεί ένα νόμισμα ασφαλούς καταφυγίου στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών ενώ η πιθανότητα να συνεχίσει να είναι ένα ασφαλές καταφύγιο στο προσεχές μέλλον παραμένει. Η αξία του νομίσματος αυτού τείνει να αντικατοπτρίζει τη φύση κάθε παγκόσμιας κρίσης – αβεβαιότητας που ξεσπά. Ορισμένα γεγονότα του παρελθόντος όπως για παράδειγμα το Βρεξίτη ένα δυσμενές αποτέλεσμα στις προεδρικές εκλογές των ΗΠΑ απέδειξαν ότι η δυναμική του φράγκου είναι μικρότερη της προσδοκώμενης, γεγονός που εξηγείται στη σχετικά μικρότερη ρευστότητά του έναντι του ευρώ και του δολαρίου, καθώς δεν αποτελεί κύριο νόμισμα στις εμπορικές συναλλαγές.

Όταν ξεσπάσει στην χρηματοπιστωτική αγορά μία φοβία, αυτή μεταδίδεται ραγδαία, μετατρέπεται σε πανικό και τα αποτελέσματά του ποικίλουν. Τα περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται με κάθε είδος κινδύνου χάνουν ταχύτατα την αξία τους και οι επενδυτές στρέφονται σε ασφαλές καταφύγιο. Η ζήτηση για τέτοια καταφύγια εκτοξεύεται ραγδαία και η τιμή τους επίσης. Το ιαπωνικό γεν είναι ένα από τα αγαπημένα νομίσματα των επενδυτών τα τελευταία χρόνια μιας και έχει έντονα το πλεονέκτημα της ρευστότητας που σημαίνει ότι είναι πιο εύκολα διαθέσιμο για παγκόσμιες συναλλαγές σε αντίθεση με το ελβετικό φράγκο που αναλύσαμε άνωθεν.

Το ιαπωνικό γεν δεν ήταν ανέκαθεν ένα ασφαλές καταφύγιο των επενδυτών εφόσον η τραπεζική κρίση στα τέλη του 1990 αφορούσε όχι μόνο μία χρηματοπιστωτική κρίση αλλά και την κατάρρευση του χρηματιστηρίου, γεγονότα που συνεπάγονται ένα αρκετά αδύναμο γεν. Η αντιμετώπιση της Ιαπωνίας από τους επενδυτές αυτό το διάστημα ήταν σαν κάθε άλλης κοινής αδιάφορης χώρας. Με το πέρας της κρίσης αυτής, οι αντιλήψεις των επενδυτών άλλαξαν σημαντικά. Το ιαπωνικό γεν ξεκίνησε να ελκύει τα βλέμματα των μεγάλων επενδυτών κάνοντάς το ένα νόμισμα ασφαλούς καταφυγίου και οι αιτίες είναι οι εξής :

1. Η απάντηση της Ιαπωνικής κυβέρνησης στην χρηματοπιστωτική κρίση ήταν αυστηρότατη, εφόσον υλοποίησε μια σειρά πολιτικών μέτρων όπως οι εισφορές κεφαλαίων των τραπεζών, και η νέα νομοθεσία που δίνουν στις αρχές αρκετά βελτιωμένα εργαλεία για την αντιμετώπιση των τραπεζικών δυσλειτουργιών ακόμα και αποτυχιών. Η κρίση που παρήλθε έγινε ένα επίπονο μάθημα στην Ιαπωνικές αρχές σε αντίθεση με τις ΗΠΑ και την Ευρώπη με αποτέλεσμα στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-2009 η Ιαπωνία εισήλθε με ένα σχετικά σταθερό τραπεζικό σύστημα.

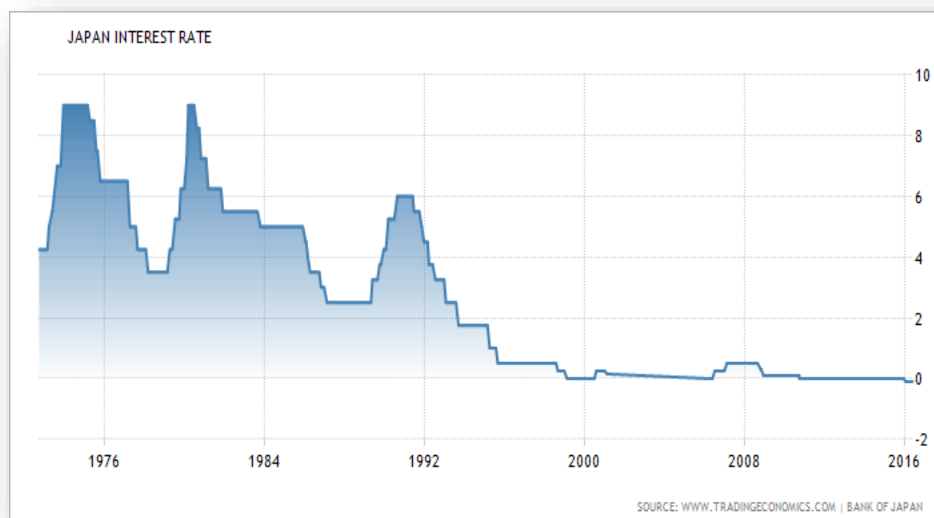
2. Η Ιαπωνία για περισσότερο από τρεις δεκαετίες αποτελεί τον μεγαλύτερο παγκόσμιο πιστωτή αγοράζοντας σε τεράστιο όγκο κρατικά ομόλογα που εκδίδονται από άλλες κυβερνήσεις. Όταν η αβεβαιότητα και ο πανικός κρούουν τον κώδωνα του κινδύνου στις αγορές πολλά από αυτά τα κρατικά ομόλογα θα λήξουν και θα μετατραπούν ξανά σε γεν αυξάνοντας έτσι την ζήτηση για το νόμισμα καθώς αυτό επιστρέφει στον αρχικό του κάτοχο. Ένα παράδειγμα είναι το τσουνάμι και ο καταστρεπτικός σεισμός του 2011 που είχαν ως αποτέλεσμα την ενίσχυση του γεν.

3. Για να κατανοήσουμε την τρίτη αιτία πρέπει πρώτα να παραθέσουμε την σημασιολογία του όρου «carry-trade». Το carry trade είναι μια εμπορική συναλλαγή που περιλαμβάνει δανεισμό με

χαμηλό επιτόκιο και επένδυση σε ένα περιουσιακό στοιχείο που παρέχει υψηλότερο ποσοστό απόδοσης. Η διαδικασία αυτή συνήθως γίνεται με δανεισμό σε ένα νόμισμα χαμηλού επιτοκίου και την μετατροπή του δανειζόμενου ποσού σε ένα άλλο νόμισμα.

Η Ιαπωνία έχει υιοθετήσει μια πρωτοπόρα νομισματική πολιτική όπως την ποσοτική χαλάρωση και τα σχεδόν μηδενικά επιτόκια για να διατηρεί ή να αναζωογονεί την οικονομία της. Αυτό επιτρέπει στους ενδιαφερόμενους επενδυτές να συμμετέχουν στις λεγόμενες « carry – trades » με τις οποίες δανείζονται στην Ιαπωνία εκμεταλλευόμενοι το περιβάλλον χαμηλού επιτοκίου και δανείζουν ή επενδύουν σε χώρες όπου οι αποδόσεις είναι αρκετά υψηλότερες για παράδειγμα στην Αυστραλία. Κατά την διάρκεια μια αναταραχής στην χώρα επένδυσης η κεντρική τράπεζά της θα μειώσει τα επιτόκια με αποτέλεσμα να επιστρέψει πάλι στην Ιαπωνία και να ενισχυθεί το γεν. Στο παρακάτω διάγραμμα βλέπουμε ξεκάθαρα το επιτόκιο δανεισμού να είναι σχεδόν 0% σε ένα βάθος χρόνου 20 ετών και η τάση αυτή να συνεχίζεται.

Γράφημα 2 : Japan interest rate



Πηγή: TRADINGECONOMICS.COM / Bank Of Japan

Μόνο επτά νομίσματα αντιπροσωπεύουν το 85% της αγοράς συναλλάγματος και το Ιαπωνικό γεν είναι το τρίτο μεγαλύτερο, μετά το αμερικανικό δολάριο και το ευρώ, όσον αναφορά το διεθνές εμπόριο και τις συναλλαγές συναλλάγματος. Η Ιαπωνία είναι μία από τις μεγαλύτερες οικονομίες παγκοσμίως και σίγουρα με ένα από τα υψηλότερα ΑΕΠ μεταξύ των χωρών ανά τον κόσμο. Δεν θα μπορούσε να παραλειφθεί ότι είναι μεγαλύτερη χώρα σε εξαγωγές προϊόντων με αυτές να φθάνουν το 2019 σε 24.829 τρισεκατομμύρια αμερικανικά δολάρια.

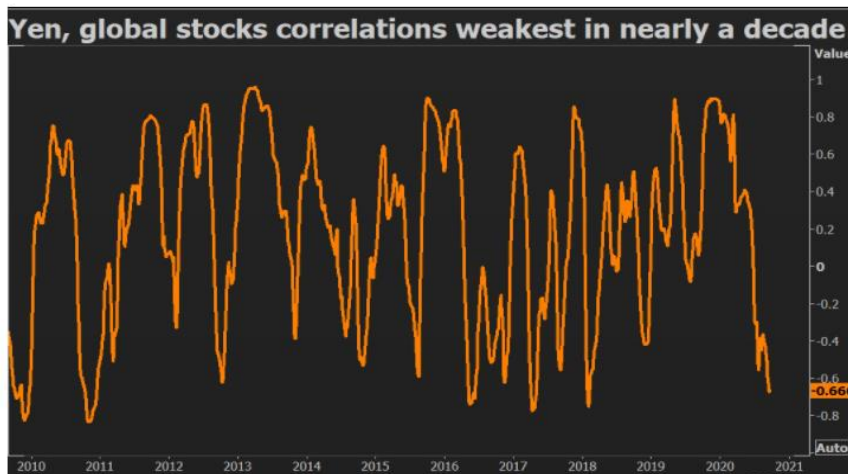
Επειδή το ιαπωνικό γεν είναι ένα από τα δημοφιλέστερα νομίσματα χρηματοδότησης με μία αβεβαιότητα στην Ασία ή γενικότερα, οι αγορές τείνουν να οδηγούν το νόμισμα υψηλότερα και όχι χαμηλότερα. Για παράδειγμα οι θετικές εμπορικές σχέσεις ΗΠΑ- Κίνας τείνουν να εκτοξεύουν το ιαπωνικό γεν και φυσικά ισχύει και το αντίστροφο. Σύμφωνα με το παραπάνω συμπέρασμα όταν οι επενδυτές είναι αισιόδοξοι και επενδύουν τα χρήματά τους σε μετοχές, το γεν είναι γενικά πιο αδύναμο από άλλα νομίσματα. Εάν ωστόσο ξεσπάσει μια κρίση αβεβαιότητας και κινδύνου το γεν μπορεί να αυξηθεί ραγδαία, όλα αυτά είναι εξαιρετικά σημαντικά επειδή καθιστούν το ιαπωνικό γεν ως ένα μέτρο αντιστάθμισης της αγοράς στον κίνδυνο.

Πολλοί θα αναρωτηθούν βέβαια σε αυτό το σημείο, πως γίνεται μια χώρα με τόσο μεγάλο χρέος ίσως και το μεγαλύτερο να έχει ένα νόμισμα ασφαλούς καταφυγίου; Είναι αλήθεια ότι η Ιαπωνία έχει ένα χρέος σχεδόν 250% του ΑΕΠ της και λόγω των χαμηλών επιτοκίων παλεύει τουλάχιστον για δύο δεκαετίες για να περιορίσει σε χαμηλά επίπεδα τον πληθωρισμό της. Αυτό που κάνει διαφορετικό το χρέος της Ιαπωνίας σε σύγκριση με τις άλλες ανεπτυγμένες χώρες είναι ότι κρατείται εσωτερικά, δηλαδή η Ιαπωνία κατέχει πολύ περισσότερα ξένα περιουσιακά στοιχεία από ότι οφείλει.

### [Το Ιαπωνικό Γεν στην εποχή του Covid-19](#)

Η πανδημία του Covid-19, που προκάλεσε την κατάρρευση των επιτοκίων ανά τον κόσμο, μπορεί να προκαλέσει κάποιες αμφιβολίες για το Ιαπωνικό Γεν ως προς το πόσο είναι ένα ασφαλές καταφύγιο. Παραδοσιακά το ιαπωνικό γεν ενισχύεται κατά την διάρκεια κρίσεων πράγμα που δεν συνέβη και την περίοδο του Covid-19. Το ιαπωνικό γεν ήταν ανέκαθεν ένα περιουσιακό στοιχείο με μεγάλη ζήτηση κατά την διάρκεια καταστροφών, όταν τα κύματα κεφαλαίου που κατέχουν οι Ιάπωνες επενδυτές στο εξωτερικό επαναπατρίζονται με αποτέλεσμα να ωθούν το νόμισμα υψηλά. Από το 1997 μια πτώση του S&P 500 των ΗΠΑ συνοδεύτηκε με μια ανατίμηση του γεν μεγαλύτερη του 60%. Στα μέσα Μαρτίου όταν η πανδημία του Covid-19 ήταν στο αποκορύφωμα δεν συνέβη το αναμενόμενο. Οι μετοχές των ΗΠΑ υποχωρούσαν και έτσι συνέβη και με το ιαπωνικό γεν. Αυτό μπορεί να γίνει αντιληπτό από το παρακάτω γράφημα 8 που μας δείχνει την συσχέτιση των μετοχών του S&P 500 με το ιαπωνικό γεν.

Γράφημα3: Yen, global stocks correlations weakest in nearly a decade



Πηγή : REUTERS.COM

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: Ομόλογα

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναλύσουμε τον όρο ομόλογο καθώς και τα κρατικά ομόλογα σαν προέκταση των πρώτων και στην συνέχεια θα μιλήσουμε εκτενώς για τις αμυντικές μετοχές ως μια επένδυση ασφαλούς καταφυγίου. Οι τρεις αυτοί όροι απασχολούν τους θεσμικούς και μη επενδυτές στην καθημερινότητά τους αφού αποτελούν βασικούς πυλώνες του χρηματοπιστωτικού συστήματος ιδιαίτερα εν καιρώ αβεβαιότητας, πανικού και οικονομικών υφέσεων. Τι ακριβώς όμως είναι τα ομόλογα;

### Ορισμός και φύση των ομολόγων

Οι βασικές πηγές άντλησης κεφαλαίων για τις εταιρείες είναι οι μετοχές και τα ομόλογα. Φυσικά εκτός από τις εταιρείες ομόλογα εκδίδουν και τα κράτη και οι δημόσιοι οργανισμοί με σκοπό την κάλυψη των μακροπρόθεσμων οικονομικής φύσεως αναγκών τους. Τα ομόλογα είναι χρεωστικοί τίτλοι με προκαθορισμένη διάρκεια που συνήθως κυμαίνεται από 1 έως 30 χρόνια και καταβάλουν ανά τακτά χρονικά διαστήματα κουπόνια τα οποία καθορίζονται από το επιτόκιο του ομολόγου ( κάτι σαν τόκο), και στην λήξη τους ο κάτοχος εισπράττει την ονομαστική τους αξία. Όπως αναφέραμε και παραπάνω οι εταιρείες και τα κράτη εκδίδουν τα ομόλογα για να καλύψουν τις οικονομικές τους ανάγκες ενώ οι επενδυτές τα αγοράζουν για αποκομίσουν κάποιο οικονομικό όφελος. Τα ομόλογα είναι χρεόγραφα και ενέχουν σημαντικούς κινδύνους με τον

κυριότερο να είναι ο πιστωτικός, ο οποίος διαβαθμίζεται από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας βάσει τις δυνατότητές τους να ανταποκρίνονται στις οικονομικές τους υποχρεώσεις. Τα ομόλογα είναι διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα σε οργανωμένες και μη αγορές και η αποτίμηση της αξία τους γίνεται προεξοφλώντας τις μελλοντικές χρηματικές ροές δηλαδή τα κουπόνια και την ονομαστική αξία.

#### Βασικά χαρακτηριστικά ομολόγων

Ονομαστική Αξία. Το αρχικό ποσό που δανείζεται ο εκδότης του ομολόγου το οποίο θα πρέπει να επιστρέψει στη λήξη του. Η ονομαστική αξία αποτελεί το ποσό επί το οποίο υπολογίζονται οι τόκοι.

Εκδοτικό επιτόκιο. Το επιτόκιο με το οποίο εκδίδεται το ομόλογο, το οποίο μπορεί να είναι σταθερό, μεταβαλλόμενο ή μηδενικό. Το εκδοτικό επιτόκιο αναφέρεται σε ετήσια βάση ανεξάρτητα από τη συχνότητα καταβολής κουπονιών.

Κουπόνι. Ο τόκος που καταβάλλει ο εκδότης του ομολόγου στον κάτοχό του σε τακτά χρονικά διαστήματα. Το κουπόνι υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας την ονομαστική αξία με το εκδοτικό επιτόκιο.

Υπολειμματική διάρκεια. Το χρονικό διάστημα που απομένει μέχρι την ωρίμανση (ή λήξη) του ομολόγου. Καθ' όλη τη διάρκεια του ομολόγου ο εκδότης καταβάλλει στον κάτοχό του κουπόνια, ενώ στην ημερομηνία λήξης καταβάλλει και την ονομαστική αξία. Γενικότερα, η διάρκεια των ομολόγων κυμαίνεται από 1 έως 30 έτη, ενώ σε μερικές σπάνιες περιπτώσεις έχουν εκδοθεί ομόλογα με μεγαλύτερη διάρκεια ή χωρίς ημερομηνία λήξης.

Τιμή. Η τιμή στην οποία ο κάτοχος ενός ομολόγου μπορεί να το πουλήσει στη δευτερογενή αγορά. Η τιμή ενός ομολόγου καθορίζεται από πολλούς παράγοντες, μεταξύ των οποίων οι σημαντικότεροι είναι τα επιτόκια της αγοράς, η πιστοληπτική αξιολόγηση του εκδότη, οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες, η προσφορά και η ζήτηση.

#### Τρόπος αξιολόγησης ομολόγων

Στην παρούσα φάση αξίζει να πούμε ότι ασφαλές καταφύγιο για τους επενδυτές δεν αποτελούν όλα τα είδη ομολόγων ούτε όλα τα κρατικά ομόλογα. Οι επενδυτές έχουν μία τεράστια ποικιλία ομολόγων ώστε να επιλέξουν το καταλληλότερο για τις ανάγκες τους. Ο κυριότερος παράγοντας

που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη για την επιλογή ομολόγων είναι η πιστοληπτική αξιολόγηση τους από μεγάλους οίκους όπως Moody's, Standard&Poor's και Fitch.

Ο βασικός κίνδυνος στην αγορά ομολόγων είναι ο πιστωτικός ο οποίος είναι ο κίνδυνος αθέτησης των οικονομικών υποχρεώσεων εκ μέρους του εκδότη. Οι κάτοχοι κινδυνεύουν να μην ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις τους δηλαδή να μην εισπράξουν ένα ή περισσότερα κουπόνια ή το αρχικό κεφάλαιο που επένδυσαν. Κατά το παρελθόν τόσο οι επιχειρήσεις όσο και τα κράτη αποδείχθηκαν ασυνεπείς στις οικονομικές υποχρεώσεις τους με αποτέλεσμα οι επενδυτές να καταγράψουν σημαντικότερες ζημιές. Μεγάλο παράδειγμα εταιρίας είναι η Enron και ανεπτυγμένων κρατών η Αργεντινή και η Ελλάδα. Φυσικό είναι η οικονομική κατάσταση ενός δανειστή να αλλάζει ταχύτατα οπότε οι επενδυτές πρέπει να έχουν την απαραίτητη πληροφορία πριν επενδύσουν σε αυτόν. Αξιοσημείωτα σημαντικό επίσης είναι να γνωρίζουν όχι μόνο την παρούσα χρηματοοικονομική κατάσταση αλλά και τις προοπτικές ή τους κινδύνους που ελλοχεύουν για το μέλλον.

Λογικό είναι ένας απλός επενδυτής να μην μπορεί να γνωρίζει όλη την απαραίτητη πληροφορία για τον δανειζόμενο αλλά μπορεί να δει την πιστοληπτική του αξιολόγηση χάρις των μεγάλων οίκων που προαναφέραμε. Παρακάτω μπορούμε να διακρίνουμε τις βαθμίδες πιστοληπτικής αξιολόγησης, στην κορυφή βλέπουμε την ανώτατη βαθμίδα με τη μέγιστη ασφάλεια Aaa-AAA όπου ο οφειλέτης έχει εξαιρετικά ισχυρή ικανότητα αποπληρωμής τόκων και κεφαλαίων και συνεχίζει μέχρι την κατηγορία Baa3 -BBB- όπου ο οφειλέτης έχει επαρκή ικανότητα πληρωμής τόκων και κεφαλαίου, ωστόσο δυσμενείς μεταβολές των περιστάσεων ή του οικονομικού περιβάλλοντος είναι πιθανό να αποδυναμώσουν την ικανότητά του να καταβάλλει τις οικονομικές υποχρεώσεις του. Ομόλογα που κατατάσσονται ανάμεσα σε αυτήν την κατηγορία χαρακτηρίζονται ως ποιοτικά ενώ από Ba1-BB+ έως C-D χαρακτηρίζονται ως ομόλογα υψηλού κινδύνου. Συνεπώς ως ασφαλή καταφύγια μπορούμε να θεωρήσουμε τα κρατικά ομόλογα με βαθμολογία Aaa-AAA, τέτοια ομόλογα είναι των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γερμανίας, της Αυστραλίας, του Καναδά, της Δανίας, της Ολλανδίας, της Σουηδίας, της Ελβετίας, της Νορβηγίας, της Σιγκαπούρης, του Λιχτενστάιν και του Λουξεμβούργου.



Table 5 : Credit ratings

Moody's	Standard & Poor's	Fitch Ratings	Kroll	Description
Aaa	AAA	AAA	AAA	Best Quality
Aa1	AA+	AA+	AA+	High Quality
Aa2	AA	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	AA-	
A1	A+	A+	A+	Upper Medium Grade
A2	A	A	A	
A3	A-	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	Investment Grad
Baa2	BBB	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	
Ba	BB	BB	BB	Speculative
B	B	B	B	
Caa	CCC	CCC	CCC	
Ca	CC	CC	CC	
C	C	C	C	
			D (default)	

ΠΗΓΗ: INVESTPEDIA.COM / MOODY'S

### Κρατικά ομόλογα

Ένα κρατικό ομόλογο είναι μια εγγύηση χρέους που εκδίδεται από μία κυβέρνηση για την διεκπεραίωση των κρατικών δαπανών και υποχρεώσεων και αποπληρώνουν στους κατόχους τους περιοδικές πληρωμές τόκων τα λεγόμενα κουπόνια. Τα κρατικά ομόλογα που εκδίδονται από εθνικές κυβερνήσεις συχνά θεωρούνται επενδύσεις που ενέχουν χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο καθώς η εκδότρια κυβέρνηση τα υποστηρίζει στο έπακρο για αυτό το λόγο κιόλας πολλοί επενδυτές τα θεωρούν ως μία επένδυση ασφαλούς καταφυγίου. Όπως συμβαίνει με όλες τις επενδύσεις, τα κρατικά ομόλογα ενέχουν πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα για τον κάτοχό τους, αυτά τείνουν να επιστρέφουν μια σταθερή ροή εσόδων από τα κουπόνια. Ωστόσο αυτή η απόδοση είναι συνήθως χαμηλότερη από άλλες μορφές επενδύσεων στην αγορά λόγω του μειωμένου πιστωτικού κινδύνου που ενέχεται σε αυτά.

- Εκτός από τα παραπάνω κοινά χαρακτηριστικά δεν γίνεται να παραλείψουμε τα ακόλουθα συμπεράσματα που απορρέουν από την αγοράς κρατικών ομολόγων.
- Συνήθως έχουν σταθερό επιτόκιο γεγονός που αποπνέει σιγουριά στον κάτοχό του ή μπορεί να είναι συνδεδεμένα ακόμα και με τον πληθωρισμό.

- Είναι εμπορεύσιμα χρεόγραφα τα οποία οι επενδυτές μπορούν να τα μεταπωλήσουν και να λάβουν υψηλότερες από τις αναμενόμενες αποδόσεις με την πώληση σε υψηλότερη τιμή από αυτήν την αρχικής αγοράς.
- Χαρακτηρίζονται από υψηλή ρευστότητα δηλαδή μπορούν να αγοραστούν και να πωληθούν με μεγάλη ευκολία.
- Όλα τα κρατικά ομόλογα βαθμολογούνται από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας πράγμα που βοηθάει τους ενδιαφερόμενους επενδυτές να επιλέξουν αυτό που επιθυμούν έχοντας αρκετή πληροφόρηση για την αξιοπιστία τους.
- Η αναμενόμενη απόδοση ενός ομολόγου έχει αντίστροφη σχέση με το μέγεθος του κινδύνου, δηλαδή μία υψηλή αναμενόμενη απόδοση συνήθως συνεπάγεται μεγαλύτερο κίνδυνο από ένα ομόλογο με χαμηλότερη αναμενόμενη απόδοση.

### Εταιρικά ομόλογα

Όπως αναφέραμε άνωθεν τα κρατικά ομόλογα με βαθμολογία AAA-Aaa αποτελούν μια ασφαλή επένδυση για τους επενδυτές όμως δεν είναι τα μόνα με αυτό το προνόμιο. Δεν μπορούμε να παραλείψουμε τα εταιρικά ομόλογα που έχουν επίσης βαθμολογία AAA– Aaakai αποτελούν και αυτά με την σειρά τους επενδυτικούς παραδείσους. Οι τρεις οίκοι αξιολόγησης που έχουν προαναφερθεί, έχουν βαθμολογήσει δύο εταιρείες με την πολυπόθητη βαθμολογία των AAA – Aaakai αξίζει να γίνει μια αναφορά και σε αυτές μιας και προσελκύουν με την σειρά τους ένα μεγάλο αριθμό επενδυτών.

### Εταιρικά Ομόλογα Βαθμίδας AAA

Η Microsoft είναι μια αμερικανική εταιρία που ιδρύθηκε το 1975, με ιδρυτές τον Bill Gates και τον Paul Allen και έδρα την Ουάσινγκτον των ΗΠΑ. Τα πιο γνωστά προϊόντα της είναι το λογισμικό υπολογιστών, οι υπολογιστές, επεξεργαστές, ένα σύνολο εφαρμογών γραφείου, κονσόλες παιχνιδιών και λογισμικό για κινητά τηλέφωνα. Γνωστό είναι ότι υπήρξαν κάποιες εικασίες που φυσικά δεν επιβεβαιώθηκαν ποτέ, ότι η εταιρία θα μπορούσε να χάσει την βαθμολογία της AAA και να υποβαθμιστεί, όταν πούλησε χρέος αξίας 20 δισεκατομμυρίων το 2016 για να αποκτήσει το LinkedIn. Σήμερα η Microsoft έχει ένα χρέος ύψους 87,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων στον ισολογισμό της αλλά δεν μπορούμε να παραβλέψουμε τα 134,2 δις δολάρια στο ενεργητικό και την δημιουργία 54,1 δις δολάρια σε λειτουργικές ταμειακές ροές το 2019. Αυτό που ξεχωρίζει την

Microsoft είναι το γεγονός ότι κερδίζει τόσο σε λογισμικό παλαιού τύπου όσο και σε υπηρεσίες νέας γενιάς. Μία εταιρία του μεγέθους της δεν αναμένεται να αυξάνει τις πωλήσεις της κατά 14% ανά έτος, πράγμα που το πέτυχε προς έκπληξη των ανταγωνιστών της. Τα προϊόντα παλαιού τύπου συνεχίζουν να επιφέρουν σημαντικότερα κέρδη με το Office 365 Commercial να επιτυγχάνει μια σταθερή αύξηση των πωλήσεών του, της τάξεως των 30% σε σύγκριση με προηγούμενα έτη. Τα έσοδά της από τα καινούργια προϊόντα της αυξάνονται ραγδαία και ενώ όλοι αναμένουν μια μακροπρόθεσμη επιβράδυνση στα κέρδη της από τα παλιά προϊόντα αυτά συνεχίζουν να κυριαρχούν ως ένα από τα επικρατέστερα λειτουργικά συστήματα. Αν δεν δημιουργηθεί μια τεράστια καινοτομία που θα ανατρέψει τα δεδομένα του κλάδου που πραγματεύεται η Microsoft είναι αρκετά δύσκολο να χάσει την βαθμολογία των AAA–Aaa και να σταματήσει να είναι μία ασφαλής επένδυση.

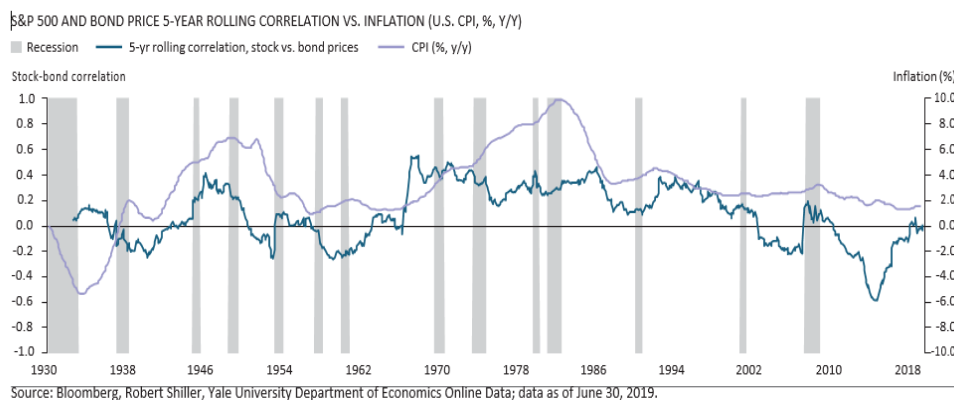
Η J&J είναι μία αμερικανική πολυεθνική εταιρία που ιδρύθηκε το 1886 από τους αδελφούς Johnson και τα προϊόντα που παράγει είναι ιατρικές συσκευές, φαρμακευτικά και καταναλωτικά προϊόντα. Η εταιρία περιλαμβάνει στο χαρτοφυλάκιό της περισσότερες από 250 θυγατρικές με δραστηριότητα σε πάνω από 60 χώρες. Οι παγκόσμιες πωλήσεις της ανέρχονται στα 70,1 δις δολάρια για το 2015. Παρά το γεγονός ότι το χρέος της φθάνει στα 30,2 δις δολάρια, η J&J έχει στο ενεργητικό της 17,8 δις δολάρια και έχει δημιουργήσει 21,4 δις σε λειτουργικές ταμειακές ροές για το 2019. Αυτό που κάνει την J&J τόσο επιτυχημένη είναι το τριπλό επιχειρηματικό μοντέλο της. Ουσιαστικά κάθε ένα από τα τρία τμήματά της φέρνει ένα εξαιρετικά αξιοσημείωτο κέρδος για αυτήν. Για παράδειγμα τα προϊόντα υγειονομικής περίθαλψης για τους καταναλωτές είναι το τμήμα της πιο αργής ανάπτυξης της εταιρίας αλλά παρέχει εξαιρετικά προβλέψιμες μελλοντικές ταμειακές ροές. Τα ιατρο-τεχνολογικά της προϊόντα παρέχουν μια μακροπρόθεσμη ευκαιρία ανάπτυξης για έναν γηραιό πληθυσμό με βελτιωμένη πρόσβαση στην ιατρική περίθαλψη. Και τέλος τα φαρμακευτικά της προϊόντα παρέχουν χαμηλότερα περιθώρια κέρδους αλλά περιορίζονται από την πεπερασμένη προστασία της ευρεσιτεχνίας. Τα τρία παραπάνω τμήματα συνδυάζονται και συνεργάζονται αρμονικά για να την κάνουν μία σταθερή και επικερδής εταιρία που είναι σήμερα. Τον Απρίλιο του 2019 ο κολοσσός αύξησε το ετήσιο μέρισμά του για 57<sup>η</sup> συνεχόμενη χρονιά και η ίδια υπογράμμισε ότι επί 36 συναπτά έτη τα λειτουργικά της έσοδα αυξάνονται γεγονός που την ανακηρύσσουν ως ένα επενδυτικό παράδεισο. Όλα δείχνουν ότι η J&J συνεχίζει και από ότι φαίνεται θα συνεχίσει να καινοτομεί και να επιτυγχάνει κέρδη γεγονός που δεν μπορεί να της στερήσει την AAA – Aaa αξιολόγησή της.

Τα κρατικά αλλά και τα εταιρικά ομόλογα με υψηλή βαθμολογία από τους οίκους πιστοληπτικής ικανότητας αποτελούν ένα αναπόσπαστο κομμάτι των ασφαλών παραδείσων και ο κύριος λόγος είναι η αμέριστη στήριξή τους από τις εκδότριες αρχές. Οι επενδυτές τα επιλέγουν κατά κόρον αφού αποτελούν μια εναλλακτική επένδυση με έλλειψη κινδύνου, και σε πολλές περιπτώσεις τα κρατικά ομόλογα δεν έχουν φορολογικές επιβαρύνσεις καθώς τα κουπόνια που λαμβάνουν οι κάτοχοί τους δεν υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος. Όσο αναφορά τα κρατικά ομόλογα, αναμφισβήτητα σε καιρούς οικονομικής ευημερίας και ανάπτυξης, χωρίς αβεβαιότητα και κινδύνους, πολλοί επενδυτές ίσως να μην τα επέλεγαν για να τοποθετήσουν μεγάλο ποσοστό των διαθέσιμων κεφαλαίων τους. Ο λόγος αυτής της αποστροφής είναι πολύ απλός και εύκολα κατανοητός αν φυσικά εξηγηθεί ορθά και με απλή ορολογία. Τα κρατικά ομόλογα, όπως αναφέραμε παραπάνω, εκδίδονται από κυβερνήσεις οι οποίες έχουν ανάγκη την ρευστότητα για την υλοποίηση κάποιων έργων τους και είναι αρκετά σπάνιο έως ακατόρθωτο οι κυβερνήσεις αυτές να μην στηρίξουν αυτά τα ομόλογα στην λήξη τους. Συνεπώς οι επενδυτές τα θεωρούν ως ένα ασφαλές καταφύγιο και συρρέουν σε αυτό εν καιρώ κρίσης, αυτή όμως η κίνηση γίνεται ταυτόχρονα από πολλούς επενδυτές δημιουργώντας μεγάλη ζήτηση για τα κρατικά ομόλογα αλλά συγκεκριμένη προσφορά για αυτά. Αποτέλεσμα του παραπάνω συλλογισμού είναι οι εκδότες να δανείζονται φθηνότερα από τους δανειστές πράγμα που επιτυγχάνεται από τα χαμηλά εκδοτικά επιτόκια. Αν και τα εκδοτικά επιτόκια των ομολόγων, με την καλύτερη βαθμολογία από τους οίκους αξιολόγησης, δεν είναι υψηλά σε σύγκριση με άλλες επενδύσεις προσφέρουν σιγουριά και ασφάλεια στους κατόχους τους ανακηρύσσοντάς τα επενδυτικούς παραδείσους ειδικότερα εν καιρώ οικονομικών αναταραχών.

## Συμπεράσματα

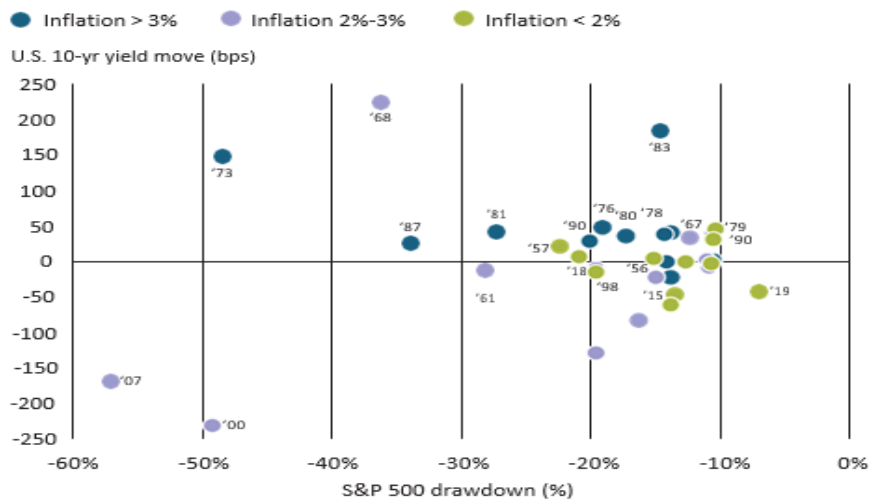
Τα κρατικά ομόλογα είναι παραδοσιακά αυτά που εξισορροπούν ένα χαρτοφυλάκιο. Οι αποδόσεις των μετοχών και των ομολόγων δεν παρουσίαζαν πάντα την αναμενόμενη αρνητική συσχέτιση ( διάγραμμα χ ). Αυτό γίνεται αντιληπτό από την δεκαετία του 1970 και τις αρχές της δεκαετίας του 80 όταν οι διαταραχές του πετρελαίου ώθησαν τον πληθωρισμό και τις αποδόσεις των ομολόγων υψηλά και τις τιμές των μετοχών χαμηλά. Από την ύφεση του 1990-91 οι αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης συνοδεύτηκαν από χαμηλή συσχέτιση μεταξύ μετοχών και ομολόγων. Αυτό φαίνεται σαφέστερα από την σταθεροποίηση των ομολόγων μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση.

Γράφημα4: S&P 500 and bond price 5-year rolling correlation vs inflation



Στο διάγραμμα 10 βλέπουμε την επίδραση του πληθωρισμού στις σχέσεις μετοχών και ομολόγων εστιάζοντας σε περιόδους ύφεσης στην αγορά μετοχών των ΗΠΑ από το 1953 έως το 2019. Η ανάλυση μας δείχνει ότι τα ομόλογα ήταν αποτελεσματικότερα ως προς την διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από χαμηλό έως μέτριο πληθωρισμό. Μέχρι τώρα οι επενδυτές έχουν αποζημιωθεί από την επένδυση σε κρατικά ομόλογα χάρις των ικανοποιητικών κουπονιών που τους παρέχονται. Τα κρατικά ομόλογα θα συνεχίσουν να αποτελούν ένα ασφαλές καταφύγιο δεδομένο του ότι οι αγορές προσδοκούν έναν χαμηλό πληθωρισμό τα επόμενα χρόνια κυρίως λόγω της παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών οι οποίες έχουν μεταφέρει στις αγορές την προσδοκία χαμηλού πληθωρισμού και επιτοκίων για τα επόμενα χρόνια, αλλά και του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης.

Γράφημα 5: S&P 500 drawdown(%)



Source: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; data as of August 31, 2019.

Επιπροσθέτως προσφέρουν προστασία σε περιόδους πτώσης της αγοράς αλλά και ρευστότητα, δίνοντας στον επενδυτή την δυνατότητα να εκμεταλλευτεί πιθανές ευκαιρίες στην αγορά. Παρόλα αυτά, στην παρούσα οικονομική κατάσταση τα ομόλογα δύσκολα θα θεωρηθούν κύρια πηγή απόδοσης. Η απόδοση ενός ομολόγου προέρχεται από την πτώση των επιτοκίων (αντιστρόφως ανάλογη σχέση τιμής-επιτοκίου) και στη περίπτωση ομολόγου με κουπόνι, το μέγεθος του κουπονιού. Η αγορά στην παρούσα κατάσταση χαρακτηρίζεται από πολύ χαμηλά επιτόκια και σε μερικές περιπτώσεις αρνητικά, γεγονός που οδηγεί τα ομόλογα σε υψηλές τιμές και παράλληλα περιορισμένα περιθώρια περεταίρω ανόδου. Στην περίπτωση αρνητικών επιτοκίων, αυτό μπορεί να θεωρηθεί ως ένα κόστος ευκαιρίας ή αμοιβή ώστε ο επενδυτής να προστατέψει το κεφάλαιο από μελλοντικές απώλειες και τη την παροχή ρευστότητας που προσφέρει η επένδυση σε ομόλογα.

Εν κατακλείδι, τα ομόλογα προσέφεραν, διαχρονικά, προστασία σε περιόδους πτώσης των μετοχικών δεικτών και αποτελούσαν μια εύκολα ρευστοποιήσιμη επένδυση. Οι χαμηλές αποδόσεις λόγω χαμηλών επιτοκίων έχουν διαβρώσει ως ένα βαθμό αυτό την ιδιότητα των ομολόγων, τα οποία διατηρούν την ιδιότητα προστασίας απέναντι στον πληθωρισμό.

## Επίλογος

Στα προηγούμενα κεφάλαια περιγράψαμε τις διάφορες επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου, τα χαρακτηριστικά τους αλλά και πώς μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές στον σχεδιασμό ενός χαρτοφυλακίου.

Η επένδυση σε ασφαλές καταφύγιο, χαρακτηρίζεται από την αντιστάθμιση της προστασίας του χαρτοφυλακίου με μια χαμηλότερη απόδοση. Οι χαμηλότερες αποδόσεις της εποχής που σε περιπτώσεις φθάνουν και τα αρνητικά επιτόκια, δημιουργούν επιπλέον κόστος στους επενδυτές αλλά τα ασφαλή καταφύγιο διατηρούν κάποια κύρια χαρακτηριστικά ώστε να προστατεύσουν το χαρτοφυλάκιο σε περιόδους κρίσης. Η σωστή επιλογή ασφαλούς καταφυγίου, βασίζεται στον στόχο και τη στρατηγική του εκάστοτε επενδυτή. Με κύριο στόχο την φερεγγυότητα, τη σταθερή ροή εισοδήματος και ρευστότητα σε συνδυασμό με τα κόστη ευκαιρίας της κάθε επένδυσης σε ασφαλές καταφύγιο και την εκάστοτε κατάσταση της αγοράς, οι επιλογές είναι πολλές. Συμπερασματικά, τα πλεονεκτήματα του εκάστοτε ασφαλούς καταφυγίου αλλά και τα κόστη ευκαιρίας παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

Ασφαλές Καταφύγιο	Υψηλή Ρευστότητα	Αρνητική Συσχέτιση	Σταθερή Ροή εισοδήματος	Διατήρηση πραγματικής αξίας	Προστασία ενάντια / από	Κόστος Ευκαιρίας
Μετρητά					Οικονομική Ύφεση	Αρνητική Απόδοση
Κρατικά Ομόλογα					Μετοχές αναπτυξιακού δυναμικού	Χαμηλή Απόδοση, Κίνδυνος Πληθωρισμού
Ομόλογα συνδεδεμένα με πληθωρισμό					Πληθωρισμό	Χαμηλή-Αρνητική Απόδοση
Δολάριο					Οικονομική Ύφεση	Παρεμβατικές Πολιτικές
Χρυσός					Αρνητική Ανάπτυξη, Ακραία άνοδο πληθωρισμού	-Μηδενική χρηματο-ροή -Χαμηλή απόδοση σε περιόδους ανάπτυξης.

Γίνεται αντιληπτό ότι δεν υφίσταται κάποιο μοναδικό και τέλει επενδυτικό καταφύγιο. Οι αγορές και παγκόσμια οικονομία λειτουργούν σε ένα δυναμικό περιβάλλον και παρουσιάζουν πολλά και εναλλασσόμενα ρίσκα στο επενδυτικό κοινό. Ο εκάστοτε επενδυτής αντιμετωπίζει διαφορετικά ρίσκα και θέτει διαφορετικές προτεραιότητες για την προστασία του χαρτοφυλακίου. Στην συγκεκριμένη χρονική στιγμή, το μόνο στοιχείο που χαρακτηρίζει το σύνολο είναι τα χαμηλά επιτόκια της περιόδου και η παγκόσμια αγορά που προσπαθεί να ανακάμψει από την πρόσφατη κρίση πανδημίας, χαρακτηριστικά που ο κάθε επενδυτής οφείλει να λάβει υπόψιν στον σχεδιασμό του χαρτοφυλακίου. Έπειτα από προσεχτική ανάλυση του στόχου απόδοσης και του αποδεκτού ρίσκου, ο εκάστοτε επενδυτής θα επιλέγει έναν σχεδιασμό ασφαλών επενδύσεων που θα αντικατοπτρίζει τις ανάγκες που τη δεδομένη χρονική στιγμή.

#### Βιβλιογραφία

James, C. (2021). *Safe haven investments*.

<https://www.investopedia.com/terms/s/safe-haven.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Leucadia Company(2019). *Safe Haven Assets*.

<https://www.fxcm.com/markets/insights/safe-haven-assets/>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Botte, A. (2020). *Five safe haven assets and their performance during the covid*

*market*.<https://www.venn.twosigma.com/vennsights/five-safe-haven-assets>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Bloomberg.com, (2019). *What are safe haven assets and how do you trade them?*[online]

<https://www.ig.com/en/trading-strategies/what-are-safe-haven-assets-and-how-do-you-trade-them--181031>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Baldwin, W. (2020). *How safe are your safe haven assets*.

<https://www.forbes.com/sites/baldwin/2020/03/16/how-safe-are-your-safe-haven-assets/#6da745ff37eb>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Lobel, B. (2019). *What are safe haven assets and how to trade them*.



[https://www.dailyfx.com/forex/education/trading\\_tips/daily\\_trading\\_lesson/2019/12/24/safe-haven-assets.html](https://www.dailyfx.com/forex/education/trading_tips/daily_trading_lesson/2019/12/24/safe-haven-assets.html)[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Kuepper, J. (2020). *Understanding safe haven assets*.

<https://www.dividend.com/fixed-income-channel/understanding-safe-haven-assets>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Hood, M. and Malik, F. (2013). *Is gold the best hedge and a safe haven under changing stock market volatility?* [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Reboredo, J. (2013). *Is gold a safe haven or a hedge for the US dollar? Implications for risk management*. [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Baur, D. (2010). *Is gold a safe haven?* [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Yeşin, Pinar, (2017). *Capital Flows and the Swiss Franc*[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Habib, Stracca,(2020). *ECB*[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Tversky, A., & Kahneman, D. (1983). *Extensional versus intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment*. *Psychological Review*, 90(4), 293–315[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Gorton, G. (2016). *The history and economics of safe assets*. [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Gourinchas, P. and Jeanne, O. (2012). *BIS Working Papers No 399 Global safe assets* [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Krishnamurthy, and Vissing-Jorgensen, A. (2012). *The Aggregate Demand for Treasury Debt* Arvind [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Shleifer, A. Vishny, R. (2011). *Fire Sales in Finance and Macroeconomics* [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Cenedese, G. Sarno, L. Tsiakas I. (2014) *What is the price of gold and when is best to buy?*[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Hayes, A. (2020). *Why gold matters : everything you need to know*.

<https://www.investopedia.com/articles/economics/09/why-gold-matters.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Dhawan, S. (2020). *Factors that affect gold price.*

<https://economictimes.indiatimes.com/wealth/invest/factors-that-affect-gold-price/articleshow/64464960.cms?from=mdr>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Daltario, T. (2021). *8 good reasons to own gold.*

<https://www.investopedia.com/articles/basics/08/reasons-to-own-gold.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Els, F. (2016). *This study puts gold price at 1.850\$ with Trump win.*

<https://www.mining.com/study-puts-gold-price-1850-trump-win/> [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

piraeusbank.gr, (2020). *Αγορά και Πώληση Επενδυτικού Χρυσού.* [online] διαθέσιμο σε

<https://www.piraeusbank.gr/el/idiwtes/ependyseis/agora-polisi-xrisou> [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Λαμπίρη, Γ. Παναγιώτου, Π. Φιλίππα, Ν. (2017). *Ο ρόλος και η σημασία του χρυσού για την παγκόσμια οικονομία*

<https://www.newsbeast.gr/weekend/arthro/2574197/o-rolos-ke-i-simasia-tou-chrisou-gia-tin-pagkosmia-ikonomia>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Ranaldo, A, and Söderlind, P. (2010). *Safe Haven Currencies* [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Babypips.com (2020) *Safe haven currencies* [online] διαθέσιμο σε

<https://www.babypips.com/forexpedia/safe-haven-currencies>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Lobel, B. (2018). *A guide to safe haven currencies and how to trade them.*

[https://www.dailyfx.com/forex/education/trading\\_tips/daily\\_trading\\_lesson/2018/12/13/safe-haven-currencies.html](https://www.dailyfx.com/forex/education/trading_tips/daily_trading_lesson/2018/12/13/safe-haven-currencies.html)[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Cory, M. (2019) *U.S Dollar / Swiss Franc*.

<https://www.investopedia.com/terms/forex/u/usd-chf-us-dollar-swiss-franc-currency-pair.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Chen, J. (2020)*Foreign Exchange – Forex*.

<https://www.investopedia.com/terms/f/foreign-exchange.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Chen, J. (2020) *Foreign currency swap*.

<https://www.investopedia.com/terms/f/foreign-currency-swaps.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Scott, A. (2021). *What makes a currency a safe haven*.

<https://citywire.co.uk/funds-insider/news/what-makes-a-currency-a-safe-haven/a740967>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Cook, J. (2020).*Six most popular currencies for trading*.

<https://www.investopedia.com/articles/forex/11/popular-currencies-and-why-theyre-traded.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Watson, J. (2014).*What makes a safe haven currency*.

<https://www.currencies.co.uk/blog/what-makes-a-safe-haven-currency/>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Kenton, W. (2019).*Japanese yen*.

<https://www.investopedia.com/terms/forex/j/jpy-japanese-yen.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Lee,R. (2019).*The top 8 most tradable currencies*.

<https://www.investopedia.com/trading/most-tradable-currencies/>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Best, R. (2020). *How U.S Dollar became the world's reserve currency.*

<https://www.investopedia.com/articles/forex-currencies/092316/how-us-dollar-became-worlds-reserve-currency.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Chen, J. (2020). *U.S Dollar index (USDIX).*

<https://www.investopedia.com/terms/u/usdx.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Kuepper, J. (2020). *How to invest in and buy Japanese Yen.*

<https://www.thebalance.com/japan-s-currency-how-to-invest-in-and-buy-japanese-yen-1978921>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Stenfors, A. (2020). *Why Japanese Yen is still one of the safest places to park your money in market cras*

<https://theconversation.com/why-japanese-yen-is-still-one-of-the-safest-places-to-park-your-money-in-a-market-crash-133642h>. [τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Chen, J. (2020). *Definition of government bonds.*

<https://www.investopedia.com/terms/g/government-bond.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Moran, E. (2019). *Government bonds a safe haven with one important risk.*

<https://www.eurekareport.com.au/investment-news/government-bonds-a-safe-haven-with-one-important-risk/148511>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Chen, J. (2020). *Definition of defensive stock.*

<https://www.investopedia.com/terms/d/defensivestock.asp>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

Sean, W. (2020). *The only two stocks with a higher credit rating than U.S Government.*

<https://www.fool.com/investing/2020/02/24/the-only-2-stocks-with-a-higher-credit-rating-than.aspx>[τελευταία ανάκτηση 25/02/2021]

