



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
UNIVERSITY OF PIRAEUS

Τμήμα Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών
Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στις Διεθνείς και
Ευρωπαϊκές Σπουδές

Διπλωματική Εργασία

Γεωπολιτικά γεγονότα και ο αντίκτυπός τους στις παγκόσμιες
χρηματιστηριακές αγορές

Αντωνία Π. Παρίση

ΜΘ 23030

Επιβλέπων: Σπυρίδων Ρουκανάς

Καθηγητής

Πειραιάς, 2025

Το έργο που εκπονήθηκε και παρουσιάζεται στην υποβαλλόμενη διπλωματική εργασία είναι αποκλειστικά ατομικό δικό μου. Όποιες πληροφορίες και υλικό που περιέχονται έχουν αντληθεί από άλλες πηγές, έχουν καταλλήλως αναφερθεί στην παρούσα διπλωματική εργασία. Επιπλέον τελώ εν γνώσει ότι σε περίπτωση διαπίστωσης ότι δεν συντρέχουν όσα βεβαιώνονται από μέρους μου, μου αφαιρείται ανά πάσα στιγμή αμέσως ο τίτλος.

The intellectual work fulfilled and submitted based on the delivered master thesis is exclusive property of mine personally. Appropriate credit has been given in this diploma thesis regarding any information and material included in it that have been derived from other sources. I am also fully aware that any misrepresentation in connection with this declaration may at any time result in immediate revocation of the degree title.

Αφιερώνεται στην αδερφή μου, Ειρήνη

Σημαντικοί όροι: χρηματιστηριακές αγορές, γεωπολιτικό ρίσκο, γεωπολιτικά γεγονότα, μεταβλητότητα, χρηματιστηριακοί δείκτες

Περίληψη

Με την παρούσα έρευνα επιχειρείται η ανάλυση του τρόπου με τον οποίο σημαντικά γεωπολιτικά γεγονότα επηρεάζουν την απόδοση των χρηματιστηρίων παγκοσμίως. Το ζήτημα προσεγγίζεται αρχικά γενικά, οδηγώντας στο συμπέρασμα ότι, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, τα γεγονότα γεωπολιτικού ενδιαφέροντος μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά αλλά στιγμιαία τις αγορές μετοχών παγκοσμίως. Συνήθως παρατηρείται ότι αυτές ανακάμπτουν μετά από κάποιους μήνες. Ωστόσο, σε τοπικό επίπεδο, σε συγκεκριμένες αγορές, ανάλογα με την εγγύτητα στα γεγονότα και το βαθμό οικονομικής και εμπορικής αλληλοσύνδεσης, ενδέχεται οι επιπτώσεις να είναι πιο βαθιές και διαρκείς. Οι διαπιστώσεις αυτές επιβεβαιώνονται μέσω της περιπτωσιολογικής μελέτης. Συγκεκριμένα, μελετώνται τρία γεγονότα στην παγκόσμια ιστορία: η Κρίση των Πυραύλων στην Κούβα, η κατάρρευση της ΕΣΣΔ και ο πόλεμος Ρωσίας και Ουκρανίας. Από αυτά τα γεγονότα, τα δύο πρώτα έχουν αποτυπωθεί σε παγκόσμιο επίπεδο στις χρηματιστηριακές αγορές σαν να μην συνέβησαν ποτέ, με στιγμιαίες και εν μέρει απότομες αλλαγές στις αγορές μετοχών, ενώ το τελευταίο φαίνεται σε τοπικό επίπεδο, ιδίως στην ΕΕ, να έχει επηρεάσει σημαντικά τα χρηματιστήρια, ιδίως σε συγκεκριμένους τομείς.

Η κάθε περίπτωση μελετάται μέσω συγκεκριμένων οικονομετρικών μοντέλων, που επιβεβαιώνουν τα συμπεράσματά μας. Τα ευρήματα επαληθεύουν την υπόθεση ότι οι προσδοκίες των επενδυτών και των συμμετεχόντων στις αγορές είναι αυτές που κινούν τις τιμές. Επομένως, ο τρόπος που μεταδίδεται μια είδηση και το τι περιμένουν ή πώς την αντιλαμβάνονται οι επενδυτές στα χρηματιστήρια παγκοσμίως, επιδρούν στις επιδόσεις τους.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Καθηγητή μου κ. Σπυρίδωνα Ρουκανά, για την πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγηση κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής εργασίας, καθώς επίσης και την οικογένειά μου και τον σύντροφό μου για την αμέριστη συμπαράστασή τους στην προσπάθειά μου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κεφάλαιο 1.....	1
Εισαγωγή.....	1
1.1 Πρόλογος	1
1.2. Σκοπός- Συνεισφορά της μελέτης	2
1.3 Μεθοδολογία.....	3
1.4 Δομή Εργασίας.....	4
1.5 Συμπεράσματα	5
Κεφάλαιο 2.....	6
Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	6
2.1. Εισαγωγή.....	6
2.2. Θεωρία της ανακλαστικότητας	6
2.3 Γεωπολιτικό ρίσκο.....	7
2.3.1 Ορισμός έννοιας γεωπολιτικού ρίσκου.....	8
2.3.2 Γεωπολιτικό ρίσκο και χρηματιστηριακή αστάθεια	9
2.3.3 Γεωπολιτικό ρίσκο και ρευστότητα μετοχών.....	10
2.4 Ένοπλες συγκρούσεις και χρηματιστήριο	11
2.5 Δείκτης Γεωπολιτικού Κινδύνου (GPR)	12
2.6 Ιστορική αναδρομή.....	14
2.6.1 Γενικές Παρατηρήσεις	14
2.6.2 Το χρηματιστήριο των ΗΠΑ.....	16
2.6.3 Ο ρόλος της Κίνας	19
2.6.4 Πρόσφατα γεγονότα	20
2.6.5 Χρησιμότητα άλλων χρηματιστηριακών δεικτών	23
2.7 Συμπεράσματα	24
Κεφάλαιο 3.....	25
Μελέτη περίπτωσης- Κρίση των πυραύλων της Κούβας.....	25
3.1 Εισαγωγή.....	25
3.2 Ανάλυση του γεγονότος	25
3.3 Η αντίδραση του χρηματιστηρίου και οι ιδιαιτερότητές της.....	26
3.3.1 Λόγοι της μετριοπαθούς αντίδρασης.....	29
3.3.2 Η αντίδραση σε χώρες της Ευρώπης.....	35
3.3.3 Αντιδράσεις στο Καναδικό και το Μεξικανικό χρηματιστήριο	35
3.4 Εμπειρική μεθοδολογία.....	39
3.5 Συμπεράσματα	41
Κεφάλαιο 4.....	43

Μελέτη Περίπτωσης- Κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης	43
4.1. Εισαγωγή.....	43
4.2. Η μετάβαση στη μετα-σοβιετική εποχή.....	44
4.2.1. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της σοβιετικής οικονομίας	44
4.2.2. Η κατάρρευση της ΕΣΣΔ.....	46
4.3. Η αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών.....	51
4.3.1 Οι αντιδράσεις στην αποτυχία του πραξικοπήματος.....	52
4.3.2 Οι αντιδράσεις μετά την πτώση της ΕΣΣΔ.....	53
4.3.3 Οι επιπτώσεις στα υπόλοιπα χρηματιστήρια του κόσμου.....	56
4.4 Το Ρωσικό χρηματιστήριο	59
4.4.1 Γενικές Πληροφορίες.....	59
4.4.2 Κίνδυνοι επένδυσης στο Ρωσικό χρηματιστήριο κατά την πρώτη 10ετία	62
4.5 Οικονομική ανάλυση	63
4.5.1 GARCH approach.....	64
4.5.2 Το μοντέλο VAR.....	66
4.6 Συμπεράσματα	67
Κεφάλαιο 5.....	70
Μελέτη Περίπτωσης- Πόλεμος Ρωσίας- Ουκρανίας	70
5.1 Εισαγωγή	70
5.2 Οι επιπτώσεις στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές.....	71
5.2.1 Η εικόνα των παγκόσμιων χρηματιστηριακών δεικτών	73
5.2.2 Επιπτώσεις στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ.....	75
5.2.3 Επιπτώσεις στα χρηματιστήρια της Ευρώπης.....	78
5.3 Live data ανάλυση	84
5.2.4 Η διαφορετική περίπτωση του Χρηματιστηρίου της Κίνας.....	88
5.3 Επιπτώσεις στα χρηματιστήρια των άμεσα εμπλεκόμενων	90
5.3.1 Το χρηματιστήριο της Ρωσίας	90
5.3.2 Το χρηματιστήριο της Ουκρανίας.....	94
5.4 Οικονομική ανάλυση	96
5.4.1 Μοντέλο Marcov- switching.....	97
5.4.2 Μοντέλο GARCH	97
5.4.3 Ανάλυση QVAR	99
5.5 Συμπεράσματα	100
Κεφάλαιο 6.....	103
Συμπεράσματα.....	103
6.1 Εισαγωγή	103

6.2 Συνθετική ανάλυση	104
6.2.1 Συμπεράσματα περιπτώσιολογικής έρευνας	105
6.3 Συμπεράσματα	108
6.4 Επίλογος	110
Βιβλιογραφία- Αρθρογραφία.....	112

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή

1.1 Πρόλογος

Σε μια ολοένα και πιο διασυνδεδεμένη παγκόσμια οικονομία, οι γεωπολιτικές εξελίξεις αναδεικνύονται σε σημαντικούς παράγοντες της δυναμικής των χρηματιστηριακών αγορών. Η αλληλεπίδραση μεταξύ πολιτικής και οικονομίας έχει ενταθεί, με αποτέλεσμα πληθώρα γεγονότων, όπως οι εκλογές, οι διεθνείς συγκρούσεις, οι εμπορικές και διπλωματικές διαπραγματεύσεις να ασκούν καθοριστική επιρροή στη συμπεριφορά των επενδυτών και στην απόδοση της αγοράς. Η κατανόηση του αντίκτυπου των γεγονότων αυτών στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές είναι ζωτικής σημασίας τόσο για τους ίδιους τους επενδυτές όσο και για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής και τους μελετητές των διεθνών σχέσεων, που στοχεύουν στην ερμηνεία της χρηματοοικονομικής αστάθειας.

Στην εποχή μας γινόμαστε μάρτυρες μιας σειράς γεωπολιτικών εξελίξεων που αναδιαμορφώνουν το παγκόσμιο οικονομικό τοπίο. Αποτελεί κοινή παραδοχή μεταξύ των επαγγελματιών επενδυτών η επιρροή του γεωπολιτικού κλίματος στις αποδόσεις των επενδύσεων τα επόμενα χρόνια. Κι αυτό διότι γεγονότα παγκόσμιας εμβέλειας, όπως το Brexit, η εκλογή του Ντόναλντ Τραμπ, καθώς και η επικείμενη εκλογική αναμέτρηση, η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία, οι εντάσεις στη Μέση Ανατολή, η κλιμάκωση των εμπορικών εντάσεων μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας αποτελούν κομβικά παραδείγματα, όπου πολιτικές αποφάσεις ή συγκρούσεις είχαν κι έχουν άμεσες επιπτώσεις στα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Τέτοια γεγονότα διέκοψαν τις αλυσίδες εφοδιασμού, άλλαξαν τις εμπορικές πολιτικές και εισήγαγαν παραμέτρους αβεβαιότητας που αύξησαν την αστάθεια της αγοράς (Carlson, 2017).

Μια σύντομη ανασκόπηση μας επιτρέπει να συμπεράνουμε ότι δεν πρόκειται για ένα νέο φαινόμενο. Αντίθετα, η παγκόσμια ιστορία βρήκε παραδειγμάτων, όπου σημαντικά γεωπολιτικά γεγονότα επηρέασαν την πορεία του χρηματιστηρίου. Έτσι, το εξάμηνο που ακολούθησε την έναρξη του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου, το 1914, ο δείκτης Dow έπεσε περισσότερο από 30%, ενώ την ίδια χρονιά, η έλλειψη ρευστότητας οδήγησε στο κλείσιμο του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ για έξι μήνες. Ωστόσο, μέχρι το τέλος του πολέμου, ο ως άνω δείκτης παρουσίασε άνοδο της τάξης του 45%, που μεταφράζεται

σε ετήσια άνοδο 8,7%. Αντίστοιχα, μετά την εισβολή του Χίτλερ στην Πολωνία, παρατηρήθηκε ανοδική τάση στις χρηματιστηριακές αγορές, άνοδος που συνεχίστηκε μέχρι το τέλος του, της τάξης του 7% ετησίως (Carlson, 2017).

Παρά την εμφανή επιρροή, η έκταση και οι μηχανισμοί αυτού του φαινομένου παραμένουν περίπλοκοι. Τόσο οι προσδοκίες όσο και η αντίδραση των επενδυτών, αλλά και η ταχύτητα αυτής οδηγούν σε βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις της αγοράς. Οι μακροπρόθεσμες επιπτώσεις, με τη σειρά τους, μπορεί να εκδηλωθούν μέσω αλλαγών στις οικονομικές πολιτικές, μεταβολών στις διεθνείς σχέσεις και διαρθρωτικών προσαρμογών στο παγκόσμιο εμπόριο και τις επενδυτικές ροές. Η ετερογένεια των απαντήσεων της αγοράς σε διάφορες περιοχές και τομείς περιπλέκει έτι περαιτέρω την ανάλυση.

Παρατηρείται πράγματι ότι οι βραχυπρόθεσμοι κλυδωνισμοί στο σύστημα προκαλούν βραχυπρόθεσμες συνέπειες για το χρηματιστήριο και την οικονομία. Από την άλλη πλευρά, μεγάλες περίοδοι σύγκρουσης μπορεί να έχουν πιο διαρκή αποτελέσματα στην οικονομία και στο χρηματιστήριο. Είναι χαρακτηριστική η θέση του Επικεφαλής Επενδυτικής Στρατηγικής για την Janney Montgomery, Mark Luschini, αναφορικά με τις συγκρούσεις στο παγκόσμιο στερέωμα, όπως την παραθέτει ο Isidore (2013), ότι παρά το δυσάρεστο της κατάστασης, το ξεκίνημα μιας παγκόσμιας ταραχής δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές να ποσοτικοποιήσουν τις επιπτώσεις της, σε αντίθεση με το φόβο και την αβεβαιότητα που προηγείται του ξεσπάσμά της.

1.2. Σκοπός- Συνεισφορά της μελέτης

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει με συστηματικό τρόπο την επίδραση των γεωπολιτικών γεγονότων και εξελίξεων στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές. Αναλύοντας συγκεκριμένες περιπτώσεις σημαντικών γεωπολιτικών συγκυριών και συμβάντων στην ιστορία, η έρευνα σκοπεί να εντοπίσει τα πρότυπα αντίδρασης των αγορών, να κατανοήσει τους υποβόσκοντες μηχανισμούς που προκαλούν αυτές τις αντιδράσεις και να αξιολογήσει τις σχετικές συνέπειες στους επενδυτές και τους διαμορφωτές πολιτικής και λήπτες αποφάσεων. Η εργασία εστιάζει, μεταξύ άλλων, σε ερωτήματα όπως:

- ο Πώς διαφορετικοί τύποι γεωπολιτικών γεγονότων επηρεάζουν την απόδοση των χρηματιστηριακών αγορών, τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα;
- ο Ποια είναι τα κανάλια μέσω των οποίων οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι μεταφέρονται στις χρηματιστηριακές και οικονομικές αγορές, εν γένει;
- ο Πώς τα χαρακτηριστικά των αγορών, όπως η ρευστότητα, η γεωγραφική εγγύτητα και η σύνθεση των επενδυτών επηρεάζουν την ευαισθησία στις γεωπολιτικές εξελίξεις;
- ο Υπάρχουν μοτίβα αντίδρασης σε συγκεκριμένα γεωπολιτικά γεγονότα;
- ο Τι μπορούμε να προσδοκούμε όσον αφορά στην αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών και των οικονομιών γενικότερα απέναντι στις νέες προκλήσεις;

Τα ευρήματα της παρούσας μελέτης πιστεύουμε ότι θα συμβάλλουν στην ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία αναφορικά με την αστάθεια των χρηματιστηριακών αγορών και τη διαχείριση ρίσκου, παρέχοντας μία συνολική και σφαιρική κατανόηση των παραγόντων των γεωπολιτικών κινδύνων. Για τους επενδυτές, πτυχές της εργασίας αυτής μπορούν να συμβάλουν στη διαμόρφωση στρατηγικών διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου και μοντέλων αξιολόγησης κινδύνου. Από την άλλη, για τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής, η αναγνώριση των χρηματοοικονομικών επιπτώσεων των γεωπολιτικών αποφάσεων μπορεί να καθοδηγήσει τη διαμόρφωση πολιτικών που μετριάζουν τις αρνητικές αντιδράσεις της αγοράς και προάγουν την οικονομική σταθερότητα.

1.3 Μεθοδολογία

Προκειμένου να προσεγγίσουμε το υπό εξέταση ζήτημα σφαιρικά, έχει σημασία να κατανοήσουμε τη μεθοδολογική ανάλυση. Η βιβλιογραφική ανασκόπηση γύρω από την επίδραση συγκεκριμένων γεωπολιτικών γεγονότων στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές μας επιτρέπει να παρακολουθήσουμε τόσο ιστορικά όσο και περιπτωσιολογικά πώς αντιδρούν σε διαφορετικές χρονικές περιόδους, ήτοι ψυχροπολεμικά, μετα-ψυχροπολεμικά και στη σύγχρονη εποχή, και σε διαφορετικού τύπου γεωπολιτικά γεγονότα και κρίσεις, τα χρηματιστήρια ανά τον κόσμο. Προς τούτο, συλλέγουμε, μέσα από την έρευνα και τη βιβλιογραφική μελέτη, ποσοτικά και ποιοτικά δεδομένα, για την απόδοση της χρηματιστηριακής αγοράς, όπως αυτή αποτυπώνεται μέσα από τις κινήσεις των δεικτών των τιμών των μετοχών και του όγκου των συναλλαγών, τόσο πριν

όσο και μετά από κάθε γεγονός, Εργαλείο στην έρευνα αυτή αποτελούν ποικίλα έγγραφα πολιτικής, αναλύσεις εμπειρογνομώνων και ιστορικών.

Στην ως άνω προσέγγιση, ιδιαίτερα χρήσιμη είναι η αναφορά και μελέτη βασικών οικονομετρικών μοντέλων και η κατανόηση της αναλυτικής τους μεθοδολογίας, όπως αυτή προκύπτει μέσα από τη βιβλιογραφία. Τέτοια εργαλεία είναι οι δείκτες γεωπολιτικού ρίσκου- *GPR indices* (Bouras et al., 2019, σελ. 1), το μοντέλο *GARCH- Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedascity* (Cermeno & Grier, 2006, σελ. 1-2), το λογικά ολοκληρωμένο εκθετικό *GARCH* μοντέλο συνιστωσών (Zhuanxin & Granger, 1996, σελ. 185), το μοντέλο *GARCH- MIDAS* και το τεστ *MSC- Model Confidence Set* (Menglong et al, 2021), το μοντέλο *VAR* και *QVAR*, ήτοι του μονομεταβλητού μοντέλου αυτοπαλινδρόμησης και των παραλλαγών του (Manelli et al, 2024), καθώς και του ετερογενούς μοντέλου αυτοπαλινδρόμησης- *HAR* (Izzeldin et al., 2023) και άλλα.

Με σκοπό την κατάληξη σε ασφαλή συμπεράσματα προχωρούμε στη συγκριτική ανάλυση και αντιπαραβολή των ευρημάτων της έρευνας των διαφορετικών περιόδων και γεωπολιτικών συμβάντων, καθώς και των διαφορετικών αγορών, προκειμένου να εντοπίσουμε αφενός μοτίβα αντίδρασης αφετέρου μοναδικά αποτελέσματα.

1.4 Δομή Εργασίας

Στο Πρώτο Κεφάλαιο εισάγουμε τον αναγνώστη στο προς μελέτη αντικείμενο. Ακολούθως, στο Δεύτερο Κεφάλαιο προβαίνουμε στη βιβλιογραφική ανασκόπηση, αναφορικά με τον αντίκτυπο των γεωπολιτικών γεγονότων και κρίσεων στις χρηματιστηριακές αγορές. Αρχικά, προσεγγίζουμε συνοπτικά το γενικότερο πλαίσιο και τις τάσεις που έχουν ιστορικά παρατηρηθεί στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές, προκειμένου να θέσουμε τη βάση της εν συνεχεία εστίασης σε συγκεκριμένες περιπτώσεις και αγορές. Στο Τρίτο Κεφάλαιο προχωράμε στην περιπτωσιολογική μελέτη. Συγκεκριμένα, αναλύουμε την κρίση των πυραύλων της Κούβας, τόσο ως γεωπολιτικό γεγονός κορύφωσης του Ψυχρού Πολέμου όσο και ως αφετηρία αντιδράσεων στα χρηματιστήρια της Αμερικής, της Ευρώπης, του Καναδά και του Μεξικό. Αναζητούμε τις διαφορές μεταξύ τους, πριν και μετά την εκδήλωση της κρίσης και αναζητούμε τον εντοπισμό των αιτιών των επιπτώσεων αυτών.

Στο Τέταρτο Κεφάλαιο μελετούμε την κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης, που σήμανε το τέλος του Ψυχρού Πολέμου και την αρχή μιας νέας τάξης πραγμάτων, καθώς και στα

γεγονότα που προηγήθηκαν. Εστιάζουμε ιδίως στην αστάθεια της αγοράς, στην ανάδειξη ευκαιριών στις αναδυόμενες αγορές και στις στρατηγικές ανακατατάξεις στις μετοχές ανά τον κόσμο. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και συγκεκριμένων χωρών της Ευρώπης, καθώς και στη διαφορετική συμπεριφορά του χρηματιστηρίου της Ιαπωνίας και άλλων χωρών πέραν της Δύσης. Σύντομη αναφορά γίνεται και στην ιστορική διαδρομή του χρηματιστηρίου της Ρωσίας. Το Πέμπτο Κεφάλαιο είναι αφιερωμένο στη σύγχρονή μας ιστορία, τον πόλεμο Ρωσίας- Ουκρανίας, που είναι ακόμα σε εξέλιξη. Παρατηρούμε τις συνεχείς επιπτώσεις, τόσο ανά τομέα της οικονομίας όσο και σε σχέση με τη σταθερότητα της ενεργειακής αγοράς και τον αντίκτυπό της. Μελετούμε στοχευμένα τις επιπτώσεις του πολέμου στα χρηματιστήρια της Ρωσίας, της Ουκρανίας, της Δυτικής και Ανατολικής Ευρώπης και των ΗΠΑ. Παράλληλα, συγκρίνουμε τα ευρήματά μας με τις διαφορετικές αντιδράσεις στην περίπτωση της Κίνας.

Στο Έκτο Κεφάλαιο αναλύουμε συγκριτικά τις διασταυρούμενες περιπτώσεις, προκειμένου να πετύχουμε τη σύνθεση των ευρημάτων των μεμονωμένων περιπτώσιολογικών μελετών. Με αυτόν τον τρόπο αποσκοπούμε στην ανάδειξη κοινών και μοναδικών τάσεων στις αντιδράσεις των χρηματιστηριακών αγορών και στις θεωρητικές επιπτώσεις αυτών. Προς τούτο, συνοψίζουμε τα βασικά ευρήματα, τις θεωρητικές και πρακτικές επιπτώσεις των γεωπολιτικών γεγονότων, τις διαφορετικές συνέπειές τους σε συγκεκριμένες χρηματιστηριακές αγορές και περιόδους. Επιπλέον, επιχειρούμε μία ανάλυση της επίδοσης των χρηματιστηρίων, με βάση διαθέσιμα δεδομένα, επί του πεδίου. Κλείνουμε την παρούσα μελέτη, αναφερόμενοι στους περιορισμούς που διέπουν τη διεξαγωγή της έρευνάς μας, διατυπώνοντας, παράλληλα, προτάσεις μελλοντικής αξιοποίησης.

1.5 Συμπεράσματα

Σε έναν κόσμο όπου οι γεωπολιτικές αβεβαιότητες διαμορφώνουν ολοένα και περισσότερο την οικονομική πραγματικότητα, αυτή η έρευνα προσπαθεί να φωτίσει την περίπλοκη σχέση μεταξύ της παγκόσμιας πολιτικής και των χρηματιστηριακών αγορών. Αναλύοντας τον αντίκτυπο των γεωπολιτικών γεγονότων στη δυναμική της χρηματιστηριακής αγοράς, η μελέτη στοχεύει να ενισχύσει την προγνωστική κατανόηση της συμπεριφοράς της αγοράς υπό την πολιτική πίεση και να συμβάλει σε πιο ανθεκτικές χρηματοοικονομικές στρατηγικές ενόψει της παγκόσμιας αβεβαιότητας.

Κεφάλαιο 2

Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

2.1. Εισαγωγή

Η έρευνα γύρω από την επίδραση των γεωπολιτικών γεγονότων στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές γεννά ένα βασικό και θεμελιώδες ερώτημα, που θα μπορούσε να θεωρηθεί η απαρχή της μελέτης μας. Γιατί το χρηματιστήριο μπορεί να επηρεαστεί από μία γεωπολιτική εξέλιξη; Ποιοι είναι οι μηχανισμοί εκείνοι που ενεργοποιούνται και που αντανακλούν τη σημασία τους στην πορεία των τιμών των μετοχών; Ποιος είναι ο κεντρικός παράγοντος που θέτει σε κίνηση αυτούς τους μηχανισμούς;

2.2. Θεωρία της ανακλαστικότητας

Για να κατανοήσουμε τη σημασία των ερωτημάτων αυτών και να ξεκινήσουμε την πορεία προς την απάντησή τους, είναι καθήκον μας να αναφερθούμε σε βασικές έννοιες της οικονομικής θεωρίας. Οι φυσικές επιστήμες μελετούν ακολουθίες γεγονότων. Όταν σε αυτά μετέχουν σκεπτόμενα υποκείμενα, η μελέτη δεν περιορίζεται πλέον σε απλά γεγονότα αλλά περιλαμβάνει και τις αντιλήψεις των συμμετεχόντων, σύμφωνα με την αλυσίδα της αιτιότητας. Παρατηρείται, ωστόσο, μία αναντιστοιχία μεταξύ γεγονότων και αντιλήψεων, καθώς οι αντιλήψεις των συμμετεχόντων δεν σχετίζονται απευθείας και γραμμικά με τα γεγονότα, αλλά με μία κατάσταση που εξαρτάται και διαμορφώνεται από τη δική τους οπτική.

Η οικονομική θεωρία, σε μία προσπάθεια να υπερκεράσει τη δυσκολία αυτή που χαρακτηρίζει τις φυσικές επιστήμες, εισάγει την έννοια του ορθολογικού δρώντος. Η έννοια αυτή περιγράφει μία κατάσταση, στην οποία γίνεται δεκτό ότι οι άνθρωποι ενεργούν επιλέγοντας την καλύτερη από τις διαθέσιμες επιλογές, χωρίς, εν τούτοις, να λαμβάνεται υπόψη η διάκριση μεταξύ αντιληπτών εναλλακτικών και γεγονότων. Το αποτέλεσμα είναι μια θεωρητική κατασκευή εξαιρετικής κομψότητας, που μοιάζει με τη φυσική επιστήμη αλλά δεν βρίσκεται κοντά στην πραγματικότητα. Σχετίζεται με έναν ιδανικό κόσμο, στον οποίο οι συμμετέχοντες ενεργούν με βάση την τέλεια γνώση και παράγει μια θεωρητική ισορροπία στην οποία η κατανομή των πόρων είναι στο βέλτιστο

βαθμό. Στον πραγματικό κόσμο, ωστόσο, οι άνθρωποι ενεργούν με βάση την ατελή κατανόηση και η ισορροπία δεν είναι πάντοτε εφικτή (Soros, 2015, σελ. 12).

Ομοίως, όταν ένας επενδυτής λαμβάνει μία απόφαση, αναφορικά με τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των μετοχών του, διαμορφώνει μία επιστημονική υπόθεση, την οποία υποβάλλει σε πρακτική επαλήθευση. Πρόκειται για μία διαδικασία που ενέχει υψηλό ρίσκο, όπου η επιτυχία συνεπάγεται μία αντίστοιχη χρηματική επιβράβευση. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι αγορές να λειτουργούν κατά παρόμοιο τρόπο με ένα επιστημονικό εργαστήριο. Οι μεταβλητοί παράγοντες που υπεισέρχονται ως εκ τούτου, στο στάδιο τόσο της υπόθεσης όσο και τα επαλήθευσης, είναι τα εξωτερικά γεγονότα και οι προσδοκίες των επενδυτών αναφορικά με τη σημασία τους για την παγκόσμια οικονομία. Όπως αναλύουμε και στη συνέχεια, οι οικονομικοί παράγοντες και συμμετέχοντες στην χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να αντιδρούν θετικά ή αρνητικά σε μία γεωπολιτική αλλαγή, ανάλογα με το τι υποθέτουν ότι αυτή θα σημαίνει για τη διεθνή πολιτική και οικονομική σταθερότητα. Πρόκειται για την έννοια της ανακλαστικότητας, τη θεωρία ότι η μεροληψία των συμμετεχόντων στην αγορά είναι το κλειδί για την κατανόηση των ιστορικών διεργασιών, τις οποίες χρησιμοποιούν και λαμβάνουν υπόψη κατά τη λήψη των σχετικών αποφάσεών τους (Soros, 2015, σελ. 16).

2.3 Γεωπολιτικό ρίσκο

Η ιδέα της αποτελεσματικότητας της αγοράς δεν είναι καινούργια στην οικονομική θεωρία. Σύμφωνα με τον Fama (1970, σελ. 383), πρόκειται για το φαινόμενο της πλήρους αντανάκλασης των διαθέσιμων πληροφοριών στις τιμές της αγοράς. Η σημασία της αποτελεσματικότητας της αγοράς αναδεικνύεται ιδίως στον κόσμο των χρηματιστηρίων, όπου η προβλεψιμότητα της κίνησης των τιμών, βάσει των διαθέσιμων πληροφοριών, που δεν περιορίζονται απλά σε ιστορικά δεδομένα αλλά επεκτείνονται σε τρέχοντα ή πιθανολογικά συμβάντα και θεωρίες ανταπόκρισης σε αυτά, αποτελεί θεμελιώδες εργαλείο κατά την ερμηνεία των διαγραμμάτων τιμών μετοχών (charts), με σκοπό την πρόβλεψη των μελλοντικών τάσεών τους, κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων (Milionis & Papanagiotou, 2009, σελ. 5).

Σε αυτό το πλαίσιο, οι αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών και η αστάθειά τους, που συχνά συνδέεται με αβεβαιότητα, είναι από τους πλέον σημαντικούς δείκτες για τους επαγγελματίες, που απασχολούνται στο χώρο των χρηματιστηριακών αγορών, καθώς τους βοηθά κατά τη λήψη αποφάσεων διαχείρισης του χαρτοφυλακίου τους, ως

παράγοντες που αντικατοπτρίζουν άμεσα την οικονομική κατάσταση και τις μελλοντικές προοπτικές των εταιριών που συμμετέχουν στο χρηματιστήριο (Apergis et al, 2017, σελ. 685).

2.3.1 Ορισμός έννοιας γεωπολιτικού ρίσκου

Ρίχνοντας μία ματιά στη σύγχρονή μας εποχή, παρατηρούμε σειρά συμβάντων που έχουν απειλήσει την οικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Γεγονότα όπως οι προεδρικές εκλογές των ΗΠΑ, ο εμπορικός πόλεμος ΗΠΑ και Κίνας, το Brexit, ο πόλεμος στην Ουκρανία και την Παλαιστίνη, οι πυρηνικές απειλές κ.ο.κ., είναι γεγονότα που εμπίπτουν στην έννοια του γεωπολιτικού ρίσκου. Ως τέτοιο μπορούμε να ορίσουμε τον κίνδυνο που συνδέεται με διάφορα γεγονότα όπως πολέμους, τρομοκρατία, διπλωματικές προστριβές και κάθε άλλο επεισόδιο που μπορεί να επηρεάσει την ειρηνική πορεία των διεθνών σχέσεων (Caldara & Iacoviello, 2022, σελ. 1195). Οφείλουμε δε να διακρίνουμε τον γεωπολιτικό από τον εν γένει συστημικό κίνδυνο, όπως την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής ή την οικονομική αστάθεια, καθότι το πρώτο δεν σχετίζεται με το επιχειρηματικό κύκλο ούτε έχει οικονομική προέλευση (Fiorillo et al, 2023)

Το ενδιαφέρον τόσο των επαγγελματιών όσο και των ακαδημαϊκών έχει οδηγήσει στη μελέτη του συνδέσμου μεταξύ του γεωπολιτικού ρίσκου και των χρηματιστηριακών αγορών. Κι αυτό διότι, οι παράγοντες που επηρεάζουν τη δυναμική της χρηματιστηριακής αγοράς δεν περιορίζονται μόνο σε οικονομικούς και χρηματοοικονομικούς παράγοντες αλλά περιλαμβάνουν και σοκ που προκαλούνται από την αβεβαιότητα (Antonakakis et al., 2017, σελ. 166-167). Μεταξύ δε των σοκ αυτών περιλαμβάνεται ο γεωπολιτικός κίνδυνος, που αναφέρεται σε γεωπολιτικές εντάσεις, κίνδυνο πολέμου, στρατιωτικές απειλές και τρομοκρατικές επιθέσεις (Alqahtani et al., 2020, σελ. 239). Περαιτέρω, ο γεωπολιτικός κίνδυνος θεωρείται ο βασικός παράγοντας διαμόρφωσης των επενδυτικών αποφάσεων της χρηματιστηριακής αγοράς (Caldara & Iacoviello, 2022, σελ. 1194). Κατά συνέπεια, γεγονότα που σχετίζονται με την παγκόσμια ανασφάλεια, τις πολιτικές εντάσεις, την πολιτική αλλαγή επιδεινώνουν την αβεβαιότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να αναγκάζονται να προσαρμόσουν τις κινήσεις τους, αναβάλλοντας τις αποφάσεις τους ή εκχωρώντας τις επενδύσεις τους σε μετοχές (Salisu et al., 2022, σελ. 1).

2.3.2 Γεωπολιτικό ρίσκο και χρηματιστηριακή αστάθεια

Το γεωπολιτικό ρίσκο μπορεί να επηρεάσει την αστάθεια της χρηματιστηριακής αγοράς με διάφορους τρόπους. Αρχικά, μία αύξηση του ρίσκου μπορεί να καθυστερήσει τη διαδικασία της λήψης αποφάσεων αναφορικά με τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου ενώ παράλληλα υπάρχει η πιθανότητα το γεωπολιτικό ρίσκο να μειώσει το παγκόσμιο εμπόριο και τις επενδύσεις, με αποτέλεσμα οι παγκοσμιοποιημένες αγορές να στραφούν προς τον απομονωτισμό, οδηγώντας σε αύξηση του κόστους των επιχειρήσεων (Salisu et al, 2022). Επιπρόσθετα, ενστικτωδώς, καθώς το γεωπολιτικό ρίσκο αυξάνεται, αυξάνεται και το ρίσκο της επένδυσης στις χρηματοοικονομικές αγορές, μεταξύ αυτών και στο χρηματιστήριο. Αυτή η αρνητική οπτική του γεωπολιτικού ρίσκου στην οικονομική ανάπτυξη ωθεί τους επενδυτές να εγκαταλείψουν τις αγορές, σε αναζήτηση ασφαλέστερων χρηματοπιστωτικών μέσων, γεγονός που με τη σειρά του οδηγεί σε μεγαλύτερη αστάθεια στις χρηματιστηριακές αγορές (Yaojie et al, 2023).

Οι αγορές, λοιπόν, αντανακλούν σημαντικές πολιτικές αλλαγές και γεγονότα. Πράγματι, πληθώρα εμπειρικών στοιχείων δείχνουν ότι οι διάφοροι οικονομικοί παράγοντες και οι αγορές αντιδρούν σε εξωγενή περιστατικά, προσαρμόζονται και αντιδρούν στο ευρύτερο πολιτικό περιβάλλον, καθώς αυτό εξελίσσεται και αλλάζει. Ειδικότερα, τα χαρακτηριστικά και η δυναμική τόσο του εγχώριου όσο και του διεθνούς πολιτικού περιβάλλοντος επηρεάζουν σημαντικά την οικονομία, τις αγορές καθώς και το συναίσθημα και τη συμπεριφορά των αγορών και των παραγόντων της. Διακυμάνσεις στην πολιτική σκηνή ή έκτακτα γεγονότα στο διεθνές περιβάλλον μπορούν να ασκήσουν αξιοσημείωτη επίδραση στις χρηματιστηριακές αγορές και στις αποφάσεις κατανομής ή/και διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου (Dimic et al, 2016, σελ. 78).

Γεγονότα όπως οι εκλογές, οι κυβερνητικές αλλαγές, οι πολιτικές ανατροπές, εμφύλιες διαμάχες ή βίαια επεισόδια, τρομοκρατικές επιθέσεις επηρεάζουν τις οικονομικές επιδόσεις και την απόδοση των χρηματιστηριακών αγορών. Ομοίως, οι ένοπλες συγκρούσεις, ενδοκρατικές και διακρατικές, γεωπολιτικές τριβές και εντάσεις αυξάνουν τα επίπεδα κινδύνου, αβεβαιότητας και αστάθειας στις παγκόσμιες αγορές, αφήνοντας ανεξίτηλο αλλά και ανιχνεύσιμο το σημάδι τους (Schneider and Troeger, 2006, σελ.626επ.). Ανάλογα με τον τύπο του συμβάντος, η επίδραση που αυτό ασκεί μπορεί να είναι βραχύβια και να αποσοβηθεί όσο περνάει ο χρόνος ή μπορεί να επιφέρει μακροχρόνια αποτελέσματα και αξιοσημείωτες αλλαγές στις αγορές που επηρεάζουν τη

διαχείριση του χαρτοφυλακίου και τη διαφοροποιούν από αγορά σε αγορά (Antonakakis et al., 2017, σελ. 166).

2.3.3 Γεωπολιτικό ρίσκο και ρευστότητα μετοχών

Εκτός από την επίδραση του γεωπολιτικού ρίσκου στη λειτουργία της οικονομίας και των αγορών, που εξετάσαμε ως άνω, καθώς και τον αντίκτυπο που έχει στη διαδικασία λήψης αποφάσεων και στις επιλογές των επενδυτών, έχει σημασία να δούμε πώς αυτό επηρεάζει και τη ρευστότητα των μετοχών στα παγκόσμια χρηματιστήρια. Μεταξύ των συστημικών κινδύνων, το γεωπολιτικό ρίσκο θεωρείται αυτό που ενισχύει την πιθανότητα των μελλοντικών υφέσεων και επηρεάζει τις τιμές βασικών προϊόντων, όπως για παράδειγμα του πετρελαίου (Fiorillo et al., 2023).

Η μελέτη της βιβλιογραφίας μας οδηγεί σε στοιχεία που δείχνουν ότι το γεωπολιτικό ρίσκο επιδρά αρνητικά στη σταθερότητα και την κερδοφορία των τραπεζών, οδηγώντας σε περιορισμό της προσφοράς πιστώσεων στον ιδιωτικό τομέα, που υποδηλώνει ότι ο γεωπολιτικός κίνδυνος επηρεάζει την πραγματική οικονομική δραστηριότητα, μέσω των επιπτώσεων του στον τραπεζικό τομέα (Phan et al, 2022). Ομοίως, οι μελετητές ερευνούν κατά πόσον το γεωπολιτικό ρίσκο διαμορφώνει τις εταιρικές επενδυτικές πολιτικές, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι, παρουσία γεωπολιτικών τριβών, οι επιχειρήσεις μειώνουν τις επενδύσεις και τις δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη (Julio & Yook, 2012, σελ.68).

Ειδικά στις χρηματιστηριακές αγορές, η ρευστότητα των μετοχών αντιπροσωπεύει ένα χαρακτηριστικό, μέσω του οποίου το χρηματιστήριο επηρεάζει την πραγματική οικονομία, αφενός επιδρώντας στις επενδυτικές στρατηγικές των επενδυτών, οι οποίοι είτε ενεργούν ως blockholders είτε απειλούν με μαζική πώληση των μετοχών τους, αφετέρου βελτιώνοντας την αποτελεσματικότητα της αγοράς, μέσω της διαμόρφωσης των επιλογών τοποθέτησης των επενδυτών. Κι αυτό διότι η υψηλότερη ρευστότητα δίνει την ευκαιρία για γρήγορη πώληση τίτλων, όταν κυκλοφορούν δυσμενείς πληροφορίες για διάφορες εταιρίες (Fiorillo et al, 2023).

Η βιβλιογραφία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι υψηλότερο γεωπολιτικό ρίσκο συνδέεται με χαμηλή ρευστότητα μετοχών, ιδίως δε τα γεγονότα εκείνα που εντάσσονται στην κατηγορία των γεωπολιτικών απειλών. Κι αυτό διότι οι απειλές αυτές πυροδοτούν την αντίδραση των επενδυτών (Caldara & Iacoviello, 2022, σελ. 1202). Επικουρικά,

αντλώντας δεδομένα από την εφαρμογή του μοντέλου GARCH- MIDAS, που χρησιμοποιείται για την παρακολούθηση της μεταβλητότητας στις χρηματιστηριακές αγορές, επιβεβαιώνεται η επίδραση του γεωπολιτικού ρίσκου στην αστάθεια χρηματιστηριακών δεικτών. Ακολουθώντας, για να συγκρίνουμε την προγνωστική απόδοση των μοντέλων αναφοράς GARCH-MIDAS και τις επεκτάσεις τους με δείκτες γεωπολιτικού ρίσκου, χρησιμοποιούμε τη δοκιμή MCS (Model Confidence Set). Τα αποτελέσματά της μας δείχνουν ότι παρόλο το γεωπολιτικό ρίσκο δεν έχει καμία σημαντική επίδραση στη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, έχει μεγάλη προγνωστική δύναμη (Yang et al., 2021).

2.4 Ένοπλες συγκρούσεις και χρηματιστήριο

Εξειδικευμένες επιστημονικές μελέτες επικεντρώνονται στην επίδραση του πολέμου στην οικονομία γενικά και στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές ειδικότερα. Μέσω της έρευνας επιχειρείται να ενσωματωθεί ένα ορθολογικό πλαίσιο προσδοκιών στον εμπορικό φιλελευθερισμό, καθώς κι ένα θεωρητικό σκέλος, που προσπαθεί να αξιολογήσει τη σχέση του πολέμου και των οικονομικών συναλλαγών (Schneider & Troeger, 2006, σελ. 623). Διαπιστώνεται ότι ο αντίκτυπος των πολιτικών γεγονότων στις χρηματιστηριακές αγορές των μεγάλων οικονομιών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από δύο παράγοντες: τη σοβαρότητα των συγκρουσιακών γεγονότων και το βαθμό στον οποίο οι οικονομικοί παράγοντες μπόρεσαν, σ' ένα συγκεκριμένο συγκυριακό πλαίσιο, να προβλέψουν τόσο τα συνεργατικά όσο και τα συγκρουσιακά γεγονότα.

Οι υποστηρικτές του εμπορικού φιλελευθερισμού θεωρούν ότι οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές και χρηματιστηριακές αγορές είναι ευαίσθητες έναντι των διεθνών γεγονότων και ότι οι οικονομικοί παράγοντες αποστρέφονται τον πόλεμο, καθότι θέτει σε κίνδυνο αμοιβαία κερδοφόρες συναλλαγές. Ωστόσο, υπάρχει και η άλλη όψη του νομίσματος, σύμφωνα με την οποία παρότι είναι λογικό να αναμένονται αρνητικές αντιδράσεις στη σύγκρουση, οι αγορές ενδέχεται να αντιδράσουν θετικά σε συγκεκριμένα βίαια επεισόδια, στο πλαίσιο ενός πολέμου, καθώς σηματοδοτούν ότι η κατάσταση έχει φτάσει στην κλιμάκωσή της και αναμένεται σταδιακή εξισορρόπηση. Ως εκ τούτου, οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές αξιολογούν το κόστος διαφόρων σεναρίων σύγκρουσης. Στην πράξη αντιδρούν μόνο σε μία κλιμάκωση με αισιόδοξο τρόπο όσο το αναμενόμενο κόστος μιας τέτοιας κίνησης είναι πολύ μικρότερο σε σχέση με το αρχικά αναμενόμενο κόστος (Schneider & Troeger, 2006, 625 επ).

Ένα χαρακτηριστικό εμπειρικό παράδειγμα είναι η αντίδραση του χρηματιστηρίου στον πόλεμο, όταν η χρήση στρατιωτικής δύναμης ωθεί τους διεθνείς οικονομικούς παράγοντες και εμπόρους να επενδύουν σε μετοχές αντί για εναλλακτικές λύσεις, όπως ο χρυσός ή τα κρατικά ομόλογα. Παρότι τέτοιες θετικές αντιδράσεις στην κλιμάκωση αποτελούν την εξαίρεση κι εγείρουν ζητήματα ηθικής, έχουν απόλυτο νόημα, υπό το πρίσμα της σημασίας και της επίδρασης των πληροφοριών.

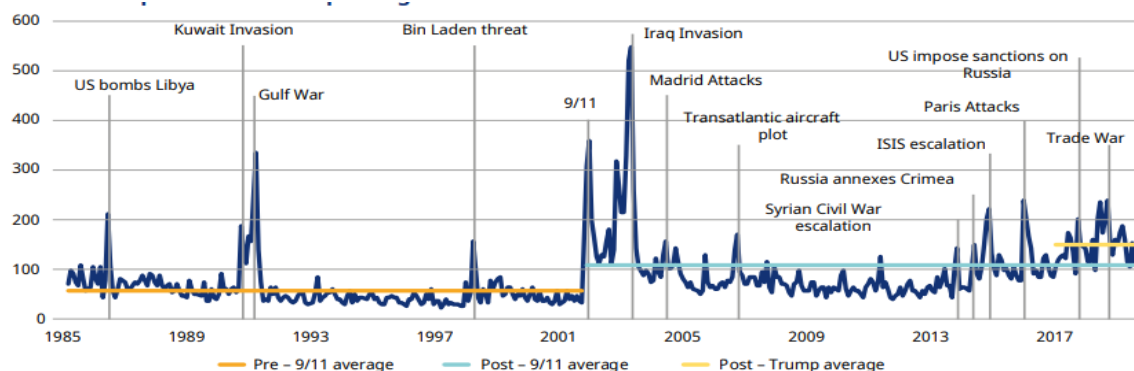
Η τυπική χρηματοοικονομική θεωρία δύναται να εξηγήσει τις θετικές αντιδράσεις των χρηματιστηριακών αγορών στον πόλεμο, χρησιμοποιώντας το μοντέλο της ορθολογικής προσδοκίας. Από αυτή την άποψη, η προοπτική ενός μεγάλου διπλωματικού ή ένοπλου αγώνα δημιουργεί αβεβαιότητα σχετικά με το οικονομικό κόστος που μπορεί να αποδοθεί στα διαφορετικά σενάρια πολέμου και ειρήνης που αναπτύσσει η διεθνής χρηματοοικονομική κοινότητα. Εάν η αγορά περιμένει έναν μακρύ πόλεμο, οι έμποροι θα πουλήσουν μετοχές και θα καταφύγουν σε λιγότερο επικίνδυνες εναλλακτικές. Μια αρνητική συλλογική πεποίθηση για την πιθανή πορεία δράσης μειώνει έτσι τη συνολική αξία της χρηματιστηριακής αγοράς, ενώ η προσδοκία μιας θετικής εξέλιξης αυξάνει την ελκυστικότητα των μετοχών (Quan & Sacko, 2002, σελ. 18επ).

2.5 Δείκτης Γεωπολιτικού Κινδύνου (GPR)

Από την ανάλυση που προηγήθηκε καταλαβαίνουμε πώς ο γεωπολιτικός κίνδυνος, με την έννοια των αλλαγών στις σχέσεις μεταξύ κρατών και περιοχών, σε οικονομικό, πολιτικό και στρατιωτικό επίπεδο, επηρεάζει την πορεία της οικονομίας και δημιουργεί αστάθεια στις χρηματοοικονομικές, χρηματοπιστωτικές και χρηματιστηριακές αγορές παγκοσμίως. Ο Δείκτης Γεωπολιτικού Κινδύνου (Geopolitical Risk Index, GPR) είναι ίσως το πιο ευρέως διαδεδομένο στοιχείο μέτρησης και αντικατοπτρίζει τα αποτελέσματα αυτοματοποιημένης αναζήτησης κειμένου των ηλεκτρονικών αρχείων έντεκα εθνικών και διεθνών εφημερίδων. Ο δείκτης καταγράφει τον αριθμό των αναφορών σε λέξεις-κλειδιά, όπως στρατιωτικές εντάσεις, πόλεμοι, τρομοκρατικές απειλές ή γεγονότα. Το Διάγραμμα 1 δείχνει την πορεία του GPR ιστορικά από το 1985. (Wade, 2019, σελ. 2).

Διάγραμμα 1

Πορεία του GPR από το 1985



Πηγή: Caldara & Iacoviello, 2022, σελ. 1201

Σύμφωνα με τον πρώην διοικητή της Τράπεζας της Αγγλίας, Mark Carney, μαζί με τον γεωπολιτικό κίνδυνο, η οικονομική και πολιτική αβεβαιότητα αποτελούν τη λεγόμενη «τριάδα της αβεβαιότητας». Συγκεκριμένα, η οικονομική αβεβαιότητα αναφέρεται στον κίνδυνο που δημιουργείται από τον επιχειρηματικό κύκλο και τους διαρθρωτικούς παράγοντες, όπως ο αντίκτυπος της νέας τεχνολογίας στην ανάπτυξη. Η πολιτική αβεβαιότητα αφορά στην κατεύθυνση των επιτοκίων, των φόρων και των ρυθμίσεων καθώς και στις απειλές για τη διακυβέρνηση της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, όπως η ανεξαρτησία των κεντρικών τραπεζών (Carney, 2016, σελ. 3-4).

Η εμπειρική ανάλυση των Caldara και Iacoviello (2012, σελ. 1208) διαπιστώνει ότι οι σημαντικές αυξήσεις στο GPR έχουν ως αποτέλεσμα ασθενέστερη οικονομική δραστηριότητα και χαμηλότερες αποδόσεις στις αγορές μετοχών. Οι προηγμένες οικονομίες τείνουν να επηρεάζονται σημαντικά περισσότερο από τις αναδυόμενες αγορές, αν και αυτό μπορεί να αντανάκλα το γεγονός ότι ο δείκτης GPR περιορίζεται σε αναζητήσεις κειμένου σε εφημερίδες των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου. Από οικονομικής πλευράς, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι έχουν αρνητικό αντίκτυπο στις αποδόσεις της αγοράς μετοχών σε όλες τις προηγμένες οικονομίες, ενώ οι βραχυπρόθεσμες (διετείς) αποδόσεις των ομολόγων μειώνονται. Αντίστοιχα, παρατηρούνται σημαντικές επιπτώσεις στις ροές κεφαλαίων με υψηλότερο γεωπολιτικό κίνδυνο με αποτέλεσμα χαμηλότερες ροές κεφαλαίων προς τις αναδυόμενες αγορές, αλλά υψηλότερες ροές προς τις προηγμένες οικονομίες. Ως εκ τούτου, ο γεωπολιτικός κίνδυνος εν γένει τείνει να προκαλεί αύξηση της αποστροφής κινδύνου και των ροών κεφαλαίων σε ανεπτυγμένες αγορές σε βάρος των αναδυόμενων οικονομιών (Wade, 2019, σελ. 3).

Προς επίρρωση των όσων αναφέραμε ήδη σχετικά με τη φύση των οικονομικών υποκειμένων και την αδυναμία εφαρμογής στις χρηματιστηριακές αγορές ενός μοντέλου πλήρους ορθολογικότητας, η ανάλυση Caldera and Iacoviello (2012, σελ. 1211) διαπιστώνει ότι η οικονομική δραστηριότητα και οι χρηματιστηριακές αγορές επηρεάστηκαν περισσότερο από γεωπολιτικές απειλές παρά από πραγματικά γεγονότα. Αυτό το εύρημα ενισχύει το ρητό του χρηματιστηρίου *«αγοράστε τη φήμη, πουλήστε το γεγονός»* και πιθανώς αντανakλά το γεγονός ότι οι απειλές τείνουν να αυξάνουν την αβεβαιότητα, ενώ τα πραγματικά γεωπολιτικά γεγονότα τείνουν να επιλύουν την αβεβαιότητα και να προκαλούν μια πολιτική απάντηση που παρέχει προστασία στις οικονομίες και τις αγορές.

2.6 Ιστορική αναδρομή

Η χρηματιστηριακή αγορά παρέχει πληθώρα παραδειγμάτων καθαρών μοτίβων άνθησης και κατάρρευσης. Πολλοί θεωρητικοί απορρίπτουν την ιδέα ότι οι νομισματικές αξίες είναι μια παθητική αντανάκλαση της κατάστασης των πραγμάτων στον πραγματικό κόσμο. Ουσιαστικά, οι χρηματικές αξίες δεν αντικατοπτρίζουν απλώς την κατάσταση των πραγμάτων στον πραγματικό κόσμο, αλλά αυτό που έχει σημασία είναι η αποτίμηση, ως θετική πράξη με αντίκτυπο στην εξέλιξη των γεγονότων. Τα νομισματικά- χρηματικά και τα πραγματικά φαινόμενα συνδέονται με αντανakλαστικό τρόπο, δηλαδή επηρεάζουν το ένα το άλλο αμοιβαία (Sorros, 2015, σελ. 18).

Πρέπει παράλληλα να έχουμε στο μυαλό μας, ότι οι συμμετέχοντες στις χρηματιστηριακές αγορές είναι υποκειμενικά όντα, που σημαίνει πως οι πράξεις τους συχνά έχουν ακούσιες συνέπειες. Γι' αυτό το λόγο, η σχέση μεταξύ συμμετεχόντων και οικονομίας είναι αντανakλαστική και παρουσιάζει κυκλικά χαρακτηριστικά, με την έννοια ότι τείνει να ταλαντεύεται από το ένα άκρο στο άλλο. Ως εκ τούτου, οι προσδοκίες τους αναφορικά με τα γεγονότα της εθνικής και διεθνούς πολιτικής σκηνής και ο τρόπος που αναμένουν να αντιδράσουν οι πολιτικές αρχές σε γεωπολιτικές κρίσεις, καθώς και η διαχείριση από μέρους τους αυτού του γεωπολιτικού ρίσκου είναι που επιδρούν εν τέλει, κατά το ρου της ιστορίας, στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών και στην πορεία των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών.

2.6.1 Γενικές Παρατηρήσεις

Σε γενικές γραμμές, τα γεωπολιτικά γεγονότα συνήθως δεν έχουν μόνιμο αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης, μπορούν ωστόσο να επιδράσουν σημαντικά σε τοπικό επίπεδο. Αξίζει δε να σημειωθεί ότι ο χρυσός είναι ιστορικά ένας από τους τακτικούς αντισταθμιστές με τις καλύτερες επιδόσεις έναντι του γεωπολιτικού κινδύνου (Seydl, 2024).

Μελετώντας τον Πίνακα 1, όπου αναφέρεται μια σειρά σημαντικών γεωπολιτικών γεγονότων της περιόδου 1940-2022, από τη Γερμανική εισβολή στη Γαλλία έως τη Ρωσική εισβολή στην Ουκρανία, μπορούμε να εξάγουμε κάποια αρχικά γενικά συμπεράσματα. Η ανάλυση αυτή λαμβάνει υπόψη τις επιδόσεις της αγοράς μετοχών τρεις, έξι και δώδεκα μήνες μετά από κάθε καταγεγραμμένο γεγονός, συγκρίνοντάς τις με αντίστοιχες επιδόσεις χωρίς τη διαμεσολάβηση εξίσου αξιόλογου γεωπολιτικού συμβάντος. Το συμπέρασμα είναι ότι στους τρεις μήνες μετά από ένα γεγονός η αγορά παρουσιάζει χαμηλότερες επιδόσεις, κατά μέσο όρο, αλλά αποδόσεις έξι και δώδεκα μηνών είναι σχεδόν ίδιες. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η μέση εμπειρία των επενδυτών στη χρηματιστηριακή αγορά να μην επηρεάζεται καθόλου από το γεωπολιτικό γεγονός που μεσολάβησε (Seydl, 2024).

Πίνακας 1

Σημαντικά γεωπολιτικά γεγονότα, 1940-2022

Event name	Time of event
Germany Invades France	05/09/1940–06/22/1940
Pearl Harbor	12/06/1941–12/10/1941
Korean War	06/23/1950–07/13/1950
Suez Canal Crisis	10/30/1956–10/31/1956
Sputnik	10/03/1957–10/22/1957
Cuban Missile Crisis	10/19/1962–10/27/1962
JFK Assassinated	11/21/1963–11/22/1963
Martin Luther King Assassinated	04/03/1968–04/05/1968
U.S. Bombs Cambodia	04/29/1970–05/14/1970
Arab Oil Embargo	10/16/1973–12/05/1973
Nixon Resigns	08/07/1974–08/29/1974
Iranian Hostage Crisis	11/02/1979–11/07/1979
U.S.S.R. Invades Afghanistan	12/24/1979–01/03/1980
Falkland Islands War	04/01/1982–05/07/1982
Beirut Bombing	10/21/1983–10/23/1983
U.S. Invades Grenada	10/24/1983–11/07/1983
U.S. Bombs Libya	04/14/1986–04/21/1986
Invasion of Panama	12/15/1989–12/20/1989
Iraq Invades Kuwait	08/02/1990–08/23/1990
Gulf War	01/16/1991–01/17/1991
Gorbachev Coup	08/16/1991–08/19/1991
World Trade Center Bombing	02/25/1993–02/27/1993
Oklahoma City Bombing	04/18/1995–04/20/1995
U.S. Embassy Bombings in Africa	08/06/1998–08/14/1998
U.S.S. Cole Yemen Bombing	10/11/2000–10/18/2000
WTC and Pentagon Terrorist Attacks	09/10/2001–09/21/2001
War in Afghanistan	10/05/2001–10/09/2001
Iraq War	03/19/2003–05/01/2003
Madrid Terrorist Attacks	03/10/2004–03/24/2004
London Train Bombing	07/06/2005–07/07/2005
India, Israel and Lebanon Bombings	07/11/2006–07/18/2006
Russia Invades Georgia	08/08/2008–08/16/2008
Israel Invades Gaza	12/27/2008–01/21/2009
Russia Invades Crimea	03/07/2014–03/14/2014
U.K. Votes to Leave E.U.	06/23/2016–06/27/2016
Russia Invades Ukraine	02/09/2022–03/08/2022

Πηγή: Seydl, 2024

Το συμπέρασμα αυτό, φυσικά, δεν είναι απόλυτο. Ιστορικά έχουν υπάρξει γεωπολιτικά γεγονότα που είχαν μακρόχρονη επίδραση στις αγορές μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης. Για παράδειγμα, στην πετρελαϊκή κρίση του 1973, η ύφεση της χρηματιστηριακής αγοράς που παρατηρήθηκε επέστρεψε το επόμενο έτος, με αποτέλεσμα να έχει σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις στις αποδόσεις των μετοχών. Βέβαια η αντίδραση αυτή σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με το στασιμοπληθωρισμό που παρατηρήθηκε τα επόμενα χρόνια. Σε αντιδιαστολή, μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία το 2022, που συγκλόνισε τις παγκόσμιες αγορές ενέργειας, γρήγορα τέθηκε σε κυκλοφορία πρόσθετος εφοδιασμός πετρελαίου. Ως εκ τούτου, ο οικονομικός και χρηματιστηριακός αντίκτυπος ήταν λιγότερο σοβαρός και πιο σύντομος σε σχέση με αυτόν της δεκαετίας του 1970 αν και πιο διαρκής σε σχέση με άλλα γεωπολιτικά γεγονότα.

2.6.2 Το χρηματιστήριο των ΗΠΑ

Το χρηματιστήριο των ΗΠΑ φαίνεται ιδιαίτερα ανθεκτικό στις γεωπολιτικές κρίσεις. Μελετώντας ιστορικά μία σειρά γεγονότων τα τελευταία εβδομήντα τρία χρόνια, διαπιστώνουμε ότι ο μέσος όρος της πτώσης βασικών χρηματιστηριακών δεικτών την πρώτη μέρα ήταν περίπου στο 2,4%. Τα γεγονότα αυτά, που περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων το εμπάργκο πετρελαίου του ΟΠΕΚ, την παραίτηση του προέδρου Νίξον, την κατάρρευση της Lehman Brothers και το «Flash Crash» του 2010, διήρκησαν οκτώ ημέρες, με συνολικές μέσες απώλειες της τάξης του 7,4%, ενώ η αγορά ανέκτησε τις απώλειες αυτές μόλις δεκατέσσερις ημέρες αργότερα (Shell, 2014).

Ωστόσο, θα αναμενόταν οι ΗΠΑ να είναι πιο ευάλωτες, λόγω του μεγάλου ελλείματος τρεχουσών συναλλαγών και την εξ αυτού στήριξη στις εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό. Στο σημερινό περιβάλλον, η ισχυρότερη ανάπτυξη και τα υψηλότερα επιτόκια σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο έχουν ενισχύσει τη στήριξη στο δολάριο. Ωστόσο, ακόμη και εν τη απουσία νομισματικής σύσφιξης λόγω του καθεστώτος του αποθεματικού νομίσματος, οι ΗΠΑ δεν αγωνίστηκαν για χρηματοδότηση κατά τη διάρκεια περιόδων αυξημένου γεωπολιτικού κινδύνου. Πράγματι, κατά κάποιο τρόπο οι ΗΠΑ θα μπορούσαν να θεωρηθούν ακόμη και ως «ωφελούμενοι» του αυξημένου γεωπολιτικού κινδύνου μέσω της αύξησης των ροών ασφαλούς καταφυγίου προς την οικονομία (Wade, 2019, σελ. 4).

Σε κάθε περίπτωση, η χρηματιστηριακή αγορά έχει επιβιώσει από σημαντικές περιόδους κρίσης, όπως ο Β΄ Παγκόσμιος Πόλεμος, οι διαμάχες στο Κόσσοβο και τη Γεωργία, ο πόλεμος των ΗΠΑ στη Μέση Ανατολή και πολιτικές αναταραχές στη Συρία και την Αίγυπτο (Shell, 2014). Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι η ιστορία των διεθνών συγκρούσεων που έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις αμερικανικές μετοχές είναι πολύ περιορισμένη και συμπεραίνουμε ότι θα χρειαζόταν, ενδεχομένως, μια σύγκρουση μεγαλύτερης κλίμακας για να υπάρξει έντονη αρνητική αντανάκλαση στη Wall Street. Όπως φαίνεται και στον Πίνακα 2, ο Dow Jones Industrial Average (DJIA), κατά τη διάρκεια των κρίσεων, ακολούθησε πτωτική τάση της τάξης του 7%, κατά μέσο όρο. Σε όλες τις περιπτώσεις, εκτός από πέντε, η αγορά επέστρεψε σε ανοδική πορεία μόλις έξι μήνες μετά από κάθε πτώση.

Πίνακας 2

Η αντίδραση του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ σε 28 διεθνείς κρίσεις από το 1940

Event	DJIA Reaction Dates	Date Range % Gain/Loss	Six Months Later
Fall of France	5/9/40 - 6/22/40	-17.1%	7.0%
Pearl Harbor	12/6/41 - 12/10/41	-6.5%	-9.6%
Korean War	6/23/50 - 7/13/50	-12.0%	19.2%
Eisenhower Heart Attack	9/23/55 - 9/26/55	-6.5%	11.7%
Cuban Missile Crisis	10/19/62 - 10/27/62	1.1%	24.2%
JFK Assassination	11/21/63 - 11/22/63	-2.9%	15.1%
US Bombs Cambodia	4/29/70 - 5/14/70	-7.1%	13.5%
Arab Oil Embargo	10/16/73 - 12/05/73	-18.5%	7.2%
Nixon Resigns	8/7/74 - 8/29/74	-17.6%	12.5%
USSR in Afghanistan	12/24/79 - 1/3/80	-2.2%	6.8%
Falkland Island Wars	4/1/82 - 5/7/82	4.3%	20.8%
US Invades Grenada	10/24/83 - 11/7/83	-2.7%	-3.2%
US Bombs Libya	4/14/86 - 4/21/86	2.8%	-1.0%
Financial Panic of '87	10/2/87 - 10/19/87	-34.2%	15.0%
Invasion of Panama	12/15/89 - 12/20/89	-1.9%	8.0%
Gulf War	1/16/91 - 1/17/91	4.6%	15.0%
World Trade Center Bombing	2/25/93 - 2/27/93	-0.3%	8.5%
Oklahoma City Bombing	4/18/95 - 4/20/95	1.2%	12.9%
Asian Stock Market Crisis	10/7/97 - 10/27/97	-12.4%	25.0%
US Embassy Bombing in Africa	8/6/98 - 8/14/98	-1.8%	10.4%
September 11th Attacks	9/10/01 - 9/21/01	-14.3%	24.8%
War in Afghanistan	10/5/01 - 10/09/01	-0.7%	12.4%
Iraq War	3/19/03 - 5/1/03	2.3%	15.6%
London Train Bombing	7/6/05 - 7/7/05	0.3%	5.6%
Bear Stearns Collapse	3/14/08 - 3/14/08	0.0%	-4.4%
US Credit Rating Downgrade	7/21/11 - 10/3/11	-15.8%	25.6%
COVID-19 Pandemic	2/15/20 - 3/23/20	-36.6%	-41.2%
Russia Invades Ukraine	2/24/22 - 6/17/22	-9.3%	11.3%
Average		-7.3%	9.6%

Πηγή: Amundi Asset Management, 2024

2.6.2.1 Γεγονότα στη Μέση Ανατολή

Μελετώντας την τρέχουσα επικαιρότητα, αξίζει να δούμε τον αντίκτυπο των γεγονότων μεταξύ Ισραήλ και Παλαιστίνης στις αμερικάνικες χρηματιστηριακές αγορές. Η εισβολή της Χαμάς στο Ισραήλ έλαβε χώρα μέρα Σάββατο, που οι κεφαλαιαγορές σε όλο τον κόσμο ήταν κλειστές. Ως αποτέλεσμα, οι περισσότεροι επενδυτές είχαν στη διάθεσή τους μερικές ημερολογιακές ημέρες για να αξιολογήσουν τις πιθανές επιπτώσεις στην αγορά, πριν προβούν σε οποιαδήποτε ενέργεια. Αυτό ίσχυε ιδιαίτερα για τους επενδυτές ομολόγων, καθώς η αγορά ομολόγων των ΗΠΑ ήταν κλειστή και τη Δευτέρα, για την Ημέρα του Κολόμβου. Αυτοί οι παράγοντες πιθανότατα βοήθησαν στη διάχυση τυχόν απότομων κινήσεων της αγοράς που θα σχετίζονταν με την απροσδόκητη επίθεση.

Πράγματι, με το άνοιγμα των χρηματιστηριακών αγορών παρατηρήθηκε μία πτώση του S&P 500 της τάξης του 0,6%, κατά την πρώτη μιάμιση ώρα των συναλλαγών, που φάνηκε να σταθεροποιείται γύρω στις 11 π.μ., οπότε και ξεκίνησε η ανοδική πορεία των μετοχών. Η μέρα έκλεισε με σχετικά υψηλή απόδοση. Εν ολίγοις, η αντίδραση του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ ήταν ελάχιστη έως μηδαμινή (Parnell, 2023). Μία απεικόνιση του γραμμικού διαγράμματος τιμών εκείνης της ημέρας φαίνεται στον Διάγραμμα 2.

Διάγραμμα 2

Η αντίδραση του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ στον πόλεμο

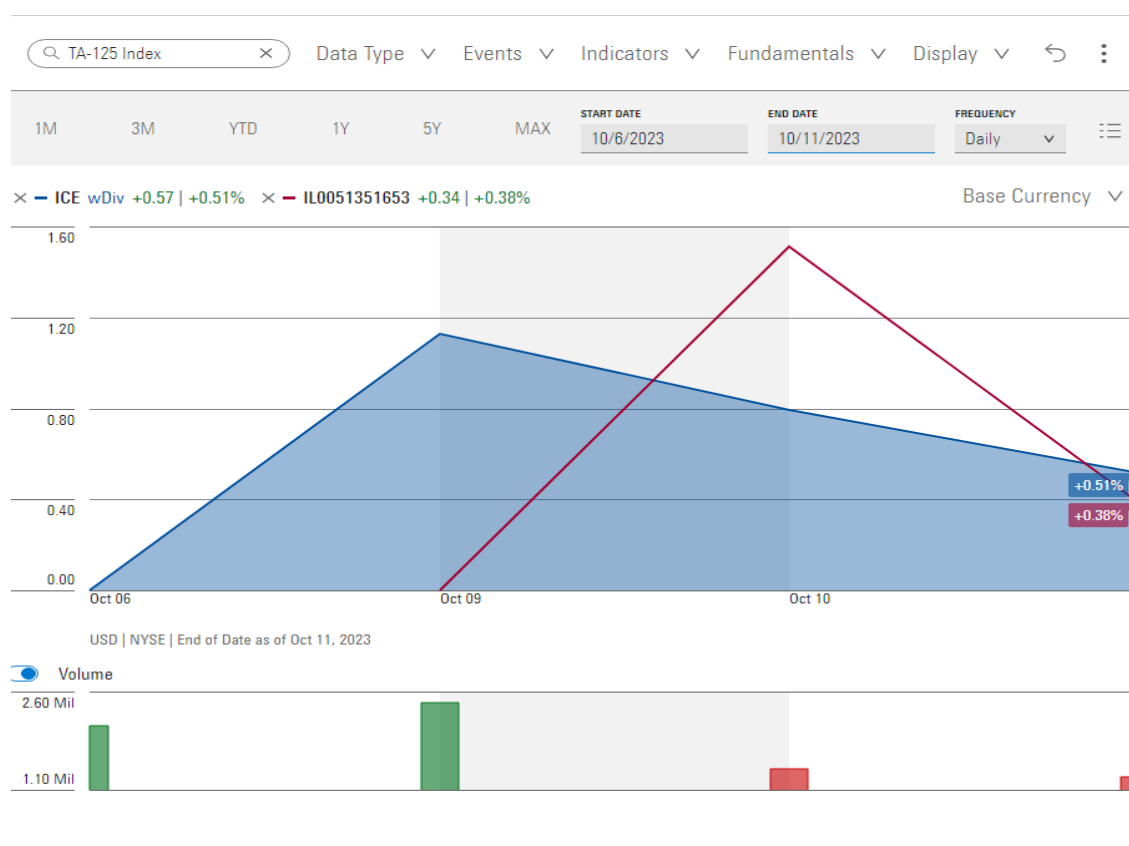


Πηγή: Pinnacle Data Corporation, n.d.

Όσον αφορά στη χρηματιστηριακή αγορά του Ισραήλ, αυτή αναμενόταν να επηρεαστεί περισσότερο. Μάλιστα, σε αντίθεση με το χρημαστήριο των ΗΠΑ, αυτό του Τελ- Αβίβ παραμένει ανοιχτό από Κυριακή έως Πέμπτη, γεγονός που σήμαινε ότι ο αντίκτυπος θα ήταν άμεσα αντιληπτός στο Ισραήλ. Η πτώση των μετοχών ήταν πράγματι γρήγορη και απότομη κατά τις πρώτες τρεις ώρες, αλλά όπως και στις ΗΠΑ, τη Δευτέρα οι μετοχές του Ισραήλ, μετά την πτωτική τους πορεία, άρχισαν να επιστρέφουν σταδιακά τις επόμενες ημέρες των συναλλαγών, όπως αποτυπώνεται και στο Διάγραμμα 3 (Parnell, 2023).

Διάγραμμα 3

Δείκτες χρηματιστηρίου του Τελ- Αβίβ



Πηγή: Morningstar, Inc., 2024

2.6.3 Ο ρόλος της Κίνας

Η οικονομική άνοδος της Κίνας τα τελευταία χρόνια έχει συμβάλει στο να αναδειχθεί βασικός αντίπαλος των ΗΠΑ σε ζητήματα επιρροής και ισχύος στη διεθνή πολιτική και το διεθνές εμπόριο. Αυτό, όπως είναι αναμενόμενο, έχει σημαντικές επιπτώσεις τόσο

στις σχέσεις μεταξύ των δύο χωρών όσο και στη στάση των ΗΠΑ απέναντι σε πολυμερείς συμφωνίες και θεσμούς. Ο εμπορικός απομονωτισμός, ο ανταγωνισμός τους για την επικράτηση τόσο στον τομέα του εμπορίου και της οικονομίας όσο και σε αυτόν της τεχνολογίας δημιουργούν μεγαλύτερα περιθώρια για γεωπολιτικούς κινδύνους, καθώς οι ΗΠΑ έχουν λιγότερο συμφέρον συμμετοχής στο παγκόσμιο σύστημα και είναι πιο πρόθυμες να διακινδυνεύσουν τη διακοπή των σχέσεων με άλλα κράτη. Είναι γνωστό, εξάλλου, ότι οι ισχυροί εμπορικοί δεσμοί παρέχουν το κίνητρο για τη διατήρηση φιλικών πολιτικών και στρατιωτικών σχέσεων, ώστε καθώς αυτές αποδυναμώνονται, οι γεωπολιτικές συγκρούσεις να γίνονται πιο πιθανές (Wade, 2019, σελ. 5).

Η άνοδος της Κίνας συμβαδίζει με την αύξηση της παγκοσμιοποίησης που έχει δημιουργήσει νικητές και ηττημένους και βοήθησε να τροφοδοτηθεί ο λαϊκισμός. Επομένως, εάν και τα αίτια του γεωπολιτικού κινδύνου σήμερα διαφέρουν σε σχέση με το παρελθόν, ωστόσο, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι ο γεωπολιτικός κίνδυνος διατηρείται σε υψηλά επίπεδα, με τις αντίστοιχες επιπτώσεις στις χρηματοοικονομικές και χρηματιστηριακές αγορές παγκοσμίως.

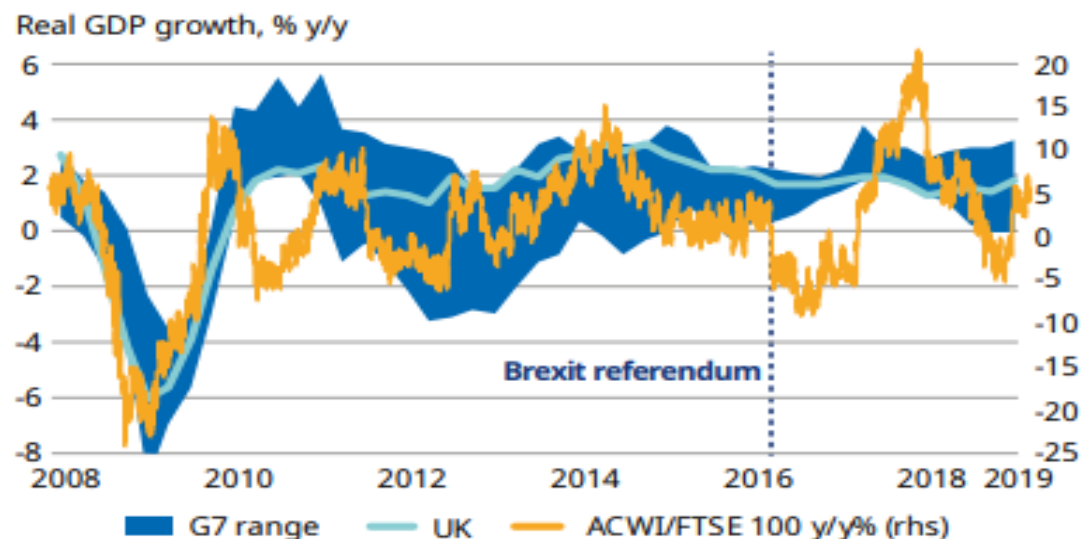
2.6.4 Πρόσφατα γεγονότα

Ρίχνοντας μια ματιά στην παγκόσμια οικονομία σήμερα, τόσο σε μακρο-επίπεδο όσο και σε επίπεδο αγορών, παρατηρούμε τις επιπτώσεις από την αβεβαιότητα που δημιουργεί το Brexit και ο εμπορικός πόλεμος ΗΠΑ- Κίνας. Η προσπάθεια απόδοσης αποτελεσμάτων σε συγκεκριμένα γεγονότα είναι πάντα γεμάτη κινδύνους, δεδομένων των πολλών παραγόντων που καθορίζουν την οικονομική συμπεριφορά ανά πάσα στιγμή.

Για παράδειγμα, η απόδοση της αγοράς μετοχών του Ηνωμένου Βασιλείου περιπλέκεται από τη συμπεριφορά της στερλίνας, αλλά ο δείκτης FTSE 100 παρουσίασε χαμηλές επιδόσεις στις παγκόσμιες αγορές μετοχών μετά το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος για το Brexit το 2016 και μετά από ανάκαμψη που σχετίζεται με τη στερλίνα, έχει υποαποδώσει από τα τέλη του 2017, σύμφωνα και με το Διάγραμμα 4.

Διάγραμμα 4

Η σχετική απόδοση της οικονομίας και της αγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου



Πηγή: Wade, 2019, σελ. 4

Η έρευνα των Cucinelli, Schwizer και Soana (2021) διαπίστωσε ότι το Ηνωμένο Βασίλειο δεν ήταν ιδιαίτερα αγαπητό σε σχέση με άλλες παγκόσμιες αγορές μετοχών, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές είναι απρόθυμοι να δεσμεύσουν κεφάλαια ως αποτέλεσμα της αβεβαιότητας του Brexit.

Η εύρεση παρόμοιων επιπτώσεων στις ΗΠΑ είναι πιο δύσκολη καθώς η οικονομία είχε καλές επιδόσεις κατά τη διάρκεια της προηγούμενης προεδρίας Τραμπ, τόσο σε οικονομικούς όρους όσο και σε όρους αγοράς, βοηθήθηκε σε μεγάλο βαθμό από τις φορολογικές περικοπές και τη δημοσιονομική επέκταση. Η επιβολή σειράς δασμών ωστόσο, το 2025, από τη διοίκηση της Κυβέρνησης Τραμπ σε πληθώρα χωρών και η διατήρηση και αύξηση αυτών σε βάρος των κινεζικών προϊόντων έχει δημιουργήσει συνθήκες εμπορικού πολέμου, άνευ προηγουμένου. Η εισαγωγή αυτών των δασμών οδήγησε σε σημαντική αστάθεια στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Οι σημαντικοί δείκτες παρουσίασαν διακυμάνσεις καθώς οι επενδυτές αντέδρασαν στις κλιμακούμενες εμπορικές εντάσεις και τις πιθανές οικονομικές επιπτώσεις. Η αβεβαιότητα γύρω από τις εμπορικές πολιτικές συνέβαλε στο προσεκτικό επενδυτικό κλίμα και στην αστάθεια της αγοράς (Laidley, 2025).

Λαμβάνοντας υπόψη την ιδιαίτερη περίπτωση της επιβολής των δασμών, που αποτελεί από μόνο του ένα αντικείμενο προς μελέτη, η μέχρι τώρα πορεία του αμερικάνικου

χρηματιστηρίου αναδεικνύει μία από τις σημαντικότερες παραδοχές σχετικά με τον γεωπολιτικό κίνδυνο: οι εγχώριες οικονομίες τείνουν να είναι πιο ανθεκτικές από τις διεθνώς εκτεθειμένες αντίστοιχες αγορές. Ακόμα κι αν οι πρώτες είναι οι πρωταγωνιστές των γεωπολιτικών γεγονότων, τελικά οι αγορές που είναι πιο στενά συνδεδεμένες με την παγκόσμια οικονομία, είναι αυτές που διατρέχουν τον μεγαλύτερο κίνδυνο.

Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώνεται όταν εξετάζουμε την ευαισθησία μιας σειράς οικονομιών στον παγκόσμιο εμπορικό κύκλο. Χώρες όπως οι ΗΠΑ, η Ινδία και η Βραζιλία, όπου το ΑΕΠ κατευθύνεται κατά κύριο λόγο από εγχώριους παράγοντες είναι πιο ανθεκτικές στον παγκόσμιο οικονομικό κύκλο, ενώ η Κίνα, η Γερμανία, η Ιαπωνία και η Νότια Κορέα εξαρτώνται περισσότερο από το διεθνές εμπόριο και ως εκ τούτου είναι πιο ευάλωτες στη διαταραχή που δημιουργείται από τον αυξημένο γεωπολιτικό κίνδυνο. Υπάρχουν ορισμένες ενδείξεις ότι αυτό αντανάκλαται σημαντικά στην απόδοση της αγοράς μετοχών, με τη Γερμανία και την Ιαπωνία να παρουσιάζουν μειωμένη απόδοση σε σχέση με τις ΗΠΑ σε πληθώρα επεισοδίων αυξημένου γεωπολιτικού κινδύνου. Είναι εν μέρει σε αναγνώριση των οικονομικών επιπτώσεων του γεωπολιτικού κινδύνου και της επίδρασής του στην αγορά που η Κίνα έχει ξεκινήσει την ανάπτυξη της Πρωτοβουλίας για το Δρόμο του Μεταξιού (BRI), ως εναλλακτική πηγή ανάπτυξης σε μεγάλο βαθμό ανεξάρτητη από τις ΗΠΑ και το υπάρχον παγκόσμιο εμπόριο. Επιχειρείται έτσι να εξελιχθεί η οικονομία με ανεξάρτητο τρόπο, ώστε να γίνει πιο ανθεκτική στις αυξήσεις της έντασης του γεωπολιτικού κινδύνου.

Η αβεβαιότητα, ωστόσο, που απορρέει από τους δασμούς, που επέβαλαν οι ΗΠΑ, δεν έχει επιβαρύνει μόνο τις προσδοκίες. Έχει επίσης δυσκολέψει τις προβλέψεις κι έχει διευρύνει το πεδίο έρευνας όσον αφορά την επίδραση των πολιτικών αποφάσεων στο μέχρι τώρα ακλόνητο από γεωπολιτικά γεγονότα, αμερικανικό χρηματιστήριο. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η πλέον γνωστή ως *Black Monday*, ήτοι τη Δευτέρα 7 Απριλίου 2025, όπου τα χρηματιστήρια σημείωσαν απότομη και πρωτοφανή πτώση, μετά την ανακοίνωση των δασμών από την Κυβέρνηση Τραμπ. Οι δείκτες του αμερικανικού χρηματιστηρίου κινήθηκαν σε ιστορικά χαμηλά, παρόμοια με αυτά που είχαν φτάσει στην περίοδο της πανδημίας. Αντίστοιχη, βέβαια, ήταν και η αντίδραση στα χρηματιστήρια της Ευρώπης, της Κίνας και της Ιαπωνίας (Renisson et al., 2025). Ενδιαφέρον δε παρουσιάζει ο τρόπος, η ταχύτητα και ο λόγος της ανάκαμψής τους, καθώς και κατά πόσον αυτή θα ακολουθήσει σταθερή πορεία ή εάν θα ακολουθήσει μια περίοδος μικρών ή μεγάλων διακυμάνσεων

Σε γενικές γραμμές, πάντως, παρατηρούμε ότι η ίδια η εκλογή του Προέδρου Τραμπ, τόσο η πρώτη όσο και η δεύτερη, αποτελεί από μόνη της ένα γεγονός με γεωπολιτικές επιπτώσεις. Έτσι, θα είχε ενδιαφέρον να εστιάσουμε τη μελέτη μας στην αντίδραση των χρηματιστηρίων στις δύο αυτές προεδρίες, καθώς η σύγκριση των σχετικών ευρημάτων μπορεί να μας δώσει πολλά στοιχεία όχι μόνο σχετικά με τις προσδοκίες των επενδυτών, αναφορικά με την οικονομική σταθερότητα που η πολιτική του συνεπάγεται, αλλά και του παγκόσμιου πολιτικού, οικονομικού και κοινωνικού κλίματος που αυτή δημιουργεί στις μέρες μας (Zhang, 2025).

2.6.5 Χρησιμότητα άλλων χρηματιστηριακών δεικτών

Η ανάλυση της κίνησης των τιμών στις χρηματιστηριακές αγορές είναι μια σύνθετη διαδικασία, που επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες. Χρήσιμο εργαλείο στην ανάλυση αποτελούν οι χρηματιστηριακοί δείκτες. Ακόμα και η επιλογή αυτών όμως φαίνεται να μπορεί να επηρεάσει τα αποτελέσματα της μελέτης.

Πράγματι, «διαβάζοντας» τον S&P 500, πρέπει να έχουμε υπόψη μας τη σύνθεσή του. Το μεγάλο μέγεθος του κλάδου της τεχνολογίας, με επικεφαλής εταιρείες όπως η Apple και η Nvidia, σημαίνει ότι ο δείκτης εξαρτάται περισσότερο από τα скаμπανεβάσματα αυτών των μεγαθηρίων από οτιδήποτε άλλο. Οι ισχυρότερες επτά εταιρίες, γνωστές ως Magnificent 7, όνομα που δόθηκε στις επτά μεγάλες εταιρείες που έχουν οδηγήσει το χρηματιστήριο υψηλότερα τα τελευταία χρόνια – αντιπροσωπεύουν τώρα περίπου το 30% της συνολικής αποτίμησης του S&P 500 (Rennison, 2025). Η διαπίστωση αυτή είναι ακόμα πιο έντονη στον δείκτη NASDAQ, όπου ο τεχνολογικός τομέας εκπροσωπεί το 50% των εταιριών που συνολικά συμμετέχουν σε αυτόν.

Αντίστοιχα, ο δείκτης DOW είναι ένας σταθμισμένος χρηματιστηριακός δείκτης, που παρακολουθεί τριάντα μεγάλες, εισηγμένες στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ, εταιρίες, σε διάφορους κλάδους. Τα χαρακτηριστικά αυτά της σύνθεσής του σημαίνουν ότι οι μετοχές με της υψηλότερες τιμές ασκούν μεγαλύτερη επιρροή στον δείκτη απ' ότι αυτές με τις χαμηλότερες τιμές και όλοι οι συμμετέχοντες είναι πρωτοπόροι στην υψηλή κεφαλαιοποίηση. Παράλληλα, φαίνεται να μην είναι απόλυτα αντιπροσωπευτικός αναφορικά με τις μελλοντικές κινήσεις της αγοράς, λόγω του περιορισμένου αριθμού εταιριών που μετέχουν σε αυτόν. Σε αντίθεση με τους δύο δείκτες, ωστόσο, η συμμετοχή είναι κατανομημένη σε πληθώρα τομέων, όπως την τεχνολογία, την ενέργεια, τη

βιομηχανία, την υγειονομική περίθαλψη κ.ά., προσφέροντας κάποια ευρύτερη οικονομική εκπροσώπηση (Markiel, 2020, σελ. 104).

Επομένως, όταν βλέπουμε μια απότομη πτώση στον κλάδο της τεχνολογίας αυτό ενδέχεται να αντιπροσωπεύει μια γενικότερη ανησυχία για την ευρύτερη αγορά, αλλά μπορεί και να ερμηνευθεί αποκλειστικά με όρους που σχετίζονται για παράδειγμα με εξελίξεις στον τομέα της τεχνητής νοημοσύνης, ή ακόμα και μια οπισθοδρόμηση μετά από μια σημαντική αύξηση στην συνολική αποτίμηση τα τελευταία χρόνια (Rennison, 2025). Με άλλα λόγια, η κίνηση στους δείκτες αυτούς φαίνεται να είναι πιο ευαίσθητοι από παράγοντες που σχετίζονται με συγκεκριμένους τομείς ή συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των εταιριών που εκπροσωπούν.

Αντίθετα, άλλοι δείκτες, όπως ο Russell 2000, που δεν επικεντρώνονται σε έναν κλάδο ή που περιλαμβάνουν και μικρότερες ή περισσότερες εταιρίες, ίσως μπορούν να μας δώσουν περισσότερα στοιχεία και καθαρές ενδείξεις για ευρύτερες ανησυχίες στην αγορά. Επιπλέον, η γεωγραφική εκπροσώπηση έχει ιδιαίτερη σημασία. Για παράδειγμα, περίπου το 30% των εσόδων για τον S&P 500 προέρχονται από χώρες εκτός των ΗΠΑ, διπλάσιο από αυτό του Russell 2000, γεγονός που έχει σημασία ανάλογα με τις επιδόσεις της κάθε αγοράς.

2.7 Συμπεράσματα

Η γεωπολιτική πραγματικότητα και ιδίως οι αλλαγές αυτής έχει αναμφισβήτητη επίδραση στην παγκόσμια οικονομία, επηρεάζοντας αντίστοιχα και την συμπεριφορά των επενδυτών και κατ' επέκταση των χρηματιστηριακών αγορών. Παρατηρείται όμως ότι τα χρηματιστήρια συνήθως γρήγορα επιστρέφουν στην κανονικότητα, γεγονός που συνηγορεί στο συμπέρασμα ότι ο γεωπολιτικός παράγοντας παίζει σημαντικό ρόλο, ωστόσο μόλις η ταραχή ή το γεγονός συμβεί, η αβεβαιότητα των επενδυτών θεραπεύεται. Θα μπορούσε, με άλλα λόγια, κανείς να υποθέσει ότι η αναμονή, οι θεωρίες και οι προσδοκίες για τις γεωπολιτικές αλλαγές είναι αυτά που προκαλούν περισσότερο αστάθεια στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές.

Κεφάλαιο 3

Μελέτη περίπτωσης- Κρίση των πυραύλων της Κούβας

3.1 Εισαγωγή

Με το βλέμμα στραμμένο στην επικαιρότητα, που χαρακτηρίζεται από έντονες γεωπολιτικές ταραχές και πιο συγκεκριμένα τον πόλεμο στην Ουκρανία και στη Γάζα, οι μελετητές των αγορών στρέφουν την προσοχή τους στην επίπτωση των πολέμων στα παγκόσμια χρηματιστήρια. Ιστορικά, έχει ενδιαφέρον να προσεγγίσουμε το ζήτημα ξεκινώντας από την περίοδο του Ψυχρού Πολέμου, κατά τη διάρκεια της οποίας η πολεμική σύγκρουση ήταν παρούσα παντού, εκτός από το πεδίο μάχης (Gillespie, 2008, σελ. 1). Η κρίση των πυραύλων της Κούβας αποτελεί ένα έξοχο παράδειγμα, προκειμένου να μελετήσουμε την αντίδραση των χρηματιστηρίων στην απειλή ενός πυρηνικού πολέμου. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης ο κίνδυνος πυρηνικής σύγκρουσης αυξήθηκε απότομα και στη συνέχεια αποσοβήθηκε σε σύντομο χρονικό διάστημα (Finer, 2021, σελ. 2).

3.2 Ανάλυση του γεγονότος

Η κρίση των πυραύλων στην Κούβα το 1962 ανέδειξε την αστάθεια των ψυχροπολεμικών γεωπολιτικών σχέσεων. Επί της ουσίας δεν επρόκειτο για αντιπαράθεση των Η.Π.Α. και της Ε.Σ.Σ.Δ., αλλά αντίθετα για μια περίπλοκη κατάσταση, που περιλάμβανε μεγάλο αριθμό μεταβλητών, που δεν ήταν πλήρως κατανοητές από καμία από της δύο χώρες (Errickson, 1994, σελ. iv).

Την 22 Οκτωβρίου 1962, σε μία αιφνιδιαστική ομιλία του, ο πρόεδρος των Η.Π.Α. John F. Kennedy, ανέφερε την ανακάλυψη θέσεων σοβιετικών πυραύλων μεσαίου βεληνεκούς στην Κούβα. Σε απάντηση, ανήγγειλε το ναυτικό αποκλεισμό της Κούβας, προκειμένου να αποτρέψει την περαιτέρω συσσώρευση επιθετικών όπλων από πλευράς της Σοβιετικής Ένωσης και διέκρινε τον κίνδυνο πυρηνικού πολέμου, σε σχέση με την απομάκρυνση των Σοβιετικών στρατηγικών όπλων από την Κούβα (Dixit et al., 2019).

Ακολούθησαν συζητήσεις τόσο εντός καθεμίας εκ των εμπλεκόμενων δυνάμεων όσο και μεταξύ τους, καθώς και διαπραγματεύσεις πάνω και κάτω από το τραπέζι και

αντιμετώπιση εκατέρωθεν απειλών και υποχωρήσεων (βλ. ενδεικτικά Munton & Welch, σελ. 48-80 και Gillespie, 2008) που δεν αποτελούν ωστόσο αντικείμενο της παρούσας μελέτης και κρίνεται σκόπιμο να μην αναφερθούν σχετικές λεπτομέρειες. Αρκεί να επισημάνουμε ότι μετά από μία εβδομάδα, ο Ρώσος ηγέτης, Νικήτα Χρυσόστοφ ανακοίνωσε την απομάκρυνση των πυραύλων και μέσα σε ένα μήνα η κρίση έφτασε στο τέλος της, με την άρση του αποκλεισμού. Τα ως άνω ορόσημα επιλέγονται ως χρονικά σημεία που οι σχετικές αποφάσεις κοινοποιήθηκαν από το επιτελείο του Αμερικανού Προέδρου κι έχει ως εκ τούτου αξία να εξεταστούν σε σχέση με τον αντίκτυπό της της κινήσεις των επενδυτών και την αντίδραση των χρηματιστηρίων (Finer, 2021, σελ 3-4).

Παρότι στη διεθνή βιβλιογραφία η κρίση των πυραύλων στην Κούβα αποτελεί ένα από τα πιο τρομακτικά γεγονότα του Ψυχρού Πολέμου, καθότι θεωρείται ότι ο κόσμος έφτασε ένα βήμα πριν τον πυρηνικό Αρμαγεδδών, η κίνηση του αμερικανικού χρηματιστηρίου φαίνεται να διαψεύδει τη διαπίστωση αυτή. Κι αυτό διότι εάν πράγματι εκείνη την περίοδο βρεθήκαμε τόσο κοντά στον Τρίτο Παγκόσμιο Πόλεμο, θα αναμέναμε το χρηματιστήριο των ΗΠΑ να καταρρεύσει απότομα (Christensen, 2014).

3.3 Η αντίδραση του χρηματιστηρίου και οι ιδιαιτερότητές της

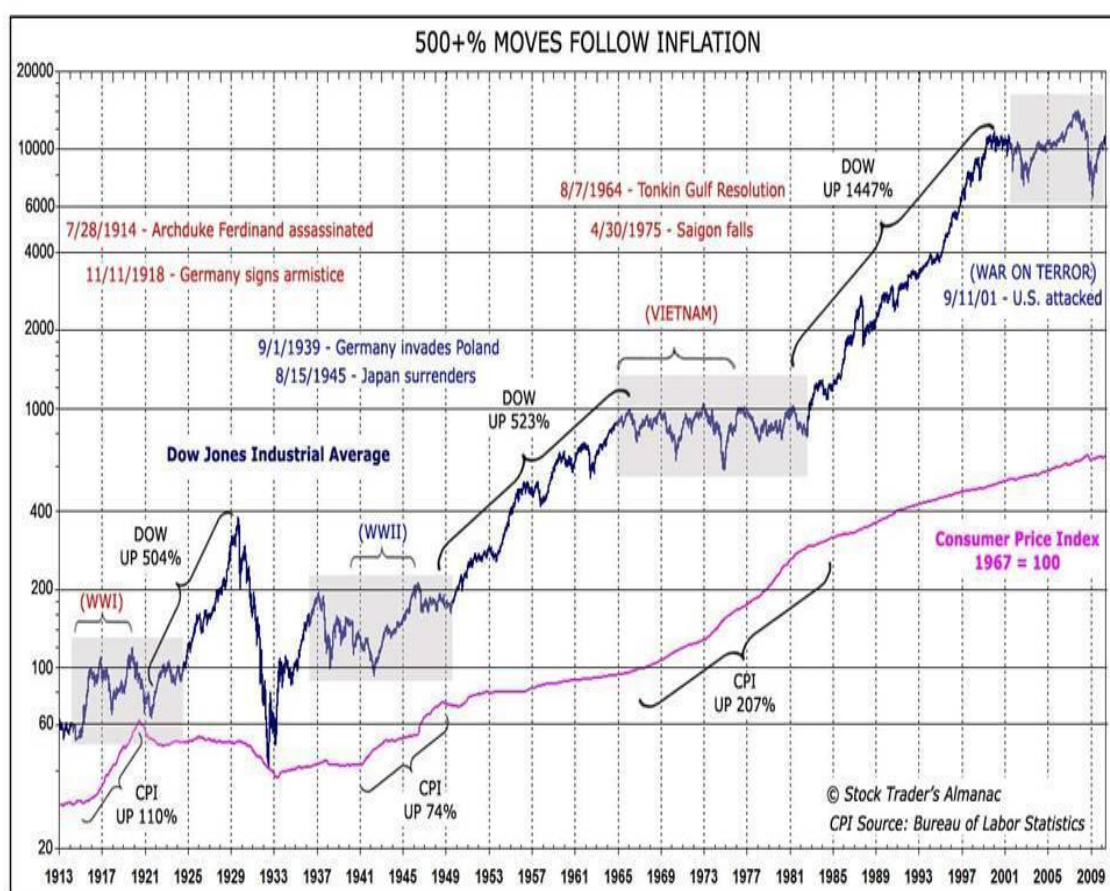
Για να ξεκινήσουμε την ανάλυσή μας, ας αναφέρουμε εν είδη γενικής παρατήρησης ότι, σε αντίθεση με άλλα σημαντικά γεωπολιτικά- γεωστρατηγικά γεγονότα, κατά το διάστημα των δεκατριών ημερών της κρίσης στην Κούβα, ο δείκτης Dow παρέμεινε εντυπωσιακά ήρεμος, χάνοντας μόλις 1.2%, ενώ το υπόλοιπο έτος εμφανίστηκε κερδισμένος κατά 10% περίπου. Για να κατανοήσουμε το βαθμό μετριότητας στην αντίδραση αυτή του αμερικανικού χρηματιστηρίου, αρκεί να αναφέρουμε ότι μετά την επίθεση της 11ης Σεπτεμβρίου 2001, οι τιμές των μετοχών έπεσαν δραματικά, με αποτέλεσμα ο Dow να χάνει περίπου 15% σε διάστημα λιγότερο των δύο εβδομάδων μετά την εν λόγω τραγωδία. Χρειάστηκε δε να περάσουν μήνες προκειμένου η αγορά μετοχών να επανακάμψει και να ανακτήσει τις απώλειές της (Carlson, 2017).

Παρά τη διαφορά μεταξύ των δύο περιπτώσεων, διαφορά που παρατηρείται και με άλλα γεγονότα, διαπιστώνουμε την επανάληψη μίας συμπεριφορικής πατέντας. Πράγματι, σε κάθε διένεξη που εμπλέκονται οι ΗΠΑ, το χρηματιστήριο αντιδρά άμεσα με μια απότομη, άλλες φορές μικρότερη και άλλες μεγαλύτερη, πτώση, ενώ φαίνεται να ανακάμπτει πολύ γρήγορα. Είναι χαρακτηριστικό ότι σε δεκατέσσερα σημαντικά γεωπολιτικά γεγονότα, από την επίθεση στο Pearl Harbor, το Δεκέμβριο του 1941 ο μέσος όρος ημερήσιας

πτώσης ήταν της τάξης του 2,4%. Αυτά τα γεγονότα, που περιλαμβάνουν επίσης την τρομοκρατική επίθεση του 2001 και την κρίση των πυραύλων τη Κούβας του 1962, διήρκησαν οκτώ ημέρες, με συνολικές απώλειες περίπου 7,4%. Η αγορά επανήλθε, ωστόσο, το αργότερο δεκατέσσερις ημέρες μετά. Παρόμοιες αντιδράσεις βλέπουμε και στις κρίσεις της Μέσης Ανατολής, όπως στην επιχείρηση *Desert Storm* το 1991, τον πόλεμο του Ιράκ το 2003 και τη διένεξη στη Συρία το 2011 (SFS, 2014). Η διαπίστωση αυτή αποτυπώνεται γλαφυρά στο Διάγραμμα 5.

Διάγραμμα 5

Η επίδραση του πολέμου στις αγορές μετοχών



Πηγή: SFS, 2014

Παρότι, σε γενικές γραμμές, τα γεγονότα που ενέχουν γεωπολιτικό ρίσκο αποτελούν πάντα μια ανησυχία κι έχουν άμεση επίδραση στις χρηματιστηριακές αγορές, η ιστορία των διεθνών συγκρούσεων που έχουν μεγάλο αντίκτυπο στις μετοχές των ΗΠΑ είναι πολύ περιορισμένη και επομένως θα χρειαζόταν μια πολύ μεγαλύτερη σύγκρουση για να έχει σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο. Η περίπτωση της κρίσης των πυραύλων της

Κούβας συγκαταλέγεται μεταξύ γεγονότων της μίας μέρας στην αγορά, με τον S&P 500 να υποχωρεί μεν κατά 2,7% την πρώτη ημέρα, να ανακτά όμως το σύνολο των απωλειών μόλις πέντε ημέρες συναλλαγών αργότερα (Shell, n.d.).

Επί της ουσίας, στην περίπτωση της κρίσης της Κούβας δεν ήταν μόνο η πυρηνική καταστροφή, ως πιθανό αποτέλεσμα, που θα μπορούσε να έχει οικονομικές επιπτώσεις. Στο διάγγελμα του ο Πρόεδρος Kennedy προειδοποίησε τους Αμερικανούς πολίτες για το ενδεχόμενο να αντιμετωπίσουν μια μακρά περίοδο θυσιών ακόμα και τις επιπτώσεις μιας πολεμικής οικονομίας. Οι δηλώσεις αυτές είχαν άμεσο αντίκτυπο στην οικονομία, καθότι παρατηρήθηκε ότι τις επόμενες ημέρες οι βιομηχανίες με τις υψηλότερες αποδόσεις ήταν αυτές των οποίων η δραστηριότητα συνδεόταν με την υποστήριξη του πολέμου, ενώ όσες συνδέονταν με τις καθημερινές, επιλεκτικές δαπάνες των καταναλωτών είχαν χαμηλότερες του φυσιολογικού αποδόσεις (May & Zelikow, 2002, σελ. 188). Η διαφορά αυτή εξομαλύνθηκε τις επόμενες μέρες, με τις δηλώσεις του Χρυσόστοφ ότι η απάντησή του δε θα είναι βεβαιασμένη, πολύ περισσότερο δε με τη συνθηκολόγηση της 28^{ης} Οκτωβρίου.

Τι ήταν αυτό όμως που συνέβαλε ώστε να μην αλλάξει η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς, να μην επισυμβεί με άλλα λόγια η μετατροπή της από «*bull market*» σε «*bear market*», όροι ιδιαίτερα οικείοι στους κόλπους των αγορών μετοχών; Ποιες ήταν οι προσδοκίες των συμμετεχόντων στις χρηματιστηριακές αγορές που δημιούργησε την εικόνα της σταθερότητας σε αυτές, παρά την παγκόσμια αίσθηση αστάθειας και κινδύνου, ενόψει του ενδεχομένου ενός πυρηνικού πολέμου; Για να κατανοήσουμε τις προβληματικές αυτές και να μπορέσουμε να βρούμε απαντήσεις, πρέπει να προσεγγίσουμε με μεγαλύτερη ερευνητική λεπτομέρεια τα γεγονότα. Πάντως, παρότι η εν λόγω κρίση αναφέρεται μεταξύ των σημαντικότερων ειδήσεων στους Cutler et al. (1988, σελ. 13), οι επιπτώσεις της στον καθορισμό των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και μετοχών δεν έχουν τύχει της ανάλογης προσοχής στην βιβλιογραφία των οικονομικών επιστημών. Μελετώντας τις αιτίες αυτής της συμπεριφοράς, διαπιστώνουμε αφενός ότι οι επενδυτές αποτίμησαν τον κίνδυνο μιας ακραίας καταστροφής, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη την ιστορική εμπειρία, αφετέρου ότι οι αντιδράσεις της αγοράς σε έναν τέτοιο κίνδυνο δεν μπόρεσαν να συμβιβαστούν τόσο με τα δεδομένα της έρευνας σχετικά με τις πεποιθήσεις των Αμερικανών όσο και με τα τυπικά επίπεδα αποφυγής του ρίσκου (Finer, 2021, σελ. 8).

3.3.1 Λόγοι της μετριοπαθούς αντίδρασης

Πολλοί μπορεί να είναι οι λόγοι για όπως οποιούς η χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ δεν κατέρρευσε κατά τη διάρκεια όπως κρίσης. Κάποιοι υποστηρίζουν ότι η κρίση ήταν ένα τυπικό παράδειγμα του γεωπολιτικού κινδύνου, γνωστού ως *Αμοιβαίας Εξασφαλισμένης Καταστροφής (MAD- Mutual Assured Destruction)*. Τόσο οι ΗΠΑ όσο και η Σοβιετική Ένωση ήξεραν ότι δεν θα υπήρχαν νικητές σε μία πυρηνική σύγκρουση κι επομένως κανένας όπως δεν είχε το κίνητρο να ξεκινήσει μία. Συνδέεται αυτή η διαπίστωση με την αντίδραση των επενδυτών, οι οποίοι αν και παρακολουθούσαν τα παγκόσμια μέσα να μεταδίδουν τον κίνδυνο όπως Τρίτου Παγκοσμίου Πολέμου, δεν αντέδρασαν σε αυτά με πανικό;

Μια άλλη πιθανότητα είναι φυσικά οι αγορές να γνώριζαν καλύτερα από την κυβέρνηση Kennedy για τους γεωπολιτικούς κινδύνους πριν από την κρίση, με αποτέλεσμα το χρηματιστήριο να έχει ήδη υποχωρήσει κατά 20% μήνες πριν την επίσημη ανακοίνωση του Προέδρου για τους πυρηνικούς πυραύλους όπως Σοβιετικής Ένωσης στην Κούβα. Όπως και να έχει, φαίνεται ότι οι αγορές είχαν δίκιο, καθότι δεν ξέσπασε Τρίτος Παγκόσμιος Πόλεμος και μετά από δεκατρείς ημέρες έντασης, η κρίση αποσοβήθηκε (Christensen, 2014).

3.3.1.1 Η εκτίμηση των επενδυτών και των καταναλωτών

Σημασία στον τρόπο λειτουργίας των χρηματιστηριακών αγορών διαδραματίζει το αν οι επενδυτές εκτιμούν και τιμολογούν σωστά τα ακραία σενάρια, εν προκειμένω την πιθανότητα μιας πυρηνικής καταστροφής στο αμερικανικό έδαφος. Το ερώτημα που ανακύπτει σε τέτοια γεωστρατηγικά γεγονότα είναι εάν οι παρατηρούμενες συνολικές κινήσεις της αγοράς μπορούν να συμβιβαστούν με τις προσδοκίες που σχετίζονται με τον πυρηνικό πόλεμο. Χαρακτηριστικό του κλίματος της εποχής είναι το αποτέλεσμα μιας έρευνας το 1963, σύμφωνα με την οποία η πλειοψηφία των ερωτηθέντων Αμερικανών πολιτών, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που δημογραφικά θα μπορούσαν να κατέχουν μετοχές, πίστευε ότι οι ΗΠΑ θα μπορούσαν να ανακάμψουν από έναν πυρηνικό πόλεμο (Finer, 2021, σελ. 1).

Μια άλλη προσέγγιση, ωστόσο, σχετίζεται με τη διαρροή πληροφοριών αναφορικά με τις αυξανόμενες πυρηνικές εντάσεις και την κατάσταση στην Κούβα, ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 1960, με αποτέλεσμα την πτώση του χρηματιστηρίου νωρίτερα το 1962. Οι «κακές» ειδήσεις είχαν ξεκινήσει ήδη από τον Ιανουάριο του 1962 με την απέλαση της Κούβας από τον Οργανισμό Αμερικανικών Κρατών (OAS) και την επιβολή εμπορικού εμπάργκο. Ήδη στο τέλος του καλοκαιριού είχαν κυκλοφορήσει νέα ότι η Σοβιετική Ένωση είχε καταλήξει σε συμφωνία εξοπλισμών με την Κούβα και παράλληλα είχε προηγηθεί ενημέρωση από το Υπουργείο Εξωτερικών των ΗΠΑ για τη συσσώρευση όπλων στο νησί (Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 3). Σύμφωνα με τον Bloom (2009), η κρίση του Οκτωβρίου του 1962 συνδεόταν άμεσα με την αβεβαιότητα της αγοράς, ενώ την επομένη της επίλυσής της, ακολούθησε μια ανανεωμένη ανοδική τάση στο χρηματιστήριο τόσο των ΗΠΑ όσο και του Καναδά και του Μεξικό, όπως θα δούμε στη συνέχεια.

Εξάλλου, η πτώση του χρηματιστηρίου, που παρατηρήθηκε το 1962, ήρθε μετά από μια ανοδική πορεία που είχε οδηγήσει πολλούς επενδυτές σε εφυσυχασμό. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι μετοχές είχαν αυξηθεί κατά 27%, ιδίως στον τομέα της τεχνολογίας. Η γεωπολιτική, συνεπώς, δεν φαίνεται να είναι η βασική αιτία κίνησης των τιμών των μετοχών. Αντίθετα, αυτό που εντόπισαν οι οικονομικοί αναλυτές και μελετητές του χρηματιστηρίου δεν ήταν τίποτα περισσότερο από μια κλασσική πτώση σε μια ήδη υπερθερμασμένη αγορά (McCrum, 2018).

Από την άλλη, ο μηδαμινός οικονομικός αντίκτυπος της κρίσης οφείλεται εν μέρει στο γεγονός ότι το επενδυτικό κοινό δεν γνώριζε πολλά για την κρίση, σίγουρα όχι τόσα όσα είναι γνωστά σήμερα. Πράγματι, δεν ήταν γνωστό ότι την 25η Οκτωβρίου, για μοναδική φορά σε ολόκληρο τον Ψυχρό Πόλεμο, το Γενικό Επιτελείο είχε τοποθετήσει τη Στρατηγική Αεροπορική Διοίκηση των ΗΠΑ σε κατάσταση αμυντικής ετοιμότητας 2 (DEFCON), το υψηλότερο επίπεδο συναγερμού πριν από τον γενικευμένο πόλεμο. Επίσης δεν είχαν ιδέα ότι, σε αυτή τη συγκυρία, ο ίδιος ο Kennedy έτεινε όλο και περισσότερο να εξαπολύσει μια εισβολή στο νησί, ούτε ότι οι σοβιετικές δυνάμεις στην Κούβα διέθεταν τακτικά πυρηνικά όπλα, που θα μπορούσαν να είχαν χρησιμοποιηθεί ενάντια στις εισερχόμενες δυνάμεις των ΗΠΑ (Fursenko & Naftali, 1997, σελ. 242επ).

Από την άλλη βέβαια οι ασήμαντες κινήσεις της αγοράς που προκλήθηκαν από την κρίση είναι τόσο αξιοσημείωτες ώστε να αξίζουν μια καλύτερη εξήγηση από την απόδοσή τους απλώς στην άγνοια του κοινού για τα γεγονότα. Εξάλλου δύσκολα οι καλά ενημερωμένοι Αμερικανοί πολίτες θα αγνοούσαν τη μαζική αύξηση της καταστροφικής ικανότητας των

πυρηνικών οπλοστασίων των δύο υπερδυνάμεων, ιδίως μετά την πρώτη πετυχημένη δοκιμή της βόμβας υδρογόνου το 1954 (Finer, 2021, σελ. 18-19). Παρά τις τραγικές εκτιμήσεις και από τις δύο πλευρές στην περίπτωση που ένας πυρηνικός πόλεμος πράγματι ξεσπούσε, οι κινήσεις στις αγορές μετοχών, τις αγορές συναλλάγματος και εμπορευμάτων απείχαν πολύ από την αίσθηση του πανικού.

Μια ίσως καλύτερη εξήγηση για την έλλειψη φόβου στους κύκλους των επενδυτών και των οικονομικών δρώντων των χρηματιστηριακών αγορών είναι ότι οι πιθανές συνέπειες του Τρίτου Παγκοσμίου Πολέμου διαφαίνονταν τόσο φρικτές που ξεπερνούσαν το πλαίσιο του παραδοσιακού επιχειρηματικού υπολογισμού. Όπως εύστοχα παρατηρείται στον *Economist* την 27η Οκτωβρίου, πριν το τέλος της κρίσης, «οι επιχειρηματικές αντιδράσεις στην κουβανική κρίση περισσότερο αποπροσανατολίζουν παρά βοηθούν στη μελέτη κι εξήγηση κι αυτό διότι καμία εξεταζόμενη άποψη δεν είναι πράγματι δυνατή». Με άλλα λόγια, η απόλυτη αβεβαιότητα της πυρηνικής εποχής αφαιρεί τη λογική του πανικού, που παραδοσιακά συνοδεύει την απειλή της συμβατικού πολέμου. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι περισσότεροι επενδυτές να διατηρούν της θέσεις τους, αρνούμενοι να ρευστοποιήσουν, στη βάση φανταστικών υποθετικών προβλέψεων, που θα είχαν μικρή σημασία ακόμα κι αν αποδεικνύονταν σωστές (*“Twenty Billion Dollar Question”*, 1962, σελ. 379).

Πράγματι, οι δύο παγκόσμιοι πόλεμοι, αν και δεν ήταν πανομοιότυποι, είχαν δημιουργήσει τέτοιο κλίμα ώστε, οι επενδυτές που σκέφτονται και δρουν βασισμένοι σε ιστορικά δεδομένα να ενεργούν αμυντικά, όταν καταλαβαίνουν ότι ένας ακόμα τέτοιος πόλεμος πλησιάζει. Αντίθετα, ένας παγκόσμιος πόλεμος που περιλαμβάνει βόμβες υδρογόνου κείται πέραν της σφαίρας της πιθανολογικής σκέψης. Αυτός ήταν ο λόγος που οι επενδυτές προτίμησαν να συνεχίσουν της δραστηριότητές τους ως συνήθως. Εάν πράγματι ξεσπούσε Τρίτος Παγκόσμιος Πόλεμος, οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων τους θα ήταν το τελευταίο που θα τους απασχολούσε, άρα θεωρούσαν και πάλι, υπό άλλη οπτική, περιττή οποιαδήποτε αντίδραση στο ρίσκο.

3.3.1.2 *Η επίδραση της νομισματικής πολιτικής*

Μια άλλη οπτική για την προσέγγιση τέτοιων σημαντικών γεωπολιτικών γεγονότων είναι η ανάλυση με όρους *διαταραχών στην προσφορά*. Μια γεωπολιτική κρίση αυξάνει την *αβεβαιότητα* – σε ένα πλαίσιο προσφοράς και ζήτησης- μετατοπίζοντας την καμπύλη της προσφοράς, γεγονός που μειώνει την ανάπτυξη του πραγματικού ΑΕΠ και αυξάνει τον

πληθωρισμό με δεδομένη νομισματική πολιτική. Αυτό στην πραγματικότητα δεν ήταν πολύ ορατό το 1962-63, αλλά αργότερα στη δεκαετία του 1960 έγινε πολύ σαφές ότι η αβεβαιότητα του καθεστώτος μείωνε την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Όσον αφορά στην αποτίμηση της χρηματιστηριακής αγοράς, είναι σημαντικό να θυμόμαστε ότι οι τιμές των μετοχών είναι ονομαστικές και όχι πραγματικές και επομένως δεν λαμβάνεται απαραίτητα ως δεδομένο ότι οι τιμές των μετοχών θα πρέπει να μειωθούν, εάν η κεντρική τράπεζα διατηρήσει τις ονομαστικές δαπάνες και τη συνολική ζήτηση σε καλή τροχιά. Προφανώς, οι μετοχές θα μπορούσαν να πέσουν εάν το ασφάλιστρο κινδύνου γι' αυτές αυξηθεί, αλλά δεν πρέπει απαραίτητα να περιμένουμε πτώση της αύξησης των ονομαστικών κερδών (Christensen, 2014).

Επομένως, είναι ανάγκη να συνυπολογίζουμε την απάντηση της νομισματικής πολιτικής σε γεωπολιτικές κρίσεις, προκειμένου να κατανοήσουμε την επίδρασή τους στην απόδοση των χρηματιστηριακών αγορών, κάτι που σχετίζεται άμεσα, όπως θα δούμε σε επόμενο κεφάλαιο, με τη σύγκρουση Ρωσίας- Ουκρανίας. Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι το 1961 η αύξηση του ΑΕΠ στις ΗΠΑ είχε επιταχυνθεί σημαντικά, γεγονός που αντανakλά μία μάλλον τεράστια νομισματική επέκταση. Εν τούτοις, ήδη από τις αρχές του 1962 σημειώθηκε νομισματική συρρίκνωση και σημαντική επιβράδυνση της αύξησης του ΑΕΠ. Το φαινόμενο αυτό έχει μείνει στην ιστορία του αμερικανικού χρηματιστηρίου ως *Kennedy Slide* και έλαβε χώρα πριν από την κρίση στην Κούβα.

Καθώς, ωστόσο, η γεωπολιτική κρίση εξελισσόταν, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προχώρησε στη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, με αποτέλεσμα την επιτάχυνση της αύξησης του ΑΕΠ προς τα τέλη του 1962, μόλις λίγους μήνες πριν το ξέσπασμα της κρίσης. Αυτό φαίνεται να βοήθησε να διατηρηθεί ένα κατώτατο όριο κάτω από τις τιμές των μετοχών του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ, κατά το τέλος του 1962. Βλέπουμε, συνεπώς, πόσο η γεωπολιτική καθόρισε τη νομισματική πολιτική καθ' όλη τη δεκαετία του 1960, σε βαθμό που μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι οι γεωπολιτικές ανησυχίες ήταν κατά βάση η κινητήριος δύναμη που ώθησε τον Πρόεδρο Kennedy να επεκτείνει τα μέτρα όσον αφορά στο κράτος πρόνοιας.

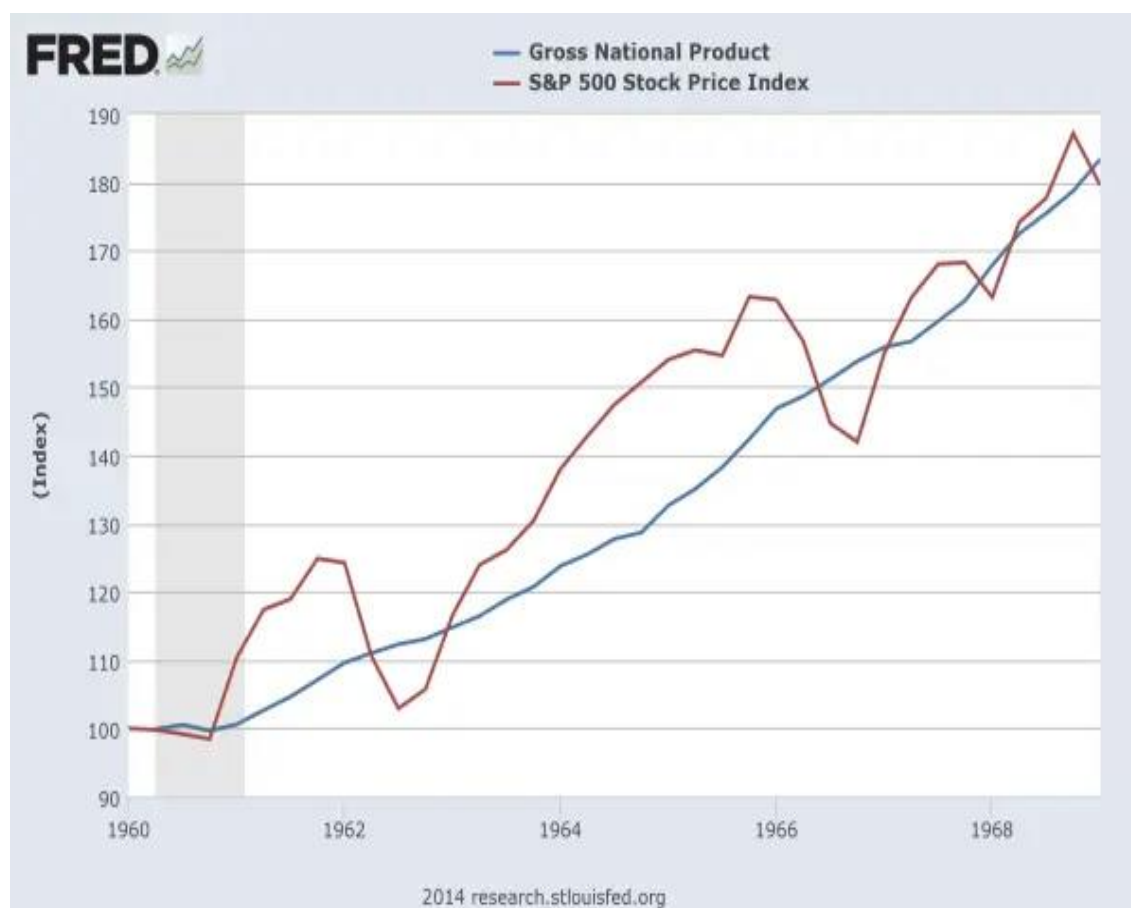
Επιπλέον, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα υποστήριξε ενεργά κατά το ίδιο διάστημα την επέκταση των κρατικών δαπανών, προσπαθώντας έτσι να παρέμβει στην αγορά ομολόγων των ΗΠΑ, προκειμένου να διατηρήσει τις αποδόσεις τους χαμηλά. Σε όλη τη δεκαετία του 1960 οι πολιτικές της Ομοσπονδιακής Τράπεζας ήταν ολοένα και πιο πληθωριστικές. Παρά την πολιτική αυτή, στις αρχές της δεκαετίας του 1960, η αύξηση των πολεμικών δαπανών και των δαπανών για προγράμματα κοινωνικής πρόνοιας

επίδρασε αρνητικά και άρχισε να γίνεται αισθητή η επιβράδυνση στην αύξηση της παραγωγικότητας των ΗΠΑ. Αυτό οδήγησε στην συνεχή επέκταση των ονομαστικών δαπανών, με απότοκο τη σημαντική αύξηση του πληθωρισμού, κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας (Christensen, 2014).

Είναι αξιοσημείωτο σε ποιο βαθμό η εξέλιξη του ονομαστικού ΑΕΠ επηρέασε την εξέλιξη του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ. Πράγματι, από το 1960 έως το 1970, οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν κατά 80-90%, ακολουθώντας λίγο πολύ την εξέλιξη του ΑΕΠ, όπως αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 6. Γίνεται, συνεπώς, κατανοητό, ότι οι υψηλοί γεωπολιτικοί κίνδυνοι δεν είναι απαραίτητα αρνητικοί για τις αποδόσεις των μετοχών, αλλά μπορεί να αναγκάσουν τις κεντρικές τράπεζες να λάβουν μη αποτελεσματικές αποφάσεις.

Διάγραμμα 6

Σχέση τιμών μετοχών και ΑΕΠ



Πηγή: Federal Reserve Bank of St. Louis, n.d.

3.3.1.3 Ο γεωγραφικός παράγοντας

Η βασική παραδοχή σε μια περίπτωση σαν αυτή της κρίσης των πυραύλων της Κούβας είναι ότι οι εταιρίες που έχουν την έδρα τους σε περιοχές που αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο πυρηνικής καταστροφής θα βιώσουν μεγαλύτερη απώλεια, κατά τη διάρκεια του πυρηνικού πολέμου. Ωστόσο, οι δραστηριότητες, το κρίσιμο ανθρώπινο κεφάλαιο και τα εταιρικά αρχεία μπορεί να μην βρίσκονται όλα στα κεντρικά γραφεία και οι καταναλωτές, τα βασικά στοιχεία των αλυσίδων εφοδιασμού και οι πηγές χρηματοδότησης να είναι διασκορπισμένα σε όλο τον κόσμο, με αποτέλεσμα ευρύτερες γεωγραφικές εκθέσεις. Αυτό θα είχε σαν αποτέλεσμα το φαινόμενο της τοποθεσίας της έδρας να έχει μηδαμινή αξία και επιρροή. Πράγματι, σύμφωνα με αποχαρακτηρισμένες προβλέψεις του Συμβουλίου Εθνικής Ασφάλειας (National Security Council- NSC), αναφορικά με πιθανές τοποθεσίες- στόχους της Σοβιετικής Ένωσης, καθώς και τις απόψεις του ευρύ κοινού, τα μεγαλύτερα πληθυσμιακά κέντρα, οι πιο σημαντικές πολιτικά και οικονομικά πόλεις κινδυνεύουν περισσότερο (Finer, 2021, σελ. 13-14).

Η απειλή ενός πυρηνικού πολέμου, εν τούτοις, δεν ήταν καινούργια το 1962 και οι επενδυτές, που συχνά εκτιμούσαν, από οικονομικής απόψεως, την έκθεση στην πυρηνική καταστροφή, θα είχαν σίγουρα συγκεντρώσει πληροφορίες αναφορικά με τις τοποθεσίες των δραστηριοτήτων των εταιριών. Τέτοιες πληροφορίες είναι διαθέσιμες στις ετήσιες αναφορές των εταιριών και οι έδρες τους δεν αλλάζουν συχνά. Ως εκ τούτου, παρατηρείται μεγάλη γεωγραφική συγκέντρωση όσον αφορά στα αποτελέσματα της ομιλίας του Kennedy. Αντίστοιχα αποτελέσματα εντοπίζονται και μεταξύ μεγάλων και μικρών εταιριών, με τις πρώτες να είναι πιο ευαίσθητες στο ενδεχόμενο πυρηνικού πολέμου και τις δεύτερες να εμφανίζονται ως απάντηση στην κρίση (Finer, 2021, σελ. 4).

Συγκεκριμένα, η έρευνα δείχνει μια μεγάλη και σημαντικά αρνητική γεωγραφική επίδραση κατά την πρώτη μέρα των χρηματιστηριακών συναλλαγών μετά το διάγγελμα του Kennedy, ενώ το μέγεθος της επίδρασης μειώνεται σε χαμηλότερο επίπεδο κατά το διάστημα μέχρι τη μέρα πριν την ανακοίνωση του Χρυστόφ, περί αποχώρησης από το νησί. Η επίδραση του γεωγραφικού παράγοντα γίνεται ολοένα και πιο αρνητική έως την 8^η Νοεμβρίου, ενώ το χάσμα αυτό μειώνεται απότομα την 9^η Νοεμβρίου, την πρώτη μέρα συναλλαγών στο χρηματιστήριο, μετά τη δημοσίευση φωτογραφικών στοιχείων από το Υπουργείο Άμυνας της Σοβιετικής Ένωσης περί απομάκρυνσης των πυραύλων, αντιστράφηκε δε πλήρως μέχρι το τέλος της άρσης του αποκλεισμού. Υποστηρίζοντας

δε μια αιτιώδη συνάφεια με την κατάσταση της Κούβας, οι New York Times αναφέρουν την 13^η Νοεμβρίου 1962, ότι η απομάκρυνση των πυραύλων ήταν ο παράγοντας πίσω από την άνοδο του χρηματιστηρίου (Abele, 1962b, σελ.53επ.)

3.3.2 Η αντίδραση σε χώρες της Ευρώπης

Σύμφωνα με μελέτες των Bialkowski και Ronn (2017, σελ. 18επ), η επίδραση των γεγονότων στις χρηματιστηριακές αγορές της Πολωνίας, της Γαλλίας, της Βρετανίας και της Σουηδίας ήταν διαφορετική σε σχέση με αυτήν επί του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, εξετάζοντας τις κινήσεις των ομολόγων και των μετοχών, υποστηρίζεται ότι υπήρξε μια αρχική ήπια αντίδραση στην Πολωνία και τη Γαλλία αλλά ότι στην πορεία οι Ευρωπαίοι επενδυτές φάνηκαν να μαθαίνουν τελικά το μάθημά τους. Κι αυτό διότι παρότι στην Ευρώπη υπήρχε μακρά ιστορία ένοπλων συγκρούσεων και πολέμων, η πυρηνική απειλή ήταν κάτι καινούργιο. Κι αυτό έχει τη σημασία του διότι οι προσωπικές εμπειρίες, μεταξύ άλλων, επηρεάζουν τη συμπεριφορά των χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αγορών.

Στο Λονδίνο, η κρίση των πυραύλων στην Κούβα είχε προκαλέσει μια μεγάλη αλλαγή όσον αφορά στα χαρτονομίσματα και χρεόγραφα σε χρυσό, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι αναμνήσεις τόσο του 1914 όσο και του 1938 εξακολουθούσαν να παραμένουν έντονες στο μυαλό πολλών δρώντων. Οι μικρές αυτές κινήσεις, ωστόσο, είχαν μικρή επίδραση στις τιμές, καθότι οι αγορές χρυσού βρισκόνταν υπό αυστηρό κυβερνητικό έλεγχο, ιδίως μετά τη δημιουργία της συμφωνίας συγκέντρωσης χρυσού, μεταξύ της τράπεζας της Αγγλίας και άλλων κεντρικών τραπεζών (Ferguson, 2008, σελ. 471).

3.3.3 Αντιδράσεις στο Καναδικό και το Μεξικανικό χρηματιστήριο

Η αυξανόμενη αβεβαιότητα στις ΗΠΑ είχε σημαντικές επιπτώσεις στις αποδόσεις των αγορών τόσο της ίδιας της Αμερικής όσο και του Καναδά, σε μικρότερο δε βαθμό του Μεξικό. Αυτό υποδηλώνει στην ουσία ότι η κρίση των πυραύλων αύξησε στην πραγματικότητα τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας της αγοράς σε σχέση με τη συμβολή της στις μεγαλύτερες αρνητικές αποδόσεις του χρηματιστηρίου. Ο Καναδάς εξάλλου είναι σύμμαχος των ΗΠΑ και ένας από τους σημαντικότερους εμπορικούς εταίρους, ενώ την περίοδο εκείνη το Μεξικό ήταν λιγότερο ενταγμένο οικονομικά στις ΗΠΑ, σε σχέση

με σήμερα, αλλά τόσο τα κοινά σύνορα όσο και οι ιστορικοί δεσμοί με την Κούβα έπαιξαν το ρόλο τους (Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 4).

Ειδικότερα, αν και η κρίση των πυραύλων της Κούβας δεν οδήγησε σε κατάρρευση των τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ τους μήνες που προηγήθηκαν των βασικών *δεκατριών ημερών*, τα στοιχεία αποκαλύπτουν μια μεταστροφή από τη σταθερή άνοδο που ξεκίνησε αμέσως μετά την εκλογή του Kennedy. Η απόδοση του χρηματιστηρίου στον Καναδά είναι περίπου παράλληλη με αυτή των ΗΠΑ, ενώ η τάση των τιμών των μετοχών του Μεξικό είναι αρκετά διαφορετική μέχρι το τέλος της κρίσης. Ωστόσο, και οι τρεις αγορές μοιράζονται μια έντονη και διαρκή άνοδο μετά την οριστική επίλυση της κρίσης, με τη Δευτέρα 29 Οκτωβρίου 1962 να σηματοδοτεί την πρώτη ημέρα χρηματιστηριακών διαπραγματεύσεων, αφού οι φόβοι για πυρηνικό πόλεμο είχαν διαλυθεί σε μεγάλο βαθμό το προηγούμενο Σαββατοκύριακο (Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 4 επ.).

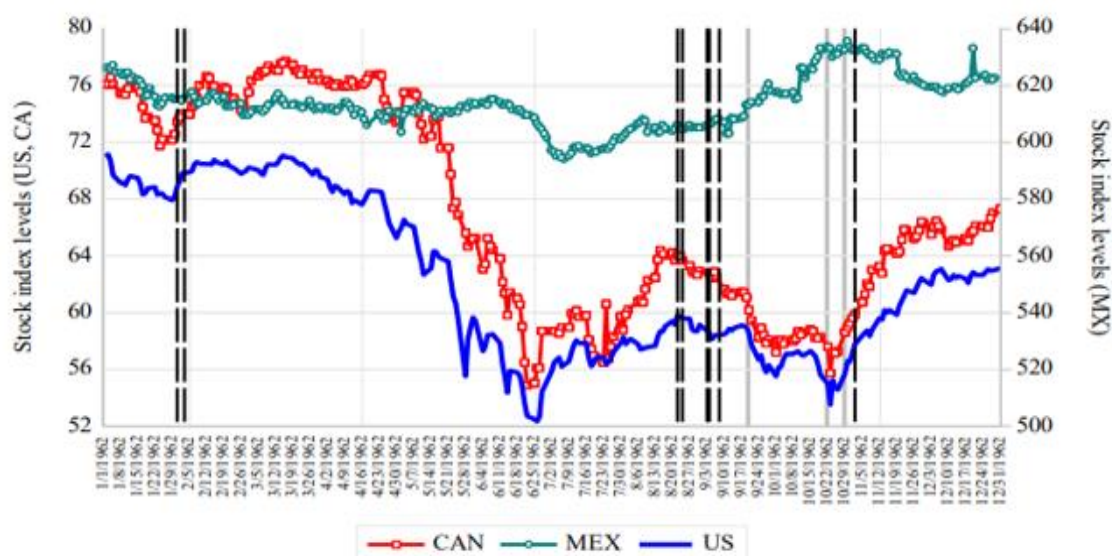
Εστιάζοντας στα γεγονότα του 1962, όπως φαίνονται στο Διάγραμμα 7, παρατηρούμε τη διαφορετική συμπεριφορά των τιμών των μετοχών μεταξύ ΗΠΑ και Καναδά από τη μία και Μεξικό από την άλλη. Οι τιμές στο Μεξικό φαίνονται εντυπωσιακά σταθερές ακόμα και όταν οι αντίστοιχες τιμές στις ΗΠΑ και στον Καναδά εισέρχονται σε μία σημαντική διολίσθηση, που προηγείται της κρίσης. Πράγματι, οι αποδόσεις των μετοχών των ΗΠΑ μειώθηκαν περισσότερο τον Μάιο και τον Ιούνιο του 1962 από ότι στις 23 Οκτωβρίου και περισσότερο από ότι την ημέρα της δολοφονίας του Προέδρου Kennedy τον Νοέμβριο του 1963. Η υποχώρηση της αμερικανικής αγοράς ήταν εμφανής ήδη πολύ πριν την κρίση στην Κούβα, ο πανικός μαζικών πωλήσεων ακολουθήθηκε από μερική ανάκαμψη της αγοράς πριν από την εκ νέου πτώση που συμπίπτει με την έναρξη της κρίσης.

Η καναδική αγορά ακολούθησε παρόμοια πορεία με αυτή των ΗΠΑ. Στο Μεξικό, ωστόσο, παρά τη σταθερή άνοδο κατά την περίοδο πριν την εκδήλωση της κρίσης, η αγορά ακολούθησε επίσης πτωτική πορεία, καθώς πλησιάζαμε στα κρίσιμα γεγονότα. Οι επιπτώσεις της κρίσης φαινομενικά παραμένουν ασύλληπτες τόσο στην καναδική όσο και στην μεξικανική αγορά. Υπήρχαν έντεκα ξεχωριστές ημέρες κατά τις οποίες οι αποδόσεις των καναδικών μετοχών μειώθηκαν κατά μεγαλύτερα ποσά από ότι φάνηκε στο αποκορύφωμα της κουβανικής πυραυλικής κρίσης, συμπεριλαμβανομένης της ημέρας της δολοφονίας του Kennedy. Εν τω μεταξύ, καμία από τις βασικές δεκατρείς ημέρες της κρίσης δεν συμπίπτει με τις 20 κορυφαίες αρνητικές αποδόσεις μετοχών στο Μεξικό. Πράγματι, οι αποδόσεις των μετοχών του Μεξικού αυξήθηκαν με το κλείσιμο στις 23 Οκτωβρίου 1962 (Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 8 επ.). Στο ίδιο Διάγραμμα παρατηρούμε και τη σχετική σταθερότητα στην εξέλιξη των τιμών των μετοχών στον

Καναδά σε σχέση με τις ΗΠΑ, συγκριτικά με το χάσμα μεταξύ αμερικανικών και μεξικανικών τιμών μετοχών.

Διάγραμμα 7

Δείκτες του Χρηματιστηρίου των ΗΠΑ, του Καναδά και του Μεξικό, κατά τη διάρκεια του 1962



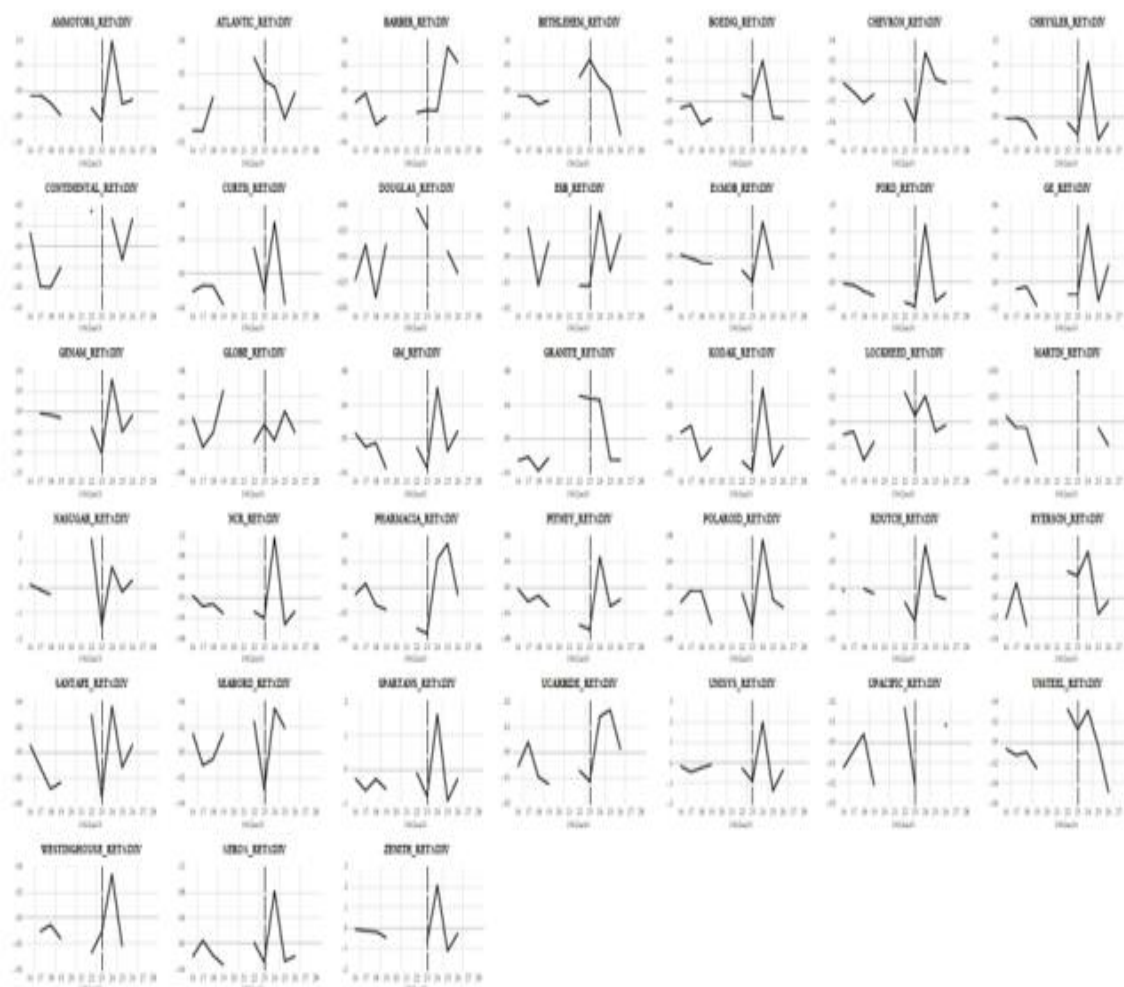
Πηγή: Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 33

Το Διάγραμμα 8 δείχνει τις αποδόσεις για 38 επιλεγμένες μετοχές στο NYSE κατά τη διάρκεια των δεκατριών ημερών της κρίσης. Ορισμένες μετοχές, συμπεριλαμβανομένων μετοχών πετρελαίου και χάλυβα, στην πραγματικότητα ανεβαίνουν ως απάντηση στην ομιλία του Προέδρου. Ωστόσο, 31 μετοχές παραμένουν σταθερές ή υποχωρούν στις 23 Οκτωβρίου 1962 σε σχέση με την απόδοση της προηγούμενης ημέρας. Εν τω μεταξύ, σύμφωνα με στοιχεία του Υπουργείου Οικονομικών των ΗΠΑ, παρατηρείται σχετική σταθερότητα κατά τη διάρκεια της κρίσης, που διακόπτεται από κάποιες απότομες αυξήσεις μιας ημέρας σε συγκεκριμένα spreads. Αμέσως μετά την κρίση, τα spreads αρχίζουν να μειώνονται σταδιακά μέχρι και το Δεκέμβριο του 1965, όταν αρχίζει μια απότομη πτώση. Εάν η χρηματοοικονομική αβεβαιότητα συνδέεται με την πολιτική αβεβαιότητα, τότε η πτώση των spreads φαίνεται να σηματοδοτεί πτώση της πολιτικής αβεβαιότητας μετά την κρίση. Υπάρχει μια μέτρια αλλά αξιοσημείωτη άνοδος σε όλα τα spread κατά τις εβδομάδες που προηγήθηκαν της κρίσης πυραύλων του Οκτωβρίου στην Κούβα. Δεν υπάρχει τρόπος να επιβεβαιωθεί εάν η επικείμενη κρίση πυραύλων εξηγεί την κάμψη των τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ και τον Καναδά που ξεκίνησε το

καλοκαίρι του 1962. Η βιβλιογραφία, ωστόσο, κατατείνει ότι δύσκολα μπορεί να βρεθεί εναλλακτική εξήγηση (Brooks, 2014).

Διάγραμμα 8

Απόδοση σε μια σειρά από μετοχές στο NYSE κατά τη διάρκεια των Δεκατριών Ημερών



Πηγή: Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 35

Γενικά, η αβεβαιότητα τόσο της περιόδου που προηγείται της κρίσης όσο και κατά τη διάρκειά της θεωρείται ότι αυξάνει τις αποδόσεις των ΗΠΑ, αλλά μόνο μετά την κορύφωση της κρίσης. Για τον Καναδά, η σχέση μεταξύ αβεβαιότητας και κρίσης εξαφανίζεται και, ομοίως, δεν υπάρχει σύνδεση στα δεδομένα του Μεξικού. Οι διαρροές από την αβεβαιότητα των ΗΠΑ στον Καναδά και το Μεξικό εξαφανίζονται επίσης σε μεγάλο βαθμό, αν και, μετά την πτώση, παρατηρείται άνοδος στις канаδικές αποδόσεις

ως απάντηση στα υψηλότερα spreads. Φυσικά, ένα υψηλότερο spread είναι ενδεικτικό βελτιωμένων μελλοντικών μακροοικονομικών αποτελεσμάτων (Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 17).

Επομένως, αν και η επίλυση της κρίσης στην Κούβα ακολουθήθηκε από μια διαρκή ανάκαμψη στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, του Καναδά και του Μεξικό, ο αρχικός αντίκτυπος της κρίσης στο χρηματιστήριο φαίνεται μάλλον μέτριος, ακόμη και σε σύγκριση με την πτώση της αγοράς που παρατηρήθηκε νωρίτερα μέσα στο έτος. Τέλος, η αβεβαιότητα των ΗΠΑ φαίνεται να είχε σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο στις αποδόσεις σε καθεμία από τις αγορές των ΗΠΑ, του Καναδά και του Μεξικό, ενώ το μέγεθος της αντίδρασης στην άνοδο της αβεβαιότητας είναι παρόμοιο και στις τρεις περιπτώσεις, παρά το γεγονός ότι η πορεία του Μεξικανικού χρηματιστηρίου πριν από την κρίση ήταν πολύ διαφορετική από αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών και του Καναδά (Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 20).

3.4 Εμπειρική μεθοδολογία

Τα οικονομετρικά μοντέλα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αναλύσουν την επιρροή της κρίσης των πυραύλων στην Κούβα στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές, αποτυπώνοντας τη σχέση μεταξύ των κρίσιμων γεγονότων, τη συμπεριφορά των επενδυτών και τις κινήσεις της αγοράς (Campbell et al., 1997, σελ. 88). Η κρίση της Κούβας, όπως αναλύσαμε ήδη, αντιπροσωπεύει μια περίοδο υψηλής γεωπολιτικής έντασης, που επηρέασε την επενδυτική συμπεριφορά και την αστάθεια της αγοράς, σε πιο περιορισμένο εύρος σε σχέση με το αναμενόμενο. Αποτέλεσε, ωστόσο, μια σειρά γεγονότων εξαιρετικά σπάνιων στην ιστορία, καθότι δύσκολα μπορούμε να συγκρίνουμε το πυρηνικό χτύπημα με οποιοδήποτε άλλο σημαντικό οικονομικό ή πολιτικό συμβάν.

Αρχικά, πρέπει να αποσαφηνίσουμε ότι οι μελέτες γεγονότων χρησιμοποιούνται στον χρηματοοικονομικό τομέα, προκειμένου να αξιολογηθεί ο αντίκτυπος συγκεκριμένων γεγονότων, όπως η υπό εξέταση κρίση, στις τιμές ή τις αποδόσεις των μετοχών. Η μέθοδος αυτή ανάλυσης ξεκινάει από τον προσδιορισμό του «*παραθύρου μελέτης*» του συμβάντος, όπως η διάρκεια της κρίσης, ήτοι το χρονικό διάστημα των δεκατριών ημερών, και του «*παραθύρου εκτίμησης*» αντίστοιχα, για παράδειγμα κάποιοι μήνες πριν και μετά την κρίση. Ακολουθώντας, υπολογίζονται οι μη φυσιολογικές αποδόσεις για τις χρηματιστηριακές αγορές παγκοσμίως, που προκύπτουν από τη σύγκριση μεταξύ των πραγματικών και των αναμενόμενων αποδόσεων, υπό κανονικές συνθήκες.

Όσον αφορά στην εφαρμογή μοντέλων δομικής ρήξης, που να συνδέουν τις ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών με τα γεγονότα της κρίσης, προσπαθούμε να εντοπίσουμε κατά πόσο η ρήξη σχετίζεται με το γεγονός που φαίνεται να την προκάλεσε. Επιπλέον, δεδομένης της πιθανής σημασίας της ρήξης, επιλέγουμε στην εξίσωση του μοντέλου, να χρησιμοποιήσουμε μια μεταβλητή που δημιουργεί μετατόπιση και μόνιμη αλλαγή των λοιπών συντελεστών. Θα περίμενε, λοιπόν, κανείς μια τέτοια αντίδραση σ' ένα γεγονός τόσο μοναδικό όπως η κρίση των πυραύλων της Κούβας;

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία της οικονομικής επιστήμης, τα σπάνια γεγονότα μπορεί να έχουν επίμονες μακροοικονομικές επιπτώσεις. Ωστόσο, για τους λόγους που σκιαγραφήθηκαν στο παρόν Κεφάλαιο, είναι δύσκολο να συλλάβουμε την κρίση στην Κούβα πράγματι σαν ένα γεγονός με χαρακτηριστικά «μαύρου κύκνου». Γι' αυτό σε σχετικές οικονομετρικές δοκιμές εξετάζονται και άλλες μεταβλητές που πιθανολογείται ότι επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών, όπως η διαφορά επιτοκίων (Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 13-14).

Μια άλλη μέθοδος που χρησιμοποιείται είναι το μοντέλο της ποσοστιαίας παλινδρόμησης (Koenker, 2005). Δεδομένου ότι η αβεβαιότητα σχετίζεται με την αστάθεια, και ως σύγκριση, υπολογίζουμε επίσης, για την περίπτωση των ΗΠΑ μόνο λόγω περιορισμών δεδομένων, ένα μοντέλο GARCH (1,1) συνιστωσών. Εξάλλου τα μοντέλα GARCH χρησιμοποιούνται εκτεταμένα στην οικονομική επιστήμη για να αποτυπωθούν οι αποδόσεις των μετοχών. Για να συλλάβουν την πιθανότητα ότι η επιμονή της μεταβλητότητας έχει τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα στοιχεία, οι Ding και Granger (1996) και Engle και Lee (1999) προτείνουν μια επέκταση του μοντέλου GARCHH (1,1), που ονομάζεται μοντέλο GARCH συνιστωσών.

Από την ως άνω μεθοδολογική προσέγγιση προκύπτει το συμπέρασμα ότι η αβεβαιότητα επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών, υπό την προϋπόθεση των υστερημένων αποδόσεων και της μεταβολής στις διαφορές επιτοκίων, ενώ η ίδια προσεγγίζεται μέσω της 3ήμερης κινούμενης κυρτότητας των αποδόσεων μετοχών. Όσον αφορά στη σχέση μεταξύ αβεβαιότητας και αποδόσεων λαμβάνονται υπόψη οι ίδιες προϋποθέσεις όπως στη δοκιμή δομικών ρήξεων, στις υψηλότερες αρνητικές αποδόσεις της κατανομής των αποδόσεων.

Κατά τα ανωτέρω, οι περισσότερες μετοχές δεν παρουσιάζουν δομική ρήξη κατά την περίοδο 1962-1965, ενώ οι ρήξεις εμφανίζονται μόνο το 1962, ιδίως μερικούς μήνες

πριν από την κορύφωση της κρίσης, χωρίς να μπορούμε να αποκλείσουμε την επίδραση και άλλων παραγόντων, την ίδια χρονιά (Abdennadher & Hallara, 2018).. Ειδικά στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ, η ρήξη στις αποδόσεις των μετοχών εντοπίζεται στις 23 Οκτωβρίου, την ημέρα του διαγγέλματος του Kennedy. Γενικά, η αβεβαιότητα θεωρείται ότι αυξάνει τις αποδόσεις των ΗΠΑ, αλλά μόνο μετά την κορύφωση της κρίσης, επηρεάζοντας αντίστοιχα τις αποδόσεις των υπόλοιπων χρηματιστηριακών αγορών.

Το μοντέλο GARCH συνιστωσών επικεντρώνεται στις αλλαγές της υπό όρους μεταβλητότητας. Παρατηρείται ότι η εικονική μεταβλητή της Κρίσης των Πυραύλων της Κούβας συμβάλλει στη μείωση των αποδόσεων του δείκτη S&P 500. Οι εξισώσεις της μεταβλητότητας δείχνουν όχι μόνο μια θετική επίδραση στη βραχυπρόθεσμη υπό όρους μεταβλητότητα, αλλά και την παρουσία σημαντικής μακροπρόθεσμης εμμονής στη μεταβλητότητα. Αδιαμφισβήτητα, η κρίση άφησε σημάδια στις αποδόσεις των μετοχών όχι όμως στο βαθμό που θα αναμέναμε. Αντίθετα, σύμφωνα με το μοντέλο αυτό είναι άλλα τα γεγονότα που ξεχώρισαν την περίοδο μελέτης, η σύγκρουση της κυβέρνησης με τη χαλυβουργική βιομηχανία και η δολοφονία του Kennedy (Burdekin & Siklos, 2020, σελ. 18-19).

Συνεπώς, τα στοιχεία υποδεικνύουν ότι η κρίση των πυραύλων της Κούβας, στην πραγματικότητα, ενίσχυσε την επίδραση της αβεβαιότητας της αγοράς όσον αφορά τη συμβολή της στις μεγαλύτερες αρνητικές αποδόσεις του χρηματιστηρίου.

3.5 Συμπεράσματα

Παρότι ο Ψυχρός Πόλεμος δεν «θερμάνθηκε» ποτέ τόσο ώστε να φτάσουμε σε ένοπλη σύρραξη, η Κρίση των Πυραύλων της Κούβας αποτέλεσε το γεγονός εκείνο που σηματοδότησε στην παγκόσμια ιστορία το πόσο κοντά μπορεί να είναι ο πυρηνικός πόλεμος. Αυτό, εν τούτοις, δεν αποτυπώθηκε στις χρηματιστηριακές αγορές, ούτε τις ευρωπαϊκές ούτε τις αμερικανικές, καθώς και τις άμεσα επηρεαζόμενες από αυτές. Αντίθετα αυτές ανταποκρίθηκαν στην κρίση και τη διαχείρισή της με βραχύβια και ήπια ανησυχία, σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό, αντανakλώντας πιθανόν τη συνειδητοποίηση εκ μέρους των επενδυτών ότι ένας παγκόσμιος πόλεμος στην εποχή της βόμβας του υδρογόνου θα είχε ανυπολόγιστες συνέπειες, έναντι των οποίων θα ήταν μάταια οποιαδήποτε προσπάθεια αντιστάθμισης (Ferguson, 2008, σελ. 473).

Η αντίδραση αυτή των χρηματιστηριακών αγορών σηματοδοτεί, λοιπόν, την εξασθένηση του γεωπολιτικού κινδύνου ως ανησυχίας στο μυαλό των επενδυτών, παρά την αύξηση της πιθανής καταστροφικότητας ενός Τρίτου Παγκοσμίου Πολέμου; Όπως είδαμε, ήταν τέτοιες οι συνθήκες εκδήλωσης της κρίσης που μπορούν να δικαιολογήσουν αυτήν την παραδοξότητα. Πρόκειται εξάλλου για ένα φαινόμενο πολυπαραγοντικό και πολυδιάστατο. Παράλληλα, ανέδειξε την αλληλεξάρτηση και το βαθμό σύνδεσης των χρηματιστηριακών αγορών σε παγκόσμιο επίπεδο. Καθώς τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ δεν έδειξαν να επηρεάζονται σε σημαντικό βαθμό από τα γεγονότα, το ίδιο έπραξαν και τα χρηματιστήρια άλλων χωρών. Οι ΗΠΑ εξάλλου ήταν όχι μόνο οικονομική υπερδύναμη αλλά και η χώρα που επηρεαζόταν, μαζί με τη Ρωσία και την Κούβα, περισσότερο από την κρίση. Ένας ενδεχόμενος πυρηνικός πόλεμος βέβαια θα είχε παγκόσμιες επιπτώσεις και αυτό ακριβώς αντιλήφθηκαν οι επενδυτές ανά τις αγορές.

Εάν θα μπορούσαμε να καταλήξουμε σε κάποια χρήσιμη διαπίστωση από τη μελέτη της Κρίσης των Πυραύλων σε σχέση με τις χρηματιστηριακές της επιπτώσεις είναι ότι όταν μια κρίση πλήττει επενδυτές που είναι εξοικειωμένοι με την ιδέα του πολέμου, η αναστάτωση που προκαλείται είναι ενδεχομένως μικρότερη απ' όταν χτυπά εφησυχασμένους επενδυτές. Πράγματι, οι ατέλειωτες πρωτοβουλίες σε στρατηγικό επίπεδο μπορεί να είναι αποκαρδιωτικές, για τις χρηματοπιστωτικές αγορές ωστόσο, γεωπολιτικά γεγονότα που προκύπτουν σαν κεραυνοί εν αιθρία είναι πολύ χειρότερα.

Κεφάλαιο 4

Μελέτη Περίπτωσης- Κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης

4.1. Εισαγωγή

Η κατάρρευση του καθεστώτος της Σοβιετικής Ένωσης θεωρήθηκε από τα μέσα, τους πολιτικούς αναλυτές και διεθνολόγους της εποχής ως το οριστικό τέλος του κομμουνισμού. Αυτό σηματοδοτούσε, σύμφωνα με την άποψή τους, την εξαφάνιση του συνεπακόλουθου πολιτικού κινδύνου, αλλάζοντας την όλη προοπτική για την Ευρώπη και τη Δύση γενικότερα (“World Markets”, 1991). Μεγάλες αλλαγές ακολούθησαν το τέλος της Σοβιετικής Ένωσης, αλλάζοντας την πολιτική και οικονομική φυσιογνωμία του κόσμου, έτσι όπως τον γνωρίζαμε μέχρι τότε.

Αρχικά, από τη Σοβιετική Ένωση προέκυψαν νέα κράτη, μεταξύ αυτών και η Ρωσική Ομοσπονδία. Είναι αξιοσημείωτο ότι σε δώδεκα μήνες, ξεκινώντας από το Μάιο του 1992, και οι δώδεκα πρώην Σοβιετικές Σοσιαλιστικές Δημοκρατίες, που αποτελούσαν τον πυρήνα της ΕΣΣΔ, καθώς και τα τρία κράτη της Βαλτικής, που είχαν βιαίως προσαρτηθεί περί το 1940, εντάχθηκαν στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Το γεγονός αυτό άλλαξε τόσο την οικονομική δραστηριότητα όσο και τον τρόπο λειτουργίας των χρηματιστηρίων, σε παγκόσμιο επίπεδο, καθώς σταδιακά έλαβε χώρα η μετάβαση από τον κεντρικό σχεδιασμό στην οικονομία της αγοράς (Boughton, 2012, σελ. 349).

Η κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης έπαιξε, όπως θα δούμε αναλυτικά στη συνέχεια, σημαντικό ρόλο και στις παγκόσμιες αγορές ενέργειας, επηρεάζοντας αναλόγως τις αποδόσεις των μετοχών των εταιριών, που δραστηριοποιούνται στον τομέα. Η ίδια η Ρωσία, εξάλλου, κέρδισε μια θέση στο τραπέζι του ΟΠΕΚ και απέκτησε τεράστια ισχύ στην τιμολόγηση του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. Αυτή η νέα οικονομική και πολιτική πραγματικότητα δημιούργησε νέες ευκαιρίες στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές (Griffin, 2021).

Αυτήν τη νέα πραγματικότητα, μας διαμορφώθηκε τριάντα χρόνια πριν, είναι που καλούμαστε να αντιμετωπίσουμε ακόμα και σήμερα. Κι αυτό διότι η ενεργειακή ασφάλεια χρησιμοποιείται μας μέρες μας, περισσότερο από ποτέ, ως στρατηγικό εργαλείο, με σκοπό να επηρεάσει πολιτικές αποφάσεις, με οικονομικό και αναπτυξιακό αντίκτυπο.

4.2. Η μετάβαση στη μετα-σοβιετική εποχή

Παρότι η μετάβαση στη μετα- κομμουνιστική περίοδο στην ΕΣΣΔ δεν μπορεί να θεωρηθεί απολύτως επιτυχημένη από πολιτική και θεσμική σκοπιά, δεν ισχύει το ίδιο όσον αφορά την οικονομική διάστασή της. Η μεταβατική διαδικασία πέτυχε την ανοικοδόμηση των θεμελίων των οικονομιών της αγοράς, που βασίζονται στην ιδιωτική ιδιοκτησία, έως τις αρχές της δεκαετίας του 2000, ακόμη και αν οι πολιτικές και οι θεσμοί που υιοθετήθηκαν έχουν αποδειχθεί ότι δημιούργησαν στρεβλώσεις σε πολλές χώρες. Η εμπειρία της μετάβασης στην περιοχή της πρώην Σοβιετικής Ένωσης έχει δείξει μια συσχέτιση μεταξύ πολιτικών και οικονομικών μεταρρυθμίσεων, με ισχυρό αντίκτυπο των πρώτων στις δεύτερες. Το έλλειμμα της δημοκρατίας, των πολιτικών ελευθεριών και του κράτους δικαίου επηρέασε αρνητικά την πορεία της οικονομικής μετάβασης, προκαλώντας σημαντική καθυστέρηση και πολλές φορές στρεβλώσεις.

Όσον αφορά στα κράτη που δημιουργήθηκαν από την πρώην Σοβιετική Ένωση, αξίζει να παρατηρήσουμε τις διαφορές στις οικονομικές και πολιτικές συνθήκες που επικράτησαν και οδήγησαν σε διαφορετικούς ρυθμούς μεταρρυθμίσεων. Τα Βαλτικά κράτη επέλεξαν σωστά τη στρατηγική των γρήγορων και καθολικών πολιτικών και οικονομικών αλλαγών, με αποτέλεσμα την ένταξή τους στην ΕΕ, μόλις το 2004 και τη σχετική γρήγορη οικονομική ανάκαμψη και ανάπτυξη. Ο ρυθμός, ωστόσο, της μετάβασης της αγοράς στις υπόλοιπες πρώην σοβιετικές χώρες ήταν στην καλύτερη περίπτωση μέτριος, δημιουργώντας πολλές δομικές και θεσμικές στρεβλώσεις, δυσμενές επιχειρησιακό και επενδυτικό κλίμα και συνεχείς μακροοικονομικές ανισορροπίες και ανατροπές (Dabrowski, 2023, σελ. 1-2). Για παράδειγμα, η Ρωσία και η Ουκρανία αντιμετώπισαν εκτεταμένες οικονομικές προκλήσεις, οφειλόμενες στις καθυστερημένες μεταρρυθμίσεις, την πολιτική αστάθεια και την εξάρτηση από τις βιομηχανίες εξόρυξης φυσικών πόρων. Αντίστοιχα, οικονομίες της Κεντρικής Ασίας, όπως το Καζακστάν και το Τουρκμενιστάν στηρίζονταν αποκλειστικά στις εξαγωγές προϊόντων ενέργειας, ενώ άλλες όπως το Κιργιστάν και το Τατζικιστάν αντιμετώπιζαν προβλήματα υπανάπτυξης και αστάθειας (Anders, 2007, σελ. 88).

4.2.1. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της σοβιετικής οικονομίας

Το σοβιετικό οικονομικό σύστημα, που αποτέλεσε το κληροδότημα των κρατών που προέκυψαν μετά την πτώση της Ένωσης, χαρακτηριζόταν από την κρατική ιδιοκτησία των μέσων παραγωγής και τη λειτουργία του μηχανισμού της αγοράς με όρους κεντρικού σχεδιασμού και διαχείρισης. Η ιδιωτική ιδιοκτησία αποτελούσε αντικείμενο ιδεολογικής καταδίκης και νομικής απαγόρευσης. Σε ένα τέτοιο σύστημα, οι τιμές καθορίζονταν διοικητικά και υπήρχε κρατικό μονοπώλιο του εξωτερικού εμπορίου. Επιπλέον, δεν υπήρχε δυνατότητα μετατροπής του εθνικού νομίσματος, με αποτέλεσμα την καθιέρωση πολλαπλών ισοτιμιών. Όλα αυτά είχαν σαν συνέπεια την απομόνωση της ρωσικής οικονομίας από της παγκόσμιες αγορές (Dabrowski, 2023, σελ. 3). Περιπτώ να αναφέρουμε ότι σε ένα τέτοιο σύστημα δε χωρούσε η λειτουργία χρηματιστηρίου ή η πραγματοποίηση συναλλαγών με αυτά άλλων χωρών.

Ο τρόπος αυτός οργάνωσης της οικονομίας οδήγησε σταδιακά σε βαθιές δομικές στρεβλώσεις και η διεθνής ανταγωνιστικότητα της σοβιετικής οικονομίας ήταν περιορισμένη. Η παραγωγή φυσικών πόρων αποτελούσε, ήδη από τότε, τον μόνο τομέα που η Σοβιετική Ένωση μπορούσε να ανταγωνιστεί της παγκόσμιες αγορές. Από τη δεκαετία του 1970, αυτό αφορούσε κυρίως τη βιομηχανία πετρελαίου και φυσικού αερίου (Gaidar, 2007, 75). Επιπρόσθετα, η απουσία θεσμών της αγοράς και η μακροοικονομική ανισορροπία που χαρακτήριζε τη Σοβιετική Ένωση δημιουργούσε συνθήκες «ελλειμματικής οικονομίας». Εξάλλου οι κρατικές επιχειρήσεις δεν είχαν ενδιαφέρον να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους και εμπλέκονταν συχνά σε διαπραγματεύσεις με ανώτερες κρατικές αρχές για τη μείωση των προγραμματισμένων στόχων και την αύξηση των διαθέσιμων πόρων. Έτσι, οι εξωτερικές ανισορροπίες έλαβαν τη μορφή επίμονων εντάσεων στο ισοζύγιο πληρωμών, δημιουργώντας ακόμα πιο δυσμενείς συνθήκες για την επιβίωση της σοβιετικής οικονομίας και σταθερότητας (Kornai, 2012, σελ. 374επ.).

Στις συνθήκες λειτουργίες του σοσιαλιστικού συστήματος δεν προκαλεί απορία γιατί οι ζημιογόνες κρατικές επιχειρήσεις δεν φοβούνταν την οικονομική κατάρρευση. Πράγματι, ένα τέτοιο ενδεχόμενο φαίνεται να μην τις επηρέαζε, καθώς θεωρούσαν ότι μπορούν να υπολογίζουν στη σωτηρία τους από ανώτερα σώματα του κράτους. Η οικονομική τους κατάσταση δεν επέβαλε κάποιον αυστηρό περιορισμό στα έξοδά τους, καθώς το ενδεχόμενο διάσωσής τους ενσωματωνόταν στις προσδοκίες τους. Ο περιορισμός του προϋπολογισμού θα ήταν δύσκολος εάν μια επιχείρηση δεν μπορούσε να υπολογίζει στη διάσωση και οι επίμονες απώλειες οδηγούσαν σε χρεοκοπία και αποτυχία της εταιρείας (Kornai, 1992, σελ. 116επ.). Όταν ο περιορισμός του προϋπολογισμού είναι ήπιος, οι απώλειες δεν είναι πραγματικά θέμα ζωής και θανάτου και οι επικεφαλής των επιχειρήσεων δεν χρειάζεται να λαμβάνουν υπόψη τις τιμές, το κόστος και τις απώλειες.

Κάτω από τέτοιες συνθήκες, το κίνητρο για μείωση του κόστους και ενίσχυση της παραγωγικότητας αποδυναμώνεται οικονομικά. Εδώ βρίσκεται η κύρια εξήγηση για τη χαμηλή αποτελεσματικότητα του σοσιαλιστικού συστήματος (Kornai & Maskin, 2003, σελ. 1095 επ.).

Εξάλλου η σοβιετική οικονομία ήταν έντονα στρατιωτικοποιημένη, καθότι η χώρα βρισκόταν συνεχώς αντιμέτωπη με την εχθρότητα των άλλων ξένων δυνάμεων και ιδιαίτερα των ΗΠΑ καθώς και της Κίνας, μετά το 1960. Αυτή η στρατιωτικοποίηση της οικονομίας είχε σημαντικές δομικές προεκτάσεις. Όλη η παραγωγή των σημαντικών τομέων ελεγχόταν από μία σοβιετική στρατιωτική- βιομηχανική επιτροπή (*VPK*) και η οποιαδήποτε τεχνολογική καινοτομία ή επιστημονική ανακάλυψη προσανατολιζονταν αρχικά στην κάλυψη στρατιωτικών αναγκών. Επιπρόσθετα, η γεωγραφική κατανομή των βιομηχανικών κέντρων αποφασιζόταν βάσει στρατηγικών και όχι οικονομικών κριτηρίων (Mazat, 2016, σελ. 2-3).

4.2.2. Η κατάρρευση της ΕΣΣΔ

Η οικονομική στασιμότητα ήταν παρούσα στην ΕΣΣΔ ήδη από το 1974, εξαιτίας τόσο της έλλειψης εργατικού δυναμικού όσο και της εξάντλησης των φυσικών πόρων χαμηλού κόστους. Παράλληλα, ο κεντρικός οικονομικός σχεδιασμός ήταν εξαιρετικά περίπλοκος και δύσκολα διαχειρίσιμος, λόγω, μεταξύ άλλων, του πολλαπλασιασμού του αριθμού και της ποικιλίας των νέων προϊόντων, που προστέθηκαν στην παραγωγή και έπρεπε να ρυθμιστούν.

Ωστόσο, κατά την περίοδο μετά την πετρελαϊκή κρίση του 1973, παρατηρήθηκε αύξηση στο εξωτερικό εμπόριο της Σοβιετικής Ένωσης, λόγω των εξαγωγών αερίου και πετρελαίου, των οποίων η τιμή ήταν πρωτοφανώς υψηλή. Μια μαζική μετάβαση από πετρέλαιο σε αέριο στον εσωτερικό σοβιετικό ενεργειακό εφοδιασμό επέτρεψε να αυξηθεί δραματικά ο όγκος του πετρελαίου που διατίθεται για εξαγωγή. Η κατασκευή αγωγού φυσικού αερίου, που χρηματοδοτήθηκε κυρίως από ξένες επενδύσεις, ήταν επίσης ένας τρόπος εξαγωγής φυσικού αερίου και απόκτησης περισσότερων σκληρών νομισμάτων από χώρες της Δυτικής Ευρώπης. Επιπρόσθετα, οι εξαγωγές σοβιετικών όπλων επωφελήθηκαν από τη μεγάλη ποσότητα πετροδολαρίων στα χέρια των χωρών του ΟΠΕΚ (Mazat, 2016, σελ. 9επ.).

Η περίοδος της Περεστρόικα (1985-1991) αντιστοιχεί σε μια εποχή οικονομικής ύφεσης. Οι οικονομικές μεταρρυθμίσεις του Μιχαήλ Γκορμπατσόφ είχαν σκοπό να αλλάξουν βαθιά το σοβιετικό σύστημα, μέσω της χαλάρωσης του κεντρικού οικονομικού σχεδιασμού και ιδίως μέσω της δημιουργίας ιδιωτικού τομέα και της ενεργοποίησης μηχανισμών της αγοράς. Ωστόσο, ο νέος αυτός τρόπος οργάνωσης και λειτουργίας της οικονομίας αποδιοργάνωσε το συντονισμό της οικονομικής πολιτικής και δημιούργησε σημεία συμφόρησης, βαθαίνοντας τις ήδη υπάρχουσες ελλείψεις. Το σοβιετικό σύστημα, ξεκινώντας να λειτουργεί βάσει των αρχών του καπιταλισμού, ήρθε γρήγορα αντιμέτωπο με προβλήματα υπερβάλλουσας ζήτησης και αυξανόμενο πληθωρισμού (Di Leo, 1991, σελ. 432επ.).

Ο σοβιετικός ιδιωτικός τομέας δημιουργήθηκε στην ουσία το 1988, με το Σοβιετικό Νόμο για τους Συνεταιρισμούς. Μέσω αυτού αναπτύχθηκε και το ελεύθερο εξωτερικό εμπόριο, καθώς και ο ελεύθερος προσδιορισμός των τιμών. Σταδιακά, οι συνεταιρισμοί δραστηριοποιήθηκαν σε κάθε είδους δραστηριότητες και εξελίχθηκαν σε μεγάλες εταιρίες, που δραστηριοποιούνταν στο εμπόριο. Επιπρόσθετα, το 1988 ψηφίστηκε διάταγμα το οποίο καθιέρωσε την αποκέντρωση του εξωτερικού εμπορίου, το οποίο οδήγησε πολλούς συνεταιρισμούς να αγοράζουν αγαθά σε χαμηλές κρατικές εγχώριες τιμές και να τα πουλούν στο εξωτερικό για σκληρό νόμισμα (Gustafson, 1999, σελ. 27). Η νέα αυτή κατάσταση συνέβαλε σημαντικά στην κατάρρευση της ΕΣΣΔ, καθώς οι συνεταιρισμοί αυτοί χρηματοδότησαν τον φιλοκαπιταλιστικό συνασπισμό, εμβαθύνοντας τις ανισορροπίες της οικονομίας και διαταράσσοντας το σοβιετικό σύστημα διανομής.

Έτσι, το 1991, η ΕΣΣΔ βρισκόταν σε δραματική οικονομική κατάσταση, ανίκανη να καλύψει τις εσωτερικές ανάγκες για καταναλωτικά και αγροτικά προϊόντα. Οι κεντρικοί Σοβιετικοί θεσμοί δεν είχαν πλέον εξουσία στο οικονομικό και πολιτικό σύστημα. Το ΑΕΠ κατέρρεε, ο πληθωρισμός αυξανόταν, το σύστημα καθορισμού τιμών είχε αποδιοργανωθεί πλήρως και το σοβιετικό σύστημα διανομής ενίσχυε τις ανισότητες, ως συνέπεια της συγκέντρωσης πλούτου σε συγκεκριμένους επιχειρηματίες. Σκοπός των περισσότερων πολιτικών ηγετών ήταν η μετουσίωση της μετάβασης στην οικονομία της αγοράς. Η Περεστρόικα αποδείχθηκε αντιδραστική και κατακερματισμένη, με κάθε μεταρρύθμιση να ανταποκρίνεται στις πιέσεις που δημιουργήθηκαν από το προηγούμενο στάδιο της μεταρρύθμισης (Clarke, 2007,, σελ. 15).

Λόγω των αποσχιστικών κινημάτων και της επιβεβαίωσης των τοπικών πολιτικών ηγετών στις σοβιετικές δημοκρατίες, όπως ο Γιέλτσιν στη Ρωσία, η ΕΣΣΔ είχε γίνει όλο και πιο ακυβέρνητη. Η μερική παράλυση του διαδημοκρατικού εμπορίου επιδείνωσε

ακόμη περισσότερο την οικονομική κατάσταση, πολλαπλασιάζοντας τα σημεία συμφόρησης. Η γρήγορη διαδικασία της πολιτικής και οικονομικής αποσύνθεσης έληξε στις 25 Δεκεμβρίου 1991 όταν η ΕΣΣΔ εξαφανίστηκε επίσημα (Mazat, 2016, σελ. 15)

4.2.2.1. Οι επιπτώσεις στις πρώην σοβιετικές οικονομίες

Υπό τα ανωτέρω δεδομένα, κατανοούμε της βαθιές και εκτεταμένες επιπτώσεις της κατάρρευσης της Σοβιετικής Ένωσης το 1991 της οικονομίες των νέων ανεξάρτητων κρατών που προέκυψαν από τη διάλυσή της. Οι επιπτώσεις αυτές σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό, όπως ήδη εντοπίσαμε, με τη μετάβαση από τον κεντρικό οικονομικό σχεδιασμό σε συστήματα προσανατολισμένα στην ελεύθερη λειτουργία της αγοράς, την απώλεια του κεντρικού οικονομικού σχεδιασμού και της προκλήσεις που συνεπάγεται η θέσπιση νέων εθνικών θεσμών και οικονομικών πολιτικών (Frye, 2002, σελ. 311-313).

Αρχικά, η σοβιετική οικονομία λειτουργούσε με όρους ολοκληρωμένου συστήματος, με κεντρικά κατανεμημένους πόρους, εξειδικευμένη παραγωγή και εκτεταμένο εμπόριο μεταξύ των σοβιετικών δημοκρατικών. Η κατάρρευση διέκοψε αυτά τα δίκτυα, προκαλώντας σοβαρή πτώση της παραγωγής σε βιομηχανίες που βασίζονταν σε εισροές από τις πρώην σοβιετικές δημοκρατίες. Επιπρόσθετα, πολλά από τα νέα ανεξάρτητα κράτη βίωσαν μία ξαφνική και εκτεταμένη εμπορική απομόνωση, καθώς έχασαν την πρόσβαση στην ευρύτερη σοβιετική αγορά και αντιμετώπισαν προβλήματα κατά την ενσωμάτωσή τους στα παγκόσμια εμπορικά συστήματα (Poron, 2000, σελ. 3).

Η απότομη πτώση του ΑΕΠ, τόσο στην ίδια τη Ρωσία όσο και στα υπόλοιπα κράτη, δημιούργησε συνθήκες σοβαρής οικονομικής συρρίκνωσης. Είναι χαρακτηριστικό ότι μεταξύ 1991 και 1998 το ρωσικό ΑΕΠ σημείωσε πτώση της τάξης του 40%, ενώ παρόμοια φαινόμενα παρατηρήθηκαν και στα λοιπά πρώην σοβιετικά κράτη, ορισμένα από τα οποία ήρθαν αντιμέτωπα με καταστάσεις οικονομικής ύφεσης. Παράλληλα, πληθώρα κρατών βίωσαν το φαινόμενο του υπερπληθωρισμού, καθώς προσπαθούσαν να καθιερώσουν νέες νομισματικές πολιτικές. Στη Ρωσία, για παράδειγμα, ο πληθωρισμός ξεπέρασε το 2000% το 1992, εξαιτίας της απελευθέρωσης των τιμών και την απόσυρσης των υποκατάστατων (Poron, 2000, σελ. 12επ.).

Φυσικά η μετάβαση από τον κεντρικό κρατικό σχεδιασμό στην οικονομία της αγοράς προκάλεσε ένα κύμα ιδιωτικοποιήσεων, πολλές από τις οποίες έγιναν βιαστικά. Στη Ρωσία και την Ουκρανία, η διαδικασία αυτή σημαδεύτηκε από περιστατικά διαφθοράς

και την άνοδο ομάδων ολιγαρχών, που κατάφεραν να εκμεταλλευτούν τη συγκυρία και να αποκτήσουν τεράστια περιουσιακά στοιχεία, με εξαιρετικά χαμηλό κόστος. Η έννοια του περιορισμένου κινδύνου που αντιμετώπιζαν μέχρι τότε οι κεντρικά ελεγχόμενες επιχειρήσεις είχε σαν αποτέλεσμα πολλές από τις νέες ιδιωτικές εταιρίες που δημιουργήθηκαν να καταρρεύσουν, δημιουργώντας συνθήκες δομικής ανεργίας (Anders, 2007, σελ. 239 επ.). Όλα αυτά είχαν σαν αποτέλεσμα μεγάλες εισοδηματικές ανισότητες και εκτεταμένα ποσοστά φτώχειας του πληθυσμού, που με τη σειρά της οδήγησαν στην απαξίωση του σοβιετικού κράτους πρόνοιας.

Τα νέα κράτη αντιμετώπισαν, μεταξύ άλλων, θεσμικές προκλήσεις, καθώς δεν διέθεταν τα απαραίτητα θεσμικά πλαίσια για να στηρίξουν τη λειτουργία της οικονομίας της αγοράς. Τέτοιοι θεσμοί είναι για παράδειγμα οι ανεξάρτητες κεντρικές τράπεζες, νομικά συστήματα για δικαιώματα ιδιοκτησίας και κανονιστικά όργανα (Frye, 2002, σελ. 315-316). Αυτή η αδύναμη κυβερνητική δομή διευκόλυνε, όπως ήταν αναμενόμενο, τη διαφθορά, η οποία, με τη σειρά της, δημιουργούσε κωλύματα στην οικονομική μεταρρύθμιση και τις ξένες επενδύσεις, που θα μπορούσαν να κινητοποιήσουν την οικονομία (Hellman, 1998, σελ. 213επ.).

Όσον αφορά στην ένταξη της παγκόσμιας αγοράς, τα προβλήματα ήταν πολλά και ποικίλα. Ενώ ορισμένα κράτη προσέλκυαν ξένες επενδύσεις, άλλα δυσκολεύονταν λόγω της διαφθοράς, της πολιτικής αστάθειας και του ασαφούς νομικού πλαισίου. Πολλές από τις οικονομίες των νεοσύστατων κρατών έγιναν πλήρως εξαρτώμενες από την εξαγωγή φυσικών πόρων (όπως πετρέλαιο, φυσικό αέριο και ορυκτά) στις παγκόσμιες αγορές, γεγονός που τις κατέστησε ευάλωτες στην αστάθεια των τιμών. Πρόκληση για τις χώρες αυτές αποτέλεσε και η πολιτική, οικονομική και εργασιακή μετανάστευση από τις πρώην Σοβιετικές δημοκρατίες σε καπιταλιστικές χώρες, με καλύτερες ευκαιρίες.

Όλα αυτά είχαν σαφώς ευρείες γεωπολιτικές επιπτώσεις. Αν και η Ρωσία παρέμεινε σημαντική οικονομική και πολιτική δύναμη στην περιοχή, εξελισσόμενη σε βασικό εξαγωγέα ενέργειας, άλλα πρώην σοβιετικά κράτη επεδίωξαν άλλους τρόπους επιβίωσης, εκτός της ρωσικής επιρροής (Gaidar, 2007, σελ. 250-256). Από το 1991 και την κατάρρευση της ΕΣΣΔ έως τις μέρες μας δεν σταματάμε να γινόμαστε παρατηρητές της προσπάθειας πολλών πρώην σοβιετικών δημοκρατιών να ενταχθούν σε δυτικούς θεσμούς, την ΕΕ και το NATO, γεγονός που αποτέλεσε και συνεχίζει να αποτελεί σημείο κρούσης των κρατών αυτών με τη Ρωσία και της Ρωσίας με τη Δύση εν γένει.

4.2.2.2. *Οι επιπτώσεις της χώρας της Δύσης*

Η κατάρρευση της ΕΣΣΔ σήμανε σημαντικές αλλαγές για τη Δύση, συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ, που εκδηλώθηκαν σε διάφορες διαστάσεις, όπως ήταν οι γεωπολιτικές ανακατατάξεις, οι αλλαγές στα εμπορικά πρότυπα και τις αμυντικές δαπάνες. Αρχικά, το τέλος της Σοβιετικής Ένωσης σηματοδότησε το τέλος του Ψυχρού Πολέμου, που ήταν συνώνυμο των εκτεταμένων αμυντικών δαπανών. Είναι χαρακτηριστικό ότι στις ΗΠΑ, οι σχετικές δαπάνες μειώθηκαν σημαντικά ως ποσοστό του ΑΕΠ, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη δυνατότητα ανακατεύθυνσης των σχετικών πόρων τόσο σε εγχώρια προγράμματα όσο και σε ελάφρυνση των δημοσιονομικών πιέσεων. Οι υπόλοιπες δυτικές οικονομίες, με τη σειρά τους, ιδίως στην Ευρώπη, άρχισαν κι αυτές να ανακατευθύνουν τους πόρους από τη στρατιωτική συσσώρευση προς τη δημόσια ευημερία, την εκπαίδευση και τις υποδομές (Kotkin, 2008, σελ. 148επ.).

Παράλληλα, η κατάρρευση της ΕΣΣΔ άνοιξε την Ανατολική Ευρώπη και τα πρώην σοβιετικά κράτη, ως νέες αγορές για δυτικά αγαθά και υπηρεσίες. Αυτό ήταν σημαντικό και για τις χώρες της Δυτικής Ευρώπης, καθώς οι εταιρίες που είχαν έδρα σε αυτήν και ιδίως οι επιχειρήσεις καταναλωτικών αγαθών, τεχνολογίας και ενέργειας απέκτησαν πρόσβαση σε εκατομμύρια νέων καταναλωτών. Επιπρόσθετα, οι πρώην σοβιετικές χώρες αναζητούσαν τρόπους να προσελκύσουν Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (ΑΞΕ), με στόχο τον εκσυγχρονισμό των βιομηχανιών τους, δημιουργώντας ευκαιρίες για επενδυτές από το Δύση (Fischer & Sahay, 2000, σελ. 12επ.). Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι οι αμερικανικές και ευρωπαϊκές εταιρίες πετρελαίου που επένδυσαν μεγάλα ποσά σε πλούσιες ενεργειακά περιοχές, όπως η Ρωσία, το Καζακστάν και το Αζερμπαϊτζάν. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν, υπό αυτό το πρίσμα, και η ενσωμάτωση στις παγκόσμιες αγορές των πρώην σοβιετικών κρατών, τα οποία σταδιακά υιοθέτησαν τις αρχές της οικονομίας της αγοράς και ενσωματώθηκαν πλήρως σε διεθνείς εμπορικούς οργανισμούς, όπως ο Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου (ΠΟΕ) (Sachs & Warner, 1995, σελ. 24επ.).

Εξάλλου, το άνοιγμα των πρώην σοβιετικών αγορών ώθησε την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών, καθώς οι δυτικές τράπεζες και οι επενδυτές κέρδιζαν νέες ευκαιρίες. Ιδίως τα δυτικά επενδυτικά χαρτοφυλάκια διαφοροποιήθηκαν σε μεγάλο βαθμό, ώστε να συμπεριλάβουν τις αναδυόμενες αγορές στην Ανατολική Ευρώπη και την Κεντρική Ασία (Kotkin, 2008, σελ. 165επ.).

Δεν μπορούμε, βεβαίως, να παραγνωρίσουμε την ενίσχυση της οικονομικής και πολιτικής ισχύος των ΗΠΑ ως απότοκο του τέλους του ανταγωνιστή τους. Πράγματι, οι ΗΠΑ αναδείχθηκαν στη μόνη παγκόσμια υπερδύναμη, η οποία ενίσχυσε την επιρροή της στους διεθνείς οικονομικούς θεσμούς, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), η Παγκόσμια Τράπεζα και ο ΠΟΕ. Η Αμερική, εξάλλου, αξιοποίησε την ευκαιρία που της προσέφερε η ιστορική συγκυρία προκειμένου να εξαπλώσει τις φιλελεύθερες οικονομικές της πολιτικές. Οι δυτικές χώρες, εν γένει, προώθησαν τον καπιταλισμό της ελεύθερης αγοράς, την ιδιωτικοποίηση και την παγκοσμιοποίηση στο πρώην σοβιετικό μπλοκ, ευθυγραμμίζοντας αυτές τις οικονομίες με τους δυτικούς κανόνες (Aslund, 2009).

Στον τομέα της ενέργειας, όπως αναφέραμε ήδη, το άνοιγμα των αγορών ενέργειας στη Ρωσία και την Κεντρική Ασία οδήγησε στην αύξηση των παγκόσμιων ενεργειακών αποθεμάτων και στην αποσυμπίεση των τιμών πετρελαίου και αερίου κατά τη δεκαετία του 1990. Οι δυτικές χώρες ήταν αυτές που κυρίως επωφελήθηκαν από τα χαμηλά ενεργειακά κόστη και τις διαφοροποιημένες πηγές ενέργειας (EBRD, 1999, σελ. 28) . Καθώς δε η Ευρώπη εμβάθυνε τους ενεργειακούς της δεσμούς με τη Ρωσία, γεννιόταν η εξάρτησή της από το ρωσικό φυσικό αέριο, που με τη σειρά της δημιούργησε τα προβλήματα που αντιμετωπίσαμε με αφορμή το Ρωσο- Ουκρανικό πόλεμο.

Παρότι το NATO δημιουργήθηκε ως το αντίπαλον δέος του Συμφώνου της Βαρσοβίας, το τέλος της ΕΣΣΔ δεν άφησε τον Οργανισμό του Βορειοατλαντικού χωρίς λόγο ύπαρξης. Αντίθετα, το NATO βρήκε την ευκαιρία να επεκταθεί, γεγονός που ανάγκασε τις δυτικές χώρες να παρέχον οικονομική και πολιτική υποστήριξη στα νέα κράτη μέλη. Οι μειωμένες στρατιωτικές δαπάνες στη Δύση διευκόλυναν την ενοποίηση της αμυντικής βιομηχανίας, δημιουργώντας ισχυρούς παίκτες όπως η Lockheed Martin και η BAE Systems..

Μέσω αυτών των αλλαγών στους παγκόσμιους συσχετισμούς επιβεβαιώθηκε η νίκη του καπιταλισμού έναντι του σοσιαλισμού, ενδυναμώνοντας έτσι την εμπιστοσύνη στα δυτικά οικονομικά συστήματα εμβαθύνοντας την αμφισβήτηση του κεντρικού οικονομικού σχεδιασμού κι ελέγχου. Το τέλος της Σοβιετικής Ένωσης αφαίρεσε ένα σημαντικό ιδεολογικό εμπόδιο στην παγκοσμιοποίηση, επιτρέποντας στην απελευθέρωση του εμπορίου υπό τη Δύση να επεκταθεί (Friedman, 2000, σελ. 89επ.).

4.3. Η αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών

4.3.1 Οι αντιδράσεις στην αποτυχία του πραξικοπήματος

Η επίσημη διάλυση της ΕΣΣΔ έλαβε χώρα το 1991, ωστόσο τα γεγονότα είχαν προδιαγράψει της εξελίξεις πολύ νωρίτερα. Το τείχος του Βερολίνου έπεσε το 1989, εν μέσω επαναστάσεων σε όλη τη Σοβιετική Ένωση και την Ανατολική Ευρώπη. Το Σοβιετικό Κομμουνιστικό Κόμμα επιχείρησε μια τελευταία αρπαγή εξουσίας εξαπολύοντας ένα αποτυχημένο πραξικόπημα κατά του Σοβιετικού προέδρου Μιχαήλ Γκορμπατσόφ τον Αύγουστο του 1991. Ωστόσο, το πραξικόπημα απέτυχε χάρη στις δυνάμεις υπό την ηγεσία του Ρώσου προέδρου Μπόρις Γιέλτσιν (Duggan, 2017).

Οι παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές αντέδρασαν θετικά στην αποκατάσταση της κυβέρνησης του Μιχαήλ Γκορμπατσόφ στη Σοβιετική Ένωση. Η αισιόδοξη υποδοχή της αποτυχημένης απόπειρας πραξικοπηματικής κατάληψης της εξουσίας οδήγησε το βιομηχανικό μέσο όρο του Dow Jones πάνω από τις 3000 μονάδες. Πράγματι, ο δείκτης Dow σημείωσε άνοδο 88,10 μονάδων, καθώς οι επενδυτές έδειξαν να επικροτούν το ξαφνικό τέλος της σοβιετικής πολιτικής κρίσης και την πιθανή σταθεροποιητική του επίδραση στην παγκόσμια οικονομία. Ισχυρή άνοδο κατέγραψαν και τα ξένα χρηματιστήρια, καθώς η είδηση του αποτυχημένου πραξικοπήματος εξελισσόταν κατά μήκος των ζωνών ώρας (Potts, 1991).

Στην Ευρώπη, όταν τα καλά νέα εμφανίστηκαν της τηλεοπτικές οθόνες, τα χρηματιστήρια σημείωσαν άνοδο, ανακτώντας περίπου το ήμισυ της ζημίας, που είχαν υποστεί το προηγούμενο διάστημα. Η Γερμανία, που θεωρείται η πιο βαθιά συνδεδεμένη οικονομία με τη Σοβιετική Ένωση και όπου οι μετοχές υπέστησαν τη χειρότερη πτώση, όταν συνέβη το πραξικόπημα, είδε τον δείκτη DAX να εκτινάσσεται κατά 2,9%. Στο Λονδίνο, ο δείκτης Financial Times-Stock Exchange των 100 κορυφαίων μετοχών ενισχύθηκε κατά 1,9% και στο Παρίσι, ο δείκτης μετοχών CAC-40 σημείωσε άνοδο 67,30 μονάδων. Σε γενικές γραμμές, η οικονομία της Δυτικής Ευρώπης θεωρήθηκε από της αναλυτές και της δύο πλευρές του Ατλαντικού ως ο μεγάλος κερδισμένος από τα γεγονότα στη Μόσχα (Malkin, 1991).

Υπήρχαν, ωστόσο, και αγορές που δεν σημείωσαν άνοδο. Εκείνες που επωφεληθήκαν από τα άσχημα νέα, με το ξέσπασμα της κρίσης, έχασαν έδαφος με την είδηση της αποτυχίας του πραξικοπήματος. Οι τιμές του πετρελαίου υποχώρησαν, καθώς μειώθηκε ο φόβος για πολιτική αναταραχή στη μεγαλύτερη πετρελαιοπαραγωγό χώρα στον

κόσμο. Αντίστοιχα, το δολάριο, που αρχικά προσέλκυσε επενδυτές που αναζητούσαν σταθερότητα, σημείωσε της πτώση, ενώ οι τιμές του χρυσού αυξήθηκαν ελαφρά.

Η άνοδος του χρηματιστηρίου σημειώθηκε σε ένα ευρύ μέτωπο, ξεκινώντας από το καμπανάκι του ανοίγματος και επιταχύνθηκε σταθερά κατά τη διάρκεια της ημέρας καθώς τα νέα από τη Μόσχα έγιναν όλο και πιο αισιόδοξα. Καθώς οι εξελίξεις έτρεχαν, οδήγησαν της δείκτες NYSE και NASDAQ σε νέα υψηλά για την εποχή. Καταλύτης της μεγάλης ανάκαμψης θεωρήθηκε από της οικονομικούς αναλυτές της περιόδου η αποκατάσταση του *status quo* στη Σοβιετική Ένωση. Άλλοι αναλυτές της αγοράς, ωστόσο, προειδοποίησαν για υπερβολικές αντιδράσεις στα νέα, θεωρώντας ότι το πρόβλημα της αποδυναμωμένης οικονομίας και της αρκετά υψηλής αξίας χρηματιστηρίου εξακολουθεί να χαρακτηρίζει της παγκόσμιες αγορές. Αυτές οι διακυμάνσεις ερμηνεύτηκαν από πολλούς αναλυτές ως παρέκκλιση (Potts, 1991).

4.3.2 Οι αντιδράσεις μετά την πτώση της ΕΣΣΔ

Στις 8 Δεκεμβρίου 1991, ο Γιέλτσιν ήταν μεταξύ της ομάδας που υπέγραψε επίσημα έγγραφα για τη διάλυση της 74χρονης Σοβιετικής Ένωσης και τη δημιουργία μιας «Κοινοπολιτείας Ανεξάρτητων Κρατών», συμπεριλαμβανομένης της Ουκρανίας, της Λευκορωσίας και της Ρωσίας.

Συνολικά, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η διάλυση της ΕΣΣΔ δεν προκάλεσε μεγάλο σοκ στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές. Επί μήνες οι αγορές προετοιμάζονταν για μια τέτοια εξέλιξη, εξαιτίας της οικονομικής και πολιτικής αστάθειας του τέλους της δεκαετίας του 1980 και των αρχών του 1990. Σε αντίθεση με άλλες αιφνίδιες οικονομικές κρίσεις, όπως η οικονομική κρίση του 2008, η κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης ήταν σταδιακή, με τις τιμές των μετοχών σε πολλά χρηματιστήρια να κινούνται εκ των προτέρων σε επίπεδα βάσει των αναμενόμενων αποτελεσμάτων (Kim & Mei, 2001, σελ. 1008).

Με το επίσημο τέλος του Ψυχρού Πολέμου, οι παγκόσμιες αγορές παρουσίασαν μειωμένη αβεβαιότητα σε σχέση με την περίοδο όπου κυριαρχούσε η πιθανότητα μιας στρατιωτικής σύγκρουσης μεταξύ υπερδυνάμεων. Οι επενδυτές είχαν προηγουμένως ζητήσει υψηλότερες αποδόσεις, ακριβώς λόγω των κινδύνων που σχετίζονταν με τον Ψυχρό Πόλεμο (EBRD, 1999, σελ. IV). Με τη σοβιετική κατάρρευση, ωστόσο, η γεωπολιτική αβεβαιότητα μειώθηκε, οδηγώντας σε χαμηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου σε

παγκόσμιο επίπεδο. Το τέλος των εντάσεων της ψυχροπολεμικής περιόδου ενθάρρυνε την εμπιστοσύνη των επενδυτών στο σύστημα, οδηγώντας σε σταθερά ανοδικές αγορές τόσο στις ΗΠΑ όσο και στη Δυτική Ευρώπη, κατά τη δεκαετία του 1990 (Balcerowicz, 1995, 149 επ.).

Παράλληλα, όπως αναλύσαμε ήδη, το άνοιγμα της Ρωσίας και των υπόλοιπων πρώην Σοβιετικών Δημοκρατιών δημιούργησε σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες στις αναδυόμενες αγορές. Οι επενδυτές από τη Δύση επεδίωξαν να κεφαλαιοποιήσουν τα προγράμματα ιδιωτικοποιήσεων, αγοράζοντας μετοχές των νέων ιδιωτικών επιχειρήσεων στη Ρωσία και την Ανατολική Ευρώπη. Το ρωσικό χρηματιστήριο ιδρύθηκε μόλις το 1992, προκαλώντας εισροές ξένων κεφαλαίων στους τομείς της ενέργειας, των τραπεζών και των καταναλωτών (Perotti & Van Oijen, 2001, σελ. 61).

Εξάλλου, η ένταξη των πρώην Σοβιετικών κρατών στις παγκόσμιες αγορές ενίσχυσε τις διασυννοριακές εμπορικές ροές και ροές κεφαλαίου. Τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια επωφελήθηκαν από τις νέες επενδυτικές και εμπορικές ευκαιρίες, καθώς οι πρώην σοσιαλιστικές οικονομίες υιοθετούσαν τον καπιταλιστικό τρόπο λειτουργίας. Παράλληλα, τα αμοιβαία κεφάλαια των αναδυόμενων αγορών άρχισαν να ενσωματώνουν σταδιακά τις αγορές της Ανατολικής Ευρώπης, ενισχύοντας έτσι τη χρηματιστηριακή δραστηριότητα. Ιδίως στον τομέα της ενέργειας, η ανάδειξη νέων παικτών στην αγορά πετρελαίου και φυσικού αερίου οδήγησε σε αστάθεια τιμών στις παγκόσμιες αγορές εμπορευμάτων και ενέργειας, ενώ οι δυτικές εταιρίες πετρελαίου άρχισαν να επενδύουν σε ρωσικές επιχειρήσεις στον ενεργειακό κλάδο, επηρεάζοντας έτσι τις τιμές των μετοχών αντίστοιχων εταιρειών στα χρηματιστήρια παγκοσμίως (The Word Bank, 2002, σελ. xviii).

Με την πτώση της Σοβιετικής Ένωσης, πολλά πρώην Σοβιετικά κράτη εντάχθηκαν στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπως η Πολωνία, η Ουγγαρία και τα Βαλτικά κράτη. Αυτό προσέλκυσε το ενδιαφέρον των επενδυτών και ενίσχυσε το αίσθημα εμπιστοσύνης και σταθερότητας στις ευρωπαϊκές αγορές (Anders, 2012, σελ. 361 επ.). Ως εκ τούτου, τα χρηματιστήρια του Δυτικού κόσμου είδαν αυξήσεις στις ροές κεφαλαίων, καθώς αυτές οι χώρες άρχισαν να υιοθετούν πολιτικές της ελεύθερης αγοράς, επιδιώκοντας την συμμετοχή τους στην ευρωπαϊκή ολοκλήρωση.

Αν και δεν αποδεικνύεται κατά πόσον υπάρχει σχέση μεταξύ των μακροοικονομικών μεταβλητών και των αποδόσεων των μετοχών σε πρώην σοβιετικές δημοκρατίες, όπως την Πολωνία, την Ουγγαρία και την Τσεχική Δημοκρατία, φαίνεται ότι οι μεταβλητές αυτές

είχαν σημαντική προγνωστική ικανότητα. Έχει, εξάλλου, υποστηριχθεί ότι η κίνηση των δεικτών των μετοχών στις χώρες αυτές, κατά την περίοδο 1993-2000, ενδεχομένως οφείλεται στους κοινούς κλυδωνισμούς στο διεθνές επενδυτικό κλίμα. Παράλληλα, οι χρηματιστηριακές αγορές της Εσθονίας, της Λιθουανίας, της Ρουμανίας και της Ουγγαρίας παρουσίασαν ευαλωτότητα σε σχέση με τους παγκόσμιους παράγοντες κινδύνου, όπως η κίνηση των επιτοκίων, η παγκόσμια πλεονάζουσα απόδοση, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και ο πληθωρισμός, ενώ τοπικοί παράγοντες φαίνεται να ήταν πιο σημαντικοί για τις χρηματιστηριακές και χρηματοπιστωτικές αγορές της Τσεχικής Δημοκρατίας, της Λετονίας, της Πολωνίας και της Σλοβενίας, την περίοδο 1997-2002 (Goriaev & Zabolkin, 2006, σελ. 308).

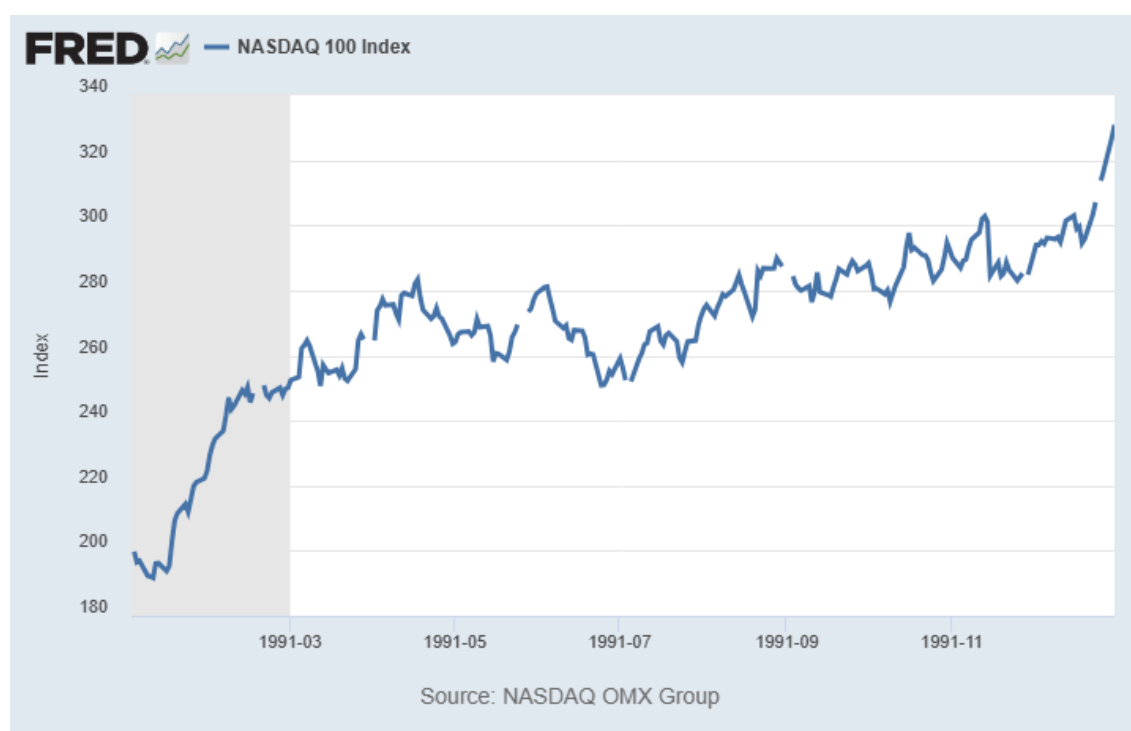
Συνέπεια της χαοτικής μετάβασης από τον κεντρικό σχεδιασμό στην οικονομία της αγοράς ήταν ο υπερπληθωρισμός και η εξάπλωση οικονομικών κρίσεων στις πρώην Σοβιετικές Δημοκρατίες (The World Bank, 2002, σελ. 13). Είναι χαρακτηριστικό ότι το 1998 η Ρωσία ήρθε αντιμέτωπη με μία σοβαρή οικονομική κρίση που οδήγησε σε κατάρρευση του ρωσικού χρηματιστηρίου και σε χρεοκοπία των κρατικών ομολόγων. Η εν λόγω κρίση επεκτάθηκε στις παγκόσμιες αγορές, με αποτέλεσμα το ξεπούλημα των αναδυόμενων αγορών και την αυξημένη αστάθεια στα χρηματιστήρια της Δύσης (Eichengreen, 2008, σελ. 197επ.). Από την άλλη, η ταχεία ιδιωτικοποίηση των ρωσικών κρατικών περιουσιακών στοιχείων συνέβαλε στην άνοδο των ελεγχόμενων από ολιγάρχες επιχειρήσεων, συγκεντρώνοντας έτσι τον πλούτο και την εξουσία σε λίγα χέρια. Η κατάσταση αυτή αποτυπώθηκε και στο ρωσικό χρηματιστήριο το οποίο χαρακτηριζόταν από έλλειψη διαφάνειας και αδυναμία στην προστασία των επενδυτών, με απότοκο την εκδήλωση επεισοδίων ακραίας αστάθειας (EBRD, 1999, σελ. 37).

Όσον αφορά τις ΗΠΑ, το τέλος του Ψυχρού Πολέμου σήμανε την ανακατανομή των στρατιωτικών δαπανών και τον προσανατολισμό τους στην οικονομική ανάπτυξη, με άμεση συνέπεια την ισχυρή ανάπτυξη του αμερικανικού χρηματιστηρίου. Οι μετοχές του αμερικανικού χρηματιστηρίου είχαν σημειώσει σημαντική άνοδο εν αναμονή της κατάρρευσης της Σοβιετικής Ένωσης και οι επενδυτές αποκόμισαν πραγματικά κέρδη από την άνοδο την επόμενη μέρα της διάλυσης της Σοβιετικής Ένωσης, οδηγώντας τον Dow χαμηλότερα κατά 0,5%. Ωστόσο, ήταν μια δυνατή χρονιά για τις μετοχές των ΗΠΑ συνολικά. Ο Dow ολοκλήρωσε τον μήνα Δεκέμβριο με άνοδο 9,4% και τελείωσε το 1991 με άνοδο 20,3% σε ετήσια βάση (Duggan, 2017). Η αγορά των ΗΠΑ στον τομέα της τεχνολογίας, στα τέλη της δεκαετίας του 1990 φέρει χαρακτηριστικά «*bull market*», γνωστή ως «*dot-com boom*», εν μέρει τροφοδοτούμενη από την οικονομική αισιοδοξία, μετά τον Ψυχρό Πόλεμο.

Η μελέτη του Διαγράμματος 9 μας βοηθάει να έχουμε μια σφαιρική εικόνα του δείκτη NASDAQ για το έτος 1991, οπότε και κατανοούμε τη μικρού βαθμού επίδραση της διάλυσης της Σοβιετικής Ένωσης στο αμερικανικό χρηματιστήριο, το οποίο συνολικά έχει ανοδική πορεία. Μεταξύ των μικρού μεγέθους υποχωρήσεων του περιλαμβάνεται και η περίοδος της κατάρρευσης της ΕΣΣΔ.

Διάγραμμα 9

Δείκτης NASDAQ κατά τη διάρκεια του 1991



Πηγή: Federal Reserve Bank of Saint Louis, n.d.)

Αντίστοιχα, ο δείκτης Russel 2000 κατά την κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης προσανατολίστηκε προς την ίδια κατεύθυνση με τους υπόλοιπους χρηματιστηριακούς δείκτες, όπως και άλλοι δείκτες του αμερικανικού χρηματιστηρίου. Πράγματι, ως δείκτης μικρής κεφαλαιοποίησης των ΗΠΑ, δεν επηρεάστηκε από το συγκεκριμένο γεγονός, καθώς ως γεωγραφικά συγκεντρωμένος δείκτης δεν περιλαμβάνει ρωσικές ή σοβιετικές εταιρίες. Επομένως, δεν χρειάστηκε καμία προσαρμογή που να σχετίζεται με τη σοβιετική διάλυση (ANB Financial Services, 2022).

4.3.3 Οι επιπτώσεις στα υπόλοιπα χρηματιστήρια του κόσμου

Αν και η βιβλιογραφία επικεντρώνεται κυρίως στην επίδραση της διάλυσης της ΕΣΣΔ στα χρηματιστήρια της Δύσης, έχει ενδιαφέρον να δούμε πώς αυτή επηρέασε τις υπόλοιπες αγορές, ιδίως τις αναδυόμενες στην Ασία, τη Λατινική Αμερική και τα πρώην σοβιετικά κράτη. Οι συνέπειες αυτές, όπως θα δούμε, διαφοροποιούνται ανάλογα με τη γεωπολιτική εγγύτητα, τους οικονομικούς δεσμούς και το βαθμό ενοποίησης της αγοράς.

Όπως είδαμε και πιο πάνω, πολλά πρώην Σοβιετικά κράτη, μεταξύ αυτών και η Ρωσία, δεν είχαν χρηματιστήριο πριν το 1991. Οι μεταρρυθμίσεις του καπιταλιστικού συστήματος που εισήχθησαν, οδήγησαν, μεταξύ άλλων, στην εγκαθίδρυση χρηματιστηριακών αγορών στη Ρωσία το 1992, στην Ουκρανία το 1991, στο Καζακστάν το 1993 και σε άλλες πρώην Σοβιετικές Δημοκρατίες. Στις αρχές της δεκαετίας του '90, αυτές οι αγορές ήταν εξαιρετικά ασταθείς, αντικατοπτρίζοντας την αδυναμία των νεοσύστατων θεσμών, τα περιορισμένα ρυθμιστικά πλαίσια και την έλλειψη επενδυτικής εμπιστοσύνης. Το κύμα ιδιωτικοποιήσεων ήταν αυτό που οδήγησε αρχικά στη λειτουργία αγορών ελεγχόμενων από τους ολιγάρχες, οι οποίες ωστόσο χαρακτηρίζονταν από ακραία συγκέντρωση και υψηλή χρηματοπιστωτική αστάθεια. Αν προσθέσουμε σε όλα αυτά την οικονομική κρίση στη Ρωσία και τη συνεπακόλουθη κατάρρευση του χρηματιστηρίου, έχουμε την εικόνα των δεικτών της περιοχής, που παρά τη σημαντική εισροή ξένου κεφαλαίου δεν μπόρεσαν να έχουν μια σταθερή πορεία.

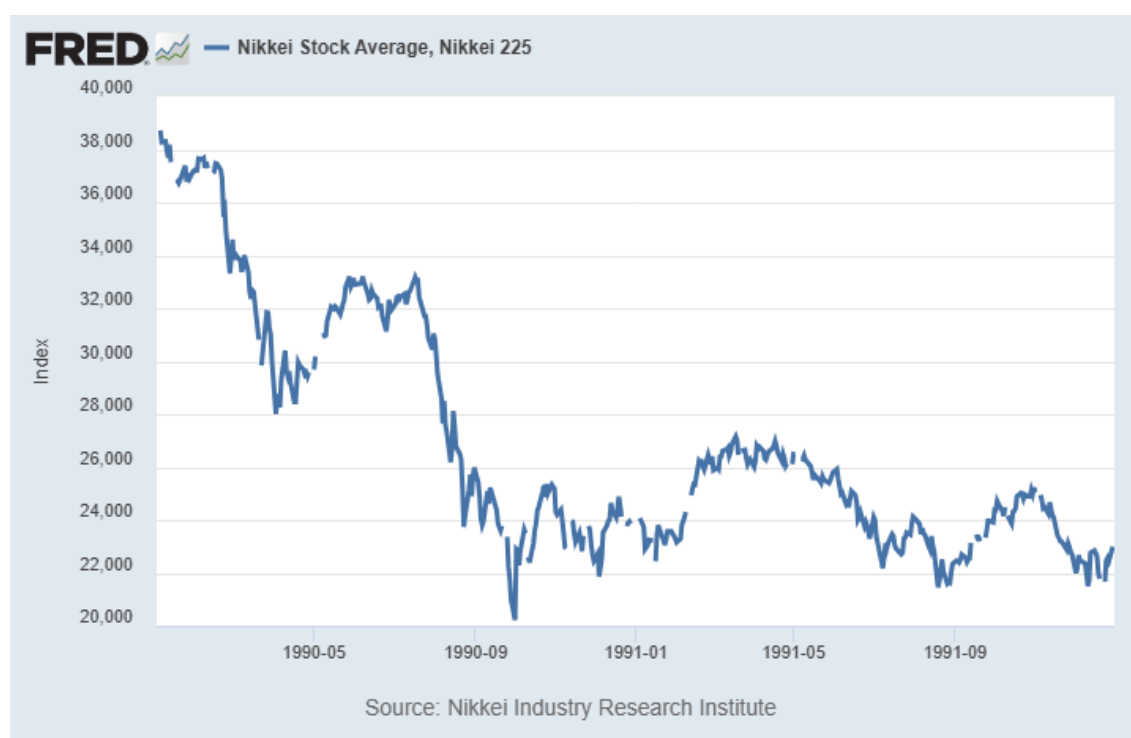
Η κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης, από την άλλη, ενίσχυσε την απόφαση της Κίνας να επιδιώξει σταδιακές οικονομικές μεταρρυθμίσεις. Με τους επενδυτές να αναζητούν εναλλακτικές αναδυόμενες αγορές, η Κίνα κατάφερε να προσελκύει σημαντικό επενδυτικό ξένο κεφάλαιο, συμβάλλοντας στην ανάπτυξη των χρηματιστηριακών της αγορών. Επιπρόσθετα, σε αντίθεση με τις πρώην Σοβιετικές Δημοκρατίες, η Κίνα διατήρησε τον πολιτικό έλεγχο υπό το Κομμουνιστικό Κόμμα, δημιουργώντας συνθήκες πολιτικής σταθερότητας, κατάλληλες για την ανοικοδόμηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών (Tumurchuluun, 1994, σελ. 52επ.). Για παράδειγμα, το χρηματιστήριο της Σανγκάης είδε αυξημένο διεθνές ενδιαφέρον κατά τη δεκαετία του 1990, επωφελούμενο από ξένες επενδύσεις, που διαφορετικά θα κατευθύνονταν προς την Ανατολική Ευρώπη.

Η επίδραση στο χρηματιστήριο της Ιαπωνίας ήταν εξαιρετικά περιορισμένη, καθότι την περίοδο εκείνη η Ιαπωνία αντιμετώπιζε τον απόηχο των δικών της οικονομικών προκλήσεων, ιδίως το σκάσιμο της φούσκας των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, στις αρχές της δεκαετίας του 1990, με διογκωμένες αποτιμήσεις ακινήτων και τιμών στο χρηματιστήριο. Παρά τη σημασία της σοβιετικής κατάρρευσης ως γεωπολιτικού γεγονότος, οι άμεσες συνέπειές του στο ιαπωνικό χρηματιστήριο ήταν ελάχιστες (History

of Japanese Market). Μια εικόνα στην ιστορική απόδοση του Nikkei 225, συμπεριλαμβανομένης της περιόδου γύρω από την κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης, στο Διάγραμμα 10, μας δείχνει ότι η απόδοση του ιαπωνικού χρηματιστηρίου την εποχή εκείνη επηρεάστηκε κυρίως από εσωτερικούς παράγοντες, παρά από εξωτερικά γεωπολιτικά γεγονότα.

Διάγραμμα 10

Δείκτης Nikkei κατά την περίοδο 1990-1991



Πηγή: Federal Reserve Bank of St. Louis, n.d.

Έχοντας αναλύσει τον ενεργειακό αντίκτυπο της πτώσης της ΕΣΣΔ, αρκεί να αναφέρουμε ότι η διακοπή των εξαγωγών ρωσικού πετρελαίου αύξησε την παγκόσμια αστάθεια των τιμών της ενέργειας, επηρεάζοντας έτσι τα χρηματιστήρια της Μέσης Ανατολής. Το χρηματιστήριο της Σαουδικής Αραβίας, επί παραδείγματι, επωφελήθηκε από τις αυξημένες επενδύσεις, καθώς ο ΟΠΕΚ προσάρμοσε τις στρατηγικές παραγωγής, ως απάντηση στον ρωσικό ανταγωνισμό. Παράλληλα, οι επενδυτές της Μέσης Ανατολής προχώρησαν σε διαφοροποίηση των τομέων, στους οποίους δραστηριοποιούνταν, ώστε να μειώσουν την εξάρτησή τους από τα έσοδα από το πετρέλαιο (Griffin, 2021).

Από την άλλη, η κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης αποδυνάμωσε τα αριστερά οικονομικά μοντέλα, ενθαρρύνοντας τις χώρες όπως Λατινικής Αμερικής να υιοθετήσουν πολιτικές φιλικές στην ελεύθερη αγορά. Αποτέλεσαν δε και αυτές πόλο έλξης των επενδυτών, ως εναλλακτικές αναδυόμενες οικονομίες. Ωστόσο, η ρωσική χρηματοπιστωτική κρίση το 1998 προκάλεσε φυγή κεφαλαίων από τις αγορές της Λατινικής Αμερικής, εκθέτοντάς τις έτσι σε χρηματοοικονομικές ευπάθειες (Frank, 1998, σελ. 199 επ). Αξίζει να αναφέρουμε ενδεικτικά το χρηματιστήριο της Βραζιλίας, που είδε υψηλότερες ξένες επενδύσεις μετά το 1991, αλλά παρουσίασε εκροές κατά τη διάρκεια παγκόσμιων κρίσεων.

Σε γενικές γραμμές, η σοβιετική κατάρρευση επιτάχυνε την παγκοσμιοποίηση, δημιουργώντας νέες επενδυτικές ευκαιρίες και κινδύνους για τα μη δυτικά χρηματιστήρια. Ωστόσο, η αστάθεια των αναδυόμενων αγορών αυξήθηκε, όπως φαίνεται στην ασιατική χρηματοπιστωτική κρίση του 1997 και στη ρωσική χρεοκοπία το 1998.

4.4 Το Ρωσικό χρηματιστήριο

Δε θα μπορούσαμε να μη συμπεριλάβουμε στο παρόν κεφάλαιο μια αναφορά στο χρηματιστήριο της Ρωσίας, λόγω των ιδιαιτεροτήτων του, που συνδέονται κυρίως με την πρόσφατη σχετικά γέννησή του, στις αρχές του 1990, μετά την κατάρρευση της ΕΣΣΔ. Τότε ήταν, εξάλλου, που η Ρωσία είχε την ανάγκη δημιουργίας νέων οικονομικών θεσμών, συμπεριλαμβανομένου του χρηματιστηρίου, για να υποστηρίξει τη μετάβαση στον καπιταλισμό. Πριν από αυτό, λειτουργία χρηματιστηρίου στην περιοχή, ως χρηματιστηρίου της Αγίας Πετρούπολης, είχαμε το διάστημα πριν τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο και μέχρι την επικράτηση του κομμουνισμού στη Ρωσία. Το χρηματιστήριο της Αγίας Πετρούπολης έκλεισε τον Αύγουστο του 1914 όταν ξεκίνησε ο Α' Παγκόσμιος Πόλεμος, άνοιξε ξανά για λίγο το 1917 και στη συνέχεια έκλεισε για τα επόμενα 75 χρόνια όταν ξεκίνησε η Ρωσική Επανάσταση (Taylor, 2018).

4.4.1 Γενικές Πληροφορίες

Όπως αναφέραμε, η ιστορία των χρηματιστηριακών αγορών στη Ρωσία ξεκινάει το 1992, όταν η Τράπεζα της Ρωσίας όρισε για πρώτη φορά επίσημη συναλλαγματική ισοτιμία, με βάση τα δεδομένα του χρηματιστηρίου, ενώ οι διαπραγματεύσεις ξεκίνησαν ένα χρόνο

αργότερα, επικεντρωμένες αρχικά στις συναλλαγές συναλλάγματος, που επεκτάθηκαν στη συνέχεια για να συμπεριλάβουν και τις συναλλαγές μετοχών (MOEX, 2022). Τα πρώτα χρόνια χαρακτηρίστηκαν από υψηλή αστάθεια, ταχείες ιδιωτικοποιήσεις, οικονομικές κρίσεις και την άνοδο επιχειρήσεων, ελεγχόμενων από ολιγάρχες.

Πράγματι, την περίοδο 1991-1994, η κυβέρνηση εισήγαγε την επιδότηση των ιδιωτικοποιήσεων των επιχειρήσεων, υπό τη μορφή ενισχύσεων σε Ρώσους πολίτες, προκειμένου να αποκτήσουν μετοχές σε πρόσφατα ιδιωτικοποιημένες εταιρείες (Rubtsov, 2015, σελ. 107-108). Αυτό έθεσε τα θεμέλια για της χρηματιστηριακές συναλλαγές. Ταυτόχρονα όμως οδήγησε σε μαζική συσσώρευση πλούτου στα χέρια μιας μικρής ελίτ της ρωσικής κοινωνίας, τους ολιγάρχες. Μετά τη δημιουργία και λειτουργία της Διατραπεζικής Ανταλλαγής Νομισμάτων της Μόσχας (Moscow Interbank Currency Exchange- MICEX), ιδρύθηκε το Russian Trading System (RTS), συγκεντρώνοντας τις συναλλαγές μετοχών και εισάγοντας τις ηλεκτρονικές συναλλαγές, μειώνοντας την ανάγκη των φυσικών συναλλαγών. Εξάλλου, όπως έχουμε ήδη επισημάνει, πολλοί ήταν οι ξένοι επενδυτές προερχόμενοι από τη Δύση που είδαν στη Ρωσία μία αναδυόμενη οικονομία, με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες, τροφοδοτώντας, ωστόσο, την κερδοσκοπία στις πρόσφατα δημιουργηθείσες χρηματοπιστωτικές αγορές της (Turner, 2022).

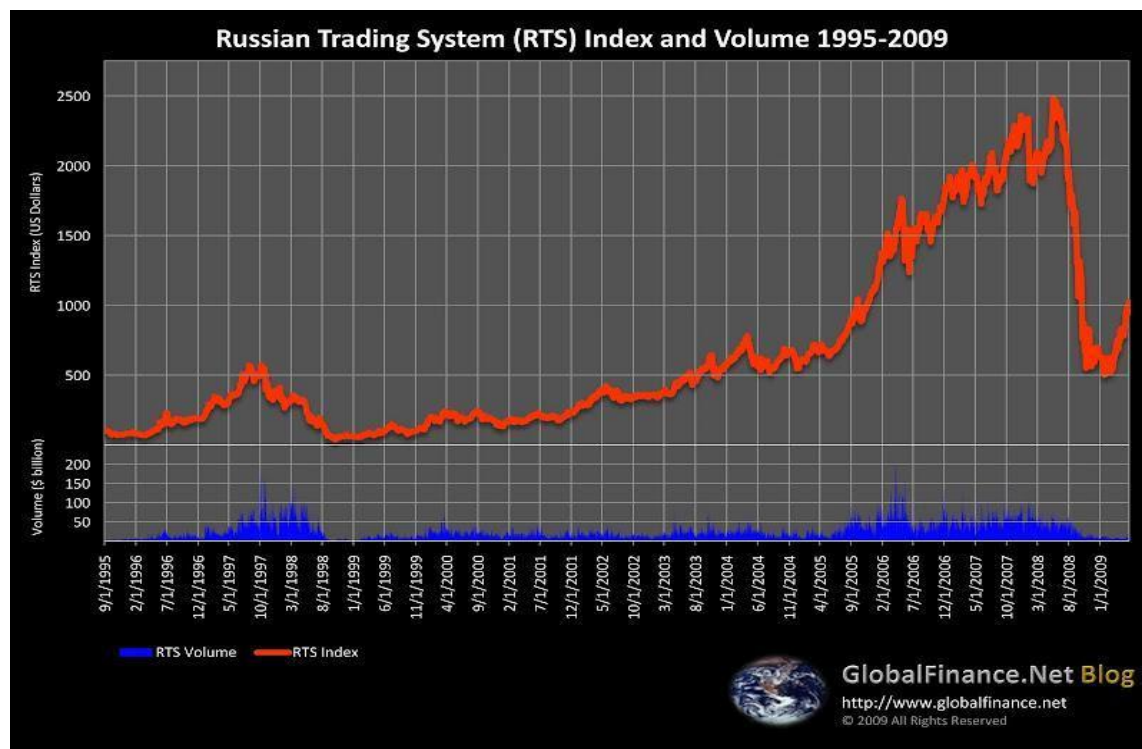
Το ξένο κεφάλαιο που εισέρρεε στην Ρωσία ενίσχυσε τον δείκτη RTS και αύξησε την αξία των μετοχών των πρόσφατα ιδιωτικοποιημένων επιχειρήσεων, όπως η Gazprom και η Lukoil, γεγονός που αντανάκλα την αισιοδοξία των επενδυτών της εποχής. Το 1998 ωστόσο, η Ρωσία ήρθε αντιμέτωπη με μια σημαντική οικονομική κρίση, που πυροδοτήθηκε μεταξύ άλλων από το συνδυασμό της πτώσης των τιμών πετρελαίου, τα υψηλά χρέη και την πολιτική αστάθεια. Το αποτέλεσμα ήταν μια βαθιά κρίση στις χρηματιστηριακές αγορές της χώρας. Τον Αύγουστο της ίδιας χρονιάς, η Ρωσία χρεωκόπησε, προκαλώντας πανικό στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αυτό αποτυπώθηκε και στο δείκτη RTS που έχασε πάνω από το 75% της αξίας του, καθώς οι επενδυτές αποσύρονταν από την αγορά (Betriebswirtin, 2006, σελ. 17επ).

Η οικονομική ανάκαμψη, που ακολούθησε μέχρι το 2000, χαρακτηρίστηκε από άνοδο στην τιμή του πετρελαίου και τη σταθεροποίηση του ρουβλιού, ενώ ο δείκτης RTS επανέκαμψε, συμβάλλοντας στην σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 11. Στην περίοδο αυτή μετά την οικονομική κρίση βλέπουμε, παράλληλα, την ενοποίηση της οικονομικής ισχύος μεταξύ λίγων ολιγαρχών, που έλεγχαν ισχυρό μερίδιο μεγάλων εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο (Noel et al., 2006, σελ. 1-3). Το πώς αυτό επηρεάζει τις χρηματιστηριακές

αγορές τόσο της Ρωσίας όσο και παγκοσμίως θα το δούμε εκτενώς στο επόμενο Κεφάλαιο.

Διάγραμμα 11

Δείκτης RTS/ όγκο συναλλαγών, κατά την περίοδο 1995-2009



Πηγή: MOEX, n.d.

Σε γενικές γραμμές, μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι τα πρώτα χρόνια της ζωής του, το ρωσικό χρηματιστήριο χαρακτηρίζεται από υψηλή αστάθεια, εξαιτίας της οικονομικής και πολιτικής αστάθειας και περιορισμένη προστασία των επενδυτών, καθώς η εταιρική διακυβέρνηση ήταν κακή, με αποτέλεσμα οι ξένοι επενδυτές να έρχονται συχνά αντιμέτωποι με κινδύνους. Επιπλέον, το πετρέλαιο, το φυσικό αέριο και τα μέταλλα ήταν οι βασικοί τομείς που κυριαρχούσαν στην κεφαλαιοποίηση των χρηματιστηριακών αγορών και δημιουργούσαν έτσι συνθήκες υψηλής εξάρτησης από τις εταιρίες που δραστηριοποιούνταν στον κλάδο των φυσικών πόρων. Τέλος, η επεμβατική τάση της κυβέρνησης δεν τερματίστηκε με το τέλος του κομμουνισμού, αλλά αντίθετα η κρατική επιρροή σε σημαντικές επιχειρήσεις παρέμενε ισχυρή (Akimov, 2019, σελ.90 επ.).

Τα πρώτα χρόνια, λοιπόν, λειτουργίας του χρηματιστηρίου στη Ρωσία ήταν ταραχώδη αλλά σημαντικά για τη διαμόρφωση του οικονομικού και χρηματοπιστωτικού τομέα της χώρας. Η αγορά μεγάλωσε σχετικά γρήγορα, κατέρρευσε το 1998 και σταδιακά

σταθεροποιήθηκε μέχρι το 2000, θέτοντας τις βάσεις για την οικονομική άνθιση που ακολούθησε, υπό τη διοίκηση του Βλαντιμίρ Πούτιν. Η απεικόνιση της απόδοσης του δείκτη RTS στον Πίνακα 3, μας επιτρέπει την πλήρη αποτύπωση της πορείας του ρωσικού χρηματιστηρίου.

Πίνακας 3

Ιστορικά δεδομένα, Δείκτης RTS την περίοδο 1995-2001

Historical values of ^RTS								
<< < > >>								
No.	Date	Open	High	Low	Close	Change		Volume
7	31 Dec 2001	137.95	260.05	130.06	260.05	+81.49%	+116.76	0
6	31 Dec 2000	168.56	255.89	130.32	143.29	-18.24%	-31.97	0
5	31 Dec 1999	58.93	175.26	54.18	175.26	+197.40%	+116.33	0
4	31 Dec 1998	401.3	421.55	37.74	58.93	-85.15%	-337.93	0
3	31 Dec 1997	197.54	571.66	197.54	396.86	+97.94%	+196.36	0
2	31 Dec 1996	87.35	227.79	66.69	200.5	+141.80%	+117.58	0
1	31 Dec 1995	100	101.3	68.09	82.92			0

Πηγή: LSE Intl, n.d.

4.4.2 Κίνδυνοι επένδυσης στο Ρωσικό χρηματιστήριο κατά την πρώτη 10ετία

Η σύγχρονη ιστορία του Ρωσικού χρηματιστηρίου αντανακλά τα σκαμπανεβάσματα της μετάβασης της χώρας, καθώς και τις αλλαγές στις αντιλήψεις των επενδυτών. Κι αυτό διότι, κατά την άποψη πολλών θεωρητικών των οικονομικών επιστημών, η χρηματοοικονομική ανάπτυξη αντικατοπτρίζει την οικονομική, πολιτική και κοινωνική κατάσταση μιας χώρας, καθώς και το νομικό και ρυθμιστικό της περιβάλλον (βλ. ενδεικτικά La Porta et al., 2012, Levine, 1999 κλπ).

Η ιδιαιτερότητα της Ρωσίας έγκειται στο ότι η χώρα βρέθηκε από τη θέση του ηγέτη του σοβιετικού μπλοκ στην ανάγκη δημιουργίας χρηματιστηρίου, εν μέσω μετάβασης από την κεντρικά σχεδιαζόμενη αγορά στο σύστημα στις αγορές στις οικονομίας, αντιμετωπίζοντας παράλληλα σημαντική οικονομική κρίση. Ξεκινώντας από το μηδέν μετά την κατάρρευση στις Σοβιετικής Ένωσης, το Ρωσικό χρηματιστήριο αντιπροσωπεύει πλέον μια από τις μεγαλύτερες αγορές στον κόσμο. Η ανάπτυξη αυτή

οφείλεται τόσο στην επέκταση του αριθμού των μετοχών όσο και στις υψηλές αποδόσεις τους (Goriaev & Zabolkin, 2006, σελ. 381).

Μελετητές της εποχής διαπιστώνουν το συνεχώς μειούμενο βαθμό αναποτελεσματικότητας στις χρηματιστηριακής αγοράς από το 1995 έως το 2000 (Hall & Urga, 2002, σελ. 15), καθώς και την αποσύνδεση του Ρωσικού χρηματιστηρίου με μακροοικονομικές μεταβλητές (Anatolyev, 2005, σελ. 6 επ.). Ωστόσο, κατά την περίοδο της ωρίμανσής του, ανέπτυξε ευαισθησία απέναντι σε παγκόσμιους παράγοντες, συμπεριλαμβανομένης της απόδοσης του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ αλλά και των επιτοκίων. Παράλληλα, παρατηρείται αυξανόμενη ενοποίηση της ρωσικής χρηματιστηριακής αγοράς με τις ανεπτυγμένες αγορές όπως αυτές από την περιοχή της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, ιδίως μετά την οικονομική κρίση. Επιπλέον, δεν μπορούμε να αγνοήσουμε την επίδραση στην πορεία των τιμών των μετοχών, των ασφάλιστρων κινδύνου, που συνδέονταν με την ίδια την επιβίωση της χώρας, την εταιρική διακυβέρνηση και τους συναλλαγματικούς κινδύνους την περίοδο 2000-2004 (Goriaev & Zabolkin, 2006, σελ. 381).

Συνολικά, μετά την κατάρρευση της ΕΣΣΔ, παρατηρείται επέκταση της Ρωσικής αγοράς, σε σχέση με την ποικιλία των προϊόντων μετοχών και τη ρευστότητα, η οποία διακόπηκε, όπως ήταν αναμενόμενο, από την κρίση χρεοκοπίας του 1997-1998, καθώς και πτώση της τοπικής αγοράς που κινείται στη βάση των τιμών. Η εντυπωσιακή απόδοση της αγοράς κατά την πρώτη δεκαετία συνοδεύτηκε από σημαντική μεταβλητότητα, τόσο σε χρονική όσο και σε διατομεακή διάσταση, η οποία, εντούτοις, σημείωση πτωτική τάση από την κρίση του 1998 και έπειτα. Σε όλη αυτήν την πορεία του χρηματιστηρίου, σημαντικά οικονομικά και πολιτικά γεγονότα επηρέασαν την αντίληψη των επενδυτών σχετικά με τη σταθερότητα της χώρας, που αποτυπώθηκε και στις τιμές των μετοχών. Τα ευρήματα των μελετών δείχνουν εκτεταμένη αλληλεπίδραση μεταξύ του Ρωσικού χρηματιστηρίου και άλλων αναδυόμενων αγορών, ενώ άλλοι μακροοικονομικοί παράγοντες, όπως οι τιμές του πετρελαίου, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και η εγχώρια ρευστότητα είχαν πρόσθετο αντίκτυπο στις αποδόσεις των ρωσικών μετοχών (Goriaev & Zabolkin, 2006, σελ. 381).

4.5 Οικονομετρική ανάλυση

Όπως έχουμε ήδη καταλάβει από την μέχρι τώρα ανάλυση, οι αποδόσεις της χρηματοοικονομικής αγοράς και η αστάθειά της, που συχνά σχετίζεται με την

αβεβαιότητα, είναι από τους πιο σημαντικούς δείκτες για όσους δραστηριοποιούνται στον χώρο του χρηματιστηρίου, καθώς τους βοηθά τόσο στον προϋπολογισμό των κεφαλαίων τους όσο και στις αποφάσεις περί διαχείρισης του χαρτοφυλακίου τους. Αυτό οφείλεται στη διαπίστωση ότι αντικατοπτρίζουν άμεσα την οικονομική «υγεία» αλλά και τις μελλοντικές προοπτικές των εταιριών και επιχειρήσεων. Ο δείκτης του γεωπολιτικού κινδύνου, εξάλλου, χρησιμοποιείται από τους κεντρικούς τραπεζίτες, τον οικονομικό τύπο και τους επιχειρηματικούς επενδυτές ως ένας καθοριστικός παράγοντας για τις επενδυτικές αποφάσεις και ως εκ τούτου θεωρείται ότι επηρεάζει τους επιχειρηματικούς κύκλους και τις χρηματοοικονομικές αγορές (Bouras et al., 2019, σελ. 1841). Μελετητές εντάσσουν τον γεωπολιτικό κίνδυνο μαζί με την οικονομική και πολιτική αβεβαιότητα στην τριάδα της αβεβαιότητας, που μπορεί να έχει σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις (Carney, 2016, σελ. 3-4)

4.5.1 GARCH approach

Τα μοντέλα GARCH είναι γνωστό ότι αποτυπώνουν παραμετρικά το γεγονός ότι οι διακυμάνσεις στις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων αλλάζουν με την πάροδο του χρόνου και οι μεγάλες αλλαγές στη διακύμανση τείνουν να ακολουθούν μικρές αλλαγές στη διακύμανση και το αντίστροφο. Η προσέγγιση αυτή, που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση των διαδικασιών διακύμανσης υπό όρους συν-διακύμανσης, που μας επιτρέπει να αντιληφθούμε στις αλληλεξαρτήσεις μεταξύ των οικονομιών.

Με βάση στις μετρήσεις του μοντέλου GARCH διαπιστώνουμε ότι ενώ το γεωπολιτικό ρίσκο για συγκεκριμένες χώρες δεν έχει αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών, έχει θετική επίδραση στη μεταβλητότητα των αγορών μετοχών. Ωστόσο, αν εξετάσουμε μια εκλεπτυσμένη και ευρεία μέτρηση του παγκόσμιου γεωπολιτικού ρίσκου, ο αντίκτυπος στη μεταβλητότητα τόσο οικονομικά όσο και στατιστικά είναι ισχυρότερος από αυτόν που υπολογίζουμε μεμονωμένα για κάθε χώρα. Αντιλαμβανόμαστε, έτσι, ότι οι παγκόσμιοι και όχι οι εγχώριοι κραδασμοί είναι αυτοί που κυριαρχούν και επηρεάζουν στις παγκοσμιοποιημένες χρηματιστηριακές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών (Bouras et al., 2019, σελ. 1853).

Τι μας δείχνουν, λοιπόν, αυτές οι διαπιστώσεις για την επίδραση στις κατάρρευσης στις Σοβιετικής Ένωσης στη μεταβλητότητα των αγορών και την αβεβαιότητα των επενδυτών; Όσον αφορά στις Δυτικές και αναδυόμενες αγορές το μοντέλο GARCH δείχνει μια αυξημένη μεταβλητότητα την περίοδο 1990-1992, που αντανakλά την παγκόσμια

αβεβαιότητα για το μέλλον στις Σοβιετικής Ένωσης (Degiannakis et al., 2011, σελ. 160). Ενδεικτικές της κατάστασης είναι οι τιμές των S&P 500 και άλλων δεικτών των ευρωπαϊκών αγορών (FTSE 100, DAX), που παρουσίασαν αυξημένη αστάθεια, υποδηλώνοντας υψηλότερη αντίληψη επενδυτικού κινδύνου. Παράλληλα, οι αναδυόμενες αγορές, ιδιαίτερα στην Ανατολική Ευρώπη, παρουσίασαν ακραίες εκρήξεις αστάθειας λόγω της μετάβασης από κεντρικά σχεδιασμένες οικονομίες σε συστήματα βασισμένα στην αγορά.

Ωστόσο, περί τα τέλη του 1991, τα νέα για την επίσημη διάλυση στις Σοβιετικής Ένωσης προκάλεσαν βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις στις αγορές μετοχών. Στις μεταβλητές του μοντέλου GARCH παρατηρούμε μια αύξηση του βραχυπρόθεσμου αντίκτυπου των ειδήσεων, γεγονός που δείχνει ότι την περίοδο εκείνη οι αγορές αντέδρασαν έντονα στα γεωπολιτικά γεγονότα. Ακόμα και μετά το 1991, εν τούτοις, η μεταβλητή της επιμονής της αστάθειας με την πάροδο του χρόνου παρέμενε υψηλή, υποδεικνύοντας ότι οι αγορές χρειάστηκαν χρόνο για να σταθεροποιηθούν. Όσον αφορά τα χρηματιστήρια της Δύσης ίσως όχι τόσο όσο θα ανέμεναν οι μελετητές των γεωπολιτικών γεγονότων. Αντίθετα, οι μετασοβιετικές οικονομίες, μεταξύ αυτών και η Ρωσία, είχαν παρατεταμένη υψηλή αστάθεια, αντανakλώντας την πολιτική αστάθεια, τον υπερπληθωρισμό και την οικονομική αβεβαιότητα (Ugurli et al., 2014, σελ. 75επ.). Ακόμα και αυτές, με άλλα λόγια, αντιμετώπισαν τις επιπτώσεις σε βάθος χρόνου οι οποίες συνδέονται περισσότερο με τα «απόνερα» στις κατάρρευσης και όχι με τη διάλυση αυτή καθ' εαυτή.

Πράγματι, μέχρι το 1993-1995, τα μοντέλα GARCH δείχνουν μείωση στις αστάθειας στις αγορές των ΗΠΑ και της Δυτικής Ευρώπης, υποδηλώνοντας ότι οι αγορές απορρόφησαν το γεωπολιτικό σοκ και προσαρμόστηκαν στη νέα παγκόσμια τάξη πραγμάτων. Εξάλλου, το τέλος των εντάσεων του Ψυχρού Πολέμου μείωσε τον ασφαλιστικό κίνδυνο των επενδύσεων, οδηγώντας σε ένα πιο σταθερό χρηματοοικονομικό περιβάλλον.

4.5.1.1 Το μοντέλο GARCH- MIDAS

Το μοντέλο GARCH- MIDAS αποτελεί μια επέκταση του υποδείγματος GARCH, που μας επιτρέπει να συμπεριλάβουμε μακροοικονομικές μεταβλητές χαμηλής συχνότητας παράλληλα με τα χρηματιστηριακά δεδομένα υψηλής συχνότητας. Αυτό το μοντέλο είναι ιδιαίτερα χρήσιμο για την ανάλυση του τρόπου με τον οποίο οι μακροπρόθεσμες οικονομικές συνθήκες επηρέασαν τη βραχυπρόθεσμη αστάθεια της χρηματιστηριακής

αγοράς κατά τη διάρκεια μεγάλων γεωπολιτικών γεγονότων, όπως η κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης το 1991. Στην ουσία, ενσωματώνει στους υπολογισμούς του οικονομικούς δείκτες μακροοικονομικού επιπέδου, που αλλάζουν λιγότερο συχνά από τις ημερήσιες τιμές των μετοχών (Fang et al., 2020, σελ. 37 επ.).

Τα συμπεράσματα δεν διαφοροποιούνται. Πράγματι, και με το συγκεκριμένο μοντέλο παρατηρούμε την επίμονη έντονη αστάθεια στις αναδυόμενες αγορές της Ρωσίας και Ανατολικής Ευρώπης, εξαιτίας της μακροπρόθεσμης οικονομικής αστάθειας, σε αντίθεση με τις αγορές της Δύσης, ιδίως των ΗΠΑ, της Γερμανίας και του Ηνωμένου Βασιλείου, που παρουσίασαν προσωρινές και σύντομες εκρήξεις αστάθειας, προσαρμοζόμενες γρήγορα, ωστόσο, στα νέα δεδομένα (Yang et al, 2021).

4.5.2 Το μοντέλο VAR

Το εν λόγω μοντέλο, ως ισχυρό οικονομετρικό εργαλείο, καταγράφει τις αλληλεξαρτήσεις μεταξύ πολλαπλών οικονομικών και χρηματοοικονομικών μεταβλητών με την πάροδο του χρόνου. Ιδίως, όσον αφορά στην κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης, εξηγεί πώς αυτή επηρέασε τις οικονομικές αγορές, αναλύοντας τις αποδόσεις των μετοχών σε συνδυασμό με μακροοικονομικούς δείκτες, όπως είναι ο πληθωρισμός, η βιομηχανική παραγωγή και ο γεωπολιτικός κίνδυνος.

Οι μετρήσεις του μοντέλου αυτού στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές επιβεβαιώνουν τη βραχυπρόθεσμη άνοδο της αβεβαιότητας και αστάθειας εξαιτίας της σοβιετικής κατάρρευσης. Όπως είδαμε και πριν, στις δυτικές αγορές ο αντίκτυπός της εξαφανίστηκε μόλις λίγους μήνες αργότερα, ενώ στη Ρωσία και την Ανατολική Ευρώπη οι αγορές παρουσίασαν αστάθεια σε μακροπρόθεσμο πλαίσιο. Η κατάσταση αυτή των πρώην Σοβιετικών οικονομιών οφείλεται εν μέρει στην καθυστερημένη μακροοικονομική αβεβαιότητα και την πολιτική αστάθεια, τη στιγμή που οι δυτικές οικονομίες αποδείχθηκαν πιο ανθεκτικές, υποδηλώνοντας έτσι ότι ο κίνδυνος του Ψυχρού Πολέμου είχε ήδη τιμολογηθεί σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία και τις επενδύσεις.

4.5.2.1 Το μοντέλο QVAR

Η προσθήκη του μοντέλου αυτού, σε σχέση με όσα αναφέραμε πιο πάνω, έγκειται στην ανάλυση της διαφοράς των σχέσεων μεταξύ των μεταβλητών ως προς τα διαφορετικά ποσά της κατανομής. Σε αντίθεση με το τυπικό VAR, το οποίο μοντελοποιεί τις μέσες σχέσεις, το QVAR μας επιτρέπει να εξετάσουμε πώς αντιδρούν τα χρηματιστήρια κάτω από ακραίες συνθήκες, όπως οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις ή σημαντικά γεωπολιτικά γεγονότα (Manelli et al, 2024, σελ. 5 επ.). Φαίνεται, λοιπόν, πως το εν λόγω μοντέλο είναι πιο κατάλληλο για να μελετήσουμε τις δυσανάλογες επιπτώσεις της κατάρρευσης της Σοβιετικής Ένωσης στις χρηματοοικονομικές και χρηματιστηριακές αγορές, κατά τη διάρκεια περιόδων που χαρακτηρίζονται από υψηλή μεταβλητότητα.

Πράγματι, παρατηρούμε ότι τα δυτικά χρηματιστήρια παρέμειναν σχετικά ανθεκτικά, με τη σοβιετική κατάρρευση να επιδρά αμυδρά. Αυτήν την περίοδο, οι χρηματιστηριακές αγορές της Δύσης παρουσίαζαν χαρακτηριστικά *bull markets*. Αντίθετα, στις αναδυόμενες αγορές και οικονομίες των πρώην Σοβιετικών Δημοκρατιών, παρατηρήθηκαν σημαντικές πτώσεις και μακροχρόνια αστάθεια (*bear markets*). Συμπεραίνουμε, επομένως ότι η σοβιετική κατάρρευση δεν είχε ομοιόμορφο αντίκτυπο: αγορές με ασθενέστερους θεσμούς και οικονομικούς δεσμούς με την ΕΣΣΔ παρουσίασαν ισχυρότερες αρνητικές επιπτώσεις (Haavio et al, 2021).

4.6 Συμπεράσματα

Τα γεγονότα στη Σοβιετική Ένωση τόσο λίγο πριν την κατάρρευσή της όσο και το ίδιο το γεγονός της διάλυσης σηματοδότησαν το τέλος του Ψυχρού Πολέμου και τη δημιουργία της βάσης ενός νέου πολυπολικού διεθνούς συστήματος. Ήδη η κατάρρευση του καθεστώτος ερμηνεύθηκε ως το τέλος του κομμουνισμού και οι αγορές μετοχών αντέδρασαν αναλόγως: μειώθηκε ο παράγοντας κινδύνου για τις αγορές της Δύσης και ενισχύθηκαν οι προοπτικές για κεφαλαιακά κέρδη από την ανάπτυξη της Σοβιετικής Ένωσης και της Ανατολικής Ευρώπης. Οι οικονομικοί αναλυτές της εποχής ήταν, ωστόσο, διστακτικοί, παρά την άμεση θετική ανταπόκριση των τιμών των μετοχών στα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Κι αυτό διότι η εύθραυστη πολιτική και οικονομική κατάσταση στη Σοβιετική Ένωση συνέχιζε να λειτουργεί ως παράγοντας αβεβαιότητας και αστάθειας, αυξάνονταν το ρίσκο για τους επενδυτές.

Την ημέρα του πραξικοπήματος, μετά από μια έκρηξη πωλήσεων πανικού που οδήγησε τις αγορές σε απότομη πτώση, οι αναλυτές δήλωναν ότι πολλές αγορές έδειχναν καλύτερες τιμές ως αποτέλεσμα της πτώσης. Με την αύξηση των τιμών μετά την

αποχώρηση των σοβιετικών στρατευμάτων από τη Μόσχα και την φυγή των πραξικοπηματιών, αυτό το πλεονέκτημα τιμής έχει σχεδόν εξατμιστεί. Μέχρι το τέλος της εβδομάδας, οι περισσότερες από τις μεγάλες αγορές σε όλο τον κόσμο είχαν ανακτήσει το μεγαλύτερο μέρος ή όλο το χαμένο έδαφος τους (Fuerbringer, 1991, σελ. 15).

Η διστακτικότητα των αναλυτών αποδείχθηκε σωστή. Η κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης που ακολούθησε ήταν το αποτέλεσμα της οικονομικής, πολιτικής και κοινωνικής ισορροπίας που δεν αποκαταστάθηκε ποτέ. Το σημαντικό αυτό γεωπολιτικό γεγονός είχε άμεση επίδραση στις χρηματιστηριακές αγορές αν και σύντομες, όπως παρατηρήσαμε και στην περίπτωση της κρίσης των πυραύλων της Κούβας. Εξάλλου, η δημιουργία νέων κρατών, των πρώην Σοσιαλιστικών Δημοκρατιών, μεταξύ αυτών και της Ρωσίας, και αναδυόμενων αγορών, ερμηνεύθηκε από τους δυτικούς επενδυτές ως επενδυτική ευκαιρία. Η μετάβαση στο νέο τρόπο οργάνωσης του κράτους και λειτουργίας της οικονομίας δεν ακολούθησε ένα ενιαίο μονοπάτι σε όλες τις νεοσύστατες χώρες, γεγονός που επέδρασε στην οικονομική τους ανάπτυξη και την πορεία των νέων χρηματιστηριακών θεσμών που δημιουργήθηκαν. Η ίδια η Ρωσία εξάλλου, αν και στηριζόμενη στις πλούσιες πηγές ενέργειας, ταλαιπωρήθηκε από πολιτική αστάθεια και οικονομικές κρίσεις, με αποτέλεσμα το ρωσικό χρηματιστήριο να χρειαστεί αρκετά χρόνια για να αντιμετωπίσει την αβεβαιότητα και να απορροφήσει τη συνεπακόλουθη μεταβλητότητα.

Για άλλη μια φορά, παρατηρούμε ότι σημαντικά γεωπολιτικά γεγονότα προκαλούν απότομη αλλά σύντομη έκρηξη της αστάθειας και της μεταβλητότητας στις αγορές μετοχών, προκαλώντας πρόσκαιρη πτώση των αποδόσεων, οι οποίες όμως αποκαθίστανται σχετικά γρήγορα. Αντίθετα, η εσωτερική τάξη πραγμάτων είναι αυτή που φαίνεται να διαδραματίζει τη βαθύτερη επίδραση, αφού καθορίζει την κίνηση των δεικτών, περισσότερο από τα γεγονότα παγκόσμιας εμβέλειας. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι η σημασία τους απαξιώνεται, αλλά ότι η προσδοκία ή αναμονή τέτοιου μεγέθους αλλαγών είναι αυτή που επηρεάζει περισσότερο τη συμπεριφορά των επενδυτών και λοιπών οικονομικών παικτών, ενώ το ίδιο γεγονός φαίνεται να απορροφά την αστάθεια της προσμονής και της αβεβαιότητας, καθώς οι παγκόσμιοι δρώντες αναμένουν έπειτα την αποκατάσταση της ισορροπίας και της σταθερότητας.

Συμπερασματικά, η κατάρρευση της ΕΣΣΔ αν και σηματοδότησε την αλλαγή του τρόπου οργάνωσης και λειτουργίας του διεθνούς συστήματος και σήμανε τον μετασχηματισμό των διεθνών σχέσεων, δεν απεικονίστηκε με τον ίδιο τρόπο στις αποδόσεις των χρηματιστηρίων παγκοσμίως. Αντιθέτως, παρά την πρόσκαιρη αστάθεια, που

αποκαταστάθηκε σχετικά γρήγορα και ανώδυνα, ερμηνεύθηκε από τις δυτικές χρηματιστηριακές αγορές ως παράγοντας οικονομικής σταθερότητας, μειώνοντας το επενδυτικό ρίσκο.

Κεφάλαιο 5

Μελέτη Περίπτωσης- Πόλεμος Ρωσίας- Ουκρανίας

5.1 Εισαγωγή

Όπως έχει αναφέρει το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2024, σελ. 1), *«η 24^η Φεβρουαρίου 2022 ήταν ένα σημείο καμπής στην Ευρωπαϊκή ιστορία»*. Ήταν η μέρα που η Ρωσία εισέβαλε στη Ουκρανία, διεξάγοντας, κατά τη δήλωση του Προέδρου της, μια *«ειδική στρατιωτική επιχείρηση»*. Τα γεγονότα στην περιοχή είχαν ήδη ξεκινήσει από το 2014, κορυφώθηκαν με την προσάρτηση της Κριμαίας από τη Ρωσία, αποκλιμακώθηκαν δε με τις συμφωνίες του Μινσκ, αν και οι εχθροπραξίες στις περιοχές Ντονιέτσκ και Λουγκάνσκ δεν σταμάτησαν ποτέ. Η επίθεση του 2022 αποσταθεροποίησε σημαντικά την πολιτική, οικονομική και δημοσιονομική σταθερότητα στην Ευρώπη και όχι μόνο (Manelli et al, 2024).

Οι δηλώσεις της Christine Lagarde, Προέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ένα μήνα σχεδόν μετά την εισβολή, ήταν χαρακτηριστικές: *«Ο πόλεμος αναμένεται να έχει σημαντικές επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία»*. Στην αυγή του πολέμου, η παρατηρούμενη στρατιωτική δράση και από τις δύο πλευρές, ήγειρε ανησυχίες αναφορικά τόσο με τη διάρκεια της σύγκρουσης και την αντίδραση της Ρωσίας στις κυρώσεις της Δύσης όσο και με τις πιθανές συνέπειες στην παγκόσμια οικονομία, ιδίως σε σχέση με τις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές και χρηματιστηριακές αγορές. Παράλληλα με την απώλεια ανθρώπινων ζωών και την καταστροφή περιουσίας, αυτή η επίθεση εισήγαγε νέα αβεβαιότητα στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές, παρόμοιων μάλιστα με αυτές που σχετίζονται με την πανδημία COVID-19 (Boungou & Yatie, 2022, σελ. 2).

Οι οικονομικές επιπτώσεις του πολέμου αποτέλεσαν και αποτελούν κρίσιμη πρόκληση για τους ηγέτες παγκοσμίως, που καλούνται να περιορίσουν τα δεινά που απορρέουν από τη φτώχεια, την έλλειψη τροφίμων και την κρίση του κόστους ζωής (Killfoyle, 2023). Ως προς το τελευταίο, αν λάβουμε υπόψη τη γεωστρατηγική σημασία της Ουκρανίας, όσον αφορά τη μεταφορά ενέργειας και ιδίως φυσικού αερίου από τη Ρωσία προς τις χώρες της Δύσης, μπορούμε να υποθέσουμε πώς και γιατί ο πόλεμος αυτός επηρέασε και συνεχίζει να επηρεάζει τη ζωή μας και την οικονομική ισορροπία της Δύσης, εν γένει. Αξίζει, ωστόσο, να σταθούμε στο γεγονός αυτό όχι μόνο από την ενεργειακή σκοπιά του,

της οποίας η αποτύπωση στα παγκόσμια χρηματιστήρια όσον αφορά στον τομέα αυτό είναι προφανής κι εμφανής, αλλά και υπό το πρίσμα του τρόπου που ένας πόλεμος, στη σύγχρονη, μεταψυχροπολεμική εποχή του πολυπολικού διεθνούς συστήματος, μπορεί να επηρεάσει τα χρηματιστήρια ανά τον κόσμο.

Το σύγχρονο διεθνές σύστημα βρίσκεται αντιμέτωπο με μία περίοδο έξαρσης της βίας και της αστάθειας, μέσα στην οποία καλούμαστε να αντιμετωπίσουμε τις επιπτώσεις παγκόσμιας εμβέλειας όχι μόνο για την ειρήνη και την ασφάλεια, αλλά και για την οικονομία και τις χρηματιστηριακές αγορές ανά τον κόσμο. Για παράδειγμα, κατά το οικονομικό έτος 2022 οι ΗΠΑ ξόδεψαν περίπου 3 τρισεκατομμύρια δολάρια σε πολέμους μετά την 11η Σεπτεμβρίου, ποσό που αντιστοιχεί σε σημαντικό τμήμα του ΑΕΠ τους και που θα μπορούσε να συμβάλει στην ανάπτυξη συγκεκριμένων τομέων (D'Souza, 2023). Καθότι ένας ευρύτερος και διαρκής πόλεμος, όπως αυτός μεταξύ Ρωσίας και Ουκρανίας, μπορεί να επηρεάσει τις τιμές των φυσικών πόρων και της ενέργειας, καθώς και των εμπορευμάτων, είναι επόμενο να έχει σημαντικές επιπτώσεις και στην απόδοση των χρηματιστηρίων παγκοσμίως.

5.2 Οι επιπτώσεις στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές

Παρακολουθώντας τις αποδόσεις των μετοχών στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές, διαπιστώνουμε την αρνητική και σημαντική επίδραση της ένοπλης σύγκρουσης Ρωσίας- Ουκρανίας, μετά το ξέσπασμά της. Μάλιστα, παρότι οι εντάσεις μεταξύ των δύο χωρών είναι μακροχρόνιες, με συγκεκριμένα σημεία καμπής στην ιστορική τους πορεία, η αντίδραση των χρηματιστηριακών δεικτών στη σύγκρουση ήταν πιο έντονη, μετά τη ρωσική εισβολή στην Ουκρανία το Φεβρουάριο του 2022. Τις εβδομάδες που ακολούθησα, εν τούτοι, η αντίδραση των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών αποδυναμώθηκε. Παράλληλα, παρατηρούμε ότι η απόδοση των χρηματιστηριακών δεικτών ήταν πιο αδύναμη για τις χώρες που συνορεύουν με τη Ρωσία και την Ουκρανία, καθώς και για τα κράτη μέλη των Ηνωμένων Εθνών, που απαιτούσαν τον τερματισμό της ρωσικής επίθεσης στην Ουκρανία (Boungou & Yatie, 2022, σελ. 3).

Μια ανάλυση των επιπτώσεων του Ρωσο- Ουκρανικού πολέμου όσον αφορά τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές, χρηματοοικονομικές και χρηματιστηριακές αγορές παγκοσμίως και η μελέτη της διαφοροποίησης αυτών τόσο σε σχέση με άλλα γεγονότα όσο και μεταξύ διαφορετικών χωρών, μας επιτρέπει να προσεγγίσουμε το φαινόμενο των πολέμων από δύο διαφορετικές σκοπιές. Αφενός, όσον αφορά στον τρόπο με τον

οποίο αυτοί επηρεάζουν την οικονομία παγκοσμίως, παρακολουθώντας ιδίως την πορεία και απόδοση των δεικτών των μεγάλων χρηματιστηρίων, αφετέρου σε σχέση με τον τρόπο διαχείρισης τέτοιων φαινομένων από τους συμμετέχοντες στα παγκόσμια χρηματιστήρια και τους επενδυτές, κατά τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους.

Σύμφωνα με δηλώσεις του επικεφαλής επενδύσεων της JP Morgan Asset Management, Robert Michele, η ανθεκτικότητα της αγοράς στην κρίση του Ρωσο- Ουκρανικού πολέμου είναι εντυπωσιακή, καθότι δεν έχει υπάρξει στην ιστορία των παγκόσμιων χρηματιστηρίων ένα σοκ αυτού του μεγέθους, που να μην έχει δημιουργήσει κάποιου είδους συστημική πίεση (Wigglesworth, 2022). Σε γενικές γραμμές, μπορούμε να πούμε ότι η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία είναι η πλέον κατάλληλη περίπτωση προς μελέτη για την αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών στον πόλεμο, καθότι αφενός είχε σημαντικές παγκόσμιες επιπτώσεις αφετέρου ήταν ένα γεγονός σε μεγάλο βαθμό απρόβλεπτο (Federle et al., 2024). Μια πρώτη διαγραμματική αποτύπωση της επίδοσης των χρηματιστηρίων παγκοσμίως από την έναρξη του πολέμου, στο Διάγραμμα 12 μας βοηθάει να αρχίσουμε να κατανοούμε το φαινόμενο.

Διάγραμμα 12

Οι επιδόσεις των παγκόσμιων και ευρωπαϊκών αγορών μετοχών, ένα χρόνο μετά τον πόλεμο



Πηγή: Lodh et al, 2023

5.2.1 Η εικόνα των παγκόσμιων χρηματιστηριακών δεικτών

Πριν προχωρήσουμε σε κατά περίπτωση και ανά χρονική περίοδο ανάλυση, έχει ενδιαφέρον να παρουσιάσουμε τη συνολική εικόνα των δεικτών των χρηματιστηρίων σε σχέση με τα προς μελέτη γεγονότα. Στον Πίνακα 4 παρατηρούμε μια σημαντική αρνητική σχέση του πολέμου με την απόδοση των δεικτών των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών, το χρονικό διάστημα μετά την επίθεση της Ρωσίας, γεγονός που αποτυπώνει την ευαισθησία των παγκόσμιων αγορών στον πόλεμο αυτό.

Πίνακας 4

Οι παγκόσμιοι χρηματιστηριακοί δείκτες μετά την εισβολή της Ρωσίας

Table 1. Ukraine-Russia war and stock market index				
	Stock market index			
	(I)	(II)	(III)	(IV)
Ukraine-Russia war	-1.412*** [0.42]	-0.889*** [0.33]	-1.466*** [0.46]	-0.858*** [0.26]
Number of observations	3747	3747	3747	3747
Number of countries	94	94	94	94
Country fixed-effect	No	No	Yes	Yes
Day fixed-effect	No	Yes	No	Yes
R2 (within)	0.001	0.017	0.001	0.017

Notes: Robust standard errors clustered at the country level are presented in brackets. ***, **, and * stand for significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Πηγή: Bounbou & Yatie, 2022, σελ. 6.

Ενδιαφέρον έχει η μελέτη των Bounbou και Yatie (2022, σελ. 7επ.), αναφορικά με την αντίδραση των χρηματιστηρίων σε παγκόσμιο επίπεδο πριν και μετά την εισβολή της Ρωσίας. Παρότι η μελέτη δείχνει και πάλι μια αρνητική σχέση μεταξύ πολέμου και επίδοσης των σχετικών δεικτών, φαίνεται ότι αυτή η επίδραση υπήρξε πολύ πιο

σημαντική την περίοδο μετά το ξέσπασμα του πολέμου, παρά τις εντάσεις που προηγήθηκαν. Όσο δε ο πόλεμος συνεχίζεται, παρατηρούμε μια αποδυνάμωση της αρνητικής αυτής επιρροής, σε σχέση με το ξεκίνημα του πολέμου, ιδίως τις δύο πρώτες εβδομάδες μετά την εισβολή. Αναδεικνύεται, έτσι, μια γρήγορη σχετικά και σταδιακή ανάκαμψη των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών.

Όσον αφορά τη γεωγραφική εγγύτητα της επιρροής του πολέμου, ο Πίνακας 5 αποτυπώνει τα συμπεράσματα της σχετικής έρευνας. Πράγματι, από τη μελέτη του διαπιστώνουμε ότι οι γεωγραφικά εγγύτερες χώρες στη Ρωσία και την Ουκρανία έχουν επηρεαστεί σημαντικά σε σχέση με την απόδοση των χρηματιστηρίων τους, περισσότερο από ότι χώρες που δεν βρίσκονται τόσο κοντά στα γεγονότα.

Πίνακας 5

Γεωγραφική αποτύπωση της επίδρασης του πολέμου στους χρηματιστηριακούς δείκτες

Table 4. Nearby vs. geographically distant countries

	Stock market index	
	Nearby countries	Distant countries
Ukraine-Russia war	-7.780** [3.41]	-0.901** [0.37]
Number of observations	724	3023
Number of countries	18	76
Country fixed-effect	Yes	Yes
Day fixed-effect	Yes	Yes
R2 (within)	0.36	0.022

Notes: Robust standard errors clustered at the country level are presented in brackets. ***, **, and * stand for significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

Πηγή: Bounbou & Yatie, 2022, σελ. 6.

Συνοπτικά, ο πόλεμος Ρωσίας και Ουκρανίας φαίνεται εκ πρώτης να επιδρά αρνητικά εν συνόλω στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές, κατά το πρώτο χρονικό διάστημα μετά το ξέσπασμά του. Όσο δε ο χρόνος περνάει και η σύγκρουση συνεχίζεται φαίνεται ότι η αρνητική επίδραση σταδιακά μεν αλλά σχετικά γρήγορα αποσοβείται. Με άλλα

λόγια, παρατηρούμε στις παγκόσμιες αγορές να απορροφούν την αστάθεια που ένα τόσο σημαντικό γεωπολιτικό γεγονός, στις ο πόλεμος, προκαλεί. Έχει ενδιαφέρον, ωστόσο, να εμβαθύνουμε λίγο περισσότερο τη μελέτη στις, ώστε να κατανοήσουμε πλήρως το φαινόμενο αυτό.

Σημαντική μερίδα οικονομικών αναλυτών θεωρεί ότι, σε σύγκριση με άλλα γεωπολιτικά γεγονότα, στις η κατάρρευση στις Lehman Brothers το 2009, η Black Monday του 1987 και ο Covid-19, οι παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές αντέδρασαν σχετικά ήπια. Ωστόσο, η αντίδραση είναι πιο έντονη σε σχέση με αντίστοιχες επιπτώσεις πολλών τρομοκρατικών επιθέσεων, χωρίς να συμπεριλαμβάνουμε σε αυτήν την 11^η Σεπτεμβρίου, καθώς και άλλων περιπτώσεων πολέμου ή εισβολών (Izzeldin et al, 2023, σελ. 3). Η βιβλιογραφία δείχνει ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές αντιδρούν με πολύ διαφορετικούς τρόπους στην εισβολή στις Ουκρανίας, τόσο ανά περιοχές όσο και ανά οικονομικούς τομείς. Τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια είναι αυτά που υπέφεραν περισσότερο, Ακολουθούν τα ασιατικά χρηματιστήρια, ενώ η αντίδραση στις ΗΠΑ ήταν πιο ήπια (Yousaf et al., 2022, σελ. 4).

5.2.2 Επιπτώσεις στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ

Πριν το ξέσπασμα του πολέμου κι ενώ η ένταση στις περιοχές Ντονιέσκ και Λουγκάνσκ φαινόταν να κλιμακώνεται, οι οικονομικοί μελετητές ήδη παρακολουθούσαν την απόδοση των χρηματιστηρίων και προσπαθούσαν να προβλέψουν την αντίδρασή τους, επηρεάζοντας έτσι με τη σειρά τους την πορεία τους. Κι αυτό διότι, όπως έχουμε ήδη επισημάνει, οι προσδοκίες των επενδυτών και έτερων συμμετεχόντων στις χρηματιστηριακές αγορές είναι αυτές που επηρεάζουν περισσότερο την απόδοσή τους. Είναι χαρακτηριστικό ότι στην πρώτη κλιμάκωση της έντασης το 2014, είχαν διατυπωθεί απόψεις που υποστήριξαν ότι αν και τα γεωπολιτικά γεγονότα αποτελούν πάντα έναν παράγοντα ανησυχίας, ο άμεσος αντίκτυπος είναι αυτός που ενδεχομένως θα υπονομεύσει σημαντικά τις αγορές.

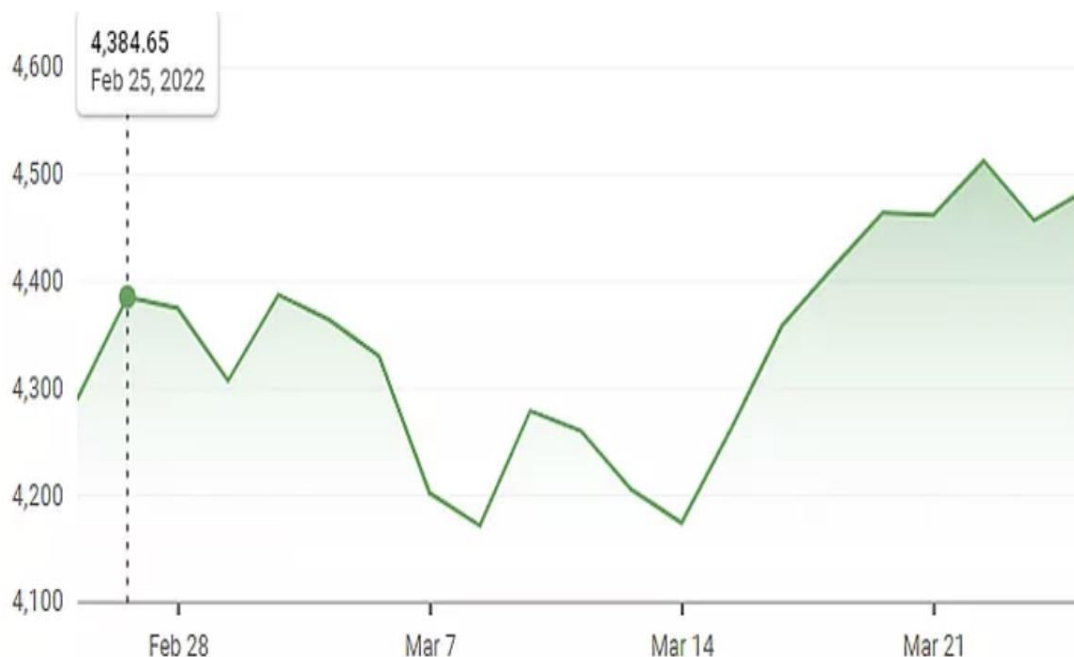
Αν και η ιστορία των διεθνών συγκρούσεων που έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις μετοχές των ΗΠΑ είναι πολύ περιορισμένη, θα χρειαζόταν μια πολύ μεγαλύτερη σύγκρουση για να επηρεάσει αρνητικά την απόδοση των μετοχών. Το διάστημα πριν την εισβολή, υποστηρίχθηκε ότι *“εάν η Ρωσία αποφασίσει κάποιο είδος επίθεσης, αναμένουμε περισσότερα από αυτά που ήδη αντιμετωπίζουμε: υψηλότερες τιμές στο πετρέλαιο και κάποια αμυντική τοποθέτηση στην αγορά. Κι αυτό διότι η αβεβαιότητα συνεπάγεται*

μικρότερη ανάληψη κινδύνου από τα μεγάλα κεφάλαια”. Τότε, λοιπόν, οι αναλυτές δεν προέβλεπαν την εξέλιξη της αγοράς σε *bear market*, θεωρώντας πως η πιο παρόμοια κατάσταση με τη συγκεκριμένη αντιπαράθεση ήταν ο πενθήμερος πόλεμος Ρωσίας-Γεωργίας το 2008, που είχε ελάχιστο αντίκτυπο στην αγορά (Shell, 2014).

Πράγματι, η περίπτωση της εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία συγκαταλέγεται μεταξύ των παραδειγμάτων γεωπολιτικών γεγονότων που έχουν ελάχιστα επηρεάσει την απόδοση των μετοχών του αμερικάνικου χρηματιστηρίου. Από την αρχή του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου το 1939 μέχρι το τέλος του ο 1945, ο δείκτης Dow είχε σημειώσει άνοδο της τάξης του 50%, περισσότερο από 7% ανά έτος. Η εισβολή της Ρωσίας το Φεβρουάριο του 2022 συγκλόνισε τις παγκόσμιες αγορές. Στις ΗΠΑ, ο δείκτης S&P 500 σημείωσε πτώση πάνω από 7% κατά τις ημέρες και εβδομάδες που ακολούθησαν, καθώς οι ΗΠΑ και άλλες χώρες ενίσχυσαν τις αυστηρές οικονομικές κυρώσεις στη Ρωσία και οι επενδυτές ανησυχούσαν για τον αντίκτυπο στις τιμές των εμπορευμάτων. Ωστόσο, ένα μήνα μόλις αργότερα οι αγορές είχαν επανακάμψει και ο S&P κινούνταν σε επίπεδα υψηλότερα απ’ ότι πριν την εισβολή, παρά το γεγονός ότι η τιμή του πετρελαίου παρέμενε ανεβασμένη, όπως φαίνεται και στον Διάγραμμα 13 (D’ Souza, 2023).

Διάγραμμα 13

Δείκτης S&P 500 το διάστημα από 24 Φεβ έως 24 Μαρ 2022



Πηγή: D’ Souza, 2023.

Αντίστοιχα ο δείκτης Dow παρουσίασε μια πρόσκαιρη πτώση της τάξης του 9% το διάστημα που ακολούθησε την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία, επανέκαμψε, εν τούτοις, σε θετικές τιμές, σε διάστημα έξι μηνών (Amundi Asset Management, 2024). Οι αλλαγές επομένως που σηματοδότησε η ρωσική εισβολή επηρέασαν τις τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ, σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Η επιρροή αυτή όμως αφομοιώθηκε γρήγορα από τα χρηματιστήρια, οδηγώντας τις τιμές των μετοχών όχι μόνο σε σταθεροποίηση αλλά ακόμα και σε άνοδο, ήδη από τον Μάρτιο του 2022 (Neely & Jordan- Wood, 2022). Αντίθετα, ο δείκτης Russel 2000 υποχώρησε απότομα μέχρι και το Μάρτιο του 2022, καθώς οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης είναι συνήθως πιο ευαίσθητες στον κίνδυνο και τη μεταβλητότητα (ANB Financial Services, 2022).

Όπως είναι αναμενόμενο, η πορεία των μετοχών δεν είναι γραμμική, πράγμα που σημαίνει ότι παρά τα γενικά συμπεράσματα, κατά τη διάρκεια του πολέμου και ανάλογα με τις εξελίξεις, οι δείκτες του αμερικάνικου χρηματιστηρίου επηρεάζονται αναλόγως. Η κατά περιόδους κλιμάκωση του πολέμου πυροδοτεί αίσθημα κινδύνου στις αγορές μετοχών και ρευστοποίηση. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η χρήση πυραύλων, που η Ουκρανία προμηθεύτηκε από χώρες της Δύσης, σε βάρος συνοριακής περιοχής στη Ρωσία καθώς και η απάντηση του Ρώσου Προέδρου Πούτιν, με την έγκριση επικαιροποιημένου πυρηνικού δόγματος, που επεκτείνει τις προϋποθέσεις για τη χρήση ατομικών όπλων, συμπεριλαμβανομένης της απάντησης σε μια συμβατική επίθεση στο έδαφός της. Τη μέρα των σχετικών γεγονότων παρατηρήθηκε απότομη πτώση σε όλους τους δείκτες, S&P 500, NASDAQ και Dow (Asplund, 2024).

Παρατηρούμε, παράλληλα, ότι κατά τη διάρκεια του πολέμου, όποτε κινούμαστε προς την κατεύθυνση της ανάληψης ενεργειών για τον τερματισμό των συγκρούσεων, το χρηματιστήριο των ΗΠΑ ανταποκρίνεται πρόσκαιρα θετικά. Έτσι, το Φεβρουάριο του 2025 οι συνομιλίες ΗΠΑ και Ρωσίας φαίνεται να δημιουργήσαν ελπίδες για το τέλος του πολέμου, με αποτέλεσμα ο S&P 500 να ξεπεράσει το ρεκόρ του προηγούμενου μήνα. Ωστόσο, οι μετοχές φαίνεται εν γένει να κινούνται εντός ενός περιορισμένου εύρους, εν μέσω αβεβαιοτήτων, συμπεριλαμβανομένων, μεταξύ άλλων, και του γεωπολιτικού ρίσκου. Οι αναλυτές παρατηρούν ότι η άνοδος στους δείκτες είναι οριακή, τη στιγμή μάλιστα που ο Dow σημειώνει υποχώρηση, γεγονός που υποδηλώνει είτε ότι οι σχετικές εξελίξεις δεν ερμηνεύονται ιδιαίτερα αισιόδοξα από τους επενδυτές είτε ότι υπάρχουν άλλα γεγονότα που επηρεάζουν περισσότερο την απόδοση των μετοχών (Bloomberg, 2025).

5.2.3 Επιπτώσεις στα χρηματιστήρια της Ευρώπης

Η αντίδραση της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία ήταν άμεση, με τους αρχηγούς των κρατών μελών να την καταδικάζουν και να δηλώνουν τη στήριξή τους στο λαό και την κυβέρνηση της Ουκρανίας. Οι ηγέτες της Ένωσης μόλις την ίδια μέρα ανακοίνωσαν την πρόθεσή τους να επιβάλλουν αυστηρά, μαζικά μέτρα σε βάρος της Ρωσίας, ως απάντηση στην επιθετική δράση της, σε στενό συντονισμό με τους διατλαντικούς εταίρους τους, μεταξύ άλλων στον χρηματοοικονομικό τομέα, τον τομέα της ενέργειας, των μεταφορών, τον έλεγχο και τη χρηματοδότηση των εξαγωγών, καθώς και την αναθεώρηση της πολιτικής περί έκδοσης visa. Ο στόχος ήταν η αποδυνάμωση της οικονομίας της Ρωσίας, η δημιουργία εμποδίων για την πρόσβαση σε βασικά τεχνολογικά μέσα και το πάγωμα των ρωσικών περιουσιακών στοιχείων στην Ευρώπη (European Parliament, 2024, σελ. 3).

Όσον αφορά στον κλάδο των επιχειρήσεων και της βιομηχανίας, οι χώρες της Ευρώπης επηρεάστηκαν σε διαφορετικό βαθμό, ανάλογα με της εμπορικούς δεσμούς με τη Ρωσία και την εξάρτηση από της πηγές ενέργειάς της. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων εκτίμησε τον Ιούνιο του 2022 ότι ο πόλεμος θα έπληττε τις εταιρείες της Ένωσης μέσω της μείωσης των εξαγωγών, των χαμηλότερων κερδών, λόγω των υψηλών τιμών ενέργειας και της δυσκολίας δανεισμού, εξαιτίας της τάσης αποφυγής ρίσκου εκ μέρους των τραπεζών (EIB, 2022, σελ. 3). Πράγματι, ισχυρές οικονομίες της ΕΕ υπέστησαν σημαντικές απώλειες στις εξαγωγές τους, όπως η Γερμανία η Ιταλία και η Γαλλία (Chandra Das et al., 2023, σελ. 397). Επιπλέον, η κατασκευή των ημιαγωγών, απαραίτητων για την πράσινη μετάβαση, επηρεάστηκε σημαντικά, καθότι η Ουκρανία αποτελεί το βασικό προμηθευτή νέον, συστατικού ζωτικής σημασίας για την παραγωγή chips. Σύμφωνα με έρευνα του Yale, περισσότερες από 1.000 δυτικές εταιρείες που δραστηριοποιούνταν στη Ρωσία αποσύρθηκαν από την αγορά ή μείωσαν την παραγωγή της, μετά την έναρξη του πολέμου. Λόγοι της οι κυρώσεις, ο πολιτικός κίνδυνος, καθώς και η κοινή γνώμη αλλά και η γνώμη των επενδυτών έπαιξαν σημαντικό ρόλο στη λήψη των αποφάσεων αυτών (CELI, 2024).

Υπό την παραδοχή ότι οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές προτιμούν να δραστηριοποιούνται σε ένα σταθερό περιβάλλον, με χαμηλό επίπεδο ρίσκου, στο οποίο οι συνθήκες οικονομικής ανάπτυξης είναι ευνοϊκές, γίνεται κατανοητό ότι οι αποδόσεις των μετοχών δεν έμειναν ανεπηρέαστες από το περιβάλλον αυτό που δημιουργήθηκε της χώρες της Ευρώπης. Όπως και στην περίπτωση του χρηματιστηρίου των ΗΠΑ έτσι

και τα χρηματιστήρια των χωρών της ΕΕ αντέδρασαν στιγμιαία και για μικρό χρονικό διάστημα στα νέα της ρωσικής εισβολής στην Ουκρανία.

Ειδικότερα, η αξία των μετοχών στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια πέρασε σε σύντομης διάρκειας καθεστώς κρίσης, υποδηλώνοντας ότι οι επενδυτές και οικονομικοί παράγοντες επηρεάστηκαν σε μικρό βαθμό σε σχέση με άλλα παγκόσμιας εμβέλειας γεγονότα, της η παγκόσμια οικονομική κρίση και ο Covid-19. Ωστόσο, η έρευνα των Izzeldin et al. (2023, σελ. 8) δείχνει πως η ένταση της κρίσης από το Ρωσο- Ουκρανικό πόλεμο κινήθηκε σε σημαντικά υψηλά ποσοστά της τάξης του 89,89% και η αντίδραση της αστάθειας των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών στη ρωσική εισβολή ήταν άμεση. Αυτό υποδηλώνει ότι οι επενδυτές εξέλαβαν την εισβολή αυτή ως πραγματικότητα. Παρά την παρατεταμένη παρουσία των ρωσικών δυνάμεων στα ουκρανικά σύνορα, μια πραγματική εισβολή δεν είχε προεξοφληθεί από της αγορές και θεωρούνταν απίθανη, μέχρι τη στιγμή που αυτή πράγματι υλοποιήθηκε.

Η ένταση της κρίσης, λοιπόν, υποδηλώνει ότι η σφοδρότητα του πολέμου Ρωσίας- Ουκρανίας ήταν σε παγκόσμια κλίμακα χαμηλή σε σχέση με άλλα γεωπολιτικά γεγονότα. Ένα τέτοιο γεγονός φαίνεται αινιγματικό, δεδομένης της σοβαρότητας ενός τέτοιου περιστατικού. Είναι εύλογο οι επενδυτές να παρερμηνεύουν ένα γεγονός. Οι προηγούμενες πολεμικές εμπειρίες ήταν αισθητά διαφορετικές, υπό την έννοια ότι αφορούσαν κυρίως μεμονωμένες τρομοκρατικές επιθέσεις ή εκδηλώθηκαν μακριά από την ευρωπαϊκή ήπειρο. Ως εκ τούτου, ενδέχεται οι επενδυτές να αντλούν λανθασμένα στοιχεία από αυτά τα προηγούμενα γεγονότα και να υποτιμούν της πραγματικές επιπτώσεις του Ρωσο- Ουκρανικού πολέμου (Wigglesworth et al., 2022).

Μελετώντας τις μεταβολές στις τιμές των παγκόσμιων αγορών μετοχών μετά την ανακοίνωση της *«ειδικής στρατιωτικής επιχείρησης»*, διαπιστώνουμε ότι η πλειοψηφία των αγορών που παρουσίασε μη φυσιολογικές αρνητικές αποδόσεις είναι οι Ευρωπαϊκές αγορές. Η αντίδραση των χρηματιστηρίων ήταν ιδιαίτερα έντονη στα νέα της Ρωσο- Ουκρανικής σύγκρουσης, την ημέρα της εκδήλωσης των γεγονότων και κάποιες μέρες μετά από αυτήν. Καθότι η Ρωσία είναι ο μεγάλος εμπορικός εταίρος πολλών χωρών ανά τον κόσμο, ιδίως στην Ευρώπη, οι επακόλουθες οικονομικές κυρώσεις στη Ρωσία είχαν σαφές αντίκτυπο και σε άλλα συνδεδεμένα χρηματιστήρια και οικονομίες (Chandra Das et al., 2023, σελ. 395).

Οι τιμές των μετοχών επηρεάστηκαν σημαντικά μετά τα γεγονότα στις συνοριακές περιοχές της Ουκρανίας, τόσο την 24^η Φεβρουαρίου 2022 όσο και τις ημέρες που

ακολούθησαν, στα χρηματιστήρια της Γαλλίας, της Γερμανίας, της Ιταλίας. Αντίστοιχα επηρεάστηκαν και άλλες χώρες, όπως η Αυστραλία, η Ιαπωνία, η Ινδία και η Τουρκία, ωστόσο αυτές που επηρεάστηκαν εις βάθος είναι όσες ανήκουν στην ευρωπαϊκή περιφέρεια. Μετοχές χωρών της Ευρώπης που τελούν σε ιδιαίτερη σχέση με τη Ρωσία, ως χώρες του πρώην Σοβιετικού Μπλοκ, όπως η Ουγγαρία, η Πολωνία και η Σλοβακία επηρεάστηκαν σημαντικά και από τα γεγονότα που προηγήθηκαν, με αρνητικές αποδόσεις καθ' όλη τη διάρκεια της κρίσης. Σε συγκεκριμένες χώρες, ωστόσο, τα χρηματιστήρια επηρεάστηκαν περισσότερο από την ένταση που επικράτησε πριν την εισβολή. Έτσι, οι χρηματιστηριακές αγορές της Ουγγαρίας, της Πολωνίας και της Σλοβακίας αντέδρασαν αρνητικά στα νέα πριν την κρίση σχετικά με την επερχόμενη διαμάχη, της ήταν το δελτίο τύπου των ΗΠΑ, για την επικείμενη εισβολή την 18 Φεβρουαρίου 2022 και την αναγνώριση των περιοχών Ντονιένσκ και Λουγκάνσκ από τη Ρωσική κυβέρνηση την 2 Φεβρουαρίου (Yousaf et al., 2022, σελ. 3-4).

Σε ορισμένες χώρες της ΕΕ, ωστόσο, τα χρηματιστήρια δεν φαίνεται να έχουν επηρεαστεί ιδιαίτερα από τα γεγονότα. Χαρακτηριστικές είναι οι περιπτώσεις του Βελγίου, της Κύπρου, της Φινλανδίας, της Γαλλίας, της Ρουμανίας και της Σουηδίας, οι οποίες δεν είναι άμεσα εμπλεκόμενες στον πόλεμο, υποστηρίζουν εν τούτοις την πολιτική της επιβολής κυρώσεων της Ένωσης σε βάρος της Ρωσίας (Chandra Das et al., 2023, σελ. 396).

Τα χρηματιστήρια χωρών της Ευρώπης που αποτελούν εισαγωγείς αργού πετρελαίου από τη Ρωσία ή σιτηρών από την Ουκρανία επηρεάστηκαν σημαντικά από τη σύγκρουση, λόγω των σχετικών αυξήσεων των τιμών, δημιουργώντας συνθήκες ανασφάλειας στις χρηματοοικονομικές αγορές. Συνολικά, διαπιστώνουμε ότι η σύγκρουση Ρωσίας- Ουκρανίας και οι αποδόσεις των μετοχών στα χρηματιστήρια της ΕΕ συνδέονται αρνητικά κατά τη διάρκεια του πολέμου αλλά θετικά κατά την περίοδο πριν την έναρξη των συγκρούσεων. Επιπλέον, σχετικές έρευνες δείχνουν ότι η εν λόγω σύγκρουση επηρεάζει αρνητικά της αποδόσεις των μετοχών σε όλους τους τομείς, ιδιαίτερα δε τους τομείς των μεταλλευτικών κατασκευών και της μεταποίησης.

Συνολικά, παρατηρούμε ότι ο πόλεμος έχει προκαλέσει μεγάλη αστάθεια της παγκόσμιας χρηματιστηριακής και χρηματοοικονομικής αγοράς, ιδίως δε στην Ευρώπη. Το ότι η διάρκεια της εν λόγω αντίδρασης ήταν σχετικά μικρή σχετίζεται με της προσδοκίες της αγοράς ότι ο πόλεμος δε θα ήταν παρατεταμένος. Όσο όμως ο πόλεμος διαρκεί φαίνεται ότι αναμένεται να οδηγήσει σε επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης και αύξηση του πληθωρισμού. Επιδρώντας στις τιμές ενέργειας και τροφίμων, αναμένεται ότι η αστάθεια

στα χρηματιστήρια θα παραμείνει, επηρεάζοντας αντίστοιχα τις αποδόσεις μετοχών και ομολόγων.

5.2.3.1 Ο τομέας της ενέργειας

Η ενεργειακή κρίση που αντιμετωπίζει η Ευρώπη από την έναρξη του πολέμου είχε, όπως είναι αναμενόμενο, επιπτώσεις τόσο στην απόδοση της οικονομίας όσο και στην κίνηση των χρηματιστηρίων. Πράγματι, η άνοδος των τιμών της ενέργειας, με την έναρξη του πολέμου, επηρέασε άμεσα όχι μόνο τους καταναλωτές αλλά και τις βιομηχανίες με κόστος έντασης ενέργειας, ιδιαίτερα σε χώρες της Ευρώπης, με μεγάλες εισαγωγές ενέργειας από τη Ρωσία. Τα χρηματιστήρια της Ευρώπης είναι αυτά που επηρεάστηκαν περισσότερο από τον πόλεμο, λόγω μεταξύ άλλων και της γεωγραφικής εγγύτητας, ήταν όμως και αυτά που ανέκαμψαν πιο γρήγορα, δημιουργώντας, εν τούτοις, χάσμα μεταξύ χωρών, τομέων και παραγόντων (Lodh et al, 2023).

Σύμφωνα με μελέτη των Umar et al. (2022), οι μη φυσιολογικές αποδόσεις των αγορών ανανεώσιμων πηγών ενέργειας αυξήθηκαν σημαντικά, λόγω της σύγκρουσης Ρωσίας και Ουκρανίας. Η ρωσική οικονομία είναι συνδεδεμένη με τον υπόλοιπο κόσμο, μέσω του εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών, με αποτέλεσμα το φαινόμενο της μετάδοσης, που προέρχεται από τη Ρωσία, να επηρεάζει και άλλες χρηματοπιστωτικές αγορές. Για παράδειγμα, η Ρωσία είναι ο τρίτος μεγαλύτερος εξαγωγέας πετρελαίου στον κόσμο και ο μεγαλύτερος εξαγωγέας φυσικού αερίου και τροφίμων στην Ευρώπη και άλλες γειτονικές χώρες. Παράλληλα, οι χώρες της Ευρώπης αποτελούν σημαντικούς εμπορικούς εταίρους της Ρωσίας (Yousaf et al., 2022, σελ. 2).

Σε γενικές γραμμές, οι αγορές ενέργειας ξεπέρασαν τις επιδόσεις άλλων μετοχών, ιδίως στις ΗΠΑ. Οι αγορές ανανεώσιμων πηγών ενέργειας αντέδρασαν θετικά αν και οι πράσινες μετοχές δεν παρουσίασαν θετικές αποδόσεις. Αυτή η διαφοροποίηση θα μπορούσε να σχετίζεται με τις προσαρμογές στις προσδοκίες όσον αφορά στην ταχύτητα της ενεργειακής μετάβασης. Οι συγκρούσεις και οι κυρώσεις ασκούν πληθωριστική πίεση στις παγκόσμιες τιμές ενέργειας και η ΕΕ είναι αυτή που επηρεάζεται περισσότερο από αυτό το φαινόμενο. Το υψηλότερο κόστος των ενεργειακών εμπορευμάτων επηρεάζει τις τιμές ηλεκτρικής ενέργειας, ιδίως στην Ανατολική Ευρώπη και σε μικρότερο βαθμό τις βιομηχανίες εντάσεως ενέργειας, όπου οι αυξήσεις των τιμών είναι χαμηλότερες, με εξαίρεση τον τομέα σιδήρου και χάλυβα στην Ανατολική ΕΕ.

Πράγματι, εταιρίες ενέργειας όπως η Saudi Aramco και η Royal Dutch Shell κατέγραψαν πρωτοφανή κέρδη. Ομοίως, ETFs που συνδέονται με ορυκτά καύσιμα σημείωσαν υψηλά ρεκόρ. Αντίθετα, κλάδοι και εταιρίες που εξαρτώνται από ορυκτά καύσιμα παρουσίασαν απώλειες διάφορων βαθμών. Οι επιδόσεις ήταν μικτές στον τομέα της ηλεκτρικής ενέργειας, όπου η μετοχική αξία ορισμένων εταιριών μειώθηκε, ιδίως στην Ευρώπη, ενώ άλλων, κυρίως στις ΗΠΑ, αυξήθηκε. Επιπλέον, εταιρίες που εστιάζουν σημαντικά στις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας παρουσίασαν καλύτερες επιδόσεις σε σύγκριση με άλλες που στηρίζονται κατά κύριο λόγο στα ορυκτά καύσιμα (Auer et al., 2025, σελ 4-5).

Φυσικά οι διαφοροποιήσεις αυτές έχουν να κάνουν με την ευαλωτότητα στην αύξηση των τιμών και το βαθμό σύνδεσης του ΑΕΠ της κάθε χώρας με τον τομέα της ενέργειας. Οι μεγάλες διαδοχικές επιδράσεις εμφανίζονται πιο έντονα σε περιοχές που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις εξαγωγές των ρωσικών ή ουκρανικών εμπορευμάτων φυσικών πόρων, όπως είναι η ΕΕ. Αντίστοιχα σε αυτές τις χώρες εμφανίζονται αρνητικές κρίσεις στο ισοζύγιο πληρωμών και επιδείνωση του ΑΕΠ, λόγω των κλαδικών εκροών και του πληθωρισμού. Όπως είναι αναμενόμενο, οι εταιρίες και οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται σε περιοχές που επηρεάζονται αρνητικά από τα γεγονότα, ιδίως εταιρίες μη ορυκτών πόρων που εδρεύουν στην ΕΕ, υφίστανται σοβαρές οικονομικές απώλειες, επηρεάζοντας τη συνολική εικόνα των ευρωπαϊκών χρηματοοικονομικών και χρηματιστηριακών αγορών (Nerlinger & Utz, 2022, σελ. 5-6).

5.2.3.2 Η σημασία της εγγύτητας

Μερίδα των οικονομικών αναλυτών υποστηρίζει ότι στην περίπτωση του πολέμου Ρωσίας και Ουκρανίας βρίσκει εφαρμογή η «*τιμωρία τους εγγύτητας*», που σημαίνει ότι όσο πιο κοντά βρίσκονται οι χώρες στην Ουκρανία, τόσο χαμηλότερες είναι η αποδόσεις των εταιριών τους, σε ένα διάστημα τεσσάρων εβδομάδων γύρω από την έναρξη του πολέμου. Οι Federle et al. (2024) εξέτασαν ένα δείγμα 66 χωρών, διαπιστώνοντας ότι ενώ ο άμεσος γείτονας στη σύγκρουση υφίσταται σωρευτική πτώση του χρηματιστηρίου κατά 23,1% μέχρι το τέλος της δεύτερης εβδομάδας του πολέμου, αυτό το φαινόμενο μειώνεται εμπειρικά κατά περίπου 2,6% για κάθε 1000 χιλιόμετρα απόστασης από την Ουκρανία.

Το φαινόμενο αυτό εξηγείται, καταρχήν, λαμβάνοντας υπόψη τις εμπορικές διασυνδέσεις, που λειτουργούν ως φυσικός λόγος για τον οποίο οι χώρες που βρίσκονται πιο κοντά στην εμπόλεμη ζώνη ενδέχεται να υποστούν πιο έντονες δυσμενείς

επιπτώσεις. Στην πιο εκτεταμένη του μορφή, ο κίνδυνος καταστροφής που ούτως ή άλλως επηρεάζει τους γείτονες χώρες, μπορεί να ξεδιπλωθεί αν αρχικά μη εμπλεκόμενες χώρες συρθούν στον πόλεμο, για να υποστηρίξουν, για παράδειγμα, έναν γείτονα που δέχεται επίθεση και να αποτρέψουν τη μελλοντική επιθετικότητα ή όταν εκτίθενται σε παρεπόμενους κινδύνους από την κοντινή σε αυτές σύγκρουση, τους η τυχαία παραβίαση συνόρων ή η περίπτωση τους πυρηνικού συμβάντος (Head & Mayer, 2014, σελ. 159 επ.).

Παράλληλα, παρατηρείται ότι η εγγύτητα επηρεάζει τις αποδόσεις των χρηματιστηρίων εντός των χωρών. Εστιάζοντας τους γείτονες πρώτου και δεύτερου βαθμού της Ουκρανίας στη Δυτική Ευρώπη, διαπιστώνουμε ότι μεμονωμένες εταιρείες που έχουν την έδρα τους πιο κοντά στην εμπόλεμη ζώνη παρουσιάζουν χαμηλότερες επιδόσεις στο χρηματιστήριο. Φυσικά, η απόσταση από τον πόλεμο μπορεί να επηρεάσει τις προοπτικές των επιχειρήσεων με διαφορετικούς τρόπους. Υπό αυτό το πρίσμα, ο κλαδικός συντελεστής παίζει το σημαντικότερο ρόλο. Ο αμυντικός τομέας, λόγω χάριν, ιδίως στις γειτονικές χώρες θεωρείται ότι έχει επωφεληθεί από την στρατιωτική κλιμάκωση, ενώ η αγορά υποβάθμισε τις προοπτικές άλλων βιομηχανικών κλάδων (Leromain & Biermann, 2023).

Άλλοι παράγοντες, πλην της εμπορικής διασύνδεσης, που επιδρούν με τον ίδιο τρόπο είναι η μέτρηση του γεωπολιτικού κινδύνου, οι ροές στρατιωτικής βοήθειας προς την Ουκρανία, καθώς και ο έμμεσος κίνδυνος των τιμών, ως συνέπεια των συναλλαγματικών επιλογών. Όλα αυτά ενισχύουν την άποψη ότι οι αντιδράσεις των χρηματιστηρίων ποικίλλουν συστηματικά ανάλογα με τη γεωγραφική τους απόσταση από την εμπόλεμη ζώνη, λόγω των διαφορών στον τρόπο με τον οποίο οι οικονομικοί παράγοντες αντιλαμβάνονται τον κίνδυνο επέκτασης της στρατιωτικής δράσης. Ένας από τους παράγοντες είναι η συμμετοχή σε υπερεθνικούς οργανισμούς. Συγκεκριμένα, εντοπίζουμε ότι οι χρηματιστηριακές αγορές σε χώρες μέλη του NATO και σε χώρες της πρώην Σοβιετικής Ένωσης παρουσιάζουν σημαντικές αρνητικές αποδόσεις των αξιών τους, λόγω του υψηλού βαθμού έκθεσής τους στην πιθανότητα στρατιωτικής εμπλοκής στη σύγκρουση (Federle, 2024).

5.2.3.3 Η ανάκαμψη των Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων

Ενώ οι ευρωπαϊκές αγορές μετοχών υποχώρησαν περισσότερο από άλλες, κατά την έναρξη του πολέμου, ορισμένοι παράγοντες έδωσαν ώθηση σε μια ταχεία ανάκαμψη

από το τέταρτο τρίμηνο το 2022, οπότε και η Ευρώπη ξεπέρασε τις επιδόσεις των ΗΠΑ αλλά και των αναδυόμενων αγορών. Πράγματι, οι χώρες της Ευρώπης κατάφεραν να μειώσουν την εξάρτησή τους από το ρωσικό φυσικό αέριο, εξασφαλίζοντας την πρόσβασή τους σε εναλλακτικές πηγές ενέργειας, όπως το υγροποιημένο φυσικό αέριο (LNG) από τις ΗΠΑ. Ευνοήθηκαν παράλληλα από τις συνθήκες οριακής επέκτασης της επιχειρηματικής δραστηριότητας, τις μικρότερες από τις αναμενόμενες αυξήσεις των επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών και την άρση των περιορισμών για τον Covid-19 από την Κίνα.

Οι βιομηχανίες στον τομέα της ενέργειας, καθώς επίσης και οι τράπεζες και οι αεροπορικές εταιρίες, επωφελήθηκαν από την εναλλαγή των επενδυτών. Πρόκειται για μια τάση που βοήθησε ιδιαίτερα τις ευρωπαϊκές μετοχές, ιδίως σε σύγκριση με αυτές των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου, λόγω της υψηλής έκθεσης τους στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Το χρηματιστήριο των ΗΠΑ εξάλλου επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό από τις ασταθείς τιμές των μετοχών των μεγάλων εταιριών στον τομέα της τεχνολογίας (Big Tech). Παράλληλα, ο υψηλός πληθωρισμός και οι αυξήσεις των επιτοκίων είχαν αρνητικό αντίκτυπο στις στρατηγικές που προσανατολίζονται στην ανάπτυξη. Έτσι, οι ευρωπαϊκές μετοχές επωφελήθηκαν από την έκθεσή τους στους παράγοντες αξίας, ενισχύοντας την παραδοσιακή αντίληψη ότι οι αμερικανικές μετοχές συμμετέχουν περισσότερο σε ένα «*παιχνίδι ανάπτυξης*», ενώ οι ευρωπαϊκές σε ένα «*παιχνίδι αξίας*» (Lodh et al, 2023).

5.3 Live data ανάλυση

Σε αυτό το σημείο έχει αξία να επισημάνουμε ότι πέραν της μελέτης της συνολικής αντίδρασης των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών σε γεωπολιτικά γεγονότα, περαιτέρω αντιδράσεις μπορεί να προκύψουν και κατά τη διάρκειά τους, ιδίως σε περίπτωση κλιμάκωσης των κρίσεων, όταν αυτές διαρκούν. Χαρακτηριστική περίπτωση αποτελεί ο πόλεμος Ρωσίας- Ουκρανίας, καθότι πρόκειται για μια γεωπολιτική κρίση που διαρκεί και βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη και να εντοπίσουμε σημαντικές στιγμές κατά την πορεία της. Με άλλα λόγια, όσο η κρίση διαρκεί, υπάρχουν στιγμές κλιμάκωσης και αποκλιμάκωσης των ενστάσεων, συζητήσεις και διαπραγματεύσεις που αναμένεται να οδηγήσουν σε τερματισμό του πολέμου ή συμβάντα που αναδεικνύουν το ατελέσφορο αυτών των προσπαθειών. Έχει ενδιαφέρον, ως εκ τούτου, να μελετήσουμε κατά πόσο η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά σε τέτοιες διακυμάνσεις, αναλύοντας σε τρέχοντα χρόνο

τα δεδομένα που μας παρουσιάζει η κατανόηση της πορείας των χρηματιστηριακών δεικτών.

Από την πρώτη μέρα της εκλογής του νέου Προέδρου Ντόναλντ Τραμπ στις ΗΠΑ, ξεκίνησαν οι προσπάθειες επίτευξης συμφωνίας μεταξύ Ρωσίας και Ουκρανίας για τον τερματισμό του πολέμου. Τηλεφωνικές επικοινωνίες μεταξύ των Προέδρων, διεξαγωγή διαπραγματεύσεων, συναντήσεις και μια αποτυχημένη προσπάθεια εκχειρίδας χαρακτηρίζουν την πρώτη περίοδο της προεδρίας Τραμπ. Ωστόσο, έχει ενδιαφέρον να σταθούμε σ' ένα γεγονός που αναμενόταν να ταραξεί τα νερά του διεθνούς συστήματος, λόγω της πρωτοφανούς εξέλιξής του και να αλλάξει τις μέχρι τώρα επιτευχθείσες ισορροπίες. Πρόκειται για τη συνάντηση Τραμπ και Ζελένσκι την 28^η Φεβρουαρίου 2025, που αναμεταδόθηκε ζωντανά και λόγω της τροπής της αναμενόταν να επηρεάσει τα χρηματιστήρια, έστω κατά τη διάρκεια της συγκεκριμένης ημέρας. Κι αυτό διότι ερμηνεύθηκε από πολλούς αναλυτές είτε ως μια μορφή πίεσης στον Ουκρανό Πρόεδρο να ακολουθήσει τις εντολές των ΗΠΑ είτε ως μια αφορμή για να επισπευσθεί μια κρίση υπό την ευθύνη του (Kramer, 2025).

Η επίσκεψη του Προέδρου Ζελένσκι στο Λευκό Οίκο, που είχε ως στόχο τη συζήτηση για την υπογραφή μιας συμφωνίας για τα ορυκτά της Ουκρανίας, ως αφετηρία των διαπραγματεύσεων για τον τερματισμό του πολέμου. Η συζήτηση ωστόσο διακόπηκε μετά από έντονο διάλογο που είχε με τον Πρόεδρο Ντόναλντ Τραμπ και τον Αντιπρόεδρο Τζέι Ντι Βανς, καθώς οι τελευταίοι τον κατηγορήσαν ότι επέδειξε ασεβή συμπεριφορά, με τον Ουκρανό Πρόεδρο να αποχωρεί βιαστικά από το Λευκό Οίκο (Documento, 2025).

Ωστόσο, τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ φαίνεται να μην επηρεάστηκαν ιδιαίτερα από τα γεγονότα. Τόσο ο δείκτης DOW (Διάγραμμα 14) όσο και δείκτης NASDAQ (Διάγραμμα 15) ήταν ήδη σε καθοδική πορεία από τα μέσα του μήνα, η οποία και συνεχίστηκε μέχρι και τα τέλη του Μαρτίου. Στα εν λόγω Διαγράμματα, η προς μελέτη ημέρα είναι σημειωμένη με μπλε βέλος. Αυτό μας βοηθάει να παρατηρήσουμε ότι σε μια αγορά που χαρακτηρίζεται ως *bear market*, με σταθερά καθοδική πορεία, η ημέρα της σχετικής έντασης, που ερμηνεύθηκε ως σημάδι αποτυχίας επίτευξης ειρήνης ή έστω εκχειρίδας στην Ουκρανία, παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις μετά το άνοιγμα της αγοράς, αλλά τελικά έκλεισε σε επίπεδα αρκετά υψηλότερα από το αρχικό άνοιγμα. Στον τεχνολογικό τομέα δε (NQ), η άνοδος ήταν ακόμα πιο περιορισμένη.

Διάγραμμα 14**Δείκτης DOW από 18/2/2025 έως 28/3/2025**

Πηγή: tradingview, 2025.

Διάγραμμα 15**Δείκτης NQ από 18/2/2025 έως 28/3/2025**

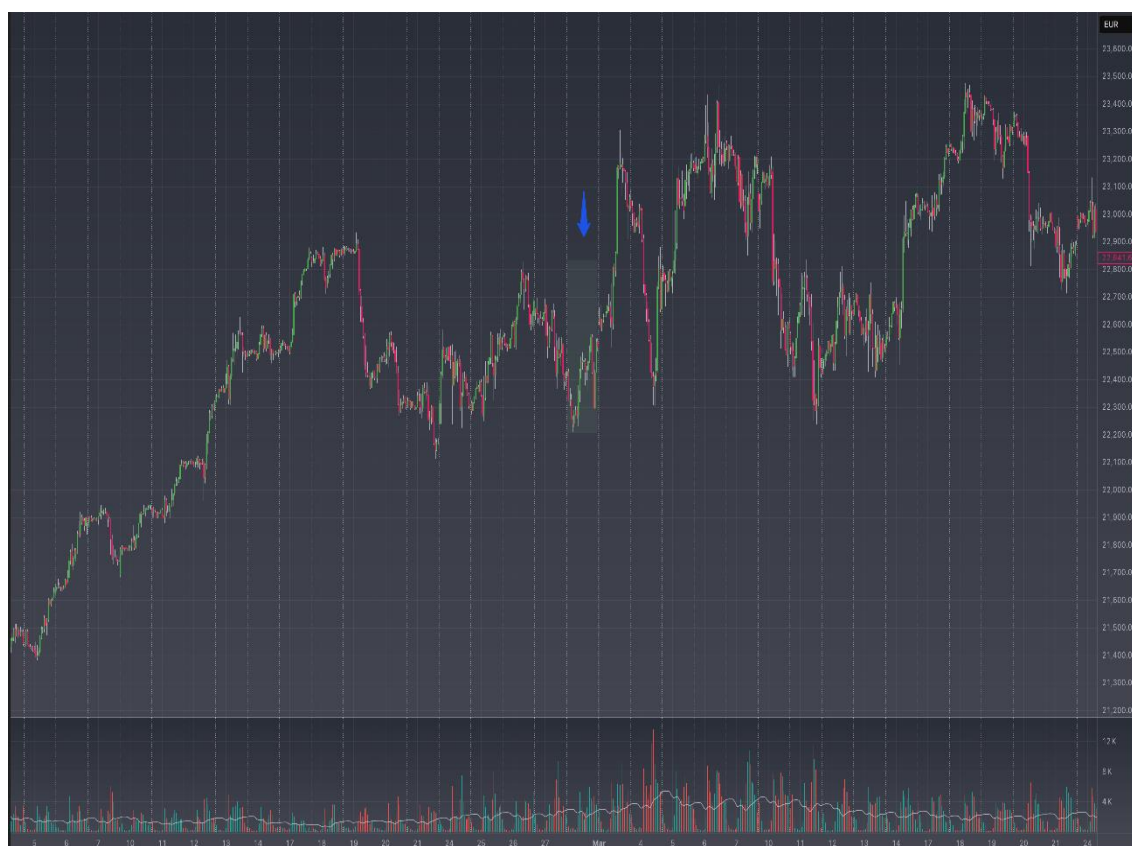
Πηγή: tradingview, 2025.

Στη μεγάλη του εικόνα, το χρηματιστήριο των ΗΠΑ φαίνεται να ακολουθούσε καθοδική πορεία πριν τα γεγονότα και συνέχισε με τον ίδιο τρόπο τόσο κατά τη διάρκεια όσο και μετά από αυτά, επηρεασμένο προφανώς από άλλους παράγοντες, που δεν είναι αντικείμενο της παρούσας μελέτης.

Για να έχουμε ολοκληρωμένη άποψη, μπορούμε να ρίξουμε μια ματιά στην ίδια ημέρα και στο χρηματιστήριο μιας Ευρωπαϊκής χώρας, που εν γένει έχει επηρεαστεί έντονα από τον πόλεμο στην Ουκρανία. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 16, το χρηματιστήριο της Γερμανίας όχι μόνο δεν σημείωσε πτώση την επίμαχη ημέρα, αλλά τις αμέσως επόμενες σημείωσε άνοδο, θέτοντας καινούργιο επίπεδο αξίας για τις τιμές των μετοχών του. Ιδίως αν λάβουμε υπόψη ότι τα πρώτα νέα για την εν λόγω συζήτηση ξεκίνησαν να διαρρέουν το απόγευμα της 28^{ης} Φεβρουαρίου, άρα εκτός ωρών διαπραγματεύσεων (Regular Trading Hours- RTH), και στις δύο περιπτώσεις που μελετήσαμε, έχει σημασία να εστιάσουμε στις επόμενες ημέρες λειτουργίας της αγοράς.

Διάγραμμα 16

Δείκτης DAX από 5/2/2025 έως 24/3/2025



Πηγή: tradingview, 2025.

Ακόμα λοιπόν κι από την ανάλυση των δεδομένων επί του πεδίου, τη στιγμή που αυτά διαμορφώνονται, καταλαβαίνουμε ότι αυτό που έχει σημασία είναι ποια είναι η προσδοκία των συμμετεχόντων στις αγορές μετοχών, σε σχέση με ορισμένο γεγονός γεωπολιτικού ενδιαφέροντος. Φαίνεται, λοιπόν, ότι η αγορά πιθανόν να μην ακολούθησε με ενθουσιασμό τις δεσμεύσεις του νέου Προέδρου των ΗΠΑ, αναφορικά με τον τερματισμό του πολέμου, ώστε να μην αντιδράσει με απογοήτευση σ' ένα γεγονός που από τους διεθνολόγους ερμηνεύθηκε ως πιθανή ματαίωση των σχεδίων αυτών και αποτυχία του σχετικού εγχειρήματος.

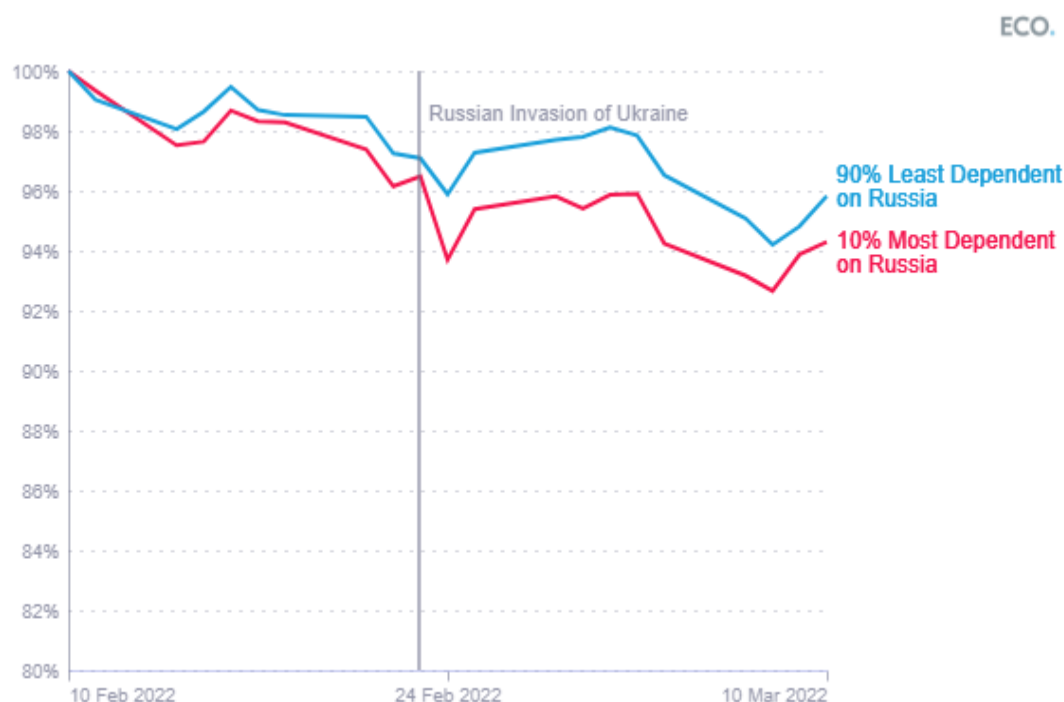
5.2.4 Η διαφορετική περίπτωση του Χρηματιστηρίου της Κίνας

Όπως αναλύσαμε, ο πόλεμος Ρωσίας- Ουκρανίας έχει επηρεάσει σημαντικά άλλες οικονομίες παγκοσμίως, ιδίως στην Ευρώπη, λόγω του υψηλού βαθμού εμπορικής και ενεργειακής εξάρτησης από τη Ρωσία. Αντίθετα, η κινεζική οικονομία, με περιορισμένη διασύνδεση με τη Ρωσία, φαίνεται να υπέφερε λιγότερο εξαιτίας της σύγκρουσης. Όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα 17, το επίπεδο έκθεσης στη Ρωσία επηρεάζει τις μέσες σωρευτικές αποδόσεις των επιχειρήσεων (Kilfoyle, 2023). Την ίδια εικόνα, εξάλλου, φαίνεται να παρουσιάζουν και άλλες μεγάλες οικονομίες ανά τον κόσμο, όπως αυτές της Αυστραλίας και του Καναδά, ακριβώς λόγω των λιγότερο έντονων δεσμών με τις δύο εμπόλεμες χώρες (Leromain & Biermann, 2023, σελ. 2). Ειδικά για την περίπτωση της Κίνας, μάλιστα, φαίνεται ότι η οικονομία της επωφελήθηκε από την εκτροπή του εμπορίου με την Κίνα στο πλαίσιο των κυρώσεων του 2014, για τα γεγονότα στην Κριμαία και την εκτίναξη του διμερούς εμπορίου μεταξύ Κίνας και Ρωσίας από το 2022 και έπειτα (Crozet & Hinz, 2020, σελ. 112 επ.).

Ενώ, λοιπόν, το άμεσο εμπόριο μεταξύ της Κίνας και των περιοχών των συγκρούσεων ήταν και είναι περιορισμένο, οι ευρύτερες οικονομικές επιπτώσεις του πολέμου έχουν δημιουργήσει αποσταθεροποιητικούς παράγοντες για την οικονομία της Κίνας. Αυτές περιλαμβάνουν, εκτός των όσων αναφέραμε ήδη, πληθωριστικές πιέσεις λόγω της αύξησης των τιμών ορισμένων εμπορευμάτων και πιθανών διαταραχών στις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού, οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν έμμεσα και την εμπιστοσύνη των επενδυτών στη σταθερότητα άλλες αγοράς.

Διάγραμμα 17

Μέση απόδοση επιχειρήσεων σε σχέση με το βαθμό έκθεσης στη Ρωσία



Πηγή: Kilfoyle, 2023.

Καθότι, λοιπόν, ο πόλεμος Ρωσίας- Ουκρανίας επηρέασε διάφορους τομείς και τη συνολική δυναμική της αγοράς της Κίνας, είχε, αντίστοιχα, αξιοσημείωτες επιπτώσεις και στο κινεζικό χρηματιστήριο. Καταρχήν, η έναρξη της σύγκρουσης αύξησε την αστάθεια στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, συμπεριλαμβανομένης και αυτής της Κίνας. Αυτή η αστάθεια συνδέθηκε, ως επί το πλείστο, με την αβεβαιότητα που περιβάλλει την παγκόσμια οικονομία και τις πιθανές διαταραχές άλλες εμπορικές σχέσεις.

Ειδικότερα, παρά το γεγονός ότι ο βαθμός εξάρτησης της κινεζικής οικονομίας από τη Ρωσία είναι περιορισμένος σε σχέση με αυτή των χωρών της Ευρώπης, σε συγκεκριμένους τομείς, η Κίνα στηρίζεται τόσο στη Ρωσία όσο και στην Ουκρανία για συγκεκριμένα εμπορεύματα. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση του ρίσκου και του κινδύνου στις αγορές ενέργειας, χημικών και σιτηρών, επηρεάζοντας παράλληλα τις οικονομικές επιδόσεις των εταιριών των τομέων αυτών (Wang & Su, 2023). Επιπρόσθετα, η σύγκρουση επηρέασε θετικά τον κλάδο της αμυντικής βιομηχανίας της Κίνας, με μελέτες να δείχνουν βραχυπρόθεσμη ώθηση τόσο στο επενδυτικό κλίμα όσο και στην αντιστάθμιση της ζήτησης. Ωστόσο, αυτή η επίδραση συνδέεται περισσότερο με τις άμεσες αντιδράσεις απέναντι στον πόλεμο, ενώ μακροπρόθεσμα η απόδοση του

τομέα αυτού αναμένεται να ευθυγραμμιστεί με άλλους θεμελιώδεις παράγοντες (Chen et al., 2022, σελ. 383).

Επομένως, ο Ρωσο- Ουκρανικός πόλεμος έχει συμβάλλει σημαντικά στην αυξημένη αστάθεια και τις διακυμάνσεις συγκεκριμένων κλάδων στο κινεζικό χρηματιστήριο, με τις ευρύτερες οικονομικές επιπτώσεις της σύγκρουσης να εισάγουν επιπλέον έμμεσες πιέσεις. Η δυναμική της αγοράς της Κίνας και η συμπεριφορά των επενδυτών αντανakλά τις επιπτώσεις αυτές του πολέμου, σε μικρότερο μεν βαθμό από άλλες οικονομίες, εγείροντας ωστόσο ανησυχίες για τη διασύνδεση των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών και τη δομική αλλαγή στον τρόπο μετάδοσης του επιχειρηματικού και όχι μόνο κινδύνου (Ping et al., 2024, σελ. 10).

5.3 Επιπτώσεις στα χρηματιστήρια των άμεσα εμπλεκόμενων

Ο πόλεμος Ρωσίας- Ουκρανίας είχε άμεσες και δραματικές ασυνέπειες στις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές και χρηματιστηριακές αγορές. Η άνοδος των τιμών ενέργειας, μετά την έναρξη του πολέμου, επηρέασε άμεσα τόσο τους καταναλωτές όσο και τις επιχειρήσεις με κόστος έντασης ενέργειας, ιδίως σε χώρες που παρουσιάζουν υψηλή ενεργειακή εξάρτηση από τη Ρωσία, έμμεσα δε και από την Ουκρανία. Φυσικά, πέραν του παγκόσμιου αντίκτυπου, ο πόλεμος αυτός επηρέασε τις αγορές μετοχών των ίδιων των εμπλεκόμενων χωρών, προκαλώντας μάλιστα το σύντομο ή διαρκές κλείσιμό τους.

5.3.1 Το χρηματιστήριο της Ρωσίας

Αν οι παγκόσμιες χρηματοοικονομικές αγορές επηρεάστηκαν σημαντικά και ποικιλοτρόπως από την ρωσική εισβολή στη Ουκρανία, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι η αντίδραση της αγοράς της Ρωσίας ήταν ισχυρή. Συνολικά, η ανάλυση των αθροιστικών και μη φυσιολογικών αποδόσεων ανά χώρα αποκαλύπτει ότι τα χρηματιστήρια της Ρωσίας αντέδρασαν αρνητικά τόσο τις ημέρες πριν όσο και μετά το συμβάν (Yousaf et al., 2022, σελ. 4).

Συγκεκριμένα, την ημέρα που η Ρωσία εισέβαλε στην Ουκρανία, ο βασικός χρηματιστηριακός ρωσικός δείκτης έχασε περίπου το 1/3 της αξίας του. Καθώς ανακοινώθηκαν οι κυρώσεις από τη Δύση, το ρούβλι κατέρρευσε και οι Ρώσοι πολίτες

έσπευσαν να προβούν σε ανάληψη των μετρητών τους. Το Χρηματιστήριο της Μόσχας έκλεισε και οι κρατικοί αξιωματούχοι δεν έκαναν καμία ανακοίνωση σχετικά με την επαναλειτουργία του. Οι συναλλαγές επανήλθαν εν μέρει μόλις ένα μήνα μετά το κλείσιμο της αγοράς. Καθ' όλη τη χρονιά που ακολούθησε την εισβολή το ρωσικό χρηματιστήριο δεν ήταν σε καλή κατάσταση, αντανακλώντας την επισφαλή οικονομική κατάσταση της χώρας, με την οικονομία της να είναι απομονωμένη και του θεσμούς της να μην μπορούν να λειτουργήσουν όπως πριν. Μάλιστα όταν το χρηματιστήριο άνοιξε, επιτράπη σε μόλις 33 μετοχές να συμμετέχουν, υπό αυστηρούς περιορισμούς. Οι ξένοι επενδυτές δυσκολεύονταν να πουλήσουν τις συμμετοχές τους και υπήρχε μια γενική απαγόρευση των ανοικτών πωλήσεων, γεγονός που εμπόδιζε τους συμμετέχοντες να κινηθούν προς την κατεύθυνση της πτώσης των τιμών. Παράλληλα, η κυβέρνηση δεσμεύτηκε να δαπανήσει έως και 10 δισεκατομμύρια δολάρια για την αγορά μετοχών, ενώ οι χρηματιστηριακές συναλλαγές λάμβαναν χώρα μόλις για τέσσερις ώρες κάθε μέρα.

Εν μέρει λόγω των περιορισμών, η αγορά της Ρωσίας δεν κατέρρευσε, παρά τις προβλέψεις. Ο βασικός δείκτης του ρωσικού χρηματιστηρίου MOEX, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 18 αυξήθηκε κατά λίγο κάτω από 15 τις δύο ημέρες που ακολούθησαν την επαναλειτουργία του. Η αγορά, εν τούτοις, παρουσίασε πτώση της τάξης του 20% από την ημέρα πριν την έναρξη του πολέμου και κινήθηκε σε επίπεδα χαμηλότερα τουλάχιστον κατά 30% σε σχέση με την αρχή του 2022 (Gandel & Karaian, 2022).

Διάγραμμα 18

Η επίδοση του δείκτη MOEX



Πηγή: Gandel & Karaian, 2022.

Καθότι το ρωσικό χρηματιστήριο κυριαρχείται από ξένους επενδυτές, που κατέχουν την πλειοψηφία των μετοχών, το κέντρο βάρους για την πορεία του πέφτει στην απόφαση των ξένων εταιριών να συνεχίσουν ή να αποσύρουν τη δραστηριότητά τους από τη ρωσική οικονομία. Οι κυρώσεις έπληξαν σημαντικά τη ρωσική οικονομία, ενώ τα μέτρα που πήρε η Μόσχα, συμπεριλαμβανομένης της περιορισμένης πρόσβασης σε ξένο νόμισμα και της αύξησης των επιτοκίων, περιορίζουν ακόμα περισσότερο τις επιλογές των επιχειρηματιών. Έτσι, οι επενδυτές, που εξετάζουν τις επενδύσεις τους σύμφωνα με περιβαλλοντικές, κοινωνικές αρχές και αρχές διακυβέρνησης, επανεξετάζουν την έκθεσή τους στο ασταθές περιβάλλον της Ρωσίας (Leromain & Biermann, 2023). Παράλληλα, οι ρωσικές δημόσιες επιχειρήσεις, που τείνουν να είναι οι μεγαλύτερες και αυτές με τον ισχυρότερο διεθνή αντίκτυπο, αποκόπηκαν από τις ξένες αγορές, ιδίως αυτές των οποίων η δραστηριότητα επηρεάστηκε από τις δυτικές κυρώσεις.

Πράγματι, οι ρωσικές επιχειρήσεις με εισαγωγές σε ξένες αγορές, που συνέχισαν να συμμετέχουν στα παγκόσμια χρηματιστήρια, μετά το κλείσιμο της αγοράς της Μόσχας, είδαν τις αξίες τους να πέφτουν σχεδόν στο μηδέν. Το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις αυτές αξίζουν μεν στο εσωτερικό τους, αλλά δεν τους αναγνωρίζεται η ίδια αξία στο εξωτερικό, αποτυπώνει καθαρά το βαθμό απομόνωσης της ρωσικής αγοράς. Με τους διεθνείς επενδυτές αποκλεισμένους, οι τοπικοί μικροεπενδυτές και οι κρατικοί θεσμοί έγιναν οι κύριοι συμμετέχοντες στην αγορά, συμβάλλοντας στην σταδιακή ανάκαμψη του χρηματιστηρίου (Gandel & Karaian, 2022).

Ωστόσο, οι δυτικές κυρώσεις φαίνεται να μην είχαν την επιρροή που αναμενόταν στη ρωσική οικονομία και την επίδοση του χρηματιστηρίου της Μόσχας. Έχει υποστηριχτεί μάλιστα ότι περισσότερο πρόβλημα προκάλεσαν στις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού, τόσο στον τομέα την ενέργειας όσο και σε αυτόν της γεωργίας, γεγονός που αποτυπώνεται μεταξύ άλλων στην πορεία του ρωσικού ΑΕΠ, του οποίου η πτώση αναμενόταν μεγαλύτερη, κατά τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ (Kilfoyle, 2023).

Στο πλαίσιο της έντασης Ρωσίας και Ουκρανίας, το ρωσικό χρηματιστήριο αντιμετώπισε αυξημένο κίνδυνο, που οδήγησε στο «*φαινόμενο της αγέλης*», εν μέσω της συνεχιζόμενης κρίσης. Οι Ullah et al. (2023) παρατηρούν μια συνολική δυναμική διασύνδεση εντός του ρωσικού χρηματιστηρίου, που αποκαλύπτει μια αξιοσημείωτη αύξηση της διασύνδεσης μεταξύ κύριων και κλαδικών δεικτών μετά τη σύγκρουση. Το μέγεθος του ρίσκου στην αγορά παρουσίασε σημαντική αύξηση κατά τη διάρκεια και μετά την εισβολή, ιδίως γύρω από την ημερομηνία της εισβολής, γεγονός που αναδεικνύει την

ισχυρή σχέση μεταξύ των χρηματιστηριακών αγορών και της σύγκρουσης. Μελετώντας ποικίλους δείκτες του ρωσικού χρηματιστηρίου, με τον MOEX να είναι ο αποδέκτης όλων των αποδόσεων του συνόλου των δεικτών, είναι αναμφισβήτητη η αρνητική επιρροή στην αγορά των ειδήσεων των μέσων ενημέρωσης σε σχέση με την κρίση.

Πάντως, κυρίως τομείς όπως το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο, οι επιχειρήσεις κοινής ωφελείας, τα μέταλλα, ο χρηματοοικονομικός τομέας, οι μεταφορές, οι τηλεπικοινωνίες, τα καταναλωτικά αγαθά και υπηρεσίες αναδεικνύονται ως οι πιο σημαντικές πηγές αστάθειας στο χρηματιστήριο, μεταδίδοντας την αστάθεια, ως συνέπεια των γεγονότων, στο σύνολο των δεικτών, γεγονός που τονίζει τον κρίσιμο ρόλο τους στην οικονομία (Ullah et al., 2023).

Παρά την απότομη πτώση, πρωτοφανή στην ιστορία του χρηματιστηρίου της Μόσχας, αυτό έχει ανακάμψει μερικώς, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 19, ιδίως στους τομείς της ενέργειας και της άμυνας, καθώς η Ρωσία συνεχίζει να παράγει εισόδημα από τις εξαγωγές εμπορευμάτων, στους κλάδους αυτούς. Παράλληλα, παρατηρείται μια στροφή προς εναλλακτικές χρηματιστηριακές αγορές, καθώς ορισμένες ρωσικές εταιρίες εξέτασαν το ενδεχόμενο εισαγωγής σε χρηματιστήρια της Σανγκάης και του Χονγκ Κονγκ, σε μια προσπάθεια να προσελκύσουν επενδυτές από την Ασία.

Διάγραμμα 19

Ο δείκτης MOEX και ο δείκτης RTS πριν και μετά τον πόλεμο



Πηγή: Aris, 2024.

Έτσι, μετοχές στον τομέα της ενέργειας εμφανίζουν μια αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα. Πράγματι, εταιρίες, όπως η Gazprom, η Rosnet και η Lukoil, έχουν παραμείνει σχετικά ισχυρές και η Ρωσία συνεχίζει να εξαγεί πετρέλαιο και φυσικό αέριο στην Κίνα, την Ινδία και άλλες μη δυτικές χώρες. Ωστόσο, εταιρίες στον τεχνολογικό τομέα έχουν αντιμετωπίσει δυσκολίες, εξαιτίας των εμποδίων στην εφοδιαστική αλυσίδα και τις κυρώσεις στις τεχνολογικές εισαγωγές. Από την άλλη ο ρωσικός χρηματοοικονομικός τομέας έχει αποδυναμωθεί, καθώς οι τράπεζες έχουν υποστεί αυστηρές κυρώσεις, χάνοντας την πρόσβαση στις παγκόσμιες αγορές και αντιμετωπίζοντας περιορισμούς σε συναλλαγματικά διαθέσιμα (Kolyandr, 2025).

5.3.2 Το χρηματιστήριο της Ουκρανίας

Για να μελετήσουμε την επίδραση του πολέμου στο χρηματιστήριο της Ουκρανίας, πρέπει να λάβουμε υπόψη μας την ιδιαίτερη ιστορία και πορεία του. Στη μετασοβιετική εποχή, οι επιδόσεις της ουκρανικής οικονομίας ήταν ανεπαρκείς και η κεφαλαιαγορά της είχε πάντα περιορισμένες δυνατότητες, μη ικανές να χρηματοδοτήσουν την πολεμική της προσπάθεια (Carletti et al., 2024, σελ. 1 επ.).

Μετά την κατάρρευση της ΕΣΣΔ, όπως και άλλες οικονομίες σε μεταβατικό στάδιο, έτσι και η Ουκρανία διέθετε ελάχιστη έως καθόλου υποδομή αγοράς. Αν και ήταν πιο ανεπτυγμένη από άλλες χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, βίωσε μια δύσκολη κατάσταση, συμπεριλαμβανομένου του Μεγάλου Λιμού της δεκαετίας του 1930, που συνεχίζει να βαραίνει την οικονομική και πολιτική ζωή ακόμα και στη μετασοβιετική εποχή (Yaremko, 2023, σελ. 31). Το μεγαλύτερο μέρος της πολιτικής προσπάθειας, στις αρχές της δεκαετίας του 1990, επικεντρώθηκε στη δημιουργία νομοθετικής βάσης για τη λειτουργία χρηματοπιστωτικών αγορών. Μέσα από αυτή τη διαδικασία θεσπίστηκαν και άρχισαν να λειτουργούν τα χρηματιστήρια. Ωστόσο, η σχετική πρόοδος δεν ήταν η απαιτούμενη. Η δεκαετία του 1990 απέδειξε ότι η επίτευξη μιας ανεπτυγμένης χρηματιστηριακής αγοράς δεν είναι εγγυημένη.

Οι επαναστάσεις τη δεκαετία του 2000 έδωσαν ελπίδες ότι η Ουκρανία αναζωογονούσε τις μεταρρυθμιστικές της προσπάθειες, εκτινάσσοντας την κεφαλαιοποίηση της αγοράς και προσελκύοντας το ενδιαφέρον των επενδυτών. Η κατάρρευση της κεφαλαιοποίησης στις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, ωστόσο, ήταν σχεδόν καθολική. Η Ουκρανία, όμως, εκτέθηκε περισσότερο, λόγω των διακυμάνσεων των τιμών των εμπορευμάτων

αλλά και των αδύναμων θεσμών και πολιτικών. Τα γεγονότα του 2014, με αποκορύφωμα την προσάρτηση της Κριμαίας από τη Ρωσία, αποδυνάμωσαν ακόμα περισσότερο την ουκρανική οικονομία. Με τη συσσώρευση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και τη μαζική οικονομική συρρίκνωση, το χρηματιστήριο έγινε ένας θεσμός- φάντασμα, καθώς η κεφαλαιοποίηση της αγοράς ανερχόταν μόλις στο 4% του ΑΕΠ.

Η επανάσταση το 2013-2014 επιτάχυνε τις μεταρρυθμίσεις και την πορεία της Ουκρανίας προς την ένταξη στην ΕΕ. Εν τούτοις, παρά τη σημαντική πρόοδο στον καθαρισμό του χρηματοπιστωτικού τομέα, την καταπολέμηση της διαφθοράς και την αποκέντρωση της οικονομικής και πολιτικής ζωής, το χρηματιστήριο έδειξε λίγα σημάδια ζωής. Αν και τα οργανωμένα χρηματιστήρια είχαν κάποια εμπορική δραστηριότητα, αυτά ήταν ουσιαστικά νεκρά ως χρηματιστήρια ή ως κεφαλαιαγορά για ιδιωτικώς εκδοθέντα ομόλογα. Παράλληλα, ο αριθμός των μετοχών, ήτοι των ουκρανικών blue chips, που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του δείκτη για το χρηματιστήριο PFTS, είχε συρρικνωθεί, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 20 (Gorodnichenko & Rodnyansky, 2024).

Διάγραμμα 20

Αριθμός μετοχών στον δείκτη PFTS



Πηγή: Gorodnichenko & Rodnyansky, 2024.

Η εισβολή όμως της Ρωσίας το 2022, προκάλεσε στην Ουκρανία περαιτέρω άμεσες οικονομικές απώλειες, με πιθανές μακροπρόθεσμες επιπτώσεις. Μεταξύ αυτών περιλαμβάνεται η επίδοση του ουκρανικού χρηματιστηρίου, με αποκορύφωμα την αναστολή των διαπραγματεύσεων. Την 24 Φεβρουαρίου 2022, το χρηματιστήριο PFTS της Ουκρανίας έκλεισε, λόγω όπως κατάστασης έκτακτης ανάγκης, με την οποία ήρθε αντιμέτωπη η χώρα. Παράλληλα, η Εθνική Τράπεζα της Ουκρανίας ανέστειλε τις αγορές συναλλάγματος και καθόρισε την επίσημη ισοτιμία, περιορίζοντας τις αναλήψεις μετρητών και απαγορεύοντας τις αναλήψεις συναλλάγματος από τους πολίτες. Έκτοτε, μόλις έξι εταιρίες είναι στον δείκτη PFTS, δύο επιχειρήσεις κοινής ωφελείας, μια τράπεζα ξένης ιδιοκτησίας, μια εταιρία τηλεπικοινωνιών και δύο εταιρίες μεταποίησης. Εκτός της τράπεζας, οι υπόλοιπες είναι σοβιετική κληρονομιά (Gorodnichenko & Rodnyansky, 2024).

Το Ουκρανικό Χρηματιστήριο, ένα σημαντικό χρηματιστήριο στο Κίεβο, διέκοψε προσωρινά τη λειτουργία του μετά την εισβολή. Ενθάρρυνε τους πολίτες και τις επιχειρήσεις να πουλήσουν ρωσικά περιουσιακά στοιχεία για να υποστηρίξουν την προσπάθεια άμυνας της χώρας. Ωστόσο, τα πράγματα φαίνεται για την Ουκρανία να αρχίζουν να αλλάζουν. Συγκεκριμένα, το Νοέμβριο του 2024, ο όμιλος τηλεπικοινωνιών VEON ανακοίνωσε σχέδια για εισαγωγή της ουκρανικής μονάδας του, Kyivstar, στο χρηματιστήριο NASDAQ, δυνητικά καθιστώντας την πρώτη ουκρανική εταιρεία που θα εισαχθεί δημόσια στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ (Craggs Mersinoglou, 2025).

Η ανάλυση που προηγήθηκε δημιουργεί την εντύπωση ότι η χρηματιστηριακή αγορά της Ουκρανίας ήταν το θύμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και της ρωσικής επιθετικότητας, αλλά υπάρχουν κι άλλοι παράγοντες που συνέβαλαν στις κακές επιδόσεις του. Πράγματι, ποτέ δεν υπήρξε συμπαγής και βαθιά αγορά μετοχών στην Ουκρανία, καθότι η ρευστότητα του χρηματιστηρίου, ήτοι ο όγκος του εμπορίου και των συναλλαγών, ήταν ελάχιστη ακόμα και κατά τη χρυσή εποχή 2004- 2007 (Gorodnichenko & Rodnyansky, 2024). Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό, γιατί, όπως αναφέρουν και οι Albuquerque de Sousa et al. (2023, σελ. 31), οι αγορές που δεν καταφέρνουν να φτάσουν σε ένα ορισμένο επίπεδο ρευστότητας, συχνά αποτυγχάνουν.

5.4 Οικονομική ανάλυση

Η αστάθεια αποτελεί μια σημαντική έννοια στην ανάλυση του κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ωστόσο πρόκειται για μια μεταβλητή που δεν είναι άμεσα

παρατηρήσιμη. Η αυξημένη διαθεσιμότητα σε ενδοημερήσια δεδομένα (intraday data) έχει στρέψει την προσοχή σε υλοποιημένα μέτρα για τη μοντελοποίηση της μεταβλητότητας. Η πραγματοποιημένη μεταβλητότητα (realized volatility- RV) έχει αποδειχθεί ότι κυριαρχεί σε πολλές παραμετρικές προσεγγίσεις, συμπεριλαμβανομένου του τύπου GARCH και του μοντέλου στοχαστικής μεταβλητότητας (stochastic volatility- SV). Η αστάθεια είναι εξαιρετικά επίμονη και το ευέλικτο και εύκολο στην εκτίμηση ετερογενές αυτοπαλινδρομικό σύστημα (heterogeneous autoregressive- HAR) αναδεικνύεται σε κινητήριο δύναμη της προσπάθειας μοντελοποίησης των δεδομένων. Αυτή η αστάθεια επηρεάζεται από οικονομικά σοκ, που προκαλούνται μεταξύ άλλων και από γεωπολιτικές κρίσεις (Izzeldin et al., 2023, σελ. 2).

5.4.1 Μοντέλο Marcov- switching

Το εν λόγω μοντέλο προσφέρει ένα ισχυρό εργαλείο για την καταγραφή τις πραγματικής συμπεριφοράς δεδομένων χρονοσειρών, με την υπόθεση ότι ένα σύνολο παραμέτρων μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να περιγράψει τη συμπεριφορά των δεδομένων ανά πάσα στιγμή. Η προσέγγιση αυτή επιτρέπει μια διακριτή μετατόπιση της κατάστασης, κατάλληλη για να συγκρίνουμε την αστάθεια της χρηματοπιστωτικής αγοράς κατά τη διάρκεια του Ρωσο- Ουκρανικού πολέμου. Τα αποτελέσματα της έρευνας επιβεβαιώνουν τη στιγμιαία αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών παγκοσμίως στον πόλεμο, που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές ερμήνευσαν την είδηση της εισβολής ως πραγματικό γεγονός.

Οι μετρήσεις αναφορικά με τη διάρκεια της κρίσης δείχνουν ότι η σοβαρότητα του πολέμου έχει μειωθεί σημαντικά, υπόθεση που αποδίδεται στις προσδοκίες των επενδυτών ότι ο πόλεμος δε θα παραταθεί. Οι μακροπρόθεσμες επιπτώσεις του πολέμου, ιδίως σε σχέση με την ενεργειακή εξάρτηση και τη γενικότερη αλληλοσύνδεση των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών, θα εξαρτηθεί τόσο από τις υιοθετούμενες πολιτικές όσο και από την προτεραιοποίηση των αναγκών (Izzeldin et al., 2023, σελ. 11-12).

5.4.2 Μοντέλο GARCH

Το μοντέλο αυτό, όπως είδαμε ήδη, χρησιμοποιείται στην οικονομετρία σε μια προσπάθεια να μελετήσουμε τη μεταβλητότητας της αγοράς, κατά τρόπο ομαδοποιημένο, ψάχνοντας ένα κοινό χαρακτηριστικό των οικονομικών χρονοσειρών, ειδικά κατά τη διάρκεια γεωπολιτικών κρίσεων, όπως ο πόλεμος Ρωσίας και Ουκρανίας. Η μέθοδος αυτή αποτυπώνει τον τρόπο που παλαιά «σοκ» και η αστάθεια επηρεάζουν την τρέχουσα συμπεριφορά της αγοράς. Έτσι, μπορούμε να εξηγήσουμε τις βραχυπρόθεσμες απότομες αυξήσεις της μεταβλητότητας, την επίμονη αβεβαιότητα της αγοράς και τις ασύμμετρες αντιδράσεις σε αρνητικές ειδήσεις, όπως είναι ο πόλεμος ή οι κυρώσεις.

Ωστόσο, το κλασικό μοντέλο GARCH στηρίζεται μόνο στις τιμές των μετοχών στο κλείσιμο των αγορών, γεγονός που δημιουργεί αμφιβολίες για το αν αυτό αρκεί για να χειριστεί σωστά κραδασμούς μεγάλης κλίμακας (Franses & Chijsels, 1999, σελ. 7επ.). Συγκεκριμένα, αυτό αναφέρεται στα φαινόμενα σοκ που χαρακτηρίζουν τις στρατιωτικές συγκρούσεις. Έτσι, έχει διαπιστωθεί, μέσω αυτής της προσέγγισης, ότι η αστάθεια των μετοχών των ΗΠΑ είναι 33% χαμηλότερη κατά τη διάρκεια του πολέμου και των περιόδων συγκρούσεων. Αντίθετα, τα ξεσπάσματα πολέμου συνήθως οδηγούν σε αυξημένη αστάθεια και αναταραχή στην αγορά. Αυτή η επίδραση παρατηρήθηκε ξεκάθαρα μετά τη ρωσική εισβολή στην Ουκρανία.

Ωστόσο, υπάρχουν αμφιβολίες κατά πόσο το τυπικό μοντέλο μπορεί να χειριστεί τις ακραίες τιμές, που δυνητικά οδηγούν σε επιδείνωση της ακρίβειας των προβλέψεων. Η χρήση των μοντέλων μεταβλητότητας βάσει εύρους, τα οποία ενσωματώνουν τους αποτελεσματικούς εκτιμητές αστάθειας, είναι μια άλλη εξέλιξη, ιδιαίτερα σημαντική για τη διαχείριση της ακραίας αστάθειας εν καιρώ πολέμου. Τα εν λόγω μοντέλα προβαίνουν σε εκτιμήσεις, βασισμένες στις τιμές ανοίγματος και κλεισίματος της αγοράς αλλά και στις χαμηλότερες και υψηλότερες τιμές κατά τη διάρκεια της ημέρας ((Fiszeder & Malecka, 2022, σελ. 944 επ.).

Μέσα από αυτήν την ανάλυση, διαπιστώνουμε ότι οι κεφαλαιαγορές, όπως τις μελετάμε μέσω των βασικών χρηματιστηριακών δεικτών, υποχώρησαν, ενώ οι τιμές του χρυσού εκτοξεύθηκαν στα ύψη. Η ιδιαιτερότητα αυτής της σύγκρουσης έγκειται στον τρόπο με τον οποίο επηρέασε τη στενή γειτονιά της αρένας του πολέμου ή την εξάρτηση από τις ρωσικές ή ουκρανικές εξαγωγές. Συγκεκριμένα, οι περισσότεροι από τους ευρωπαϊκούς χρηματιστηριακούς δείκτες, ιδίως στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη, σημείωσαν μεγάλη πτώση. Το ίδιο συνέβη και με τα ευρωπαϊκά νομίσματα, τα οποία υποχώρησαν έναντι του δολαρίου των ΗΠΑ. Ωστόσο, οι περισσότερες αλλαγές ήταν βραχυπρόθεσμες,

καθότι μετά από δύο ή τρεις εβδομάδες, οι περισσότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες επέστρεψαν στα προ της εισβολής επίπεδα, με τις τιμές των εμπορευμάτων, εν τούτοις να παραμένουν υψηλές (Fiszeder & Malecka, 2022, σελ. 950επ.).

5.4.2.1 Μοντέλο GARCH- MIDAS

Η σχέση μεταξύ γεωπολιτικού κινδύνου και μεταβλητότητας των αγορών μετοχών μπορεί να μετρηθεί με τη βοήθεια του οικονομετρικού μοντέλου GARCH-MIDAS, που επιτρέπει να χρησιμοποιήσουμε δεδομένα στη φυσική διαθέσιμη μορφή τους, αντί να περιορίσουμε την ανάλυσή μας σε μια υποτιθέμενη ομοιόμορφη συχνότητα. Κι αυτό γιατί από τη μία η μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς παρουσιάζει υψηλή συχνότητα, καθότι παρακολουθείται σε καθημερινή βάση, ενώ ο γεωπολιτικός κίνδυνος αποτελεί μεταβλητή χαμηλότερης συχνότητας (Boungou & Yatie, 2022).

Σύμφωνα με τους Zhang et al. (2024, σελ. 16 επ.) κατασκεύασαν ένα μοντέλο GARCH-MIDAS-GPR, ενσωματώνοντας τον Δείκτη Κινδύνου Γεωπολιτικού Κινδύνου (GPR) για να συλλάβουν την επίδραση των γεωπολιτικών εντάσεων στην αστάθεια της αγοράς. Τα ευρήματά τους δείχνουν ότι οι γεωπολιτικές κρίσεις επηρεάζουν σημαντικά τη βραχυπρόθεσμη αστάθεια των χρηματιστηρίων στις χώρες BRICS, με τη Ρωσία να αντιμετωπίζει ακραία αστάθεια μετά την εισβολή.

Άλλοι ερευνητές παρατήρησαν μια άμεση αντίδραση των παγκόσμιων χρηματιστηρίων στον Ρωσο- Ουκρανικό πόλεμο, υποδηλώνοντας ότι η εισβολή ερμηνεύτηκε ως «πραγματική είδηση» από τους επενδυτές. Αυτή η μελέτη συνέκρινε τον συγχρονισμό, τη διάρκεια και την ένταση του αντίκτυπου του πολέμου με άλλες κρίσεις, όπως η Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση και ο COVID-19, διαπιστώνοντας ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές ανταποκρίθηκαν πιο γρήγορα στο πολεμικό γεγονός (Izzeldin et al., 2023, σελ. 11-12).

5.4.3 Ανάλυση QVAR

Η μέθοδος στις ποσοστιαίες παλινδρόμησης είναι ένα ολοένα και ευρύτερα χρησιμοποιούμενο εργαλείο για την ανάλυση του κινδύνου σε πολλούς οικονομικούς τομείς. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης δείχνουν την ύπαρξη μιας θετικής και άμεσης

σχέσης μεταξύ των μεταβλητών που μας ενδιαφέρουν: η τιμή σημαντικών εμπορευμάτων, όπως σιτηρών και ενέργειας προσδιορίζει την τάση του δείκτη Eurostoxx 50. Πρόκειται για το δείκτη των κορυφαίων εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης για την Ευρωζώνη, καθότι περιλαμβάνει στις εταιρίες που κατέχουν ηγετική θέση στους κλάδους, στους οποίους δραστηριοποιούνται.

Ειδικότερα, οι τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στον κλάδο των σιτηρών παρουσιάζουν μεγαλύτερη επίδραση στον χρηματιστηριακό δείκτη από ό,τι οι τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης φυσικού αερίου. Η αντίστροφη σχέση φαίνεται να επιβεβαιώνεται και επομένως ο δείκτης Eurostoxx 50 καθορίζει την τάση των τιμών των δύο εμπορευμάτων. Η ανάλυση δείχνει, έτσι, ότι η σχέση μεταξύ χρηματιστηριακής αγοράς και τιμών πρώτων υλών υπήρχε ακόμα και πριν από τη σύγκρουση. Ωστόσο η άμεση σχέση ενισχύθηκε από τον Μάρτιο του 2022. Αυτή η τάση επιβεβαιώνεται κυρίως σε σχέση με τα υψηλότερα ποσοστά, δηλαδή εκείνα που σχετίζονται με αυξήσεις τιμών (Manelli et al., 2024, σελ. 8-10).

Παράλληλα, μέσω της ανάλυσης διαπιστώνουμε ότι οι χώρες που συνδέονται στενά με τα έθνη που αντιμετωπίζουν γεωπολιτικές εντάσεις υφίσταται στις επιπτώσεις με τρόπο άμεσο και ρητό. Κι αυτό γιατί οι ενέργειες χωρών σε σύγκρουση έχουν κρίσιμες συνέπειες στις επιδόσεις των χωρών που εξαρτώνται από αυτές (Adekoya et al., 2023).

5.5 Συμπεράσματα

Ο πόλεμος στην Ουκρανία είναι το αποτέλεσμα μίας χρόνια κλιμακούμενης κατάστασης, με αποκορύφωμα την προσάρτηση της Κριμαίας από τη Ρωσία, το 2014 και την εισβολή της σε ουκρανικά εδάφη το 2022. Καθ' όλη τη διάρκεια της κρίσης και κατά τη διάρκεια του πολέμου, παρατηρούνται επιπτώσεις σε παγκόσμιο επίπεδο, στον τομέα της ανθρώπινης ζωής και των ανθρώπινων δικαιωμάτων αλλά και στην κοινωνική, πολιτική και οικονομική πραγματικότητα. Η κλίμακά του, μάλιστα, είναι τέτοια που πιθανολογείται ότι θα έχει μακροχρόνιες επιπτώσεις και στο τοπίο της παγκοσμιοποίησης.

Μελετώντας την αντίδραση των αγορών μετοχών, μπορούμε να έχουμε μια εικόνα για τις προσδοκίες της αγοράς αναφορικά με την έκταση των διαρροών και των πιθανών ζημιών παγκοσμίως. Οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν τις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στους συμμετέχοντες στην αγορά, σε μια δεδομένη χρονική στιγμή και υποδεικνύουν μελλοντικές προσδοκίες κερδοφορίας για μεμονωμένες εταιρίες και

κλάδους τα οικονομίας. Παράλληλα, οι διεθνείς δεσμοί είναι γνωστό ότι είναι σημαντικοί φορείς εξάπλωσης των κραδασμών σε παγκόσμια κλίμακα. Δεν προκαλεί, επομένως, έκπληξη το γεγονός ότι τα χρηματιστήρια χωρών και κλάδων της βιομηχανίας με ισχυρούς δεσμούς με την Ρωσία ή/και με την Ουκρανία είναι πιο επιρρεπείς στο να υποστούν τις συνέπειες του πολέμου (Biermann & Leromain, 2024, σελ. 1).

Απ' την ανάλυσή μας διαπιστώνουμε την αύξηση της αστάθειας και της αβεβαιότητας στα παγκόσμια χρηματιστήρια, που παρατηρήθηκε μετά την ανακοίνωση της *«ειδικής στρατιωτικής επιχείρησης»* από τον Πρόεδρο Πούτιν, καθώς και κατά τη διάρκεια γεγονότων που ερμηνεύτηκαν από τα μέσα ως κλιμάκωση του πολέμου. Οι χρηματιστηριακοί δείκτες δείχνουν ένα υψηλό βαθμό επίδρασης του Ρωσο- Ουκρανικού πολέμου στα χρηματιστήρια της Ευρώπης, ιδίως της Ανατολικής, καθώς και της Αμερικής. Άλλες χώρες που τόσο γεωγραφικά όσο και με χρηματοοικονομικούς όρους και όρους εμπορίου δεν συνδέονται τόσο στενά με το θέατρο των επιχειρήσεων, επιδεικνύουν υψηλότερο βαθμό ανθεκτικότητας στα γεγονότα. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η Κίνα, η Αυστραλία και ο Καναδάς.

Ενδιαφέρον στοιχείο στη συγκεκριμένη σύγκρουση αποτελεί η επίδρασή της στον τομέα της ενέργειας, με τη Ρωσία να αποτελεί βασικό ενεργειακό πάροχο της Ευρώπης και άλλων χωρών, μεταξύ αυτών και της Αμερικής. Η απόδοση των χρηματιστηρίων παγκοσμίως στον τομέα αυτό συναρτάται απόλυτα με την ταχύτητα αντίδρασης στην ανάγκη ενεργειακής απεξάρτησης από τη Ρωσία ή και ανάπτυξης ενεργειακής αυτονομίας. Δεν μπορούμε σαφώς να παραγνωρίσουμε, ως απότοκο του πολέμου, τον τρόπο με τον οποίο τα χρηματιστήρια παγκοσμίως επηρεάστηκαν αντίστοιχα από τις κυρώσεις που επιβλήθηκαν στη Ρωσία, πολιτικής και οικονομικής φύσης. Διαπιστώνουμε, ως εκ τούτου, ότι δεν είναι μόνο ο πόλεμος αυτός καθαυτός, ως παράγοντας αύξησης του γεωπολιτικού κινδύνου, που επηρέασε τις χρηματιστηριακές αποδόσεις αλλά και οι επιλογές των κρατών παγκοσμίως, όσον αφορά τη στάση τους απέναντι σε αυτόν.

Καθότι δε ο πόλεμος στην Ουκρανία αποτελεί ένα σύγχρονο γεωπολιτικό πολιτικό γεγονός, που λαμβάνει χώρα σε χώρες που είναι ενταγμένες, με τον έναν ή τον άλλον τρόπο, στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, εξετάσαμε, στο παρόν Κεφάλαιο, την αντίδραση των χρηματιστηρίων των ίδιων των εμπλεκομένων. Παρατηρήσαμε, λοιπόν, τα χρηματιστήρια στη Ρωσία και την Ουκρανία, μετά το σύντομο κλείσιμό τους, ξεκίνησαν τις διαπραγματεύσεις, σε περιορισμένο φυσικά βαθμό και συνεχίζουν να προσπαθούν να αποκαταστήσουν τη σταθερότητά τους. Στην περίπτωση της Ρωσίας

σημαντικό ρόλο παίζουν οι δυτικές κυρώσεις, ενώ στην Ουκρανία, ο μικρός βαθμός συμμετοχής εταιριών, καθώς οι περισσότερες ουκρανικές εταιρίες ήταν ρωσικών συμφερόντων και ελέγχου.

Συνολικά, μπορούμε να αποτυπώσουμε την ακόλουθη εικόνα: οι τιμές των μετοχών παγκοσμίως ανταποκρίθηκαν στις αλλαγές που προκλήθηκαν από την εισβολή, κυρίως στις αλλαγές στις τιμές των εμπορευμάτων. Οι παγκόσμιες αγορές, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 21, έτειναν να υποχωρούν απότομα από τα μέσα Φεβρουαρίου έως τα μέσα Μαρτίου 2022 και στη συνέχεια να ανακάμπτουν (Neely & Jordan- Wood, 2022).

Διάγραμμα 21

Οι παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές ανακάμπτουν μετά τη ρωσική εισβολή



Πηγή: Wiggleworth et al., 2022.

Συμπερασματικά, τα χρηματιστήρια παγκοσμίως αντέδρασαν αρνητικά σε σημαντικό βαθμό, κατά την ημέρα της εκδήλωσης των γεγονότων της εισβολής και για λίγες μέρες μετά από αυτήν. Φαίνεται όμως να ανέκαμψαν σχετικά γρήγορα, με τα χρηματιστήρια των ΗΠΑ, αλλά και της Κίνας, σε μικρότερο βαθμό της Ευρώπης, να αναζητούν και να βρίσκουν τρόπους να επωφεληθούν από τη νέα γεωπολιτική πραγματικότητα. Η διαπίστωση αυτή επιβεβαιώνει, όπως θα δούμε στο επόμενο Κεφάλαιο, τα ευρήματά μας από τη μελέτη άλλων περιπτώσεων, στην παρούσα έρευνα.

Κεφάλαιο 6

Συμπεράσματα

6.1 Εισαγωγή

Ένα ερευνητικό ερώτημα που συχνά απαντάται στις μελέτες των διεθνών σχέσεων είναι το πώς επηρεάζει ο πόλεμος την οικονομία, τόσο κατά περίπτωση όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Η αντίδραση των αγορών μετοχών στα γεωπολιτικά γεγονότα εντάσσεται στο ίδιο πλαίσιο, ωστόσο στρέφει την προσοχή αλλού. Οι αποδόσεις των μετοχών και η κίνηση των χρηματιστηριακών δεικτών φαίνεται να επηρεάζεται περισσότερο από τις αντιδράσεις των συμμετεχόντων στις διαπραγματεύσεις, τις προσδοκίες και τους φόβους τους, που επηρεάζουν άμεσα την ανοχή τους στην ανάληψη ρίσκου και λιγότερο από τα γεγονότα αυτά καθαυτά. Με άλλα λόγια, ο ανθρώπινος παράγοντας παίζει μεγαλύτερο ρόλο στις χρηματιστηριακές αγορές απ' ό τι στις χρηματοοικονομικές, καθότι είναι οι ίδιοι οι επενδυτές αυτοί που καλούνται, ανάλογα με τις διαθέσιμες πληροφορίες, να πάρουν αποφάσεις διαχείρισης των χαρτοφυλακίων τους και είναι αυτές οι αποφάσεις που κινούν τελικά την αγορά.

Έτσι, ενώ η αντίδραση της αγοράς στον κίνδυνο μιας πυρηνικής απειλής, στην αλλαγή της διεθνούς ισορροπίας ή στο απροσδόκητο ξέσπασμα ενός πολέμου μπορεί να εκπλήσσει με την πρώτη ματιά, είναι ιστορικά συνεπής. Με απλά λόγια, ενώ ο πολιτικός και ανθρώπινος αντίκτυπος του πολέμου είναι βαθύς, οι χρηματιστηριακές αγορές παραμένουν σε μεγάλο βαθμό ανεπηρέαστες από τέτοια γεγονότα, εξαιρουμένου ενός άμεσου αντίκτυπου, που αφομοιώνεται σχετικά γρήγορα (Parnell, 2023).

Στοιχείο κλειδί στην ανάλυση των άμεσων και στιγμιαίων έστω διακυμάνσεων των χρηματιστηρίων σε σημαντικά γεωπολιτικά γεγονότα είναι η μεταβλητότητα. Αυτό που κινεί τις αγορές παγκοσμίως είναι η αστάθεια και η αβεβαιότητα, που έχουν σαν αποτέλεσμα τις απότομες πτώσεις ή ανόδους των χρηματιστηριακών δεικτών. Οι επενδυτές τείνουν να παίρνουν βιαστικά αποφάσεις όταν η μεταβλητότητα στα χρηματιστήρια αυξάνεται, γεγονός που εξηγεί την άμεση αντίδραση των χρηματιστηρίων και τη σταδιακή σταθεροποίησή τους, σε σύντομο χρονικό διάστημα. Αυτό υποδηλώνει από μία καθαρά θεωρητική προοπτική, ένα στατιστικό μοντέλο που μας επιτρέπει να

εκτιμήσουμε τις επιπτώσεις των γεωπολιτικών εξελίξεων στη μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς (Schneider & Troeger, 2006, σελ. 630).

Αυτό μπορούμε πράγματι να το πετύχουμε εστιάζοντας στην ημερήσια συνολική αξία ορισμένων βασικών χρηματιστηριακών δεικτών. Όπως θα δούμε στη συνέχεια, εν τούτοις, ακόμα κι η επιλογή των ίδιων των δεικτών μπορεί να επηρεάσει τα αποτελέσματα της μελέτης μας, οδηγώντας σε διαφορετικά συμπεράσματα. Μια πιο σφαιρική προσέγγιση, όπου λαμβάνουμε υπόψη δεδομένα διαφόρων τύπων, συνυπολογίζοντας του παράγοντες που τα διαφοροποιούν, μας επιτρέπει να διαμορφώσουμε μια συνολική εικόνα για το φαινόμενο αυτό.

6.2 Συνθετική ανάλυση

Οι απειλές γεωπολιτικού χαρακτήρα είναι ιδιαίτερα σημαντικές για τους επενδυτές στα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Η ιστορία μας έχει διδάξει ορισμένα μαθήματα όσον αφορά τέτοια γεγονότα, δείχνοντας ότι ο επιχειρηματικός κύκλος έχει μεγαλύτερη σημασία για τους επενδυτές στα περισσότερα γεωπολιτικά γεγονότα. Αυτό που παρατηρούμε είναι ότι εκτός από μια μεγάλη οικονομική αναταραχή ή ανισορροπία, η επίδραση της γεωπολιτικής στις χρηματιστηριακές αγορές τείνει να είναι βραχύβια.

Στην παρούσα έρευνα επιλέξαμε να προσεγγίσουμε την αντίδραση των χρηματιστηρίων στη διάρκεια της ιστορίας, μέσα από τρεις γεωπολιτικές κρίσεις, σε χρονικά σημεία τομή της παγκόσμιας ιστορίας: ένα γεγονός κατά τη διάρκεια του Ψυχρού Πολέμου, τη μοναδική στιγμή που ο πλανήτης έφτασε τόσο κοντά στον πυρηνικό πόλεμο, ένα γεγονός που σηματοδότησε το τέλος του διπολικού συστήματος και ένα γεγονός που αντανάκλα τη σύγχρονη πολεμική επιθετικότητα. Η μελέτη των περιπτώσεων αυτών δεν ήταν και δε θα μπορούσε να είναι γραμμική, καθότι έπρεπε να λάβει υπόψη της παραμέτρους και διαφοροποιήσεις ή διακυμάνσεις που σχετίζονται με το ευρύτερο σύστημα της παγκόσμιας τάξης και της ιδιαιτερότητες της κάθε περιοχής και περίπτωσης.

6.2.1 Συμπεράσματα περιπτωσιολογικής έρευνας

Παρότι, ξεκινώντας μια τέτοια ανάλυση, ο μελετητής θα περίμενε, λόγω του μεγάλου χρονικού παραθύρου που περιλαμβάνεται, να δει ορισμένη διαφοροποίηση στα αποτελέσματά της, μας έκανε εντύπωση η συνέπεια των χρηματιστηρίων στις αντιδράσεις τους. Στην περίπτωση της κρίσης των πυραύλων της Κούβας, τα χρηματιστήρια φάνηκε να αντιδρούν περισσότερο στα γεγονότα που προηγήθηκαν των 13 ημερών, καθότι οι πληροφορίες έφταναν στους επενδυτές σταδιακά από τα μέσα. Κατά τη διάρκεια δε της κρίσης, είναι χαρακτηριστικό, ότι η αντίδραση των χρηματιστηρίων ήταν τόσο μικρή και τόσο στιγμιαία, που θεωρήθηκε ότι αν κάποιος εκείνη την περίοδο μελετούσε αποκλειστικά τις επιδόσεις των μετοχών δεν θα αντιλαμβανόταν καν την απειλή με την οποία είχε έρθει αντιμέτωπη η παγκόσμια ειρήνη και ασφάλεια. Κι αυτό διότι οι διακυμάνσεις που παρατηρήθηκαν ήταν τέτοιας κλίμακας, ώστε να μπορούν να συνδεθούν με οποιαδήποτε άλλη, μικρής σημασίας, μεταβολή.

Κατά όμοιο τρόπο, τα χρηματιστήρια παγκοσμίως, δεν επηρεάστηκαν στο βαθμό που θα ανέμενε κανένας από την κατάρρευση της ΕΣΣΔ, που σηματοδότησε αφενός το τέλος του Ψυχρού Πολέμου αφετέρου μια αλλαγή στην παγκόσμια τάξη πραγμάτων. Αντ' αυτού, τα χρηματιστήρια υποδέχτηκαν με ενθουσιασμό την πτώση του πραξικοπηματικού καθεστώτος στη Σοβιετική Ένωση, που προηγήθηκε, ερμηνεύοντας το γεγονός αυτό ως σταθεροποιητικό παράγοντα στις παγκόσμιες αγορές. Ήδη από τότε, η έννοια της εγγύτητας φάνηκε να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο, καθότι αγορές χωρίς δεσμούς, οικονομικούς, πολιτικούς ή άλλους, με τη Σοβιετική Ένωση ή που βρίσκονται μακριά από την περιοχή, φάνηκε να μην επηρεάζονται ιδιαίτερα από τα γεγονότα.. Για άλλη μια φορά, η αστάθεια που προκλήθηκε και επηρέασε αναλόγως τα παγκόσμια χρηματιστήρια αποσοβήθηκε με ταχείς ρυθμούς, με τους δείκτες να κινούνται σύντομα σε προ της πτώσης επίπεδα. Η ιδιαιτερότητα του συγκεκριμένου γεγονότος, βέβαια, έγκειται στο ότι η ανάδειξη νέων κρατών και οικονομιών από την κατάρρευση του σοβιετικού μπλοκ δημιούργησε νέες επενδυτικές ευκαιρίες, επηρεάζοντας αναλόγως τα χρηματιστήρια της Δύσης.

Τέλος, επιλέξαμε ένα γεγονός από τη σύγχρονη ιστορία, αναμένοντας να ανατρέψουμε τα μέχρι τώρα ευρήματά μας. Ο πόλεμος Ρωσίας- Ουκρανίας συγκλόνισε την παγκόσμια κοινή γνώμη, ενώ οι αντιδράσεις των δυτικών χωρών είχαν σημαντικές επιδράσεις στην οικονομία όλων των χωρών που συνδέονταν εμπορικά με τις δύο χώρες. Η διεθνής κοινότητα ανέμενε με αγωνία τις εξελίξεις και οι οικονομικές επιπτώσεις του πολέμου

άλλαξαν τον τρόπο που ήταν οργανωμένο και λειτουργούσε το διεθνές σύστημα, θέτοντας ζητήματα ενεργειακής απεξάρτησης. Η διαφορετική γεωγραφική και εμπορική εγγύτητα εξηγούν τη σχετική διαφοροποίηση στις αντιδράσεις των χρηματιστηρίων, με τις χώρες της Ευρώπης, ιδίως Ανατολικής, να παρουσιάζουν τις σημαντικότερες απώλειες στην επίδοση των μετοχών των χρηματιστηρίων τους. Οι ΗΠΑ, όπως φαίνεται, χρειάζεται ένα πιο ισχυρό σοκ για να αποτυπωθεί στους χρηματιστηριακούς της δείκτες. Ακόμα πάντως και τα χρηματιστήρια που επηρεάστηκαν από τα γεγονότα φάνηκε να επανακάμπτουν σε σύντομο χρονικό διάστημα, με ορισμένες οικονομίες μάλιστα να επωφελούνται της νέας κατάστασης.

6.2.1.1 Η ιδιαιτερότητα της Κίνας

Στις περιπτώσεις που μελετήσαμε, παρατηρήσαμε έναν χαμηλό βαθμό ευαισθησίας του χρηματιστηρίου στην Κίνα. Αυτό εξηγείται εν μέρει τόσο με βάση την αρχή στις εγγύτητας στις περιοχές που εμπλέκονται στα υπό μελέτη γεγονότα, όσο και λόγω του τρόπου οργάνωσης της κινεζικής οικονομίας, που της επιτρέπει να λειτουργεί ανεξάρτητα ή με χαμηλό βαθμό αλληλεξάρτησης. Φυσικά, σ' ένα παγκοσμιοποιημένο σύστημα, οι διαταραχές στο εμπόριο και την ανεύρεση πρώτων υλών για τη βιομηχανία ή την τεχνολογία επηρεάζουν και την οικονομία και τις αποδόσεις των μετοχών της Κίνας, σε μικρότερο βέβαια βαθμό.

Ωστόσο, το άνοιγμα της κινεζικής οικονομίας βαθαίνει ολοένα και περισσότερο, ενώ παράλληλα η διεθνοποίηση του κινεζικού γουάν βρίσκεται σε άνοδο. Καθώς, λοιπόν, η διαδικασία της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης συνεχίζει να επιταχύνεται, οι χρηματοπιστωτικές αγορές της Κίνας δέχονται αυξανόμενη διάχυση κινδύνου από τις υπόλοιπες αγορές και οικονομίες του κόσμου (Zhou et al., 2025). Αυτός ακριβώς είναι και ο λόγος για τον οποίο επιλέγουμε να μελετήσουμε την περίπτωση της Κίνας. Πρώτον, με την ταχεία οικονομική της ανάπτυξη και την ανάπτυξη του χρηματιστηρίου, η Κίνα διαδραματίζει ολοένα και πιο σημαντικό ρόλο στο παγκόσμιο οικονομικό και χρηματοπιστωτικό σύστημα. Παράλληλα, η Κίνα είναι πλέον η δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο και η χρηματιστηριακή της κεφαλαιοποίηση κατέχει τη δεύτερη θέση στον κόσμο, προσελκύοντας μεγάλο αριθμό εγχώριων και ξένων επενδυτών (Xiao et al., 2024).

Σε αυτό το πλαίσιο, εντοπίζουμε στην Κίνα ένα σημαντικό ασφάλιστρο κινδύνου, όσον αφορά τον γεωπολιτικό κίνδυνο. Οι μετοχές με χαμηλότερη έκθεση σε αυτόν ξεπερνούν

τις αποδόσεις εκείνων που είναι πιο εκτεθειμένες. Η έρευνα των Yaojie et al. (2024) δείχνει ότι ο αυξανόμενος γεωπολιτικός κίνδυνος εγείρει την προσοχή και τις ανησυχίες των επενδυτών σχετικά με αυτόν τον κίνδυνο, με αποτέλεσμα αυτοί να είναι διατεθειμένοι να αγοράζουν μετοχές με χαμηλό ρίσκο, προκειμένου να αντισταθμίσουν τον αυξανόμενο γεωπολιτικό κίνδυνο. Κατά συνέπεια, οι τιμές των μετοχών χαμηλού ρίσκου ωθούνται υψηλότερα, καθώς αυξάνεται η ανησυχία των επενδυτών.

Παράλληλα, έρευνες δείχνουν ότι οι επιπτώσεις των γεωπολιτικών κρίσεων στις τιμές των μετοχών είναι αρνητικές και σημαντικές στην περίπτωση της Κίνας, όταν στα εν λόγω γεγονότα εμπλέκονται οι ΗΠΑ. Αντίθετα, ο πόλεμος Ρωσίας- Ουκρανίας φαίνεται να επηρέασε περισσότερο τα χρηματιστήρια των χωρών που βρίσκονται κοντά στην περιοχή των συγκρούσεων και όχι τόσο την κινεζική αγορά μετοχών. Επιβεβαιώνεται έτσι το συμπέρασμά μας ότι η γεωγραφική θέση των γεωπολιτικών γεγονότων, καθώς και οι εμπλεκόμενες χώρες αποτελούν σημαντικούς δείκτες στην προσπάθειά μας να κατανοήσουμε τις επιπτώσεις οποιασδήποτε γεωπολιτικής κρίσης στις τιμές των μετοχών (Yilmazkuday, 2024, σελ. 24).

6.2.1.2 Συγκριτικός Πίνακας

Για να διευκολύνουμε τον μελετητή της περιπτωσιολογικής έρευνας, που αποτέλεσε το αντικείμενο της παρούσας εργασίας και για να μπορέσουμε να δούμε συνοπτικά και άμεσα τα αποτελέσματα της συγκριτικής προσέγγισης, θα είχε ενδιαφέρον να συγκεντρώσουμε τα συμπεράσματά μας σε έναν πίνακα. Έτσι, έχουμε τη δυνατότητα να εστιάσουμε στα βασικά χαρακτηριστικά της κάθε περίπτωσης που μελετήσαμε, καθώς και της ομοιότητας ή διαφοροποίησης στην αντίδραση των χρηματιστηρίων στα σχετικά γεγονότα. Ο Πίνακας 6 αποτυπώνει διαγραμματικά την προσπάθειά μας να συνοψίσουμε τα ευρήματα της μελέτης του τρόπου με τον οποίο τα παγκόσμια χρηματιστήρια αντέδρασαν σε συγκεκριμένα γεωπολιτικά γεγονότα, που θεωρούνται ορόσημα στην παγκόσμια ιστορία. Ιδιαίτερη θέση στον πίνακα αυτό κατέχει η Κίνα, καθώς φαίνεται να μην ακολουθεί, σε γενικές γραμμές, τις αντιδράσεις που παρατηρούνται στο δυτικό κόσμο, δίνοντάς μας την ευκαιρία να αναζητήσουμε και να εντοπίσουμε της βαθύτερες αιτίες αυτής της ιδιαιτερότητας.

Πίνακας 6**Συγκριτικός Πίνακας περιπτώσιολογικής μελέτης**

Γεγονός	Άμεση Αντίδραση Χρηματιστηρίων	Διάρκεια Επίδρασης	Γεωγραφική Εγγύτητα	Ιδιαίτερα Στοιχεία
Κρίση των Πυραύλων της Κούβας (1962)	Περιορισμένη, στιγμιαία μεταβλητότητα	Πολύ σύντομη, δεν ξεχώρισε από άλλες μικρές διακυμάνσεις	Μη καθοριστικός παράγοντας (καθυστέρηση πληροφόρησης)	Δεν αντανάκλα τη σοβαρότητα της κρίσης
Κατάρρευση ΕΣΣΔ (1991)	Θετική αντίδραση-σταθεροποίηση	Σύντομη, ταχεία επιστροφή στα προ της κρίσης επίπεδα	Επηρέασε ελάχιστα σε απομακρυσμένες αγορές	Νέες αγορές_ νέες επενδυτικές ευκαιρίες
Πόλεμος Ρωσίας- Ουκρανίας (2022)	Αρνητική σε Ευρώπη, περιορισμένη σε ΗΠΑ	Μέτρια-εξαρτάται από γεωγραφική & εμπορική εγγύτητα	Καθοριστικός-μεγαλύτερη πτώση σε Ανατολική Ευρώπη	Προκάλεσε αναδιάρθρωση ενεργειακού συστήματος
Αντίδραση Κίνας σε γεωπολιτικά γεγονότα	Γενικά χαμηλή_ αυξάνεται όταν εμπλέκονται οι ΗΠΑ	Μεταβαλλόμενη_ επηρεάζεται από το βαθμό διεθνοποίησης	Καθοριστικός παράγοντας επιρροής	Προτίμηση μετοχών χαμηλού ρίσκου_ αυξημένο ασφάλιστρο γεωπολιτικού κινδύνου

6.3 Συμπεράσματα

Εάν θα θέλαμε να καταλήξουμε σε ένα συμπέρασμα από την παρούσα μελέτη είναι ότι δεν είναι πάντα εύκολο ούτε να προβλέψουμε ούτε να διακρίνουμε τη σχέση μεταξύ γεωπολιτικών αναταράξεων και αποδόσεων των αγορών μετοχών. Η ιστορική έρευνα μας δείχνει ότι γεγονότα γεωπολιτικού ενδιαφέροντος, όπως αυτά που μελετήσαμε, συνήθως δεν έχουν αντίκτυπο στις επιδόσεις των χρηματιστηριακών αγορών. Μπορούν

ωστόσο να έχουν αρκετά βαθιές επιπτώσεις στα χρηματιστήρια σε τοπικό επίπεδο. Σε αυτό σημαντικό ρόλο διαδραματίζει, μεταξύ άλλων, η εμπορική διασύνδεση των χωρών, που επηρεάζει το πώς μια κρίση σε ένα σημείο του πλανήτη μπορεί να επιδράσει σε χρηματοπιστωτικό, χρηματοοικονομικό και χρηματιστηριακό επίπεδο σε αγορές σε όλο τον κόσμο, ακόμα και αρκετά απομακρυσμένες.

Παρακολουθώντας τις επιδόσεις της αγοράς μετοχών τρεις, έξι και δώδεκα μήνες μετά από σημαντικά γεωπολιτικά γεγονότα, όπως αυτά που αναλύσαμε στα Κεφάλαια που προηγήθηκαν, μπορούμε να εξάγουμε ορισμένα συμπεράσματα, συγκρίνοντας τα αποτελέσματά μας με τις αντίστοιχες επιδόσεις στις ίδιες περιόδους, χωρίς την ύπαρξη κάποιου αξιόλογου γεωπολιτικού γεγονότος. Η σύγκριση αυτή μας βοηθάει να δούμε πως στους τρεις μήνες μετά από ένα γεγονός, η αγορά κινείται σε πιο χαμηλά επίπεδα, κατά μέσο όρο, σε σχέση με τη μη εκδήλωση ενός τέτοιου γεγονότος. Ωστόσο, οι επιδόσεις των έξι και των δώδεκα μηνών είναι ίδιες, με τρόπο που η εικόνα των αγορών συνολικά να είναι τέτοια που να δημιουργεί την εντύπωση ότι το γεγονός δε μεσολάβησε ποτέ.

Φυσικά, αναλόγως των συνθηκών εκδήλωσης μιας γεωπολιτικής κρίσης, ενδέχεται οι χρηματιστηριακές αγορές μιας χώρας ή μιας περιφέρειας να επηρεαστούν σε μεγάλο βαθμό. Για παράδειγμα, αν και οι παγκόσμιες αγορές μετοχών φαίνεται ουσιαστικά να έχουν αποφύγει της κινδύνους που συνδέονται με τον πόλεμο στην Ουκρανία, πρόκειται για ένα γεωπολιτικό σοκ για την Ευρώπη, που οδήγησε σε κατάρρευση της ανταγωνιστικότητας της μεταποίησης, λόγω του σημαντικά υψηλότερου ενεργειακού κόστους. Σε ακόμα δε πιο τοπικό επίπεδο, τα χρηματιστήρια της Γερμανίας φαίνεται να έχουν πληγεί σημαντικά (Seydl, 2024).

Η σοβαρότητα και η ένταση του γεωπολιτικού γεγονότος διαδραματίζουν επίσης ρόλο στις μακροχρόνιες επιπτώσεις του στα παγκόσμια χρηματιστήρια. Συνήθως, η αρχική ανταπόκριση της αγοράς μετοχών είναι απότομα αρνητική, όταν συμβαίνει ένα απροσδόκητο γεγονός. Άλλες φορές η πτώση των τιμών των μετοχών μπορεί να διαρκέσει για κάποιες ημέρες ή και εβδομάδες, καθώς η αγορά αφομοιώνει τους νέους κινδύνους. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα η αγορά τείνει να ανακάμπτει και συχνά φτάνει σε νέα υψηλά τη χρονιά μετά το επίμαχο γεγονός (Baker, 2024).

Αν θα θέλαμε να κάνουμε ένα διαχωρισμό, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι επιπτώσεις των γεωπολιτικών απειλών είναι υψηλότερες σε σχέση με αυτές των γεωπολιτικών πράξεων, ως έννοιες ενταγμένες στον ορισμό του γεωπολιτικού κινδύνου (Yilmazkuday,

2024). Η διαπίστωση αυτή βρίσκεται σε απόλυτη συμφωνία με την ανάλυση που έχει προηγηθεί σχετικά με το ποια είναι η κινητήρια δύναμη που κινεί την αγορά. Κι αυτή δεν είναι άλλη από το συναίσθημα και τις προσδοκίες των επενδυτών και όλων των συμμετεχόντων γενικώς στις χρηματιστηριακές αγορές. Όταν μια κρίση επίκειται, οι πληροφορίες είναι συγκεχυμένες, τα υποθετικά σενάρια πολλά και η αβεβαιότητα δημιουργεί συνθήκες αστάθειας στις αγορές. Αυτό ακριβώς είναι το περιβάλλον που προσπαθούν να αποφύγουν οι επενδυτές και τέτοιες συνθήκες τους οδηγούν συχνά σε προσεκτική και συνετή διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους. Αντίθετα, όταν το γεγονός έχει λάβει χώρα και η κρίση έχει εκδηλωθεί, οι επενδυτές περιμένουν ανάκαμψη της αγοράς σύμφωνα με τα ιστορικά δεδομένα.

Οι ως άνω διαπιστώσεις είναι τελικά που δίνουν μια εξήγηση για το βραχύβιο των συνεπειών των γεωπολιτικών κρίσεων στα παγκόσμια χρηματιστήρια. Οφείλουμε, βέβαια, σε κάθε περίπτωση να λαμβάνουμε υπόψη της ιδιαιτερότητες της κάθε κρίσης, καθώς η ιστορία έχει την τάση να επιβεβαιώνεται μέσα από της εξαιρέσεις της.

6.4 Επίλογος

Σ' ένα διεθνές σύστημα που συνεχώς εξελίσσεται και αλλάζει, με τις ισορροπίες δυνάμεων να ανατρέπονται και νέους παίκτες να αναδεικνύονται, η παγκόσμια οικονομία δεν μένει ανεπηρέαστη. Η εποχή μας χαρακτηρίζεται από γεωπολιτικές κρίσεις, διαφορετικών χαρακτηριστικών και επιπτώσεων. Από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση μέχρι την πανδημία COVID-19, τον πόλεμο Ρωσίας-Ουκρανίας και τα γεγονότα στη Μέση Ανατολή, παρατηρούμε την παγκόσμια οικονομία να επηρεάζεται, άλλοτε να ισορροπεί και άλλοτε να καταρρέει. Σε αυτό το πλαίσιο, πολλά έχουν γραφτεί για το πώς αντιδρά ο χρηματοοικονομικός και χρηματοπιστωτικός τομέας κάθε κράτους και συνολικά σε παγκόσμιο επίπεδο, ωστόσο, το σύστημα των χρηματιστηριακών αγορών φαίνεται να λειτουργεί εν μέρει ανεξάρτητα και αυτόνομα.

Το πόσο σημαντικό είναι να αναζητήσουμε και να μελετήσουμε τη σχέση μεταξύ γεωπολιτικής πραγματικότητας και χρηματιστηριακών αγορών φαίνεται ακόμα πιο έντονα αν λάβουμε υπόψη την επικαιρότητα των ημερών μας. Η αντίδραση των χρηματιστηρίων σε γεγονότα γεωπολιτικού βάθους μπορεί να αποτελέσει τη βάση άντλησης στοιχείων όχι μόνο σχετικά με τις προσδοκίες των επενδυτών, αναφορικά με την οικονομική σταθερότητα που η εκάστοτε πολιτική συνεπάγεται, αλλά και του

παγκόσμιου πολιτικού, οικονομικού και κοινωνικού κλίματος που αυτά τα γεγονότα δημιουργούν.

Η γεωπολιτική πραγματικότητα συνεχώς μεταβάλλεται, Το διεθνές σύστημα εξελίσσεται, μεταμορφώνεται και μεταβάλλεται, γεγονός που επιδρά τόσο στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κατάσταση όσο και στην χρηματιστηριακή απόδοση. Οι ένοπλες και μη ένοπλες συγκρούσεις, οι εμπορικοί πόλεμοι, η αλλαγή της στάσης των μεγάλων δυνάμεων δημιουργούν μία νέα τάξη πραγμάτων. Στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον ανακύπτει το ερώτημα: αποτελούν οι γεωπολιτικές προκλήσεις παράγοντες που θέτουν νέα επίπεδα τιμών για τις αγορές μετοχών παγκοσμίως, ή τα χρηματιστήρια θα συνεχίσουν να επανέρχονται όσο γρήγορα το έκαναν στο παρελθόν μετά από κρίσεις, παγκόσμιας εμβέλειας; Η παρούσα έρευνα θα μπορούσαμε να πούμε ότι θέτει τη βάση για μια ιστορική προσέγγιση της νέας αυτής πραγματικότητας και το κίνητρο για μια ανάλυση τρεχόντων δεδομένων, μέσω της πορείας των χρηματιστηριακών δεικτών. Μένει, λοιπόν, να μελετήσουμε αν η νέα αυτή τάξη πραγμάτων θα επιβεβαιώσει ή θα διαψεύσει την ιστορία των χρηματιστηρίων.

Βιβλιογραφία- Αρθρογραφία

Abele, J., J., 1962b, "Trading is heavy as market rises, The New York Times, p. 53, New York, The New York Times Company.

Abdennadher, E. & Hallara, S., 2018, "Structural Breaks and Stock Market Volatility in Emerging Countries", International Journal of Business and Risk Management, Vol. 11 (1), pp. 9-16, Cagayan de Oro City, Science and Education Publishing, Ανακτήθηκε την 22 Ιαν. 25 από <file:///C:/Users/tzou8/Downloads/StructuralBreaksandStockMarketVolatility.pdf>

Adekoya, O., B., Ghaemi Asl, M., Oliyide, J.A. & Izadi, P., 2023, "Multifractality and cross-correlation between the crude oil and the European and non- European stock markets during the Russia- Ukraine war", Resources Policy, Vol. 80,), North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 30 Μαρ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0301420722005773>

Akomiv, A., 2019, "Russia's Economic Development After 1991: Suggestions for changing industrial policy", World Affairs: The Journal of International Issues, Vol 23 (4), pp. 72-95, Bijwasan, Kapur Surya Foundation, Ανακτήθηκε την 16 Φεβ. 25 από <https://www.jstor.org/stable/48566198>

Albuquerque de Sousa, J.,A., Van Bergeijk P., Beck, T. & Van Dijk, M., 2023, "Nascent markets: Understanding the success and failure of new stock markets", SSNR, Amsterdam, Elsevier, Ανακτήθηκε την 25 Μαρ. 25 από https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4384180

Alqahtani, A., Bouri, E., & Vo, X., 2020, "Predictability of GCC stock returns: The role of geopolitical risk and crude oil returns", Economic Analysis and Policy, Vol. 68, pp. 239-249

Amundi Asset Management, 2024, Crisis Events and the US Stock Market. Ανακτήθηκε την 27 Οκτ. 24 από <ezjcamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeId= dl 9c59105e-9c1b-4e1b-a22e-2c67ed466fb7 download>

Anatolyev, S., 2005, "A ten-year retrospection of the behavior of Russian stock returns", BOFIT Discussion Papers, Vol. 9 (2005), Helsinki, Bank of Finland- Institute for Economies in Transition, Ανακτήθηκε την 2 Μαρ. 25 από <file:///C:/Users/tzou8/Downloads/ssrn-1002912.pdf>

ANB Financial Services, *Market Commentary- March 2022*, ANB Financial Services, Ανακτήθηκε την 7 Απρ. 25 από <https://www.anbbank.com/market-commentaries/march-2022>

Antonakakis, N., Gupta, R., Kollias, C. & Papadamou, S., 2017, "Geopolitical risk and the oil stock nexus over 1899-2016", *Finance Research Letters*, Vol. 23, pp. 165-173

Apergis, N., Bonato, M., Gupta, R., Kyei, C., 2017, "Does geopolitical risks predict stock returns and volatility of leading defense companies? Evidence from a nonparametric approach", *Defense and Peace Economics*, 29(6), pp. 684-696

Aris, B., 2024, "Russia's MOEX index returns to pre- war level as the stock market recovers lost ground", *bne IntelliNews*, Ανακτήθηκε την 23 Μαρ. 25 από <https://www.intellinews.com/russia-s-moex-index-returns-to-pre-war-level-as-the-stock-market-recovers-lost-ground-326069>

Aslund, A., 2007, *How Capitalism was built, The transformation of Central and Eastern Europe, Russia, and Central Asia*, Cambridge: Cambridge University Press.

Aslund, A., 2009, "Why Market Reform Succeeded and Democracy Failed in Russia", *Social Research*, Vol. 76 (1), pp. 1-28, Baltimore, The Johns Hopkins University Press.
Balcerowicz, L., 1995, *Socialism, Capitalism, Transformation*, Budapest, Central European University Press.

Asplund, R., 2024, "Stocks Fall on Escalation of Ukraine- Russian War", *Nasdaq*, Ανακτήθηκε την 10 Μαρ. 25 από <https://www.nasdaq.com/articles/stocks-fall-escalation-ukraine-russian-war>

Auer, C., Bosello, F., Bressan, G., Delpiazzo, E., Monasterolo, I., Parrado, R., Reyer, C. & Otto, C., 2025, "Cascading socio-economic and financial impacts of the Russia-Ukraine conflict", *Communications Earth & Environment*, Vol. 6 (194), London- Berlin- N.Y., Springer Nature, Nature Portfolio, Ανακτήθηκε την 16 Μαρ. 25 από <https://assets->

eu.researchsquare.com/files/rs-3962444/v1_covered_7267e418-686f-4962-9824-c6c03a6b017b.pdf?c=1741763240

Baker, B., 2024, "Elections, wars and assassinations: How geopolitical events impact on stock market", Bankrate, Ανακτήθηκε την 8 Απρ. 25 από <https://www.bankrate.com/investing/how-geopolitical-events-impact-stock-market/>

Bialkowski, J. % Ronn, E., I., 2017, "Financial markets facing apocalypse in World War II", Journal of European Economic History, Vol. 46(2), North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., pp. 9-49.

Bloom, N., 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks", Econometrica, Vol. 77, No. 3, pp. 623-685, Ανακτήθηκε την 29 Δεκ. 24 από https://pages.stern.nyu.edu/~dbackus/GE_asset_pricing/Bloom%20uncer%20shocks%20Ec%2009.pdf

Bloomberg, 2025, "S&P 500 Hits All- Time High in Late- Day Advance: Markets Wrap", Bloomberg, Ανακτήθηκε την 12 Μαρ. 2025 από <https://www.swissinfo.ch/eng/s%26p-500-hits-all-time-high-in-late-day-advance%3a-markets-wrap/88889330>

Boughton, J., M., 2012, Tearing Down Walls, The International Monetary Fund, 1990-1999, Washington, IMF, Ανακτήθηκε την 6 Ιαν. 25 από <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781616350840/ch001.xml>

Boungou, W. & Yatie, A., 2022, "The impact of the Ukraine- Russia war on world stock market returns", Bordeaux Economics Working Papers, Bordeaux, Bordeaux School of Economics, Ανακτήθηκε την 3 Μαρ. 25 από https://www.researchgate.net/publication/359650424_The_impact_of_the_Ukraine-Russia_war_on_world_stock_market_returns

Bouras, C., Christou, C., Gupta, R. & Suleman, T., 2019, Geopolitical Risks, Returns, and Volatility in Emerging Stock Markets: Evidence from a Panel GARCH Model. Emerging Markets Finance and Trade, 55(8), pp. 1841-1856

Brooks, J., 2014, Business Adventures: Twelve Classic Tales from the World of Wall Street, New York, Open Road Media.

Burdekin, R. & Siklos, P., 2020, "Armageddon and the Stock Market: US, Canadian and Mexican Market Responses to the 1962 Cuban Missile Crisis", Centre for Applied Macroeconomic Analysis Working Paper 65/2020, Canberra, Australian National University, Crawford School of Public Policy, Ανακτήθηκε την 20 Δεκ. 2024 από https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3646624

Caldara, D., & Iacoviello, M., 2022, "Measuring geopolitical risk", *American Economic Review*, Vol. 112(4), pp. 1194-1225, Ανακτήθηκε την 2 Νοε. 24 από https://www.matteoiacoviello.com/gpr_files/GPR_PAPER.pdf

Campbell, J., Y., Lo, A., W. & MacKinlay, A., C., 1997, *The Econometrics in Financial Markets*, New Jersey, Princeton University Press

Carletti, Y., Gorodnichenko, Y., James, H., Krahnen, G.-P., Rashkovan, V., Rodnyansky, A. & Sologoub, I., 2024, "Ukraine's reconstruction: Policy options for building an effective financial architecture", CERP Press, London, Centre for Economic Policy Research, Ανακτήθηκε την 25 Μαρ. 25 από https://cepr.org/system/files/publication-files/199960-ukraine_s_reconstruction_policy_options_for_building_an_effective_financial_architecture.pdf

Carlson, B., 2017, "How markets react to geopolitical crises", Bloomberg, Ανακτήθηκε την 12 Οκτ. 24 από [stock markets: How markets reacted to geopolitical crises - The Economic Times](https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-12/how-markets-reacted-to-geopolitical-crisis) ,

Carney, M., 2016, "Speech: Uncertainty, the economy and policy", Bank of England, Ανακτήθηκε την 2 Νοε. 24 από <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2016/uncertainty-the-economy-and-policy.pdf>

Cermeno, R. & Grier, K. B., 2005, "Conditional Heteroskedasticity and Cross- Sectional Dependence in Panel Data: An Empirical Study of Inflation Uncertainty in the G7 Countries", *Documentos de Trabajo de CIDE*, No 315, Division de Economia

Chandra Das., B., Hasan., F., Sutradhar, S.R. & Shafique, S., 2023, "Ukraine- Russia Conflict and Stock Markets Reactions in Europe", Global Journal of Flexible Systems Management, Vol. 24 (3), pp. 395-407, Berlin, Springer, Ανακτήθηκε την 17 Μαρ. 2025 από <https://link.springer.com/article/10.1007/s40171-023-00345-0>

Chen, Y., Deng, X., Li, S., 2022, "The Impact of Russia- Ukraine Conflict on Chinese Military Industry Sector- Based on Event Study", BCP Business & Management, Vol. 26 (2022), pp. 383-391, Ανακτήθηκε την 30 Μαρ. 25 από <https://www.researchgate.net/publication/364568715> The Impact of Russia- Ukraine Conflict on Chinese Military Industry Sector -Based on Event Study

Chief Executive Leadership Institute (CELI), 2024, "Over 1,000 Companies have curtailed operations in Russia- But some remain", CELI, New Haven, Yale School of Management, Ανακτήθηκε την 14 Μαρ. 2025 από <https://som.yale.edu/story/2022/over-1000-companies-have-curtailed-operations-russia-some-remain>

Christensen, L., 2014, "The Cuban Missile crisis never happened (or at least the stock markets didn't care)", The Market Monetarist, Ανακτήθηκε την 29 Δεκ. 24 από <https://marketmonetarist.com/2014/04/17/the-cuban-missile-crisis-never-happened-or-at-least-the-stock-markets-didnt-care/>

Clarke, S., 2007, *The Development of Capitalism in Russia*, London & New York, Routledge.

Craggs Mersinoglu, Y., 2025, "Oligarch-linked telecoms group to float Ukraine's Kyivstar on Nasdaq", Financial Times, London, Nikkei Inc., Ανακτήθηκε την 25 Μαρ. 25 από <https://www.ft.com/content/0a0626f6-5d79-470f-89c9-eb97fd6e79f3>

Crozet, M. & Hinz, J., 2020, "Friendly Fire: The Trade Impact of the Russia Sanctions and Counter- sanctions", Economic Policy, Vol. 35 (101), pp. 97-146, Oxford, Oxford Academic, Ανακτήθηκε την 30 Μαρ. 25 από <https://academic.oup.com/economicpolicy/article-abstract/35/101/97/5836299?redirectedFrom=fulltext>

Cutler, D., M., Poterba, J., M. & Summers, L., H., 1988, "What moves stock prices?", NBER Working Paper Series, Working Paper No. 2538, Cambridge, National Bureau of Economic Research, Ανακτήθηκε την 15 Δεκ. 24 από https://www.nber.org/system/files/working_papers/w2538/w2538.pdf

Cucinelli, D., Schwizer, P. & Soana, M.G., 2021, "Brexit and the Banking Sector: The Stock Market Reaction of UK and European Banks", *International Journal of Business and Management*, Vol. 16 (4), Ανακτήθηκε την 2 Νοε. 24 από

file:///C:/Users/tzou8/Downloads/Brexit_and_the_Banking_Sector_The_Stock_Market_Rea.pdf

Dabrowski, M., 2023, "Thirty years of economic transition in the former Soviet Union: Microeconomic and institutional dimension", *Russian Journal of Economics*, Vol. 9 (2023), pp. 1-23, Moscow, Voprosy Ekonomiki N.P.

Degiannakis, S., Filis, G. & Floros, C., 2011, "Dynamic correlation between stock market and oil- process: The case of oil-importing and oil-exporting countries, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20 (3), pp. 152-164, North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 22 Φεβ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521911000226>

Di Leo, R., 1991, "The Soviet Union: 1985-1990: After Communist Rule the Deluge?", *Soviet Studies*, Vol. 43 (3), pp. 429-4489, Oxfordshire, Taylor & Francis. Ανακτήθηκε την 26 Ιαν. 25 από https://www.academia.edu/33608876/The_Soviet_Union_1985_1990_After_communist_rule_the_deluge

Ding, Z., & Granger, W., J., 1996, "Modelling Volatility Persistence of Speculative Returns: A New Approach", *Journal of Econometrics*, Vol. 73 (July), pp. 185-215.

Dimic, D., Orlov, V., Piljak, V., 2016, "The effect of political risk on currency carry trades", *Finance Research Letters*, Vol. 19, pp. 75-78

Dixit, A., McAdams, D., and Skeath, S., 2019, "We haven't got but one more day: The Cuban Missile Crisis as a Dynamic Chicken Game", *Social Science Research*, Ανακτήθηκε την 24 Νοε. 24 από https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3406265

Duggan, W., 2017, "On This Day In Market History: The Dissolution Of The Soviet Union", Benzinga, Ανακτήθηκε την 26 Ιαν. 25 από https://finance.yahoo.com/news/day-market-history-dissolution-soviet-160355675.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xILmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAKgBfPDuSZmtTh_4P6e-sT2zbryvl_tuARhE3chp6G93mqgtgEvJhjkvztd64gKaOZ5Xm_RRS11-

[h4gdjdfoxikyXepIKoTlhQDfZYS9nhZ5QNA3uJzZludLS-f9tRb4p0zb RKylTtjcu5F7LXIK38qKu FekgpQOuspKvXbygy](https://www.documentonews.gr/article/tramp-zelenski-thermo-epeisodio-mprosta-stis-kameres-oi-atakes-kai-i-espeysmeni-anaxorisi-video/)

Documento, 2025, *Τραμπ – Ζελένσκι: Καυγιάς μπροστά στις κάμερες – Οι «φαρμακερές» ατάκες και η εσπευσμένη αναχώρηση* [online], Ανακτήθηκε την 7 Απρ. 25 από <https://www.documentonews.gr/article/tramp-zelenski-thermo-epeisodio-mprosta-stis-kameres-oi-atakes-kai-i-espeysmeni-anaxorisi-video/>

D' Souza, D, 2023, "How War affects the modern stock market", *Investopedia*, Ανακτήθηκε την 8 Μαρ. 2025 από <https://www.investopedia.com/solving-the-war-puzzle-4780889>

Eichengreen, B., 2008, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System- Second Edition*, Princeton, Princeton University Press.

Engle, r., F. & Gary Lee, G., J., 1999, "A Long-Run and Short-Run Component Model of Stock Return Volatility," in Robert F. Engle and Halbert White (Eds.), *Cointegration, Causality, and Forecasting: A Festschrift in Honour of Clive Granger*, Oxford, Oxford University Press, pp. 475-497

Errickson, J.,A., "The Cuban Missile Crisis of 1962: Miscalculations, Escalation and Near Nuclear Confrontation" (thesis), The Florida State University, School of Social Sciences, Ανακτήθηκε την 24 Νοε. 24 από <https://apps.dtic.mil/sti/pdfs/ADA288397.pdf>

European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), 1999, "Transition Report 1999: Ten Years of Transition", Transition Report, London, ERBD, Ανακτήθηκε την 26 Ιαν. 25 από <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0030.pdf>

European Investment Bank (EIB), 2022, "New report: The impact of the war on Europe's economic recovery", Luxembourg, EIB, Ανακτήθηκε την 14 Μαρ. 2025 από <https://www.eib.org/en/media-centre/contact/index>

European Parliament, 2024, "Economic impact of Russia's war on Ukraine: European Council response", *European Parliamentary Research Service (EPRS)*, Luxembourg, European Council Oversight Unit, Publications Office of the EU, Ανακτήθηκε την 3 Μαρ. 25 από

[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/757783/EPRS_BRI\(2024\)757783_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/757783/EPRS_BRI(2024)757783_EN.pdf)

Fang, T., Lee, T.-H., Su, Z., 2020, "Predicting the Long- term Stock Market Volatility: A GARCH- MIDAS Model with Variable Selection", *Journal of Empirical Finance*, Vol. 58, pp. 36-49, North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 22 Φεβ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0927539820300293>

Fama, E. (1970), "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work", *The Journal of Finance*, 25 (2), pp. 383-417

Federal Reserve Bank of St. Louis, (n.d.), Economic Data, Διαθέσιμο στο [Federal Reserve Economic Data | FRED | St. Louis Fed](#)

Federle, J., Meier, A., Muller, G., J. & Sehn, V., 2024, "Proximity to War: The Stock Market Response to the Russian Invasion of Ukraine", *Journal of Money, Credit and Banking Review/ Early View*, Wiley Online Library, Ανακτήθηκε την 23 Μαρ. 25 από <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jmcb.13226>

Ferguson, N., 2008, "Earning from history? Financial markets and the approach of world wars", *Brookings Papers on Economic Activity*, Cambridge, Harvard University, pp. 431-477.

Finer, D., A., 2021, "No shock waves through Wall Street? Market responses to the risk of nuclear war" (dissertation). The University of Chicago, Chicago, Illinois. Ανακτήθηκε την 24 Νοε. 24 από file:///C:/Users/tzou8/Downloads/Finer_uchicago_0330D_15792.pdf

Fiorillo, P. Meles, A., Pellegrino, L.R., Verdoliva, V., 2023, "Geopolitical risk and stock liquidity", *Finance Research Letters*, Vol. 54/June 2023. Ανακτήθηκε την 26 Οκτ. 24 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612323000612>

Fischer, S. & Sahay., R., 2000, "The Transition Economies After Ten Years", IMF Working Paper, Washington D.C., International Monetary Fund, Ανακτήθηκε την 26 Ιαν. 25 από <https://www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR99.pdf>

Fiszeder, P. & Malecka, M., 2022, "Forecasting volatility during the outbreak of Russian invasion of Ukraine: application to commodities, stock indices, currencies and

cryptocurrencies”, *Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, Vol. 17 (4 Dec 2022), Olsztyn, Institute of Economic Research (Poland), Ανακτήθηκε την 30 Μαρ. 25 από https://www.researchgate.net/publication/360926431_Forecasting_volatility_during_the_outbreak_of_Russian_invasion_of_Ukraine_Application_to_commodities_stock_indices_currencies_and_cryptocurrencies

Frank, A.G., 1998, "What went wrong in the "socialist" East?", *Humboldt Journal of Social Relations*, Vol. 24 (1/2), pp. 171-193, California, Department of Sociology, Humboldt State University, Ανακτήθηκε την 23 Φεβ. 25 από <https://www.jstor.org/stable/23263051>

Franses, P. H., & Ghijsels, H., 1999, «Additive outliers, GARCH and forecasting volatility», *International Journal of Forecasting*, Vol. 15(1), pp. 1–9. North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 30 Μαρ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0169207098000533>

Friedman, T., 2000, *The Lexus and the Olive Tree*, New York and London, Harper Collins Publishers.

Frye, T., 2002, "The Perils of Polarization: Economic Performance in the Postcommunist World", *World Politics*, Vol. 54, No. 3 (Apr., 2002), pp. 308-337, Baltimore: Johns Hopkins University Press, Ανακτήθηκε την 19 Ιαν. 25 από <https://www.columbia.edu/~tmf2/The%20Perils%20of%20Polarization.pdf>

Fuerbringer, J., 1991, "World's Markets; Caution in the Coup's Aftermath", *The New York Times*, Aug. 25, 1991, Section 3, p. 15, Ανακτήθηκε την 23 Φεβ. 25 από <https://www.nytimes.com/1991/08/25/business/world-markets-caution-in-the-coup-s-aftermath.html?auth=login-google1tap&login=google1tap>

Fursenko, A., & Naftali, T., 1997, *One Hell of a Gamble: Khrushchev, Castro, Kennedy and the Cuban Missile Crisis, 1958-1964*, London, J. Murray.

Gaidar, Y., 2007, *Collapse of an Empire, Lessons for Modern Russia*, Washington, Brookings Institution Press.

Gandel, S. & Karaian, J., 2022, "Who's Buying Russian Stocks?", The New York Times, New York, The New York Times Company, Ανακτήθηκε την 23 Μαρ. 25 από <https://www.nytimes.com/2022/03/26/business/dealbook/russia-stock-market.html>

Gillespie, A., 2008, "Dynamics of trust and distrust: An analysis of the Cuban Missile Crisis", Political Science, Ανακτήθηκε την 24 Νοε. 24 από https://www.aber.ac.uk/en/media/departamental/interpol/ddmi/gillespie_-_dynamics_of_trust_and_distrust.pdf

Goriaev, A. & Zabolkin, A., 2006, "Risks of investing in the Russian stock market: Lessons of the first decade", Emerging Markets Review, Vol. 7 (4), pp. 380-397, North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 2 Μαρ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1566014106000501>

Gorodnichenko, Y. & Rodnyansky, A., 2024, "Ukraine's capital market: A brief history", VOEX EU, Center for Economic Policy Research, Ανακτήθηκε την 25 Μαρ. 25 από <https://cepr.org/voxeu/columns/ukraines-capital-market-brief-history>

Griffin, R., 2021, "30 years on: How the collapse of the Soviet Union transformed Russia into a global oil and gas powerhouse", S & P Global, Ανακτήθηκε την 6 Ιαν. 25 από <https://www.spglobal.com/commodity-insights/en/news-research/blog/crude-oil/082521-russia-oil-gas-infrastructure-30-years>

Gustafson, T., 1999, Capitalism Russian- Style, Cambridge, Cambridge University Press.

Haavio, M., Kilponen, J. & Gulán, A., 2021, "Large trade shocks and economic crises: The case of the Finnish- Soviet trade collapse", VoxEU, Ανακτήθηκε την 22 Φεβ. 25 από <https://cepr.org/voxeu/columns/large-trade-shocks-and-economic-crises-case-finnish-soviet-trade-collapse>

Hall, S. & Urga, G., 2002, "Testing for ongoing efficiency in the Russian stock market", Ανακτήθηκε την 2 Μαρ. 25 από <http://www.e-m-h.org/HaUr02.pdf>

Head, K. & Mayer, T., 2014, "Gravity Equations: Workhorse, Toolkit and Cookbook" in Gopinath, G., Helpman, E. & Rogoff, K., Handbook of International Economics, Vol. 4, pp. 131-195, Amsterdam, Elsevier, Ανακτήθηκε την 23 Μαρ. 25 από

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/B9780444543141000033?via%3Dihub>

Hellman, J., 1998, "Winners Take All: The Politics of Partial Reform in Postcommunist Transitions", *World Politics*, Vol. 50, No. 2 (Jan, 1998), pp. 203-234, Baltimore: Johns Hopkins University Press, Ανακτήθηκε την 19 Ιαν. 25 από <http://pscourses.ucsd.edu/ps200b/Hellman%20Winners%20Take%20All--The%20Politics%20of%20Partial%20Reform%20in%20Postcommunist%20Transitions.pdf>

"History of Japanese Market via Nikkei 225", Nikkei Indexes- Nikkei 225 Official Site. Ανακτήθηκε την 2 Φεβ. 25 από <https://indexes.nikkei.co.jp/70th/historyofthemarket-article.html>

Isidore, C. 2013, Impact of war on stocks and oil, Ανακτήθηκε την 12 Οκτ. 24, <https://money.cnn.com/2013/09/03/investing/war-syria-stocks-oil/index.html>

Izzeldin, M., Muradoglu, Y. G., Pappas, V., Petropoulou, A. & Sivaprasad, S., 2023, "The impact of the Russian- Ukrainian war on global financial markets", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 87 (2023), North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 16 Μαρ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S105752192300114X>

Julio, B. & Yook, Y., 2012, "Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles", *The Journal of Finance*, Vol. 67(1), pp. 45-83

Kilfoyle, M., 2023, "Ukraine: what's the global economic impact of Russia's invasion?", *Economics Observatory*, Ανακτήθηκε την 3 Μαρ. 25 από <https://www.economicsobservatory.com/ukraine-whats-the-global-economic-impact-of-russias-invasion>

Kim, S., Mei, J., 2001, "What Makes the Stock Market Jump? An analysis of Political Risk on Global Stock Returns", *Journal of International Monetary and Finance*, Vol. 20 (7), pp. 1003-1016, North Holland. Elsevier Science Publishers B.V.

Kolyandr, A., 2025, "Addicted to War: Undermining Russia's Economy", *Center for European Policy Analysis (CEPA)*, Ανακτήθηκε την 23 Μαρ. 25 από <https://cepa.org/comprehensive-reports/addicted-to-war-undermining-russias-economy>

Korani, J., 1992, *The Socialist System, The Political Economy of Communism*, Oxford: Oxford University Press.

Kornai, J., & Maskin, E., 2003, "Understanding the Soft Budget Constraint", *Journal of Economic Literature*, Vol. XLI (December 2003), pp. 1095-1136, Nashville: American Economic Association, Ανακτήθηκε την 19 Ιαν. 25 από https://scholar.harvard.edu/files/maskin/files/kornai-maskin-roland2003_understanding_the_sbc_-_jeconlit.pdf

Kornai, J., 2012, "What Economics of Shortage and The Socialist System have to say to the (Hungarian) readers today- An Introductory Study to the First Two Volumes of the Life's Work Series", *Acta Oeconomica*, Vol. 62 (3), pp. 365-384, Budapest, Akadémiai Kiadó, Ανακτήθηκε την 12 Ιαν. 25 από https://www.kornai-ianos.hu/media/konyvek_cikkek/w20825/Kornai2012_ActaOeconomica.pdf

Kotkin, S., 2008, *Armageddon Averted, The Soviet Collapse, 1970-2000*, Oxford, Oxford University Press.

Kramer, E., 2025, "Fair or Not, Zelensky Is Angering Trump. Is His Style Hurting Ukraine?", *New York Times*, New York, The New York Times Company, Ανακτήθηκε την 7 Απρ. 25 από <https://www.nytimes.com/2025/02/24/world/europe/ukraine-zelensky-trump.html>

Laidley, C., 2025, "Wall Street is Souring on the S&P 500- Here's Where Forecasters See Stocks Ending the Year", *Investopedia*, Ανακτήθηκε την 13 Απρ. 25 από <https://www.investopedia.com/wall-street-is-souring-on-the-s-and-p-500-where-analysts-see-stocks-ending-the-year-now-11713991>

La Porta, R., Lopez- De-Silanes, F., Shleifer, A. * Vishny, R., W., 2012, "Legal Determinants of External Finance", *The Journal of Finance*, Vol. 52 (3), pp. 1131-1150, Philadelphia, American Finance Association (AFA), Ανακτήθηκε την 2 Μαρ. 25 από <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>

Leromain, E. & Biermann, M., 2023, "How has the Russian invasion of Ukraine affected global financial markets?", *Economics Observatory*, Ανακτήθηκε την 23 Μαρ. 25 από

<https://www.economicsobservatory.com/how-has-the-russian-invasion-of-ukraine-affected-global-financial-markets>

Levine, R., 1999, "Law, Finance and Economic Growth", Journal of Financial Intermediation, Vol. 8 (1-2), pp. 8-35, North Holland. Elsevier Science Publishers B.V.

Lodh, A., Sparks, A., Leahy, T. & Mammadov, E., 2023, "Global Markets One Year After Russia's Invasion of Ukraine", MSCI, Ανακτήθηκε την 25 Μαρ. 25 από <https://www.msci.com/www/blog-posts/global-markets-one-year-after/03668219477>

LSE Intl, n.d., Historical Data: RTS Index USD- Russia, Διαθέσιμο στο <https://stoog.com/q/d/?s=%5Erts&c=0&d1=19950101&d2=20001231&i=y>

Malkin, L., 1991, "Stocks Surge Amid Euphoria Over Coup Flop", The New York Times, Ανακτήθηκε την 1 Φεβ. 25 από <https://www.nytimes.com/1991/08/22/business/worldbusiness/IHT-stocks-surge-amid-euphoria-over-coup-flop.html>

Manelli, A., Pace, R. & Leone, M., 2024, "Russia- Ukraine Conflict, Commodities and Stock Market: A Quantile VAR Analysis", Journal of Risk and Financial Management, Vol. 17 (2024), p. 29, Basel, MDPI, Ανακτήθηκε την 22 Φεβ. 25 από <https://www.mdpi.com/1911-8074/17/1/29>

Markiel, B., G., 2020, *A Random Walk down Wall Street, The Time- Tested Strategy for Successful Investing*, New York- London, W.W. Norton & Company.

May, E., R. & Zelikow, P., D., 2002, *The Kennedy Tapes: Inside the White House during the Cuban Missile Crisis*, Concise Edition, New York, W.W. Norton & Company

Mazat, N., 2016, "Structural analysis of the economic decline and collapse of the Soviet Union, Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia [Proceedings of the 43rd Brazilian Economics Meeting], Rio de Janeiro, Brazilian Association of Graduate Programs in Economics (ANPEC), Ανακτήθηκε την 26 Ιαν. 25 από https://www.boeckler.de/pdf/v_2015_10_24_mazat.pdf

McCrum, D, 2018, "Stocks and the Cuban missile crisis", Financial Times, London, Financial Tims LTD.

Mehra, R. & Prescott, E.,C., 1998, “The equity risk premium: A solution?”, Journal of Monetary Economics, Vol. 22(1998), pp. 133-136

Menglong, Y., Qiang, Z., Adan, Y., 2021, Geopolitical Risk and Stock Market Volatility in Emerging Economies: Evidence from GARCH- MIDAS Model, Ανακτήθηκε την 19 Οκτ. 24 από <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1155/2021/1159358>

Milionis, A. & Papanagiotou, E. (2009), “An alternative methodological approach to assess the predictive performance of the moving average trading rule in financial markets: application to the London Stock Exchange”, Working Paper, Bank of Greece, Eurosystem, Vol. 107, Ανακτήθηκε την 20 Οκτ. 24 από <https://www.bankofgreece.gr/Publications/Paper2010107.pdf>

MOEX, 2022, “Moscow Exchange celebrates 30th anniversary”, Ανακτήθηκε την 16 Φεβ. 25 από <https://www.moex.com/n39449>

MOEX, n.d., Reference data, Διαθέσιμο στο <https://www.moex.com/en/orders?referencedata>

Morningstar, Inc., (2024), International Exchange Inc. ICE, Ανακτήθηκε την 2 Νοε. 2024 από ICE - Intercontinental Exchange Inc Chart | Morningstar

Munton, D. & Welch, D., A., 2007, The Cuban Missile Crisis, A Concise History, New York, Oxford, Oxford University Press

Neely, C, J. & Jordan- Wood, S., 2022, “Russia’s Invasion of Ukraine and its Impact on Stock Prices”, Federal Reserve Bank of Saint Louis, Ανακτήθηκε την 10 Μαρ. 2025 από <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2022/jun/russia-invasion-ukraine-impact-stock-prices>

Nerlinger, M. & Utz, S., 2022, “The impact of the Russia- Ukraine conflict on energy firms: A capital market perspective”, Finance Research Letters, Vol. 50 (2022), North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 16 Μαρ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612322004421?via%3Dihub>

Noel, M., Kantur, Z., Krasnov, E. & Rutledge, S., 2006, “Development of Capital Markets and Institutional Investors in Russia, Recent Achievements and Policy Challenges Ahead”, World Bank Working Paper, No 87, Washington, D.C., The World Bank, Ανακτήθηκε την 16 Φεβ. 25 από <https://documents1.worldbank.org/curated/pt/118571468332975037/pdf/372660RU0Ca pit101OFFICIAL0USE0ONLY1.pdf>

Noλ, A. & Βόλτερ, Γ.,N., 2024, «Ουκρανία: 1.000 ημέρες από τη ρωσική εισβολή», Deutsche Welle, Ανακτήθηκε την 25 Μαρ. 25 από <https://www.dw.com/el/%CE%BF%CF%85%CE%BA%CF%81%CE%B1%CE%BD%CE%AF%CE%B1-1000-%CE%B7%CE%BC%CE%AD%CF%81%CE%B5%CF%82-%CE%B1%CF%80%CF%8C-%CF%84%CE%B7-%CF%81%CF%89%CF%83%CE%B9%CE%BA%CE%AE-%CE%B5%CE%B9%CF%83%CE%B2%CE%BF%CE%BB%CE%AE/a-70812850>

Parnell, E. B., 2023, “The Market Impact of War”, GVA Economic and Market Report, Ανακτήθηκε την 27 Οκτ. 24 από <https://greatvalleyadvisors.com/market-impact-of-war/> Pinnacle Data Corporation, (n.d.), StockCharts, Διαθέσιμο στο StockCharts.com | Advanced Financial Charts & Technical Analysis Tools

Perotti, E., & Van Oijen, P., 2001, “Privatization, political risk and stock market development in emerging economies”, Journal of International Money and Finance, Vol. 20 (1), pp. 43-69, North Holland. Elsevier Science Publishers B.V.

Phan, D.H.B., Tran, V.T., Njindan Iyke, B., 2022, “Geopolitical risk and bank stability”, Finance Research Letters, Vol. 46(B)/May 2022, Ανακτήθηκε την 26 Οκτ. 24 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612321004402>

Ping, L., Zhang, P., Guo, Y. & Li, J., 2024, “How has the relationship between major financial markets changed during the Russia- Ukraine conflict?”, Humanities & Social Sciences Communications, Vol. 11 (1731),), London- Berlin- N.Y., Springer Nature, Nature Portfolio, Ανακτήθηκε την 30 Μαρ. 25 από <https://www.nature.com/articles/s41599-024-04231-7>

Popov, V., 2000, “Shock Therapy Versus Gradualism: The End of The Debate (Explaining the Magnitude of Transformational Recession)”, Comparative Economic Studies, Vol. XLII, No. 1 (Spring 2000), pp. 1-57, Ottawa: Institute of European and

Russian Studies (EURUS), Carleton University, Ανακτήθηκε την 19 Ιαν. 25 από <https://pages.nes.ru/vpopov/documents/TR-REC-full.pdf>

Potts, M., 1991, "Soviet Coup's Collapse Rockets Dow Up 88. Euphoria boosts market back above 3000", *The Washington Post*, Ανακτήθηκε την 1 Φεβ. 25 από <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1991/08/22/soviet-coups-collapse-rockets-dow-up-88/6a3e156d-a4d7-44c9-bb3d-ae5b968092fa/>

Quan, L. & Sacko, D., 2002, "The (ir)relevance of militarized interstate disputes for international trade", *International Studies Quarterly*, Vol. 46, pp. 11-43.

Rakic, D., 2024, "Two years of war: The state of the Ukrainian economy in 10 charts", *Economic Governance and EMU Security Unit*, Brussels, European Parliament, Ανακτήθηκε την 25 Μαρ. 25 από [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/747858/IPOL_BRI\(2024\)747858_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/747858/IPOL_BRI(2024)747858_EN.pdf)

Renison, J., 2025, "The Stock Market Index Is Flashing a Clear Warning About the Economy", *New York Times*, New York, The New York Times Company, Ανακτήθηκε την 7 Απρ. 25 από <https://www.nytimes.com/2025/03/14/business/russell-2000-bear-market.html>

Renison, J., Kaye, D. & Fu, C., 2025, "Some Calm Returns to Markets Even as Trade Tensions Escalate", *New York Times*, New York, The New York Times Company, Ανακτήθηκε την 8 Απρ. 25 από <https://www.nytimes.com/2025/04/07/business/trump-tariffs-stock-markets.html?smid=nytcore-android-share>

Rubtsov, B., B., 2013, "The Russian Securities Market: 20 Years of Development", *European Journal of Law and Economics*, Vol. 40, no. 1, pp. 105-118, Berlin, Springer Science + Business Media. Ανακτήθηκε την 16 Φεβ. 25 από https://publishup.uni-potsdam.de/opus4-ubp/frontdoor/deliver/index/docId/6640/file/EFC_Rubtsov_105_118.pdf

Rutter, R., 1962, "Stocks Plunge Early on Crisis, but Rally", *New York Times*, New York, The New York Times Company

Sachs, J., D. & Warner, A., M., 1995, "Economic Reform and the Process of Global Integration", Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1995 (1), Washington D.C., Brookings Institution Press, Ανακτήθηκε την 26 Ιαν. 25 από https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1995/01/1995a_bpea_sachs_warner_aslund_fischer.pdf

Salisu, A., Ogbonna, A., Lasisi, L. & Olaniran, A., 2022, "Geopolitical risk and stock market volatility in emerging markets: A GARCH- MIDAS approach", The North American Journal of Economics and Finance, Vol. 62 (1), Ανακτήθηκε την 20 Οκτ. 24 από https://repository.up.ac.za/bitstream/handle/2263/88957/Salisu_Geopolitical_2022.pdf?sequence=1

Shiobakina, S., 2006, The analysis of the stock exchange market in Russia, Munich, GRIN Publishing GmbH.

Schneider, G & Troeger, V., 2006, "War and the world economy, Stock market reactions to international conflicts", Journal of Conflict Resolution, 50 (5), pp. 623-645

Schwert, G, W., 1988, "Why does stock market volatility change over time?", NBER Working Paper Series, Cambridge, National Bureau of Economic Research, Ανακτήθηκε την 4 Ιαν. 25 από https://www.nber.org/system/files/working_papers/w2798/w2798.pdf

Seydl, J., 2024, "How do geopolitical shocks impact markets?", J.P. Morgan Private Bank, Ανακτήθηκε την 26 Οκτ. 24 από <https://privatebank.jpmorgan.com/nam/en/insights/markets-and-investing/how-do-geopolitical-shocks-impact-markets>

Shell, A., 2014, "Wall Street reaction to shock often short- lived", USA Today, Ανακτήθηκε την 27 Οκτ. 2025 από <https://eu.usatoday.com/story/money/markets/2014/03/03/stocks-ukraine-geopolitics-historical-performance/5967757/>

Smedley Financial Services (SFS), 2014, "Impact of War on Stock Markets", Ανακτήθηκε την 14 Δεκ. 24 από <https://smedleyfinancial.com/wp/impact-of-war-on-stock-markets/>

Soros, G., 2015, "The Alchemy of Finance", John Wiley & Sons Inc, New Jersey, USA

Wade, K., 2019, "Measuring the market impact of geopolitics", Foresight, Ανακτήθηκε την 2 Νοε. 24 από https://mybrand.schroders.com/m/b43f7ed9b00d47de/original/2019_Sept_Measuring-the-market-impact-of-geopolitics_KW_IL_CS1696.pdf

Taylor, B., 2018, "The Russian Stock Market Before the Revolution", Investment Office, Ανακτήθηκε την 15 Φεβ. 25 από https://www.investmentoffice.com/Observations/Markets_in_History/The_Russian_Stock_Market_Before_the_Revolution.html

The World Bank, 2002, Transition: The First Ten Years- Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union, Washington, The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank. Ανακτήθηκε την 2 Φεβ. 25 από <https://documents1.worldbank.org/curated/en/319481468770972868/pdf/Transition-The-first-ten-years-analysis-and-lessons-for-Eastern-Europe-and-the-former-Soviet-Union.pdf>

Tumurculuun, G, 1994, "China's foreign policy after collapse of the USSR: Changes, challenges and opportunities", The Mongolian Journal of International Affairs, No. 1, pp. 52-63, Institute of International Studies, Mongolian Academy of Sciences. Ανακτήθηκε την 2 Φεβ. 25 από file:///C:/Users/tzou8/Downloads/admin,+MJIA_1_52-63.pdf

Turner, J., 2022, "Where did Russia's post- communism economic reforms go wrong?", Economics Observatory, Ανακτήθηκε την 16 Φεβ. 25 από <https://www.economicsobservatory.com/where-did-russias-post-communism-economic-reforms-go-wrong>

"Twenty Billion Dollar Question", 1962 (October 27), Economist, p. 379.

Ugurlu, E., Thalassinou, E. Muratoglu, Y., 2014, "Modeling Volatility in the Stock Markets using GARCH Model: European Emerging Economies and Turkey", International Journal in Economics and Business Administration, Vol. II (3), pp. 72-87, Athens, International Strategic Management Association (ISMA), Ανακτήθηκε την 22 Φεβ. 25 από https://www.ersj.eu/repec/ers/pijeba/14_3_p6.pdf

Ullah, M., Sohag, K., Khan, S. & Sohail, H., M., 2023, "Impact of Russia- Ukraine conflict on Russian financial market: Evidence from TVP- VAR and quantile- VAR analysis",

Russian Journal of Economics, Vol. 9 (3), pp. 284-305, Moscow, Redaktsiya zhurnala Voprosy Ekonomiki, Ανακτήθηκε την 23 Μαρ. 25 από <https://rujec.org/article/105833/element/2/16/>

Umar, M., Riaz, Y. & Yousaf. I., 2022, "Impact of Russian- Ukraine war on clean energy, conventional energy and metal markets: Evidence from event study approach", Resources Policy, Vol. 79 (Dec. 2022)., North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 16 Μαρ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0301420722004093>

Wang, M. & Su, Y., 2023, "How Russian- Ukrainian geopolitical risks affect Chinese commodity and financial markets?", Finance Research Letters, Vol. 56, Ανακτήθηκε την 30 Μαρ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612323005512>

Wigglesworth, R., Stafford, P. & Stubbington, T., 2022, "War in Ukraine: what explains the calm in global stock markets", Financial Times, London, Nikkei Inc., Ανακτήθηκε την 16 Μαρ. 25 από <https://www.ft.com/content/4c4c4c04-151c-467c-b011-136d56546da9>

"World Markets; Caution in the Coup's Aftermath", 1991, 25 August, New York Times, Section 3, p. 15, New York, The New York Times Company, Ανακτήθηκε την 6 Ιαν. 25 από <https://www.nytimes.com/1991/08/25/business/world-markets-caution-in-the-coup-s-aftermath.html>

Xiao, J., Jiang, J. & Zhang Y., 2024, "Policy uncertainty, investors sentiment, and good and bad volatilities in the stock market: Evidence from China", Pacific- Basin Finance Journal, Vol. 84, North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 7 Απρ. 25 από <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0927538X24000544>

Yang, M., Zhang, Q., Yi., A. & Peng, P., 2021, "Geopolitical Risk and Stock Market Volatility in Emerging Economies: Evidence from GARCH- MIDAS Model", Discrete Dynamics in Nature and Society, Vol. 2021 (1), Ανακτήθηκε την 25 Ιαν. 25 από <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1155/2021/1159358>

Yaojie, Z., Jiabin, H., Menghi, H. & Shaofang, L., 2023, "Geopolitical risk and stock market volatility: A global perspective", Finance Research Letters, Vol. 53/May 2023,

Ανακτήθηκε την 26 Οκτ. 24 από
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612322007966>

Yaojie, Z., Yuxuan, Z., Xinrui, R. & Meichen, J., 2024, "Geopolitical risk exposure and stock returns: Evidence from China", Finance Research Letters, Vol. 64, North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 7 Απρ. 25 από
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612324005099>

Yaremko, V., 2023, "The Long- Term Consequences of Blacklisting: Evidence from the Ukrainian Famine of 1932-1933" (thesis), University of California, Ανακτήθηκε την 25 Μαρ. 25 από
<https://hiverev-data.s3.amazonaws.com/media/uploads/5837164617/vyaremko-jmp-blacklisting.pdf>

Yilmakxuday, H., 2024, "Geopolitical Risk and Stock Prices", FIU Working Papers, WP 2407, June 2024, Miami, Florida International University, Steven J. Green School of International & Public Affairs, Department of Economics, Ανακτήθηκε την 7 Απρ. 25 από
<https://economics.fiu.edu/research/working-papers/2024/2407.pdf>

Yousaf, I., Patel, R. & Yarovaya, L., 2022, "The reaction of G20+ stock markets to the Russia- Ukraine conflict "black- swan" event: Evidence from event study approach", Journal of Behavioral and Experimental Finance, Vol. 35 (2022), North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 16 Μαρ. 25 από
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2214635022000570?via%3Dihub>

Zhang, C., 2025, "The Upside- Down Line That Tells Story of the Stock Market Now", "?", New York Times, New York, The New York Times Company, Ανακτήθηκε την 8 Απρ. 25 από
<https://www.nytimes.com/2025/03/14/business/sp-500-stock-market-trump.html>

Zhou, Y., Wang, D. & Nie, Z., 2025, "How geopolitical tensions affect China's systemic financial risk contagion", China Economic Review, Vol. 90, North Holland. Elsevier Science Publishers B.V., Ανακτήθηκε την 7 Απρ. 25 από
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1043951X25000240>

Zhuanxin, D & Granger, C.W.J., 1996, "Modelling Volatility Persistence of Speculative Returns: A New Approach", Journal of Econometrics, Vol. 73 (July), pp. 185-215