



**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών  
στη Φορολογική και Χρηματοοικονομική Διοίκηση**

**Στρατηγικών Αποφάσεων**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων**

**Διπλωματική Εργασία**

**Θέμα: Πολιτική Αβεβαιότητα και  
Χρηματοπιστωτικές Αγορές**

**Δημήτριος Παναγιώτης Δερβένης**

**του**

**Κωνσταντίνου**

**Ιανουάριος 2021**

## Κατάλογος Περιεχομένων

Ευχαριστίες.....	<b>Σφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.</b>
Περίληψη.....	4
Abstract.....	4
Εισαγωγή.....	6
Μεθοδολογία Μελέτης Αντικειμένου.....	7
Μέρος Α : Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.....	7
Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> Το χρηματοπιστωτικό σύστημα– Ορισμοί, Σημασία, Αγορές και Προϊόντα.....	8
1. 1 Πως ορίζεται το σύγχρονο Χρηματοπιστωτικό σύστημα;.....	8
1.2 Η σπουδαιότητά του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την κοινωνία και οι βασικές του λειτουργίες.....	8
1.3 Η δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ο τρόπος λειτουργίας του.....	9
1.4 Σύντομη ανάλυση των Χρηματοπιστωτικών Αγορών Προϊόντων και Ιδρυμάτων.....	10
1.4.1 Η δομή των Χρηματοπιστωτικών Αγορών.....	11
1.4.1.1 Η χρηματαγορά και τα προϊόντα της.....	11
1.4.1.2 Η κεφαλαιαγορά και τα προϊόντα της.....	11
1.4.2 Πρωτογενείς και Δευτερογενείς Αγορές.....	12
1.4.3 Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα.....	13
Επίλογος Πρώτου Κεφαλαίου.....	13
Κεφάλαιο 2 <sup>ο</sup> Η πολιτική κατάσταση – Η σύνδεση με την οικονομία.....	14
2.1 Ποια πολιτική κατάσταση χαρακτηρίζεται από σταθερότητα και ποια από αστάθεια;.....	14
2.2 Η σύνδεση της πολιτικής κατάστασης με τον δείκτη πολιτικής αβεβαιότητας.....	15
2.3 Οι συνέπειες της σύνδεσης πολιτικής κατάστασης και οικονομικής αβεβαιότητας, στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.....	17
2.4 Πολιτικά Σχήματα και Οικονομική Ανάπτυξη.....	19
Επίλογος 1 <sup>ου</sup> Κεφαλαίου.....	20
Μέρος Β Μελέτη Περιπτώσεων.....	20
Μελετώντας τον δείκτη οικονομικής αβεβαιότητας EPU (Economic Policy Uncertainty Index).....	21
Τι γνωρίζουμε για τον δείκτη EPU;.....	21

Υπολογίζοντας το EPU .....	22
Δείκτης EPU για τις Η.Π.Α από το 1985 και μετά .....	22
Δημιουργία υπόλοιπων κατηγοριών δεικτών .....	23
Αξιολόγηση του δείκτη EPU.....	23
1 <sup>η</sup> Μελέτη Περίπτωσης: Η Τουρκική Νομισματική Κρίση.....	25
Εισαγωγή.....	25
Βιβλιογραφική Ανασκόπηση .....	26
Μέτρηση της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας στην Τουρκία.....	27
2 <sup>η</sup> Μελέτη Περίπτωσης: Οι εμπορικοί πόλεμοι ΗΠΑ-Κίνας .....	34
Το ιστορικό των δύο χωρών και οι βάσεις του νέου «ψυχρού» πόλεμου.....	34
Συνέπειες και επιπτώσεις των trade war. ....	38
Οικονομικές Συνέπειες των Εμπορικών Πολέμων – Η σύνδεση με τις χρηματοπιστωτικές αγορές.....	41
Εξαγωγή Συμπερασμάτων από την Εργασία.....	46
Βιβλιογραφία .....	50
Βιβλία.....	50
Ιστοσελίδες .....	50
Μελέτες.....	52
Περιοδικά.....	54
Παράρτημα Πινάκων-Διαγραμμάτων .....	55

## Περίληψη

Πριν από αρκετές χιλιάδες χρόνια, το ανθρώπινο είδος αποφάσισε να εξελιχθεί, προσπαθώντας να ανταπεξέλθει καλύτερα στους κινδύνους της φύσεως και ελπίζοντας να βελτιώσει το επίπεδο διαβίωσής του. Ήταν η περίοδος, όπου το ατομικό των που ονομάζεται άνθρωπος μετατράπηκε σε κοινωνικό καθώς οργανώθηκε σε ομάδες και κοινωνίες. Έκτοτε, παραμένει ίδιο το μείζον ζήτημα που τον απασχολεί, αυτό της εξουσίας και της κατανομής του πλούτου. Αν και άλλαξαν πολλά, από την περίοδο όπου ο ισχυρότερος της αγέλης επέβαλε την θέλησή του και κατείχε όλο τον πλούτο, έως και το σημερινό δημοκρατικό πολίτευμα όπου ο πλούτος μοιράζεται στην κοινωνία, ένα πράγμα παρέμεινε σταθερό. Η σύνδεση της εξουσίας, του τρόπου διακυβέρνησης και του παραγομένου πλούτου δεν άλλαξε. Οι καθημερινές αποφάσεις όσων βρίσκονται στην εξουσία, επηρεάζουν άμεσα τον παραγόμενο πλούτο ο οποίος ανάλογα με το πολιτικό σύστημα κατανέμεται. Αρκετές χιλιάδες χρόνια μετά στο παρόν, τόσο τα συστήματα διακυβέρνησης όσο και τα οικονομικά συστήματα έχουν γίνει πιο περίπλοκα, πιο λεπτομερή και πιο αποδοτικά, αλλά βασίζονται στις ίδιες αρχές και την ίδια συσχέτιση. Η διακυβέρνηση επηρεάζει είτε θετικά είτε αρνητικά την οικονομία και τον πλούτο των οικονομιών. Η συσχέτιση αυτή διαφαίνεται σήμερα μεταξύ των πολιτικών που ακολουθούνται και της συμπεριφοράς των χρηματοπιστωτικών αγορών. Την συσχέτιση αυτή θα προσπαθήσει να μελετήσει η παρούσα εργασία.

## Abstract

Several thousand years ago, the human species decided to evolve, trying to better cope with the dangers of nature and hoping to improve its standard of living. It was the period when the human being became social as he organized into groups and societies. Since then, the major issue that concerns him remains the same, power and wealth distribution.

Although much has changed, from the time when the most powerful of the herd imposed its will and possessed all the wealth, to the current democratic state where wealth is shared in society, one thing has remained stable. The link between power, governance and wealth has not changed. The daily decisions of those in power directly affect the wealth produced which is distributed according to the political system. Although much has changed, since the time that the most powerful of the herd imposed

its will and possessed all the wealth, to the current democratic state where wealth is shared in society, one thing has remained stable. The link between power, governance and wealth has not changed. The daily decisions of those in power directly affect the wealth produced and distributed according each to political system. Several thousand years later, both governance and economic systems have become more complex, more detailed and more, efficient but they are based on the same principles and have the same correlation. Governance affects the economy and the wealth of economies either positively or negatively. This correlation is now apparent between the policies pursued by governments and the behavior of the financial markets. Exactly this correlation will be investigated and studied in the present study.

## Εισαγωγή

Είναι γνωστό πως το σύστημα διακυβέρνησης που ακολουθεί μία κυβέρνηση επηρεάζει τις ζωές όλων των πολιτών της είτε θετικά είτε αρνητικά. Σαφώς όλες οι αποφάσεις δεν είναι μονοδιάστατες, επηρεάζοντας το σύνολο του πληθυσμού και μάλιστα με τον ίδιο τρόπο. Στο παγκόσμιο όμως χωριό στο οποίο έχει μετατραπεί πλέον ο πλανήτης μας και στην παγκοσμιοποιημένη αγορά στην οποία καθημερινά συναλλασσόμαστε και συνυπάρχουμε, αποφάσεις που λαμβάνονται στην άλλη άκρη του κόσμου, μας επηρεάζουν ακόμα και χιλιάδες χιλιόμετρα μακριά. Ο κάθε άνθρωπος επιδιώκει την βελτίωση της ζωής του μέσω της απόκτησης εξουσίας και μεγαλύτερου μεριδίου του περιορισμένου πλούτου. Αυτό ακριβώς είναι και το μεγαλύτερο πρόβλημα του ανθρώπου, οι περιορισμένοι πόροι και ο περιορισμένος πλούτος. Το οικονομικό πρόβλημα, όπως αυτό ονομάζεται, παραμένει άλυτο ακόμα μετά από είκοσι χιλιάδες χρόνια ανθρώπινης ιστορίας. Γίνεται άμεσα αντιληπτή επομένως, η σημασία μελέτης και κατανόησης του συστήματος κατανομής των περιορισμένων αυτών πόρων, η οποία στις ημέρες μας, πραγματοποιείται μέσω του συστήματος των χρηματοπιστωτικών αγορών. Το σύστημα κατανομής όμως, επηρεάζεται αναμφισβήτητα από το εκάστοτε πολιτικό σύστημα και από τις οικονομικές πολιτικές όσων βρίσκονται στην εξουσία. Ανάλογα με τις πολιτικές ο πλούτος μπορεί να αυξηθεί ή να μειωθεί, ενώ συνεχώς αλλάζει χέρια. Την κατάσταση αυτή θα προσπαθήσει να ερευνήσει η παρούσα εργασία. Αφού θέσει τις θεωρητικές βάσεις επί των πολιτικών συστημάτων, τρόπων διακυβέρνησης και χρηματοπιστωτικών αγορών στο πρώτο μέρος της εργασίας, θα επιδιώξει, να μελετήσει πρόσφατες περιόδους υψηλής πολιτικής αβεβαιότητας στο εγχώριο και παγκόσμιο κοινό, να τις συνδέσει με πολιτικά γεγονότα και να μελετήσει τις συνέπειες τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα επιμέρους προϊόντα.

## **Μεθοδολογία Μελέτης Αντικειμένου**

Η παρούσα εργασία, όπως αναφέρθηκε συνοπτικά και στην εισαγωγή, θα προσπαθήσει να μελετήσει το ζήτημα της πολιτικής αβεβαιότητας καθώς και τις άμεσες συνέπειες της στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Για τον σκοπό αυτό, θα γίνει σε πρώτο στάδιο μία βιβλιογραφική ανασκόπηση των διεθνών όρων πολιτικού και οικονομικού περιεχομένου, όσο και μία μελέτη των ζητημάτων που προκύπτουν και συνδέονται από την πολιτική αβεβαιότητα. Σε δεύτερο στάδιο, με την χρήση του δείκτη Economic Policy Uncertainty Index (EPU) θα προσπαθήσουμε να μελετήσουμε ενδείξεις υψηλής οικονομικής αβεβαιότητας στις ΗΠΑ, μία δημοκρατική χώρα, και στην Τουρκία, μία χώρα με αυταρχικές ενδείξεις, καθώς και να τα συνδέσουμε με καταστάσεις πολιτικής αβεβαιότητας στις χώρες όπου συμβαίνουν. Έχοντας συνδέσει το γεγονός με την κατάσταση που το προκάλεσε θα μελετήσουμε τις συνέπειες των χρηματοπιστωτικών αγορών και τον τρόπο με τον οποίο αυτές επηρέασαν όλους τους συμμετέχοντες. Στο τελευταίο μέρος, θα ακολουθήσει η εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων από την εργασία, ενώ θα προταθούν μερικές κινήσεις προς τους επενδυτές, με σκοπό την αποφυγή των επιπτώσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

## **Μέρος Α : Βιβλιογραφική Ανασκόπηση**

Όπως αναφέραμε και στην εισαγωγή απαιτείται πρωτίστως η βιβλιογραφική ανασκόπηση των όρων που θα μας απασχολήσουν στην παρούσα εργασία. Δεν νοείται η προσπάθεια μελέτης σύνθετων φαινομένων πολιτικής και οικονομικής φύσεως, χωρίς ο αναγνώστης να κατανοεί βασικούς όρους. Για τον λόγο αυτό, θα αναφερθούμε σε πρώτο στάδιο στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος στη δομή του και στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και στα βασικά χρηματοπιστωτικά προϊόντα τα οποία κάθε αγορά περιλαμβάνει. Έπειτα θα αναλύσουμε το πολιτικό φαινόμενο της αβεβαιότητας στην κοινωνία. Η εργασία θα προσπαθήσει να ορίσει τις συνηθέστερες καταστάσεις που αυξάνουν την αβεβαιότητα στις αγορές, καθώς και το ποια πολιτικά σχήματα και κυβερνήσεις αυξάνουν το δείκτη αυτό. Στο τέλος του πρώτου μέρους της εργασίας, στο οποίο γίνεται και η βιβλιογραφική ανασκόπηση, θα τεθεί το ερώτημα του πως συνδέεται μια πολιτική κατάσταση υψηλής αβεβαιότητας με σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομία στις αγορές και στα βασικά προϊόντα αυτών.

## **Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Το χρηματοπιστωτικό σύστημα– Ορισμοί, Σημασία, Αγορές και Προϊόντα**

### **1.1 Πως ορίζεται το σύγχρονο Χρηματοπιστωτικό σύστημα;**

Το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι ένα σύνολο ιδρυμάτων, όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και χρηματιστήρια, τα οποία επιτρέπουν την ανταλλαγή χρημάτων. Τα χρηματοοικονομικά συστήματα υπάρχουν τόσο σε περιφερειακό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Σε αυτό δραστηριοποιούνται οι δανειολήπτες, οι δανειστές και οι επενδυτές, οποίοι ανταλλάσσουν τρέχοντα κεφάλαια είτε για τη χρηματοδότηση έργων και παραγωγικές επενδύσεις, είτε για κατανάλωση, έχοντας ως στόχο την αύξηση της απόδοσης των χρηματοοικονομικών τους περιουσιακών στοιχείων. Στο σύστημα αυτό περιλαμβάνονται επίσης σύνολα κανόνων και πρακτικών και όρων που χρησιμοποιούν οι δανειολήπτες και οι δανειστές για να αποφασίσουν ποια έργα χρηματοδοτούνται, ποιος χρηματοδοτεί έργα καθώς και τους όρους επ' αυτών των συμφωνιών. (Alpert, 2020)

### **1.2 Η σπουδαιότητά του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την κοινωνία και οι βασικές του λειτουργίες.**

Θα μπορούσαμε να ξεκινήσουμε την εξήγηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος με μία μεταφορά. Στην ουσία, το σύνολο των εγχώριων χρηματοπιστωτικών συστημάτων ανά τον κόσμο, αποτελεί την σπονδυλική στήλη του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος. Όλες οι δράσεις και οι αντιδράσεις ενός τέτοιου συστήματος, επιφέρουν αλλαγές και συνέπειες στο σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας. Σε ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα συμμετάσχουν όλες οι οικονομικές μονάδες της χώρας, ενώ μάλιστα στην σημερινή διεθνοποιημένη αγορά στην οποία δρούμε και συμμετέχουμε σήμερα, πολλές φορές συμμετάσχουν και οικονομικές μονάδες από άλλες χώρες. Η ανάπτυξη μιας οικονομίας προϋποθέτει μία σταθερή βάση, που δεν είναι άλλη από ένα καλό ρυθμισμένο και δίκαιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Όπως άλλωστε αναφέρεται και στην εγχώρια βιβλιογραφία, δεν είναι τυχαίο το γεγονός πως κάθε ανεπτυγμένη και ισχυρή οικονομικά χώρα διαθέτει ένα ισχυρό και αποτελεσματικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, σε σαφή αντίθεση με κάθε αναπτυσσόμενη ή υποανάπτυκτη χώρα. Μόνο όταν οι βάσεις είναι σταθερές και οι κανόνες που διέπουν την αγορά είναι κατανοητοί σε όλους, μπορεί η οικονομική



μονάδα να πάρει ορθές αποφάσεις που θα προάγουν την ανάπτυξη της οικονομίας. (Νούλας, 2016)

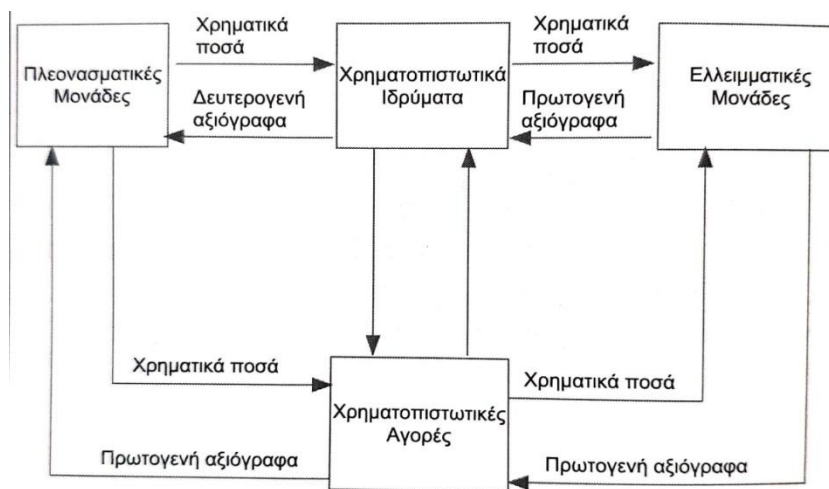
Όπως αναφέρθηκε και στον ορισμό των χρηματοπιστωτικών συστημάτων, αδιαμφισβήτητα η κυριότερη συμβολή των συστημάτων, είναι η ορθολογικότερη κατανομή των διαθέσιμων κεφαλαίων της αγοράς. Το σύστημα διαθέτει τους κατάλληλους μηχανισμούς αξιολόγησης των υποψηφίων δανειοληπτών και μέσω μιας σειράς κριτηρίων, εξακριβώνεται η απόδοση των κεφαλαίων προς δανεισμό, το ρίσκο της επένδυσης στην οποία θα χρησιμοποιηθούν τα κεφάλαια αυτά, όσο και το ρίσκο αδυναμίας αποπληρωμής. Μέσω της αξιολόγησης τόσο της απόδοσης όσο και του κινδύνου, το χρηματοπιστωτικό σύστημα διασφαλίζει πως τα κεφάλαια διαθέτονται όσο το δυνατόν πιο αποδοτικά στην κοινωνία. Η πληροφορίες άλλωστε σχετικά με τους δανειστές και τους δανειολήπτες, είναι προσβάσιμες σε όλους, και μάλιστα με χαμηλότερο κόστος, σε σχέση με περιπτώσεις ενός λιγότερο δομημένου συστήματος. Όσο για την χρήση του όρου πληροφορίες, δεν γίνεται αναφορά αποκλειστικά στα πρόσωπα τα οποία συμμετέχουν, όσο και στα προϊόντα τα οποία εμπορεύονται εντός του συστήματος και τα οποία είναι διαθέσιμα. Ανταποδοτικά επομένως, το σύστημα φροντίζει να αναπτύσσεται η αγορά, με έμμεση συνέπεια την βελτίωση της οικονομικής δυνατότητας και του βιοτικού επιπέδου όλων όσων συμμετέχουν σε αυτή, ανεξαρτήτως από το βαθμό συμμετοχής τους. (Νούλας, 2016)

### **1.3 Η δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ο τρόπος λειτουργίας του.**

Όπως εξηγήσαμε στο κεφάλαιο 1.1, εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος λειτουργούν διάφορες δυνάμεις (αγορές, ιδρύματα, προϊόντα, κεφάλαια) Στην παράγραφο αυτή θα ορίσουμε ποιες είναι αυτές οι δυνάμεις και με ποιον τρόπο αλληλεπιδρούν εντός του συστήματος.

Το σύνολο των διαπραγματεύσεων, λαμβάνει χώρα εντός των χρηματοπιστωτικών αγορών. Εκεί, οι οικονομικές μονάδες αγοράζουν και πωλούν χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Στην αγορά αυτή δραστηριοποιούνται, όπως αναφέραμε και προηγουμένως, τόσο πλεονασματικές όσο και ελλειμματικές μονάδες, με τις δεύτερες να αναζητούν χρηματοδότηση από τις πρώτες. Και στο σημείο αυτό διαφαίνεται η πιο σημαντική λειτουργία της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Η γεφύρωση αυτή των πλεονασματικών με τις ελλειμματικές μονάδες, προσφέρει άμεση ρευστότητα σε όσους την χρειάζονται,

ενώ ταυτόχρονα ως αντάλλαγμα οι πλεονασματικές μονάδες, λαμβάνουν κάποια ίση ή και μεγαλύτερης μελλοντικής αξίας προϊόν. Η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να συμβεί με δύο τρόπους. Όταν η χρηματοδότηση είναι άμεση, οι πλεονασματικές μονάδες προσφέρουν κεφάλαια απευθείας στις ελλειμματικές, σε αντίθεση με την έμμεση χρηματοδότηση, όπου ο ενδιάμεσος της διαδικασίας αυτής είναι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Τα τελευταία, συνήθως προσφέρουν τις υπηρεσίες τους και στα δύο άλλα μέρη, έναντι μίας αμοιβής, τόκων ή μεριδίου επί των κερδών. Ως αντάλλαγμα είναι εκείνα τα οποία αναλαμβάνουν τον κίνδυνο της ελλειμματικής μονάδας απέναντι στην πλεονασματική, ενώ ταυτόχρονα συνδυάζουν περισσευούμενα κεφάλαια πλεονασματικών μονάδων ώστε να δανείσουν μεγαλύτερα ποσά στις ελλειμματικές μονάδες. Τέλος, το χρηματοπιστωτικό σύστημα λειτουργεί ομαλά, με συγκεκριμένες αρχές και κανόνες, οι οποίοι ορίζουν, τόσο το ποιες ελλειμματικές μονάδες θα αντλήσουν κεφάλαια, όσο και τους όρους οι οποίοι διέπουν την πράξη αυτή. Ο συνδυασμός των χρηματοπιστωτικών αγορών, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των χρηματοπιστωτικών προϊόντων που εμπορεύονται, καθώς και οι όροι της λειτουργίας αυτής, αποτελούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. (Alpert, 2020)



Σχήμα 1.1: Χρηματοπιστωτικό σύστημα και ροή χρηματικών ροών και αξιογράφων

#### 1.4 Σύντομη ανάλυση των Χρηματοπιστωτικών Αγορών Προϊόντων και Ιδρυμάτων

Σαφώς η ανάλυση όλων των παραπάνω δεν αποτελεί σύντομη προσπάθεια. Το πλέον πολύπλοκο χρηματοπιστωτικό σύστημα στο οποίο όλοι μας, έστω και εκούσια, καθημερινά συνδιαλασσόμαστε έχει γίνει τόσο πολύπλοκο και σύνθετο, που δεν

επιτρέπει την πλήρη ανάλυση του. Άλλωστε αυτός δεν είναι και ο σκοπός της παρούσας εργασίας ούτε και θα μπορούσε να είναι, δεδομένων των περιορισμών της. Παρόλα αυτά, είναι αναγκαία, έστω και μερικώς, η περαιτέρω μελέτη της δομής του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ώστε να καταφέρει ο αναγνώστης να αποκτήσει μία σφαιρική άποψη του συστήματος και τελικώς να μπορεί να κατανοήσει της πληροφορίες που θα εξηγηθούν στην υπόλοιπη εργασία. Με τον όρο επομένως χρηματοπιστωτικές αγορές αναφερόμαστε γενικότερα σε οποιαδήποτε αγορά όπου πραγματοποιείται η διαπραγμάτευση κινητών αξιών, όπως η χρηματιστηριακή αγορά, η αγορά συναλλάγματος, η αγορά ομολόγων, και η αγορά παραγώγων. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι ζωτικής σημασίας για την ομαλή λειτουργία των καπιταλιστικών οικονομιών. (Kenton, 2020)

#### **1.4.1 Η δομή των Χρηματοπιστωτικών Αγορών**

Οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι δομές μέσω των χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες, τη χρηματαγορά και την κεφαλαιαγορά. Ο κύριος διαχωρισμός των δύο πραγματοποιείται βάσει της διάρκειας των χρηματοπιστωτικών προϊόντων που διαπραγματεύονται σε κάθε μία.

##### **1.4.1.1 Η χρηματαγορά και τα προϊόντα της**

Στην χρηματαγορά, διαπραγματεύονται τίτλοι, οι οποίοι είναι υποκατάστατα του χρήματος και η χρονική τους αξία δεν ξεπερνά το ένα έτος. Εμφανίζουν μικρό κίνδυνο και μεγάλη ταχύτητα. Τα άτομα τα οποία επενδύουν στην αγορά αυτή, εμφανίζουν ενδιαφέρον για άμεση ρευστότητα και ασφάλεια των κεφαλαίων τους, και όχι για την απόδοση της επένδυσής τους. Συνηθέστερα προϊόντα τα οποία διαπραγματεύονται στις χρηματαγορές και ενέχουν θέση χρήματος είναι τα γραμμάτια ( Έντοκα Γραμμάτια Δημοσίου, Εμπορικά Γραμμάτια), οι συμφωνίες επαναγοράς, οι επιταγές αποδοχής τράπεζας και τα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου. (Saunders and Cornett, 2019)

##### **1.4.1.2 Η κεφαλαιαγορά και τα προϊόντα της**

Σε αντίθεση, στην κεφαλαιαγορά διαπραγματεύονται τίτλοι με χρονική διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους. Σαφώς, σε πλήρη, ξανά, αντίθεση με την χρηματαγορά, ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος στην περίπτωση αυτή είναι πολύ υψηλότερος, ο βαθμός συμμετοχής στο εγχείρημα αυξάνεται, η ρευστότητα και η ταχύτητα πώλησης και αγοράς είναι μικρότερη ενώ τέλος και οι αποδόσεις είναι μεγαλύτερες. Εν αντιστοιχία, τα κυριότερα προϊόντα τα οποία διαπραγματεύονται σε αυτή την αγορά είναι τα

ομόλογα, δημοσίου ή εταιρειών, κυμαινόμενου ή σταθερού επιτοκίου καθώς και τα ομόλογα χωρίς τοκομερίδιο. Στην ίδια αγορά, διαπραγματεύονται και οι μετοχές εταιριών, ανεξάρτητα του τύπου τους. (Κοινές και προνομιούχες). (Kenton, 2019)

#### 1.4.2 Πρωτογενείς και Δευτερογενείς Αγορές

Μια περαιτέρω κατηγοριοποίηση που υφίστανται οι αγορές είναι σε πρωτογενείς και σε δευτερογενείς. Στην πρωτογενή αγορά κεφαλαίων έχουμε την έκδοση νέων μετοχών και ομολόγων από την εταιρεία ή τον δημόσιο φορέα, προς τον επενδυτή. Στην πρωτογενή αγορά τον ρόλο του διαμεσολαβητή λαμβάνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα οποία δρουν ως ενδιάμεσοι, συνδέοντας έτσι τον εκδότη με τον επενδυτή. Τα ιδρύματα αυτά, είναι γνώστες της αγοράς, και προσφέρουν συμβουλευτικές υπηρεσίες προς τους εκδότες, σχετικά με τον αριθμό των εκδιδομένων τίτλων, όσο και για την τιμή που θα διατίθενται αυτοί. Έτσι επιτυγχάνεται η οικονομικότερη, και αποτελεσματικότερη άντληση κεφαλαίων από τις αγορές για τον επενδυτή. (Νούλας, 2016) Για παράδειγμα, ένα κράτος απευθύνεται στις διεθνείς και εγχώριες αγορές για την αναζήτηση κεφαλαίων. Τον ρόλο του διαμεσολαβητή λαμβάνει συνήθως η εθνική τράπεζα της εκάστοτε χώρας. Οι επενδυτές απευθύνονται σε αυτήν προσφέροντας χρηματικά πόσα έναντι του ομολόγου, ζητώντας συγκεκριμένη απόδοση. Μετά το πέρας το προσφορών, το κράτος επιλέγει να δανειστεί με τους καλύτερους προσφερόμενους όρους για εκείνο (με την μικρότερη απόδοση για τον επενδυτή) αντλώντας έτσι κεφάλαια από τις αγορές.

Εν αντιθέσει στη δευτερογενή αγορά διαπραγματεύονται μόνο επενδυτές. Εκεί γίνεται ουσιαστικά, η αγοραπωλησία των υπαρχόντων χρεογράφων. Προκύπτει όμως το εξής ερώτημα. Αφού δεν προσφέρει χρήματα στις ελλειμματικές μονάδες μιας και εκείνες δεν αντλούν κεφάλαια, ποια η χρησιμότητά της; Η σπουδαιότητα της δευτερογενούς αγοράς έγκειται στο γεγονός ότι επιτρέπει στους επενδυτές την άμεση ρευστοποίηση των τίτλων που ήδη κατέχουν, με το να πουλήσουν το αξιόγραφο τους σε έναν άλλο επενδυτή. Χωρίς την ύπαρξη της δευτερογενούς αγοράς, και λαμβάνοντας ως δεδομένο, ότι οι επενδύσεις σε μετοχές και ομόλογα γίνονται σε βάθος χρόνου, οι επενδυτές δεν θα ήταν διατεθειμένοι να δανείσουν χρηματικά ποσά. Ως αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις που αναζητούσαν χρηματοδότηση καθώς και οι ελλειμματικές μονάδες, θα αντιμετώπιζαν σε οικονομική δυσπραγία και στενότητα. Η άμεση έξοδος από τις επενδύσεις, που προσφέρει η δευτερογενής αγορά στους επενδυτές, είναι επομένως κομβικής σημασίας για την αγορά. (Saunders and Cornett, 2019)

### 1.4.3 Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα

Τελευταίο κομμάτι του χρηματοπιστωτικού συστήματος το οποίο χρήζει μερικής ανάλυσης είναι η ανάλυση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ήδη στις προηγούμενες υποενότητες εμφανίστηκε αρκετά συχνά ο όρος αυτός, χωρίς όμως να του δοθεί ποτέ η απαιτούμενη σημασία και προσοχή.

Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ονομάζονται δημόσιοι ή ιδιωτικοί οργανισμοί οι οποίοι ασχολούνται με την άσκηση χρηματοοικονομικών και νομισματικών συναλλαγών όπως καταθέσεις, δάνεια, επενδύσεις και ανταλλαγή νομισμάτων, και λειτουργούν ως ενδιάμεσοι των ελλειμματικών με τις πλεονασματικές μονάδες. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα επιχειρηματικών δραστηριοτήτων στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, με βασικότερους οργανισμούς τις εμπορικές τράπεζες, τις ασφαλιστικές εταιρείες, τις χρηματιστηριακές εταιρειών και τέλος τις τράπεζες επενδύσεων. Σχεδόν όλοι όσοι ζουν σε μια ανεπτυγμένη οικονομία έχουν συνεχή ή τουλάχιστον περιοδική ανάγκη για τις υπηρεσίες χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. (Hayes, 2020)

### Επίλογος Πρώτου Κεφαλαίου

Εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος που αναλύσαμε, λειτουργούν όλοι οι άνθρωποι σε όλη την υφήλιο, απλά σε διαφορετικό βαθμό. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα με όλες του τις δομές φαίνεται ακέραιο και με στιβαρές βάσεις. Άλλωστε ο άνθρωπος έχει εξελιχθεί από τις εποχές του ανταλλακτικού εμπορίου της αρχαιότητας. Μετά από τόσους αιώνες συναλλαγών τα συστήματά του και αυτά έχουν εκσυγχρονιστεί. Ότι και να συμβεί όμως δεν παύει το σύστημα αυτό να αντικατοπτρίζει τις ανθρώπινες κοινωνίες και πολύ περισσότερο την εγχώρα. Κάθε γεγονός που λαμβάνει χώρα στην κοινωνία, επηρεάζει τους ανθρώπους που ζουν σε αυτή και εκείνοι με την σειρά τους επηρεάζουν αλυσιδωτά το χρηματοπιστωτικό σύστημα στο οποίο συμμετέχουν. Όσοι αιώνες και να παρέλθουν η αλληλεπίδραση αυτή παραμένει αναλλοίωτη. Η κοινωνική ευμάρεια εμφανίζεται στις αγορές, και πολλαπλασιάζεται. Το ίδιο κάνει όμως και η δυσπραγία. Προτού συνεχίσουμε όμως στην έρευνα σύνδεσης των χρηματοπιστωτικών αγορών και της πολιτικής αβεβαιότητας, μένει μία ακόμα μελέτη. Αυτή του ορισμού της έννοιας της πολιτικής αβεβαιότητας καθώς και τον πολιτικών σχημάτων που συνηθέστερα συνοδεύονται από αυτήν.

## **Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Η πολιτική κατάσταση – Η σύνδεση με την οικονομία**

Αδιαμφισβήτητα η σύνδεση μεταξύ του τρόπου οργάνωσης μίας κοινωνίας και της απόδοσής της είναι μείζονος σημασίας. Με μαθηματικό τρόπο τώρα, και θέτοντας τον όρο τρόπο οργάνωσης ως διακυβέρνηση και της απόδοσης ως οικονομική ανάπτυξη, κατανοούμε την σχέση του συστήματος διακυβέρνησης με την οικονομική ανάπτυξη. Ασφαλώς όσο καλύτερη είναι η διακυβέρνηση και το πολιτικό σχήμα ηγεσίας, τόσο ευκολότερα και σε μεγαλύτερο βαθμό επιτυγχάνεται η οικονομική ανάπτυξη. Ταυτόχρονα όμως η σχέση των δύο, όντως μία σχέση ανάλογη, επιφέρει τις ίδιες αλλαγές και στις δύο έννοιες. Όταν η πολιτική σταθερότητα μειώνεται και επιδεινώνεται το επίπεδο της πολιτικής διακυβέρνησης, εξίσου και η οικονομική κατάσταση επιδεινώνεται με την σειρά της. Στην αρχή του προηγούμενου αιώνα η Αργεντινή, αποτελούσε μία από τις πλουσιότερες χώρες του κόσμου. Το 1960 το κατά κεφαλήν εισόδημα στην Αργεντινή ήταν μέσα στα είκοσι μεγαλύτερα του κόσμου. Την ίδια περίοδο η Ιαπωνία, βγαίνοντας από τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο είχε χαμηλότερο κατά κεφαλήν εισόδημα και από το Ιράκ, ενώ δεν πλησίαζε καν τις 20 μεγαλύτερες οικονομίες. Μέσα σε τριάντα όμως χρόνια η κατάσταση ανατράπηκε, σε μεγάλο βαθμό εξαιτίας των πολιτικών σχημάτων διακυβέρνησης των δύο χωρών. Η Αργεντινή αντιμετώπισε μία μακρά περίοδο πολιτικής αστάθειας με μια σειρά από πραξικοπήματα και πολιτική βία, η οποία στο τέλος του αιώνα την οδήγησε την οικονομία σε ύφεση, έπειτα στην χρεοκοπία και τέλος στα χέρια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Στον αντίποδα η Ιαπωνία αν και ασθενέστερη οικονομικά εμφάνιζε μία τεράστια ανάπτυξη η οποία ενισχυόταν από το κλίμα πολιτικής σταθερότητας στην χώρα. Παρά τις εκλογικές αναμετρήσεις το Φιλελεύθερο Δημοκρατικό Κόμμα παρέμεινε στην εξουσία κατά το δεύτερο μισό το 20<sup>ου</sup> αιώνα από το 1955 έως το 1993. Ποια ήταν επομένως η διαφορά των δύο και τι οδήγησε στην αποτυχία της μιας και την επιτυχία της άλλης;

### **2.1 Ποια πολιτική κατάσταση χαρακτηρίζεται από σταθερότητα και ποια από αστάθεια;**

Για να απαντήσουμε στο ερώτημα αυτό οφείλουμε να προσπαθήσουμε να ορίσουμε τις καταστάσεις της πολιτικής σταθερότητας και της πολιτικής αστάθειας προτού επιχειρήσουμε να εξετάσουμε την σύνδεση της πολιτικής με την οικονομική

κατάσταση. Δυστυχώς, τόσο η ελληνική όσο και η ξενόγλωσση βιβλιογραφία δεν φαίνεται να συμφωνεί στον ορισμό της πολιτικής σταθερότητας. Για μία μερίδα ερευνητών και πολιτικών επιστημόνων η έννοια της πολιτικής σταθερότητας, ως αντιθέτου της πολιτικής αστάθειας, φαίνεται να είναι συνυφασμένη με την βελτίωση του επιπέδου ζωής των ανθρώπων, την κοινωνική πρόοδο και την οικονομική ευημερία. Στο αντίθετο ρεύμα, οι απόψεις υποστηρίζουν έναν πιο παθητικό ορισμό όπου η πολιτική κατάσταση δεν εμφανίζει σπουδαίες αλλαγές, ενώ το πολιτικό κοινωνικό και οικονομικό κλίμα δεν αλλάζει. Το πρόβλημα μεταξύ των ορισμών όπως αναφέρει και ο Claude Ake, στο άρθρο του «A definition of Political Stability» (1975) έγκειται στην πολιτική συμπεριφορά του κάθε ατόμου καθώς και το τι θεωρείται φυσικό ή όχι για μια κοινωνία. Έχοντας ορίσει αυτά, μπορεί κανείς να κρίνει ποιες καταστάσεις ξεπερνούν τα όρια του αποδεκτού και να ορίσει τόσο την κατάσταση της σταθερότητας όσο και της αστάθειας. Παρόλα αυτά για τους σκοπούς της εργασίας αναζητήθηκαν ορισμοί και αναλόγως του περιεχομένου μελέτης, κυβερνήσεων ή συστημάτων διακυβέρνησης, προκύπτουν οι επικρατέστεροι ορισμοί της πολιτικής αστάθειας ως εξής:

*«Ορίζουμε την πολιτική αστάθεια ως την τάση μιας αλλαγής στην εκτελεστική εξουσία, είτε με συνταγματικά ή αντισυνταγματικά μέσα.» (Alesina, et al., 1996, σελ 191)*

*«Μια τρίτη προσέγγιση επικεντρώνεται στην αστάθεια στις πολιτικές και όχι στην αστάθεια στα καθεστάτα (δηλαδή, ο βαθμός στον οποίο οι θεμελιώδεις πολιτικές, για παράδειγμα, των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας υπόκεινται σε συχνές αλλαγές.» (Kolstad, 2020)*

Όπως εξηγούν και οι παραπάνω ορισμοί κατάσταση πολιτικής αστάθειας χαρακτηρίζεται μία κατάσταση κατά την οποία υπάρχει μία τάση αλλαγής των κυβερνόντων και ακολούθως των πολιτικών συστημάτων που εκείνοι εφαρμόζουν. Άμεσα συνδεδεμένο είναι και το στυλ διακυβέρνησης το οποίο εκείνοι θα ακολουθήσουν. Συνεπώς ο αντίθετος όρος, αυτός της σταθερότητας, πρέπει να αναφέρεται σε περιόδους όπου τόσο το πολίτευμα όσο και το πολιτικό σχήμα με το στυλ διακυβέρνησής του, δεν παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις και αλλαγές.

## **2.2 Η σύνδεση της πολιτικής κατάστασης με τον δείκτη πολιτικής αβεβαιότητας**

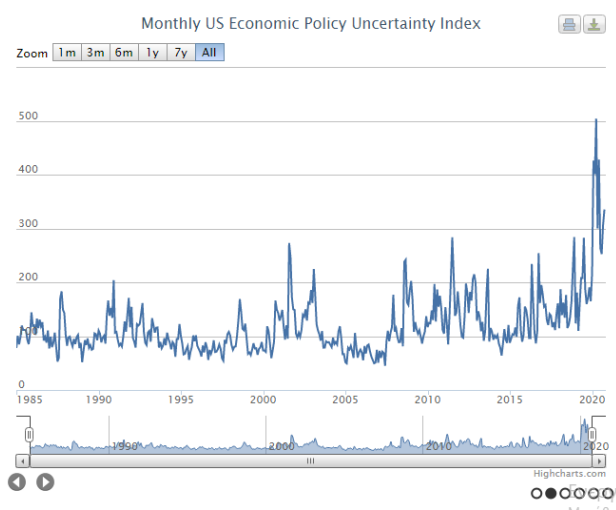


Όπως αποδείχθηκε και με το παράδειγμα σύγκρισης της Αργεντινής με την Ιαπωνία, η σχέση μεταξύ πολιτικής και οικονομικών αποτελεσμάτων έχει μεγάλη ιστορία. Ένας σημαντικός τρόπος με τον οποίο η πολιτική επηρεάζει τις πραγματικές αποφάσεις είναι μέσω του καναλιού της αβεβαιότητας και της αστάθειας. Συγκεκριμένα, τα κίνητρα και οι αβεβαιότητες που σχετίζονται με πιθανές αλλαγές στην κυβερνητική πολιτική ή την εθνική ηγεσία έχουν επιπτώσεις στη συμπεριφορά τόσο των πολιτών όσο και των επιχειρήσεων. Οι επιπτώσεις της αβεβαιότητας της πολιτικής είναι ιδιαίτερα σημαντικές ενόψει της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης και της ύφεσης που ακολούθησε το 2008. Στον απόηχο της κρίσης, υπήρχε μεγάλη αβεβαιότητα ως προς τον τρόπο με τον οποίο οι κυβερνήσεις θα διαμορφώσουν την δημοσιονομική πολιτική για την τόνωση των επενδύσεων βραχυπρόθεσμα και τη διαμόρφωση ρυθμιστικής και οικονομικής πολιτικής μακροπρόθεσμα. Υποστηρίχθηκε ότι η ίδια η αβεβαιότητα μπορεί να παρεμποδίσει την ανάκαμψη, παρακινώντας τις επιχειρήσεις να καθυστερήσουν τις επενδύσεις έως ότου επιλυθεί η αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική δημοσιονομική ρύθμιση και τη μακροοικονομική πολιτική. (Julio and Yook, 2012) Η επίδραση της αβεβαιότητας για τις κυβερνητικές αλλαγές μεγαλώνει όσο υψηλότερος είναι ο βαθμός πολιτικής πόλωσης, όπου ως πόλωση ορίζεται η διαφορά στις οικονομικές προτιμήσεις μεταξύ διαφορετικών ομάδων και πολιτικών κομμάτων. Η πιθανότητα αλλαγής της κυβέρνησης μπορεί να μην εμφανίσει μεγάλη επίδραση στις προσδοκίες των μελλοντικών οικονομικών πολιτικών εάν η επόμενη κυβέρνηση είναι πιθανό να ακολουθήσει πολιτικές παρόμοιες με εκείνες των προκατόχων της. (Alesina, et al., 1996)

Κλασικό παράδειγμα που επιβεβαιώνει τις παραπάνω ιδέες αποτελεί η πολιτικοοικονομική σκηνή των ΗΠΑ. Τις τελευταίες δεκαετίες το πολιτικό σκηνικό των ΗΠΑ εμφανίζει μία τάση διπολισμού μεταξύ των Ρεπουμπλικάνων και των Δημοκρατικών. Κύριο πεδίο διαμάχης τους αποτελεί η δημοσιονομική πολιτική που ακολουθήσουν τα επόμενα χρόνια οι ΗΠΑ. Η εκλογή Πρόεδρου δεν συνεπάγεται και επικράτηση στην Γερουσία, η οποία είναι υπεύθυνη του κρατικού προϋπολογισμού. Μεγάλο μέρος της πολιτικής αβεβαιότητας στις Ηνωμένες Πολιτείες έχει περιστραφεί γύρω από τη δημοσιονομική πολιτική καθώς και την αβεβαιότητα σχετικά με τον φορολογικό κώδικα. Επιπλέον, σημαντικά θέματα περιβαλλοντικής, ενεργειακής, υγειονομικής περίθαλψης και χρηματοοικονομικής ρύθμισης αμφισβητήθηκαν στο Κογκρέσο και στην ευρύτερη πολιτική αρένα κατά τη διάρκεια αυτών των ετών.



(Plumer, 2020) Χωρίς την, έστω και μερική, συμφωνία των δύο αυτών κομμάτων ο ετήσιος προϋπολογισμός δεν είναι εύκολο να ψηφιστεί. Κατά την διάρκεια του 2011, ο πρώην Πρόεδρος των ΗΠΑ Μπάρακ Ομπάμα βρέθηκε αντιμέτωπος με την γερουσία στον αγώνα του για την ψήφιση του προϋπολογισμού. Η διαφωνία τους επί του προβλεπόμενου ορίου δανειοδότησης του κράτους, το αποκαλούμενο debt ceiling, προκάλεσε δύο οικονομικές κρίσεις το 2011 και το 2013. Όσο διάστημα διαρκούσαν οι συνομιλίες και τις δύο χρονιές παρατηρήθηκαν ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα πολιτικής αβεβαιότητας όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα. (Plumer, 2020)



### 2.3 Οι συνέπειες της σύνδεσης πολιτικής κατάστασης και οικονομικής αβεβαιότητας, στο χρηματοπιστωτικό σύστημα

Η οικονομική ανάπτυξη και η πολιτική σταθερότητα συνδέονται βαθιά. Η σχέση που τις διακρίνει είναι αμφίδρομη και αποτελέσματα της μίας σαφώς και μεταφέρονται στην άλλη. Από τη μία πλευρά, η αβεβαιότητα που σχετίζεται με ένα ασταθές πολιτικό περιβάλλον μπορεί να μειώσει τις επενδύσεις και τον ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξης. Από την άλλη πλευρά, οι κακές οικονομικές επιδόσεις της οικονομίας μπορεί να οδηγήσουν σε κατάρρευση της, και έπειτα της κυβέρνησης προκαλώντας πολιτική αναταραχή. (Hussain, 2014)

Όπως φαίνεται και στο παραπάνω παράδειγμα, ο δείκτης πολιτικής αβεβαιότητας ήταν σε ακόμα υψηλότερα επίπεδα και από την χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Βλέπουμε επομένως ξεκάθαρα την σύνδεση της πολιτικής σκηνής με την πολιτική

αβεβαιότητα που επικρατεί. Προς το παρόν όμως, δεν έχουμε ορίσει το πώς αυτή η κατάσταση πολιτικής αβεβαιότητας επηρεάζει την οικονομική κατάσταση μιας χώρας, το χρηματοπιστωτικό σύστημά της και κατά συνέπεια τις χρηματοπιστωτικές της αγορές. Η αβεβαιότητα σχετικά με τις οικονομικές και δημοσιονομικές πολιτικές που ακολουθεί η εκάστοτε κυβέρνηση, έχουν πολλαπλές συνέπειες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Άλλωστε το τελευταίο, απεικονίζει την διάθεση και την προοπτική των μονάδων που λειτουργούν σε αυτό. Η αβεβαιότητα αυξάνει το ρίσκο και την πιθανότητα μελλοντικών αλλαγών, γεγονός που δεν επιτρέπει τόσο στις πλεονασματικές όσο και στις ελλειμματικές μονάδες να προβλέψουν τις οικονομικές συνέπειες, ή αλλιώς το ρίσκο, των πράξεών τους. Ως αποτέλεσμα, οι πλεονασματικές μονάδες είναι πιο επιφυλακτικές στο δανεισμό ή την επένδυση κεφαλαίων τους αυξάνοντας σαφώς τα επιτόκια του δανεισμού. Με τον τρόπο αυτό, στερούν από την χρηματοπιστωτική αγορά πολύτιμη χρηματοδότηση. Στο ίδιο μήκος κύματος, δρουν και οι ελλειμματικές μονάδες, οι οποίες μη μπορώντας να προβλέψουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές τους και τα επίπεδα των επιτοκίων, αποφεύγουν να δανειστούν. Ταυτοχρόνως οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται ήδη στο χρηματοπιστωτικό αυτό σύστημα, θα αναβάλουν προγραμματισμένες επενδύσεις τους, περιμένοντας την επόμενη μέρα των εξελίξεων. Παρομοίως, άμεσες ξένες επενδύσεις στην χώρα, είτε θα ακυρωθούν είτε θα τεθούν σε αναμονή, έως ότου το πολιτικό σκηνικό ξεκαθαρίσει. Το γενικότερο κλίμα αβεβαιότητας, επιβάλλει σε κάθε οικονομική μονάδα, από το άτομο και το νοικοκυριό, έως τις τράπεζες και τους πολυεθνικούς οργανισμούς, να προστατέψει τον εαυτό του. Οι καταναλωτές και τα νοικοκυριά, μειώνουν την κατανάλωσή τους, οι επενδυτές μειώνουν τις επενδύσεις ή τον δανεισμό ελλειμματικών μονάδων, οι τράπεζες προσπαθούν να διασφαλίσουν το χαρτοφυλάκιο τους, και οι εταιρείες προβαίνουν σε περικοπές εξόδων με σκοπό την οικονομική τους ενίσχυση. Με την εμφάνιση κάθε πολιτικής αβεβαιότητας έγκειται άμεσα ο κίνδυνος της οικονομικής κατάρρευσης αν όλες οι μονάδες φοβηθούν τις εξελίξεις. Με παρόμοιο τρόπο βρέθηκε εκτεθειμένη η παγκόσμια αγορά τα χρόνια πριν το 2008, που οδήγησαν στην οικονομική κρίση που ξεκίνησε στις ΗΠΑ. Το κλίμα της οικονομικής ανάπτυξης και της αύξησης των δημοσιονομικών πολιτικών, έδωσε στην αγορά μεγάλα ποσά δανεισμού, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για το αμερικανικό όνειρο, στην στεγαστική αγορά. Μετά την κατάρρευσή της λόγω αθέτησης πληρωμών, ο γενικευμένος πανικός της αγοράς προκάλεσε οικονομική κρίση στις ΗΠΑ, η οποία κρίση επεκτάθηκε μάλιστα

επεκτάθηκε σε παγκόσμιο επίπεδο. Παρά τις προσπάθειες των ειδικών για τον περιορισμό της ζημιάς, εκείνη ήταν πλέον εκτεταμένη.

## 2.4 Πολιτικά Σχήματα και Οικονομική Ανάπτυξη

Δείχνουν όμως οι αγορές και τα σύγχρονα χρηματοπιστωτικά συστήματα, κάποια έννοια απέναντι σε κάποιο πολίτευμα; Άραγε οι δημοκρατικοί θεσμοί είναι επιβλαβείς ή ευνοούν την ανάπτυξη; Σε μια δημοκρατία, που ορίζεται ως πολιτικό σύστημα με ελεύθερες ανταγωνιστικές εκλογές με τουλάχιστον δύο ανταγωνιζόμενους οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής τόσο σε οικονομικό επίπεδο όσο και γενικότερα υπόκεινται στις πιέσεις των ομάδων συμφερόντων σχετικά με κάποιες αλλαγές. Κάθε απόφαση στον πολιτικό κόσμο, αδυνατεί να είναι θετική για όλους. Αυτή άλλωστε είναι η έννοια και των συμφερόντων. Ταυτόχρονα, στα δυτικά κράτη όπου η κυβέρνηση ενός κράτους δεν μπορεί να παραμένει η ίδια βάσει νόμου, πολλές φορές υπερισχύουν κοντόφθαλμες ευκαιριακές πολιτικές για να αυξηθούν οι πιθανότητες επανεκλογής, παρά πολιτικές που ενισχύουν τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Τα απολυταρχικά καθεστώτα μπορεί μερικώς να είναι λιγότερο ευαίσθητα σε αυτά προβλήματα. Όχι όμως πάντα. Πρώτα απ' όλα, οι δικτάτορες μπορεί και εκείνοι να φερθούν ευκαιριακά εάν απειλείται η επιβίωσή τους στο αξίωμα. Δεύτερον, τα αυταρχικά καθεστώτα δεν εμφανίζουν ομοιογένεια και παρουσιάζουν και αυτά κατηγορίες: περιλαμβάνουν τεχνοκρατικούς δικτάτορες, οι οποίοι περιορίζουν τις ελευθερίες αλλά αξιοποιούν την επιστημονική κοινότητα και τους κλεπτοκράτες δικτάτορες, όπως αναφέρεται σε έρευνες. (Alesina, Londregan and Rosenthal, 1993) Ενώ η φαινομενική σύνδεση της υψηλής οικονομικής ανάπτυξης με αυταρχικά καθεστώτα προτείνεται από το εμπειρία πολλών αυταρχικών τεχνοκρατικών καθεστώτων (όπως αυτά στην Κορέα, την Ταϊβάν, Ινδονησία, Τουρκία, Χιλή και ούτω καθεξής), είναι επίσης προφανές ότι για κάθε τεχνοκρατικό και «σοβαρό» δικτάτορα, μπορεί κανείς να παρατηρήσει τουλάχιστον τα διπλά κλεπτοκρατικά ή ανίκανα αυταρχικά καθεστώτα των οποίων η καθοδήγηση οδήγησε στη συστηματική οικονομική κακοδιαχείριση και οικονομική κατάρρευση των χωρών τους. Μπορούμε λοιπόν να καταλήξουμε τόσο σε θεωρητικούς όσο και σε εμπειρικούς λόγους οι οποίοι στηρίζουν πως δεν υπάρχει προφανής σχέση μεταξύ δημοκρατίας και ανάπτυξης. Αυτή η παρατήρηση δικαιολογεί τη συμπερίληψή μας τόσο των δημοκρατιών όσο και των δικτατοριών στο ίδιο δείγμα. Σε κάθε περίπτωση, θα δοκιμάσουμε τη συστηματική διαφορά στα αποτελέσματά μας μεταξύ των δύο ομάδων.

## Επίλογος 1<sup>ο</sup> Κεφαλαίου

Με το κλείσιμο του πρώτου κεφαλαίου ολοκληρώνουμε την θεωρητική και μερικώς βιβλιογραφική έρευνα της εργασίας μας. Στο σημείο αυτό, ο αναγνώστης, οφείλει να αναγνωρίζει βασικές έννοιες όπως του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την σχέση του με τις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και το τι ορίζουμε ως πολιτική αβεβαιότητα και αστάθεια. Εξετάσαμε τις επιμέρους σχέσεις των ανωτέρω, ενώ μελετήθηκε περαιτέρω και η υπόθεση συσχέτισης πολιτικού σχήματος με τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Με αυτό τον τρόπο παραθέσαμε αναγκαία στοιχεία για την μελέτη επιμέρους θεμάτων και μελετών περίπτωσης οι οποίες αισίως θα καταλήξουν σε χρήσιμα συμπεράσματα. Με επιφύλαξη πάντα, λόγω της πολυπλοκότητας της πολιτικής μελέτης, στο επόμενο κεφάλαιο θα μελετήσουμε την σχέση πολιτικής αβεβαιότητας και χρηματοπιστωτικών αγορών στην πρόσφατη ιστορία. Θα αναλύσουμε σε πρώτο βαθμό την μεθοδολογία του επόμενου κεφαλαίου, καθώς και τα εργαλεία που θα χρησιμοποιήσουμε για τις παρακάτω μελέτες. Έπειτα θα ασχοληθούμε με την νομισματική κρίση στις χρηματοπιστωτικές αγορές της Τουρκίας, καθώς και με τις συνέπειες του trade war μεταξύ των χωρών ΗΠΑ και Κίνας.

## Μέρος Β Μελέτη Περιπτώσεων

Όπως προαναγγείλαμε στην παράγραφο μεθοδολογία, στο δεύτερο μέρος της εργασίας μας, θα εξεταστούν κάποιες μελέτες περίπτωσης από το σύγχρονο οικονομικό γίγνεσθαι. Με την χρήση του δείκτη EPU (Economic Policy Uncertainty Index), θα εντοπίσουμε ραγδαίες αυξήσεις του δείκτη, και στην συνέχεια θα προσπαθήσουμε, όσο το δυνατόν καλύτερα, να συνδέσουμε την αύξηση αυτή με πολιτικά γεγονότα τα οποία αύξησαν τον δείκτη. Έπειτα από την σύνδεση αυτή, θα αναζητηθούν οι συνέπειες των πολιτικών γεγονότων και της αβεβαιότητας, στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και ειδικότερα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Μάλιστα, χάρη στον διαχωρισμό των αγορών, όπως αυτός έγινε στο πρώτο κεφάλαιο, θα είναι σαφώς ευκολότερη η κατηγοριοποίηση, των θετικών εξελίξεων σε ορισμένους κλάδους και προϊόντα όπως και οι αρνητικές εξελίξεις στους αντίστοιχους πληγέντες κλάδους. Στον απόηχο αυτών των μελετών περίπτωσης, θα γίνεται προσπάθεια εξαγωγής συμπερασμάτων για την καλύτερη κατανόηση του φαινομένου γενικότερα. Πριν ξεκινήσουμε όμως με τις

μελέτες περίπτωσης, αναγκαία κρίνεται η εξήγηση του τρόπου λειτουργίας του δείκτη αβεβαιότητας EPU.

## **Μελετώντας τον δείκτη οικονομικής αβεβαιότητας EPU (Economic Policy Uncertainty Index)**

Για την μελέτη της εργασίας, χρησιμοποιήσαμε τον επίσημο δείκτη του Economic Policy Uncertainty Index. Όλες οι πληροφορίες προήλθαν από την επίσημη ιστοσελίδα τους, και από τον οδηγό τους στον οποίο εξηγούν την χρήση του δείκτη.

### **Τι γνωρίζουμε για τον δείκτη EPU;**

Ο δείκτης EPU μετράει την οικονομική αβεβαιότητα που σχετίζεται με τον πολιτικό ρίσκο και αποτελείται από τρία βασικά στοιχεία. Το πρώτο στοιχείο ποσοτικοποιεί τον βαθμό ειδησεογραφικής κάλυψης της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας. Πρακτικά, το στοιχείο αυτό είναι ένας δείκτης που καταγράφει τον όγκο των ειδησεογραφικών άρθρων που πραγματεύονται το παραπάνω ζήτημα σε δέκα κορυφαία αμερικάνικα περιοδικά. Το δεύτερο στοιχείο, αντλεί δελτία πληροφόρησης από το Congressional Budget Office (CBO) το οποίο μεταξύ άλλων συλλέγει σε συγκεντρωτικές λίστες τις προσωρινές ομοσπονδιακές φορολογικές διατάξεις. Ειδικότερα, για τις ανάγκες κατασκευής του EPU δείκτη, οι ερευνητές σε ετήσια βάση καταγράφουν και εκφράζουν σε χρηματική αξία τον αριθμό των φορολογικών διατάξεων που πρόκειται να λήξουν μέσα στην επόμενη δεκαετία. Κατά αυτόν τον τρόπο παρέχεται μια μέτρηση του επιπέδου της πολιτικής αστάθειας που σχετίζεται με την μελλοντική πορεία που θα ακολουθήσουν οι φορολογικές διατάξεις. Τέλος, το τρίτο βασικό στοιχείο αξιοποιεί την Federal Reserve Bank of Philadelphia's Survey of Professional Forecasters από όπου και αντλούνται οι διαφορετικές μετρήσεις των ερευνητών της τράπεζας αναφορικά με τα μελλοντικά επίπεδα ορισμένων μεγεθών (Consumer Price Index, το Federal Expenditures, Local Expenditures κτλ). Έτσι, χάρη στη διασπορά των μετρήσεων δίνεται η δυνατότητα να δημιουργηθούν δείκτες αβεβαιότητας για μακροπρόθεσμες και πολιτικής φύσης μεταβλητές. Γενικότερα, η πορεία του δείκτη οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας φανερώνει ότι τα σημερινά επίπεδα πολιτικής αβεβαιότητας είναι σημαντικά υψηλότερα από τα αντίστοιχα επίπεδα των προηγούμενων ετών. Μάλιστα, από το 2008 η πολιτική αβεβαιότητα κατά μέσο όρο έχει διπλασιαστεί σε σχέση με τις τιμές που παρατηρήθηκαν τα προηγούμενα 23 χρόνια. Επιπρόσθετα, έχει αποδειχθεί η ύπαρξη μιας εξαιρετικά δυναμικής σχέσης μεταξύ του δείκτη EPU και άλλων

πραγματικών μακροοικονομικών μεταβλητών. Έχει παρατηρηθεί ότι η αύξηση της πολιτικής αβεβαιότητας όπως αυτή μετρείται από τον δείκτη EPU προμηνύει μια μείωση στην οικονομική ανάπτυξη και στην απασχόληση τους μήνες που την διαδέχονται. Μάλιστα, σημαντικές επιδράσεις έχουν παρατηρηθεί και στον δείκτη S&P 500 όπου ημερήσιες μεταβολές της τάξης του 2,5% ή και μεγαλύτερες προκαλούνται από πολιτικής φύσεως γεγονότα.

### **Υπολογίζοντας το EPU**

Οι EPU δείκτες που κατασκευάζονται βασίζονται στη συχνότητα ειδησεογραφικής κάλυψης της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας. Ειδικότερα, τα μέτρα αυτά αποσκοπούν στην καταγραφή της αβεβαιότητας που σχετίζεται με θέματα όπως το «τι είδους πολιτικές αποφάσεις θα παρθούν και πότε», το «ποιος θα λάβει τις πολιτικές αποφάσεις» κτλ. Ειδικότερα, οι EPU δείκτες «συλλαμβάνουν» τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα ζητήματα και κατά τρόπο που αυτά παρουσιάζονται στην ειδησεογραφία. Επιπρόσθετα, οι ερευνητές αφού μέτρησαν την αβεβαιότητα στις Η.Π.Α από το 1985 και μετά την κατασκευή ημερήσιων και μηνιαίων EPU δεικτών προχώρησαν στην δημιουργία αντίστοιχων μέτρων για συγκεκριμένες κατηγορίες πολιτικών αποφάσεων, για άλλες χώρες καθώς και στην δημιουργία ιστορικών δεικτών για τις Η.Π.Α και το Ηνωμένο Βασίλειο.

### **Δείκτης EPU για τις Η.Π.Α από το 1985 και μετά**

Οι σύγχρονοι μηνιαίοι δείκτες οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας για τις Η.Π.Α, όπως έχει αναφερθεί, στηρίζονται στις πληροφορίες που παρέχουν δέκα ηγετικές εφημερίδες (USA Today, Miami Herald, Chicago Tribune, Washington Post, Los Angeles Times, Boston Globe, San Francisco Chronicle, Dallas Morning News, New York Times και Wall street Journal). Πιο συγκεκριμένα, οι ερευνητές μελετούν τα ψηφιακά αρχεία της κάθε εφημερίδας από το 1985 και μετά ώστε να εντοπίσουν τον μηνιαίο αριθμό άρθρων που σχετίζονται με το θέμα της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας. Για να είναι λοιπόν ένα άρθρο σχετικό, είναι απαραίτητο να περιλαμβάνει στοιχεία από το παρακάτω τρίπτυχο λέξεων-φράσεων: «uncertainty» ή «uncertain», «economic» ή «economy» και έναν από τους πολιτικούς όρους «Congress» ή «deficit» ή «Federal Reserve» ή «legislation» ή «regulation» ή «white house». Με άλλα λόγια, για να καταμετρηθεί ένα άρθρο πρέπει να συμπεριλαμβάνει έννοιες και από τις τρεις πτυχές.

Για την δημιουργία των ημερήσιων δεικτών, οι ερευνητές χρησιμοποίησαν το Newsbank news aggregator που καλύπτει πάνω από χίλιες πεντακόσιες εφημερίδες. Μάλιστα, όπως έχει υπολογιστεί, ο ημερήσιος δείκτης συσχετίζεται στο 0,85 με τον μηνιαίο γεγονός που καταδεικνύει έναν σημαντικό βαθμό ομοιότητας. Ωστόσο, ο τρόπος λειτουργίας του Newsbank επιφέρει συχνή μεταβολή του αριθμού εφημερίδων και κατά επέκταση των άρθρων που διαθέτει με αποτέλεσμα να αλλοιώνεται μακροπρόθεσμα η συμπεριφορά-εγκυρότητα του ημερήσιου δείκτη. Έτσι λοιπόν, λαμβάνοντας υπόψη αυτή την αδυναμία, οι ερευνητές έκριναν καλύτερη την χρήση του μηνιαίου δείκτη δίχως όμως αυτό να μειώνει την αξία του ημερήσιου ως μια «υψηλής συχνότητας εναλλακτική».

### **Δημιουργία υπόλοιπων κατηγοριών δεικτών**

Για να κατασκευαστούν οι δείκτες αβεβαιότητας που αναφέρονται σε διαφορετικά είδη πολιτικών αποφάσεων οι ερευνητές, πέραν από το υπάρχον τρίπτυχο εννοιών, συμπεριέλαβαν επιπλέον κριτήρια. Συγκεκριμένα, ορισμένα νέα γλωσσικά «κλειδιά» είναι το «the Fed», το «central bank», το «interest rate», το «inflation» κτλ. Μάλιστα, για την συγκεκριμένη κατηγοριοποίηση, για ακόμα μια φορά, αξιοποιήθηκε το Newsbank από όπου και αντλήθηκαν τα ανάλογα άρθρα. Ο λόγος που δεν υπήρξε μια καθορισμένη λίστα εφημερίδων όπως συμβαίνει στους μηνιαίους δείκτες είναι ότι η παραπάνω βάση διαθέτει τόσο πυκνό όγκο πληροφοριών που καθίσταται εφικτή η κατηγοριοποίηση των δεικτών οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας χρονικά αλλά και με βάση το είδος των πολιτικών αποφάσεων.

Οι EPU δείκτες για τις διάφορες χώρες δημιουργούνται με τρόπο παρόμοιο με αυτόν που κατασκευάζονται οι μηνιαίοι αμερικάνικοι δείκτες. Οι μόνες διαφορές είναι ότι αλλάζει η πηγή άντλησης των άρθρων δηλαδή πλέον για κάθε χώρα αξιοποιείται ένας διαφορετικός αριθμός εγχώριων εφημερίδων, τα γλωσσικά κριτήρια δηλαδή οι έννοιες που θα πρέπει να συμπεριλαμβάνονται σε κάθε άρθρο δέχονται τροποποιήσεις και φυσικά η αξιολόγηση τους γίνεται από ντόπιους μελετητές.

### **Αξιολόγηση του δείκτη EPU**

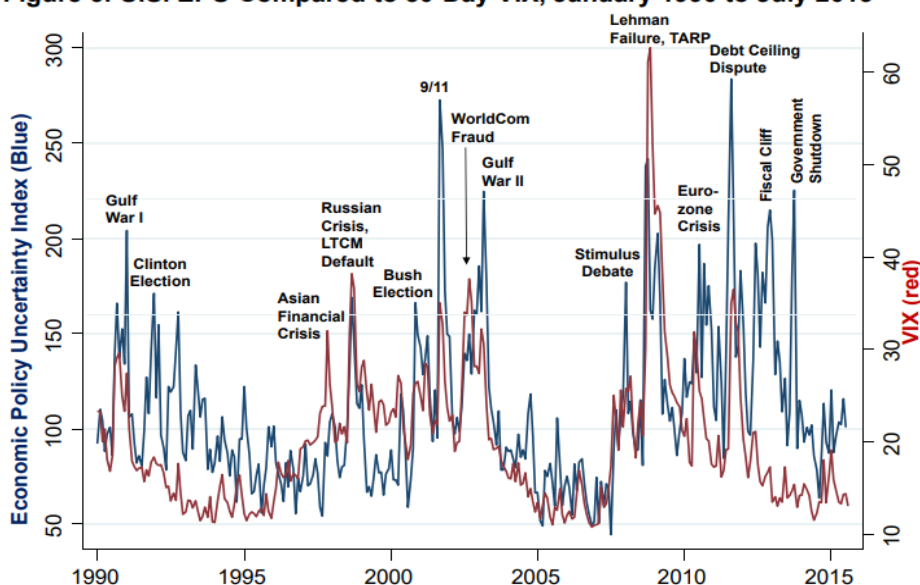
Ένας από τους τρόπους αξιολόγησης της εγκυρότητας του δείκτη οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας είναι μέσω της σύγκρισής του με άλλα μέτρα αβεβαιότητας. Το



ιδανικότερο μέτρο σύγκρισης ίσως είναι ο δείκτης VIX που υπολογίζει την τεκμαρτή μεταβλητότητα των μετοχών του δείκτη S&P 500 σε περίοδο 30 ημερών και που είναι διαθέσιμος από το 1990. Όπως παρατηρείται και στο διάγραμμα του Economic Policy Uncertainty Index οι δείκτες VIX και EPU ακολουθούν αρκετές φορές την ίδια πορεία δίχως βέβαια αυτό να σημαίνει ότι δεν παρουσιάζουν και ξεκάθαρες διαφορές. Ενδεικτικά, ο δείκτης VIX είναι περισσότερος ευαίσθητος σε γεγονότα όπως η Ασιατική Κρίση (Asian Financial Crisis), η Απάτη της WorldCom (WorldCom Fraud) και η κατάρρευση της Lehman Brothers δηλαδή, σε γεγονότα βαθιά συνδεδεμένα με τα οικονομικά και το Χρηματιστήριο. Από την άλλη, ο δείκτης EPU αντιδρά εντονότερα σε γεγονότα όπως ο Πόλεμος του Κόλπου (Gulf War), η εκλογή του Προέδρου των Η.Π.Α και οι πολιτικές μάχες στην Αμερική για ζητήματα προϋπολογισμού και φορολογίας. Με άλλα λόγια, ο δείκτης EPU είναι ευαίσθητος σε πολιτικά γεγονότα που όμως επηρεάζουν την μεταβλητότητα της αγοράς μετοχών.

Βέβαια, πέρα από αυτές τις διαφορές, οι δυο δείκτες διαφέρουν και σε ζητήματα ουσίας. Ο δείκτης VIX αντικατοπτρίζει την τεκμαρτή μεταβλητότητα σε μια περίοδο ενός μήνα ενώ, ο δείκτης EPU δεν περιλαμβάνει κάποιο ορισμένο χρονικό διάστημα. Επίσης, ο VIX άπτεται της αβεβαιότητας των αποδόσεων των κεφαλαίων και ο EPU αφορά την γενικότερη πολιτική αβεβαιότητα. Τέλος, μια ακόμα πολύ σημαντική διαφορά είναι ότι ο VIX εφαρμόζεται αποκλειστικά στις εισηγμένες εταιρίες πράγμα που σημαίνει ότι καλύπτει μόνο το 1/3 του ιδιωτικού τομέα.

**Figure 6: U.S. EPU Compared to 30-Day VIX, January 1990 to July 2015**



Notes: The figure shows the U.S. EPU Index from Figure 1 and the monthly average of daily values for the 30-day VIX.



# 1<sup>η</sup> Μελέτη Περίπτωσης: Η Τουρκική Νομισματική Κρίση

## Εισαγωγή

Στην παρακάτω μελέτη περίπτωσης παρουσιάζονται μερικά νέα εμπειρικά ευρήματα που στοχεύουν στην κατανόηση της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας στην Τουρκία μέσω της δημιουργίας ορισμένων EPU δεικτών. Οι νέοι δείκτες που κατασκευάστηκαν συνδέονται με το αντικείμενο της ειδησεογραφίας και ειδικότερα βασίζονται στη συχνότητα εμφάνισης ειδησεογραφικών άρθρων που περιέχουν έννοιες σχετικές με το ζήτημα της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας. Επίσης, για τον σκοπό της έρευνας, δημιουργήθηκαν δύο επιπλέον δείκτες που βασίζονται σε μελέτες αναφορικά με την μελλοντική εξέλιξη των τιμών των επιτοκίων. Οι δύο αυτές κατηγορίες μέτρων σε συνδυασμό με την χρήση αυτοπαλινδρομικών διανυσματικών μοντέλων (vector autoregression models) οδήγησαν τους ερευνητές στο συμπέρασμα ότι το EPU είναι ευμετάβλητο και σε υψηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια περιόδων που εφαρμόζονται ασυνήθιστες νομισματικές πολιτικές. Επιπλέον, με περαιτέρω έρευνα, οι ερευνητές κατανόησαν ότι τα σοκ νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας επηρεάζουν αρνητικά την γενικότερη οικονομική δραστηριότητα στην Τουρκία.

Ιστορικά, το ζήτημα της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας και ιδιαίτερα των επιδράσεών της στην οικονομία έχει γίνει αντικείμενο εκτεταμένης συζήτησης την τελευταία δεκαετία. Αφορμή αποτέλεσε η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2009 καθώς και ο ρόλος που διαδραμάτισαν οι Η.Π.Α και η Ευρωπαϊκή Ένωση με την αδυναμία τους στην χάραξη ξεκάθαρης νομισματικής πολιτικής στην περίοδο αργής ανάκαμψης που ακολούθησε. Πλέον, οι Κεντρικές Τράπεζες των δύο χωρών προσπαθούν να διαχειριστούν την αβεβαιότητα της νομισματικής πολιτικής μέσω διαρκούς παρακολούθησης και μέσα από μια σειρά οδηγιών που στηρίζονται στην αρχή της διαφάνειας.

Όπως είναι γνωστό, η διαφάνεια αποτελεί βασικό στόχο της κεντρικής τραπεζικής. Η ύπαρξη διαφάνειας βοηθάει τους πολίτες να κατανοήσουν καλύτερα την πορεία της εκάστοτε νομισματικής πολιτικής αλλά επίσης παρέχει την δυνατότητα στο κοινό να διαμορφώσει ακριβείς προσδοκίες για τις μελλοντικές τιμές των επιτοκίων. Μάλιστα, η απόκτηση τέτοιου είδους γνώσης από τους πολίτες αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για να χαρακτηριστεί η οποιαδήποτε νομισματική πολιτική φερέγγυα και αποτελεσματική ενάντια στην αβεβαιότητα. Βέβαια, ο περιορισμός της νομισματικής πολιτικής

αβεβαιότητας μπορεί να επιδράσει θετικά στις αγορές καθώς από την σκοπιά της χρηματοοικονομικής επιστήμης το χρηματοοικονομικό κόστος γίνεται περισσότερο προβλέψιμο ενώ ορισμένοι οικονομικοί παράγοντες όπως οι επενδύσεις και η κατανάλωση ενισχύονται. Αντιθέτως, όταν η αβεβαιότητα είναι υψηλή, η αντίληψη του ρίσκου μεγαλώνει και έτσι ο βαθμός των επενδύσεων, της καταναλωτικής δαπάνης και των προσλήψεων ακολουθεί μια πιο συντηρητική πορεία. Δυστυχώς η πορεία της Τουρκικής Δημοκρατίας, ήταν καθοδική τα τελευταία χρόνια μειώνοντας τον βαθμό διαφάνειας στην χώρα και υποδαυλίζοντας δημοκρατικούς θεσμούς, εμφανίζοντας μεγάλη επιδείνωση μετά το αποτυχημένο πραξικόπημα του 2016.

### **Βιβλιογραφική Ανασκόπηση**

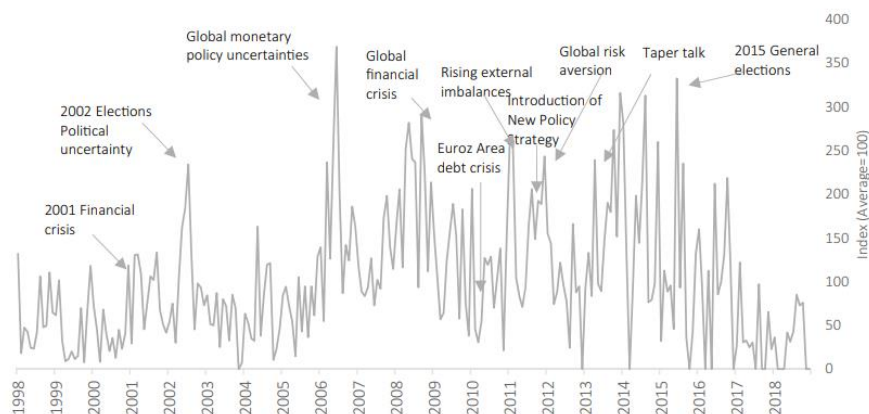
Η υπάρχουσα βιβλιογραφία αναγνωρίζει έναν αριθμό αγοραίων (market based) δεικτών που αποσκοπούν στην μέτρηση της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας στην Τουρκία. Μεταξύ άλλων, οι δείκτες αυτοί περιλαμβάνουν την μεταβλητότητα των ομολογιακών αποδόσεων (volatility of bond yields) και την εφαρμοσμένη μεταβλητότητα των επιλογών συναλλαγματικής ισοτιμίας (implied volatility of exchange rate options). Από την άλλη, η εμπειρική βιβλιογραφία συχνά εξετάζει την νομισματική πολιτική αβεβαιότητα με αναφορές στον νομισματικό μηχανισμό μετάδοσης (monetary transmission mechanism). Μάλιστα, σύμφωνα με τον Aktas et al (2009), το χάσμα που δημιουργείται ανάμεσα στα προσδοκώμενα και απροσδόκητα μέρη των νομισματικών πολιτικών της Κεντρικής Τράπεζας της Τουρκίας (Central Bank of the Republic of Turkey) και που μπορεί να χαρακτηριστεί ως μια «πολιτική έκπληξη» καθορίζει σημαντικά τις αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων ενώ, τέτοιου είδους «πολιτικές εκπλήξεις» δεν σημειώνουν σημαντικές αλλαγές στις αποδόσεις των μετοχικών κεφαλαίων. Παρόμοια επίδραση δέχεται και η συναλλαγματική ισοτιμία καθώς οι τυχόν μεταβολές τους μπορεί να δικαιολογηθούν σε μικρό βαθμό από την ύπαρξη «πολιτικών εκπλήξεων». Έτσι λοιπόν, στην θέση των αγοραίων μέτρων, (Demiralp and Yilmaz, 2010) επιλέγεται η χρησιμοποίηση ερευνητικών δεδομένων από την CBRT και από τα περιοδικά Reuters και Bloomberg στην προσπάθειά να εντοπίσουν «νομισματικές πολιτικές εκπλήξεις». Μάλιστα, όπως θα αναλυθεί και στη συνέχεια, μια παρόμοια φιλοσοφία ακολούθησαν και οι συντάκτες της συγκεκριμένης μελέτης. (Demiralp and Yilmaz, 2010)

## Μέτρηση της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας στην Τουρκία

Για την μέτρηση της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας στην Τουρκία κρίθηκε σκόπιμη η κατασκευή δεικτών σύμφωνα με την προσέγγιση των Baker, Bloom και Davis (2016). Με αυτήν την κατεύθυνση, χρησιμοποιήθηκαν τα γραπτά αρχεία 7 τούρκικων εφημερίδων (Cumhuriyet, Dunya, Hurriyet, Milliyet, Sabah, Turkiye και Yeni Safak) που διαθέτουν υψηλή καθημερινή ροή από τον Ιανουάριο του 1988. Επιπλέον, αξιοποιήθηκαν τα ψηφιακά αρχεία των εφημερίδων της Μεγάλης Εθνοσυνέλευσης της Τουρκίας (Grand National Assembly of Turkey) για την περίοδο 1998-2014 όπως και τα ψηφιακά αρχεία του Interpress από τον Ιανουάριο του 2015.

Στην πρώτη φάση κατασκευής των δεικτών υπολογίζεται ο μηνιαίος αριθμός άρθρων που περιέχουν τουλάχιστον έναν όρο από τις παρακάτω 3 κατηγορίες (i) «αβεβαιότητα» ή «αβέβαιο», (ii) «Κεντρική Τράπεζα της Δημοκρατίας της Τουρκίας» ή «ΚΤΔΤ», (iii) «νομισματική πολιτική» ή «τιμή επιτοκίων» ή «ρευστότητα» ή «αναγκαίο αποθεματικό» ή «σταθερότητα τιμών» ή «δολάριο Η.Π.Α.». Σε αυτό το πλαίσιο, ερευνούνται και οι γραμματικές παραλλαγές αυτών των λέξεων. Στη συνέχεια, για κάθε εφημερίδα, σταθμίζεται ο απόλυτος αριθμός των άρθρων που σχετίζονται με ζήτημα της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας με τον συνολικό αριθμό των οικονομικών άρθρων καθώς ο αριθμός αυτός διαφέρει κάθε μήνα και ανά εφημερίδα. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ως οικονομικό άρθρο νοείται οποιοδήποτε άρθρο που περιέχει λέξεις που ξεκινάνε με το «econ» (όπως για παράδειγμα οι λέξεις «economy» και «economic»).

Το διάγραμμα παρουσιάζει τον δείκτη νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας που κατασκευάστηκε για την Τουρκία. Όπως μπορεί να παρατηρηθεί, μια αύξηση του δείκτη συνεπάγεται με αύξηση της υπό διερεύνηση μεταβλητότητας και όλες οι κορυφές του διαγράμματος είναι συνήθως συνδεδεμένες με αναγνωρίσιμα πολιτικά και οικονομικά γεγονότα τόσο σε εγχώριο όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Ωστόσο, για την καλύτερη ερμηνεία της πορείας του δείκτη κρίνεται απαραίτητη η κατανόηση του πλαισίου της νομισματικής πολιτικής της Τουρκίας στις τελευταίες 2 δεκαετίες.



**Figure 1.** The News-based MPU Index For Turkey. Source: Authors' own calculations. Note: MPU stands for Monetary Policy Uncertainty.

Έτσι, στη συνέχεια, δίνεται μια περιεκτική περιγραφή ορισμένων υπό περιόδων των οποίων τα χαρακτηριστικά ξεχώρισαν από των υπολοίπων μέσα από την σκοπιά της πολιτικής αβεβαιότητας ενώ ταυτόχρονα παρουσιάζονται τα πολιτικά και οικονομικά επεισόδια που προκάλεσαν την ανεβασμένη αβεβαιότητα στις ιδιαίτερες αυτές περιόδους.

Ξεκινώντας λοιπόν, η οικονομική κρίση του 2001 αποτέλεσε ένα σημείο καμπής για την Τουρκία και σηματοδότησε τον ερχομό αλλαγών στην οργανωτική δομή τόσο της νομισματικής πολιτικής που ακολουθούσε όσο και στις υπόλοιπες πτυχές της οικονομίας. Ειδικότερα, πριν το 2001 η Τουρκία εφαρμόζε ένα πρόγραμμα νομισματικής σταθερότητας ελεγχόμενο από τον IMF (International Monetary Fund) το οποίο όμως δεν ήταν αρκετό να εμποδίσει την συσσώρευση κινδύνων στην οικονομία εξαιτίας της διαρκούς αύξησης του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού. Παράλληλα, ανησυχίες άρχισαν να εκφράζονται για την βιωσιμότητα του κρατικού χρέους ενώ η αδυναμία λήψης πολιτικών αποφάσεων ικανών να φέρουν ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις δυσχέρανε περισσότερο την πιθανότητα οικονομικής εξυγίανσης. Αποτέλεσμα, η αύξηση των τιμών των επιτοκίων, η αλλοίωση των τραπεζικών ισολογισμών και η αναπόφευκτη έτσι οικονομική κρίση που επέφερε με τη σειρά της την αντικατάσταση του συστήματος της ελεύθερης ισοτιμίας με το υπάρχον ελεύθερο.

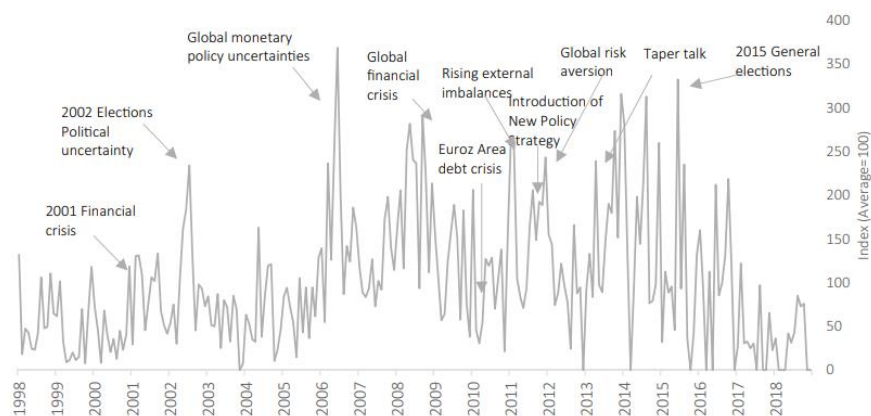
Όπως παρατηρείται, ο δείκτης νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας φανερώνει ότι η αβεβαιότητα κυμαινόταν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα πριν την οικονομική κρίση του 2001 ενώ, κορυφώθηκε στην αρχή της κρίσης και συνέχισε να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα σε όλη τη διάρκεια της χρονιάς.

Το 2002, η τουρκική κυβέρνηση ανακοίνωσε την εφαρμογή ενός προγράμματος που αποσκοπούσε στην ενδυνάμωση της οικονομίας και οδηγούσε στην στήριξη της δημοσιονομικής πειθαρχίας, στην μείωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών και στην ενίσχυση της αντοχής του χρηματοοικονομικού συστήματος. Επιπρόσθετα, αναφορικά με την νομισματική πολιτική, η Κεντρική Τράπεζα της Τουρκίας, το 2002, γνωστοποίησε την επιθυμία της να υιοθετήσει ένα σύστημα στόχευσης πληθωρισμού (adopt inflation targeting). Ωστόσο, η αδυναμία διασφάλισης των απαραίτητων προϋποθέσεων για την μετάβαση σε ένα τέτοιο σύστημα ώθησε την Κεντρική Τράπεζα σε μια ενδιάμεση πολιτική δηλαδή στην καθιέρωση ενός πλαισίου «στόχευσης πληθωρισμού». Το νέο αυτό πλαίσιο, εφαρμόστηκε από το 2002 έως το 2005 και κατάφερε να περιορίσει τον πληθωρισμό σε χαμηλές τιμές για τα δεδομένα της Τουρκίας ενώ παράλληλα, συνοδεύτηκε από μια σειρά δράσεων για την εξάλειψη των παραγόντων που εμποδίζουν την αποτελεσματικότητα των νομισματικών πολιτικών. Γενικότερα, από την σκοπιά της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας, η τριετία 2002-2005 ήταν ιδιαίτερα σημαντική καθώς η αβεβαιότητα άγγιξε επίπεδα αντίστοιχα με αυτά πριν της κρίσης του 2001 και μοναδική εξαίρεση αποτέλεσε μια κορύφωση στις εκλογές του 2002.

Το 2006, η Τουρκία και η τουρκική λίρα δεχτήκαν ισχυρά χτυπήματα που προήλθαν από την αυξημένη πολιτική αβεβαιότητα που επικρατούσε τόσο σε εθνικό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Ειδικότερα, η αυστηρή νομισματική πολιτική που εφάρμοσαν οι κυριότερες Κεντρικές Τράπεζες και η υψηλή μεταβλητότητα που επικρατούσε στο σύνολο των αγορών επέφεραν συνδυάστηκα μεγάλες εκροές κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες και με την Τουρκία να μην αποτελεί εξαίρεση. Σε αυτό το πλαίσιο, ο MPU δείκτης άγγιξε ιστορικά υψηλά επίπεδα με αποτέλεσμα, να φανερωθεί η ύπαρξη σημαντικών εγχώριων κινδύνων. Μάλιστα, στον απόηχο αυτών των γεγονότων, η πολιτική αβεβαιότητα δεν επέστρεψε σε χαμηλά επίπεδα παρόλο που η κατάσταση σταδιακά άρχισε να ομαλοποιείται.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η σταδιακή αύξηση της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας καθώς πλησιάζει η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2009. Η κορύφωση του δείκτη MPU ανταποκρίνεται στο ξεκίνημα της κρίσης δηλαδή στην κατάρρευση της Lehman Brothers. Βέβαια, αν και ο αντίκτυπος της κρίσης έγινε αισθητός παγκοσμίως, δεν κατέχει την υψηλότερη θέση στην κλίμακα της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας στο δείγμα της έρευνας. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι οι αιτίες

τις κρίσεις του 2009 ανευρίσκονται στον ανεπτυγμένο κόσμο και όχι στην εγχώρια οικονομία της Τουρκίας. Δεύτερον, τα οικονομικά θεμέλια της Τουρκίας ήταν πολύ ισχυρότερα από ότι τα προηγούμενα χρόνια και το χρηματοοικονομικό σύστημα ήταν καλύτερα εξοπλισμένο. Οι αυστηροί κανονισμοί που εφαρμόστηκαν για την μείωση των τρωτών σημείων του συστήματος και η μετάλλαξη του τραπεζικού τομέα μετά την κρίση του 2001 οδήγησαν στην αύξηση της αντοχής απέναντι σε εξωτερικά χτυπήματα.



**Figure 1.** The News-based MPU Index For Turkey. Source: Authors' own calculations. Note: MPU stands for Monetary Policy Uncertainty.

Στον απόηχο της παγκόσμιας κρίσης, ενώ η νομισματική πολιτική αβεβαιότητα περιορίστηκε αρκετά, η μεταβλητότητά της αυξήθηκε. Οι παγκόσμιες συνθήκες ρευστότητας που διαμορφώθηκαν από τις πολιτικές των ηγετικών Κεντρικών Τραπεζών προκάλεσαν ένα νέο κύμα εισροών κεφαλαίων στην Τουρκία και στις υπόλοιπες αναδυόμενες αγορές. Ωστόσο, σε αυτό το κλίμα δεν άργησε η εμφάνιση ανησυχιών αναφορικά με τους πιθανούς κινδύνους που συνοδεύουν τις μεγάλες και ευμετάβλητες αυτές εισροές κεφαλαίων. Επιπλέον, το 2010, κρίσεις δημόσιου χρέους άρχισαν να ξεσπούν σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες και παράλληλα έντονοι προβληματισμοί «γεννήθηκαν» από την επανεμφάνιση ύφεσης στις Η.Π.Α. και στην Ευρωζώνη. Έτσι, η απόκλιση που παρατηρήθηκε μεταξύ της εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης σε συνδυασμό με τις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίων συνέβαλαν στην ενίσχυση των μακροοικονομικών ανισορροπιών και στην αύξηση της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας. Η εξωτερική κατάσταση αυτή σαφώς άσκησε ένα βαθμό αρνητικής επιρροής στην Τουρκία όσο και στο γενικότερο χρηματοπιστωτικό της σύστημα. Οι κρίσεις ανεπτυγμένων χωρών επηρέασαν την Τουρκία με τα αποτελέσματα να γίνονται εμφανή στο χρηματιστήριό της.

Οι Tiryaki HN και Tiryaki A. (2019) στην μελέτη που ακολουθεί, προσπάθησαν να διερευνήσουν τους βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους μακροοικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των τούρκικων μετοχών του δείκτη BIST100 κάτω από τη σκοπιά της εγχώριας και παγκόσμιας οικονομικής αβεβαιότητας. Σε αυτό το πλαίσιο, ορίστηκε και δημιουργήθηκε μια λίστα μεταβλητών που μεταξύ άλλων περιλαμβάνει το δείκτη EPU για της Η.Π.Α. Τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας είναι ότι σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα οι αποδόσεις των μετοχών του BIST100 επηρεάζονται θετικά από τις μεταβολές των δεικτών IPI (Industrial Production Index), RER (Real Effective Exchange Rate) και CPI (Consumer Price Index) ενώ οι μεταβολές των τιμών των επιτοκίων επιδρούν αρνητικά στις αποδόσεις. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, οι μελετητές μεταξύ άλλων παρατήρησαν ότι η κερδοφορία των μετοχών επηρεάζεται αρνητικά από τον δείκτη οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας των Η.Π.Α κάτι που αποτέλεσε ένα σπουδαίο εύρημα τις συγκεκριμένης μελέτης. (Tiryaki HN και Tiryaki A., 2019)

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει πληθώρα ερευνών που εξέτασαν το κατά πόσο η πολιτική αβεβαιότητα στις Ηνωμένες Πολιτείες επηρεάζει την αγορά μετοχών άλλων χωρών. Ορισμένες μελέτες έδειξαν ότι δεν υπάρχει ικανοποιητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη EPU και τις αποδόσεις των μετοχών διάφορων χωρών. Για παράδειγμα, ο Li . et al. (2016) υποστήριξε ότι δεν υπάρχει σημαντικός βαθμός αλληλεξάρτησης μεταξύ της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας στις Η.Π.Α. με τις αποδόσεις των μετοχών της Κίνας και της Ινδίας. Αντιθέτως, κάποιες έρευνες κατέληξαν στην ύπαρξη ισχυρής αρνητικής συσχέτισης μεταξύ του EPU και των αγορών μετοχών της Βραζιλίας, Ρωσίας και Ινδίας Sum (2012c,2013). Μάλιστα, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, ανάλογη κατεύθυνση ακολουθούν και οι Tiryaki HN και Tiryaki A. (2019).

Ειδικότερα, τα αρνητικά αποτελέσματα στις τουρκικές μετοχές πηγάζουν από τα λεγόμενα σοκ της προσφοράς και ζήτησης. Όταν η οικονομική πολιτική αβεβαιότητα αυξάνεται τότε οι αναπτυσσόμενες οικονομίες όπως η Τουρκία πλήττονται μέσω της μείωσης των εισροών κεφαλαίων καθώς ένα ανεβασμένο EPU περιορίζει την επιθυμία των επενδυτών να αναλάβουν ρίσκα. Κατά αυτό τον τρόπο, περιορίζεται σημαντικά ο συνολικός όγκος των ροών κεφαλαίων στις αντίστοιχες χώρες και κατά επέκταση «γεννούνται» έντονα προβλήματα.

Γίνεται λοιπόν αντιληπτό, ότι η οικονομική πολιτική αβεβαιότητα, επιφέρει ποικίλες επιδράσεις στις Χρηματοοικονομικές Αγορές. Για να γίνει μάλιστα περισσότερο κατανοητή αλλά και εμφανής η παρουσία αυτών των επιδράσεων αρκεί, η συνοπτική αναφορά σε μερικές από τις πολλές αντίστοιχες εμπειρικές μελέτες. Ενδεικτικά, όπως έχει ερευνηθεί, η ύπαρξη οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας, τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Τουρκία, επηρεάζει αρνητικά, τις αποδόσεις των μετοχών των τούρκικων τουριστικών εταιριών.

Ειδικότερα, έχει παρατηρηθεί, ότι μια αύξηση, της τάξης του 1% του δείκτη EPU στην Ευρώπη, οδηγεί, σε μείωση κατά 0,13% των αποδόσεων των μετοχών ,που διαμορφώνουν, τον τουριστικό δείκτη Borsa Instabul (Borsa Istanbul Tourism Index). Αναφορικά με την εγχώρια αβεβαιότητα δηλαδή, με τον δείκτη EPU στην Τουρκία, έχει παρατηρηθεί, ότι μια ποσοστιαία αύξηση της αβεβαιότητας επιφέρει, μια μείωση των αποδόσεων των μετοχών του δείκτη Borsa κατά 0,10%. Μάλιστα, στο ίδιο πλαίσιο, έχει υποστηριχθεί, ότι κατά κανόνα, οι διάφορες μακροοικονομικές μεταβλητές, δεν διαμορφώνουν σε σημαντικό βαθμό τις επιδόσεις του παραπάνω δείκτη. Βέβαια, μοναδική εξαίρεση φαίνεται να αποτελεί, ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης (consumer confidence index) ο οποίος, επηρεάζει θετικά τις αποδόσεις των μετοχών των τούρκικων τουριστικών επιχειρήσεων. (Demir and Ersan, 2019).

Στην ίδια κατεύθυνση, μια πιο πρόσφατη μελέτη, φανέρωσε, ότι, η αύξηση της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας σε παγκόσμιο επίπεδο, επηρεάζει περισσότερο τις εταιρίες του δείκτη Borsa και κατά επέκταση τις αποδόσεις των ανάλογων μετοχών, από ότι, η πολιτική αβεβαιότητα σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Ωστόσο, η συγκεκριμένη διαπίστωση, σε συνδυασμό με τα ευρήματα της παραπάνω μελέτης, καταδεικνύει, την ανάδειξη της Τουρκίας ως ένα παγκόσμιο τουριστικό κέντρο που ξεπερνάει τα σύνορα τόσο της εγχώριας όσο και της ευρωπαϊκής οικονομίας. (Aslan et al., 2020)

Στη συνέχεια και στα μέσα του 2011, η εικόνα της παγκόσμιας οικονομίας άλλαξε σημαντικά. Η περιορισμένη οικονομική ανάπτυξη που σημειώθηκε και η χειροτέρευση των κρίσεων δημοσίου χρέους στην Ευρώπη οδήγησαν στην ανεβασμένη αποστροφή για την ανάληψη κινδύνων με αποτέλεσμα να εντατικοποιηθεί η εκροή κεφαλαίων από την Τουρκία. Αντιμέτωπη με αυτή την κατάσταση, η τουρκική Κεντρική Τράπεζα μέσω της χρήσης εξειδικευμένων εργαλείων προσπάθησε να αντιμετωπίσει την ανεξέλεγκτη κίνηση κεφαλαίων. Μάλιστα, η συγκεκριμένη προσπάθεια συνέβαλε και στον



περιορισμό της αβεβαιότητας σε σχετικά χαμηλά επίπεδα μέχρι το επονομαζόμενο «taper talk».

Ο όρος «taper talk» αναφέρεται στην ανακοίνωση της επιθυμίας της Κεντρικής Τράπεζας των Η.Π.Α να περιορίσει από τον Μάιο του 2013 το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης που μέχρι τότε εφάρμοζε για την αντιμετώπιση των συνεπειών της παγκόσμιας κρίσης. Στο διάστημα που ακολούθησε την σταδιακή παύση του προγράμματος, η νομισματική πολιτική αβεβαιότητα αυξήθηκε σημαντικά σε παγκόσμιο επίπεδο και μάλιστα η ανοδική τάση διήρκησε για μια μεγάλη χρονική περίοδο. Στην Τουρκία, ο δείκτης MPU άγγιξε υψηλά επίπεδα καθώς επηρεάστηκε τόσο από την παγκόσμια πραγματικότητα όσο και από την ύπαρξη ορισμένων εγχώριων παραγόντων. Αρχικά, στο 2013, οι έντονες εσωτερικές αναταραχές που πυροδοτήθηκαν από δημόσιες διαδηλώσεις επέφεραν σημαντικά πλήγματα στις τιμές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στη συνέχεια, στο έτος 2015, η Τουρκία δέχτηκε τρομοκρατικά χτυπήματα σε μεγάλες πόλεις της και συγχρόνως οι εκλογές του ίδιου έτους προκάλεσαν πολυάριθμες γεωπολιτικές εντάσεις.

Το 2016, η Κεντρική Τράπεζα της Τουρκίας με μια σειρά δράσεων επιχείρησε να ορίσει ένα ξεκάθαρο πλαίσιο νομισματικής πολιτικής ώστε να πετύχει έτσι έναν επιθυμητό βαθμό κανονικότητας. Βέβαια, οι προσπάθειές της δεν καρποφόρησαν καθώς στα μέσα της χρονιάς έλαβε χώρα το αποτυχημένο πραξικόπημα που μάλιστα αύξησε ακόμα περισσότερο τα επίπεδα της αβεβαιότητας. Από το 2017 μέχρι και τα μέσα του 2018, ο δείκτης MPU βελτιώθηκε εξαιρετικά και άγγιξε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, τον Αύγουστο του 2018, η αβεβαιότητα κορυφώθηκε εξαιτίας της εμφάνισης μακροοικονομικών ανισορροπιών αλλά και εξαιτίας της γενικότερης μεταβλητότητας που παρατηρήθηκε στις αγορές. Επιπλέον, ο Αύγουστος του 2018 σηματοδότησε και μια περίοδο στην οποία η τουρκική λίρα υποτιμήθηκε σε μεγάλο βαθμό.

Συμπερασματικά, μέσα από την ερμηνεία του ανωτέρω γραφήματος αλλά και από την διερεύνηση των παραπάνω γεγονότων γίνεται κατανοητό ότι οι κορυφές του δείκτη νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας κατά κανόνα συνδέονται με εγχωρίους ή παγκόσμιους παράγοντες. Ωστόσο, ο βαθμός επίδρασης των παραγόντων που προέρχονται από το εσωτερικό της Τουρκίας επηρεάζουν τον δείκτη MPU σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι οι εξωτερικοί ή παγκόσμιοι παράγοντες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η έναρξη της κρίσης του 2009 και η κατάρρευση της Lehman

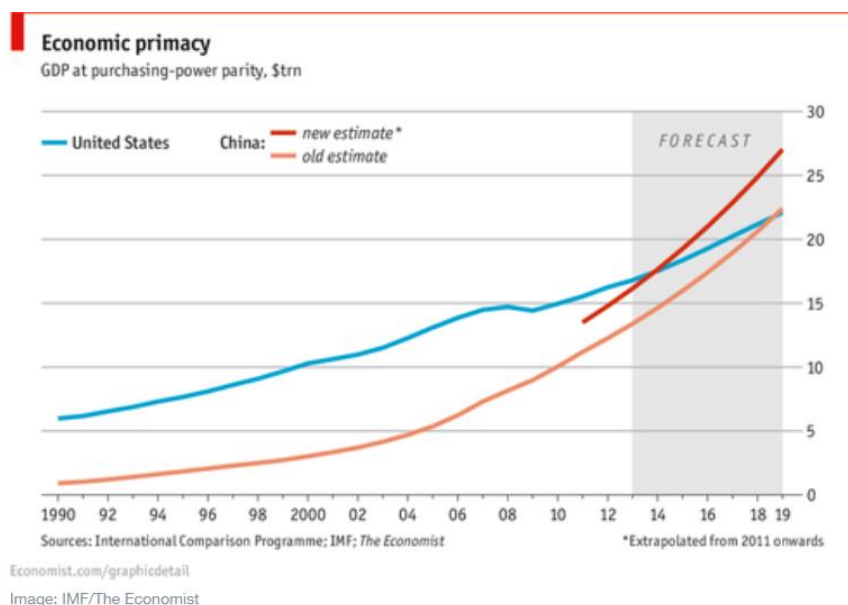
Brothers. Παρόλο που το γεγονός αυτό επηρέασε εξαιρετικά την αβεβαιότητα σε παγκόσμιο επίπεδο, δεν επέφερε την μεγαλύτερη τιμή του δείκτη νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας στην περίπτωση της Τουρκίας.

## **2<sup>η</sup> Μελέτη Περίπτωσης: Οι εμπορικοί πόλεμοι ΗΠΑ-Κίνας**

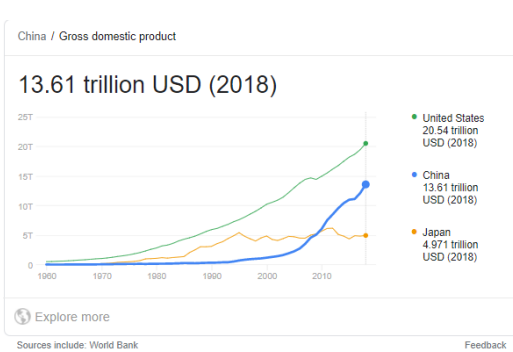
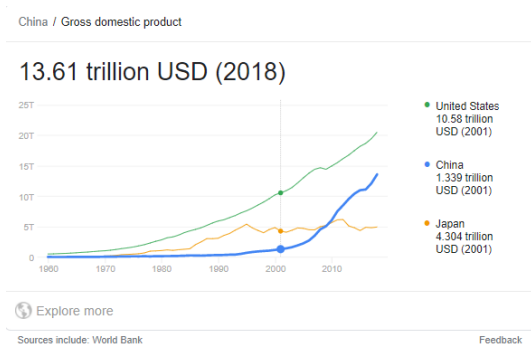
### **Το ιστορικό των δύο χωρών και οι βάσεις του νέου «ψυχρού» πόλεμου.**

Οι ΗΠΑ και η Κίνα αποτελούν τις δύο μεγαλύτερες οικονομίες του κόσμου. Με την είσοδο της Κίνας στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου το 2001, οι σχέσεις της Κίνας με την Δύση είδαν σημαντική βελτίωση. Την ίδια βελτίωση όμως βίωσε και η οικονομική ανάπτυξη στην Κίνα. Η ελεύθερη πρόσβαση της Κίνας στις Δυτικές αγορές των καταναλωτών με τα μεγάλα κατά κεφαλήν εισοδήματα συνεπαγόταν την δική της ανάπτυξη. Τα χαμηλά κόστη παραγωγής σε συνδυασμό με το χαμηλό κόστος εργατοώρας, συνεπαγόταν την παραγωγή προϊόντος σε ένα μόλις κλάσμα του κόστους. Για το προϊόν αυτό το χαμηλότερο κόστος παραγωγής, σημαίνει χαμηλότερες τιμές, και επομένως μεγαλύτερη ανταγωνιστικότητα του στις διεθνείς αγορές. Ταυτόχρονα το χαμηλό αυτό κόστος παραγωγής έτρεξαν να προλάβουν μεγάλες εταιρείες της Δύσης, μεταφέροντάς την διαδικασία παραγωγής τους στην Ανατολή και φέρνοντας μαζί τους πολύτιμη εμπειρία και τεχνογνωσία. Το επενδυτικό κλίμα όμως που αντιμετώπισαν εκεί, δεν χαρακτηριζόταν από την ίδια απελευθέρωση. Πολλές εταιρείες αναγκάστηκαν να δημιουργήσουν διεθνείς κοινοπρακτικές επιχειρήσεις, τα ονομαζόμενα international joint ventures όπως συναντώνται στην διεθνή βιβλιογραφία. Τα σχήματα αυτά, αν και επιτρέπουν την είσοδο των επιχειρήσεων σε ξένες και περιορισμένες αγορές, ταυτόχρονα συνοδεύονται από πληθώρα μειονεκτημάτων, όπως εξηγεί και ο Χατζηδημητρίου Ι. (2003). Η επιχείρηση σπανίως κατέχει τον έλεγχο, εκτός από περιπτώσεις μεγάλης μετοχικής πλειοψηφίας, φαινόμενο όμως που συναντάται σπάνια. Ως άμεση συνέπεια, η πολυεθνική εταιρεία που επενδύει στην ξένη χώρα δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει την κοινοπρακτική εταιρεία που ίδρυσε με σκοπό την επιδίωξη των δικών της στόχων. Πρόσθετα, πολιτιστικοί λόγοι, οδηγούν πολλά κοινοπρακτικά σχήματα σε διάλυση, λόγω αντικρουόμενων απόψεων. Παρόλα αυτά, για το διάστημα που η συνεργασία με τον τοπικό συνέταιρο προχωρούσε ομαλά, η πολυεθνική εταιρεία χρησιμοποιούσε την τεχνογνωσία και τεχνολογία της στην ξένη χώρα, μία τεχνολογία που αποκτούσε και ο τοπικός συνεργάτης. Σε πολλές περιπτώσεις, πολυεθνικές

εταιρείες, κινήθηκαν νομικά εναντίον των πρώην συνεργατών τους, εξαιτίας της χρήσης τεχνολογίας που απέκτησαν οι τελευταίοι μετά την συνεργασία τους με τις ξένες εταιρείες. Τα παραπάνω φαινόμενα αντιμετώπισαν μεγάλες αμερικανικές εταιρείες κατά την είσοδό τους στην περιορισμένη αγορά της Κίνας. (Χατζηδημητρίου, 2003) Αναφορά οφείλεται να γίνει και στη σύγκριση κατά κεφαλήν εισοδήματος του μέσου Αμερικανού με τον Κινέζο καταναλωτή, ο οποίος τα τελευταία χρόνια έχει δει ραγδαία αύξηση των εισοδημάτων του.



Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, που δημοσίευσε σε άρθρο του ο Economist, το 2001, πριν την είσοδο της Κίνας στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου, το κατά κεφαλήν Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν προσαρμοσμένο κατά την ισοτιμία αγοραστικής δύναμης (GDP per capita PPP) βρισκόταν περίπου κατά 2,5 φορές χαμηλότερα σε σύγκριση με το Αμερικανικό. Λίγα χρόνια και πολλές επενδύσεις αργότερα το χάσμα αυτό όχι απλά γεφυρώθηκε, αλλά πλέον τα πρωτεία κατέχει η Κίνα. Στο ίδιο μήκος κύματος κινείται και το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν όπου η Κίνα είδε μία τρομακτική αύξησή του μετά το 2001. Από το μόλις 1.3 δισεκατομμύρια δολάρια, το κινεζικό ΑΕΠ εκτοξεύθηκε στα 13,6 σε λιγότερο από μία εικοσαετία, επιτυγχάνοντας αύξηση της τάξης του 1300% και θέτοντας της στην δεύτερη θέση σε παγκόσμιο επίπεδο. Η μείωση της διαφοράς των δύο χωρών επιταχύνθηκε μάλιστα από την οικονομική κρίση που βίωσαν οι ΗΠΑ το 2008, όπου και παρατηρείται και μία πτώση του αμερικανικού ΑΕΠ.



Το casus belli όμως για τις ΗΠΑ, μπορεί εύκολα να εντοπιστεί στο εμπορικό ισοζύγιο των δύο χωρών. Το εμπορικό ισοζύγιο συναλλαγών είναι ένας ειδικός λογαριασμός όπου αποτυπώνεται η διαφορά μεταξύ των εξαγωγών μίας χώρας, προϊόντων που παράγει και στέλνει σε άλλες χώρες προς κατανάλωση και των εισαγωγών, προϊόντων ξένης προέλευσης που εισέρχονται για κατανάλωση στην χώρα. Για κάθε εισαγωγή η εξαγωγή, υπάρχει και μία αντίθετης κατεύθυνσης χρηματική ροή. Η κατάσταση λοιπόν του εμπορικού ισοζυγίου τα τελευταία χρόνια έχει επιβαρυνθεί για τις ΗΠΑ. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, τα κινεζικά προϊόντα με τα χαμηλά κόστη παραγωγής τους εισάγονταν ελεύθερα στις ΗΠΑ κλονίζοντας την ανταγωνιστικότητα των αμερικανικών προϊόντων. Τα υψηλά εισοδήματα των αμερικανών πολιτών καθιστούσαν προσβάσιμα τα κινεζικά προϊόντα στον μέσο καταναλωτή, ενώ πολλές φορές αυτά τα προϊόντα είχαν την τεχνογνωσία, την τεχνολογία και την φήμη αμερικανικών εταιρειών που παρήγαγαν στην Κίνα. Ταυτόχρονα, ο μέσος Κινέζος πολίτης, λόγω των χαμηλότερων εισοδημάτων του, της αυξημένης τιμής αμερικανικών προϊόντων και εν γένει της άγνοια της δυτικής αγοράς, δεν είχε πρόσβαση στα αντίστοιχα αμερικανικά προϊόντα, καθιστώντας τις αμερικανικές εξαγωγές προς την Κίνα πολύ χαμηλότερες. Η παραπάνω αρνητική σχέση για τις ΗΠΑ εμφανίζεται ξεκάθαρα στο εμπορικό ισοζύγιο των ΗΠΑ με την Κίνα.

**2018 : U.S. trade in goods with China**

NOTE: All figures are in millions of U.S. dollars on a nominal basis, not seasonally adjusted unless otherwise specified. Details may not equal totals due to rounding. Table reflects only those months for which there was trade.

Month	Exports	Imports	Balance
January 2018	9,910.2	45,749.9	-35,839.7
February 2018	9,741.8	39,003.6	-29,261.9
March 2018	12,653.2	38,295.1	-25,641.9
April 2018	10,510.5	38,269.4	-27,758.9
May 2018	10,396.6	43,938.7	-33,542.0
June 2018	10,858.3	44,571.2	-33,712.9
July 2018	10,156.5	47,087.6	-36,931.1
August 2018	9,280.9	47,817.5	-38,536.6
September 2018	9,732.4	49,988.1	-40,255.7
October 2018	9,187.5	52,170.1	-42,982.6
November 2018	8,650.9	46,445.7	-37,794.8
December 2018	9,210.5	45,906.3	-36,695.9
<b>TOTAL 2018</b>	<b>120,289.3</b>	<b>539,243.1</b>	<b>-418,953.9</b>

Για το έτος 2018 οι εξαγωγές των ΗΠΑ στην Κίνα ανήλθαν περίπου στα 120 δισεκατομμύρια δολάρια. Για το ίδιο διάστημα, η Κίνα εξήγαγε στην Αμερική προϊόντα και υπηρεσίες αξίας 539,25 δισεκατομμύρια δολάρια δημιουργώντας ένα έλλειμμα στο εμπορικό των ΗΠΑ ίσο με 419 δισεκατομμύρια δολάρια. Κεφάλαια τα οποία χρηματοδότησαν κατανάλωση, και τα οποία διέρρευσαν από το οικονομικό τους κύκλο. Αντίθετα τα κεφάλαια αυτά που εισήχθησαν στην Κίνα, χρηματοδότησαν επενδύσεις, ανάπτυξη και εν τέλει το ίδιο το Κομμουνιστικό Κόμμα της Κίνας.

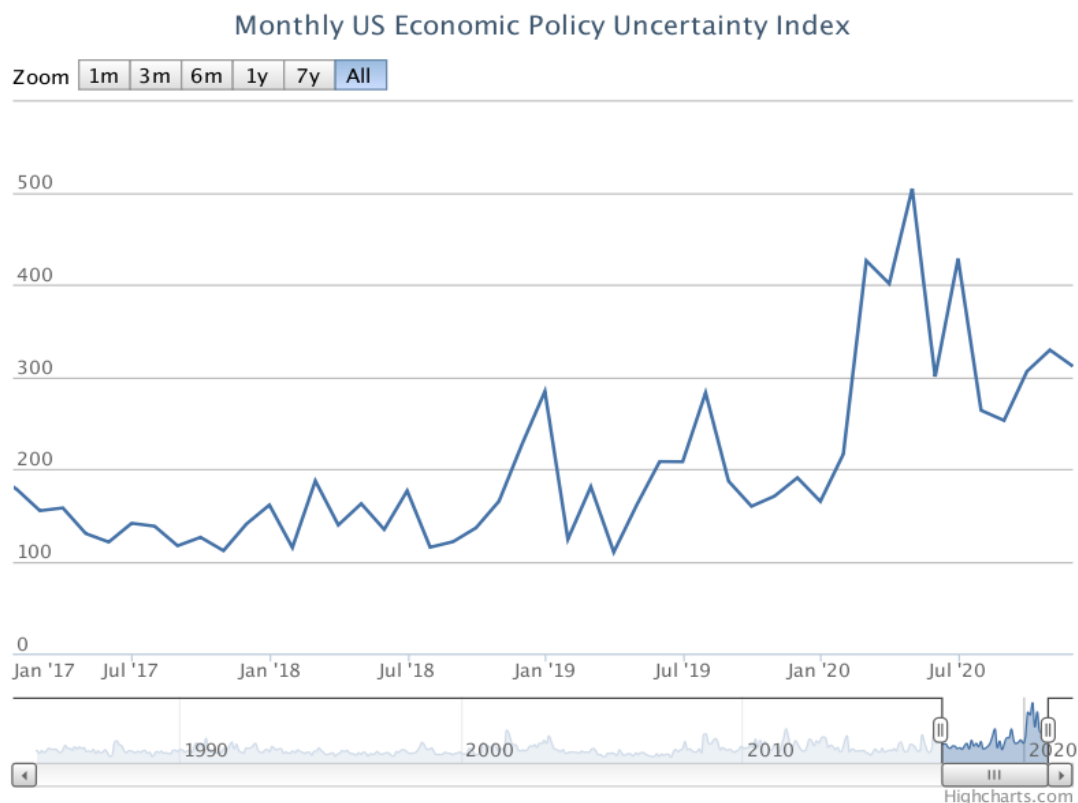
Η κατάσταση αυτή σαφώς και δεν άφησε τις ΗΠΑ αδιάφορες. Πλην των βελτιωμένων οικονομικών και εμπορικών σχέσεων που συνδέουν την Κίνα με την Αμερική και τον δυτικό κόσμο εν γένει, το χάσμα των πολιτισμών και των πολιτικών συστημάτων διακυβέρνησης παραμένει αγεφύρωτο. Η δύση αποστρέφεται το πολιτικό καθεστώς της Κίνας που περιορίζει τα δικαιώματα των πολιτών, εκδιώκει εθνικές και θρησκευτικές μειονότητες και καταπατά ανθρώπινα δικαιώματα. Πολύ περισσότερο αποστρέφεται όμως τις επεκτατικές βλέψεις της σε ολόκληρο τον κόσμο. Χιλιάδες άρθρα κάνουν τον γύρο του διαδικτύου, ή τυπώνονται σε διεθνή περιοδικά περιγράφοντας την συμπεριφορά της Κίνας τόσο στους πολίτες της όσο και στις υπόλοιπες χώρες του κόσμου. Η αλήθεια είναι πως η Δύση βρίσκεται ξανά σε έναν νέο ψυχρό πόλεμο. Ο «αιώνιος» εχθρός έχει αλλάξει πρόσωπο, έχει πάψει να είναι η Ρωσία (πρώην Σοβιετική Ένωση) και την θέση της πήρε η Κίνα. (Gideon, 2020) Οι ομοιότητες όμως των δύο σταματούν εδώ. Σε αντίθεση με την ανίσχυρη οικονομικά Σοβιετική Ένωση που παρέμεινε με κλειστά τα σύνορά της για μεγάλο διάστημα του 20<sup>ου</sup> αιώνα η Κίνα είναι ανοικτή και αποτελεί την δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου. Και πιθανώς ακόμη πιο σημαντικά, είναι ανοικτή στο εμπόριο. Κατάφερε μάλιστα να αναδειχθεί

στην παγκόσμια υπερδύναμη που ξέρουμε σήμερα χάρη στα δυτικά κεφάλαια και τις επενδύσεις. Η Δύση προδόθηκε από την ίδια της κεφαλαιοκρατική απληστία και στον βωμό του κέρδους η ίδια ισχυροποίησε με άμεσες ξένες επενδύσεις την Κίνα. Την ίδια στιγμή και σε επίπεδο πολιτικής ηγεσίας η Δύση πλέον ξεκάθαρα υστερεί ενώπιον της Κίνας. Οι κρίσεις λαϊκισμού και ακροδεξιών κινημάτων σαρώνουν όλες τις δημοκρατικές χώρες του δυτικού κόσμου και ηγέτες με μεγάλο ανάστημα είναι δυσεύρετοι. Παράλληλα η Κίνα έχοντας επιβάλλει ένα κομμουνιστικό καθεστώς και σε συνδυασμό με τα νέα μέσα και την τεχνολογία, επιβάλλει τις απόψεις της στο εσωτερικό με την χρήση προπαγάνδας, ενώ τα τεχνολογικά μέσα της επιτρέπουν να παρακολουθεί και να σωπαίνει οποιεσδήποτε αντίθετες φωνές. Η επικράτηση του κράτους επί του πολίτη και των ελευθεριών του φάνηκε ξεκάθαρα το 2019 όταν ο κόσμος ήρθε αντιμέτωπος με την κρίση του κορωνοϊού. Η επιβολή απαγόρευσης της κυκλοφορίας, τηρήθηκε ευλαβικά σε όλες τις κινεζικές πόλεις και από όλους τους πολίτες, την ίδια στιγμή που αρνητές του κορωνοϊού έκαναν διαδηλώσεις σε όλες τις δυτικές πρωτεύουσες. Τώρα, έχοντας ενισχύσει την οικονομία της και τις στρατιωτικές της δυνάμεις, η Κίνα στρέφεται στην εξωτερική πολιτική προσπαθώντας να επηρεάσει άλλες χώρες μέσω των επενδύσεων, των αγορών κεντρικών δομών και του δανεισμού φθηνού χρήματος.

### **Συνέπειες και επιπτώσεις των trade war.**

Αρχές του 2017, και μόλις έχει εκλεγεί Πρόεδρος των ΗΠΑ ο Ντόναλντ Τραμπ. Μαζί του, εισάγεται μία πιο επιθετική εξωτερική και οικονομική πολιτική προς την Κίνα και τον επεκτατισμό της, γεγονός που αποτέλεσε την απαρχή των εμπορικών πολέμων ΗΠΑ-Κίνας. Εξετάζοντας τις παθογένειες του οικονομικού συστήματος των ΗΠΑ και κυρίως την διεθνή συμπεριφορά της Κίνας ο Τραμπ, μετά από ένα χρόνο ανεπιτυχών διαπραγματεύσεων, προσπαθεί να περιορίσει την Κίνα, και ταυτόχρονα να βελτιώσει τα οικονομικά μεγέθη της χώρας του μέσω δασμών. Για τον λόγο αυτό, και με την αφορμή ότι η Κίνα δεν εναρμονίζεται με τους όρους του Παγκοσμίου Οργανισμού Εμπορίου, ο Πρόεδρος των Ηνωμένων Πολιτειών ανακοινώνει μία σειρά δασμών που επιβάλλονται σε ορισμένα κινεζικά προϊόντα. Μέχρι και τα τέλη Αυγούστου του 2020, έχουν επιβληθεί συνολικά δασμοί αξίας 735 δισεκατομμυρίων δολαρίων, με τα 550 εξ αυτών να αφορούν δασμούς σε κινεζικά προϊόντα. Πλην των δασμών που επιβλήθηκαν σε μία τεράστια ποικιλία προϊόντων, ορισμένα προϊόντα που κρίνονταν επισφαλής για την εθνική ασφάλεια όπως πρώτες ύλες και μεταλλεύματα, αντιμετώπισαν είτε απαγόρευση

εισαγωγών στις ΗΠΑ, είτε υπέρογκα ποσοστά δασμών. Μεταξύ άλλων, ούτε τεχνολογικοί κολοσσοί ήταν ασφαλείς όπως η Huawei, η οποία κατηγορήθηκε για κατασκοπεία εκ μέρους της Δύσης και της απαγορεύτηκε η δημιουργία νέων δικτύων τηλεπικοινωνίας, τεχνολογίας 5G. Ταυτόχρονα, άλλοι αμερικανικοί κολοσσοί αναγκάστηκαν να την αποκλείσουν από συνεργάτη τους, με πιο σπουδαία την Alphabet Inc., μητρική εταιρεία της Google. Η συνεχής, επιδείνωση της κατάστασης μεταξύ των δύο υπερδυνάμεων δεν προκάλεσε το μεγαλύτερο χτύπημα στις αγορές. Σαφώς οι δασμοί και η χειροτέρευση των σχέσεων των δύο χωρών προκάλεσε δονήσεις στην οικονομία. Τα τραντάγματα όμως προήλθαν από την αλλεπάλληλη αρνητική στάση των ηγετών των δύο χωρών, οι οποίοι προέβαιναν αρχικώς σε δηλώσεις, επικοινωνίες και συναντήσεις, δίνοντας ελπίδες στην χρηματοπιστωτική αγορά, και έπειτα οι ίδιοι υποδαύλιζαν το έργο τους με αποχώρηση από τις συνομιλίες και εξαγγελίες νέων κύκλων περιορισμών και δασμών. (Dorcas and Koty, 2020) Τα αποτελέσματα τόσο των δασμών όσο και της επιθετικής στάσης των δύο ηγετών μπορούν να εντοπιστούν ευκόλως με την χρήση του δείκτη οικονομικής αβεβαιότητας.

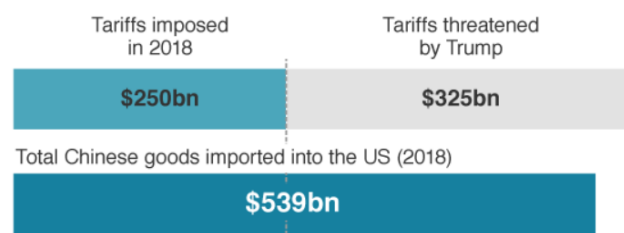


Μελετώντας το διάγραμμα οικονομικής αβεβαιότητας παραπάνω, μπορεί εύκολα ο αναγνώστης να εντοπίσει 3 μεγάλες κορυφές. Υπενθυμίζεται πως ο δείκτης αυτός προκύπτει από την συνισταμένη τριών δυνάμεων. Την ειδησεογραφική κάλυψη

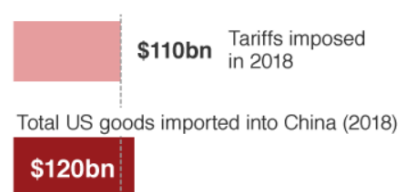
γεγονότων οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας, την αστάθεια που πρόκειται να προκληθεί λόγω αλλαγών στο φορολογικό σύστημα σε σύντομο χρονικό διάστημα και τέλος την επιμέτρηση ορισμένων μακροοικονομικών μεγεθών όπως του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή, τη Δημόσια και Ιδιωτική Δαπάνη κλπ. Το διάγραμμα αυτό περιλαμβάνει περιόδους από τις αρχές του 2017, όταν και ορκίστηκε ως ο 45<sup>ος</sup> Πρόεδρος των Ηνωμένων Πολιτειών ο Ντόναλντ Τραμπ έως και το τέλος του 2020. Η αρχική περίοδος διακυβέρνησης χαρακτηρίζεται από μία σχετική σταθερότητα. Μεταξύ άλλων γεγονότων που πιθανώς να προκαλούν διακυμάνσεις, οι εμπορικοί πόλεμοι ΗΠΑ-Κίνας δεν είχαν ακόμα ξεκινήσει. Πολλές επισκέψεις και διερευνητικές επαφές αργότερα, όπως αναφέρουν και στο ιστορικό τους οι Dorcas και Koty (2020), η λύση των προβλημάτων έμοιαζε ακόμα μακριά. Για τους παραπάνω λόγους και αφού η πολυπόθητη λύση της κατάστασης δεν επήλθε, με τις δύο πλευρές να θέτουν τους όρους τους, ο Πρόεδρος Τραμπ στις 16 Ιουλίου του 2018, ανακοίνωσε νέα μέτρα κατά των εξαγωγών της Κίνας, μέτρα που θα ίσχυαν μέσα στους επόμενους μήνες, αξίας περίπου 40 δισεκατομμυρίων. Ταυτόχρονα, η Κίνα προέβει σε αντίποινα με την ψήφιση δικών της δασμών συνολικού ποσού κοντά στα 34 δις δολάρια. Στο δεύτερο μισό του 2018, οι δύο πλευρές έθεταν σε ισχύ νέα μέτρα και νέες διατάξεις εισαγωγών και εξαγωγών, καθιστώντας τα προϊόντα ακριβότερα τόσο για τον Αμερικανό όσο και για τον Κινέζο καταναλωτή. Προς το τέλος του 2018, ήδη οι δύο οικονομίες αριθμούσαν υπέρογκα ποσά ζημιών, εξαιτίας των δασμών, αξίας εκατοντάδων δισεκατομμυρίων δολαρίων. (Palumbo and Costa, 2019)

## How the trade war has played out

### US tariffs on China



### Chinese tariffs on US



Source: US Census Bureau, BBC research. Note: Data as of 8 May 2019





Η κρίση αυτή, απεικονίζεται καθαρά στην ραγδαία αύξηση του δείκτη EPU. Μετά τις διερευνητικές επαφές στις αρχές του 2017 και του 2018, όπου ο δείκτης αβεβαιότητας κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα της τάξης του 120 με 180 μονάδες αβεβαιότητας, οι μετρήσεις βλέπουν μία ραγδαία αύξηση, κοντά τις 300 μονάδες με την κλιμάκωση της έντασης κοντά στο τέλος του χρόνου. Μετά από νέες εικασίες περί συμφωνίας και επανειλημμένες ακυρώσεις συναντήσεων από πλευράς ΗΠΑ, ένας νέος κύκλος δασμών ξεσπά ανάμεσα στις δύο χώρες. Η δεύτερη κορυφή συναντάται εντός του μήνα Ιουλίου. Σύμφωνα με την ίδια πηγή, του χρονολογίου των trade wars, στις 16 Ιουλίου 2019, ο Πρόεδρος Τραμπ, απείλησε τον Κινέζο ομόλογό του με δασμούς αξίας άνω των 320 δις δολαρίων. Παρατηρείται επομένως μία σαφή σχέση ανάμεσα στον δείκτη οικονομικής αβεβαιότητας και των οικονομικών δασμών που επέβαλλαν οι δύο χώρες.

### **Οικονομικές Συνέπειες των Εμπορικών Πολέμων – Η σύνδεση με τις χρηματοπιστωτικές αγορές**

Αδιαμφισβήτητα, οι εμπορικοί πόλεμοι ΗΠΑ και Κίνας είχαν σοβαρές επιπτώσεις στην οικονομία των δύο χωρών. Οι συνολικοί δασμοί αξίας μεγαλύτερης των 750 δισεκατομμυρίων ευρώ πλήγωσαν και τις δύο χώρες. Μεταξύ άλλων, υψηλότεροι δασμοί συνεπάγονται μεγαλύτερο κόστος παραγωγής προϊόντος, και επομένως μεγαλύτερα κόστη αγοράς για τον καταναλωτή. Σε επίπεδο επιχειρήσεων, εκείνες οι οποίες διέθεταν διεθνή δραστηριότητα, είτε με την έμμεση μορφή των εξαγωγών, είτε άμεσα με κάποιο τρόπο λειτουργίας στην αγορά της Κίνας και των ΗΠΑ (Άμεσες Ξένες Επενδύσεις, Franchising, Licensing κλπ.) αναγκάστηκαν να αυξήσουν τις τιμές τους, ενώ πτώση για τον παραπάνω λόγο εμφάνισαν και οι συνολικές τους πωλήσεις. Το ίδιο αποτέλεσμα εξιστορούν και τα εμπορικά ισοζύγια των Ηνωμένων Πολιτειών σε σχέση με την Κίνα για τα έτη 2019 και 2020.

Ο δείκτης EPU για τις Η.Π.Α. παρουσιάζει, ανεβασμένα επίπεδα αβεβαιότητας από την παγκόσμια κρίση του 2009 και μετέπειτα. Βέβαια, οι πηγές της ανεβασμένης αβεβαιότητας, έχουν αλλάξει στο πέρασμα των χρόνων. Από τις πολιτικές αντιδράσεις της Ευρώπης και των Η.Π.Α. που διαδέχθηκαν τον ερχομό της κρίσης, στις «μάχες» αναφορικά με την αμερικάνικη χρηματοοικονομική πολιτική την περίοδο 2011-2013 μέχρι και την έξοδο της Μεγάλης Βρετανίας από την Ευρωζώνη και τις αμερικάνικες εκλογές του 2016, είναι μερικές από τις σημαντικότερες αιτίες που διαμόρφωσαν την πορεία της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας τα τελευταία χρόνια. Μάλιστα, στις

μέρες μας, η σπουδαιότερη πηγή αβεβαιότητας που κορυφώνει τον αμερικάνικο δείκτη EPU, είναι τα ζητήματα και οι ειδήσεις γύρω από τις πρόσφατες εμπορικές συμφωνίες και διαπραγματεύσεις, τους νέους εμπορικούς περιορισμούς αλλά και τις απειλές που ελλοχεύουν στη καινούργια εμπορική πραγματικότητα.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί, παρουσιάζεται η πορεία ενός προσαρμοσμένου παγκόσμιου δείκτη EPU. Η πορεία του συγκεκριμένου μέτρου φανερώνει το βαθμό που τα παραπάνω εμπορικά γεγονότα επηρέασαν την πολιτική αβεβαιότητα. Ειδικότερα, κορυφώσεις στο παγκόσμιο EPU παρατηρούνται τον Ιανουάριο του 2017 όπου, οι Η.Π.Α., αποχωρούν από το Σύμφωνο Συνεργασίας των Δύο Πλευρών του Ειρηνικού (Trans-Pacific Partnership), τον Μάρτιο του 2018 με την επιβολή ταριφών στις εισαγωγές σιδήρου και αλουμινίου και στις μετέπειτα εντάσεις μεταξύ των δύο υπερδυνάμεων (Η.Π.Α – Κίνα) που ακολούθησαν.

**Figure 2** Global economic policy uncertainty index, January 1997 to July 2019

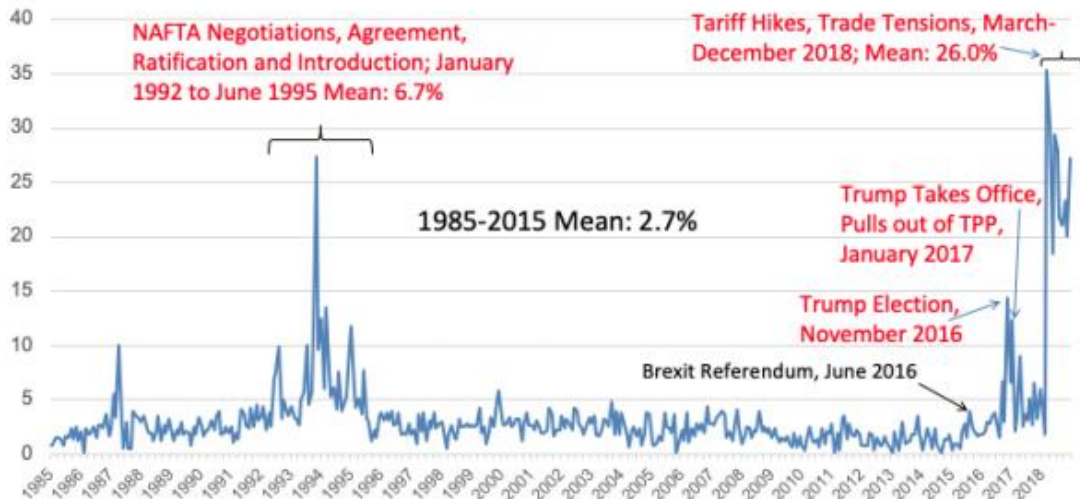


Σε αυτό το πλαίσιο, οι πρόσφατες μεταβολές του επιπέδου της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας, επεκτάθηκαν και επηρέασαν την πορεία ορισμένων μεμονωμένων εταιριών. Σε ανάλογη έρευνα λοιπόν, μελετήθηκαν οι αλλαγές στις αποδόσεις ορισμένων μετοχών σε ένα μικρό χρονικό διάστημα και συγκεκριμένα στις 22 Μαρτίου του 2019 όπου η κυβέρνηση του Τραμπ, μέσω προεδρικού διαγγέλματος, πρότεινε την επιβολή νέων επιπρόσθετων ταριφών. Η συγκεκριμένη ημερομηνία, σηματοδότησε, μια περίοδο σημαντικών μεταβολών στις τιμές του Χρηματιστηρίου που προήλθαν από την αβεβαιότητα που πλανιόταν γύρω από τις εμπορικές ειδήσεις. Μάλιστα, παρατηρήθηκε, ότι η μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στις αποδόσεις των μετοχών και ομολόγων, εμφανίστηκε στις αμερικάνικες επιχειρήσεις με έντονη

δραστηριότητα στην Κίνα αλλά και στις αντίστοιχους κινέζικους οργανισμούς που οι πωλήσεις τους προερχόταν σε μεγάλο ποσοστό από την αμερικάνικη αγορά. (Baker, 2019)

Στο παρακάτω διάγραμμα , παρουσιάζεται το ποσοστό ειδησεογραφικής κάλυψης της μεταβλητότητας του Χρηματιστηρίου, σε κορυφαία ειδησεογραφικά περιοδικά. Στην περίοδο 1985-2018, όπως μπορεί να παρατηρηθεί, η μεταβλητότητα αγγίζει ιστορικά υψηλές τιμές από την εκλογή του Προέδρου Trump και μετέπειτα, ενώ οι μεγαλύτερες κορυφώσεις σημειώνονται στις χρονικές περιόδους που διαδραματίζονται τα γεγονότα του Εμπορικού Πόλεμου Η.Π.Α. – Κίνας. Με άλλα λόγια, γίνεται ξεκάθαρο, ότι η υψηλή οικονομική πολιτική αβεβαιότητα, σε ορισμένες περιόδους, επιφέρει άμεσα σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας στις Αγορές Χρήματος.

**Figure 4** Percent of articles about equity market volatility in leading US newspapers that discuss trade policy matters, 1985 to 2018



**2019 : U.S. trade in goods with China**

NOTE: All figures are in millions of U.S. dollars on a nominal basis, not seasonally adjusted unless otherwise specified. Details may not equal totals due to rounding. Table reflects only those months for which there was trade.

Month	Exports	Imports	Balance
January 2019	7,105.1	41,514.4	-34,409.3
February 2019	8,083.3	33,154.9	-25,071.6
March 2019	10,574.9	31,175.6	-20,600.6
April 2019	7,883.0	34,682.7	-26,799.6
May 2019	9,069.4	39,173.4	-30,103.9
June 2019	9,166.7	38,967.6	-29,800.9
July 2019	8,694.3	41,449.2	-32,754.9
August 2019	9,415.6	41,151.1	-31,735.5
September 2019	8,597.3	40,165.5	-31,568.2
October 2019	8,851.2	40,114.9	-31,263.7
November 2019	10,103.3	36,436.6	-26,333.3
December 2019	8,903.0	33,665.5	-24,762.6
TOTAL 2019	106,447.3	451,651.4	-345,204.2

Σε βάθος δύο ετών, οι εξαγωγές των ΗΠΑ προς την Κίνα παρέμειναν σχετικά σταθερές, αν και εμφάνισαν μικρή μείωση λόγω των δασμών που επέβαλλε η τελευταία ανταποδοτικά. Οι αντίστοιχες όμως κινεζικές εξαγωγές με προορισμό την Αμερική, είδαν τρομακτική μείωση. Από το επίπεδο των 540 δις δολαρίων το 2018 περιορίστηκαν στα 451 δις εκατομμύρια μέχρι το 2019. Το πλήγμα αυτό στο διεθνές εμπόριο, και πολύ περισσότερο στις οικονομίες των δύο χωρών προκάλεσε ζημιές στα χρηματοπιστωτικά συστήματα ανά τον κόσμο. Μία τέτοια πολιτικής κρίσης με οικονομικές συνέπειες, περιόρισε τον πλούτο ο οποίος διακινείται τόσο στην πρωτογενή όσο και στην δευτερογενή αγορά, αφού οι επενδυτές, εν όψει των αποτελεσμάτων και της γενικότερης πορείας του εμπορικού πολέμου, φοβούνται να επενδύσουν. Οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο που δεν μπορούν να υπολογίσουν. Το κλίμα αβεβαιότητας και αστάθειας που προκαλείται, αποτρέπει τις πλεονασματικές μονάδες να επενδύσουν χρήματα στις κεφαλαιαγορές (διάρκεια προϊόντων μεγαλύτερη του έτους) ή να τα δανείσουν στις χρηματαγορές ( μέγιστη διάρκεια ένα έτος). Η χρησιμότητα αυτή των κεφαλαίων των πλεονασματικών μονάδων, είναι ακόμα πιο αναγκαία σε περιόδους αβεβαιότητας όπου κάθε εταιρεία προσπαθεί να ενισχύσει την οικονομική της θέση. Όταν επομένως η πολυπόθητη χρηματοδότηση δεν εντοπίζεται στις διεθνείς αγορές, οι εταιρείες με άριστη μέχρι πρότινος οικονομική κατάσταση δεν μπορούν να βρουν κεφάλαια να συνεχίσουν το έργο τους. (Yiping and Huang, 2019) Περαιτέρω, όσοι επενδυτές βρίσκονται ήδη εντός του συστήματος και διαθέτουν είτε μετοχές είτε ομόλογα εταιρειών, προσπαθούν να ρευστοποιήσουν τα αξιόγραφα τους, είτε εξαιτίας του φόβου τους για κατάρρευση της

εταιρείας στην οποία επένδυσαν, είτε εξαιτίας ανάγκης κάλυψης δικών τους αναγκών. Πολλές φορές οι ίδιες οι εταιρείες άλλωστε επενδύουν τα κεφάλαιά τους στις χρηματαγορές και τις κεφαλαιαγορές προσπαθώντας να επιτύχουν μεγαλύτερο βαθμό κερδών. Η εκτεταμένη ζημιά επομένως από τους δασμούς, γίνεται ακόμα μεγαλύτερη λόγω φόβου. Η άγνοια από πλευράς επενδυτών του επόμενου τομέα που θα επηρεαστεί από το πολιτικό σκηνικό οδηγεί σε μία μαζική απόσυρση κεφαλαίων η οποία έχει δυσμενείς συνέπειες για τους εμπλεκόμενους. Μία τέτοια παρατήρηση μπορεί να γίνει και από τον δείκτη Dow Jones ο οποίος προς το τέλος του έτους 2018 σημείωσε μεγάλες απώλειες της τάξης του 15%. Το ίδιο διάστημα όπως είδαμε και στον δείκτη οικονομικής αστάθειας EPU, ο δείκτης πλησίασε τις 300 μονάδες αβεβαιότητας.



Συνεπώς, αν και όχι απολύτως ξεκάθαρη όσον αφορά τον τρόπο λειτουργίας της, η συσχέτιση μεταξύ πολιτικοοικονομικής αβεβαιότητας και δεικτών οικονομικής δραστηριότητας είναι πέρα για πέρα υπαρκτή. Όπως προκύπτει, οι πολιτικές αποφάσεις με οικονομικό υπόβαθρο που λάμβαναν οι δύο χώρες, η μία προσπαθώντας να περιορίσει την άλλη, επέφεραν άσχημες επιπτώσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Με κάθε τρόπο, εκείνοι που εν τέλει ζημιώθηκαν περισσότερο ήταν οι ελλειμματικές μονάδες της οικονομίας και έπειτα οι πλεονασματικές. (Harrison, 2019)

## Εξαγωγή Συμπερασμάτων από την Εργασία

Παρά το τέλος της ανάλυσης μας, το σημαντικότερο έργο και κομμάτι της παρούσας εργασίας γράφεται τώρα, εδώ. Διότι σκοπός της εργασίας δεν είναι απλά η μελέτη φαινομένων ή μία βιβλιογραφική ανασκόπηση. Σκοπός της είναι εργασία είναι να προσφέρει τροφή για σκέψη στον αναγνώστη. Να θέσει ερωτήματα τα οποία θα ναι χρήσιμα για την διεθνή βιβλιογραφία ενώ αν δύναται να τα απαντήσει, ώστε να δημιουργηθεί περαιτέρω γνώση. Στην εργασία μας, εξετάσαμε την σχέση της πολιτικής και οικονομικής αβεβαιότητας με τις συνέπειές της στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και περαιτέρω στην χρηματοπιστωτική αγορά. Ολοκληρώνοντας στο πρώτο κεφάλαιο μία σύντομη μελέτη των όρων των οποίων κρίνεται σκόπιμο να γνωρίζει ο αναγνώστης, καθώς και μία μελέτη του χρηματοπιστωτικού συστήματος, προσπαθήσαμε σε θεωρητικό επίπεδο να θέσουμε τις βάσεις την συσχέτισης του οικονομικού με το πολιτικό σύστημα, και κυρίως το πώς συνδέεται η αβεβαιότητα με το οικονομικό σύστημα. Όπως προέκυψε από τη θεωρητική βιβλιογραφική έρευνα, υπάρχει μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ της πολιτικοοικονομικής αβεβαιότητας και της πορείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι επιπτώσεις εμφανίζονται καθαρότερα εντός των χρηματοπιστωτικών αγορών, όπου οι μονάδες που εμπλέκονται είναι συνήθως πιο ευάλωτες, ενώ ταυτόχρονα δεν διαθέτουν την αντίστοιχη πληροφόρηση ώστε να προβούν σε ορθολογικές αποφάσεις και πράξεις. Η έλλειψη πληροφόρησης αυτή, τους προκαλεί φόβο σε δυσχερείς οικονομικές περιόδους, ενώ σε περιπτώσεις αβεβαιότητας ή αστάθειας ο φόβος μετατρέπεται σε πανικό με καταστροφικές συνέπειες για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Κλείνοντας το πρώτο μέρος της παρούσας εργασίας, θεωρήθηκε σκόπιμο να γίνει και μία αναφορά στην πιθανή συσχέτιση πολιτικών σχημάτων και της σταθερότητας ή αβεβαιότητας την οποία προκαλούν. Τα ευρήματα της παρούσας παραγράφου, απέδειξαν πως δεν υφίσταται κάποια βέβαιη σχέση μεταξύ των δύο, αφού υπάρχουν παραδείγματα τόσο δημοκρατικών κυβερνήσεων που παρουσιάζουν αστάθεια, όσο και απολυταρχικών καθεστώτων που εμφανίζουν σταθερότητα.

Περαιτέρω, θεωρήθηκε σκόπιμη η διενέργεια έρευνας στην εργασία, η οποία να πιστοποιεί τις παραπάνω υποθέσεις της διεθνούς βιβλιογραφίας. Για τους σκοπούς της μελέτης αυτής, χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας (Economic Policy Uncertainty Index). Έπειτα από την εξήγηση του τρόπου λειτουργίας του και του πως προκύπτουν οι μετρήσεις αβεβαιότητας, ο δείκτης αυτός

χρησιμοποιήθηκε σε δύο χώρες οι οποίες επιλέχθηκαν προσεκτικά από το σύγχρονο γίγνεσθαι. Η πρώτη περίπτωση, αφορά ένα αυταρχικό καθεστώς το οποίο όμως, εμφανίζει χαρακτηριστικά τεχνοκρατίας και όχι κλεπτοκρατίας όπως ονομάζεται διεθνώς. Για τον λόγο αυτό επιλέγει η περίπτωση της Τουρκίας και της Νομισματικής Κρίσης που αντιμετώπισε. Εκεί παρατηρήσαμε πως η αβεβαιότητα είναι κυρίως ενδογενής και πως η επιρροή διεθνών συμβάντων είναι μικρότερη. Στον αντίποδα, η χρήση ορισμένων μεταβλητών που βρίσκονται υπό κρατικό έλεγχο προκαλεί μικρότερες διακυμάνσεις στον μετρητή, κάτι που περιορίζει την χρησιμότητα του δείκτη στην παρούσα μορφή του. Η δεύτερη μελέτη περίπτωσης αφορά τις ΗΠΑ, μία από τις πλέον δημοκρατικές χώρες του κόσμου, και παραθέτει ένα ιστορικό οικονομικής αβεβαιότητας, τα επονομαζόμενα διεθνώς trade wars των ΗΠΑ με την Κίνα. Λόγω των άμεσων οικονομικών συνεπειών από τους δασμούς όσο και εξαιτίας της πολιτικής αβεβαιότητας που προκλήθηκε εταιρείες και οργανισμοί με παρουσία και στις δύο χώρες, έλαβαν τα μεγαλύτερα πλήγματα. Κολοσσοί όπως η Huawei βρέθηκαν απομονωμένοι από τις αγορές και έχασαν δισεκατομμύρια στην πορεία. Μαζί με εκείνες, και επενδυτές οι οποίοι είχαν επενδύσει με μια μορφή η άλλη στις εν λόγω εταιρείες. Συνολικά τα ευρήματα έδειξαν πως δυσμενείς πολιτικές και οικονομικές καταστάσεις στο εσωτερικό της εκάστοτε χώρας, αύξησαν τον δείκτη αβεβαιότητας. Έπειτα έγινε προσπάθεια σύνδεσης της πορείας των χρηματοπιστωτικών αγορών, ανοδική ή καθοδική με τις μετρήσεις του παραπάνω δείκτη. Όπως προέκυψε, τα δύο μεγέθη, οικονομικής αβεβαιότητας και οικονομικής πορείας, είναι αντιστρόφως ανάλογα με την οικονομική κατάσταση της χώρας να εμφανίζει χειροτέρευση όποτε ο δείκτης οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας εμφάνιζε άνοδο. Για παράδειγμα σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας, ο δείκτης Dow Jones στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ εμφάνιζε κατακόρυφη πτώση. Όλα τα παραπάνω είναι σε πλήρη συνάρτηση με τον φόβο των επενδυτών όπως αναφέραμε σε πολλαπλά προηγούμενα σημεία.

Οι χρήσιμες όμως πληροφορίες για τους εμπλεκόμενους στις διεθνείς αγορές προέρχονται από τον δείκτη αβεβαιότητας. Υπάρχει μία σύνδεση η οποία, δυστυχώς δεν ήταν εφικτό να ποσοτικοποιηθεί η οριστεί με απόλυτη ακρίβεια, δείχνει ενδείξεις επικείμενης οικονομικής δυσχέρειας στην αγορά. Ο δείκτης αβεβαιότητας προηγείται χρονικά της πτωτικής πορείας των αγορών. Κατά συνέπεια, επενδυτές που πλην των ειδησεογραφικών ερευνών που ανά τακτά χρονικά διαστήματα κάνουν, παρακολουθούν και την πορεία του δείκτη EPU μπορούν να προετοιμαστούν καλύτερα τόσο για μία



ανοδική όσο και για μία πτωτική χρηματοπιστωτική πορεία των αγορών. Η εποχή στην οποία γράφεται η σημερινή διατριβή είναι η εποχή της πληροφορίας, και αδιαμφισβήτητα όποιος την κατέχει εμφανίζει συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών του.

Όπως κάθε μελέτη, τοιοιτοτρόπως και η παρούσα εμφανίζει ορισμένες δυσκολίες και ασάφειες γύρω από την πλήρη και ποσοτική μελέτη της συσχέτισης του δείκτη αβεβαιότητας με τις οικονομικές συνέπειες στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Δυστυχώς η έρευνά μας δεν μας επέτρεψε να καταλήξουμε με τα υπάρχοντα μοντέλα σε ένα ποσοτικό σύστημα όπου, για παράδειγμα, η αύξηση του δείκτη αβεβαιότητας EPU κατά 25 μονάδες προκαλεί πτώση στον δείκτη Dow Jones ή NASDAQ της τάξης του 2 ή 3%. Σαφώς όπως προέκυψε και από την μελέτη περίπτωσης στην Τουρκία, ορισμένοι κλάδοι πλήττονται πιο άμεσα. Η φύση της κρίσης και την αβεβαιότητας, θα διαδραματίσει ιδιαίτερο ρόλο στην αγορά που θα δεχτεί το κύριο πλήγμα. Δεδομένων των παραπάνω ο αναγνώστης μπορεί απλά να προβλέψει με μεγάλη ακρίβεια μία ανοδική ή καθοδική πορεία των αγορών και όχι μία πλήρη πρόβλεψη των μονάδων. Η παραπάνω αδυναμία ποσοτικοποίησης προέρχεται από το γεγονός ότι το σύνολο των πληροφοριών δεν γίνεται ευρέως γνωστό και πως ορισμένες αποφάσεις δεν λαμβάνονται αποκλειστικά με γνώμονα τις αναλύσεις κόστους-οφέλους. Πίσω από πολιτικές αποφάσεις πολλές φορές κρύβονται διάφοροι πολιτικοί λόγοι οι οποίοι και αυτοί καθορίζουν τον βαθμό αβεβαιότητας. Ταυτόχρονα, οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές δεν λειτουργούν πάντα με ορθολογικό τρόπο εξετάζοντας αποκλειστικά τις πληροφορίες που έχουν στην διάθεσή τους. Τέλος, παρά τον αντικειμενικό χαρακτήρα που συνήθως διατηρούν οι εφημερίδες στα δημοσιεύματά τους, ορισμένα πολιτικά πρόσωπα ή καταστάσεις φέρουν αρνητική δημοσιότητα, η οποία πιθανότατα να επηρεάζει ως ένα βαθμό τις μετρήσεις. Λόγω των παραπάνω λόγων υπάρχει μία απόκλιση όσον αφορά την συσχέτιση των δύο μεγεθών, πάραυτα η μελέτη του EPU κρίνεται αναγκαία για την σωστή κατανόηση της οικονομικής πορείας των αγορών.

Συνηθίζεται στο τέλος κάθε παρόμοιας εργασίας να συμπεριλαμβάνονται προτάσεις, οι οποίες αποσκοπούν στην βελτίωση της μελέτης, των συνθηκών της και εν γένει του θέματος. Ευελπιστώ πως η παρούσα εργασία θα θέσει τις βάσεις για μετέπειτα έρευνα επί του αντικειμένου και πως θα βοηθήσει τους επόμενους ερευνητές να ποσοτικοποιήσουν την αρνητική σχέση μεταξύ δείκτη EPU και χρηματοπιστωτικών



αγορών που αποδείξαμε. Μία τέτοια ποσοτικοποίηση, θα συνέβαλε ασφαλώς στην καλύτερη ενημέρωση όλων των εμπλεκομένων στις αγορές, θα αύξανε την διαφάνεια ενώ τέλος θα βοηθούσε στην αποκρυπτογράφηση των κινήσεων των χρηματιστηρίων. Ως αποτέλεσμα, χάρη στις επιπρόσθετες μεθόδους λήψης αποφάσεων, οι εμπλεκόμενοι θα λαμβάνουν πιο ορθολογικές αποφάσεις σχετικά με τις αγορές, και θα γίνεται καλύτερη κατανομή των πλεονασμάτων προς τις ελλειμματικές μονάδες. Τέλος, η δημιουργία και η συμφωνία σε έναν παγκόσμιο δείκτη μέτρησης της πολιτικής αβεβαιότητας, υπό την αιγίδα κάποιου διεθνούς φορέα, θα αύξανε την διαφάνεια παγκοσμίως και θα πρόσθετε άλλο ένα εργαλείο ποσοτικών μετρήσεων στην διάθεση των ερευνητών. Ευελπιστώ, πως ο αναγνώστης έλαβε χρήσιμες γνώσεις τις οποίες θα μπορέσει λίαν συντόμως να αξιοποιήσει και πως η διεθνή κοινότητα θα συνειδητοποιήσει σύντομα την χρησιμότητα του μοντέλου EPU αυξάνοντας μετέπειτα την χρήση του.

## Βιβλιογραφία

### Βιβλία

1. Νούλας, Αθ., (2016) *Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου*, 2<sup>η</sup> Έκδοση, Θεσσαλονίκη
2. Saunders A., Cornett M. M., 2019, *Χρηματοπιστωτικές Αγορές και Ιδρύματα* 7<sup>η</sup> έκδοση, Λευκωσία: Broken Hill Publishers Ltd.
3. Χατζηδημητρίου I., (2003 ) *Διεθνείς Επιχειρηματικές Δραστηριότητες*, Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Ανικούλα
4. Baumol W., Blinder A., *Μακροοικονομική Αρχές και Πολιτική*, 11<sup>η</sup> Έκδοση, Λευκωσία: Broken Hill Publishers Ltd.

### Ιστοσελίδες

Alpert D., 2020. Financial System Definition. *Investopedia*. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/f/financial-system.asp> [Accessed November 23, 2020].

Anon, 2009. Foreign Trade: Data. *U.S. Trade with China*. Available at: [https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html?sec\\_ak\\_reference=18.c72f9443.1581462629.4cc7625](https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html?sec_ak_reference=18.c72f9443.1581462629.4cc7625) [Accessed January 7, 2021].

Aslan, A. & Altinöz, B., 1970. The Nexus Between Economic Policy Uncertainty and Stock Returns of Tourism Companies: Evidence from Turkey. Available at: <https://www.ingentaconnect.com/content/cog/tri/2020/00000023/f0020003/art00001> [Accessed January 24, 2021].

BBC Team, 2020. A quick guide to the US-China trade war. *BBC News*. Available at: <https://www.bbc.com/news/business-45899310> [Accessed January 2, 2021].

Harrison, V., 2019. US-China trade war: 'We're all paying for this'. *BBC News*. Available at: <https://www.bbc.com/news/business-49122849> [Accessed December 30, 2020].

- Hayes, A., 2020. Financial Institutions: What We All Need to Know. *Investopedia*. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/f/financialinstitution.asp> [Accessed November 29, 2020].
- Julio, B. & Yook, Y., 2012. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *Wiley Online Library*. Available at: <https://www.onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x> [Accessed December 5, 2020].
- Kenton, W., 2020. Financial Markets Definition. *Investopedia*. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/f/financial-market.asp> [Accessed November 28, 2020].
- Kenton, W., 2019. Capital Markets: What You Should Know. *Investopedia*. Available at: <https://www.investopedia.com/terms/c/capitalmarkets.asp> [Accessed January 21, 2021].
- Kolstad, I., 2021. ." International Encyclopedia of the Social Sciences. . Encyclopedia.com. 21 Dec. 2020 . *Encyclopedia.com*. Available at: <https://www.encyclopedia.com/social-sciences/applied-and-social-sciences-magazines/political-instability-indices> [Accessed December 2, 2020].
- Palumbo, D. & Costa, A.N.da, 2019. Trade war: US-China trade battle in charts. *BBC News*. Available at: <https://www.bbc.com/news/business-48196495> [Accessed December 28, 2020].
- Plumer, B., 2019. A very simple timeline for the debt-ceiling crisis. *The Washington Post*. Available at: <https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2013/10/08/a-very-simple-timeline-for-the-debt-ceiling-crisis/> [Accessed December 10, 2020].
- Rachman, G., 2020. A new cold war: Trump, Xi and the escalating US-China confrontation. Available at: <https://www.ft.com/content/7b809c6a-f733-46f5-a312-9152aed28172> [Accessed January 12, 2021].
- SCMP Reporters, 2020. What is the US-China trade war? *South China Morning Post*. Available at: <https://www.scmp.com/economy/china->

economy/article/3078745/what-us-china-trade-war-how-it-started-and-what-inside-phase [Accessed January 5, 2021].

Wellige, A., 2016. The world's top economy: the US vs China in five charts. *World Economic Forum*. Available at: <https://www.weforum.org/agenda/2016/12/the-world-s-top-economy-the-us-vs-china-in-five-charts/> [Accessed December 22, 2020].

Wong, D. & Koty, A.C., 2020. The US-China Trade War: A Timeline. *China Briefing News*. Available at: <https://www.china-briefing.com/news/the-us-china-trade-war-a-timeline/> [Accessed December 22, 2020].

Yiping, H., Five Economists Explain: Impacts of the U.S.-China Trade War. *Five Economists Explain: Impacts of the U.S.-China Trade War | National Committee on United States - China Relations*. Available at: <https://www.ncuscr.org/media/podcast/uschinainsights/economists-explain-trade-war> [Accessed January 3, 2021].

Zahid, H., 2014. Can political stability hurt economic growth? *World Bank Blogs*. Available at: <https://blogs.worldbank.org/endpovertyinsouthasia/can-political-stability-hurt-economic-growth> [Accessed December 12, 2020].

## Μελέτες

Ake, C. (1975). A Definition of Political Stability. *Comparative Politics*, 7(2), 271-283.

Aktas, Z., H. Alp, R. Gurkaynak, M. Kesriyeli, and M. Orak. 2009. "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi." *Iktisat, Isletme Ve Finans* 24 (278):9–24. (in Turkish with an Extensive Summary in English).

Alesina, A., Ozler, S., Roubini, N., & Swaggel, P. (1996). Political instability and economic growth. *Journal of Economic Growth*, 1(2), 189-211.

Alesina, A., Londregan, J. & Rosenthal, H., 1993. *A model of the Political Economy of the United States*. dissertation. American Political Science Association.

Baker, S., Bloom, N. & Davis, S., 2019. The extraordinary rise in trade policy uncertainty. Available at: <https://www.wita.org/wp-content/uploads/2019/09/The->

extraordinary-rise-in-trade-policy-uncertainty--VOX-CEPR-Policy-Portal.pdf  
[Accessed January 23, 2021].

Baker, S., Bloom N. & Davis S., 2015. *Measuring Economic Policy Uncertainty*.  
Dissertation. National Bureau of Economic Research, no.21633, Available at:  
<https://www.nber.org/papers/w21633> [Accessed December 30, 2020]

Cevik S., Erduman Y., 2020 *Measuring Monetary Policy Uncertainty and Its Effects on  
the Economy: The Case of Turkey*. Dissertation, Eastern European Economics

Demir, E., 2016. The impact of economic policy uncertainty on stock returns of Turkish  
tourism companies. Available at:  
<https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/13683500.2016.1217195> [Accessed  
January 25, 2021].

Demiralp, S., and K. Yılmaz. 2010. “Para Politikası Beklentilerinin Sermaye Piyasaları  
Üzerindeki Etkisi.” *Iktisat, İşletme ve Finans* 25 (296):9–31 (in Turkish with an  
Extensive Summary in English).

Li, X., Balcilar, M., Gupta, R. and Chang, T., (2016). The Causal Relationship between  
Economic Policy Uncertainty and Stock Returns in China and India: Evidence  
from a Bootstrap Rolling Window Approach, *Emerging Markets Finance and  
Trade*, 52(3), 674-689.

Tiryaki A., Tiryaki H. V., 2018 *DETERMINANTS OF TURKISH STOCK RETURNS  
UNDER THE IMPACT OF ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY* Dissertation,  
*International Journal of Economics and Administrative Studies*

Sum, V. (2013). The ASEAN Stock Market Performance and Economic Policy  
Uncertainty in the United States, *Economic Papers: A Journal of Applied  
Economics and Policy*, 32(4), 512– 521.

Sum, V. (2012c). The Reaction of Stock Markets in BRIC Countries to Economic  
Policy Uncertainty in the United States, Working paper series, (available  
at <http://ssrn.com/abstract=2094697>).

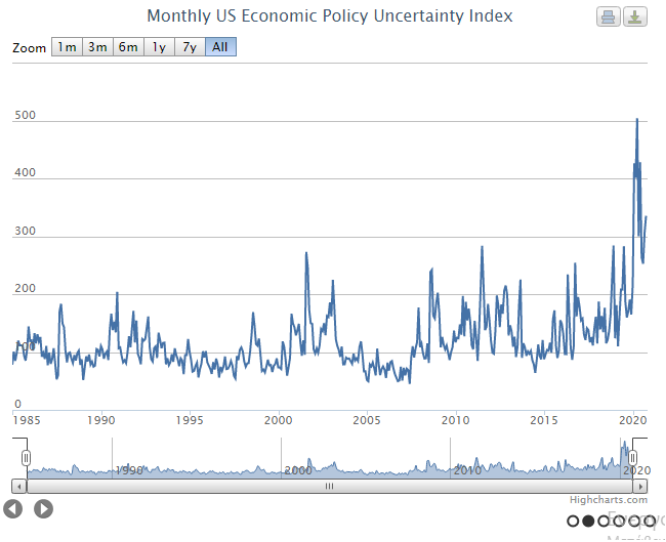
## Περιοδικά

Anonymous, 2020, 'Trade without trust', *The Economist*, no.9203 pp.7

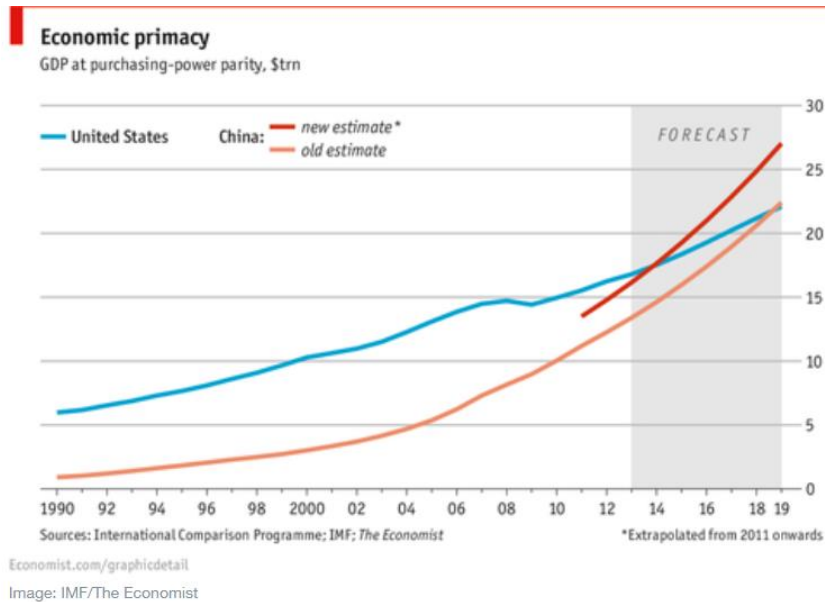
Anonymous, 2019, 'Can Pandas Fly?', *The Economist*, no.9131 pp.11

## Παράρτημα Πινάκων-Διαγραμμάτων

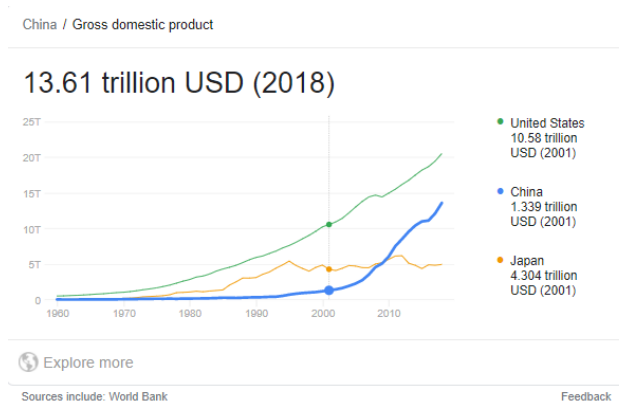
### 1. Διάγραμμα οικονομικής αβεβαιότητας στις ΗΠΑ. (Πηγή: Policy Uncertainty



### 2. Διάγραμμα Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος προσαρμοσμένο κατά την Ισοτιμία Αγοραστικής Δύναμη (GDP per capita PPP) (Πηγή: Economist)



### 3. Διάγραμμα Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος, Σύγκριση ΗΠΑ-Κίνας (Πηγή:QΠαγκόσμια Τράπεζα)



### 4. Διάγραμμα Εμπορικού Ισοζυγίου ΗΠΑ και Κίνας για το έτος 2018 (Πηγή: United States Census Bureau)

#### 2018 : U.S. trade in goods with China

NOTE: All figures are in millions of U.S. dollars on a nominal basis, not seasonally adjusted unless otherwise specified. Details may not equal totals due to rounding. Table reflects only those months for which there was trade.

Month	Exports	Imports	Balance
January 2018	9,910.2	45,749.9	-35,839.7
February 2018	9,741.8	39,003.6	-29,261.9
March 2018	12,653.2	38,295.1	-25,641.9
April 2018	10,510.5	38,269.4	-27,758.9
May 2018	10,396.6	43,938.7	-33,542.0
June 2018	10,858.3	44,571.2	-33,712.9
July 2018	10,156.5	47,087.6	-36,931.1
August 2018	9,280.9	47,817.5	-38,536.6
September 2018	9,732.4	49,988.1	-40,255.7
October 2018	9,187.5	52,170.1	-42,982.6
November 2018	8,650.9	46,445.7	-37,794.8
December 2018	9,210.5	45,906.3	-36,695.9
<b>TOTAL 2018</b>	<b>120,289.3</b>	<b>539,243.1</b>	<b>-418,953.9</b>



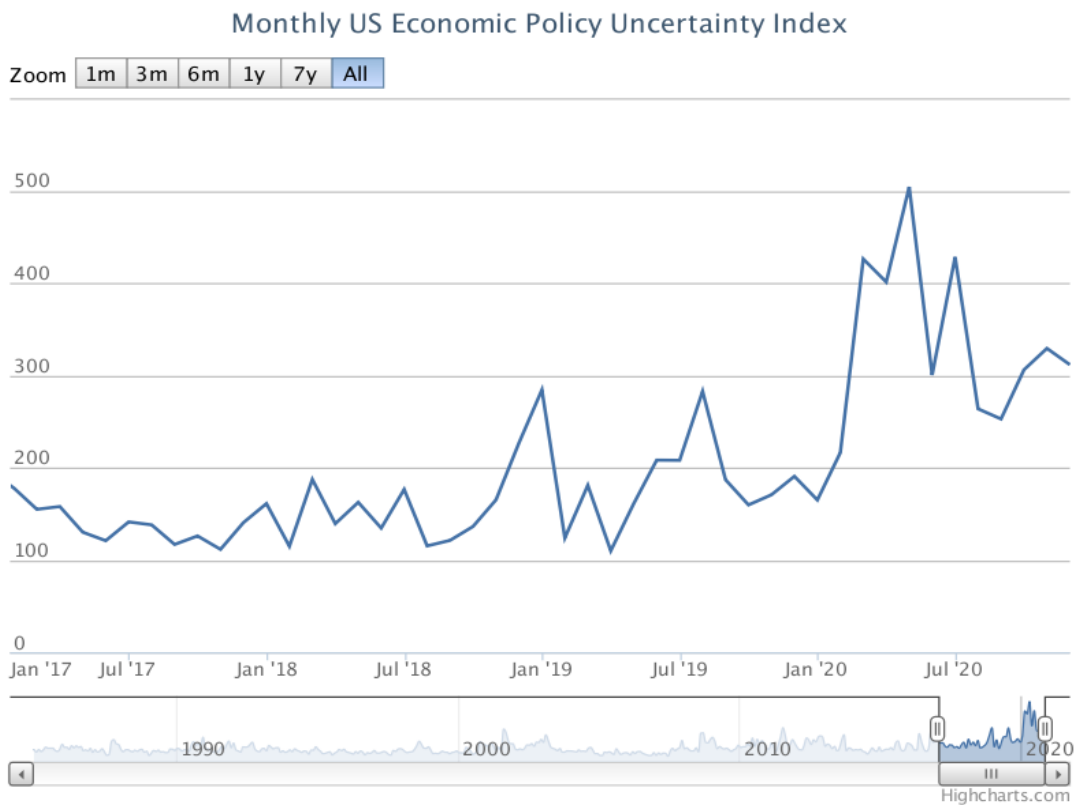
5. Διάγραμμα Εμπορικού Ισοζυγίου ΗΠΑ και Κίνας για το έτος 2019 (Πηγή: United States Census Bureau)

2019 : U.S. trade in goods with China

NOTE: All figures are in millions of U.S. dollars on a nominal basis, not seasonally adjusted unless otherwise specified. Details may not equal totals due to rounding. Table reflects only those months for which there was trade.

Month	Exports	Imports	Balance	
January 2019		7,105.1	41,514.4	-34,409.3
February 2019		8,083.3	33,154.9	-25,071.6
March 2019		10,574.9	31,175.6	-20,600.6
April 2019		7,883.0	34,682.7	-26,799.6
May 2019		9,069.4	39,173.4	-30,103.9
June 2019		9,166.7	38,967.6	-29,800.9
July 2019		8,694.3	41,449.2	-32,754.9
August 2019		9,415.6	41,151.1	-31,735.5
September 2019		8,597.3	40,165.5	-31,568.2
October 2019		8,851.2	40,114.9	-31,263.7
November 2019		10,103.3	36,436.6	-26,333.3
December 2019		8,903.0	33,665.5	-24,762.6
<b>TOTAL 2019</b>	<b>106,447.3</b>	<b>451,651.4</b>	<b>-345,204.2</b>	

6. Διάγραμμα Οικονομικής Αβεβαιότητας κατά την περίοδο διακυβέρνησης Ντοναλντ Τραμπ (Πηγή: Policy Uncertainty Index)



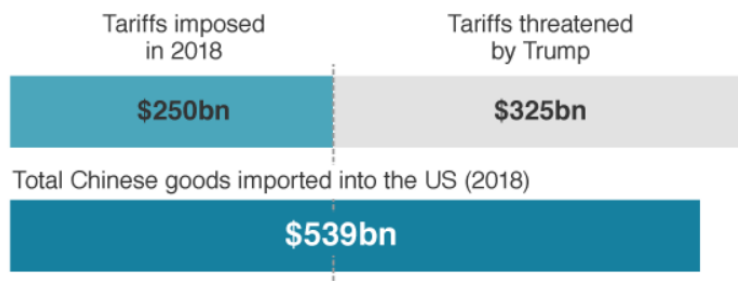
7. Διάγραμμα του Δείκτη Dow Jones κατά την περίοδο διακυβέρνησης Ντόναλντ Τραμπ. (Πηγή: Macrotrends)



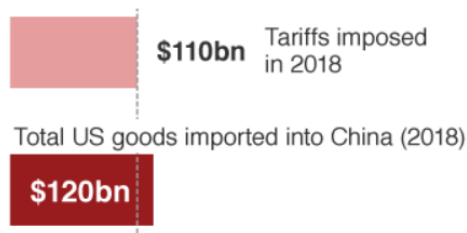
8. Ποσοτικό Διάγραμμα με τους επιβαλλόμενους δασμούς των ΗΠΑ και της Κίνας (Πηγή: BBC)

### How the trade war has played out

#### US tariffs on China



#### Chinese tariffs on US

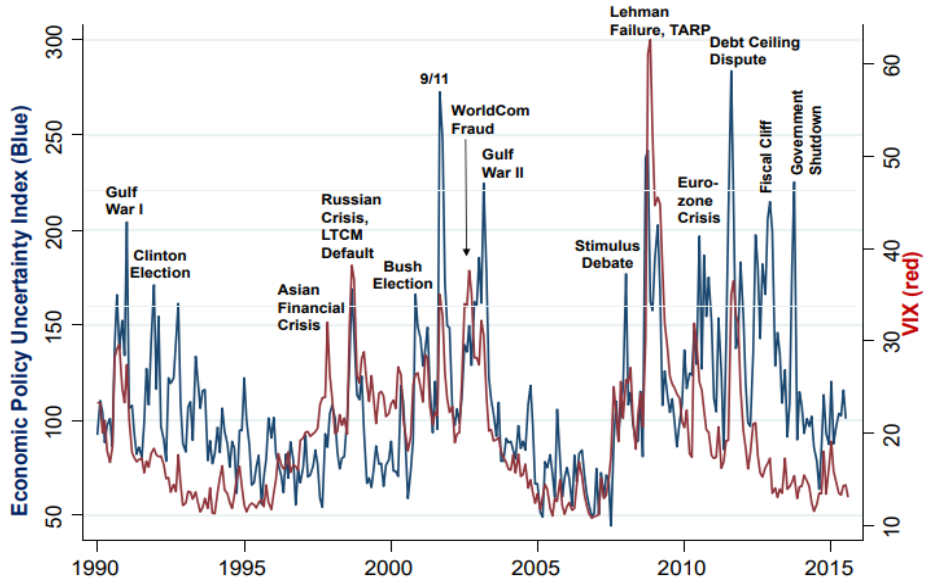


Source: US Census Bureau, BBC research. Note: Data as of 8 May 2019



9. Διάγραμμα Συγκρίσεων VIX-EPU (Πηγή: Economic Uncertainty Policy Index)

Figure 6: U.S. EPU Compared to 30-Day VIX, January 1990 to July 2015



Notes: The figure shows the U.S. EPU Index from Figure 1 and the monthly average of daily values for the 30-day VIX.

10. Διάγραμμα MPU για την Τουρκία (Πηγή: )

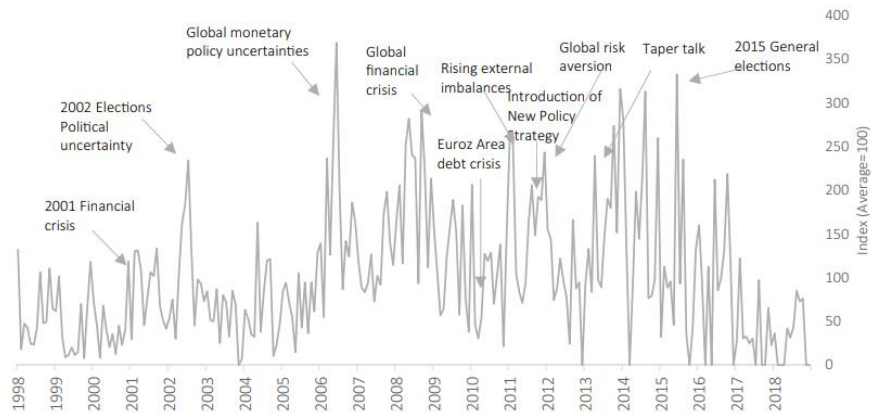
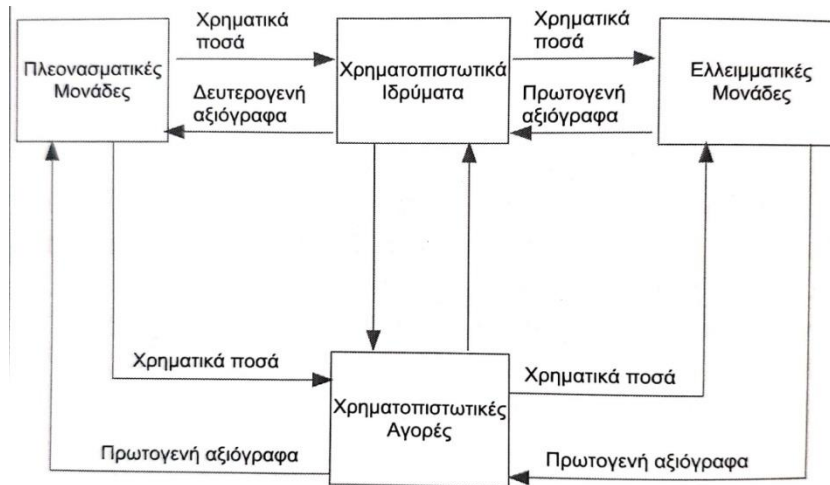


Figure 1. The News-based MPU Index For Turkey. Source: Authors' own calculations. Note: MPU stands for Monetary Policy Uncertainty.

11. Διάγραμμα Χρηματοπιστωτικού Συστήματος (Πηγή: Νούλας, Αθ., (2016)

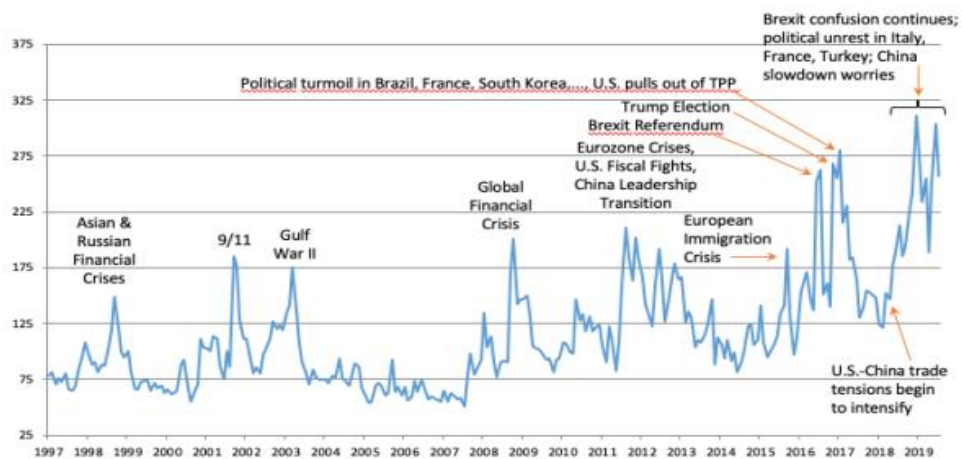
Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου, 2<sup>η</sup> Έκδοση, Θεσσαλονίκη σελ. 28



Σχήμα 1.1: Χρηματοπιστωτικό σύστημα και ροή χρηματικών ροών και αξιογράφων

12. Διάγραμμα δείκτη παγκόσμιας πολιτικής αβεβαιότητας (Πηγή: Economic Uncertainty Policy Index)

Figure 2 Global economic policy uncertainty index, January 1997 to July 2019



13. Ποσοστό άρθρων που πραγματεύονται ζητήματα εμπορικής νομοθεσίας. (Πηγή: Economic Uncertainty Policy Index)

**Figure 4** Percent of articles about equity market volatility in leading US newspapers that discuss trade policy matters, 1985 to 2018

