

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ



ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΈΛΕΓΧΟΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Γεωργία Σολωμού

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

Πειραιάς, Δεκέμβριος 2017

UNIVERSITY OF PIRAEUS
DEPARTMENT OF ECONOMICS



MASTER PROGRAM IN
ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY

CAPITAL CONTROLS AND THEIR IMPACT ON
THE ECONOMY

Georgia Solomou

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

Piraeus, Greece, December 2017

Θέλω να αφιερώσω αυτή την εργασία στην οικογένεια μου και στους δικούς μου ανθρώπους που με στηρίζουν σε κάθε μου προσπάθεια.

Ευχαριστίες

Ευχαριστώ θερμά την καθηγήτριά μου κυρία Μ.Ψυλλάκη για τη βοήθεια, την καθοδήγηση και την υπομονή της.

Έλεγχοι κεφαλαίων και επιπτώσεις στην οικονομία

Σημαντικοί όροι: κεφαλαιακοί έλεγχοι, επιπτώσεις στην οικονομία, άμεσες ξένες επενδύσεις

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η ανάλυση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται σε πολλές χώρες ως εργαλείο για τη σταθεροποίηση των ροών.

Αρχικά, ορίζεται η έννοια των κεφαλαιακών ελέγχων και οι διαφορές τους ανά χώρα εφαρμογής, ενώ γίνεται αναφορά τόσο στις θετικές όσο και στις αρνητικές επιπτώσεις τους.

Επιπροσθέτως, πραγματοποιείται μία βιβλιογραφική επισκόπηση σε περιπτώσεις χωρών στις οποίες έχουν εφαρμοστεί περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων – χώρες Λατινικής Αμερικής, Ισλανδία, Κύπρο, Ελλάδα – και ανάλυση των επιπτώσεων στην οικονομία τους.

Εν συνεχεία, ακολουθεί μελέτη των capital controls στην Ισλανδία με τη χρήση δεδομένων και παραμέτρων για την ανάλυση των επιπτώσεων στις Άμεσες Ξένες Επενδύσεις. Επίσης, γίνεται σχετική παρουσίαση με πίνακες και επεξεργασία των δεδομένων αυτών με τα κατάλληλα στατιστικά εργαλεία και καταλήγουμε σε ανάλογα συμπεράσματα.

Capital controls and their impact on the economy

Keywords: capital controls, impacts on the economy, foreign direct investment

Abstract

The purpose of the above dissertation is to analyze capital movements controls used in many countries as a tool for stabilizing flows.

Initially, the concept of capital controls and their differences are determined by country of application, while reference is made to both their positive and negative impacts.

In addition, a literature review is being carried out in countries where restrictions on capital movements have been applied – such as countries of Latin America, Iceland, Cyprus, Greece - and an analysis of the impact on their economies.

In the sequel, a capital control research in Iceland is conducted using data and parameters to analyze the impact on Foreign Direct Investment. Furthermore, we present a relevant presentation with tables and processing of these data with the appropriate statistical tools while all things considered we come up with conclusions.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη	σελ.ν
Abstract	σελ.νi
Κατάλογος πινάκων	σελ.ix
Κατάλογος διαγραμμάτων	σελ.x
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Θεωρητική έννοια των capital controls	σελ.1
1.1 Εισαγωγή.....	σελ.1
1.2 Σκοπός εφαρμογής των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων	σελ.1
1.3 Η αντίληψη για τα capital controls της νεότερης ιστορίας.....	σελ.2
1.4 Μέτρα ελέγχου στις ροές κεφαλαίων	σελ.3
1.5 Διαφοροποιήσεις στους περιορισμούς.....	σελ.4
1.6 Ανέφικτη Τριάδα – Επιπτώσεις κεφαλαιακών ελέγχων	σελ.9
1.7 Θετικές επιπτώσεις των capital controls.....	σελ.11
1.8 Αρνητικές επιπτώσεις των capital controls.....	σελ.12
1.9 Ανακεφαλαίωση.....	σελ.14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Βιβλιογραφική επισκόπηση χωρών με capital controls και ανάλυση επιπτώσεων στην οικονομία τους	σελ.15
2.1 Εισαγωγή.....	σελ.15
2.2 Περίπτωση χωρών Λατινικής Αμερικής.....	σελ.15
2.2.1 Περίπτωση Βραζιλίας	σελ.16
2.2.1.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Βραζιλίας.....	σελ.16
2.2.1.2 Αντιμετώπιση της κρίσης και έλεγχοι κεφαλαίων.....	σελ.18
2.2.1.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία ..	σελ.20
2.2.2 Περίπτωση Αργεντινής	σελ.23
2.2.2.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Αργεντιν ..	σελ.23
2.2.2.2 Αντιμετώπιση της κρίσης και έλεγχοι κεφαλαίων.....	σελ.26
2.2.2.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία ..	σελ.31
2.2.2.4 Στρατηγική απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ελέγχων .	σελ.37
2.3 Περίπτωση Ισλανδίας	σελ.37
2.3.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Ισλανδίας	σελ.37
2.3.2 Αντιμετώπιση της κρίσης και έλεγχοι κεφαλαίων.....	σελ.40
2.3.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία	σελ.41
2.3.4 Στρατηγική απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ελέγχων	σελ.45
2.4 Περίπτωση Κύπρου	σελ.47
2.4.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Κύπρου	σελ.47
2.4.2 Αντιμετώπιση της κρίσης και έλεγχοι κεφαλαίων.....	σελ.49
2.4.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία	σελ.50

2.4.4 Στρατηγική απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ελέγχων	σελ.54
2.5 Περίπτωση Ελλάδας	σελ.55
2.5.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Ελλάδας	σελ.55
2.5.2 Αντιμετώπιση της κρίσης και έλεγχοι κεφαλαίων	σελ.57
2.5.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία	σελ.58
2.5.4 Στρατηγική απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ελέγχων	σελ.62
2.6 Ανακεφαλαίωση.....	σελ.63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Εμπειρική μελέτη των <i>capital controls</i> στην Ισλανδία και επιπτώσεις στις Άμεσες Ξένες επενδύσεις.....	σελ.64
3.1 Εισαγωγή	σελ.64
3.2 Ανάλυση δεδομένων	σελ.64
3.3 Μέθοδος εκτίμησης: ελάχιστα τετράγωνα.....	σελ.71
3.4 Αποτελέσματα της έρευνας.....	σελ.76
3.5 Ανακεφαλαίωση	σελ.87
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	σελ.88
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	σελ.94

Κατάλογος πινάκων

Πίνακας 3.1: Επεξήγηση μεταβλητών	σελ.65
Πίνακας 3.2: Στατιστικά στοιχεία δείγματος 20 χωρών με cc (2004-2013).....	σελ.66
Πίνακας 3.3: Παρουσίαση μεταβλητών για την Ισλανδία ανά έτος (2004-2013) σελ.66	
Πίνακας 3.4: Μεταβλητές εξισώσεων	σελ.75
Πίνακας 3.5: Παρουσίαση μεταβλητών για το μοντέλο 1 στο spss	σελ.77
Πίνακας 3.6: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για το μοντέλο 1 (<i>Descriptive</i>) .	σελ.77
Πίνακας 3.7: Συσχέτιση μεταβλητών για το μοντέλο 1 (<i>Correlations</i>).....	σελ.78
Πίνακας 3.8: Προβλεπτικές μεταβλητές για το μοντέλο 1 (<i>Variables Entered</i>) ..	σελ.79
Πίνακας 3.9: Περίληψη μοντέλου για το μοντέλο 1 (<i>Model Summary^b</i>)	σελ.79
Πίνακας 3.10: Έλεγχος για το μοντέλο 1 (<i>ANOVA^b</i>).....	σελ.79
Πίνακας 3.11: Συντελεστές παλινδρόμησης για το μοντέλο 1 (<i>Coefficients^a</i>)	σελ.80
Πίνακας 3.12: Διαγνωστικά για το μοντέλο 1 (<i>Collinearity Diagnostics^a</i>).....	σελ.81
Πίνακας 3.13: Στατιστικά υπολείμματα για το μοντέλο 1 (<i>Residuals Statistics^a</i>) σελ.81	
Πίνακας 3.14: Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Ισλανδία (<i>AΞE-εισροές</i>).....	σελ.81
Πίνακας 3.15: Παρουσίαση μεταβλητών για το μοντέλο 2 στο spss	σελ.82
Πίνακας 3.16: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για το μοντέλο 2 (<i>Descriptiv</i>) σελ.82	
Πίνακας 3.17: Συσχέτιση μεταβλητών για το μοντέλο 2 (<i>Correlations</i>).....	σελ.83
Πίνακας 3.18: Προβλεπτικές μεταβλητές για το μοντέλο 2 (<i>Variables Entered</i>) σελ.83	
Πίνακας 3.19: Περίληψη μοντέλου για το μοντέλο 2 (<i>Model Summary^b</i>)	σελ.84
Πίνακας 3.20: Έλεγχος για το μοντέλο 2 (<i>ANOVA^b</i>).....	σελ.84
Πίνακας 3.21: Συντελεστές παλινδρόμησης για το μοντέλο 2 (<i>Coefficients^a</i>)	σελ.85
Πίνακας 3.22: Διαγνωστικά για το μοντέλο 2 (<i>Collinearity Diagnostics^a</i>).....	σελ.85
Πίνακας 3.23: Στατιστικά υπολείμματα για το μοντέλο 2 (<i>Residuals Statistics</i>) σελ.86	
Πίνακας 3.24: Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Ισλανδία (<i>AΞE-εκροές</i>).....	σελ.86

Κατάλογος διαγραμμάτων

Διάγραμμα 3.1: Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (εισροές) στην Ισλανδία.....	σελ.67
Διάγραμμα 3.2: Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (εκροές) στην Ισλανδία.....	σελ.67
Διάγραμμα 3.3: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν στην Ισλανδία.....	σελ.68
Διάγραμμα 3.4: Δείκτης συνολικών περιορισμών (εισροές) στην Ισλανδία.....	σελ.69
Διάγραμμα 3.5: Δείκτης συνολικών περιορισμών (εκροές) στην Ισλανδία.....	σελ.69
Διάγραμμα 3.6: Εξαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών στην Ισλανδία.....	σελ.70
Διάγραμμα 3.7: Τελική καταναλωτική δαπάνη στην Ισλανδία.....	σελ.70
Διάγραμμα 3.8: Ανεργία ως προς το εργατικό δυναμικό στην Ισλανδία.....	σελ.71

Κεφάλαιο 1

Θεωρητική έννοια των capital controls

1.1 Εισαγωγή

Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι αποτελούν ένα οικονομικό μέτρο που λαμβάνεται από την κυβέρνηση ή την κεντρική τράπεζα μιας χώρας. Σκοπός αυτής της κίνησης είναι να ρυθμίσει (περιορίσει) τις εισροές και εκροές των κεφαλαίων μέσα, από και προς την εγχώρια οικονομία, όπως αυτές καταγράφονται στους εθνικούς λογαριασμούς. Επίσης ο έλεγχος κεφαλαίων σαν κυβερνητική πολιτική περιορίζει την εκροή εγχώριων κεφαλαίων (την δυνατότητα των κατοίκων μιας χώρας να αποκτήσουν ξένα περιουσιακά στοιχεία), καθώς και την εισροή ξένων κεφαλαίων (την αγορά εγχώριων περιουσιακών στοιχείων από αλλοδαπούς).

1.2 Σκοπός εφαρμογής των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων

Εξαιτίας των πολλαπλών πιθανών αποτελεσμάτων που επιφέρει η ελεύθερη ροή κεφαλαίων, ο μηχανισμός ελέγχου στην κίνηση τους συχνά θα μπορούσε να αποτελέσει τον κατάλληλο τρόπο στην επίλυση αυτών των προβλημάτων. Οι περιορισμοί μπορούν να εφαρμοστούν τόσο στις εισροές, όσο και στις εισροές κεφαλαίων με στόχο την αντιμετώπιση διαφορετικών, σε κάθε περίπτωση, προβλημάτων.

Οι έλεγχοι στις εισροές κεφαλαίων εφαρμόζονται με σκοπό τη(ν)/τον:

- Διόρθωση ενός πλεονάσματος στο ισοζύγιο πληρωμών
- Αποτροπή τυχόν πτητικών εισροών (απότομη αρνητική αλλαγή)
- Αποτροπή οικονομικής αποσταθεροποίησης
- Αποτροπή πραγματικής ανατίμησης
- Περιορισμός της απόκτησης/κατοχής εγχώριων κεφαλαίων (περιουσιακών στοιχείων) από ξένη ιδιοκτησία

Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι χρησιμοποιούνται στις εκροές κεφαλαίων με σκοπό τη(ν):

- Δημιουργία εσόδων (/Χρηματοδότηση μιας προσπάθειας πολέμου)
- Οικονομική καταστολή
- Διόρθωση της ισορροπίας του ισοζυγίου πληρωμών (σε περίπτωση που υπάρχει έλλειμμα)
- Διατήρηση (/διαφύλαξη) αποταμιεύσεων για εγχώρια χρήση

1.3 Η αντίληψη για τα capital controls της νεότερης ιστορίας

Η άποψη σχετικά με τα capital controls έχει αλλάξει αρκετές φορές κατά την διάρκεια της νεότερης ιστορίας.

Οι έλεγχοι κεφαλαίων αποτέλεσαν αναπόσπαστο μέρος του συστήματος του Bretton Woods, που χρησιμοποιήθηκαν για πρώτη φορά σε μια ευρεία βάση. Το σύστημα αυτό αποσκοπούσε στη δημιουργία της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο μέχρι της αρχές της δεκαετίας του 1970. Στα χρόνια που ακολούθησαν (1970-1990) η τάση της εποχής πρόσταζε πολιτικές ελεύθερης αγοράς, με όλο και πιο περιορισμένη χρήση ελέγχων. Η ελεύθερη ροή κεφαλαίου θεωρήθηκε επωφελής για όλες τις πλευρές (πολιτικά κόμματα). Η ασιατική κρίση του 1997 αποτέλεσε την πρώτη πρόκληση για την θετική άποψη σε σχέση με τα capital controls, με αποτέλεσμα να γίνουν αποδεκτά ως μέτρο οικονομικής κρίσης. Πολλοί οικονομολόγοι και μέλη των αναπτυσσόμενων χωρών συμφώνησαν με αυτή την άποψη.

Το 2008, χρονιά της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δέχτηκε τα capital controls ως μηχανισμό για την αντιμετώπιση της κρίσης. Αρκετές χώρες θέσπισαν τους ελέγχους κεφαλαίων και τους διατήρησαν ακόμα και μετά το τέλος της κρίσης. Τον Φεβρουάριο του 2010, το ΔΝΤ υποστήριξε ότι η χρήση των ελέγχων στη ροή κεφαλαίου μπορούσε να αποτελέσει τακτικό εργαλείο της νομισματικής πολιτικής, ακόμα και όταν δεν υφίσταται κρίση (ως μέτρο προληπτικής πολιτικής). Εν τούτοις, θα έπρεπε να χρησιμοποιούνται με ιδιαίτερη προσοχή ώστε να αποφευχθεί η κατάχρηση και η πρόκληση ανεπιθύμητων συνεπειών.

Σήμερα, οι θεσμοί έχουν την τάση να αποδέχονται τους ελέγχους ως μέτρο πολιτικής. Έτσι, τα Ηνωμένα Έθνη, η Παγκόσμια Τράπεζα και η Ασιατική Τράπεζα

υποστηρίζουν ότι τα capital controls συνιστούν επαρκεί τρόπο για κανονισμό/ρύθμιση, ωστόσο παραμένουν κάποιες ανησυχίες σχετικά με την αποτελεσματικότητά τους (Wikipedia- capital controls).

1.4 Μέτρα ελέγχου στις ροές κεφαλαίων

Οι περιορισμοί/απαγορεύσεις μπορεί να εφαρμοστούν για το σύνολο της οικονομίας, για συγκεκριμένους τομείς (συνήθως για το χρηματοπιστωτικό τομέα), είτε για συγκεκριμένους κλάδους (για παράδειγμα, στρατηγικής σημασίας βιομηχανίες). Ακόμα, μπορούν να εφαρμοστούν για το σύνολο των ροών ή μπορούν να διαφοροποιηθούν ανά είδος ή από την διάρκεια της ροής (δάνεια, ίδια κεφάλαια, άμεσες επενδύσεις-βραχυπρόθεσμα ή μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα).

Οι κεφαλαιακοί περιορισμοί αφορούν διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι οι μετοχές, τα ομόλογα, τις συναλλαγές σε συνάλλαγμα, το ύψος των εξαγωγών και τους δασμούς των εισαγόμενων προϊόντων. Έτσι η επιβολή τους μπορεί να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τις οικονομικές δραστηριότητες μιας χώρας.

Διαφορετικά εργαλεία/όργανα των κεφαλαιακών ελέγχων

Τα εργαλεία της Διοίκησης:

- Όριο επενδυτικών απαιτήσεων
- Υποχρεωτική διαδικασία έγκρισης για διασυνοριακές συναλλαγές
- Ποσοτικά όρια ή/και ποσοστά επί των επενδύσεων
- Ευθεία/Ρητή απαγόρευση επαναπατρισμού ή μη μετατρέψιμου νομίσματος

Εργαλεία βασισμένα στις συναλλαγές:

- Υποχρέωση τήρησης ελάχιστων άτοκων αποθεματικών (Non-interest bearing reserve requirements)
- Φόροι στις ροές χαρτοφυλακίου (πχ φόρος Tobin¹)

¹ένα μέσο για τη φορολόγηση όλων των μετατροπών συναλλάγματος που αρχικά προτάθηκε από το Αμερικανό James Tobin. Ο φόρος Tobin εμφανίστηκε/προέκυψε/δημιουργήθηκε με πρόθεση την επιβολή κυρώσεων στην βραχυπρόθεσμη νομισματική κερδοσκοπία, και την τοποθέτηση ενός φόρου για όλες τις μετατροπές του νομίσματος. Αντί φόρου κατανάλωσης (που καταβάλουν οι καταναλωτές), ο φόρος Tobin προοριζόταν να εφαρμοστεί για τους συμμετέχοντες του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως μέσο για τον έλεγχο της σταθερότητας του δεδομένου νομίσματος μιας χώρας.

- Ανόμοιοι φόροι (και με διακρίσεις-μεροληπτικοί) επί του εισοδήματος που προκύπτει από ξένα περιουσιακά στοιχεία
- Απαιτήσεις αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας για δανεισμό στο εξωτερικό
- Χρονικές απαιτήσεις, συμπεριλαμβανομένων διατάξεων όπου τα εισερχόμενα κεφάλαια πρέπει να παραμένουν στη χώρα ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα
- Πολλαπλά συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών (Multiple exchange rate systems)
- Αυξημένες και μεροληπτικές απαιτήσεις αναφοράς (Increased and discriminatory reporting requirements)
- Περιορισμοί στις τραπεζικές αναλήψεις και στην χρήση χρεωστικών/πιστωτικών καρτών

1.5 Διαφοροποιήσεις στους περιορισμούς (capital controls)

Η επιβολή περιορισμών στις ροές (εισροές-εκροές) κεφαλαίων δεν βασίζεται σε κάποιο κοινό μοντέλο ελέγχων διότι πραγματοποιείται υπό διαφορετικές συνθήκες και με διαφορετικά επίπεδα επιτυχίας. Μερικές περιπτώσεις διαφοροποίησης περιορισμών στις ροές κεφαλαίων εμφανίζονται στις χώρες της Λατινικής Αμερικής, στην Ισλανδία, την Κύπρο καθώς και την Ελλάδα.

Περίπτωση χωρών της Α.Αμερικής

Στην Λατινική Αμερική, από την δεκαετία του '90, χώρες όπως η Βραζιλία, η Χιλή, η Κολομβία και το Περού επέβαλαν ελέγχους στην εισροή κεφαλαίων, με τη μορφή μιας μη αμειβόμενης υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών (URR). Το 1992, η Βραζιλία επέβαλε φόρο επί των ξένων επενδύσεων στην χρηματιστηριακή αγορά και φόρο επί των επενδύσεων στην Βραζιλία για τους αλλοδαπούς που ζουν εκεί. Εν συνεχεία, κατά την χρονική περίοδο μετά την κρίση (2008-2012), οι κυβερνητικές αρχές τροποποίησαν τους ελέγχους αρκετές φορές σε μια προσπάθεια να καταπολεμηθεί η ανατίμηση του νομίσματος τους στη διεθνή αγορά. Έτσι, επέβαλαν φόρο 1,5%-6% επί των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών (tax IOF) για επενδύσεις σταθερού εισοδήματος από μη κατοίκους, σε μετοχές και τίτλους σταθερού εισοδήματος, στα ομόλογα σταθερού εισοδήματος και στα παράγωγα προϊόντα, στα

ξένα δάνεια αλλά και σε μεμονωμένους οφειλέτες. Ακόμα, περιορισμοί επιβλήθηκαν στην έκδοση Αμερικανικών Αποδεικτικών Θεματοφυλακής (Depository Receipts – DRs)² με φόρο 1,5% και 1% φόρο στα ξένα παράγωγα συναλλάγματος.

Σε ένα περιβάλλον ανατίμησης πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών και απώλειας νομισματικού ελέγχου, στις αρχές του 1991, η Χιλή εισήγαγε ελέγχους στην εισροή κεφαλαίων. Οι έλεγχοι αυτοί είχαν τη μορφή μη αμειβόμενης τήρησης υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών (URR), οι οποίοι ουσιαστικά αποτελούσαν ένα φόρο ή αναγκαστικό δάνειο προς την Κεντρική Τράπεζα της Χιλής.

Αυτό σημαίνει ότι όποιος δανειζόταν χρήματα από το εξωτερικό έπρεπε να καταθέτει ένα ποσοστό του δανείου στην τράπεζα σε άτοκο λογαριασμό. Στην αρχή οι καταθέσεις ήταν σταθερές για 90 ημέρες, στη συνέχεια, για ένα ολόκληρο έτος. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας το ποσοστό των δανείων προσαρμόστηκε στο 30 τοις εκατό, στη συνέχεια μειώθηκε και σταδιακά καταργήθηκε. Επιπλέον υπήρχε και ένας φόρος χαρτοσήμου επί των ξένων δανείων.

Στη Κολομβία, όπως και στην Χιλή, οι περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίων ενεργούσαν ως τεκμαρτός φόρος επί της εξωτερικής χρηματοδότησης. Με παρόμοιο τρόπο στην Κολομβία οι έλεγχοι κεφαλαίων έλαβαν τη μορφή μεταβλητής υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών σε ξένα δάνεια, εκτός από εμπορικές πιστώσεις, που λαμβάνονταν από τον ιδιωτικό τομέα. Αρχικά αυτή η υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών ορίστηκε σε ποσοστό 47 % και ήταν σε ισχύ μόνο για δάνεια με διάρκεια μικρότερη των δεκαοκτώ μηνών. Το 1994, και καθώς η οικονομία είχε κατακλυστεί με εισροές κεφαλαίων, οι απαιτήσεις αποθεματικών έγιναν αυστηρότερες (όσον αφορά τη διάρκεια των δανείων). Επιπλέον, το ποσοστό της απαίτησης αποθεματικών έγινε αντιστρόφως ανάλογο με τη λήξη του δανείου: τριάντα ημερών δάνεια υπόκεινται σε άκαμπτη (140 τοις εκατό) υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, που τα καθιστά σχεδόν απαγορευτικά, ενώ πενταετή δάνεια έπρεπε να πληρούν 42,8 τοις εκατό των καταθέσεων. Ένας ακόμα περιορισμός μπήκε σε εφαρμογή, αρκετά χρόνια

² χρεόγραφα που εκδίδονται από μία θεματοφύλακα τράπεζα, η οποία λαμβάνει το βασικό απόθεμα στη Βραζιλία και εκδίδει αντίστοιχη απόδειξη που διαπραγματεύεται σε ξένες αγορές (π.χ. ADRs στην περίπτωση των αγορών των ΗΠΑ). Αποτελεί ένα προφανές κανάλι, το οποίο επέτρεψε στους επενδυτές να παρακάμψουν τους ελέγχους στις ροές κεφαλαίων. – Οπότε όταν ένας ξένος επενδυτής αγοράζει ένα DR, έχει το δικαίωμα να το μετατρέψει σε υποκείμενη μετοχή (underlying stock) στην αγορά της Βραζιλίας. Αυτό παρείχε ένα μηχανισμό για να εισέλθουν στη χρηματοπιστωτική αγορά της Βραζιλίας χωρίς να διατρέχει τον 2 τοις εκατό φόρο επί των εισροών κεφαλαίων.

αργότερα, το 2002 κατά τον οποίο οι ξένοι που επενδύουν στην εγχώρια αγορά πρέπει να κρατήσουν τα χρήματα στη χώρα για τουλάχιστον 1 έτος. Επιπροσθέτως, στο Περού επιβλήθηκε το μέτρο της ειδικής υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών καταθέσεων που πραγματοποιήθηκαν από αλλοδαπούς.

Ενώ οι περισσότερες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής έχουν αντιμετωπίσει την πρόκληση της εφαρμογής στρατηγικών, για τη διαχείριση της χιονοστιβάδας των εισροών κεφαλαίων τα τελευταία χρόνια, το αντίθετο φαινόμενο συνέβη στην Αργεντινή και τη Βενεζουέλα, που έχουν αντιμετωπίσει με επιμονή τις εκροές κεφαλαίων του ιδιωτικού τομέα. Ως αποτέλεσμα, η συναλλαγματική πολιτική (Foreign Exchange policy) σε αυτές τις οικονομίες έχει οδηγήσει προς τη θεσμοθέτηση αυστηρών ελέγχων στην εκροή κεφαλαίων.

Οι κυβερνήσεις και των δύο χωρών εφάρμοσαν ελέγχους στις εκροές κεφαλαίων και συναλλάγματος, προκειμένου να αποτρέψουν τη φυγή κεφαλαίων. Τον Δεκέμβριο του 2001, μετά από μια δεκαετία με ελεύθερες αγορές κεφαλαίων, η κυβέρνηση της Αργεντινής επέβαλε μια σειρά ελέγχων (γνωστοί ως «corralito») στη χρηματοπιστωτική αγορά, σε μια προσπάθεια να αποτραπούν οι μαζικές εκροές κεφαλαίων. Μεταξύ άλλων περιορισμών είναι η επιβολή ανώτατου μηνιαίου ορίου αναλήψεων από τις τράπεζες, η υποχρεωτική έγκριση της Κεντρικής Τράπεζας για τραπεζικά εμβάσματα (wire transfers), η απαγόρευση των προθεσμιακών συναλλαγών σε ξένο νόμισμα και η απαγόρευση μεταφοράς κεφαλαίων στο εξωτερικό από ξένους και εγχώριους επενδυτές. Ακόμα, τέθηκε καθεστώς διπλής συναλλαγματικής ισοτιμίας, με το αμερικανικό δολάριο να αποτελεί επίσημο νόμισμα, παράλληλα με το peso, επιτρέποντας έτσι τις εγχώριες καταθέσεις και τα δάνεια και στα δύο νομίσματα. Το 2011, η Αργεντινή έθεσε κάποιους επιπλέον περιορισμούς, όπως φορολόγηση στις online αγορές και περιορισμό στις εισαγωγές.

Οι έλεγχοι που εφαρμόστηκαν στην Βενεζουέλα ήταν λιγότερο αυστηροί από εκείνους στην Αργεντινή, αφού δεν περιλάμβαναν το πάγωμα των τραπεζικών καταθέσεων, αλλά όλες οι μετατροπές του μπολίβαρ της Βενεζουέλας σε δολάρια ΗΠΑ (συμπεριλαμβανομένης της αγοράς δολαρίων για να πληρώσουν τα μερίσματα στους κατόχους ADR) αποτέλεσαν αντικείμενο για την έγκριση της κυβέρνησης. Στις αρχές του 2003, η Βενεζουέλα καθιέρωσε ελέγχους κεφαλαίων στον απόηχο του 20% αποτίμησης του μπόλιβαρ. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Βενεζουέλας έγινε

εντελώς απομονωμένο από τον υπόλοιπο κόσμο, με ένα σύστημα ελέγχων συναλλάγματος που καθιστά τεχνικά αδύνατο να πραγματοποιήσει οποιοδήποτε είδος πληρωμής μεταξύ ενός τραπεζικού λογαριασμού στο εξωτερικό και ενός άλλου στο εσωτερικό της χώρας, ή να χρησιμοποιούν τοπικές πιστωτικές κάρτες στο εξωτερικό ή online χωρίς την άδεια της Επιτροπής χορήγησης ξένων νομισμάτων (CADIVI- Commission of Administration of Foreign currency). Μέχρι το Μάιο του 2010 το μπολιβάρ (νόμισμα της Βενεζουέλας) θα μπορούσε - ελεύθερα και νόμιμα – να ανταλλάσσεται με ξένο νόμισμα σε χρηματιστηριακά γραφεία, μέσω της χρήσης των λίγων χρηματοοικονομικών μέσων που θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην τοπική αγορά σε τοπικό νόμισμα και στην ξένη αγορά σε ξένο νόμισμα.

Περίπτωση της Ισλανδίας

Η κυβέρνηση και η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας διατύπωσαν μια νομισματική και οικονομική πολιτική με στόχο τη δημιουργία διαρκούς σταθερότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των οικονομικών θεμάτων. Τον Οκτώβριο του 2008, επέβαλαν ελέγχους κεφαλαίου, για να αποτρέψουν μια μαζική εκροή κεφαλαίων από ξένους επενδυτές -με συμμετοχές στην ισλανδική οικονομία- μετά την κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού τομέα. Μερικοί από τους οποίους είναι:

- Απαγόρευση στις επενδύσεις σε κινητά χρηματοπιστωτικά μέσα (κινητές αξίες, πιστοποιητικά μετοχών ανά μονάδα σε ΟΣΕΚΑ και επενδυτικά κεφάλαια, μέσα χρηματαγοράς) που εκφράζονται σε ξένο νόμισμα
- Απαγόρευση της έκδοσης και πώλησης χρηματοοικονομικών μέσων, όπου λαμβάνει χώρα ο διακανονισμός σε νόμισμα διαφορετικό από το νόμισμα έκδοσης, αν η ισλανδική κορόνα είναι ένα από τα νομίσματα οικισμού.
- Περιορισμός στο ποσό δανεισμού ανά έτος (το δάνειο κάθε συμβαλλόμενου δεν πρέπει να υπερβαίνει τα 10.000.000 kr. ή το ισοδύναμο του ποσού σε ξένο νόμισμα)
- Υποχρέωση υποβολής του ξένου νομίσματος σε χρηματοπιστωτικό οργανισμό εντός δύο εβδομάδων από την στιγμή της απόκτησης

- Περιορισμοί στις αναλήψεις από λογαριασμούς σε ξένο νόμισμα στην Ισλανδία ή αγορές ξένου συναλλάγματος από χρηματοπιστωτικές οργανισμούς στην Ισλανδία
- Περιορισμός στην εξαγωγή ξένου νομίσματος σε μετρητά (επιτρεπτό ποσό ως 500.000 kr. ή ισοδύναμο) ανά μεμονωμένο άτομο, ανά ημερολογιακό μήνα

Περίπτωση της Κύπρου

Τον Μάρτιο του 2013, η Κύπρος έγινε η πρώτη χώρα στην ευρωζώνη που επέβαλε ελέγχους κεφαλαίων - με περιορισμούς στην ανάληψη μετρητών και τη μεταφορά χρημάτων στο εξωτερικό - οι οποίοι προορίστηκαν για την πρόληψη μιας μαζικής εκροής κεφαλαίων από την χώρα.

Στο πλαίσιο αυτών, απαγορεύτηκε η εξαργύρωση επιταγών (ενώ επιτρεπόταν η κατάθεσή τους σε λογαριασμό), η πληρωμή χωρίς μετρητά και η μεταφορά χρημάτων εκτός χώρας. Συγκεκριμένοι περιορισμοί τέθηκαν για τη μεταφορά χρημάτων για τρέχουσες διεθνείς συναλλαγές. Έτσι, οι Κύπριοι εισαγωγείς είχαν τη δυνατότητα να πληρώνουν για αγαθά, μόνο μετά από επίδειξη δικαιολογητικών, ενώ οι Κύπριοι φοιτητές που σπουδάζουν στο εξωτερικό ήταν σε θέση να λαμβάνουν μόνο μέχρι € 10.000 ανά τρίμηνο (πρώτου βαθμού συγγενείς προσώπων που κατοικούν στην Δημοκρατία). Περιορισμός επίσης υπήρξε στο όριο χρήσης πιστωτικών/χρεωστικών καρτών στο εξωτερικό (ως 5.000 ευρώ ανά μήνα και ανά πρόσωπο) καθώς και στη μεταφορά χαρτονομισμάτων ανά ταξίδι στο εξωτερικό (ως 3.000 ευρώ ανά φυσικό πρόσωπο). Σύμφωνα με τα μέτρα οι καταθέτες είχαν την δυνατότητα να αποσύρουν ως 300 € σε μετρητά κάθε μέρα, ανά λογαριασμό. Ακόμα, απαγορευόταν ο τερματισμός προθεσμιακών καταθέσεων, πριν την καθορισμένη ημερομηνία λήξης.

Το διάταγμα για τους ελέγχους κεφαλαίων είχε και διάταξη επαναπατρισμού, σύμφωνα με την οποία κάθε πρόσωπο που κατοικεί στην Δημοκρατία ήταν υποχρεωμένο να μεταφέρει στη χώρα, εντός δύο εβδομάδων από την απόκτησή τους, τα χρήματα που αποκτά από εξαγωγές ή από πώληση περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται εντός της Δημοκρατίας.

Περίπτωση της Ελλάδας

Το καλοκαίρι του 2015, η Ελλάδα έγινε η δεύτερη χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην οποία χρειάστηκε να εφαρμοστούν έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων, ώστε να αποφευχθεί μια ανεξέλεγκτη φυγή κεφαλαίων. Μία σειρά περιορισμών εφαρμόστηκε στις εκροές κεφαλαίων αναφορικά με τους πολίτες αλλά και τις επιχειρήσεις.

Τέθηκαν όρια όσον αφορά τις ημερήσιες αναλήψεις μετρητών από τα ΑΤΜ και τα καταστήματα των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων ανά λογαριασμό (60€ ημερησίως). Έχουν επιβληθεί περιορισμοί στο ποσό μεταφοράς κεφαλαίων στο εξωτερικό, αλλά και μεταφοράς μετρητών από πολίτες που ταξιδεύουν (2.000€ υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις). Ακόμα, κατά την επιβολή των ελέγχων, οι αγορές μέσω διαδικτύου περιορίστηκαν ή σε κάποιες περιπτώσεις απαγορεύτηκαν.

Εκτός των άλλων, επιβλήθηκε απαγόρευση στο άνοιγμα λογαριασμών, με ορισμένες εξαιρέσεις, και περιορισμοί για την πρόωρη εξόφληση δανείων. Επιπλέον περιορισμοί εφαρμόστηκαν για τη μεταφορά χρημάτων στο εξωτερικό για την κάλυψη των εξόδων διαμονής και διαβίωση των φοιτητών, αλλά και για τις πληρωμές των διδάκτρων τους (έως 5.000€ ανά τρίμηνο).

Μέτρα κίνησης κεφαλαίων εφαρμόστηκαν στις εγχώριες και διεθνής δραστηριότητες και συναλλαγές των επιχειρήσεων και των επαγγελματιών. Παρόλα αυτά, συστάθηκαν επιτροπές για την διευκόλυνση των διαδικασιών, ιδιαίτερα για τις συναλλακτικές δραστηριότητες των νέων επιχειρηματιών.

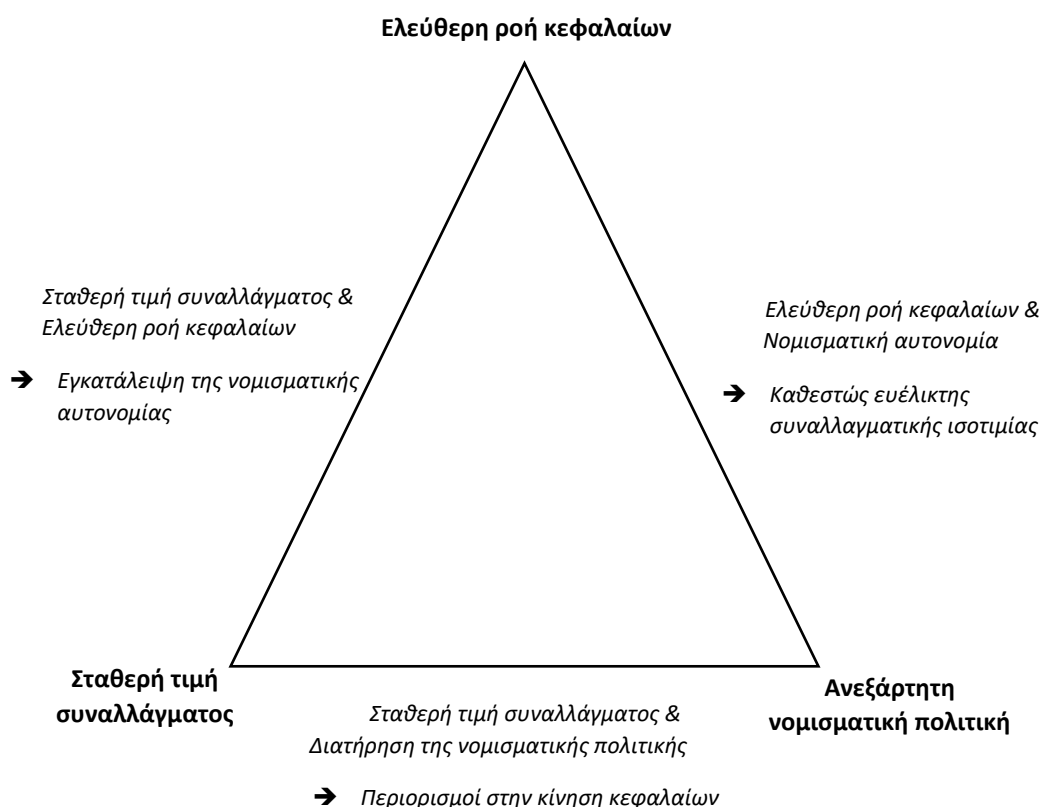
1.6 Ανέφικτη Τριάδα (Impossible trinity – The trilemma)

Οι πολιτικές ελέγχου κεφαλαίου ενδέχεται να έχουν αντίκτυπο σε μια σειρά μεταβλητών, καθώς και να καθοδηγούνται από αυτές τις μεταβλητές. Επομένως, υπολογίζουμε ένα σύστημα εξισώσεων για δράσεις ελέγχου κεφαλαίου, ροές κεφαλαίων, δείκτη αυτονομίας νομισματικής πολιτικής και συναλλαγματικές ισοτιμίες, αντιμετωπίζοντας όλες αυτές τις μεταβλητές ως ενδογενείς.

Ένας από τους βασικούς επιδιωκόμενους στόχους των περισσότερων δημιουργών – εκτελεστών της οικονομικής πολιτικής είναι να χρησιμοποιήσουν τη νομισματική πολιτική ως εργαλείο για να βοηθήσουν στη σταθεροποίηση της οικονομίας

(Independent monetary policy). Παράλληλα, θεωρούν ως σημαντικό πλεονέκτημα και αναγκαίο στοιχείο για την οικονομία μιας χώρας να είναι ανοιχτή στις διεθνείς ροές κεφαλαίου (Free capital flows), γεγονός το οποίο θα ενθαρρύνει τους ξένους επενδυτές να διοχετεύσουν την χώρα με πόρους και τεχνογνωσία. Ένας ακόμα ιδιαίτερης σημασίας στόχος όσων εφαρμόζουν οικονομική πολιτική, αποτελεί η διατήρηση της σταθερότητας στην συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος (Fixed exchange rates), ώστε να διευκολύνει τη δέσμευση και τον μελλοντικό προγραμματισμό των οικονομικών παραγόντων στην παγκόσμια οικονομία.

Σχήμα 1.1: Ανέφικτη Τριάδα (Impossible Trinity)



Πηγή: Aizenman, Chinn and Ito (2010)

Σύμφωνα με το θεώρημα Impossible trinity (“Ανέφικτη Τριάδα”), θεωρείται αδύνατο να φτάσει κάποιος και τους τρεις στόχους, χωρίς να χρειαστεί να κάνει κάποιες θυσιές. Έτσι, αν μία χώρα θέλει να επιδιώξει σταθερή τιμή συναλλάγματος και ανεξάρτητη νομισματική πολιτική, οδηγείται στην εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων, κάτι που αυτομάτως καταργεί τον τρίτο στόχο. Με αυτόν το τρόπο θυσιάζει την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων, γεγονός που μπορεί να αποφέρει θετικές ή/και

αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία της χώρας, αναλόγως με την εκάστοτε περίπτωση και τις συνθήκες που την περιβάλλουν.

1.7 Θετικές επιπτώσεις των capital controls

Οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων μπορούν να επιτύχουν πολλαπλούς στόχους, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις η εφαρμογή τους είναι αποτελεσματική για την επίτευξη του επιδιωκόμενου σκοπού. Οι έλεγχοι προσφέρουν την δυνατότητα να βοηθήσουν στην υποστήριξη ενός αδύναμου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Μπορούν να αποτελέσουν στοιχείο μιας βέλτιστης μακροπρόθεσμης προληπτικής πολιτικής που μειώνει τον κίνδυνο χρηματοπιστωτικών κρίσεων, ενώ επιφέρει μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Πολλοί οικονομολόγοι, όπως οι Paolo Giordani, Michele Ruta, Hans Weisfeld, Ling Zhu (2014), πιστεύουν ότι οι περιορισμοί στις εισροές μπορούν να βοηθήσουν τις χώρες να περιορίσουν μεγάλες και ασταθείς εισροές κεφαλαίων, αλλά και να αντιμετωπίσουν τις αρνητικές επιπτώσεις που προκαλούνται από αυτές. Σύμφωνα με έρευνα των Magud, Reinhart και Rogoff (2011), οι κεφαλαιακοί έλεγχοι στις εισροές φαίνεται να κάνουν τη νομισματική πολιτική περισσότερο ανεξάρτητη, να αλλάζουν τη σύνθεση και να μειώνουν την πίεση στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία. Θεωρούν ότι είναι απαραίτητοι σε ένα σταθερό σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών σε περίπτωση που η νομισματική αρχή επιθυμεί να διαφυλάξει (purse) μια ανεξάρτητη νομισματική πολιτική, εστιάζοντας (με επίκεντρο) στην εγχώρια οικονομία. Έτσι, κατά την διάρκεια της εφαρμογής τους στις εισροές κεφαλαίων, οι έλεγχοι σταθεροποιούν την αγορά συναλλάγματος, μειώνοντας την αστάθεια των διακυμάνσεων των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ο Klein (2012) κάνοντας διάκριση μεταξύ βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων ελέγχων κεφαλαίου, διαπίστωσε ότι μόνο οι τελευταίοι έχουν κάποια επίδραση στην ανάπτυξη ορισμένων οικονομικών μεταβλητών και με την αύξηση του ΑΕΠ. Οι Andreasen, Schindler και Valenzuela (2015) έπειτα από μελέτη σχετικά με τις επιπτώσεις των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων για τα spreads των εταιρικών ομολόγων βρήκαν ότι οι περιορισμοί στις εισροές κεφαλαίων παράγουν μία αξιοσημείωτη και οικονομικά σημαντική αύξηση σε αυτά. Επιπλέον, οι έλεγχοι στις

εισροές κεφαλαίων μειώνουν την ευπάθεια της χώρας σε εξωτερικές κρίσεις, δηλαδή, περιορίζουν τις παράπλευρες συνέπειες, αποδυναμώνοντας την ενσωμάτωση των διεθνών χρηματιστηρίων.

Από την άλλη πλευρά, έχει διαπιστωθεί ότι οι έλεγχοι στις εκροές φαίνεται να έχουν εξίσου θετικά αποτελέσματα. Οι μικρές, ανοικτές, αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες στην έντονη (hot) εκροή χρημάτων από τις εγχώριες αγορές κεφαλαίων. Οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον περιορισμό αυτών των επιπτώσεων. Αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής είναι η μείωση των κεφαλαιακών εκροών, καθιστώντας την νομισματική πολιτική πιο ανεξάρτητη.

Είναι κοινώς αποδεκτό πως οι περιορισμοί στις εκροές μπορούν να λειτουργήσουν ως προληπτικό μέτρο ή ακόμα και ως μέρος της αντιμετώπισης μιας οικονομικής κρίσης. Με την εφαρμογή τους προλαμβάνεται ή επιβραδύνεται η φυγή κεφαλαίων, η αναταραχή των εγχώριων τραπεζών καθώς και η πιθανή πτώχευσή τους. Έτσι, η επιβολή περιορισμών στις εκροές κεφαλαίων έχει ως αποτέλεσμα τον έλεγχο μιας γενικής οικονομικής αποσταθεροποίησης.

1.8 Αρνητικές επιπτώσεις των capital controls

Πολλοί είναι εκείνοι οι οποίοι τάσσονται ενάντιας των κεφαλαιακών ελέγχων, ιδιαίτερα στο παρελθόν, δηλώνοντας ότι υπάρχουν ορθότερες πολιτικές πρόληψης και αντιμετώπισης μιας οικονομικής κρίσης. Πιστεύουν ότι η επιβολή τέτοιων ελέγχων πρέπει να αποτελεί την χείριστη λύση, εξαιτίας των πολύπλευρων αρνητικών επιπτώσεων που προκύπτουν από την χρήση τους.

Μία από τις συνηθέστερες επιπτώσεις των ελέγχων αποτελεί η αδυναμία /δυσχέρεια πραγματοποίησης διεθνών ροών κεφαλαίου. Οι αρνητικές αντιλήψεις της αγοράς δείχνουν ότι οι χώρες που έχουν capital controls έχουν περιορισμένη πρόσβαση στα ξένα κεφάλαια λόγω των δυσκολιών που αντιμετωπίζουν αλλά και του μεγάλου κόστους. Ενώ σύμφωνα με τον Kevin Gallagher, οι έλεγχοι στις εισροές κεφαλαίων μειώνουν την απόδοση που έχουν οι ξένοι επενδυτές και αυτοί οδηγούν τα κεφάλαιά τους σε άλλους δανειολήπτες με παρόμοια χαρακτηριστικά. Ακόμα, φαίνεται ότι οι περιορισμοί στις εισροές έχουν σημαντικές παράπλευρες επιπτώσεις και σε άλλες

χώρες, καθώς εμποδίζουν τις ροές κεφαλαίων προς αυτές και δημιουργούν πολιτικές αναταραχές αλλά και αρκετά προβλήματα συντονισμού. (Paolo Giordani, Michele Ruta, Hans Weisfeld, Ling Zhu, 23 June 2014)

Η επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων αποτελεί αρνητικό φαινόμενο τόσο για τους εγχώριους επενδυτές όσο και για τις επιχειρήσεις. Με την ύπαρξη των ελέγχων, οι εγχώριοι επενδυτές αδυνατούν να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους, να επενδύουν στις διεθνείς αγορές και (θεωρητικά) να επιτύχουν καλύτερες αποδόσεις προσαρμοσμένου κινδύνου (risk adjusted returns). Επιπλέον, οι επιχειρήσεις δεν έχουν τη δυνατότητα να επωφεληθούν από τα χαμηλότερα επιτόκια δανεισμού στις διεθνείς αγορές. Υπό αυτές τις συνθήκες, οι Alfaro, Chari και Kanczuk (2014) υποστηρίζουν ότι υπάρχει σημαντική μείωση των επενδύσεων για τις μικρές και μη εξαγωγικές επιχειρήσεις, σε αντίθεση με τις εξαγωγικές επιχειρήσεις που έδειξαν μια στατιστικά σημαντική αύξηση στα ποσοστά επενδύσεών τους.

Οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων μπορούν να μειώσουν την ικανότητα της χώρας να δέχεται πολύπλευρα οφέλη (όσον αφορά την τεχνολογία, την πρόσβαση σε διεθνή δίκτυα, κ.ά.). Σύμφωνα με τον Matthew Davis, στις χώρες αυτές παρατηρείται μικρότερη οικονομική ανάπτυξη, λόγω του ότι οι διάφοροι νόμοι και κανονισμοί περιορίζουν τις ξένες επενδύσεις σε τομείς όπως τα χρηματιστήρια, τις τράπεζες και τις εγχώριες επιχειρήσεις (κυρίως την δεκαετία του 90). Επίσης επισημαίνεται ότι ο περιορισμός ξένων επενδύσεων, αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης, μειώνοντας το ποσό του διαθέσιμου κεφαλαίου για τις εγχώριες επιχειρήσεις. Ακόμα, ο Forbes έχει αναφέρει πως την περίοδο που υπήρχαν έλεγχοι κεφαλαίων στην Χιλή, οι μικρότερες επιχειρήσεις πλήρωσαν υψηλό τίμημα καθώς τα στοιχεία δείχνουν ότι «η αύξηση των επενδύσεων» που έρεαν προς τις μικρές επιχειρήσεις "έπεσε κατακόρυφα".

Επιπροσθέτως, η επιβολή περιορισμών συχνά επιφέρει υψηλό διοικητικό κόστος, ενώ δαπανάται τεράστια ποσότητα ενέργειας και χρόνου από μέρους του ρυθμιστή, από την εφαρμογή μέχρι την άρση τους.

Συμπληρωματικά, η εφαρμογή κανόνων και περιορισμών στην οικονομία μιας χώρας είναι πιθανό να προκαλέσει παρεμπόδιση της προσαρμογής στις μεταβαλλόμενες διεθνείς συνθήκες και αναβολή αναγκαίων προσαρμογών στις

πολιτικές, στο πλαίσιο της οικονομικής παγκοσμιοποίησης. Επίσης, η χρήση τους αποτελεί μη διακριτική πολιτική, δηλαδή πολιτική που απαιτείται από μία σύμβαση ή άλλη δέσμευση (με προκαθορισμένους κανόνες) και επιβάλλεται απολύτως, και όχι κατά τη διακριτική ευχέρεια των αρχών. Με την παρουσία των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, οι κυβερνήσεις μπορούν να ακολουθήσουν χωρίς σύνεση (αλόγιστα) οικονομική πολιτική, χωρίς να ανησυχούν για την αντίδραση της αγοράς, για λίγο διάστημα και οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να συνεχίσουν τις πληθωριστικές πολιτικές. Όμως οι εγχώριοι επενδυτές και οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να κάνουν πολλά για αυτό (δεν μπορούν να αντιδράσουν).

1.9 Ανακεφαλαίωση

Οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων εφαρμόζεται για την αντιμετώπιση μιας οικονομικής κρίσης ή ακόμα ως προληπτικό μέτρο. Κάθε χώρα αποτελεί μία ιδιαίζουσα περίπτωση όσον αφορά την αιτία για την εισαγωγή των ελέγχων αλλά και για τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη του επικείμενου στόχου. Με το πέρας του χρόνου η αντίληψη αλλά και οι απόψεις που διαμορφώνονται σχετικά με την ωφέλεια της ελευθερίας ή του περιορισμού της κίνησης κεφαλαίων διαφοροποιούνται. Σήμερα, οι θεσμοί αποδέχονται τους ελέγχους ως μέτρο πολιτικής, παρόλη την ύπαρξη κάποιων ανησυχιών σχετικά με την αποτελεσματικότητά τους. Κρίνοντας εκ του αποτελέσματος έχει διαπιστωθεί αρκετά πλεονεκτήματα της χρήσης των ελέγχων αλλά και πολλές αρνητικές επιπτώσεις.

Κεφάλαιο 2

Βιβλιογραφική επισκόπηση χωρών με capital controls και ανάλυση επιπτώσεων στην οικονομία τους

2.1 Εισαγωγή

Οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων είθισται να εφαρμόζονται ως μέρος μιας στρατηγικής για την αντιμετώπιση της κρίσης στην οικονομία. Αποτελεί μία πολιτική για τον περιορισμό των ροών κεφαλαίου, τόσο στις εισροές όσο και στις εκροές, που διαφέρει ανά περίπτωση χωρών. Με βάση μελέτες που έχουν διενεργηθεί αποδίδονται και αξιολογούνται οι επιδράσεις που έχουν οι κεφαλαιακοί έλεγχοι σε κάθε περίπτωση ξεχωριστά. Ακόμα σημαντικό στοιχείο της επιβολής τους είναι και η στρατηγική που ακολουθεί κάθε χώρα για να απελευθερώσει σταδιακά την οικονομία από τους εκάστοτε ελέγχους ώστε να επιφέρει όσο το δυνατόν λιγότερες απώλειες.

2.2 Περίπτωση χωρών Λατινικής Αμερικής

Σε πολλές χώρες της Λατινικής Αμερικής, τις τελευταίες δεκαετίες, έχουν εφαρμοστεί έλεγχοι στις ροές κεφαλαίων. Οι περισσότερες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής έχουν αντιμετωπίσει την πρόκληση της εφαρμογής στρατηγικών για τη διαχείριση της χιονοστιβάδας των εισροών κεφαλαίων τα τελευταία χρόνια όπως η Βραζιλία, η Χιλή, και η Κολομβία. Το αντίθετο φαινόμενο συνέβη στην Αργεντινή και τη Βενεζουέλα, που έχουν αντιμετωπίσει με επιμονή τις εκροές κεφαλαίων του ιδιωτικού τομέα. Ως αποτέλεσμα, η συναλλαγματική πολιτική (Foreign Exchange policy) σε αυτές τις οικονομίες έχει οδηγήσει προς τη θεσμοθέτηση αυστηρών ελέγχων στην εκροή κεφαλαίων. Δύο από τα πιο χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι περιπτώσεις της Βραζιλίας και της Αργεντινής.

2.2.1 Περίπτωση Βραζιλίας

2.2.1.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Βραζιλίας

Η Βραζιλία³ με πρωτεύουσα την Μπραζιλία και πληθυσμό περίπου 200 εκ. κατοίκους, αποτελεί μέλος των BRICS⁴. Είναι η έβδομη μεγαλύτερη οικονομία του πλανήτη με βάση το ΑΕΠ, ενώ χαρακτηρίζεται από μια εσωτερικά προσανατολισμένη οικονομία. Είναι μία χώρα “προικισμένη” με εξαιρετικά πολύτιμους πόρους, πλούσια σε πρώτες ύλες (μεταλλεύματα, πετρέλαιο, ζάχαρη κ.ά.), παρόλα αυτά τις δύο τελευταίες δεκαετίες βρίσκεται σε μεγάλη ύφεση. Έτσι, στην προσπάθειά της να περιορίσει τις εισροές από τον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, ενέκρινε μια σειρά μέτρων ξεκινώντας το 2008-2009, μέχρι και το 2013.

Οι έλεγχοι στις εκροές κεφαλαίων έχουν μια μακρά ιστορία στη Βραζιλία, δεδομένου ότι η οικονομική καταπίεση ήταν ο κανόνας μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990. Το 1991, τα πραγματικά επιτόκια αυξήθηκαν σημαντικά για να αποφευχθεί η φυγή κεφαλαίων και να βοηθήσει στη συσσώρευση ξένων αποθεμάτων. Με τα χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν στις ΗΠΑ, το κεφάλαιο άρχισε να ρέει στη χώρα. Τη περίοδο που ακολούθησε, η χώρα γνώρισε μεγάλες εισροές κεφαλαίων, με αποτέλεσμα τη θέσπιση ελέγχων στις εισροές.

Από το 1993 έως το 1998, το carry trade ήταν ο κύριος παράγοντας έλξης, λόγω του συνδυασμού των υψηλών εγχώριων επιτοκίων και της προκαθορισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (crawling PEG). Το carry trade περιλάμβανε δανεισμό σε ισχυρά νομίσματα με χαμηλά επιτόκια (όπως της Ιαπωνίας ή των Ηνωμένων Πολιτειών) και επενδύσεις αυτών των κεφαλαίων στη Βραζιλία, με πολύ υψηλότερα επιτόκια.

Σε αντίθεση με τους ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων της Χιλής ή της Κολομβίας, οι οποίοι έλαβαν τη μορφή της μη αμειβόμενης υποχρέωσης τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, ο έλεγχος κεφαλαίων στη Βραζιλία πήρε τη μορφή ενός φόρου επί της

³ επισήμως Ομοσπονδιακή Δημοκρατία της Βραζιλίας

⁴ διεθνής πολιτικός οργανισμός που περιλαμβάνει τις πέντε μεγαλύτερες αναδυόμενες οικονομίες (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα, Νότια Αφρική)

συναλλαγής συναλλαγματικής ισοτιμίας (exchange rate transaction)(International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014).

Ο φόρος αυτός ήταν μια ιδιαίτερη τοποθέτηση του φόρου IOF⁵, που φορολογεί τις περισσότερες οικονομικές συναλλαγές στη Βραζιλία με διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές. Οι περισσότερες χώρες έχουν την τάση να χρησιμοποιούν την μη αμειβόμενη υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών, αντί των φόρων για να αποθαρρύνουν τις εισροές, επειδή η τελευταία συνήθως απαιτεί την έγκριση του Κογκρέσου. Όμως η περίπτωση της Βραζιλίας είναι μοναδική γιατί ένας γενικός φόρος επί των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών (το IOF) υπήρχε ήδη, και η Εκτελεστική (αρχή) ήταν σε θέση να επεκτείνει την κάλυψή του σε ορισμένες συναλλαγές σε ξένο συνάλλαγμα, καθώς και να αλλάξει το ρυθμό, με διάταγμα, χωρίς την έγκριση του Κογκρέσου (International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014).

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90, ο ανώτατος συντελεστής φόρου IOF που εφαρμόστηκε ήταν 9% στο σταθερό εισόδημα (carry-trade). Με τη φυγή κεφαλαίων που προκλήθηκε από τη ρωσική κρίση και την κατάρρευση του LTCM πανωλεθρίας (Long-Term Capital Management), το 1998, ο φορολογικός συντελεστής IOF στις εισροές κεφαλαίων ορίστηκε σε μηδέν. Το 2008, τέθηκε εκ νέου σε 1,5% για ένα σύντομο χρονικό διάστημα ως ένας τρόπος (έστω και ατελής) να εξισώσει τη φορολογική μεταχείριση των αλλοδαπών (που δεν υπόκεινται στον φόρο εισοδήματος που επιβαλλόταν στους εγχώριους επενδυτές). Όταν άρχισε η φυγή κεφαλαίων, που ήταν συνδεδεμένη με κρίση της Lehman, ο φόρος αυτός καταργήθηκε. Αποτέλεσμα της ενέργειας αυτής ήταν, για ακόμη μία φορά, η μαζική εισροή κεφαλαίων (ήδη από το Φεβρουάριο του 2009).

Σε αντίθεση με την προηγούμενη εμπειρία, οι ροές κεφαλαίων που συνεχίστηκαν μετά την ανάκαμψη από την κρίση του 2008 ήταν αρκετά διαφοροποιημένες. Δεδομένου ότι τα επιτόκια της Βραζιλίας δεν ήταν τόσο υψηλά όπως στο παρελθόν, η οικονομία της χώρας ήταν πιο ανεπτυγμένη, με την ιδιότητα του επενδυτικού βαθμού και με τη συναλλαγματική ισοτιμία ασταθή (κυμαινόμενο επιτόκιο)(Márcio Garcia,

⁵ IOF είναι το πορτογαλικό ακρωνύμιο για φόρο στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές

2015). Για την αντιμετώπιση της κατάστασης αυτής θεωρήθηκε αναγκαία η χρήση των ελέγχων κεφαλαίου στη Βραζιλία, για έναν δηλωμένο σκοπό.

2.2.1.2 Αντιμετώπιση της κρίσης στη Βραζιλία και έλεγχοι κεφαλαίου

Με στόχο την αντιμετώπιση της κρίσης στη Βραζιλία, οι κυβερνητικές αρχές επέβαλαν ελέγχους στις εισροές κεφαλαίου, σε μια προσπάθεια να καταπολεμηθεί η ανατίμηση του νομίσματος της χώρας (real-BRL). Η κυβέρνηση της Βραζιλίας άρχισε να εισαγάγει ένα εκτεταμένο σύνολο ελέγχων επί των εισροών ξένων κεφαλαίων. Ξεκίνησε με ένα φόρο 2% επί των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών σε ξένες επενδύσεις σε ομόλογα του χαρτοφυλακίου και ίδια κεφάλαια (παρόμοιος φόρος με το Tobin). Κατά τη διάρκεια εκείνης της περιόδου ακολούθησαν αρκετά μέτρα, αλλά από το 2012, πολλά από τα στοιχεία ελέγχου χαλάρωσαν ή καταργήθηκαν (Marcos Chamon, Márcio Garcia, 2015).

Στις 19 Οκτωβρίου 2009, η κυβέρνηση εισήγαγε μια εισφορά 2 % στις ξένες επενδύσεις σε ορισμένα εγχώρια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (σε ροές χαρτοφυλακίου, καλύπτοντας τα ίδια κεφάλαια και το σταθερό εισόδημα), προκειμένου να περιορίσει τις εισροές κεφαλαίων (ενώ στο παρελθόν, οι ροές ιδίων κεφαλαίων (equity flows) συχνά αποκλείονταν από αυτούς τους φόρους) (Fernando Garcia-Barragan and Guangling Liu, 2017). Σε αντίθεση με το καιροσκοπικό και πτητικό/άστατο carry trade, οι ροές ιδίων κεφαλαίων (equities) κατά κανόνα θεωρείται ότι είναι αρκετά ασφαλείς τύποι ροών. Παρ'όλα αυτά, οι αγορές ιδίων κεφαλαίων της Βραζιλίας προσέλκυαν τόσο πολλά κεφάλαια στον απόηχο της ανάκαμψης από την παγκόσμια οικονομική κρίση που η κυβέρνηση, η οποία ασχολούταν με την ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αποφάσισε να συμπεριλάβει τις μετοχές (stocks) στους ελέγχους (International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014).

Στις 18 Νοεμβρίου του 2009, επιβλήθηκε φόρος 1,5 % για την έκδοση Αποθετηρίων Τίτλων/Εγγράφων (Depositary Receipts- DRs⁶), για να αποθαρρύνουν τη χρήση τους

⁶ χρεόγραφα που εκδίδονται από μία θεματοφύλακα τράπεζα, η οποία λαμβάνει το βασικό απόθεμα στη Βραζιλία και εκδίδει αντίστοιχη απόδειξη που διαπραγματεύεται σε ξένες αγορές (π.χ. ADRs στην περίπτωση των αγορών των ΗΠΑ). Αποτελεί ένα προφανές κανάλι, το οποίο επέτρεψε στους επενδυτές να παρακάμψουν τους ελέγχους στις ροές κεφαλαίων. – Οπότε όταν ένας ξένος επενδυτής αγοράζει ένα DR, έχει το δικαίωμα να το μετατρέψει σε υποκείμενη μετοχή (underlying stock) στην αγορά της

ως ένας τρόπος (προφανές κανάλι) που επέτρεπε στους επενδυτές να αγοράσουν κεφάλαια (equities) Βραζιλίας χωρίς να διατρέχουν τον φόρο εισροών. Στις 30 Δεκεμβρίου του 2010, ο φόρος στις μετατροπές DRs έγινε 2 %. Δεν υπήρχαν άλλες αλλαγές με στόχο τις εισροές κεφαλαίων, και το Δεκέμβριο του 2011 οι φόροι στις ροές κεφαλαίων τελικά αφαιρέθηκαν (τέθηκαν στο μηδέν), αν και ο φόρος στην έκδοση DR παρέμεινε (International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014).

Όσον αφορά τις ροές σταθερού εισοδήματος (fixed income flows), υπήρξε μια σειρά μέτρων αυστηρότερων περιορισμών. Ο φόρος στις ροές του πάγιου εισοδήματος, αρχικά ορίστηκε σε 2%, αυξήθηκε στο 4% (4 Οκτωβρίου του 2010) και λίγο αργότερα στο 6% (18 Οκτωβρίου του 2010) (International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014).

Στις 6 Ιανουαρίου 2011 η κεντρική τράπεζα ανακοίνωσε την μη αμειβόμενη υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών επί των ακαθάριστων υποχρεώσεων ξένου συναλλάγματος (foreign exchange-FX) των τραπεζών πάνω από 3 δις δολάρια, η οποία περιόρισε την έκταση στην οποία θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί η στρατηγική για τη παράκαμψη των ελέγχων (όπως αναφέρθηκε παραπάνω). Στις 28 Μαρτίου 2011, βραζιλιάνικες εταιρείες που δανείζονταν από το εξωτερικό υπόκειται σε φόρο 6 % επί αυτών των ροών, αν η λήξη (maturity) τους ήταν μικρότερη από 1 έτος (λίγο αργότερα επεκτάθηκε σε δύο έτη). Σχετικά μέτρα υιοθετήθηκαν για να εμποδίσουν τις επιχειρήσεις από τον εξωτερικό δανεισμό (μακροπρόθεσμα) χωρίς την καταβολή του φόρου και, στη συνέχεια, τη μετατροπή του δανείου σε μικρότερης διάρκειας (International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014).

Στις 26 Ιουλίου 2011, ανακοινώθηκε ένας φόρος επί των πλασματικών ποσών των παραγώγων του νομίσματος, με τον αρχικό φορολογικό συντελεστή να ορίζεται στο 1 %, και το μέγιστο ποσοστό σε 25%. Αυτό το μέτρο τέθηκε σε ισχύ στις 16 Σεπτεμβρίου, 2011. (International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014)

Τον Φεβρουάριο και τον Μάρτιο του 2012, πρόσθετοι περιορισμοί τέθηκαν σε εφαρμογή, περιορίζοντας τις πληρωμές προς τους εξαγωγείς. Κατά τη διάρκεια του 2012, οι ροές κεφαλαίων εξασθένησαν. Οι ανησυχίες σχετικά με τον πληθωρισμό σημείωσαν ιδιαίτερη υποτίμηση, ιδιαίτερα μετά την μεγάλη μείωση της πολιτικής του

Βραζιλίας. Αυτό παρείχε ένα μηχανισμό για να εισέλθουν στη χρηματοπιστωτική αγορά της Βραζιλίας χωρίς να διατρέχει τον 2 τοις εκατό φόρο επί των εισροών κεφαλαίων.

επιτοκίου από την Κεντρική Τράπεζα της Βραζιλίας (από 12,50% στις 20 Ιουλίου 2011, στο 7,25%, στις 10 Οκτωβρίου, 2012). Μέχρι το τέλος του 2012, και με στόχο την προσέλκυση κεφαλαίων, ξεκίνησε μια κίνηση για απόσυρση κάποιων στοιχείων ελέγχου (International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014). Η κεντρική τράπεζα της Βραζιλίας άρχισε να χρησιμοποιεί παράγωγα, όπως swaps⁷ και repos⁸ προκειμένου να αυξήσει τη προσφορά δολαρίων και να μειώσει τις πιέσεις που δεχόταν το real, με στόχο τη διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας⁹ (καθιστώντας άγονες τις πωλήσεις συναλλάγματος (Πέτρος Στεριώτης, 2015) (International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014).

Ο φόρος στο ξένο δανεισμό περιοριζόταν στα δάνεια με διάρκεια έως δύο έτη τον Ιούνιο του 2012, και τελικά περιορίστηκε στα δάνεια με διάρκεια έως ένα έτος τον Δεκέμβριο του 2012. Στις 4 Ιουνίου 2013, εν μέσω ανησυχιών για την υπερβολική αποδυνάμωση του real, ο φόρος στις ροές του σταθερού εισοδήματος εξαλείφθηκε (τέθηκε στο μηδέν). Οκτώ ημέρες αργότερα, ο φόρος IOF στην ονομαστική αξία των παραγώγων συναλλάγματος επίσης απαλείφθηκε (τέθηκε στο μηδέν). Κατά το επόμενο έτος, οι μόνοι εναπομείναντες περιορισμοί ήταν ο φόρος 6 % σε βραχυπρόθεσμα δάνεια (τελικά περιορίστηκαν σε δάνεια κάτω των 6 μηνών), και ο φόρος 1,5% στις εκδόσεις του DRs (International Monetary Fund, Márcio Garcia, 2014).

2.2.1.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία

Η χρήση των περιορισμών στη Βραζιλία τέθηκε στις εισροές κεφαλαίων με σκοπό την καταπολέμηση/παρεμπόδιση ανατίμησης του εθνικού νομίσματος. Κατά συνέπεια, η αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των ελέγχων θα μπορούσε να καθοριστεί από τις εξελίξεις σε σχέση με τη συναλλαγματική ισοτιμία. Σύμφωνα με τις περισσότερες μελέτες έχει διαπιστωθεί μια έλλειψη της στατιστικά σημαντικής επίδρασης στη

⁷ ή Σύμβαση Ανταλλαγής, αποτελεί μια συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων για ανταλλαγή μελλοντικών χρηματοροών (legs) με τρόπο που έχουν προκαθορίσει μεταξύ τους. Τα χρηματικά ποσά που ανταλλάσσονται μπορεί να αναφέρονται σε διαφορετικά νομίσματα και σταθερά ποσά. Αλλιώς μπορεί ένα σταθερό ποσό να ανταλλάσσεται με ένα μεταβαλλόμενο, αβέβαιο ποσό ή το ποσό πληρωμής στο ένα νόμισμα να είναι σταθερό ενώ στο άλλο μεταβαλλόμενο.

⁸ Η αλλιώς συμφωνίες επαναγοράς, είναι βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα, διάρκειας μεταξύ μιας μέρας (overnight) και το πολύ ενός μήνα μεταξύ ενός δανειστή και ενός οφειλέτη να πουλήσουν και μετά να επαναγοράσουν κάποιο χρεόγραφο μικρού κινδύνου, συνήθως έντοκα γραμμάτια Δημοσίου.

⁹ η οποία κυμαινόταν γύρω από μια σχετικά στενή ζώνη πάνω από 2 BRL / USD από το Μάιο / 2012 στον Μάιο / 2013, με σχετικά μικρή μεταβλητότητα

συναλλαγματική ισοτιμία έπειτα από την επιβολή ποικίλων μέτρων στη χώρα (Garcia, 2013, Coelho and Gallagher, 2010, Klein, 2012).

Η χρήση των ελέγχων κεφαλαίου δε φαίνεται να ήταν αποτελεσματική στη Βραζιλία, όσον αφορά την ανατίμηση του νομίσματος, αφού το 2009 έφθασε σε επίπεδο 30 % σε σχέση με το δολάριο (Coelho and Gallagher, 2010). Όμως προκειμένου να καθοριστεί η αποτελεσματικότητα των περιορισμών στη μείωση της μεταβλητότητας των εισροών κεφαλαίου, είναι σημαντικό να διαχωριστούν και να αναλυθούν τα πέντε στάδια με βάσει τις περιπτώσεις και τις αλλαγές που συνέβησαν μετά την έναρξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

Ως εκ τούτου, ο περιορισμός του τέθηκε τον Μάρτιο του 2008 (φόρος επί σταθερού εισοδήματος) είχε μόνο μια μικρή και προσωρινή επίδραση στις ροές κεφαλαίων στις αγορές της Βραζιλίας, αφού τις πρώτες εβδομάδες, οι εισροές υπέστησαν ύφεση, αλλά σύντομα αυξήθηκαν και πάλι. Στη συνέχεια, η Βραζιλία αποφάσισε να άρει το φόρο σταθερού εισοδήματος, διότι οι εισροές κεφαλαίων είχαν μειωθεί δραστικά στους προ κρίσης μήνες.

Ως αποτέλεσμα της άρσης του ελέγχου αυτού, σημειώθηκε επιβράδυνση των εκροών. Το επόμενο έτος, ο φόρος που έθεσε η Βραζιλία επί των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών σε ξένες επενδύσεις σε ομόλογα του χαρτοφυλακίου και ίδια κεφάλαια, δεν αποδείχθηκε αποτελεσματικός για να ανακοπούν οι μεγάλες εισροών κεφαλαίων. Ακόμα και η αύξησή του λίγο αργότερα είχε μια παρόμοια (ελλειπτική) επίδραση στον όγκο των εισροών στη Βραζιλία. Ενώ το 2011, με τη μείωση στο φόρο των μετοχών, υπήρξε βραχυχρόνια αύξηση στις επενδύσεις ιδίων κεφαλαίων σε εταιρείες/κεφάλαια της Βραζιλίας (in Brazilian funds) (Jinjarak, Noy, Zheng, 2013).

Σύμφωνα με αρκετές μελέτες, εκείνη την εποχή η Βραζιλία, όπως και άλλες αναδυόμενες οικονομίες, επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό από την εκροή κεφαλαίων, λόγω της κρίσης στην Ευρωζώνη (Baumann and Gallagher, 2012). Οι επενδυτές έγιναν δύσπιστοι όσον αφορά τη σταθερότητα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος και η αβεβαιότητα οδήγησε σε μεγάλες εκροές κεφαλαίων από τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς σε χώρες που θεωρούνται «ασφαλή καταφύγια», όπως οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιαπωνία (Sivy, 2011).

Ακόμα μπορούν να αναφερθούν πολλές διαπιστώσεις σε σχέση με τα αποτελέσματα των ελέγχων κεφαλαίου της Βραζιλίας επί των δεικτών της αγοράς μετοχών της χώρας,

το επίπεδο συναλλαγματικών ισοτιμιών και τη σταθερότητα, και τον όγκο και σύνθεση των καθαρών εισροών κεφαλαίου. Αναφορικά με το εθνικό χρηματιστήριο της Βραζιλίας, το Bovespa, είναι προφανές ότι η Βραζιλία βίωσε μια δυνητική φούσκα του χρηματιστηρίου από το 2009 μέχρι την κρίση στην Ευρωζώνη το 2011, προκαλώντας ύφεση στην αγορά. Έτσι, αρχικά οι έλεγχοι φάνηκε να έχουν μία θετική επίδραση στη μείωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, ωστόσο δεν μείωσαν τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων μακροπρόθεσμα και στην πραγματικότητα αντισταθμίστηκαν από τους κανονισμούς οι οποίοι ενθάρρυναν τους επενδυτές να επιστρέψουν στην Βραζιλία (Baumann, Gallagher, 2012).

Οι ανακοινώσεις των ελέγχων κεφαλαίου είχαν μικρή στατιστικά σημαντική επίδραση στη μείωση της ανατίμησης του νομίσματος της Βραζιλίας, αλλά η εφαρμογή τους δεν είχε στατιστικά σημαντική επίδραση στη μείωση της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στην πραγματικότητα, ο θεσμός των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων οδήγησε σε αύξηση των εισροών κεφαλαίων στη χώρα, αλλά η σύνθεση αυτών των ροών μεταβλήθηκε από βραχυπρόθεσμες σε μακροπρόθεσμες εισροές (Baumann, Gallagher, 2012).

Η ανάλυση των πέντε φάσεων, που προηγήθηκε, της μετά-κρίσης πολιτικής κίνησης κεφαλαίου και ανάλυσης της επίδρασης των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων σε τρεις μακροοικονομικούς δείκτες (δείκτες ιδίων κεφαλαίων της αγοράς, τη συναλλαγματική ισοτιμία και εισροές κεφαλαίων) παρέχει στοιχεία προς υποστήριξη της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων. Η χαλάρωση των ελέγχων της Βραζιλίας είχε επίδραση στις ροές κεφαλαίων, ένα αποτέλεσμα που ήταν βραχείας ζωής, αλλά εξακολουθεί να είναι στατιστικά και οικονομικά σημαντικό.

Δεν υπάρχουν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι η ενίσχυση των κεφαλαιακών ελέγχων ήταν αποτελεσματική στη μείωση της κλίμακας των εισροών στη Βραζιλία. Παρεμπιπτόντως, θεωρείται ότι όταν η χώρα έκανε άρση των κεφαλαιακών ελέγχων, εν μέρει πέτυχε την αποφυγή επιπλέον μείωσης στις εισροές (Jinjarak, Noy, Zheng, 2013).

Εντούτοις, ένα σημαντικό κόστος που προκλήθηκε από την εφαρμογή των κεφαλαιακών ελέγχων, και πρέπει να λαμβάνεται υπόψιν στην προσπάθεια προσδιορισμού της αποτελεσματικότητάς τους, είναι εκείνο που προκύπτει από τις πρόσθετες δαπάνες που είχε να αντιμετωπίσει η Βραζιλία. Γεγονός το οποίο δεν μπορεί

να προσδιοριστεί εύκολα διότι αφορά τόσο την εφαρμογή όσο και την διατήρηση των απαραίτητων διοικητικών και θεσμικών υποδομών για την επιβολή των κανονισμών στην εγχώρια οικονομία (Ostry et al., 2010). Επιπροσθέτως, εξαιτίας των πολλαπλών και εναλλασσόμενων ελέγχων, κατά το χρονικό διάστημα μετά τη κρίση, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι υπήρξαν μεγάλες δαπάνες που σχετίζονται με τη συνεχή επέκταση, τη ρύθμιση αλλά και την παρακολούθηση για συμμόρφωση με τους κανονισμούς (Ariyoshi et al., 2000). Επομένως, δεδομένου ότι οι έλεγχοι δεν φαίνεται να πέτυχαν τους επιδιωκόμενους στόχους τους και η Βραζιλία είχε ακόμη να αντιμετωπίσει συναφείς δαπάνες τους, δεν φαίνεται πως η χρήση των ελέγχων στη κίνηση κεφαλαίων ήταν επωφελής στη συγκεκριμένη περίπτωση.

2.2.2 Περίπτωση Αργεντινής

2.2.2.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Αργεντινής

Η Αργεντινή με πρωτεύουσα το Μπουένος Άιρες με περίπου 44 εκ κατοίκους είναι, όπως και η Βραζιλία, μέλος του G-20 των μεγαλύτερων οικονομιών. Η Αργεντινή είναι μια οικονομία με υψηλά εισοδήματα, η τρίτη μεγαλύτερη της Λατινικής Αμερικής (αμέσως μετά τη Βραζιλία), με πλούσιους φυσικούς πόρους, με ιδιαίτερα εγγράμματο πληθυσμό, ένα γεωργικό τομέα με εξαγωγικό προσανατολισμό, καθώς και μια διαφοροποιημένη βιομηχανική βάση. Οι οικονομικές επιδόσεις της Αργεντινής ήταν ανέκαθεν πολύ άνισες, όπου η υψηλή οικονομική ανάπτυξη εναλλάσσεται με σοβαρή ύφεση, ιδιαίτερα κατά τα τέλη του εικοστού αιώνα, όπου η άνιση διανομή του εισοδήματος και της φτώχειας αυξήθηκαν. Τις τελευταίες δεκαετίες η χώρα υπέφερε από επαναλαμβανόμενη φυγή κεφαλαίων γεγονός που συχνά προκάλεσε τη θέσπιση νόμων για τον έλεγχο των ροών, με την τελευταία να εφαρμόζεται το χρονικό διάστημα 2011-2015.

Η οικονομία της Αργεντινής έχει πληγεί από περιόδους αναταραχής, υπερπληθωρισμού και νομισματικής αστάθειας (Schäfer, Stephan Hans, 2015). Κατά τα τελευταία 40 χρόνια, τα πιο σημαντικά επεισόδια επαναλαμβανόμενης φυγής κεφαλαίων έχουν συμβεί επανειλημμένα πριν τις μεγάλες υποτιμήσεις (1975, 1981-1982, 1989, 2001), σε μια οικονομία που χαρακτηρίζεται από την «χρόνια ανεπάρκεια των ξένων νομισμάτων». Οι εκροές κεφαλαίων έχουν λάβει χώρα σε ένα πλαίσιο

εμπορικών ελλειμμάτων, ταχείας εξάντλησης των συναλλαγματικών διαθεσίμων, προκλήσεων στην πρόσβασή τους στις διεθνείς πιστωτικές αγορές. Ως συνέπεια, υπήρξε έλλειψη εμπιστοσύνης από τους πιο ισχυρούς οικονομικούς παράγοντες, μεγάλες εταιρείες και ιδιώτες με υψηλή αγοραστική δύναμη, ώστε το κράτος να διατηρήσει την αξία του νομίσματος σε βάθος χρόνου (Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, Magdalena Rúa, 2014).

Στη δεκαετία του 1990, η υπερτίμηση του πέσο (νόμισμα της Αργεντινής - ARS) οδήγησε σε ένα χρόνιο έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου, ένας από τους κεντρικούς παράγοντες που οδήγησαν στην έλλειψη ξένου νομίσματος (Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, Magdalena Rúa, 2014). Το 1991, η κυβέρνηση της Αργεντινής, για να θέσει τον υπερπληθωρισμό υπό έλεγχο, εφάρμοσε ένα οικονομικό/σχεδόν νομισματικό συμβούλιο, πιο γνωστό ως το Σχέδιο μετατρεψιμότητας. Το σχέδιο μετατρεψιμότητας σταθεροποίησε το πέσο με το δολάριο ΗΠΑ σε σταθερό ρυθμό. Κατά συνέπεια, ο πληθωρισμός μειώθηκε δραματικά στην Αργεντινή. Μετά από κάποιο χρονικό διάστημα της οικονομικής ευημερίας, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μετατράπηκε σε ένα μεγάλο έλλειμμα λόγω της διάχυσης αποτελεσμάτων από άλλες κρίσεις, το υψηλό έλλειμμα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού, και μια υπερτιμημένη συναλλαγματική ισοτιμία. Ως αποτέλεσμα, στα τέλη του 2001, η Αργεντινή κήρυξε στάση πληρωμών και η χώρα γνώρισε μια από τις χειρότερες οικονομικές κρίσεις της. Κατά συνέπεια, το σχέδιο μετατρεψιμότητας έπρεπε να εγκαταλειφθεί και το πέσο έπρεπε να υποτιμηθεί. Μετά από αυτή την κατάρρευση, το 2002 η κυβέρνηση της Αργεντινής εισήγαγε ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων προς και από την χώρα (Schäfer, Stephan Hans, 2015).

Λίγο αργότερα, το 2007, παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού που οδήγησε την υψηλή πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία στην παρακμή. Αυτό δεν σημαίνει ότι το εμπορικό πλεόνασμα αντιστράφηκε, αλλά είχε μια ισχυρή επίδραση στις οικονομικές μεταβλητές. Σε ένα περιβάλλον όπου ο πληθωρισμός ξεπέρασε το 20%, τα πραγματικά επιτόκια ήταν αρνητικά, και δεν υπήρχαν ευρετήρια εργαλεία αποταμίευσης, οι μεγάλοι επενδυτές και αποταμιευτές mid-level άρχισαν να μετατρέπουν τα περιουσιακά τους στοιχεία σε δολάρια. Το 2007-2008, η διεθνής οικονομική κρίση και ο αγώνας μεταξύ της κυβέρνησης και των μεγάλων ενώσεων, που εκπροσωπούσαν παραγωγούς της γεωργίας και της κτηνοτροφίας, αποτέλεσαν ακόμη δύο φαινόμενα που εξηγούν την πρώτη ακίδα στη φυγή κεφαλαίων σε ένα

μακροοικονομικό πλαίσιο που εκείνη την εποχή εξακολουθούσε να είναι ευνοϊκό (Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, Magdalena Rúa, 2014).

Μόλις η χώρα είχε ξεπεράσει αυτό το πρώτο επεισόδιο, η αύξηση του πληθωρισμού και της ανατίμησης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στην επιτάχυνση της φυγής κεφαλαίων, που ξεκίνησε το 2010, φτάνοντας στο αποκορύφωμα της ένα χρόνο αργότερα. Η έλλειψη κάθε είδους πολιτικής για τον έλεγχο της αύξησης των τιμών, η ενοποίηση των επιτοκίων που ξεπέρασε, κατά πολύ, τις ονομαστικές τιμές υποτίμησης, και οι δυσκολίες να διατηρηθεί το εμπορικό ισοζύγιο αύξησαν τις φήμες ότι η κυβέρνηση θα πρέπει να υποτιμήσει και πάλι το νόμισμα. Από την άλλη πλευρά, η αύξηση των τιμών σήμαινε επίσης την επανεμφάνιση των πραγματικών επιτοκίων αρνητικού ενδιαφέροντος και την ενθάρρυνση των επενδύσεων σε ξένο νόμισμα (Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, Magdalena Rúa, 2014).

Επίσης οι εξελίξεις στην πολιτική ήταν βασικός παράγοντας στη φυγή κεφαλαίων. Τον Οκτώβριο του 2011 κατά την περίοδο των εκλογών αλλά και πριν, κατά την πορεία προς τις εκλογές της Αργεντινής, ήταν μία εποχή χρηματοπιστωτικής και οικονομικής αβεβαιότητας, όπου παρατηρήθηκε μαζική έξοδος του δολαρίου. Το όλο περιβάλλον συνέβαλε στην αύξηση της αγοράς ξένου νομίσματος. Οι συνέπειες της επιταχυνόμενης φυγής κεφαλαίων το 2011 ήταν πιο σοβαρές από εκείνες των προηγούμενων ετών. Πρώτον, το μέγεθος αυτό ήταν σχεδόν διπλάσιο από το πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου (184%), πράγμα που σημαίνει ότι η Κεντρική Τράπεζα έχασε περίπου πέντε δισεκατομμύρια δολάρια από τα αποθεματικά του εκείνη τη χρονιά. Ξεκινώντας από τον Ιούνιο του 2011, τα αποθέματα μειώθηκαν σταθερά για τους επόμενους 30 μήνες.

Σύμφωνα με τον οικονομολόγο και καθηγητή μακροοικονομίας στο Universidad de Buenos Aires (UBA) Daniel Heymann, η Αργεντινή αντιμετωπίζει προβλήματα εκροής κεφαλαίων και «δολαριοποίησης». Παρά τη μακρά περίοδο ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης, μια ιστορία οικονομικής αναταραχής και υποτιμήσεων του νομίσματος, οι άνθρωποι δεν έχουν καμία εμπιστοσύνη στο τοπικό τους νόμισμα και προτιμούν να αποταμιεύουν σε δολάρια ΗΠΑ. Έτσι, εξαιτίας του μακροχρόνιου φόβου για μια ακόμα νομισματική καταστροφή, μεγάλες ποσότητες του πλούτου των νοικοκυριών και των κερδών των επιχειρήσεων είναι συχνά στοιβαγμένες έξω από τη χώρα. «Για την

Αργεντινή, το ζήτημα των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών και την αγορά ξένου συναλλάγματος είναι πολύ σημαντική, διότι η χώρα έχει παράδοση της σκέψης σε δολάρια, ως εκ τούτου, οι προσδοκίες και οι αντιλήψεις επηρεάζονται από αυτό», προσθέτει ο Heymann (Alexandra N. Katz, 2011).

Σε αντίθεση με ό,τι είχε συμβεί μια δεκαετία νωρίτερα, η κυβέρνηση αποφάσισε να μην λάβει χρηματοδότηση μέσω της παγκόσμιας πιστωτικής αγοράς, έτσι ώστε αυτή η φυγή κεφαλαίων παρήγαγε μια απότομη πτώση στα αποθεματικά της Κεντρικής Τράπεζας, τα οποία δε θα έπρεπε να αντισταθμίζονται από την εισροή ξένου συναλλάγματος μέσω διεθνών δανείων.

Ωστόσο, μετά τις εκλογές, η κυβέρνηση δεν υποτίμησε το νόμισμα. Αντίθετα, λόγω της εξέλιξης του τρόπου φυγής κεφαλαίων και των επιπτώσεων στα αποθέματα της Κεντρικής Τράπεζας οδήγησαν την κυβέρνηση να θεσπίσει, τον Οκτώβριο του 2011, μια σειρά από ρυθμιστικές αλλαγές. Στόχος της ήταν να περιορίσει σε μεγάλο βαθμό την απόκτηση και τη χρήση ξένου νομίσματος από ιδιώτες και εταιρείες, εμποδίζοντας την εκροή συναλλάγματος στο εξωτερικό (Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, Magdalena Rúa, 2014).

2.2.2.2 Αντιμετώπιση της κρίσης στην Αργεντινή και έλεγχοι κεφαλαίου

Στην αρχή της δεύτερης προεδρίας της Κριστίνα Φερνάντες ντε Κίρχνερ¹⁰, το 2011, η Αργεντινή μετά από μια έλλειψη αποθεμάτων σε ξένο συνάλλαγμα εισήγαγε αυστηρούς ελέγχους κεφαλαίων. Οι έλεγχοι αυτοί περιορίζαν τη δύναμη αγοραπωλησίας ξένων νομισμάτων, ειδικά αμερικανικών δολαρίων. Ο περιορισμός αυτός ήταν ανεπίσημα γνωστός στην Αργεντινή ως «CEPO cambiario» (ισπανικά: ανταλλαγή σφιγκτήρα). Οι έλεγχοι καταργήθηκαν τον Δεκέμβριο του 2015, κατά την έναρξη της προεδρίας του Mauricio Macri.

Μετά την κρίση του 2001, ο βαθμός της οικονομικής ολοκλήρωσης άλλαξε στην Αργεντινή, επειδή η χώρα εφάρμοσε αυστηρούς μηχανισμούς ελέγχου επί των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Με τους περιορισμούς αυτούς τέθηκε ένα ανώτατο όριο για την απόκτηση ξένου συναλλάγματος από κατοίκους και μη κατοίκους της

¹⁰ Στις 23η Οκτωβρίου, ο Fernandez επανεκλέγεται με 54 τοις εκατό των ψήφων, το πιο λαμβάνονται με προεδρικό υποψήφιο από το Χουάν Ντομίνγκο Περόν το 1973.

Αργεντινής. Εκτός αυτού, η κυβέρνηση εισήγαγε ελέγχους για την εισροή και την εκροή κεφαλαίων προς και από την Αργεντινή το 2002. Από την κρίση, οι υφιστάμενοι μηχανισμοί ελέγχου έγιναν αυστηρότεροι αρκετές φορές από την εφαρμογή τους, κυρίως το 2005 και το 2011. Για το έτος 2005 και μόνο η κεντρική τράπεζα της Αργεντινής γνωστοποίησε περισσότερες από 46 ανακοινώσεις σχετικά με νέες μεταρρυθμίσεις για την τοπική αγορά συναλλάγματος και ελέγχους κεφαλαίων (BCRA, 2015) (Schäfer, Stephan Hans, 2015).

Στόχος των κεφαλαιακών ελέγχων ήταν να διατηρήσουν ένα ορισμένο βαθμό της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής, για την πρόληψη των διεθνών συναλλαγματικών διαθεσίμων από την εξάντληση, για τη μείωση των διακυμάνσεων στις βραχυπρόθεσμες εισροές κεφαλαίων και να συμβάλει σε μια σταθερή οικονομία (Schäfer, Stephan Hans, 2015). Υλοποιήθηκαν τέσσερις κύριοι τύποι μέτρων -όρια για την αγορά ξένου συναλλάγματος για την αποταμίευση και τον τουρισμό, κανονισμούς σχετικά με τις αναλήψεις σε ξένο νόμισμα στο εξωτερικό για τον ιδιωτικό τομέα, διάφοροι έλεγχοι επί των χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων (που σχετίζονται με ενυπόθηκα δάνεια και χρήση πιστωτικών καρτών) και νέοι κανονισμοί για τις συναλλαγές του χρηματιστηρίου (απευθύνονται κυρίως στον έλεγχο της φυγής κεφαλαίων από τις συναλλαγές με ομόλογα σε δολάρια) (Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, Magdalena Rúa, 2014).

Από την οικονομική κρίση του 2001-02, η τοπική κυβέρνηση είχε χρησιμοποιήσει ξένα αποθέματα συναλλάγματος για να κάνει διεθνείς πληρωμές, καθώς η χώρα δεν ήταν σε θέση να προσελκύσει δάνεια σε ξένο νόμισμα με επιτόκια της αγοράς (τιμές της αγοράς). Ωστόσο, από το 2011, διαπιστώθηκε ότι η μέθοδος είναι μη βιώσιμη (Vishwanath Nair, 2015).

Τον Οκτώβριο του 2011, η κυβέρνηση ζήτησε επίσης πιο σκληρές απαιτήσεις για την αγορά του δολαρίου από τους ντόπιους και την αγορά περιουσιακών στοιχείων από μη κατοίκους. Σύμφωνα με την Jose Sbattella, επικεφαλής της αντιπροσωπείας της Αργεντινής για την καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες, υποστήριξε ότι η κυβέρνηση προσπάθησε να εμποδίσει τους επενδυτές που χρησιμοποιούν τρίτους για να αγοράσουν δολάρια, χρησιμοποιώντας τους υπαλλήλους της φορολογικής υπηρεσίας (Eliana Raszewski, 2013). Για την ανταλλαγή σπιτιών και τραπεζών, για τις οποίες προηγουμένως είχαν διεξαχθεί

επιμέρους συναλλαγές με ελάχιστη εποπτεία, όφειλαν να υποβάλουν νούμερα φορολογικής αναγνώρισης των πελατών τους στην ομοσπονδιακή φορολογική υπηρεσία για έγκριση. Η κυβέρνηση ανέπτυξε 4.400 επιθεωρητές σε όλη τη χώρα για την επιβολή του κανόνα (Vishwanath Nair, 2015).

Σύμφωνα με το νέο σύστημα, AFIP, η Κεντρική Τράπεζα και οι εμπειρογνώμονες της λειτουργίας για το ξέπλυμα χρήματος, όλοι έχουν πρόσβαση στα ίδια δεδομένα, πράγμα που καθιστά ευκολότερο να ανιχνεύσει πότε κάποιος κινεί περισσότερα μετρητά από ό, τι μπορεί να δικαιολογήσει από το δηλωθέν εισόδημα του (Alexandra N. Katz, 2011).

Ακόμα, η Fernandez ζήτησε από τις εταιρείες πετρελαίου, φυσικού αερίου και μεταλλείων να επαναπατρίσουν όλα τα μελλοντικά έσοδα από εξαγωγές, ενώ από τις ασφαλιστικές εταιρείες να επιστρέψουν όλες τις επενδύσεις και τα κεφάλαια που κρατούνται στο εξωτερικό.

Εν συνεχεία, η κεντρική τράπεζα, θέτοντας νέους κανόνες, απαιτεί από τους ξένους επενδυτές να καταχωρούν εισροές νομισμάτων που συνδέονται με επενδύσεις σε ακίνητα και άλλα τοπικά περιουσιακά στοιχεία. Όσοι αποτυγχάνουν να καταχωρίσουν τα κεφάλαια που εισάγονται στη χώρα θα πρέπει να αναζητήσουν την άδεια της κεντρικής τράπεζας για να επαναπατρίσουν οποιαδήποτε έσοδα (Eliana Raszewski, 2013).

Η Ομοσπονδιακή Διοίκηση Δημοσίων Εσόδων (AFIP¹¹) απαιτεί από κάθε άτομο ή επιχείρηση να λάβει άδεια από την ομοσπονδιακή φορολογική υπηρεσία ώστε να αγοράσει ξένο νόμισμα. Επίσης, η Γερουσία εγκρίνει έναν αντιτρομοκρατικό νόμο ο οποίος ορίζει ότι η αγοραπωλησία ξένων νομισμάτων εκτός της επίσημης αγοράς, μπορεί να θεωρηθεί πράξη τρομοκρατίας. Οι ποινές φυλάκισης για οκτώ χρόνια μπορούν να επιβληθούν για "συμπεριφορά που επηρεάζει την οικονομική και χρηματοοικονομική τάξη".

Αρχές του 2012, η Αργεντινή ενισχύει τους ελέγχους στις εισαγωγές (προκαλώντας παράπονα από τη Βραζιλία, τον κύριο εμπορικό εταίρο της χώρας), ενώ η κυβέρνηση ζητάει από τις εταιρείες πετρελαίου να αυξήσουν την παραγωγή για να βοηθήσουν στη μείωση των εισαγωγών. Λίγο αργότερα, η Γερουσία εγκρίνει αλλαγές στο χάρτη της

¹¹ Administración Federal de Ingresos Públicos

κεντρικής τράπεζας για να επιτρέψει στην κυβέρνηση απεριόριστη χρήση των διεθνών αποθεμάτων της τράπεζας για να πληρώσει το χρέος. Οι αλλαγές επιτρέπουν επίσης στο ίδρυμα να ενισχύσει τα δάνεια προς την κυβέρνηση για να καλύψει ένα αυξανόμενο δημοσιονομικό έλλειμμα.

Τον Απριλίου, η κεντρική τράπεζα περιορίζει τις αναλήψεις δολαρίων από τα ταμειακά μηχανήματα στο εξωτερικό σε άτομα που έχουν λογαριασμούς σε δολάρια. Ένα μήνα αργότερα, ο φορολογικός οργανισμός καθιστά αυστηρότερους τους κανόνες για τον περιορισμό των συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα εκτός της ρυθμιζόμενης αγοράς. Τα μέτρα στοχεύουν στην ανεξέλεγκτη ή "άτυπη" αγορά συναλλάγματος, τα οποία οι επενδυτές και οι εταιρείες χρησιμοποιούν για να δημιουργήσουν μεγάλα κέρδη από την αξιοποίηση των διαφορετικών συναλλαγματικών ισοτιμιών (Alexandra N. Katz, 2011). Έτσι, ο οργανισμός δήλωσε ότι θα παρακολουθεί στενότερα τους ανθρώπους που αγοράζουν δολάρια ΗΠΑ στην επίσημη αγορά και στη συνέχεια τα πωλούν στην αγορά που δεν υπόκειται σε ρύθμιση για να επωφεληθούν από την υψηλότερη τιμή για δολάρια που καταβάλλουν οι αντιπρόσωποι εκτός επίσημων καναλιών.

Σχεδόν δύο μήνες μετά, η Αργεντινή ενισχύει περαιτέρω τον έλεγχο της αγοράς συναλλάγματος, απαιτώντας από τους κατοίκους που επιθυμούν να αγοράσουν ξένο νόμισμα για ταξίδια στο εξωτερικό να παράσχουν λεπτομέρειες σχετικά με το ταξίδι στον φορολογικό οργανισμό.

Η πρόεδρος Fernandez σε μία προσπάθεια να παροτρύνει τους υποστηρικτές της, υποστήριξε ότι μετατρέπει τις αποταμιεύσεις της σε πέσος από δολάρια, όπως και τα χρήματα που επενδύει σε καταθέσεις σε δολάρια σταθερής διάρκειας τα μετατρέπει σε πέσος επειδή είναι "πιο κερδοφόρα". Στις 8 Ιουνίου, η κεντρική τράπεζα αναστέλλει την υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών σε καταθέσεις σε δολάρια για δύο μήνες, καθώς οι αποταμιευτές αποσύρουν το νόμισμα των ΗΠΑ από τραπεζικούς λογαριασμούς. Καθώς η χώρα είχε ένα υψηλό πληθωρισμό σε εκείνο το σημείο, οι άνθρωποι συνήθιζαν να αγοράζουν δολάρια για να κρατήσουν την αξία των χρημάτων τους.

Τον Ιούνιο του 2012, η AFIP απαγορεύει την αγορά δολαρίων, με εξαίρεση περιορισμένο αριθμό δραστηριοτήτων. Η κεντρική τράπεζα εκδίδει κατάλογο αποδεκτών λόγων που δικαιολογούν τις αγορές σε ξένο νόμισμα (ο κατάλογος δεν

περιλαμβάνει εξοικονόμηση ή μελλοντικές αγορές ακίνητης περιουσίας). Όλες οι αγορές δολαρίων για οποιονδήποτε λόγο εκτός από εκείνες που περιλαμβάνονται στον κατάλογο "αναστέλλονται", σύμφωνα με την τράπεζα. Τα άτομα επιτρέπεται να αγοράζουν περιορισμένο ποσό δολαρίων για σκοπούς που περιλαμβάνουν τα ταξίδια στο εξωτερικό, τις πληρωμές υποθηκών και να στέλνουν στα μέλη της οικογένειας που ταξιδεύουν στο εξωτερικό. Η χρήση των δολαρίων για τον τουρισμό έλαβε περισσότερους περιορισμούς λίγους μήνες αργότερα, όπου οι άνθρωποι θα λάμβαναν μόνο τοπικά χρήματα της χώρας που επισκέπτονταν, και μόλις 7 ημέρες πριν από το ταξίδι.

Στις 17 Ιουλίου, η κυβέρνηση παρατείνει το χρόνο που επιτρέπεται σε ορισμένες επιχειρήσεις εξόρυξης να επαναπατρίσουν τα έσοδα από εξαγωγές έως και 180 ημέρες. Η κυβέρνηση επίσης παρατείνει την προθεσμία για εργαστήρια και γεωργικές εταιρείες να επαναπατρίσουν τα έσοδα από εξαγωγές.

Οι πιστωτικές κάρτες που χρησιμοποιούνται στο εξωτερικό έλαβαν επίσης όρια. Στις 30 Αυγούστου, ο φορολογικός σύμβουλος Ricardo Echegaray ζήτησε στις εταιρείες πιστωτικών καρτών να προσθέσουν μια προκαταβολή φόρου 15% σε όλες τις αγορές που κάνουν οι πελάτες τους στο εξωτερικό. Ακόμα, ο φορολογικός οργανισμός θα εξετάσει τις δηλώσεις πιστωτικών καρτών για να ελέγξει εάν οι ταξιδιώτες υπερβαίνουν το ποσό των 300 \$ απαλλαγμένο από δασμούς για εμπορεύματα που εισάγονται στη χώρα.

Αρχές Σεπτεμβρίου, η φορολογική υπηρεσία επεκτείνει την προκαταβολή φόρου 15% στις αγορές πιστωτικών καρτών που γίνονται στο εξωτερικό για να συμπεριλάβει τις χρεωστικές κάρτες και τις διεθνείς αγορές μέσω Διαδικτύου με πιστωτικές κάρτες. Επιπλέον, η κεντρική τράπεζα ανακαλεί τις εξουσιοδοτήσεις ιδιωτικών τραπεζών και ανταλλακτικών για να λειτουργούν στα αεροδρόμια και τους λιμένες της χώρας. Η τράπεζα υποστήριξε ότι το μέτρο λήφθηκε για να προστατεύσει τους τουρίστες από «καταχρηστικές» πρακτικές όπως η χρήση αθέμιτων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Το 2013, η κεντρική τράπεζα περιορίζει τη χρήση πιστωτικών και χρεωστικών καρτών για την τοποθέτηση στοιχημάτων στο εξωτερικό. Όμως, η Αργεντινή αυξάνει τον φόρο επί των αγορών πιστωτικών και χρεωστικών καρτών που γίνονται στο εξωτερικό και σε ξένες αγορές μέσω του Διαδικτύου από 15% σε 20%. Η φορολογική υπηρεσία επεκτείνει τον φόρο στις αγορές εισιτηρίων για διεθνή ταξίδια και

οργανωμένες εκδρομές, καθώς και για την πληρωμή ξένων υπηρεσιών όπως διαμονή σε ξενοδοχείο, εστιατόριο και ενοικίαση αυτοκινήτου.

Το Δεκέμβριο του 2015, μία εβδομάδα μετά την ανάληψη καθηκόντων του Mauricio Macri, τηρώντας την υπόσχεση που είχε δώσει στην προεδρική εκστρατεία, κατήγγησε του περιορισμούς ως μέρος των μεταρρυθμίσεων για την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης.

2.2.2.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία

Η αποτελεσματικότητα των ελέγχων πρέπει να μετράται σε σχέση με τους στόχους της επιβολής τους. Ως εκ τούτου, η αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου της Αργεντινής είναι συνυφασμένη με την επίτευξη των κύριων στόχων της πολιτικής τους, μέχρι την πρόσφατη τεχνική χρεοκοπία. Επιπλέον, σημαντική θεωρείται η αναφορά στις διοικητικές και μικροοικονομικές δαπάνες που σχετίζονται με την εφαρμογή των ελέγχων (Schäfer, Stephan Hans, 2015).

Το γεγονός ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων ήταν μέρος ενός μεγαλύτερου πακέτου πολιτικής καθιστά πολύ δύσκολο να διαχωριστούν οι αιτίες και τα αποτελέσματα των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων από τις άλλες πολιτικές που εφαρμόζονται. Επιπροσθέτως, η Αργεντινή έκανε αυστηρότερους τους υπάρχοντες μηχανισμούς ελέγχου αρκετές φορές από την πρώτη εφαρμογή, το 2002.

Με την σύσφιξη των ελέγχων του 2011, η κυβέρνηση της Αργεντινής είχε περιορισμένη επιτυχία στην πρόσβαση σε συνάλλαγμα και στη μείωση του όγκου των κεφαλαίων που έφυγαν από τη χώρα σε σύντομο χρονικό διάστημα. Παρ' όλα αυτά, η κυβέρνηση δεν κατόρθωσε να προλάβει την υποτίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, ούτε την πτώση των διεθνών αποθεματικών από με την εφαρμογή ή την ενίσχυση των ελέγχων κεφαλαίου.

Η κυβέρνηση της Αργεντινής με σκοπό την αποφυγή της υποτίμηση του νομίσματος εφάρμοσε ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων στις εκροές. Ωστόσο, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία συνεχώς αποσβένεται σε δολάρια. Αυτό είναι ένα σημάδι ότι η υποτίμηση δεν θα μπορούσε να αποφευχθεί με την εφαρμογή των ελέγχων. Επιπλέον, τον Ιανουάριο του 2014, η κεντρική τράπεζα της Αργεντινής αναγκάστηκε να υποτιμήσει το πέσο, επειδή ο οργανισμός μείωσε την παρέμβαση στην αγορά

συναλλάγματος για την αποφυγή πτώσης των διεθνών συναλλαγματικών διαθεσίμων (Porzecanski, 2014). Ειδικά, μετά τον Ιανουάριο του 2014 έως την τεχνική χρεοκοπία (τον Ιούνιο του 2014), η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία υποτιμήθηκε σημαντικά. Έτσι, ο στόχος της κυβέρνησης της Αργεντινής να αποφύγει καθοδικές πιέσεις επί της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν επιτεύχθηκε (Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, Magdalena Rúa, 2014).

Η επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου του 2011 πέτυχε τη μείωση της φυγής κεφαλαίων. Η εκροή κεφαλαίου επιταχύνθηκε με ταχύτατο ρυθμό το τρίτο τρίμηνο του '11 (οι εκροές αυξήθηκαν στα 18 δις. δολάρια κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2011 από 9,2 δις. δολάρια το προηγούμενο έτος), καθώς οι επενδυτές έβγαλαν τα χρήματα από τη χώρα λόγω της ανησυχίας τους, του πληθωρισμού και του αποδυναμωμένου πέσο. Στις αρχές του 2012, η κεντρική τράπεζα αναφέρει ότι η εκροή κεφαλαίου επιβραδύνθηκε το τέταρτο τρίμηνο, με τους επενδυτές να αποσύρουν 3,3 δις δολάρια από τη δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία της Νότιας Αμερικής, σε σχέση με τα 8,4 δις δολάρια το τρίτο τρίμηνο του 2011. Εν συνεχεία, οι εκροές κεφαλαίων μειώθηκαν ακόμα περισσότερο και το πρώτο τρίμηνο λόγω των αυστηρότερων ελέγχων στην αγορά συναλλάγματος, με τους επενδυτές να αποσύρουν 1,6 δις. δολάρια (Raszewski, 2012). Το 2012 οι εκροές μειώθηκαν κατά 84%, σε χαμηλότερα επίπεδα από το 2006, αφού η Fernandez κατέστησε αυστηρότερους τους ελέγχους συναλλάγματος. Έτσι οι εκροές ανήλθαν σε 3,4 δισεκατομμύρια δολάρια το 2012 μετά από 21,5 δις δολάρια που εξήλθαν από τη χώρα το 2011. Η οικονομία έλαβε μια καθαρή εισροή 163 εκατομμυρίων δολαρίων το τέταρτο τρίμηνο, η δεύτερη συνεχή τριμηνιαία εισροή (Elíana Raszewski, 2013).

Παρά το γεγονός ότι οι περιορισμοί του 2011 κατάφεραν να σταματήσουν την εκροή κεφαλαίων, απέτυχαν να σταματήσουν την πτώση στα διεθνή συναλλαγματικά διαθέσιμα (Pan Kwan Yuk, Schäfer, Stephan Hans, 2015). Αυτό ήταν ένα από τα πιο σημαντικά κίνητρα για τα οποία η κυβέρνηση της Αργεντινής εφάρμοσε ελέγχους, διότι δεν ήταν σε θέση να αντλήσει κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, από την χρεοκοπία του 2001. Ενώ μέχρι το 2010 τα διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα αυξήθηκαν σημαντικά, στη συνέχεια και έως το 2014 υπήρξε συρρίκνωση με ταχύ ρυθμό. Από τον Ιανουάριο του 2014 μέχρι τη τεχνική χρεοκοπία του 2014, τα συναλλαγματικά αποθέματα αυξήθηκαν σε πολύ μικρό βαθμό. Εν τούτης, τον Ιούνιο του ίδιου έτους, το επίπεδο των αποθεμάτων ήταν ανάλογο με εκείνο του 2005

(Cachanosky, 2015). Ακόμα, η ανάπτυξη του εμπορικού ισοζυγίου (balance of trade-BOT) ήταν ανησυχητική μέχρι το τέλος του 2014 και συνέβαλε στη μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Σύμφωνα με Cachanosky (2015) η μείωση του εμπορικού ισοζυγίου μπορεί να αποδοθεί στους ελέγχους των εισαγωγών που έγιναν αυστηρότεροι στο τέλος του 2011. Οι εγχώριες κατασκευές της Αργεντινής εξαρτώνται κυρίως από εισαγόμενους συντελεστές παραγωγής για την παραγωγή των τοπικών προϊόντων, με αποτέλεσμα οι περιορισμοί στις εισαγωγές να αποτελούν επίσης κίνδυνο για τις εξαγωγές. Για το λόγο αυτό, τόσο οι εισαγωγές όσο και οι εξαγωγές άρχισαν να μειώνονται μετά την εντατικοποίηση των ελέγχων το 2011 (Cachanosky, 2015).

Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι οι έλεγχοι παρήγαγαν, επίσης, σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις. Ως αποτέλεσμα των συναλλαγματικών ελέγχων οι άνθρωποι στράφηκαν προς τη μαύρη αγορά για την απόκτηση ξένου συναλλάγματος. Έτσι, παρατηρήθηκε αναζωπύρωση της παράνομης αγοράς δολαρίου, η οποία ουσιαστικά δεν υπήρχε τη δεκαετία πριν, και η συνακόλουθη/προκύπτων ανάδυση μιας παράλληλης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η αξία του παράνομου δολαρίου αυξήθηκε όταν οι έλεγχοι έγιναν αυστηρότεροι. Μέχρι το τέλος του έτους, η διαφορά μεταξύ των δύο τιμών συναλλάγματος είχε φθάσει το 40%, ένα ποσοστό που αυξήθηκε σε 64% έως το Σεπτέμβριο 2013 (Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, Magdalena Rúa, 2014).

Η εμφάνιση της μαύρης αγοράς στο Μπουένος Άιρες σημαίνει ότι οι έλεγχοι συναλλάγματος δεν ήταν αποτελεσματικοί για τον έλεγχο του συνόλου των κεφαλαίων που εισήλθε ή εξήλθε από την οικονομία. Επιπλέον, η μαύρη αγορά στην Αργεντινή αποτελεί ένα μεγάλο κίνητρο για τους τουρίστες να ταξιδέψουν στη χώρα, λόγω του ότι η Αργεντινή γίνεται πιο προσιτή σε αυτούς. Για παράδειγμα, την περίοδο 2013-2014 ο αριθμός των τουριστών από Ουρουγουάη και Βραζιλία αυξήθηκε κατά 47% και 27%, αντίστοιχα (Tsang, Walsh, & Pimentel, 2014). Αυτοί οι τουρίστες έφεραν ένα σημαντικό ποσό σε ξένο νόμισμα στη χώρα. Έτσι, το ετήσιο ποσό των συναλλαγματικών που μετακινήθηκε από τη μαύρη αγορά στην Αργεντινή αντιπροσωπεύει σχεδόν το δέκα τοις εκατό του αποθέματος των διεθνών συναλλαγματικών αποθεμάτων της κεντρική τράπεζα της Αργεντινής το 2014.

Είναι επίσης ενδιαφέρον ότι από τη στιγμή που εφαρμόστηκαν περιορισμοί στην απόκτηση ξένου νομίσματος, η ζήτηση του ξένου νομίσματος για τον τουρισμό και τα ταξίδια αυξήθηκαν σημαντικά, δραστηριότητες οι οποίες, με τη σειρά τους, επέτρεπαν

στα άτομα να αποκτήσουν ξένο νόμισμα μέσα από διάφορα κενά στην πολιτική ελέγχου. Στο πρώτο εξάμηνο του 2013, οι ακαθάριστες αγορές στην ξένη αγορά συναλλάγματος ανήλθαν σε 5,4 δισεκατομμύρια δολάρια, σημαντικά υψηλότερο από την προηγούμενη χρονιά. Την ίδια στιγμή, οι εισροές ξένου συναλλάγματος για την Ελεύθερη Ενιαία Αγορά Συναλλάγματος (Single Free Exchange Market) για τον τουρισμό μειώθηκαν σημαντικά (που ανέρχονται σε 850 εκατομμύρια δολάρια κατά την ίδια χρονική περίοδο), επειδή ένα μεγάλο μέρος άρχισε να πωλείται στην παράνομη αγορά (Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, Magdalena Rúa, 2014).

Εκτός αυτού, λόγω της μεγάλης διαφοράς μεταξύ της μαύρη αγοράς και της επίσημης ισοτιμίας υπάρχει κίνητρο για τους Αργεντινούς να αγοράσουν ξένο συναλλάγμα στην επίσημη αγορά συναλλάγματος και να το πωλούν στη μαύρη αγορά με κέρδος. Αυτό συμβάλλει στη μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Ωστόσο, μετά το 2011, το ποσό του ξένου συναλλάγματος που αγοράζεται στο MUlc μειώθηκε από 8,4 δις δολάρια κατά το τρίτο τρίμηνο του 2011 σε 1,6 δις δολάρια κατά το πρώτο τρίμηνο του 2012 (Economist, 2012). Έτσι, αυτό μπορεί να ερμηνευθεί ότι η σύσφιξη του ξένου συναλλάγματος είχε μια επίδραση σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο. Παρ' όλα αυτά, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, η κυβέρνηση της Αργεντινής δεν ήταν σε θέση να συγκρατήσει τα διεθνή συναλλαγματικά αποθέματα από την πτώση, με την εφαρμογή των συναλλαγματικών ελέγχων. Ως εκ τούτου, στο σύνολό του, δεν επιτεύχθηκε ο δεύτερος βασικός στόχος της πολιτικής της εφαρμογής των ελέγχων των κεφαλαίων.

Ωστόσο, υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων στις εισροές, που τέθηκαν σε εφαρμογή το 2003 και το 2005, άλλαξαν τη δομή, την ωριμότητα και τη σύνθεση των εισροών κεφαλαίων. Το ποσοστό των άμεσων ξένων επενδύσεων του συνόλου των ξένων υποχρεώσεων αυξήθηκε κατά την περίοδο από το 2004 έως το 2013. Επιπλέον, το ποσοστό των βραχυπρόθεσμων χρεών του συνόλου των ξένων υποχρεώσεων μειώθηκε σημαντικά μέχρι το 2013. Παρά το γεγονός ότι η σύνθεση των ξένων υποχρεώσεων σε απόλυτους αριθμούς ΑΞΕ ήταν σχεδόν σταθερή, φαίνεται ότι αλλάζει. Αυτό το εύρημα είναι σύμφωνο με τους Ostry et al. (2010), οι οποίοι εξετάζουν στοιχεία στη Χιλή μεταξύ 1991 και 1998.

Επιπλέον, μετά την εφαρμογή του URRs και την επέκταση του ελάχιστου χρόνου των επενδύσεων το 2005, το βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος μειώθηκε σε απόλυτους αριθμούς κατά τη διάρκεια της περιόδου από το 2005 έως το 2010. Εκτός αυτού,

μακροπρόθεσμα τα αποθέματα εξωτερικού χρέους αυξήθηκαν από το 2005 έως το 2009. Έτσι, βασιζόμενοι στους De Gregorio et al. (2000) και Ariyoshi et. al (2000) που εξέτασαν τη δομή ωριμότητας του εξωτερικού χρέους στη Χιλή και την Κολομβία, σχετικά με την εισαγωγή URRs, παρατηρήθηκε μια παρόμοια επίδραση, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η URR στις δύο χώρες λειτουργεί αποτελεσματικά στο εξωτερικό χρέος. Ως εκ τούτου, υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι ο τρίτος από τους τέσσερις βασικούς στόχους, που είναι η μείωση στις κερδοσκοπικές βραχυπρόθεσμες επενδύσεις από την αλλαγή της δομής ωριμότητας και τη σύνθεση των εισροών με τις ελάχιστες φορές επενδύσεων και URR, επιτεύχθηκε.

Επιπλέον, η μακροοικονομική ανάπτυξη της Αργεντινής, όσον αφορά την αύξηση του ΑΕΠ και το ποσοστό ανεργίας, ήταν θετική μέχρι τη τεχνική χρεοκοπία το 2014. Εκτός από τον υψηλό πληθωρισμό, φαίνεται ότι η κυβέρνηση πέτυχε μόνο κάποιο βαθμό οικονομικής σταθερότητας με την εφαρμογή των ελέγχων.

Συγκεκριμένα, μετά από τους αυστηρότερους ελέγχους κεφαλαίων το 2011, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ της χώρας ήταν χαμηλότερος από τα ποσοστά ανάπτυξης της Χιλής και της Ουρουγουάης. Παρ' όλα αυτά, κατά τη διάρκεια εφαρμογής των ελέγχων, το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από 18% σε λιγότερο από 7 % (2002-2013). Επιπλέον, η ανάπτυξη του πιο σημαντικού χρηματιστηριακού δείκτη του Μπουένος Άιρες, του Μέρβαλ, ήταν σε γενικές γραμμές θετική κατά τη χρονική περίοδο 2002-2014. Ωστόσο, όταν οι έλεγχοι έγιναν αυστηρότεροι δεν υπήρξαν σημαντικές αλλαγές στο δείκτη. Σε γενικές γραμμές, η μακροοικονομική ανάπτυξη ήταν θετική μέχρι τα μέσα του 2014. Αλλά σημαντικό είναι να σημειωθεί ότι ο πληθωρισμός ήταν ένα μόνιμο πρόβλημα, επειδή ήταν ως επί το πλείστον πάνω από 10 % κατά τη διάρκεια της περιόδου από την οικονομική κρίση μέχρι το 2014. Ως εκ τούτου, συνολικά κατά την περίοδο παρατηρείται θετική μακροοικονομική ανάπτυξη της Αργεντινής και σε κάποιο βαθμό επίτευξη της οικονομικής σταθερότητας, παρά το γεγονός ότι ο πληθωρισμός παραμένει σε πολύ υψηλό επίπεδο.

Όπως αναφέρθηκε, η κυβέρνηση της Αργεντινής είχε τέσσερις βασικούς στόχους της πολιτικής που οδήγησε στην εφαρμογή και την περαιτέρω σύσφιξη των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. Σε γενικές γραμμές δύο από τους τέσσερις κύριους στόχους της πολιτικής δεν επιτεύχθηκαν. Πρώτον, η κυβέρνηση της Αργεντινής δεν κατάφερε να επιτύχει έναν ορισμένο βαθμό νομισματικής και συναλλαγματικής αυτονομίας με

την εφαρμογή των ελέγχων. Δεύτερον, οι έλεγχοι δεν εμπόδισαν την εξάντληση των διεθνών αποθεματικών.

Ωστόσο, υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι η ελάχιστη επένδυση χρόνου, η οποία τέθηκε σε εφαρμογή το 2003 και εντονότερα το 2005, άλλαξε τη σύνθεση των ξένων υποχρεώσεων αποτελεσματικά στην Αργεντινή. Επιπλέον, η εφαρμογή του URR διενήργησε αποτελεσματικά στο εξωτερικό χρέος προς μια μεγαλύτερη δομή ωριμότητας. Έτσι, υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι η κυβέρνηση μείωσε την εισροή κερδοσκοπικών βραχυπρόθεσμων επενδύσεων με την εφαρμογή του ελάχιστου χρόνου των επενδύσεων το 2003 και την εφαρμογή του URR το 2005. Ως εκ τούτου, η κυβέρνηση της Αργεντινής πέτυχε το τρίτο κύριο στόχο της πολιτικής με την εφαρμογή των ελέγχων. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί είναι ότι το βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος σταμάτησε να φθίνει μετά το 2010.

Επιπροσθέτως, η εφαρμογή των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων προκάλεσε τεράστια μικροοικονομικό κόστος στην Αργεντινή. Είναι σαφές ότι, σε σύγκριση με την κατάσταση πριν από την κρίση του 2001, η πρόσβαση στη χρηματοδότηση αποτέλεσε πρόβλημα για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην Αργεντινή. Επιπλέον, οι έλεγχοι προκάλεσαν στρεβλώσεις στη συμπεριφορά των πολυεθνικών εταιρειών. Μετά το 2011, περισσότερες από 40 πολυεθνικές εταιρείες τερμάτισαν τις δραστηριότητές τους στην αγορά της Αργεντινής, λόγω των αυστηρών ελέγχων. Εκτός από το μικροοικονομικό κόστος, υπήρχαν σημαντικές διοικητικές δαπάνες. Η κυβέρνηση της Αργεντινής αντιμετώπισε διοικητικά έξοδα για την επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, διότι τα εθνικά θεσμικά όργανα, όπως η ομοσπονδιακή φορολογική υπηρεσία, ήταν αρμόδια για να θέσουν τους ελέγχους σε ισχύ. Αυτές οι ευθύνες προσθέτουν περαιτέρω διοικητικά καθήκοντα σε ομοσπονδιακές υπηρεσίες και αύξηση των διοικητικών δαπανών.

Σαφώς, το υψηλό μικροοικονομικό και το διοικητικό κόστος που συνδέονται με την εφαρμογή των ελέγχων στην Αργεντινή συνέβαλαν στη συνολικά χαμηλή αποτελεσματικότητά τους για την επίτευξη των βασικών στόχων της πολιτικής τους. Ειδικότερα, το γεγονός ότι οι ξένες εταιρείες που εγκατέλειψαν τη χώρα, ως αποτέλεσμα των αυστηρών περιορισμών, δεν συμβάλει σε μια σταθερή οικονομία, η οποία ήταν ένας από τους κύριους στόχους της πολιτικής των ελέγχων κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, στο σύνολό της, μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι η

αποτελεσματικότητα των εφαρμοζόμενων μηχανισμών ελέγχου κεφαλαίου για την επίτευξη των βασικών στόχων της πολιτικής της ήταν αρκετά χαμηλή.

2.2.2.4 Στρατηγική απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ελέγχων

Το Δεκέμβριο του 2015, ο Πρόεδρος Mauricio Macri αμέσως μετά την εκλογή του ανακοίνωσε την άρση των ελέγχων κεφαλαίου της Αργεντινής στα θέματα συναλλάγματος, με την επιβολή κανόνων που ίσχυαν μέχρι το 2011. Θα επιτραπεί στο πέσο ελευθερία κίνησης και σχεδόν απεριόριστη πρόσβαση στο ξένο νόμισμα. Πραγματοποιείται χαλάρωση σε μια πολιτική που εφαρμόστηκε για πρώτη φορά το 2011 ως ένας τρόπος για να αποφευχθεί η υποτίμηση του υπερτιμημένο πέσο εν μέσω εκτίναξης της φυγή κεφαλαίων. Η κίνηση αυτή έχει ως σκοπό να ανοίξει η οικονομία της Αργεντινής και να ανακτήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών (Pan Kwan Yuk, Daniel Politi 12/2015).

2.3 Περίπτωση Ισλανδίας

2.3.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Ισλανδίας

Η Ισλανδία (με πρωτεύουσα το Ρέικιαβικ) με περίπου 320.000 κατοίκους, για δεκαετίες είχε μία πλούσια, σταθερή οικονομία η οποία στηριζόταν στην αλιεία, τον τουρισμό, τη σύντηξη αλουμινίου και σε αυξανόμενες στον χρόνο χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Το 2008, το δημιούργημα που στηριζόταν στους πιο παραδοσιακούς τομείς της οικονομίας καταστράφηκε, με την έναρξη μιας μεγάλης τραπεζικής κρίσης στην χώρα. Οι τρεις μεγάλες τράπεζες της χώρας - Landsbanki, Kaupthing and Glitnir – είχαν δημιουργήσει περιουσιακά στοιχεία 14 φορές μεγαλύτερα από την ετήσια παραγωγή ολόκληρης της Ισλανδικής οικονομίας. Όταν λοιπόν ο τραπεζικός τομέας ανετράπη, τότε η κυβέρνηση εισήγαγε ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων.

Για το μεγαλύτερο μέρος του εικοστού αιώνα, η Ισλανδία είχε αυστηρούς περιορισμούς όσον αφορά τις Διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων - ξένες αγοραπωλησίες συναλλάγματος - μέχρι το 1994 που έγινε μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (European Economic Area). Ακολουθώντας τους κανόνες του EOX, η Ισλανδία άνοιξε όλες τις αγορές με τα κράτη μέλη της ΕΕ (ροές κεφαλαίου, καθώς και εκείνες της

εργασίας, των αγαθών και υπηρεσιών). Έτσι, ακολούθησε πλήρης κινητικότητα των κεφαλαίων μεταξύ της Ισλανδίας και άλλων οικονομιών της αγοράς.

Στα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης, του 2008, υπήρξαν μεγάλες εισροές κεφαλαίων, με τους επενδυτές να αποκτούν ισλανδικά περιουσιακά στοιχεία. Η Ισλανδία δοκίμασε το καθεστώς των offshore και με νόμο το 1999 επέτρεψε στις ξένες εταιρείες (που δεν έχουν ισλανδικές λειτουργίες) να ιδρυθούν στην Ισλανδία. Γύρω στο 2000 μερικές ισλανδικές εταιρείες και σημαντικοί ιδιοκτήτες, όπως μέτοχοι και στελέχη των τριών κύριων μεγάλων τραπεζών (Kaupthing, Landsbanki και Glitnir), είδαν μεγάλες ευκαιρίες για την ανάπτυξη των τραπεζών σε συνδυασμό με την επέκταση της αυτοκρατορίας των κύριων μετόχων τους και των μεγαλύτερων πελατών τους. Μέχρι το 2003 ο χρηματοπιστωτικός τομέας είχε εξ ολοκλήρου ιδιωτικοποιηθεί, γεγονός το οποίο αποτέλεσε σημαντικό βήμα προς την κατεύθυνση της διεύρυνσης του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Οι ισλανδικές καταθέσεις δεν ήταν αρκετές για να τροφοδοτήσουν τις αναπτυσσόμενες τράπεζες. Έτσι, οι Ισλανδικές τράπεζες αναζήτησαν και βρήκαν χρηματοδότηση στις διεθνείς αγορές. Από το φθινόπωρο του 2006, πρόσφεραν λογαριασμούς με υψηλό επιτόκιο στο εξωτερικό, για πρώτη φορά στο Ηνωμένο Βασίλειο, αργότερα στην Ολλανδία και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Με αυτόν τον τρόπο, οι ξένοι επενδυτές είχαν το πλεονέκτημα του υψηλού επιτοκίου που προσφερόταν στην Ισλανδία, αγοράζοντας ισλανδικά έντοκα γραμμάτια, ομόλογα και άλλα κυρίαρχα προϊόντα, με το παρατσούκλι «glacier bonds». Η Landsbanki στράφηκε στους βρετανούς καταθέτες με τους επόμενους ‘κακόφημους’ λογαριασμούς Icesave¹². Οι δύο άλλες τράπεζες ακολούθησαν το παράδειγμά της πρώτης. Επιπλέον, οι τράπεζες στήριζαν το carry trade¹³ για τους διεθνείς επενδυτές, κάνοντας χρήση των υψηλών επιτοκίων στην Ισλανδία (Sigrún Davíðsdóttir, 2015).

¹² online εμπορικός λογαριασμός ταμειωτηρίου που ανήκε και λειτουργούσε από την ιδιωτική τράπεζα Landsbanki τα έτη 2006-2008. Λειτουργούσε σε δύο χώρες - στο Ηνωμένο Βασίλειο (από τον Οκτώβριο του 2006) και στην Ολλανδία (από το Μάιο του 2008).

¹³ Συναλλαγές carry trade - Αγοραπωλησία (πχ χρημάτων) με στόχο το κέρδος. Σε αυτές ενέχονται επενδυτές, οι οποίοι δανείζονται σε μία χώρα με χαμηλά επιτόκια και επενδύουν το δάνειο σε άλλη, με υψηλότερα επιτόκια. Κέρδος τους είναι ασφαλώς η διαφορά ανάμεσα στο κόστος του χρήματος. Στη θεωρία φαίνεται παράξενο που αυτού του είδους οι συναλλαγές αποδίδουν. Ο πιθανότερος λόγος για τον οποίο μία χώρα έχει υψηλά ονομαστικά επιτόκια από κάποια άλλη είναι επειδή έχει επίμονα υψηλότερο πληθωρισμό.

Με αυτό τον τρόπο, στην εποχή άνθησης από το 2004 το ενεργητικό των τριών τραπεζών αυξήθηκε από 100% του ΑΕΠ σε 923% στο τέλος του 2007. Η μεγάλη εισροή κερδοσκοπικών κεφαλαίων οδήγησε σε σημαντική υπερτίμηση του νομίσματος, προκαλώντας έλλειμα του εμπορικού ισοζυγίου και συσσώρευση του χρέους σε ξένο νόμισμα. Αυτός ήταν και ένας από τους βασικούς παράγοντες της οικονομικής κατάρρευσης της Ισλανδίας το φθινόπωρο του 2008 (*Danielsson 2008, Vox*).

Έτσι όταν επήλθε τραπεζική κρίση, η αξία της κορόνας (συναλλαγματική ισοτιμία) βυθίστηκε - υποτιμήθηκε κατά 25% κατά τη διάρκεια της εβδομάδας πριν από την κατάρρευση των τραπεζών, ενώ καθώς οι τράπεζες κατέρρεαν, η κορόνα υποτιμήθηκε ακόμη περισσότερο. Αυτό συνέβη διότι οι επενδυτές άρχισαν να μετατρέπουν τα ισλανδικά περιουσιακά στοιχεία τους σε ξένα νομίσματα. Επιπλέον, εξαιτίας την υποτίμησης του νομίσματος μειώθηκε η ικανότητα των δανειοληπτών να εξοφλήσουν το χρέος (που έθεσε τις τράπεζες σε κίνδυνο)¹⁴, ενώ υπήρξε σημαντική πτώση στις τιμές των ακινήτων και η ανεργία αυξήθηκε σημαντικά (*έκθεση ΔΝΤ, 2013*).

Τότε, αποφασίστηκε η μη διάσωση και η πτώχευσή των τραπεζών. Αυτή η κίνηση οδήγησε στο σχηματισμό νέων τραπεζών με σκοπό να εξυπηρετούν τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις στην Ισλανδία. Με αυτό τον τρόπο το χρέος των τραπεζών «αποκηρύχτηκε» δίνοντας απλά προτεραιότητα μόνο στις καταθέσεις¹⁵, ενώ οι απαιτήσεις των κατόχων ομολόγων αφέθηκαν στις παλαιές τράπεζες. Τα εγχώρια στοιχεία ενεργητικού και παθητικού μεταφέρθηκαν στις νέες τράπεζες. Η Ισλανδική κυβέρνηση διοχέτευσε τις τρεις νέες τράπεζες με 7,96 δις ευρώ με στόχο την ανακεφαλαιοποίησή τους, ανεβάζοντας το δημόσιο χρέος σε περισσότερο από 70% του ΑΕΠ της χώρας. Έτσι, τα δημοσιονομικά μεγέθη της Ισλανδίας οδηγήθηκαν σε μια μη διαχειρίσιμη τροχιά. Δημιουργήθηκε ένα μη λειτουργικό τραπεζικό σύστημα το οποίο δεν ήταν σε θέση να παρέχει τους απαραίτητους πόρους για τη μεγέθυνση της οικονομίας της χώρας¹⁶ (*Fridrik M. Baldursson, Richard Portes, 2013*).

¹⁴ μία κατάρρευση της κορόνας θα έκανε δύσκολο για τους Ισλανδούς να πληρώσουν τα χρέη σε ξένο νόμισμα, από την στιγμή που τα έσοδά τους είναι σε κορόνα, επίσης θα προκαλούσε υψηλό πληθωρισμό, διότι τα εισαγόμενα θα ήταν πιο ακριβά. Αυτό θα είχε επίπτωση ακόμα κ όσους δεν έχουν χρέη σε ξένο νόμισμα, αφού τα ισλανδικά δάνεια θα αναπροσαρμόζονταν λόγω του πληθωρισμού.

¹⁵ δόθηκε προτεραιότητα στους καταθέτες των τραπεζών των κατοίκων στις νέες τράπεζες και των ξένων στις παλαιές, έναντι όλων των υπολοίπων απαιτήσεων

¹⁶ Πλέον, υπάρχουν τρεις μεγάλες εμπορικές τράπεζες NBI (κοινά ονομαζόμενη Landsbanki), Arion Bank (η παλαιά Kaupthing Bank) και η Islandsbanki (η παλαιά Glitnir), μερικές μικρότερες τράπεζες

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί η κρίση, οι ισλανδικές αρχές φαίνεται να ήταν υπέρ της επιβολής ειδικών φόρων επί των κερδοσκοπικών κινήσεων κεφαλαίου με στόχο την διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Σε αντίθεση, το ΔΝΤ ζήτησε αυστηρούς ελέγχους κεφαλαίων, υποστηρίζοντας την άποψη της ίσης μεταχείρισης όλων των συναλλαγών σε ξένο νόμισμα (*Jon Danielsson, Ragnar Arnason, 2011*).

2.3.2 Αντιμετώπιση της κρίσης στην Ισλανδία και έλεγχοι κεφαλαίου

Κατά συνέπεια, η Ισλανδική κυβέρνηση, με την υποστήριξη του ΔΝΤ, εφάρμοσε ελέγχους στην εκροή κεφαλαίων, αρχικά ως προσωρινό μέτρο, για την αντιμετώπιση καταστάσεων έκτακτης ανάγκης (έκθεση του ΔΝΤ, 2013). Οι περιορισμοί αυτοί είχαν στόχο να αντιμετωπίσουν την αποσταθεροποίηση των ροών, αποτρέποντας την περαιτέρω μαζική φυγή κεφαλαίων και τη πλήρη κατάρρευση της συναλλαγματικής ισοτιμίας (exchange rate), καθώς και να κερδίσουν χρόνο για την αντιμετώπιση του τραπεζικού κλάδου (*Fridrik M. Baldursson, Richard Portes, paper 2013*).

Εκ πρώτης όψεως, οι έλεγχοι κεφαλαίων φάνηκε να παραβιάζουν τη συμφωνία για τον ΕΟΧ¹⁷ (EEA Agreement) η οποία ορίζει την ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων μεταξύ των χωρών του ΕΟΧ. Το Δικαστήριο της ΕΖΕΣ (EFTA Court), ωστόσο, έχει εγκρίνει ότι υπό τις περιστάσεις, οι έλεγχοι είναι συμβατοί με τη συμφωνία του ΕΟΧ (*Fridrik M. Baldursson, Richard Portes, paper 2013*).

Το 2008 ήταν η πρώτη φορά που το ΔΝΤ, για να διαχειριστεί την κρίση, ενέκρινε την υποβολή ελέγχων σε μία ανεπτυγμένη χώρα, την Ισλανδία. Τα «προσωρινά» μέτρα παρέμειναν όμως και το καθεστώς ελέγχων εξελίχθηκε σε ένα περίπλοκο "παιχνίδι" μεταξύ της κεντρικής τράπεζας που εφάρμοσε μια επαγγελματικά ηγούμενη στρατηγική ελευθέρωσης του ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίου σε σχέση με τους πολιτικά συμβαλλόμενους που επιδίωξαν να μετατρέψουν τους ελέγχους προς όφελός τους. Αυτός είναι και ο λόγος που παρέμειναν τόσα χρόνια (έκθεση ΔΝΤ, 2013).

καθώς και μερικά αποταμειωτικά ιδρύματα. Καμία τράπεζα δεν βρίσκεται στο χρηματιστήριο της Ισλανδίας. Η ArionBank και η Islandsbanki ανήκουν πλειοψηφικά σε ξένους επενδυτές ενώ η πλειοψηφία των μετοχών της NBI ανήκει στο ισλανδικό κράτος.

¹⁷Περιλαμβάνει τις τέσσερις θεμελιώδεις ελευθερίες του ΕΟΠ, δηλαδή την ελευθερία των εμπορευμάτων, των προσώπων, των υπηρεσιών και των κεφαλαίων.

2.3.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία

Υπάρχει μια περίεργη διαφορά μεταξύ των ξένων και των ντόπιων οικονομολόγων για τον τρόπο που βλέπουν τη σοφία/λογική των ελέγχων κεφαλαίου στην Ισλανδία. Οι Ισλανδοί οικονομολόγοι πιστεύουν ότι η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων ήταν άσκοπη και αδικαιολόγητη. Χωρίς αυτούς, η συναλλαγματική ισοτιμία θα μπορούσε να έχει προσωρινά μειωθεί ακόμη περισσότερο στη χειρότερη περίπτωση, στην οποία όμως ένας προσωρινός φόρος σε εκροές κεφαλαίων θα αποτελούσε μία επαρκή πολιτική. Επίσης, πολλοί θεωρούν ότι οι έλεγχοι που εφαρμόστηκαν στην Ισλανδία (2008), είναι παρόμοιοι με τους δρακόντειους ελέγχους που εφαρμόζονταν στη δεκαετία του 1950. Παραβιάζουν τα πολιτικά δικαιώματα των Ισλανδών και παρεμποδίζουν σημαντικά την οικονομική ανάπτυξη (*Jon Danielsson, Ragnar Arnason, 2011*).

Η πολιτική που ακολούθησε το ΔΝΤ έχει θεωρηθεί αναποτελεσματική και ζημιογόνα. Ίσως το ΔΝΤ, το 2008, να μην είχε την οικονομική αντίληψη, τη γνώση και την ταχύτητα αντίδρασης για τη λήψη αποφάσεων πολιτικής σε πραγματικό χρόνο, για κρίσεις που αφορούν σύγχρονες ανεπτυγμένες οικονομίες. Μπορεί η πολιτική που υιοθέτησε το ΔΝΤ για την Ισλανδία, να συνιστά πραγματική πολιτική μετατόπιση του θεσμού. Δηλαδή, το Ταμείο ίσως να έχει καταλήξει στο ότι οι οικονομικές κρίσεις που αντιμετωπίζονται εξαιτίας της ελευθερίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές αντιμετωπίζονται με εκτεταμένη άμεση κυβερνητική παρέμβαση. Τέλος, πιθανότατα το ΔΝΤ να κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων ήταν η λιγότερο επώδυνη λύση για το συγκεκριμένο ισλανδικό και πολιτικό πλαίσιο (*Jon Danielsson, Ragnar Arnason, 2011*).

Επιπροσθέτως, από πολλούς θεωρείται ότι στην περίπτωση της Ισλανδίας το ΔΝΤ ανάγκασε την Ισλανδία να επιβάλλει δρακόντειους ελέγχους κεφαλαίων προκαλώντας σημαντικές βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες οικονομικές ζημιές. Καθώς η εγχώρια οικονομία προσαρμόζεται στην παρουσία τους, θα είναι όλο και πιο δαπανηρό να καταργηθούν. Άλλωστε, η τελευταία φορά που η Ισλανδία επέβαλε ελέγχους κεφαλαίων στη δεκαετία του 1930, διήρκησαν μέχρι το 1993 (*Jon Danielsson, Ragnar Arnason, 2011*).

Ο φόβος που υπήρχε για την έξοδο των κερδοσκόπων με την επακόλουθη και ανεξέλεγκτη κατάρρευση της συναλλαγματικής ισοτιμίας (κάτι το οποίο αποτέλεσε

κύριο λόγο για την εφαρμογή των ελέγχων) είναι αβάσιμος. Διότι οι κερδοσκόποι που θα εξέρχονταν υπό αυτές τις συνθήκες, θα αντιμετώπιζαν αρκετές απώλειες, σε σχέση με το αν περίμεναν την οικονομική σταθεροποίηση και την επακόλουθη ανατίμηση του νομίσματος. Μετά από όλα, το νόμισμα έφθασε περίπου το μακροπρόθεσμο ποσοστό της ισορροπίας αμέσως μετά την κατάρρευση.

Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι επηρέασαν αρνητικά τη μετανάστευση με τρόπο τέτοιο που δεν έχει παρατηρηθεί συχνά σε δημοκρατίες. Έτσι, εκτός της άδειας που χρειάζονται οι πολίτες της Ισλανδίας ώστε να ταξιδέψουν στο εξωτερικό (δεδομένου ότι η άδεια της Κεντρικής Τράπεζας είναι αναγκαία για την αγορά ξένου νομίσματος), κάθε άτομο που επιδιώκει να μεταναστεύσει από την Ισλανδία είναι τουλάχιστον εν μέρει εγκλωβισμένο. Αυτό συμβαίνει διότι, εξαιτίας των ελέγχων κεφαλαίου, οι πολίτες δεν είναι σε θέση να μεταφέρουν τα περιουσιακά στοιχεία τους στο εξωτερικό. Αυτός ο περιορισμός στην μετανάστευση αποτελεί περιφρόνηση των δικαιωμάτων των πολιτών και παραβίαση νομικών δεσμεύσεων της Ισλανδίας στο πλαίσιο των ευρωπαϊκών τεσσάρων ελευθεριών (*Jon Danielsson, Ragnar Arnason, 2011*).

Όσον αφορά τις επιχειρήσεις, οι έλεγχοι φαίνεται να είναι ενοχλητικοί και επιβλαβείς. Οι απώλειες που οφείλονται στους ελέγχους κεφαλαίων δεν είναι εύκολο να μετρηθούν, παρόλα αυτά το 2014 το Εμπορικό Επιμελητήριο της Ισλανδίας εκτίμησε πως ανέρχονται σε 80 δις κορόνες ετησίως (*Sigrún Davíðsdóttir, 2016*). Επίσης, οι Ισλανδικές επιχειρήσεις που επιθυμούν να επενδύσουν στο εξωτερικό, είναι σε δυσμενή θέση, αφού χρειάζονται σπάνια-χορηγούμενη άδεια από την Κεντρική Τράπεζα (*Jon Danielsson, Ragnar Arnason, 2011*).

Το τίμημα/κόστος των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων είναι σημαντικό. Στρεβλώνουν την τιμή του κεφαλαίου που οδηγεί σε επαχθή απώλεια - ύψους μέχρι 1% του ΑΕΠ ετησίως στην Ισλανδία. Οι μακροπρόθεσμες συνέπειες των ελέγχων κεφαλαίου είναι η αποδυνάμωση της ανταγωνιστικής θέσης των ισλανδικών βιομηχανιών και η στρέβλωση της δόμησης των εγχώριων βιομηχανιών, λόγω της προσαρμογής στις μακροχρόνιες ψευδείς/λανθασμένες τιμές του ξένου νομίσματος και τη παρουσία των ελέγχων κεφαλαίου. Και οι δύο στρεβλώσεις αφορούν διαρθρωτικές προσαρμογές που θα διαρκέσουν πολύ χρόνο και έξοδα για να χαλαρώσουν/εκτονωθούν από τη στιγμή που οι έλεγχοι κεφαλαίου αρθούν (*Jon Danielsson, Ragnar Arnason, 2011*).

Ακόμα, έχει θεωρηθεί ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων διαβρώνουν την εμπιστοσύνη τόσο των εγχώριων όσο και των ξένων επενδυτών στην ισλανδική οικονομία, με αποτέλεσμα ένα σημαντικό ασφάλιστρο κινδύνου (*risk premium*)¹⁸ προστιθέμενο σε δάνεια και επενδύσεις. Έτσι, οι έλεγχοι κεφαλαίων όχι μόνο υπονομεύουν την μακροπρόθεσμη υγεία της ισλανδικής οικονομίας, μακροπρόθεσμα υπονομεύουν επίσης τον αρχικό τους στόχο, τη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας (*Jon Danielsson, Ragnar Arnason, 2011*).

Επιπλέον, οι έλεγχοι κεφαλαίων μεταφέρουν σημαντικές νέες αρμοδιότητες στην κυβέρνηση, επιτρέποντάς τους να εφαρμόζουν την βιομηχανική πολιτική, ενώ απονέμουν/παρέχουν χάρες σε εκείνους που ευνοούνται από τις εξαιρέσεις, με αποτέλεσμα να οδηγούν σε προσοδοθηρία (*rent-seeking*) και σχετικές στρεβλώσεις. Ακόμη και αν η εφαρμογή των ελέγχων ήταν να στερείται εντελώς της πολιτικής ευνοιοκρατίας (*political favouritism*) και της πολιτικής ιδεολογίας, η δυνατότητα κατάχρησης δημιουργεί αναπόφευκτα υποψίες, υπονομεύοντας την εμπιστοσύνη και τη συνοχή στην κοινωνία (*Jon Danielsson, Ragnar Arnason, 2011*).

Από τη άλλη πλευρά, πολλοί ξένοι οικονομολόγοι, όπως ο νομπελίστας Paul Krugman, μαζί με ανώτερους εκπροσώπους του ΔΝΤ, έχουν εκφράσει την ισχυρή υποστήριξη για τους ελέγχους κεφαλαίων.

Η Ισλανδική κυβέρνηση, με την υποστήριξη του ΔΝΤ, τοποθέτησε προσωρινά περιορισμούς για ορισμένους τύπους μεταβιβάσεων διασυννοριακών κεφαλαίων και συναλλαγών ξένου συναλλάγματος. Οι έλεγχοι αυτοί έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην επίτευξη και τη διασφάλιση των στόχων της Ισλανδίας, που αφορούν την σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, την εξασφάλιση μεσοπρόθεσμης δημοσιονομικής βιωσιμότητας και την ανάπτυξη μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής για την αναδιάρθρωση των τραπεζών (*CBI, 2016*).

Με αυτόν τον τρόπο, οι έλεγχοι κεφαλαίων εμπόδισαν μία περαιτέρω πτώση στην συναλλαγματική ισοτιμία (με περιορισμό στις εκροές κεφαλαίων). Η σταθεροποίηση της τιμής συναλλάγματος βοήθησε ώστε να προστατεύσει τους ισολογισμούς των

¹⁸ Πριμ κινδύνου είναι το πρόσθετο ποσοστό αναμενόμενης απόδοσης που χρειάζεται ένας επενδυτής για να πεισθεί να αναλάβει πιο επισφαλείς επενδύσεις. Οι επενδυτές στην περίπτωση κάποιας απειλής (απειλή κάποιου πολέμου, η έλλειψη πολιτικής σταθερότητας, η οικονομική κρίση, η αύξηση του πληθωρισμού, και γενικότερα πολιτικά, οικονομικά και κοινωνικά γεγονότα, οδηγούν σε πτωτικές τάσεις το χρηματιστήριο) επιδιώκουν κάποιο ασφάλιστρο κινδύνου (*risk premium*), το οποίο τους καλύπτει απέναντι στον συστηματικό κίνδυνο που απορρέει από τη διατήρηση κάποιου χαρτοφυλακίου.

εκτεθειμένων νοικοκυριών και επιχειρήσεων και να αποτραπεί έναν επιζήμιο/καταστροφικό πληθωρισμό (έκθεση ΔΝΤ, 2013). Ακόμα, η πολιτική των ελέγχων διευκολύνει την αναδιάρθρωση των λογιστικών καταστάσεων του ιδιωτικού τομέα και δίνουν χρόνο στις αρχές να αναπτύξουν τις κατάλληλες πολιτικές λύσεις και μεταρρυθμίσεις (CBI, 2016).

Παρά το γεγονός ότι οι έλεγχοι συνέβαλαν στη διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και τη διασφάλιση του μεσοπρόθεσμου ισοζυγίου πληρωμών στον απόηχο της κρίσης (CBI, 2016), πολλοί είναι εκείνοι, όπως η Κεντρική Τράπεζα της Ισλανδίας (CBI), που έχουν επισημάνει ότι όσο οι έλεγχοι παραμένουν στη θέση τους, τόσο μεγαλύτερη είναι η ζημιά που προκαλούν (Sigrún Davíðsdóttir, 2016).

Η χαλάρωση από τους ελέγχους κεφαλαίου είναι προφανώς ένα εξαιρετικά σημαντικό βήμα για την Ισλανδία. Ωστόσο, έχει ως επί το πλείστον περάσει απαρατήρητη από τα μέσα ενημέρωσης. Ο λόγος είναι ότι οι άνθρωποι (τα νοικοκυριά) συνήθως δεν έχουν παρατηρήσει τους ελέγχους, εκτός από εκείνους που θέλουν να ταξιδέψουν και προκειμένου να αγοράσουν ξένο νόμισμα είναι υποχρεωμένοι να προσκομίσουν τα αεροπορικά εισιτήρια (Sigrún Davíðsdóttir, 2016).

Παρόλα αυτά, το ΔΝΤ πιστεύει ότι οι χώρες θα έπρεπε να εφαρμόζουν μακροπροληπτικά μέτρα σε πρώιμο στάδιο, έτσι και στην Ισλανδία θα έπρεπε να έχουν χρησιμοποιηθεί μακροπροληπτικά εργαλεία. Άλλωστε όπου τα τραπεζικά συστήματα είναι μεγάλα και βασίζονται στις διασυννοριακές δραστηριότητες είναι ιδιαίτερα σημαντικό να υπάρχει συνεχής βελτίωση των θεσμών, απαραίτητη νομοθεσία και επίβλεψη. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η διασυννοριακή τραπεζική εποπτεία και η διαχείριση της ρευστότητας πρέπει να εξασφαλίζεται σε μία βάση συνεργασίας. Ως εκ τούτου, είναι πολύ σημαντική η χρήση μακροπροληπτικών πολιτικών, η ενισχυμένη εποπτεία και η πιο στενή συνεργασία μεταξύ των χωρών (έκθεση ΔΝΤ, 2013).

Σήμερα, η ισλανδική οικονομία παρουσιάζει μία από τις υψηλότερες επιδόσεις στην Ευρώπη. Για πρώτη φορά στην ιστορία, το 2008, μια χώρα με αξιολόγηση AAA κατέρρευσε εξαιτίας του χρέους που αφορούσε τον ιδιωτικό τομέα, όμως πλέον έχει υγιείς τράπεζες. Σε αυτό συντέλεσε η εφαρμογή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, οι οποίοι έδωσαν χρόνο στην κυβέρνηση να ξεκαθαρίσει την κατάσταση στον τραπεζικό κλάδο χωρίς να καταφύγει σε σπασμωδικές κινήσεις, και σε συνδυασμό με την

υποτίμηση του νομίσματος φαίνεται πως ήταν το κλειδί της επιτυχίας (*Paul Krugman, 2015*).

Η οικονομική συντριβή ήταν άνευ προηγουμένου όμως οχτώ χρόνια αργότερα η Ισλανδία σημειώνει μια εντυπωσιακή ανάκαμψη. Ο ρυθμός ανάπτυξης έχει διαμορφωθεί περίπου στο 4%, η ανεργία έχει υποχωρήσει στο 4,2% (από το ιστορικό υψηλό του 9,2% τον Σεπτέμβριο του 2010), ενώ ο πληθωρισμός, κυμαίνεται τον Σεπτέμβριο 2015 στο 1,9% από το 18,3% που είχε καταγραφεί τον Δεκέμβριο του 2008. Αξιόλογη είναι και η άνθηση του τουρισμού (με τους επισκέπτες να υπερτερούν αριθμητικά σε σχέση με τους κατοίκους 7:1), αυξάνοντας έτσι την ροή συναλλάγματος, συντελώντας στην ανάκαμψη της οικονομίας.

Όπως ειπώθηκε και παραπάνω, οι προσωρινοί έλεγχοι κεφαλαίων στην Ισλανδία χρησιμοποιήθηκαν ως έσχατη λύση για την αντιμετώπιση της αποσταθεροποίησης των εκροών. Ωστόσο, ο σχεδιασμός και η υλοποίηση της στρατηγικής εξόδου, συμπεριλαμβανομένης της ολοκλήρωσης του διακανονισμού των χρεοκοπημένων τραπεζών, έχει αποδειχθεί ότι ήταν μια πιο δύσκολη και χρονοβόρα διαδικασία από ό,τι είχε προβλεφθεί κατά την έναρξη των ελέγχων κεφαλαίου (*έκθεση ΔΝΤ, 2013*).

2.3.4 Στρατηγική απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ελέγχων

Οι περιορισμοί στις ροές κεφαλαίων προορίζονταν ως βραχυπρόθεσμο μέτρο ώστε να αφαιρεθεί το συντομότερο δυνατόν. Ωστόσο, η απελευθέρωση δεν θα γινόταν χωρίς κινδύνους. Οι κίνδυνοι αυτοί προέρχονται από τρεις πιθανές πηγές εκροής κεφαλαίων: (i) τα υπεράκτια περιουσιακά στοιχεία σε κορόνα (*offshore króna assets*¹⁹), (ii) την εκκαθάριση της περιουσίας των χρεοκοπημένων τραπεζών και (iii) άλλες εκροές, κυρίως από την αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων των κατοίκων εσωτερικού υπέρ ξένων περιουσιακών στοιχείων (*CBI, 2016*).

Στόχος είναι ο σχεδιασμός μίας σειράς μέτρων ώστε να επιτευχθεί μια ανώδυνη απελευθέρωση από τους ελέγχους στις ροές κεφαλαίων. Κατά το σχεδιασμό της

¹⁹ Παρά το γεγονός ότι ένα σημαντικό μέρος του αποθέματος το carry trade (*carry trade stock*) είχε ήδη φύγει από τη στιγμή της κρίσης, τα υπόλοιπα carry trade funds, που ανέρχονται σε 40% του ΑΕΠ, ήταν κλειδωμένα στο εσωτερικό της Ισλανδίας από τους ελέγχους. Τα κεφάλαια αυτά τώρα συνήθως αναφέρονται ως offshore περιουσίες σε κορόνα (*offshore króna holdings*).

πρώτης στρατηγικής εξόδου τον Ιούλιο του 2009, προέκυψαν ορισμένες διαφορές μεταξύ των ισλανδικών αρχών και του ΔΝΤ όσον αφορά την αλληλουχία. Οι αρχές πρότειναν τη χρήση των δημοπρασιών σε ξένο νόμισμα, καθώς αυτό θα αντιμετώπιζε ενδεχόμενη πίεση από εκροές κεφαλαίων. Το μέτρο αυτό, κατά το ΔΝΤ, θα έπρεπε να χρησιμοποιείται μόνο σε μεταγενέστερα στάδια, όταν τα μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία σε κορόνα θα είχαν ως επί το πλείστον εξαλειφθεί. Έτσι, επιλέχθηκε η σταδιακή απελευθέρωση των μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων. Στην πρώτη φάση, από τα τέλη του 2011, ξεκίνησε η μείωση των περιουσιακά στοιχείων σε κορόνα (offshore holdings of króna) με τακτικές δημοπρασίες από την Τράπεζα και από το 2012 οι εκροές των onshore (πχ των κατοίκων) περιουσιών σε κορόνα θα άρχιζαν να ελευθερώνονται.

Τον Ιούνιο του 2015, παρουσιάστηκε η αναθεωρημένη στρατηγική απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων, η οποία πρότεινε την σταδιακή άρση των ελέγχων σε τρεις φάσεις. Η στρατηγική αυτή όριζε ότι η πρώτη φάση θα επικεντρωθεί στην περιουσία των χρεοκοπημένων τραπεζών, η δεύτερη σε υπεράκτιες Κρόνα, και η τρίτη στα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Η στρατηγική εμπεριείχε μείωση του μεγέθους των εκροών από την αγορά ξένου νομίσματος σε σχέση με την επίλυση των περιουσιών των χρεοκοπημένων τραπεζών, είτε μέσω των αποκεντρωμένων συμφωνιών σύνθεσης, βασισμένες σε συγκεκριμένους όρους σταθερότητας ή μέσω της φορολογίας που θα μπορούσαν να αμβλύνουν την δυσμενή ισορροπία των επιπτώσεων πληρωμών. Επίσης, με παράλληλη μείωση των υπεράκτιων ιδιοκτησιών κορόνας μέσω πλειστηριασμού και ασφαλή διαχωρισμό των χερσαίων (onshore) και υπεράκτιων (offshore) αγορών κατά τη διάρκεια της διαδικασίας ελευθέρωσης (CBI, 2016).

Η συνολική έκταση του κινδύνου που αντιμετωπίζεται από αυτή τη στρατηγική ανήλθε σε ποσοστό ως και 56% του ΑΕΠ. Τα εν λόγω στοιχεία του ενεργητικού αποτελούνταν από περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε κορόνα που κατέχονται από τις αφερέγγυες περιουσίες των αποτυχημένων εμπορικών τραπεζών και τα ταμειυτήρια (23% του ΑΕΠ), αξιώσεις/απαιτήσεις εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα που κατέχονται από τις τράπεζες σε βάρος των εγχώριων συμβαλλόμενων (18% του ΑΕΠ), και υπεράκτιες Κρόνα που ανήκουν σε μη κατοίκους (15% του ΑΕΠ, κάτω από το σχεδόν 40% του ΑΕΠ του 2009).

Στο μέσα του 2016, ένα νέο μέτρο διαχείρισης των ροών κεφαλαίου σχεδιάστηκε, για να μετριάσει τις εισροές ξένου νομίσματος και για να επηρεάσει την σύνθεση τέτοιων εισροών. Αυτό είναι οι απαιτήσεις ειδικού αποθεματικού για τις νέες εισροές ξένου νομίσματος. Ως εκ τούτου, αποσκοπεί να μειώσει τον κίνδυνο που θα μπορούσε να συνοδεύσει την υπερβολική εισροές κεφαλαίων, να υποστηρίξει άλλες πτυχές της εγχώριας οικονομικής πολιτικής, και να συμβάλει στην γενική μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Η CFM είχε ως στόχο να στηρίξει τη νομισματική πολιτική και τη μείωση του συστημικού κινδύνου, ώστε να διασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Επίσης, είχε σχεδιαστεί για τον περιορισμό των κινδύνων που συνδέονται με την εφαρμογή των τελευταίων βημάτων της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων (CBI, 2016).

Τελικά, το Μάρτιο του 2017 καταργήθηκαν και οι τελευταίοι έλεγχοι στις εκροές κεφαλαίων, δίνοντας την ευκαιρία στα επενδυτικά και τα συνταξιοδοτικά ταμεία να επενδύσουν τα χρήματά τους σε χώρες του εξωτερικού. Ακόμα, η κεντρική τράπεζα έπληξε ακόμα μία συμφωνία με κατόχους υπεράκτιων παγωμένων περιουσιακών στοιχείων σε κορώνα, αγοράζοντας πίσω πολλά από αυτά με έκπτωση (economist, 2017).

2.4 Περίπτωση Κύπρου

2.4.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Κύπρου

Η Κύπρος, με πρωτεύουσα την Λάρνακα και με πληθυσμό 1,2 εκατ. κατοίκους, ανήκει στην Ευρωπαϊκή Ένωση²⁰ και είναι κράτος-μέλος της Ευρωζώνης²¹. Το ‘νησί’ της Μεσογείου είχε μία από τις πλουσιότερες οικονομίες, μέχρι το 2012, που λόγω της κακής διαχείρισης και της διόγκωσης του τραπεζικού συστήματος, άρχισε να βάλλεται. Η Κύπρος είχε έναν λόγο παραπάνω να ανησυχεί, εξαιτίας των στενών οικονομικών σχέσεων με την Ελλάδα. Το 2013, ήταν η πρώτη χώρα της Ευρωζώνης που επέβαλε προσωρινούς ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων, ως μέρος του σχεδίου για την αντιμετώπιση της τραπεζικής κρίσης του 2012. Οι έλεγχοι καταργήθηκαν δύο χρόνια αργότερα.

²⁰ εντάχθηκε το 2004

²¹ από το 2008

Η Κύπρος ήταν ένα διεθνές κέντρο χρηματοδότησης, έλκυε επειδή είχε πολιτική σταθερότητα, υποδομές, ένα νομικό σύστημα που κληρονόμησε από την εποχή της ως βρετανική αποικία και λόγω του ότι τα αγγλικά είναι ευρέως διαδεδομένα. Το πιο ανοικτό περιβάλλον ενθάρρυνε τις τράπεζες να γίνουν πιο εξωστρεφή προσανατολισμένα ιδρύματα, επεκτείνοντας τις δραστηριότητές τους στην Ελλάδα και σε άλλες χώρες (*Sigrún Davíðsdóttir, 2015*).

Όπως η Ισλανδία, έτσι και η Κύπρος προσπαθούσε να διατηρήσει ένα τραπεζικό σύστημα πολύ μεγαλύτερο από ότι η εγχώρια οικονομία της θα μπορούσε ενδεχομένως να υποστηρίξει κάτω από αντίξοες συνθήκες²².

Όταν η ελληνική οικονομία ξεκίνησε να έχει προβλήματα, δημιουργήθηκε ένα τεράστιο πλήγμα στην έκθεση των κυπριακών τραπεζών στην Ελλάδα. Οι κάτοχοι των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου υπέστησαν μεγάλες απώλειες, μέσω της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (PSI). Η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους (Οκτώβριος 2011), δημιούργησε ένα δυσανάλογα μεγάλο βάρος για τις κυπριακές τράπεζες σε σχέση με άλλα κράτη-μέλη της ζώνης του ευρώ²³. Ο τραπεζικός τομέας της Κύπρου είχε συνολικές υποχρεώσεις περίπου 800% του ΑΕΠ και ήταν υπό την κυριαρχία δύο τραπεζών, οι οποίες ήταν "too big to fail" και πάρα πολύ μεγάλες "too save"²⁴. Αυτή ήταν η αρχή των προβλημάτων, που οδήγησαν στην κρίση Μάρτιο του 2013 (*Kate Phylaktis, 2015*).

Το χτύπημα μεγεθύνθηκε από την αποτυχία της Κυπριακής κυβέρνησης να ενεργήσει άμεσα για την επερχόμενη κρίση και την αποτυχία της ΚΤΚ να ελέγξει την επιδείνωση της οικονομικής θέσης των τραπεζών. Οι Κυπριακές αρχές δεν συνειδητοποίησαν τους κινδύνους της λειτουργίας ενός μεγάλου τραπεζικού κλάδου, δίνοντας ανεπαρκή προσοχή στο γεγονός ότι οι τράπεζες ενεργούσαν απερίσκεπτα και πώς πιθανές ταραχές μπορούν να αντιμετωπιστούν. Έδωσαν χαμηλή προτεραιότητα στην παρακολούθηση τραπεζικών κινδύνων και την εποπτεία των τραπεζών (*Kate Phylaktis,*

²² Μέχρι το τέλος του 2011 υπήρχαν 41 τράπεζες σε Κύπρος: 6 Κυπριακές, 16 προέρχονταν από χώρες της ΕΕ και 19 ήταν οι τράπεζες εκτός ΕΕ.

²³ Ο αντίκτυπος του PSI ως ποσοστό του ΑΕΠ ήταν 23% για την Κύπρο, σε σύγκριση με 12% για την Ελλάδα και 0,14% για τη Γερμανία. Δημιουργήθηκε μια πρόσθετη κεφαλαιακή απαίτηση του 25% περίπου του κυπριακού ΑΕΠ για τις κυπριακές τράπεζες, ενώ οι δύο μεγαλύτερες τράπεζες είχαν επιπλέον κεφαλαιακή απαίτηση για την κάλυψη του 15% του ΑΕΠ.

²⁴ Η Marfin-Laiiki Bank χρειάστηκε την προσωρινή υποστήριξη της Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου (κυρίαρχη). Ωστόσο, η κυρίαρχη δεν θα μπορούσε να παρέχει αυτή την στήριξη, με την έκδοση μακροπρόθεσμου δημόσιου χρέους, δεδομένου ότι είχε χάσει την πρόσβαση στις αγορές.

2015). Ήταν σαφές για τις ρυθμιστικές αρχές, ότι το μέγεθος ήταν ένα ρίσκο, αλλά οι αρχές υποστήριζαν ότι τόσο η ρύθμιση και η εποπτεία ήταν αρκετά συντηρητική για να αντιμετωπιστεί ο κίνδυνος, αλλά μετά από λίγους μήνες (Ιούνιος 2012) η κυβέρνηση κατέφυγε στην τρόικα (ΔΝΤ, ΕΕ, ΕΚΤ) για βοήθεια (Sigrún Davíðsdóttir, 2015).

2.4.2 Αντιμετώπιση της κρίσης στην Κύπρο και έλεγχοι κεφαλαίου

Τον Μάρτιο του 2013, η νέα κυβέρνηση συμφώνησε σε ένα σχέδιο διάσωσης, το οποίο απαιτούσε 17 δισ. € για την κάλυψη του χρέους της κυβέρνησης, τα δημόσια ελλείμματα και την στήριξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος (Kate Phylaktis, 2015). Η Τρόικα ήταν πρόθυμη να χρηματοδοτήσει μόνο τα 10 δισ.²⁵ (56% του ΑΕΠ της οικονομίας της χώρας, το 2012). Έτσι τα υπόλοιπα 7 δισ € για ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού τομέα δόθηκαν από πόρους της χώρας, κατόχους ομολόγων και καταθέτες (bail-in)²⁶ (findings of IMF, 2014).

Αποτέλεσμα αυτού, ήταν η δυσπιστία των καταθετών για την ασφάλεια των χρημάτων. Προκειμένου λοιπόν, να αποφευχθεί η μαζική απόσυρση των καταθέσεων (bank run), οι τράπεζες παρέμεναν κλειστές²⁷ και μετά από λίγες μέρες η Κύπρος έγινε η πρώτη χώρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση που επέβαλε ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων²⁸ (Ioanna Zikakou, 2015). Εφαρμόστηκαν περιορισμοί στις εγχώριες και διασυνοριακές συναλλαγές και έτσι η οικονομία της Κύπρου μετατράπηκε σε μια οικονομία μόνο ανταλλαγής μετρητών (a cash only exchange economy) (Kate Phylaktis, 2015).

Παράλληλα, συμφωνήθηκε αύξηση του ποσού διάσωσης (bailout amount) από 17 σε 20,6, για να ληφθεί υπόψη η επίπτωση στην οικονομία λόγω των ελέγχων κεφαλαίων. Η νέα συμφωνία συνεπάγεται επίσης την πώληση των κυπριακών

²⁵ διότι χώρες του Eurogroup (Γερμανία κ.ά.) πίστευαν ότι ένα υψηλό ποσοστό των καταθέσεων του τραπεζικού τομέα ανήκαν σε πλούσιους καταθέτες εκτός της ΕΕ, που έλκονταν από τη Κύπρο λόγω των υψηλών επιτοκίων (3-4% υψηλότερο) που καταβάλλονταν από τις τράπεζες. Έτσι, θεωρήθηκε ότι οι καταθέτες έπρεπε να συμβάλουν στην ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Επίσης, το ΔΝΤ δεν θα συμμετείχε σε ένα πρόγραμμα που θα κατασττούσε το χρέος της Κύπρος μη βιώσιμο.

²⁶ Ανακεφαλαιοποίηση και συνέχιση της λειτουργίας μιας τράπεζας που είναι στα πρόθυρα πτώχευσης, χρησιμοποιώντας εσωτερικούς πόρους (κεφάλαια από μετόχους, ομολογιούχους και καταθέτες). Το bail in συνήθως γίνεται με το κούρεμα των καταθέσεων.

²⁷ Οι καταθέσεις είχαν ήδη διαρροή: τον Ιούνιο του 2012 ανήλθαν σε € 81,2 δισ, τον Ιανουάριο του 2013 ήταν € 72,1 δισ, το Φεβρουάριο στα € 70 δισ και Μάρτιο € 64,3 δισ. Ενώ, € 3,3 δισ βγήκαν από τις κυπριακές τράπεζες 8 έως 15 Μαρτίου, την εβδομάδα μέχρι το bail-in (πηγή: ΕΚΤ).

²⁸ Οι έλεγχοι τέθηκαν σε εφαρμογή με την πλήρη αποδοχή της τρόικας. Τα μέτρα αυτά ονομάστηκαν, από την Κυπριακή Κεντρική Τράπεζα (CCB), “The Enforcement of Restrictive Measures on Transactions in case of Emergency Law of 2013”.

τραπεζικών υποκαταστημάτων που βρίσκονται στην Ελλάδα, στην Τράπεζα Πειραιώς²⁹, ώστε να κοπεί κάθε διάυλος μετάδοσης στην υπόλοιπη ευρωζώνη.

Έτσι, οι έλεγχοι κεφαλαίων στην Κύπρο αποτέλεσαν κομμάτι ενός ευρύτερου προγράμματος, που έγινε έπειτα από την συμφωνία που υπήρξε με τους δανειστές, με στόχο την διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την επανεκκίνηση της οικονομίας (*Fridrik M. Baldursson, Richard Portes, 2013*). Στόχος τους όμως ήταν και να εξασφαλιστεί ότι τα μέτρα δεν θα διαρκέσουν περισσότερο από ότι είναι αναγκαίο και μέσα από μία σταδιακή χαλάρωση, θα υπάρξει η αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (*European Commission, 2015*).

2.4.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία

Τα γεγονότα εκείνης της περιόδου είχαν τεράστιο αντίκτυπο στην οικονομία της Κύπρου. Η κατάρρευση ήρθε σε μία χώρα που μετά τις επιπτώσεις της τουρκικής εισβολής, 1974, κατάφερε να γίνει μία ακμάζουσα οικονομία με 4% μέσο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και 3,5% ανεργία (*Kate Phylaktis, 2015*).

Δεδομένου ότι η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων συνέβη παράλληλα με την αναδιάρθρωση των τραπεζών, το κούρεμα στις καταθέσεις, και την έναρξη ενός προγράμματος του ΔΝΤ/ΕΕ, είναι αρκετά δύσκολο, αν όχι αδύνατο, να εντοπιστούν επιπτώσεις στην οικονομία της Κύπρου από την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου και μόνο (*Simon Derrick, 2015*).

Παρόλα αυτά, η ύφεση έπληξε την οικονομία της Κύπρου, συρρικνώνοντάς την περαιτέρω κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2013. Οι δρακόντειοι έλεγχοι κεφαλαίων που επιβλήθηκαν από το κράτος στις τράπεζες του νησιού χτύπησαν την οικονομική δραστηριότητα. Τα μέτρα αυτά κατέστησαν αδύνατο για τις επιχειρήσεις να πληρώσουν προμηθευτές και υπαλλήλους, ιδιαίτερα τις πρώτες εβδομάδες, ενώ κατά την διάρκεια των δύο ετών, οι περιορισμοί δεν επέτρεπαν στις επιχειρήσεις να μεταφέρουν ελεύθερα χρήματα στο εξωτερικό (*M Rochan, 2013*).

Τα προκαταρκτικά στοιχεία της κυβέρνησης έδειξαν ότι η οικονομία της Κύπρου συρρικνώθηκε κατά 1,4% σε τριμηνιαία βάση κατά τους πρώτους τρεις μήνες έως τον Ιούνιο. Ωστόσο, το δεύτερο τρίμηνο ήταν καλύτερο σε σχέση με το πρώτο, που είχε

²⁹ Οι καταθέτες στην Ελλάδα απέφυγαν το bail-in, αλλά επωμίστηκαν επιπλέον βάρος οι καταθέτες στην Κύπρο

συρρίκνωση 1,7% (ΣΥΚ, 2013). Σε ετήσια βάση, η οικονομία του νησιού συρρικνώθηκε κατά 5,4% το δεύτερο τρίμηνο, από 4,8% κατά τους πρώτους τρεις μήνες του 2013 (M Rochan, 2013).

Κάποιοι θα μπορούσαν να υποστηρίξουν ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων δεν παρεμπόδισαν σημαντικά την κανονική δραστηριότητα των επιχειρήσεων, ή τουλάχιστον των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Ωστόσο, αυτοί επηρέασαν τις επιχειρήσεις έμμεσα, μέσω των αρνητικών προσδοκιών. Αυτές οι αρνητικές προσδοκίες είχαν ήδη υλοποιηθεί/πραγματοποιηθεί, μέσα από ένα αρνητικό σοκ, με την υποβάθμιση της Ελληνικής Τράπεζας στις 23 Απριλίου από Β σε «περιορισμένη χρεοκοπία». Στο συγκεκριμένο πλαίσιο, οι τράπεζες στην Κύπρο είχαν μικρή πρόσβαση σε νέα κεφάλαια και υπέφεραν από μια πιο αργή αλλά συστηματική φυγή των υφιστάμενων κεφαλαίων τους. Οι έλεγχοι στην κίνηση κεφαλαίων μπορούσαν να επιβραδύνουν την τάση, αλλά δεν μπορούσαν να το σταματήσουν (Leonor Coutinho, 2013).

Με περιορισμένη πρόσβαση σε κεφάλαια, οι τράπεζες είχαν σχεδόν παγώσει όλες τις νέες πιστώσεις. Επιπλέον, δεν γινόταν καμία διάκριση μεταξύ της πίστωσης των επενδύσεων των καταναλωτών (consumer credit investment) ή της πίστωσης για κεφάλαια κίνησης: όλα τα είδη των πιστώσεων τέθηκαν σε αναμονή, έχοντας ως αποτέλεσμα μία σημαντική μείωση των ανεξόφλητων δανείων. Παρά το γεγονός ότι ο τομέας των νοικοκυριών ήταν αυτός που είχε επηρεαστεί περισσότερο, τον Απρίλιο σημειώθηκε σημαντική μείωση των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, και το αποτέλεσμα ήταν ότι όλο και περισσότερες επιχειρήσεις πάλευαν με τη διαχείριση της ρευστότητας για να μπορέσουν να επιβιώσουν (Leonor Coutinho, 2013).

Επίσης, υπήρχε μια άμεση διακοπή της συναλλακτικής δραστηριότητας με το εξωτερικό και σε όλες τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές προσθέτοντας, στις ήδη αρνητικές επιπτώσεις της οικονομία, τις περικοπές των μισθών και των συντάξεων που προηγουμένως είχαν συσταθεί μαζί με τον προϋπολογισμό του 2014 (Leonor Coutinho, 2013). Ο ανασχηματισμός του μεγάλου τραπεζικού τομέα, η απώλεια του πλούτου και οι περιορισμοί κεφαλαίων δημιούργησαν τεράστια αβεβαιότητα, με πολλούς να φοβούνται την ύφεση που θα μπορούσε να λάβει επικές διαστάσεις. Ωστόσο, παρά τους αρχικούς φόβους του Μαρτίου του 2013, η επακόλουθη ύφεση αποδείχθηκε λιγότερο

επαχθείς από ό, τι αρχικά αναμενόταν, στο -5,4% σε ετήσια βάση κατά τα τρία πρώτα τρίμηνα του 2013, σε σύγκριση με την αρχική πρόβλεψη του προγράμματος (-8,7%). Με άλλα λόγια, δεδομένης της σοβαρής οικονομικής αναταραχής, η κυπριακή οικονομία εξέπληξε τους πάντες θετικά το 2013 (*Ioanna Zikakou, 2015*). Στις αρχές του 2014 οι έλεγχοι των κεφαλαίων ήταν ακόμα παρόντες και η αβεβαιότητα παρέμενε πολύ υψηλή.

Μερικοί επισημαίνουν πως οι έλεγχοι των κεφαλαίων περιορίζαν την πρόσβαση κεφαλαίου στις εγχώριες εταιρείες, όμως η κυπριακή κυβέρνηση ήταν πεπεισμένη ότι οι έλεγχοι ηρέμησαν το επιχειρηματικό περιβάλλον στο νησί. Δεν υπήρξε πανικός πωλήσεων και δεν παρατηρήθηκε μαζική φυγή κεφαλαίων κατά τη διάρκεια των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων (*By Shuyang Li, 2015*). Ακολουθώντας το σχέδιο άρσης, οι έλεγχοι σταδιακά χαλάρωσαν και μέχρι τον Μάιο του 2014 είχαν εξαλειφθεί όλοι οι εγχώριοι περιορισμοί. Ενώ η αβεβαιότητα σε σχέση με τις διασυνοριακές συναλλαγές έλαβε και αυτή τέλος με την ολική κατάργηση των ελέγχων τον Απρίλιο του 2015 (*By Shuyang Li, 2015*).

Ακριβώς δύο χρόνια από την επιβολή των ελέγχων και λίγο πριν αρθούν και οι εναπομείναντες, κατά την συνεδρίαση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ (Μάρτιος 2015), η κα Γιωρκάτζη δήλωσε ότι οι έλεγχοι ήταν μία αναγκαία λύση, η οποία δούλεψε. Επίσης, ο κ. Ross, Αμερικανός επενδυτής, έμεινε έκπληκτος με το πόσο μικρή ζημιά προκλήθηκε από την επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. Εκείνο το διάστημα, ξένα χρήματα άρχισαν να επιστρέφουν με αργό ρυθμό στην Κύπρο (*Jack Ewing, 2015*).

Ένα μήνα αργότερα, τον Απρίλιο του 2015, έγινε άρση όλων των περιορισμών χωρίς αρνητικές παρενέργειες και οι τράπεζες δεν ανέφεραν οποιαδήποτε ασυνήθιστη δραστηριότητα ροής κεφαλαίων (*Mike Hadjisavva, 2015*). Η άρση των περιορισμών επιβεβαίωσε την πλήρη αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα, το σημαντικά βελτιωμένο επιχειρηματικό κλίμα και ουσιαστικά σηματοδοτούσε την επιστροφή της οικονομίας σε κανονικές συνθήκες (*Paul Tugwell & Georgios Georgiou, 2015*).

Επιπλέον, με την κατάργηση των ελέγχων κεφαλαίου η Κύπρος παρουσίασε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το πρώτο εξάμηνο του 2015, στο +0,5%, μετά το 2011. Τα επίπεδα ρευστότητας επίσης βελτιώθηκαν σημαντικά και οι καταθέσεις είχαν

σταθεροποιηθεί και είχαν αρχίσει να αυξάνονται. Το γεγονός αυτό αποτελεί απόδειξη της εμπιστοσύνης στο τραπεζικό σύστημα, το οποίο σταδιακά αποκαθίσταται.

Εν συνεχεία, τον Σεπτέμβριο του 2015, ο οίκος αξιολόγησης Standard and Poor's αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της Κύπρου σε αξιολόγηση BB-, επικαλούμενος το πλαίσιο κατάργησης των ελέγχων κεφαλαίου και τις ισχυρές δημοσιονομικές επιδόσεις που ξεπέρασαν τις προσδοκίες (*Ilene Grabel*)(*Ioanna Zikakou, 2015*).

Μετά από τρία χρόνια ύφεσης, η Κύπρος έχει ανακάμψει πλήρως, με το τραπεζικό σύστημα της χώρας να είναι απόλυτα ανεξάρτητο από τα ελληνικά τραπεζικά ιδρύματα, σύμφωνα με τον Πρόεδρο της Κύπρου Νίκο Αναστασιάδη. Μέσα σε τρία χρόνια, οι τράπεζες έχουν μειώσει το μέγεθος του ισολογισμού τους, καθώς και την έκθεσή τους σε επικίνδυνα ξένα περιουσιακά στοιχεία. Μετά από μια περίοδο ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, οι καταθέσεις αυξήθηκαν με τις τράπεζες πλέον να έχουν ισχυρά αποθέματα ρευστότητας και η εξάρτηση από τη χρηματοδότηση της κεντρικής τράπεζας να έχει μειωθεί. Αυτή η συνολική βελτίωση συνοδεύτηκε από σημαντικό εκσυγχρονισμό του εποπτικού και κανονιστικού πλαισίου (*Daniel Daco, 2016*).

Επιπλέον, σύμφωνα με ανακοίνωση του Eurogroup που έγινε στις 12 Σεπτεμβρίου του 2016, οι δημοσιονομικές προσαρμογές στην Κύπρο συνεχίζουν να υπερβαίνουν τις προσδοκίες και τους στόχους του προγράμματος, ενώ η χρηματοοικονομική κατάσταση των κυπριακών τραπεζών αρχίζει να δείχνει σημάδια σταδιακής βελτίωσης. Παράλληλα η αγορά εργασίας αρχίζει να βελτιώνεται, αν και η ανεργία παραμένει σε υψηλά επίπεδα (16,2%).

Σε αυτό το σημείο είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι η περίπτωση της Κύπρου αποτελεί ένα εκπληκτικό μάθημα για το πως οι έλεγχοι των κεφαλαίων - περιορισμοί στις αναλήψεις και μεταφορές χρημάτων από τη χώρα - δεν δημιούργησαν τόση αναστάτωση/αποδιοργάνωση όση φοβόντουσαν, αλλά συνέβαλλαν στην αποτροπή φυγής ακόμη περισσότερων χρημάτων από την Κύπρο. Αν μη τι άλλο, ορισμένοι οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι οι περιορισμοί θα έπρεπε να είχαν εφαρμοστεί νωρίτερα, πριν φύγουν πολλοί από τους μεγαλύτερους και πιο έμπειρους επενδυτές (*Jack Ewing, 2015*).

2.4.4 Στρατηγική απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ελέγχων

Σημαντικό κομμάτι της εφαρμογής των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων ήταν να εξασφαλιστεί ότι τα μέτρα δεν θα διαρκέσουν περισσότερο από όσο χρειάζεται (European Commission, 2015).

Έτσι, τον Αύγουστο του 2013, οι κυπριακές αρχές δημοσίευσαν, με την σύμφωνη γνώμη της τρόικας, έναν χάρτη πορείας για την κατάργηση των ελέγχων, παρέχοντας μια πιο ομαλή και προβλέψιμη διαδικασία με στόχο την μείωση της αβεβαιότητας αλλά και την οικοδόμηση της εμπιστοσύνης (*IMF*). Σύμφωνα με αυτόν, τα μέτρα θα ήταν «σε ισχύ για όσο διάστημα είναι απολύτως απαραίτητο» χωρίς να υπάρχει χρονικό πλαίσιο (*Sigrún Davíðsdóttir, 2015*).

Το Διοικητικό Συμβούλιο Παρακολούθησης που συστάθηκε για αυτό τον σκοπό, συνέχισε να εργάζεται στη βάση του οδικού χάρτη, καθορίζοντας μια στρατηγική ορόσημο που βασίστηκε στην σταδιακή αφαίρεση εγχώριων περιορισμών και ελέγχων κεφαλαίου, με γνώμονα πάντα την οικονομική σταθερότητα. Αρχικά θα έπρεπε να καταργηθούν τα περιοριστικά μέτρα στις συναλλαγές εντός Κύπρου, και στη συνέχεια θα μπορούσαν να αρθούν οι περιορισμοί σχετικά με τις διασυνοριακές συναλλαγές. Πιο συγκεκριμένα, οι φάσεις ορίστηκαν ως εξής (*IMF*):

- Μείωση της κυκλοφορίας μετρητών και του διοικητικού φόρτου/επιβάρυνσης
- Επαναφορά της προσβασιμότητας κεφαλαίων και εγχώριων μεταφορών
- Άρση των περιορισμών σχετικά με μετρητά και επιταγές
- Η κατάργηση περιορισμός στις εξωτερικές ροές κεφαλαίων

Κατά συνέπεια, και σύμφωνα με τον σχετικό προγραμματισμό, οι έλεγχοι σταδιακά χαλάρωσαν και μέχρι τον Μάιο του 2014 είχαν εξαλειφθεί όλοι οι εγχώριοι περιορισμοί. Ενώ, και οι διασυνοριακοί περιορισμοί είχαν χαλαρώσει σημαντικά, μέχρι που τον Απρίλιο του 2015 έγινε οριστική άρση τους.

2.5 Περίπτωση Ελλάδας

2.5.1 Παρουσίαση της οικονομικής κατάστασης της Ελλάδας

Η Ελλάδα με πρωτεύουσα την Αθήνα και με πληθυσμό περίπου 11 εκ. κατοίκους είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης από το 1981 και της Ευρωζώνης από το 2001. Σημαντικός παράγοντας της ελληνικής ανάπτυξης και οικονομίας αποτελεί ο τουρισμός και η ναυτιλία. Από τα τέλη του 2009, εξαιτίας συνδυασμού διεθνών και τοπικών παραγόντων, της οικονομικής κρίσης και των ανεξέλεγκτων δαπανών αντίστοιχα, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα, καθώς κατέχει το δεύτερο μεγαλύτερο ετήσιο έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού και το δεύτερο μεγαλύτερο δημόσιο χρέος στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το 2015, έπειτα από την Κύπρο, η Ελλάδα κατέστη η 2η χώρα της Ευρωζώνης που επέβαλε ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων όταν έφτασε το τέλος της παράτασης διάσωσης και δεν υπήρξε συμφωνία με τους πιστωτές, τότε η ΕΚΤ³⁰ αποφάσισε για τη μη αύξηση του επιπέδου του ELA³¹ για τις ελληνικές τράπεζες. Οι έλεγχοι εξακολουθούν να ισχύουν.

Το 2001 η Ελλάδα έγινε μέλος της Ευρωζώνης, δεχόμενη ως νόμισμα το ευρώ αλλά μη μπορώντας να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις του διέπαν τη συνθήκη του Μάαστριχτ, για κοινή συναλλαγματική ισοτιμία και ενιαίο επιτόκιο μεταξύ των κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εξαιτίας αυτού ήταν η πιο αδύναμη χώρα και η πιο ευπρόσβλητη σε οικονομικές δυσκολίες, γεγονός που αποδείχτηκε όταν ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση, το 2008.

Τη δεκαετία προτού ξεσπάσει η κρίση, μεγάλο τμήμα της αύξησης των κρατικών δαπανών προσφέρθηκε για αύξηση μισθών, παροχών καθώς και νέων θέσεων στο δημόσιο τομέα. Για τη χρηματοδότησή τους, η Ελλάδα συνέχισε να δανείζεται σε μεγάλο βαθμό από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Έτσι, οι δημόσιες δαπάνες ήταν αρκετά υψηλές σε σχέση με τα έσοδα με αποτέλεσμα τη δημιουργία ελλείμματος στον προϋπολογισμό. Επιπλέον, τα φορολογικά έσοδα μειώθηκαν λόγω της φοροδιαφυγής και άλλων σημαντικών παραγόντων, όπως οι «πελατειακές σχέσεις». Αυτό είχε ως συνέπεια, ανάμεσα στα άλλα μέλη της ευρωζώνης, η Ελλάδα και η Ιρλανδία να έχουν

³⁰ Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

³¹ Μηχανισμός Επείγουσας Ρευστότητας

από τα χαμηλότερα φορολογικά έσοδα. Εκτός των άλλων, σημαντική αιτία της ελληνικής κρίσης αποτέλεσε και η διαφθορά, η οποία προκάλεσε έντονη οικονομική αστάθεια. Ως αποτέλεσμα, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της Ελλάδας αυξήθηκε σημαντικά. Επίσης, οι οργανισμοί αξιολόγησης Fitch, Moody's και Standard & Poor's μείωσαν την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας, κάτι το οποίο φόβισε τους επενδυτές (Kimberly Amadeo, 2017).

Στα τέλη του 2009 ξεκίνησε η ελληνική κρίση, η οποία προκλήθηκε από την αναταραχή της μεγάλης ύφεσης, τις διαρθρωτικές αδυναμίες στην ελληνική οικονομία καθώς και τα υποτιμημένα στοιχεία της ελληνικής κυβέρνησης σχετικά με τα επίπεδα και τα ελλείμματα του δημόσιου χρέους. Αυτό οδήγησε σε προγράμματα διάσωσης με τη χρήση δανείων σε συνδυασμό με περικοπές στις δαπάνες και πλήθος μεταρρυθμίσεων.

Το 2010, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) έδωσαν στην Ελλάδα δάνειο ύψους 110 δισ. ευρώ για την αποφυγή της χρεοκοπίας και την κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών της. Το δάνειο αυτό χρησιμοποιήθηκε κυρίως για την πληρωμή των ομολογιών λήξης, αλλά και για τη χρηματοδότηση των συνεχών ετήσιων δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Ένα χρόνο αργότερα, μια επιδείνωση της ύφεσης σε συνδυασμό με την κακή εφαρμογή των συμφωνημένων συνθηκών διάσωσης, από την ελληνική κυβέρνηση, οδήγησαν σε ένα δεύτερο σχέδιο διάσωσης αξίας 130 δισ. ευρώ. Αυτό περιλάμβανε ένα πακέτο τραπεζικής ανακεφαλαιοποίησης ύψους 48 δισ. ευρώ. Μέχρι το 2012, ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ της Ελλάδας είχε αυξηθεί στο 175%, σχεδόν τριπλάσιο του ορίου της ΕΕ κατά 60%. Στα τέλη του 2012, η Τρόικα παρείχε στην Ελλάδα περισσότερη ελάφρυνση του χρέους, ενώ το ΔΝΤ παραχώρησε επιπλέον δάνεια ύψους 8,2 δισ. ευρώ προς μεταφορά από τον Ιανουάριο του 2015 έως τον Μάρτιο του 2016.

Το 2015, η νέα κυβέρνηση απέρριψε τους υφιστάμενους όρους διάσωσης. Η Τρόικα ανέστειλε κάθε προγραμματισμένη υπολειπόμενη βοήθεια στην Ελλάδα. Η κρίση αυτή προκάλεσε κρίση ρευστότητας (τόσο για την ελληνική κυβέρνηση όσο και για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα), την πτώση των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών και την απώλεια πρόσβασης στην ιδιωτική χρηματοδότηση.

Οι νέες προτάσεις της κυβέρνησης απορρίφθηκαν και διέκοψε τις διαπραγματεύσεις. Ο πρωθυπουργός της Ελλάδας ανακοίνωσε δημοψήφισμα για

αποδοχή ή απόρριψη της πρότασης της Τρόικας. Η ΕΚΤ αποφάσισε να διατηρήσει την παροχή επείγουσας βοήθειας στις ελληνικές τράπεζες. Πολλοί Έλληνες συνέχισαν να αποσύρουν μετρητά από τους λογαριασμούς τους φοβούμενοι για επικείμενους ελέγχους κεφαλαίων. Έτσι, οι τράπεζες έκλεισαν ώστε να αποφευχθεί η κατάρρευση του τραπεζικού τομέα.

Η Ελλάδα έγινε η δεύτερη χώρα της Ευρωζώνης που εφάρμοσε ελέγχους κεφαλαίου, στα τέλη Ιουνίου 2015. Επιβλήθηκαν αυστηροί έλεγχοι εκροής όταν οι ηγέτες της Ευρωζώνης ανακοίνωσαν ότι δεν θα επεκτείνουν τα μέχρι τότε πακέτα βοήθειας της Ελλάδας πέραν της 30ής Ιουνίου που είχε προγραμματιστεί να λήξει και ότι η ΕΚΤ θα ορίσει βοήθεια έκτακτης ανάγκης προς τις τράπεζες της χώρας (Irene Grabel, 2016).

Στο δημοψήφισμα, στις 5 Ιουλίου, το μεγαλύτερο ποσοστό των πολιτών που συμμετείχαν ψήφισε υπέρ της απόρριψης των όρων διάσωσης (61% έναντι 39%). Το γεγονός αυτό προκάλεσε την πτώση των χρηματιστηριακών δεικτών σε παγκόσμιο επίπεδο, σκεπτόμενοι την πιθανή έξοδο της Ελλάδας από την Ευρωζώνη (Grexit).

2.5.2 Αντιμετώπιση της κρίσης στην Ελλάδα και έλεγχοι κεφαλαίου

Από το Νοέμβριο του 2014 μέχρι τον Ιούνιο της επόμενης χρονιάς σημειώθηκε μεγάλη εκροή καταθέσεων από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, περίπου 42 δις ευρώ. Έτσι, τον Ιούνιο του 2015, όταν η ελληνική κυβέρνηση έφτασε στο τέλος της περιόδου επέκτασης της διάσωσης χωρίς να έχει καταλήξει σε συμφωνία για περαιτέρω παράταση με τους πιστωτές της και η ΕΚΤ αποφάσισε να μην αυξήσει πλέον το επίπεδο της έκτακτης ανάγκης παροχής ρευστότητας στις ελληνικές τράπεζες, κατέστη απαραίτητη η επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων για την επιβίωση των τραπεζών (Φίλιππος Χρυσόπουλος, 2017).

Τέλος Ιουνίου, η ελληνική κυβέρνηση έκλεισε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για περίπου 3 εβδομάδες και εφάρμοσε κεφαλαιακούς ελέγχους στις τραπεζικές μεταφορές από ελληνικές σε ξένες τράπεζες, ενώ παράλληλα έθεσε όρια στις αναλήψεις μετρητών (ως 60 €/ημερησίως). Οι έλεγχοι εφαρμόστηκαν στην κίνηση κεφαλαίων για πολίτες αλλά και επιχειρήσεις για την παρεμπόδιση μιας ταχείας φυγής κεφαλαίων από τη χώρα

ώστε να αποφευχθεί μια ανεξέλεγκτη και πλήρης κατάρρευση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Επιπλέον, στις 15 Ιουλίου, ψηφίστηκαν ακόμα πιο δυσμενή μέτρα λιτότητας και μεταρρυθμίσεις (για φόρους, συντάξεις, ιδιωτικοποιήσεις, δάνεια κ.ά.), σε σχέση με την τελευταία πρόταση των ξένων, ώστε η Ελλάδα να λάβει το δάνειο ύψους 86 δισ. ευρώ από την ΕΕ. ("The Daily Shot", 2015). Επιπροσθέτως, τον Νοέμβριο, οι τέσσερις μεγαλύτερες τράπεζες της Ελλάδας αύξησαν ιδιωτικά τα 14,4 δισ. Ευρώ, όπως απαιτεί η ΕΚΤ. Τα κεφάλαια θα καλύπτουν τα επισφαλή δάνεια και θα επιστρέφουν τις τράπεζες σε πλήρη λειτουργικότητα (New York Times, 2015) (Kimberly Amadeo, 2017).

Επομένως, η αναγκαία επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων σε συνδυασμό με δάνεια διάσωσης και πλήθος μεταρρυθμίσεων αποτέλεσαν το σχέδιο αντιμετώπισης της κρίσης στην Ελλάδα.

2.5.3 Επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία

Η επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου στην Ελλάδα αποτελεί μια προσωρινή πολιτική που αποσκοπεί στην μείωση των εκροών των καταθέσεων και τη διασφάλιση της σταθερότητας του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος σε μία περίοδο υψηλής αβεβαιότητας, όσον αφορά τις πολιτικές εξελίξεις και τις εσωτερικές μακροοικονομικές προοπτικές (έρευνα Eurobank, 2016).

Η μεγάλη εκροή καταθέσεων από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, κατέστησε την επιβολή περιορισμών κεφαλαίου αναγκαία για την επιβίωση των τραπεζών. Γεγονός το οποίο οι πολίτες καθώς και επιχειρήσεις στην Ελλάδα δεν ήταν σε θέση να αντιμετωπίσουν, με αποτέλεσμα να υπάρξει κάποια αναταραχή στην καθημερινότητα τους (Φίλιππος Χρυσόπουλος, 2017).

Οι περιορισμοί είχαν σημαντικές επιπτώσεις στην επιχειρηματική δραστηριότητα. Οι ιδιοκτήτες μικρών επιχειρήσεων που λειτουργούν με μετρητά βρέθηκαν σε μια δέσμευση. Ακόμα δυσκολότερη φάνηκε να είναι η κατάσταση για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις οι οποίες πραγματοποιούν συναλλαγές με διεθνείς προμηθευτές, εξαιτίας της αβεβαιότητας των ξένων ως προς την προπληρωμή των αγαθών προτού

αποσταλούν στην Ελλάδα. Έτσι, πολλές από αυτές τις επιχειρήσεις αναγκάστηκαν να κλείσουν (Φίλιππος Χρυσόπουλος, 2017).

Η έλλειψη της ρευστότητας ήταν σε μεγάλο βαθμό επιζήμια για την καθημερινότητα και τη λειτουργία των επιχειρήσεων. Ενώ σημαντικές επιπλοκές προκλήθηκαν στην αγορά λόγω των διογκωμένων γραφειοκρατικών διαδικασιών που απαιτούνται για την πληρωμή των ξένων προμηθευτών (Φίλιππος Χρυσόπουλος, 2017). Η απαραίτητη έγκριση της αρμόδιας τραπεζικής επιτροπής για τις συναλλαγές, για εταιρείες που εισάγουν (πρώτες ύλες, υλικά και μηχανήματα), αποδείχτηκε αρκετά χρονοβόρα, περιπλέκοντας τις διαδικασίες λειτουργίας τους (έκθεση ΕΣΕΕ³², 2017). Έτσι, ορισμένες επιχειρήσεις, με στόχο τη διασφάλιση της λειτουργίας τους, υποχρεώθηκαν να λάβουν ορισμένα μέτρα, όπως η καθυστέρηση στις πληρωμές του προσωπικού και τους προμηθευτές και η δέσμευση της παραγωγικής διαδικασίας των μονάδων τους στην έλλειψη πρώτων υλών.

Ταυτόχρονα, το πρόβλημα επεκτείνεται και στις εξαγωγές, επηρεάζοντας αρνητικά το πλέον υψηλό εμπορικό έλλειμμα της Ελλάδας. Αφού, οι εξαγωγικές επιχειρήσεις επηρεάστηκαν εξίσου, μιας και η εισαγωγή πρώτων υλών από το εξωτερικό είναι απαραίτητη για την παραγωγή των προϊόντων τους.

Σύμφωνα με σχετική έρευνα, τους πρώτους 12 μήνες επιβολής των ελέγχων (Ιούλιος 2015/Ιούλιος 2016), περίοδος όπου ο αντίκτυπός τους έγινε πιο απτός, παρατηρήθηκε πτώση του Δείκτη Κύκλου Εργασιών (LLC) στο λιανικό εμπόριο κατά 4,9%, ενώ και ο Δείκτης Όγκου μειώθηκε στο 3,3%. Το επόμενο χρονικό διάστημα των εννέα μηνών (Ιούλιος 2016/Μάρτιος 2017) φαίνεται να υπάρχει μία βελτίωση στα παραπάνω μεγέθη. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει ότι τους πρώτους μήνες επιβολής των ελέγχων υπήρξε ένταση των αρνητικών επιπτώσεων στον κύκλο εργασιών των επιχειρήσεων (Φίλιππος Χρυσόπουλος, 2017).

Ένα ακόμα πλήγμα από την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου ήταν ο περιορισμός στη χρήση επιταγών, ένας κοινός τρόπος πληρωμής για αγαθά και υπηρεσίες. Αυτή η εξέλιξη στην ουσία "πάγωσε" την πραγματική οικονομία, καθώς αποτελούσε κάποτε ένα παράλληλο πιστωτικό σύστημα μέσω του οποίου χρησιμοποιούνται περίπου 150 δισ. ευρώ ετησίως για πληρωμή.

³² Ελληνική Συνομοσπονδία Εμπορίου και Επιχειρηματικότητας

Ωστόσο, η επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων άλλαξε τις συνήθειες πληρωμής των πελατών, με θετικό αντίκτυπο για την οικονομία. Η επιβολή κεφαλαιακών περιορισμών έδωσε στους πολίτες το κίνητρο να χρησιμοποιούν ηλεκτρονικά μέσα πληρωμής για τις συναλλαγές τους. Αυτό οδήγησε σε σημαντική αύξηση των μηχανών POS (κατά 79%, περίπου & 100 χιλ.), αύξηση των συναλλαγών με χρεωστικές/πιστωτικές κάρτες κατά 84% (επτά στους δέκα Έλληνες χρησιμοποιούν τώρα χρεωστικές και πιστωτικές κάρτες) και αύξηση στις μεταφορές (24 %), αύξηση της αξίας των άμεσων χρεώσεων για πάγιες πληρωμές κατά 47% (ύψους 3,2 δισ. ευρώ) και αύξηση της αξίας των συναλλαγών διαδικτύου/κινητών τραπεζών κατά 29% (+11,2 δισ. ευρώ). Λόγω αυτού, έχουν καταγραφεί εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα απάτης, τόσο από πλευράς συναλλαγών όσο και από άποψη αξίας. Γεγονός που αποδεικνύει ότι η χρήση/πληρωμή μέσω καρτών συμβάλει στην καταπολέμηση της φοροδιαφυγής (Φίλιππος Χρυσόπουλος, 2017) (έρευνα Eurobank, 2016).

Όσον αφορά τα κόκκινα δάνεια, η επιβολή των κεφαλαιακών ελέγχων προκάλεσε αναταραχή και αβεβαιότητα κατά την υπό εξέταση περίοδο, γεγονός που συνέβαλε στη στάση πληρωμών από πλευράς δανειοληπτών (έκθεση ΕΣΕΕ, 2017). Ακόμα, τα περισσότερα έσοδα από συναλλαγές ακίνητης περιουσίας στην Ελλάδα που αποκτήθηκαν ή αποκτούνται από αλλοδαπούς δεν εισέρχονται ποτέ στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, αφού οι πωλητές θέλοντας να αποφύγουν τους ελέγχουν κεφαλαίων καταθέτουν τα χρήματά τους σε τραπεζικούς λογαριασμούς στο εξωτερικό (Κέρρυ Κολάσα-Σικιαρίδη, 2016).

Η σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης το 2016 μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης και οι βελτιωτικές τροποποιήσεις των κεφαλαιακών περιορισμών συνέβαλαν στην καταγραφή εισροών καταθέσεων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, ιδίως εκ μέρους των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Συνολικά την περίοδο μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης, δηλαδή μεταξύ Ιουνίου 2016 και Απριλίου 2017, οι καταθέσεις του εγχώριου ιδιωτικού τομέα αυξήθηκαν κατά 3,5 δισ. ευρώ, με αποτέλεσμα το αντίστοιχο υπόλοιπο να διαμορφωθεί σε 119 δισ. ευρώ, τον Απρίλιο του 2017. Ωστόσο, τους πρώτους μήνες του τρέχοντος έτους πραγματοποιήθηκαν εκροές καταθέσεων, λόγω της αυξημένης αβεβαιότητας που σχετίζεται με την καθυστέρηση στην ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης (Έκθεση της Τράπεζα της Ελλάδος, 2017).

Τον τελευταίο χρόνο πριν τους περιορισμούς το πρόσημο του ετήσιου ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ ήταν θετικό (0,1 έως 0,8%). Όμως τον πρώτο μήνα εφαρμογής των ελέγχων ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έφτασε στο -2,4%, ένα χρόνο μετά αυξήθηκε στο +2% (data-Trading Economics). Κατά τη διάρκεια του 2016 παρατηρήθηκε ρυθμός ανάπτυξης. Σε αυτό συνέβαλαν θετικά η ιδιωτική κατανάλωση, που στηρίχθηκε στην αύξηση της απασχόλησης, και οι εξαγωγές αγαθών, ενώ προς την αντίθετη κατεύθυνση επέδρασαν η μείωση της δημόσιας κατανάλωσης και των εξαγωγών υπηρεσιών και η αύξηση των εισαγωγών αγαθών. Η πορεία αυτή όμως ανακόπηκε το τελευταίο τρίμηνο του έτους, λόγω της αβεβαιότητας από την παρατεταμένη διαδικασία διαπραγμάτευσης για την ολοκλήρωση της δεύτερης αξιολόγησης. Το γεγονός αυτό προκάλεσε σημαντική μείωση των επενδύσεων και σε συνδυασμό με τη μεγάλη αύξηση της φορολογικής επιβάρυνσης, αποδυνάμωσε την αρχική πρόβλεψη σχετικά με την πορεία του ΑΕΠ (Εκθεση της Τράπεζα της Ελλάδος, 2017). Παρ' όλα αυτά, το πρώτο τρίμηνο του 2017 καταγράφηκε αύξηση του ΑΕΠ, λόγω της καταναλωτικής δαπάνης, των εξαγωγών και της αγοράς εργασίας που διατήρησαν στοιχεία δυναμισμού, και στο τέλος του 2ου τριμήνου έφτασε στο +0,8% (data-Trading Economics).

Όσον αφορά την ανεργία στην Ελλάδα, στις αρχές του 2015 ήταν στο 25,8%, όταν τέθηκαν σε εφαρμογή οι έλεγχοι το ποσοστό αυτό έφτασε το 24,9%, με μία ελαφριά πτώση κατά το πέρας των μηνών. Από τον Ιανουάριο του 2017 παρατηρείται μία μικρή αλλά σταθερή μείωση στο ποσοστό ανεργίας, φτάνοντας στο 21% (Ιούλιος) (data-Trading Economics).

Αρχές του 2015, η ιδιωτική κατανάλωση ήταν περίπου στο +3%, ενώ υπέστη πτώση με την εφαρμογή των κεφαλαιακών ελέγχων αγγίζοντας το -1,4% (Ιούλιος '15) και κατά τους πρώτους 9 μήνες των περιορισμών πήγε στο -2% (Μάρτιος του '16). Ακόμα, παρατηρήθηκε μείωση στις εξαγωγές, από +5% στις αρχές του έτους, τον Ιούλιο του '15 πήγε στο -8,8% και τους πρώτους μήνες του 2016 έφτασε στο -14,3% (έρευνα Eurobank, 2016). Η μείωση των εξαγωγών υπηρεσιών για το 2016 αποδίδεται τόσο στη μείωση των εσόδων από τη ναυτιλία, εξαιτίας και των συνεχιζόμενων επιπτώσεων από τους κεφαλαιακούς περιορισμούς, όσο και στην υποχώρηση των τουριστικών εισπράξεων, η οποία συνδέεται κυρίως με τη μείωση των ξενοδοχειακών τιμών. Παράλληλα, διαπιστώθηκε μία κατακόρυφη πτώση στις εισαγωγές, το 1ο εξάμηνο του

2015 από +10% (Ιανουάριος '15) στο -20,1% (Ιούλιος '15) και το 1ο τρίμηνο του του '16 οι εισαγωγές έφθασαν στο -11,5% (data-ΕΛΣΤΑΤ).

Στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων, το 2016 οι υποχρεώσεις των κατοίκων έναντι του εξωτερικού, οι οποίες αντιπροσωπεύουν εισροή άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα από μη κατοίκους, παρουσίασαν άνοδο κατά 2,8 δισ. ευρώ (1,6% του ΑΕΠ), από τα οποία το 40% αντιστοιχεί σε συγχωνεύσεις και εξαγορές. Το 1ο τετράμηνο του '17 η σχετική εισροή έφθασε τα 1,3 δισ. ευρώ και αντιπροσωπεύει κυρίως επενδύσεις σε νέες μετοχές και χορήγηση δανείων.

Συμπερασματικά, η πιστωτική ασφυξία στο τέλος του Α' εξαμήνου του 2015 και η αδυναμία αποπληρωμής του χρέους, αποτέλεσαν τις βασικές αιτίες για την μεγέθυνση της οικονομικής κρίσης στη χώρα και την επιβολή των κεφαλαιακών περιορισμών στις συναλλαγές. Ωστόσο, η χαλάρωση των ελέγχων κεφαλαίου αποτελεί μέρος της συμφωνίας μεταξύ Ελλάδας και πιστωτών, προκειμένου να βοηθήσει την οικονομία να ανακάμψει.

2.5.4 Στρατηγική απελευθέρωσης των κεφαλαιακών ελέγχων

Η επιβολή των ελέγχων ήταν μια αναγκαία και επείγουσα παρέμβαση με σκοπό την αντιμετώπιση της αβεβαιότητας, που οδήγησε σε μεγάλη εκροή κεφαλαίων, διασφαλίζοντας έτσι τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Από την εφαρμογή τους μέχρι και σήμερα, καθώς η αβεβαιότητα υποχωρεί, υπάρχει μία σταδιακή χαλάρωση στους ελέγχους ώστε να διευκολυνθεί η λειτουργία των επιχειρήσεων. (Εκθεση της Τράπεζα της Ελλάδος, 2017)

Οι περιορισμοί σταδιακά χαλαρώνουν ένα χρόνο μετά την επιβολή των ελέγχων (Ιούλιος 2016). Μερικές από αυτές τις αλλαγές αφορούν αύξηση του μέγιστου ορίου ανάληψης μετρητών εβδομαδιαίως ανά καταθέτη, αύξηση του ορίου ανάληψης μετρητών για τα κεφάλαια που μεταφέρονται από το εξωτερικό, 100% ανάληψη μετρητών για κεφάλαια που έχουν πιστωθεί σε μετρητά από τις 22 Ιουλίου 2016 και μετά, πρόωρη εξόφληση του δανείου (εν μέρει ή εξ ολοκλήρου, χωρίς εξαιρέσεις).

Το 2017 η Τράπεζα της Ελλάδος και το υπουργείο Οικονομικών ήταν σε θέση να παρουσιάσουν έναν οδικό χάρτη για την ελάφρυνση των κεφαλαιακών περιορισμών. Οι προϋποθέσεις για την ελάφρυνση των ελέγχων κεφαλαίου είναι η επιστροφή

καταθέσεων στις ελληνικές τράπεζες, η μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η πρόσβαση της χώρας στις χρηματαγορές, η ένταξη της Ελλάδας στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ και η εξόφληση του κρατικού χρέους.

Έτσι, από 1η Σεπτεμβρίου του 2017 έγινε περαιτέρω χαλάρωση των περιορισμών στους ελέγχους κεφαλαίων με σωρευτική ανάληψη ποσού (1.800€) ανά μήνα και δυνατότητα ανάληψης 840 € ανά 14 ημέρες. Επίσης, επιτρέπεται άνοιγμα λογαριασμού κάτω από ορισμένες συνθήκες και μεταφορά ποσού στο εξωτερικό από ναυτιλιακές εταιρείες.

Παρόλο που οι έλεγχοι κεφαλαίων που ισχύουν σήμερα είναι σαφώς πιο χαλαροί, εξακολουθούν να προκαλούν προβλήματα. Η ύπαρξη πολιτικών που παραβιάζουν τη βασική ευρωπαϊκή αρχή της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων δεν παύει να αποτελεί πηγή αβεβαιότητας που επηρεάζει αρνητικά τις επενδυτικές αποφάσεις (Εκθεση της Τράπεζα της Ελλάδος, 2017).

Συνεπώς, είναι απαραίτητο να συνεχιστεί η πορεία που τελικά θα οδηγήσει στην άρση όλων των εναπομενόντων κεφαλαιακών ελέγχων. Τα βήματα προς αυτή την κατεύθυνση θα πρέπει να ακολουθηθούν με τη βελτίωση του κλίματος της αγοράς και της εμπιστοσύνης των καταθετών στο τραπεζικό σύστημα.

2.6 Ανακεφαλαίωση

Η επιβολή περιορισμών στις ροές κεφαλαίων αποτελεί ένα εργαλείο για την αντιμετώπιση της κρίση των σύγχρονων οικονομιών. Οι λόγοι για τους οποίους εφαρμόζονται οι έλεγχοι, οι ίδιοι οι περιορισμοί καθώς και οι επιπτώσεις τους στην οικονομία διαφέρουν ανά περίπτωση χώρας και αυτός είναι ο λόγος που κάθε περίπτωση πρέπει να μελετάτε ξεχωριστά. Ωστόσο, όλες οι μελέτες των ελέγχων κεφαλαίου υποφέρουν από το πρόβλημα ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων σπάνια υλοποιούνται χωρίς άλλες πρόσθετες πολιτικές. Ως εκ τούτου, είναι αρκετά δύσκολο να διεξαχθούν τα αποτελέσματα αυτών παρά μόνο σε συνδυασμό με το υπόλοιπο πακέτο στρατηγικής, με αποτέλεσμα να διχάζει τις απόψεις των οικονομολόγων ως προς την επίτευξη των στόχων εφαρμογής τους.

Κεφάλαιο 3

Εμπειρική μελέτη των capital controls στην Ισλανδία και επιπτώσεις στις Άμεσες Ξένες επενδύσεις

3.1 Εισαγωγή

Η σχέση μεταξύ των δεικτών των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και των επιπτώσεων στις άμεσες ξένες επενδύσεις αποτελεί ένα ελκυστικό πεδίο έρευνας και προσοχής οικονομολόγων εξαιτίας της σημαντικότητας των ΑΞΕ για την ανάπτυξη μιας χώρας σε περιόδους έντονης μεταβλητότητας και αναταράξεων στις χρηματοοικονομικές αγορές. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται η εμπειρική μελέτη και η ανάλυση αυτής της σχέσης.

3.2 Ανάλυση δεδομένων

Στο κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνεται η παρουσίαση και ανάλυση των δεδομένων και κάποια στοιχεία που προκύπτουν από την ανάλυση αυτή και παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

- Πίνακας με μεταβλητές – Ερμηνείες

Με στόχο τη διερεύνηση των επιπτώσεων της εφαρμογής των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία μιας χώρας θα χρησιμοποιήσουμε μεταβλητές όπως είναι οι Άμεσες ξένες επενδύσεις, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, οι εξαγωγές, η ανεργία και η κατανάλωση. Επίσης, ένα σύνολο δεδομένων³³ που αφορούν δείκτες συνολικών περιορισμών στις εισροές και στις εκροές. Τα δεδομένα αυτά – οι δείκτες και³⁴, kao³⁵ - έχουν χρησιμοποιηθεί στο "Capital Control Measures: A New Dataset" (Fernández,

³³ Τα δεδομένα μπορούν να χρησιμοποιηθούν ελεύθερα και χωρίς περαιτέρω άδειες, εφόσον γίνεται ρητή αναφορά στο σχετικό έγγραφο ("Capital Control Measures: A New Dataset", 2015).

³⁴=average (eqi+boi+mimi+cii+dei+cci+fci+gsi+dii+rei)

³⁵=average (eqo+boo+mmo+cio+deo+cco+fco+gso+dio+reo)

Klein, Rebucci, Schindler and Uribe (2015)) και αντικατοπτρίζουν την ερμηνεία και την κωδικοποίηση των πληροφοριών από το Annual Report of Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) για τα έτη 1996-2013.

Πίνακας 3.1: Επεξήγηση μεταβλητών

Μεταβλητές	Ερμηνείες
ΑΞΕ	Άμεσες Ξένες Επενδύσεις
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
Και	Δείκτης συνολικών περιορισμών στις εισροές
Καο	Δείκτης συνολικών περιορισμών στις εκροές
Εξαγωγές	Εξαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών
Ανεργία	Ανεργία ως προς το εργατικό δυναμικό
Κατανάλωση	Τελική καταναλωτική δαπάνη

Στη συνέχεια ακολουθεί ο πίνακας 3.2 με στατιστικά στοιχεία δείγματος 20 χωρών της Ευρώπης αλλά και της Λατινικής Αμερικής που υπολογίστηκαν σε φύλλο excel, καταλήγοντας στην ελάχιστη, μέγιστη και μέση τιμή καθώς και την τυπική απόκλιση για κάθε μία από τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν. Τα αποτελέσματα της έρευνας αναφέρονται στην 10ετία από το 2004-2013.

Πίνακας 3.2: Στατιστικά στοιχεία δείγματος 20 χωρών με cc (2004-2013)

Μεταβλητές	N	Ελάχιστη τιμή (min)	Μέγιστη τιμή (max)	Μέση τιμή	Τυπική απόκλιση (stdev)
ΑΞΕ (εισροές)	20	-24,93	101,16	9,88	19,64
ΑΞΕ (εκροές)	20	-16,13	146,65	4,23	23,70
Kai	20	0,00	0,90	0,28	0,29
Kao	20	0,00	1,00	0,39	0,33
ΑΕΠ	20	12,89	2616,00	358,01	629,10
Εξαγωγές	20	3,23	761,06	103,28	184,26
Κατανάλωση	20	9,81	2065,00	272,17	490,87
Ανεργία	20	0.58	27.47	7.59	4.40

Πηγή: Worldbank, Tradingeconomics, "Capital Control Measures: A New Dataset"

Σημείωση: Για τις μεταβλητές kai και kao το '1' υποδεικνύει την ύπαρξη ειδικών περιορισμών, ενώ το '0' δείχνει ότι δεν υπάρχουν περιορισμοί.

➤ Πίνακας και διαγράμματα για την περίπτωση της Ισλανδίας

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται οι μεταβλητές της Ισλανδίας για τη δεκαετία 2004-2013 συγκεντρωμένοι σε έναν πίνακα, καθώς και ξεχωριστά για κάθε μεταβλητή σε διαγράμματα που αποτυπώνουν την πορεία των αριθμητικών δεδομένων ανά έτος.

Πίνακας 3.3: Παρουσίαση μεταβλητών για την Ισλανδία ανά έτος (2004-2013)

Έτος	ΑΞΕ (εισροές)	ΑΞΕ (εκροές)	kai	kao	ΑΕΠ	Εξαγωγές	Κατανάλωση	Ανεργία
2004	0,56	2,18	0,25	0,15	13,70	3,23	11,06	4,03
2005	2,64	5,99	0,25	0,20	16,69	4,42	13,78	2,55
2006	3,19	4,77	0,25	0,20	17,04	5,86	13,38	2,83
2007	3,13	10,58	0,25	0,20	21,30	7,99	16,90	2,25
2008	-0,22	-2,64	0,25	0,20	17,64	6,46	13,47	2,95
2009	-0,38	2,46	0,90	0,80	12,89	4,71	9,81	7,22
2010	-0,09	-1,26	0,90	0,90	13,26	5,12	10,07	7,56
2011	0,14	0,45	0,90	0,90	14,68	6,53	11,22	7,03
2012	0,24	-5,32	0,90	0,90	14,22	6,06	11,08	6,00
2013	0,47	0,53	0,90	0,90	15,48	9,66	11,86	5,38

Πηγή: Worldbank, Tradingeconomics, "Capital Control Measures: A New Dataset"



Διάγραμμα 3.1: Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (εισροές) στην Ισλανδία (2004-2013)



Διάγραμμα 3.2: Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (εκροές) στην Ισλανδία (2004-2013)

Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (Foreign Direct Investment) είναι οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις σε επιχειρήσεις της εγχώριας αγοράς από επενδυτές (φυσικό ή νομικό πρόσωπο) των οποίων η έδρα βρίσκεται στην αγορά ξένης χώρας.

Οι Άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές/εκροές) λίγους μήνες πριν την επιβολή των περιορισμών (2007-2008) και κατά τη διάρκεια της κρίσης παρουσιάζουν κατακόρυφη μείωση. Γενικότερα, όσον αφορά το χρονικό διάστημα μελέτης μας, η γραμμή τάσης είναι αρνητική. Από το 2009 μέχρι και το 2013 στις ΑΞΕ των εισροών παρατηρείται

μία σταθερά αυξανόμενη τάση, αλλά με μικρή ένταση, ενώ η αντίστοιχη μεταβλητή στις εκροές, κατά την ίδια χρονική περίοδο, φαίνεται να είναι ασταθής. Το 2012 παρουσιάζει την χαμηλότερη τιμή (αρνητική) και στη συνέχεια έχει ανοδική πορεία, με την υψηλότερη να φτάνει τα \$ 530 εκ., το 2013.



Διάγραμμα 3.3: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν στην Ισλανδία (2004-2013)

Το Ακαθάριστο εγχώριο προϊόν της Ισλανδίας είναι στη μέγιστη τιμή το 2007, αλλά από εκείνη τη χρονική στιγμή μέχρι και το 2009 παρουσιάζει απότομη καθοδική πορεία φτάνοντας τα \$ 12,9 δισ. στη συνέχεια και σύμφωνα με τα δεδομένα και το γράφημα παρουσιάζει μία μικρή αύξηση, η οποία συνεχίζεται μέχρι και το 2013.

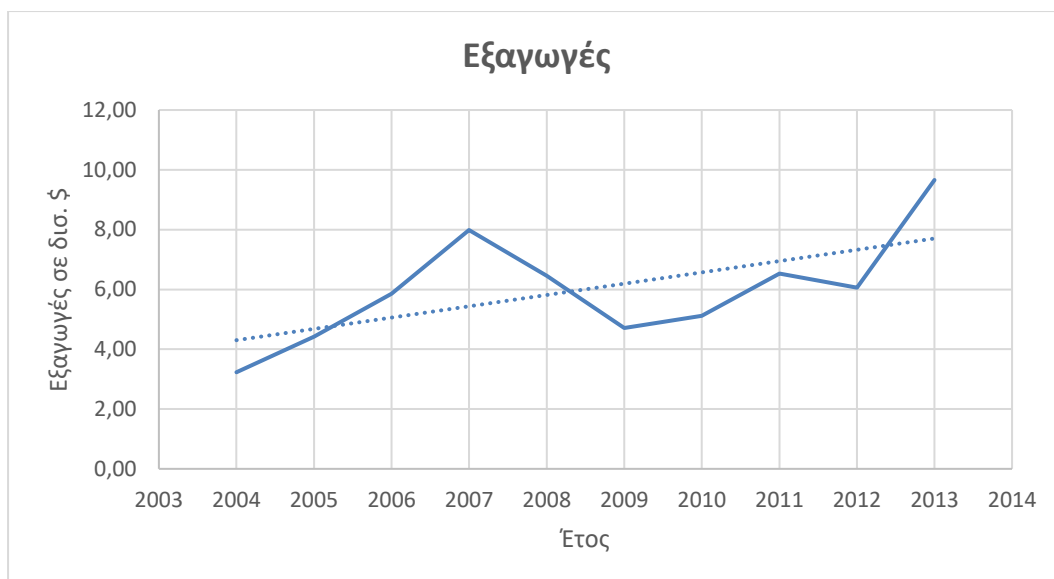


Διάγραμμα 3.4: Δείκτης συνολικών περιορισμών (εισροές) στην Ισλανδία (2004-2013)



Διάγραμμα 3.5: Δείκτης συνολικών περιορισμών (εκροές) στην Ισλανδία (2004-2013)

Η πορεία των δεικτών συνολικών περιορισμών στις εισροές αλλά και τις εκροές κινούνται σχεδόν παράλληλα, στα ίδια επίπεδα. Μέχρι τη μεγάλη κρίση της Ισλανδίας οι τιμές κυμαίνονται στο 0,25 και 0,20, αντίστοιχα. Από το 2008, όπου εφαρμόζονται περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων οι δείκτες αγγίζουν το 0,90. Στα μέσα του 2017 αποσύρθηκαν και οι τελευταίοι περιορισμοί ως ένδειξη βελτίωσης της οικονομίας, γεγονός που συνεπάγεται και την μείωση των δεικτών συνολικών περιορισμών.



Διάγραμμα 3.6: Εξαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών στην Ισλανδία (2004-2013)

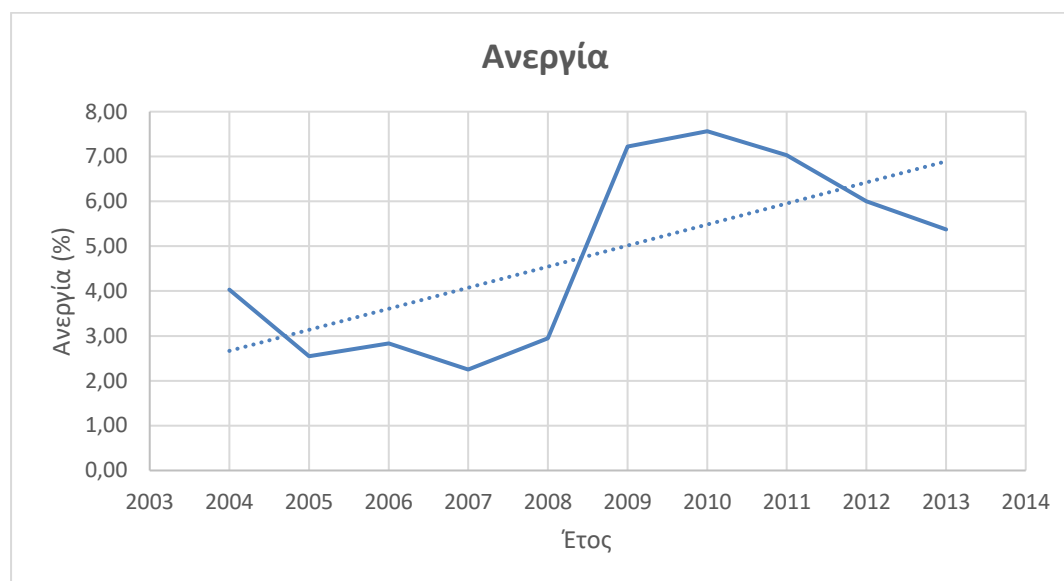
Οι εξαγωγές έδειχναν να έχουν αυξητική τάση μέχρι τα πρώτα σημάδια της κρίσης (2007). Το επόμενο χρονικό διάστημα παρατηρήθηκε μείωση σχεδόν κατά 50% των εξαγωγών, ενώ από το 2009 φαίνεται να υπάρχει και πάλι αύξηση με υψηλότερη τιμή των τελευταίων 10 ετών (σύμφωνα με τη χρονική περίοδο της μελέτης) να αγγίζει σχεδόν τα \$ 10 δισ. (2013). Κατά τη δεκαετία αυτή παρατηρούμε ότι η γραμμή τάσης είναι ανοδική.



Διάγραμμα 3.7: Τελική καταναλωτική δαπάνη στην Ισλανδία (2004-2013)

Η τελική καταναλωτική δαπάνη στην Ισλανδία, παρομοίως με τις παραπάνω μεταβλητές, μέχρι το πρώτο διάστημα της οικονομικής κρίσης έχει ανοδική πορεία, τα δύο επόμενα έτη φαίνεται να μειώνεται, παράλληλα με την εισαγωγή των περιορισμών

στις ροές κεφαλαίων. Από το 2009 μέχρι και το 2013, η κατανάλωση αυξάνεται με πολύ χαμηλή ένταση, πλησιάζοντας τα επίπεδα του 2004-2005.



Διάγραμμα 3.8: Ανεργία ως προς το εργατικό δυναμικό στην Ισλανδία (2004-2013)

Ανοδική φαίνεται να είναι η γραμμή τάσης της ανεργίας, καθώς ξεσπά η οικονομική κρίση στην Ισλανδία, αποτυπώνοντας έτσι την γενικότερη ύφεση που επικρατεί από το 2008 έως το 2009. Το ποσοστό ανεργίας είναι στο ελάχιστο σημείο (2,25%) το 2007, ενώ το μέγιστο εμφανίζεται το 2009, όπου το πρώτο έτος εφαρμογής των περιορισμών φαίνεται να επηρεάζει αρνητικά την ανεργία. Από το 2010-2013 εμφανίζεται μία μικρή αλλά σταθερή πτώση της ανεργίας κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες.

3.3 Μέθοδος ελάχιστων τετραγώνων (ols)

Η παλινδρόμηση είναι μια ευρέως χρησιμοποιούμενη στατιστική τεχνική μοντελοποίησης για την έρευνα της συσχέτισης μεταξύ μίας εξαρτώμενης μεταβλητής και μιας ή περισσότερων ανεξάρτητων μεταβλητών

Ένα μοντέλο παλινδρόμησης συσχετίζει το Y σε μία συνάρτηση παλινδρόμησης των X και β . $Y \sim F(X, \beta)$. Ο συνήθης φορμαλισμός είναι $E(Y|X) = f(X, \beta) = f(X, \beta)$.

Ανεξάρτητα, όμως, από τους λόγους για τους οποίους η μελέτη της σχέσης δύο ή περισσότερων μεταβλητών είναι χρήσιμη, το πρώτο βήμα για να πραγματοποιηθεί η μελέτη αυτή είναι η κατασκευή μιας μαθηματικής εξίσωσης (μοντέλου) που περιγράφει τη φύση της σχέσης που υφίσταται μεταξύ των υπό μελέτη μεταβλητών.

Μας ενδιαφέρει να μελετήσουμε πώς μεταβάλλεται μια τυχαία μεταβλητή Y σε σχέση με μια - ή περισσότερες - μεταβλητές X_1, X_2, \dots, X_n των οποίων ο ερευνητής μπορεί να επιλέξει τις τιμές. Αν το μοντέλο που εξετάζουμε είναι τέτοιας μορφής που η τυχαία μεταβλητή Y είναι γραμμική συνάρτηση των παραμέτρων του μοντέλου τότε μιλάμε για ένα γραμμικό μοντέλο (linear model). Η απλούστερη μορφή τέτοιας σχέσης είναι η $Y = \alpha + \beta X$, όπου α και β είναι σταθερές. Επίσης:

- Το β δηλώνει τις άγνωστες παραμέτρους συσχέτισης (διάνυσμα).
- Το X δηλώνει τις ανεξάρτητες μεταβλητές (διάνυσμα).
- Το Y δηλώνει την εξαρτώμενη μεταβλητή.

1. Περιγραφή μοντέλου

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε για την εκτίμηση των παραμέτρων α και β ονομάζεται μέθοδος των ελάχιστων τετραγώνων (ols) ή μέθοδος του Gauss (least-squared method). Η μέθοδος αυτή περιγράφεται για πρώτη φορά από το Γερμανό μαθηματικό Gauss που χρησιμοποίησε την αρχή των ελάχιστων τετραγώνων πριν το 1794 και θεωρείται εφευρέτης αυτής.

Η σημαντικότερη εφαρμογή της μεθόδου των ελάχιστων τετραγώνων είναι στην τοποθέτηση και ανάλυση δεδομένων. Τα ελάχιστα τετράγωνα συνδυάζονται με την ελαχιστοποίηση του αθροίσματος των τετραγώνων των καταλοίπων (όπου κατάλοιπο είναι το μη ερμηνευτικό μέρος $\hat{\epsilon}_i = y_i - \hat{y}_i$, δηλαδή η διαφορά δύο παρατηρούμενων τιμών).

Επομένως, η μέθοδος αυτή συνίσταται στον προσδιορισμό των παραμέτρων α, β , έτσι ώστε να ελαχιστοποιείται το άθροισμα των τετραγώνων των κατακόρυφων αποστάσεων των σημείων (x_i, y_i) από την ευθεία $y = \alpha + \beta x$, δηλαδή το

$$\sum_{i=1}^v \epsilon_i^2 = \sum_{i=1}^v (y_i - \alpha - \beta x_i)^2$$

να είναι ελάχιστο.

Οι τιμές των παραμέτρων α και β , που ελαχιστοποιούν την παραπάνω σχέση, ονομάζονται εκτιμήτριες ελαχίστων τετραγώνων των συντελεστών γραμμικής παλινδρόμησης (least-squares estimators of the coefficients of linear regression), συμβολίζονται με $\hat{\alpha}$ και $\hat{\beta}$, αντιστοίχως.

Μοντέλο παλινδρόμησης

Στη συνέχεια θα χρειαστεί να εξετάσουμε το παρακάτω μοντέλο παλινδρόμησης (σχέση 1):

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_i + \beta_2 x_{2i} + \varepsilon_i$$

Το σφάλμα παρατηρείται κατά τέτοιο τρόπο ώστε (σχέση 2):

$$E [\varepsilon | X_1 = x_1, X_2 = x_2] = 0$$

Έχοντας τη (σχέση 1) και χρησιμοποιώντας την παρακάτω παλινδρόμηση (σχέση 3), σύμφωνα με το θεώρημα FWL (Frish/Waugh/Lovell):

$$E [Y | X_2 = x_2] = \beta_0 + \beta_1 E [X_1 | X_2 = x_2] + \beta_2 x_2 + E [\varepsilon | X_2 = x_2]$$

Και με το συνδυασμό της σχέσης 2 και της σχέσης 3 έχουμε (τη σχέση 4):

$$E [Y | X_2 = x_2] = \beta_0 + \beta_1 E [X_1 | X_2 = x_2] + \beta_2 x_2$$

Τέλος από τη σχέση 1 αφαιρούμε τη σχέση 4 και καταλήγουμε

$$(y_i - E [Y | X_2 = x_2]) = \beta_1 (x_{1i} - E [X_1 | X_2 = x_2]) + \varepsilon_i$$

Η τελευταία εξίσωση φανερώνει ότι η σχέση 2 μπορεί να προσδιορίσει την παράμετρο β_1 . Το συμπέρασμα αυτό είναι σημαντικό στη θεωρητική και εμπειρική εργασία, διότι επιτρέπει τη συσχέτιση μεταξύ διάφορων μερών που αναλύονται με βάση της επίδρασης του x_2 . Επίσης ο όρος $(x_{1i} - E [X_1 | X_2 =$

x_2] μπορεί να θεωρηθεί ως κατάλοιπο της παλινδρόμησης, της μεταβλητής X_1 για το σύνολο των χαρακτηριστικών της μεταβλητής X_2 .

2. Προσδιορισμός & εκτίμηση του μοντέλου

Εξετάζοντας το μοντέλο $y = X\beta + \varepsilon$

Παίρνουμε εκτιμήσεις και από τις δύο πλευρές της σχέσης:

$$E [X'y] = E [X'X] \beta + E [X'\varepsilon]$$

Υποθέτουμε ότι: $E(X'\varepsilon) = 0$

$$0 = E [X'(y - X\beta)] = E [X'y] - E [X'X] \beta$$

Δηλαδή, $E [X'X] \beta = E [X'y]$ και έχοντας ως δεδομένο ότι η $E [X'X]$ είναι αναστρέψιμη, προκύπτει η παρακάτω σχέση:

$$\beta = E [X'X]^{-1} E [X'y]$$

Σύμφωνα με τη μαθηματική αρχή της αναλογίας, η οποία δηλώνει ορισμένη μαθηματική σχέση μεταξύ δύο 'λόγων', η σχέση 4 προσφέρει μία σταθερή προσέγγιση των παραμέτρων όσον αφορά το μοντέλο της παλινδρόμησης. Εν τέλει καταλήγουμε στις ακόλουθη σχέση, η οποία εκπροσωπεί τους εκτιμητές της μεθόδου των ελάχιστων τετραγώνων (σχέση 5).

$$\hat{\beta} = [X'X]^{-1}X'y$$

Ξεκινώντας με τη σχέση 5 έχουμε:

$$\hat{\beta} = [X'X]^{-1}X'y = [X'X]^{-1}X'(X\beta + \varepsilon)$$

$$\hat{\beta} = [X'X]^{-1}[X'X]\beta + [X'X]^{-1}X'\varepsilon,$$

όπου $[X'X]^{-1}[X'X] = 1$

$$\hat{\beta} = \beta + [X'X]^{-1}X'\varepsilon,$$

Παίρνουμε εκτιμητές για την παραπάνω σχέση και έχουμε:

$$E(\hat{\beta}) = \beta + [X'X]^{-1}E(X'\varepsilon), \text{ όπου } E(X'\varepsilon) = 0 \text{ άρα } E(\hat{\beta}) = \beta$$

Έτσι αποδεικνύεται ότι το διάνυσμα της εκτίμησης $\hat{\beta}$ είναι αμερόληπτος εκτιμητής.

3. Εμπειρικά μοντέλα

Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι εξισώσεις στις οποίες στηρίζονται τα μοντέλα τα οποία θα χρησιμοποιηθούν για την απαιτούμενη μελέτη. Έτσι, η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται στην περίπτωση αυτή είναι οι άμεσες ξένες επενδύσεις και οι ανεξάρτητες είναι το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν, ο δείκτης συνολικών περιορισμών στις εισροές και στις εκροές, οι εξαγωγές, η κατανάλωση και η ανεργία.

Πίνακας 3.4: Μεταβλητές εξισώσεων

	Εξαρτημένη
ΑΞΕ (εισροές)	Άμεσες Ξένες Επενδύσεις
ΑΞΕ (εκροές)	Άμεσες Ξένες Επενδύσεις
	Ανεξάρτητες
ΑΕΠ	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν
Και	Δείκτης συνολικών περιορισμών στις εισροές
Καο	Δείκτης συνολικών περιορισμών στις εισροές
Εξαγωγές	Εξαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών
Κατανάλωση	Τελική καταναλωτική δαπάνη
Ανεργία	Ανεργία ως προς το εργατικό δυναμικό

Ακολουθώς είναι οι δύο εξισώσεις που θα χρησιμοποιηθούν στη μελέτη με βάση:

- τον δείκτη συνολικών περιορισμών στις εισροές (μοντέλο 1)

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5$$

$$Y = \alpha + \beta_1(\text{kai}) + \beta_2(\text{ΑΕΠ}) + \beta_3(\text{Εξαγωγές}) + \beta_4(\text{Κατανάλωση}) + \beta_5(\text{Ανεργία})$$

- τον δείκτη συνολικών περιορισμών στις εκροές (Μοντέλο 2)

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5$$

$$Y = \alpha + \beta_1(\text{kao}) + \beta_2(\text{ΑΕΠ}) + \beta_3(\text{Εξαγωγές}) + \beta_4(\text{Κατανάλωση}) + \beta_5(\text{Ανεργία})$$

3.4 Αποτελέσματα της έρευνας (με παλινδρόμηση)

Στο σημείο αυτό θα γίνει ανάλυση των στοιχείων που προέκυψαν από την επεξεργασία και τις μετρήσεις που πραγματοποιήθηκαν. Κύρια μέθοδος ανάλυσης αποτέλεσε η χρήση των ελάχιστων τετραγώνων με βάση τα παραπάνω δεδομένα. Η παρουσίαση και η ανάλυση θα γίνει για την Ισλανδία χρησιμοποιώντας το πρόγραμμα SPSS με ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης, καταλήγοντας στον πίνακα πολλαπλής παλινδρόμησης στον οποίο θα φανούν τα αποτελέσματα συγκεντρωτικά.

Χρησιμοποιήθηκαν μια σειρά από παραμέτρους (οικονομικά στοιχεία) που πιθανόν να επηρεάζουν τις άμεσες ξένες επενδύσεις της κάθε χώρας κατά την χρονική περίοδο 2004-2013. Να επισημάνουμε ότι το ΑΕΠ, οι εξαγωγές, η κατανάλωση και η ανεργία υπολογίστηκαν με τη μορφή λογαρίθμου για να αποφευχθούν μεγάλες διακυμάνσεις.

Έτσι στη συνέχεια ακολουθούν οι πίνακες και κάποια αξιοσημείωτα στοιχεία που προκύπτουν με τη χρήση του προγράμματος SPSS.

Εξίσωση του μοντέλου 1 για τις εισροές:**Πίνακας 3.5: Παρουσίαση μεταβλητών για το μοντέλο 1 στο spss**

	year	FDI_1	kai	GDP	exports	consumption	unemployment
1	2004	0,56	0,25	2,43	1,17	2,40	1,39
2	2005	2,64	0,25	2,62	1,49	2,62	0,93
3	2006	3,19	0,25	2,81	1,77	2,59	1,04
4	2007	3,13	0,25	2,84	2,08	2,83	0,81
5	2008	-0,22	0,25	3,06	1,87	2,60	1,08
6	2009	-0,38	0,90	2,87	1,55	2,28	1,98
7	2010	-0,09	0,90	2,56	1,63	2,31	2,02
8	2011	0,14	0,90	2,58	1,88	2,42	1,95
9	2012	0,24	0,90	2,69	1,80	2,41	1,79
10	2013	0,47	0,90	2,65	2,27	2,47	1,68

Πηγή: Worldbank, Tradingeconomics, "Capital Control Measures: A New Dataset"

Πίνακας 3.6: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για το μοντέλο (Descriptive Statistics)

	Mean	Std. Deviation	N
άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)	,9668	1,43003	10
δείκτης περιορισμών (εισροές)	,5750	,34258	10
ΑΕΠ	2,7110	,18406	10
εξαγωγές	1,7510	,31125	10
κατανάλωση	2,4930	,16694	10
Ανεργία	1,4670	,47258	10

Στον πίνακα 3.6 έχουν υπολογιστεί η μέση τιμή και η τυπική απόκλιση των μεταβλητών για τη δεκαετία που μελετάμε.

Πίνακας 3.7: Συσχέτιση μεταβλητών για το μοντέλο 1 (Correlations)

	άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)	δείκτης περιορισμών (εισροές)	ΑΕΠ	εξαγωγές	κατανάλωση	ανεργία
Pearson Correlation	1,000	-,658	,062	,103	,783	-,789
άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)						
δείκτης περιορισμών (εισροές)	-,658	1,000	-,235	,254	-,726	,930
ΑΕΠ	,062	-,235	1,000	,407	,403	-,353
εξαγωγές	,103	,254	,407	1,000	,397	-,050
κατανάλωση	,783	-,726	,403	,397	1,000	-,905
ανεργία	-,789	,930	-,353	-,050	-,905	1,000
Sig. (1-tailed)						
άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)		,019	,432	,388	,004	,003
δείκτης περιορισμών (εισροές)	,019		,257	,239	,009	,000
ΑΕΠ	,432	,257		,122	,124	,158
Εξαγωγές	,388	,239	,122		,128	,445
Κατανάλωση	,004	,009	,124	,128		,000
Ανεργία	,003	,000	,158	,445	,000	
N	10	10	10	10	10	10
άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)						
δείκτης περιορισμών (εισροές)	10	10	10	10	10	10
ΑΕΠ	10	10	10	10	10	10
Εξαγωγές	10	10	10	10	10	10
Κατανάλωση	10	10	10	10	10	10
Ανεργία	10	10	10	10	10	10

Ο συντελεστής του Pearson (r) είναι συντελεστής γραμμικής συσχέτισης και παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα διαπιστώνουμε ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές) και ο δείκτης περιορισμών στις εισροές έχουν υψηλό αρνητικό συντελεστή συσχέτισης, παρομοίως και με την ανεργία. Αντίθετα οι ΑΞΕ με την κατανάλωση έχουν αρκετά υψηλό θετικό συντελεστή συσχέτισης, ενώ μηδενικό με τις άλλες δύο μεταβλητές.

Πίνακας 3.8: Προβλεπτικές μεταβλητές για το μοντέλο 1 (Variables Entered/Removed)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ανεργία, εξαγωγές, ΑΕΠ, κατανάλωση, δείκτης περιορισμών (εισροές) ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

Σύμφωνα με τον πίνακα όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές εισάγονται με τη μέθοδο enter.

Πίνακας 3.9: Περίληψη μοντέλου για το μοντέλο 1 (Model Summary^b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,877 ^a	,769	,481	1,03069	2,192

a. Predictors: (Constant), ανεργία, εξαγωγές, ΑΕΠ, κατανάλωση, δείκτης περιορισμών (εισροές)

b. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)

Το R^2 είναι ένα τρόπος να ποσοτικοποιήσουμε πόσο σημαντικό είναι το μοντέλο μας και όσο περισσότερο πλησιάζουμε στο 1, τόσο το καλύτερο. Στον πίνακα Model Summary φαίνεται ότι το $R^2 = 0,769$, που σημαίνει ότι η διασπορά της y ερμηνεύεται κατά 77% από τη διασπορά του μοντέλου. Είναι σημαντικό ποσοστό, άρα είναι ένα χρήσιμο μοντέλο πρόβλεψης.

Πίνακας 3.10: Έλεγχος για το μοντέλο 1 (ANOVA^b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	14,156	5	2,831	2,665	,182 ^a
	Residual	4,249	4	1,062		
	Total	18,405	9			

a. Predictors: (Constant), ανεργία, εξαγωγές, ΑΕΠ, κατανάλωση, δείκτης περιορισμών (εισροές)

b. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)

Ακόμα, σημαντικός είναι η ανάλυση του πίνακα 3.9 και 3.10 από τους οποίους έχουμε πληροφορίες σχετικά με τη στατιστική σημαντικότητα και την προσαρμογή του μοντέλου 1 της παλινδρόμησης. Επομένως, επειδή $p = \text{Sig} = 0,182 < 0,05$ σημαίνει ότι το F δεν είναι μεγάλο (2,665) άρα η γραμμική παλινδρόμηση δεν είναι στατιστικά σημαντική. Επίσης, το R^2 και το F είναι οι δείκτες καλής προσαρμογής και εξαιτίας

του ότι το R^2 είναι 0,769 και το $p < 0,05$ σημαίνει ότι το μοντέλο έχει μέτρια προσαρμογή.

Πίνακας 3.11: Συντελεστές παλινδρόμησης για το μοντέλο 1 (Coefficients^a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	5,069	27,088		,187	,861	-70,140	80,278						
	Δείκτης περιορισμών (εισροές)	4,416	4,885	1,058	,904	,417	-9,146	17,977	-,658	,412	,217	,042	23,722	
	ΑΕΠ	-2,101	2,284	-,270	-,920	,410	-8,443	4,241	,062	-,418	-,221	,668	1,498	
	Εξαγωγές	-1,309	2,601	-,285	-,503	,641	-8,529	5,911	,103	-,244	-,121	,180	5,550	
	Κατανάλωση	3,276	9,106	,382	,360	,737	-22,005	28,557	,783	,177	,086	,051	19,575	
	Ανεργία	-4,649	4,836	-1,536	-,961	,391	-18,077	8,778	-,789	-,433	-,231	,023	44,254	

a. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)

Από τον πίνακα 3.11 λαμβάνουμε πληροφορίες για τις σταθερές α και β , οι οποίες εκφράζουν το μοντέλο πρόβλεψης που μας ενδιαφέρει, δηλαδή εκφράζουν τη σχέση μεταξύ των 2 μεταβλητών.

Ο πίνακας (coefficients) μας δίνει την εξίσωση της παλινδρόμησης ΑΞΕ (εισροές) $= 5,07 + 4,42$ και $- 2,1$ ΑΕΠ $- 1,31$ εξαγωγές $+ 3,28$ κατανάλωση $- 4,65$ ανεργία, είναι ο τύπος που εκφράζει τη σχέση μεταξύ των μεταβλητών.

Ενώ, τα Beta χρησιμεύουν στο να ταξινομήσουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές ως προς την ερμηνευτική τους ικανότητα. Έτσι, πρώτη μεταβλητή σε ερμηνευτική ικανότητα είναι η ανεργία (Beta= -1,536), ακολουθεί ο δείκτης περιορισμών (Beta=1,058), η κατανάλωση (Beta= 0,382), οι εξαγωγές (Beta= -0,285) και το ΑΕΠ (Beta= -0,270).

Πίνακας 3.12: Διαγνωστικά για το μοντέλο 1 (Collinearity Diagnostics^a)

Model Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions						
			(Constant)	δείκτης περιορισμών (εισροές)	ΑΕΠ	εξαγωγές	κατανάλωση	Ανεργία	
1	5,724	1,000	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00
2	,245	4,838	,00	,02	,00	,00	,00	,00	,00
3	,027	14,548	,00	,03	,00	,10	,00	,00	,02
4	,002	49,584	,00	,10	,86	,10	,01	,01	,05
5	,002	52,620	,01	,78	,01	,51	,02	,02	,30
6	8,332E-5	262,109	,99	,07	,13	,29	,97	,97	,63

a. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)

Πίνακας 3.13: Στατιστικά υπολείμματα για το μοντέλο 1 (Residuals Statistics^a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-,7518	2,9885	,9668	1,25413	10
Residual	-1,01246	1,58819	,00000	,68713	10
Std. Predicted Value	-1,370	1,612	,000	1,000	10
Std. Residual	-,982	1,541	,000	,667	10

a. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές)

Πίνακας 3.14: Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Ισλανδία (εξαρτημένη: ΑΞΕ-εισροές)

Μεταβλητές	B(tstat)
C	5,069 (0,187)
Δείκτης περιορισμών στις εισροές	4,416 (0,904)
ΑΕΠ	-2,101 (-0,920)
Εξαγωγές	-1,309 (-0,503)
Κατανάλωση	3,276 (0,360)
Ανεργία	-4,649 (-0,961)
	R²=0,769 Adj. R²=0,481

(επίπεδο σημαντικότητας t_{stat}=95%)

Ο παραπάνω πίνακας 3.14 περιλαμβάνει το B και t_{stat} κάθε μεταβλητής της πολλαπλής παλινδρόμησης για την Ισλανδία με βάση το μοντέλο 1. Επιπροσθέτως, μετά την ανάλυση των στοιχείων της με τη βοήθεια του προγράμματος spss, συμπεραίνουμε ότι το 48% της συνολικής διακύμανσης της μεταβλητής Άμεσες ξένες επενδύσεις (εισροές) εξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές, το οποίο θεωρείται μέτριο ποσοστό της διακύμανσης.

Εξίσωση του μοντέλου 2 για τις εκροές:

Πίνακας 3.15: Παρουσίαση μεταβλητών για το μοντέλο 2 στο spss

	year	FDI_2	kao	GDP	exports	consumption	unemployment
1	2004	2,18	0,15	2,43	1,17	2,40	1,39
2	2005	5,99	0,20	2,62	1,49	2,62	0,93
3	2006	4,77	0,20	2,81	1,77	2,59	1,04
4	2007	10,58	0,20	2,84	2,08	2,83	0,81
5	2008	-2,64	0,20	3,06	1,87	2,60	1,08
6	2009	2,46	0,80	2,87	1,55	2,28	1,98
7	2010	-1,26	0,90	2,56	1,63	2,31	2,02
8	2011	0,45	0,90	2,58	1,88	2,42	1,95
9	2012	-5,32	0,90	2,69	1,80	2,41	1,79
10	2013	0,53	0,90	2,65	2,27	2,47	1,68

Πηγή: Worldbank, Tradegeconomics, "Capital Control Measures: A New Dataset"

Πίνακας 3.16: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία για το μοντέλο 2 (Descriptive Statistics)

	Mean	Std. Deviation	N
άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)	1,7740	4,56126	10
δείκτης περιορισμών (εκροές)	,5350	,36519	10
ΑΕΠ	2,7110	,18406	10
Εξαγωγές	1,7510	,31125	10
Κατανάλωση	2,4930	,16694	10
Ανεργία	1,4670	,47258	10

Στον πίνακα 3.16 έχουν υπολογιστεί η μέση τιμή και η τυπική απόκλιση των μεταβλητών για τη δεκαετία που μελετάμε.

Πίνακας 3.17: Συσχέτιση μεταβλητών για το μοντέλο 2 (Correlations)

	άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)	δείκτης περιορισμών (εκροές)	ΑΕΠ	εξαγωγές	κατανάλωση	ανεργία
Pearson Correlation						
άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)	1,000	-,567	,048	,012	,643	-,627
δείκτης περιορισμών (εκροές)	-,567	1,000	-,240	,305	-,686	,909
ΑΕΠ	,048	-,240	1,000	,407	,403	-,353
εξαγωγές	,012	,305	,407	1,000	,397	-,050
κατανάλωση	,643	-,686	,403	,397	1,000	-,905
ανεργία	-,627	,909	-,353	-,050	-,905	1,000
Sig. (1-tailed)						
άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)		,044	,448	,486	,022	,026
δείκτης περιορισμών (εκροές)	,044		,252	,196	,014	,000
ΑΕΠ	,448	,252		,122	,124	,158
εξαγωγές	,486	,196	,122		,128	,445
κατανάλωση	,022	,014	,124	,128		,000
ανεργία	,026	,000	,158	,445	,000	
N						
άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)	10	10	10	10	10	10
δείκτης περιορισμών (εκροές)	10	10	10	10	10	10
ΑΕΠ	10	10	10	10	10	10
εξαγωγές	10	10	10	10	10	10
κατανάλωση	10	10	10	10	10	10
ανεργία	10	10	10	10	10	10

Παρατηρώντας το συντελεστή γραμμικής συσχέτισης Pearson (r) στον παραπάνω πίνακα διαπιστώνουμε ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές) και ο δείκτης περιορισμών στις εισροές έχουν υψηλό αρνητικό συντελεστή συσχέτισης, όπως και με την ανεργία. Αντίθετα οι ΑΞΕ με την κατανάλωση έχουν αρκετά υψηλό θετικό συντελεστή συσχέτισης, ενώ μηδενικό με τις άλλες δύο μεταβλητές. Η συσχέτιση των μεταβλητών του 2^{ου} μοντέλου παλινδρόμησης είναι παρόμοια με αυτή των μεταβλητών του πρώτου μοντέλου.

Πίνακας 3.18: Προβλεπτικές μεταβλητές για το μοντέλο 2 (Variables Entered/Removed)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ανεργία, εξαγωγές, ΑΕΠ, κατανάλωση, δείκτης περιορισμών (εκροές) ^a		Enter

a. All requested variables entered.

Σύμφωνα με τον πίνακα και στο 2^ο μοντέλο παλινδρόμησης όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές εισάγονται με τη μέθοδο enter.

Πίνακας 3.19: Περίληψη μοντέλου για το μοντέλο 2 (Model Summary^b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,727 ^a	,529	-,060	4,69699	2,761

a. Predictors: (Constant), ανεργία, εξαγωγές, ΑΕΠ, κατανάλωση, δείκτης περιορισμών (εκροές)

b. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)

Σύμφωνα με τον πίνακα 3.19 (Model Summary) φαίνεται ότι το $R^2 = 0,529$. Αυτό σημαίνει ότι η διασπορά της y ερμηνεύεται κατά 53% από τη διασπορά του μοντέλου. Είναι σχετικά σημαντικό ποσοστό αφού είναι πάνω από το μισό, άρα μπορεί να θεωρηθεί χρήσιμο μοντέλο πρόβλεψης.

Πίνακας 3.20: Έλεγχος για το μοντέλο 2 (ANOVA^b)

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	98,999	5	19,800	,897	,557 ^a
	Residual	88,247	4	22,062		
	Total	187,246	9			

a. Predictors: (Constant), ανεργία, εξαγωγές, ΑΕΠ, κατανάλωση, δείκτης περιορισμών (εκροές)

b. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)

Μελετώντας τους πίνακες 3.19 και 3.20 παρατηρούμε ότι $p = \text{Sig} = 0,557 > 0,05$ πράγμα που σημαίνει ότι το F δεν είναι μεγάλο (0,897), άρα η γραμμική παλινδρόμηση δεν είναι στατιστικά σημαντική. Επίσης, το R^2 και το F είναι οι δείκτες καλής προσαρμογής και εξαιτίας του γεγονότος ότι το R^2 είναι 0,529 και το $p > 0,05$ σημαίνει ότι το μοντέλο έχει μέτρια προσαρμογή.

Πίνακας 3.21: Συντελεστές παλινδρόμησης για το μοντέλο 2 (Coefficients^a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 (Constant)	-82,790	123,420		-,671	,539	-425,460	259,879					
δείκτης περιορισμών (εκροές)	-3,921	20,305	-,314	-,193	,856	-60,297	52,454	-,567	-,096	-,066	,045	22,430
ΑΕΠ	-3,768	10,692	-,152	-,352	,742	-33,454	25,919	,048	-,174	-,121	,633	1,580
Εξαγωγές	-4,908	12,566	-,335	-,391	,716	-39,796	29,980	,012	-,192	-,134	,160	6,240
Κατανάλωση	37,580	41,601	1,375	,903	,417	-77,923	153,083	,643	,412	,310	,051	19,675
Ανεργία	8,033	21,461	,832	,374	,727	-51,552	67,618	-,627	,184	,128	,024	41,961

a. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)

Ο πίνακας 3.21 (*coefficients*) δίνει την εξίσωση της παλινδρόμησης ΑΞΕ (εκροές) = -82,79 – 3,92 και – 3,77 ΑΕΠ – 4,91 εξαγωγές + 37,58 κατανάλωση + 8,03 ανεργία, είναι ο τύπος που εκφράζει τη σχέση μεταξύ των μεταβλητών.

Επίσης, πρώτη μεταβλητή σε ερμηνευτική ικανότητα είναι η κατανάλωση (Beta= 1,375), ακολουθεί η ανεργία (Beta= 0,832), οι εξαγωγές (Beta= -0,335), ο δείκτης περιορισμών (εκροές) (Beta= -0,314) και το ΑΕΠ (Beta= -0,152).

Πίνακας 3.22: Διαγνωστικά για το μοντέλο 2 (Collinearity Diagnostics^a)

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions					
				(Constant)	δείκτης περιορισμών (εκροές)	ΑΕΠ	εξαγωγές	κατανάλωση	Ανεργία
1	1	5,680	1,000	,00	,00	,00	,00	,00	,00
	2	,285	4,468	,00	,03	,00	,00	,00	,00
	3	,031	13,568	,00	,04	,00	,07	,00	,03
	4	,002	48,352	,01	,20	,37	,13	,03	,07
	5	,002	54,083	,00	,67	,54	,57	,00	,26
	6	8,325E-5	261,211	,99	,07	,09	,23	,97	,65

a. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)

Πίνακας 3.23: Στατιστικά υπολείμματα για το μοντέλο 2 (*Residuals Statistics^a*)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-2,7613	8,3735	1,7740	3,31661	10
Residual	-4,97696	5,22127	,00000	3,13132	10
Std. Predicted Value	-1,367	1,990	,000	1,000	10
Std. Residual	-1,060	1,112	,000	,667	10

a. Dependent Variable: άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές)

Πίνακας 3.24: Πολλαπλή παλινδρόμηση για την Ισλανδία (*εξαρτημένη: ΑΞΕ-εκροές*)

Μεταβλητές	B(t _{stat})
C	-82,790 (-0,671)
Δείκτης περιορισμών στις εκροές	-3,921 (-0,193)
ΑΕΠ	-3,768 (-0,352)
Εξαγωγές	-4,908 (-0,391)
Κατανάλωση	37,580 (0,903)
Ανεργία	8,033 (0,374)
	$R^2=0,529$ $Adj. R^2=-0,060$

(επίπεδο σημαντικότητας t_{stat}=95%)

Όπως και στο μοντέλο 1 της παλινδρόμησης, έτσι και στον πίνακα 3.14 αποτυπώνεται το B και το t_{stat} κάθε μεταβλητής της πολλαπλής παλινδρόμησης για την Ισλανδία με βάση το μοντέλο 2. Επιπροσθέτως, με τα στοιχεία της ανάλυσης που εξήγαμε με τη βοήθεια του προγράμματος spss, συμπεραίνουμε ότι το 6% της συνολικής διακύμανσης της μεταβλητής Άμεσες ξένες επενδύσεις (εκροές) εξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές, το οποίο θεωρείται χαμηλό ποσοστό της διακύμανσης.

3.5 Ανακεφαλαίωση

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται και αναλύονται αριθμητικά δεδομένα ώστε να γίνει μελέτη της οικονομίας της Ισλανδίας. Με τη χρήση πινάκων και διαγραμμάτων φαίνεται η πορεία των μεταβλητών κατά την περίοδο μιας δεκαετίας. Ακόμα, περιγράφεται το μοντέλο και η μέθοδος εκτίμησής του. Χρησιμοποιούνται μεταβλητές μεταξύ των οποίων είναι οι Άμεσες ξένες επενδύσεις και οι δείκτες συνολικών περιορισμών και μέσα από εμπειρική ανάλυση που γίνεται με τη βοήθεια παλινδρόμησης στο spss εξάγουμε συμπεράσματα για την σχέση των μεταβλητών.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα μελέτη παρουσιάζει ενδιαφέρον ως προς την εφαρμογή και τη χρησιμότητα των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. Το οικονομικό αυτό μέτρο είναι ένα εργαλείο το οποίο χρησιμοποιείται για τη ρύθμιση των εισροών και εκροών κεφαλαίου. Η αντίληψη για το μέτρο αυτό έχει αλλάξει αρκετές φορές κατά την νεότερη ιστορία, γεγονός που ακόμα και σήμερα προκαλεί συγκρούσεις απόψεων για τις επιπτώσεις των περιορισμών στην οικονομία των χωρών που το επιλέγουν.

Η επιβολή των περιορισμών δε βασίζεται σε ένα κοινό μοντέλο ελέγχων, διαφοροποιείται τόσο στους κανόνες που το διέπουν όσο στην αποτελεσματικότητα και την επιτυχία. Αυτός είναι και ο λόγος που η βιβλιογραφική ανασκόπηση των ελέγχων κεφαλαίου, σε πολλές διαφορετικές περιπτώσεις χωρών, αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της μελέτης. Έτσι, υπάρχουν χώρες στις οποίες επιβάλλονται περιορισμοί στις εισροές, όπως φόρος επί των ξένων επενδύσεων, και χώρες με περιορισμούς στις εκροές χρημάτων, για παράδειγμα στην ανάληψη μετρητών και στη μεταφορά χρημάτων στο εξωτερικό.

Η εφαρμογή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων πραγματοποιείται για την επιδίωξη σταθερής τιμής συναλλάγματος και ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής. Το γεγονός ότι θυσιάζεται η ελεύθερη ροή κεφαλαίων και αναλόγως την κάθε περίπτωση έχει ως αποτέλεσμα άλλοτε θετικές και άλλοτε αρνητικές συνέπειες για την εκάστοτε χώρα. Έτσι, οι έλεγχοι κεφαλαίων έχουν τη δυνατότητα να συνεισφέρουν στην υποστήριξη ενός αδύναμου χρηματοπιστωτικού συστήματος, να σταθεροποιήσουν τις ροές κεφαλαίων και να αποτελέσουν μέτρο μακροπρόθεσμης προληπτικής πολιτικής ή και μέρος για την αντιμετώπιση μιας οικονομικής κρίσης. Στον αντίποδα, οι περιορισμοί αυτοί έχουν χαρακτηριστεί ως η έσχατη λύση λόγω των πολύπλευρων αρνητικών επιπτώσεων που επιφέρουν, με κύρια αυτή της δυσχέρειας κίνησης διεθνών ροών κεφαλαίου. Συνέπειες αυτής αποτελούν η μειωμένη πρόσβαση σε ξένα κεφάλαια και γενικότερα η μικρή ικανότητα της χώρας να δέχεται πολύπλευρα οφέλη.

Με τη μελέτη χωρών στις οποίες έχουν εφαρμοστεί περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων καταλήγουμε στην ανάλυση αρκετών συνεπειών. Στις περισσότερες από τις

χώρες της Λατινικής Αμερικής έχει χρειαστεί να αντιμετωπίσουν καταστάσεις οικονομικής πίεσης με τη βοήθεια των ελέγχων κεφαλαίου. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της Βραζιλίας που θέλησε να μετριάσει τη μεγάλη ύφεση στην οποία βρίσκεται τα τελευταία χρόνια και να καταπολεμήσει την ανατίμηση του εθνικού νομίσματος θέτοντας ελέγχους στις εισροές κεφαλαίου. Στην περίπτωση αυτή φαίνεται πως δεν επετεύχθη ο επιδιωκόμενος σκοπός, ενώ λόγω των αρκετών εναλλασσόμενων ελέγχων, διαπιστώθηκε μεγάλο ποσοστό δαπανών. Μία ακόμη μεγάλη οικονομία της Λ. Αμερικής, η Αργεντινή, αναγκάστηκε να ακολουθήσει παρόμοιο δρόμο για την αντιμετώπιση της κρίσης και τον περιορισμό των ροών κεφαλαίου. Η προσπάθεια αυτή εν μέρει επετεύχθη, όσον αφορά τη μείωση στις κερδοσκοπικές βραχυπρόθεσμες επενδύσεις και τη μερική οικονομική σταθερότητα, ενώ απέτυχε στο να αποφευχθεί η υποτίμηση του νομίσματος καθώς και η πτώση στα διεθνή συναλλαγματικά διαθέσιμα.

Η πρώτη χώρα της Ευρώπης που επηρεάστηκε από την κρίση του 2008 έγινε η Ισλανδία, η οποία εισήγαγε ελέγχους στην εκροή κεφαλαίων για την αποφυγή μαζικής φυγής κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή θεωρήθηκε, από ντόπιους οικονομολόγους ότι το ΔΝΤ δεν ήταν σε θέση να προσφέρει ρεαλιστική λύση για την αντιμετώπιση της κρίσης σε μία σύγχρονη ανεπτυγμένη οικονομία, όπως η Ισλανδία. Με αποτέλεσμα να προκληθούν σημαντικές οικονομικές ζημιές αλλά και να επηρεάσει αρνητικά τη μετανάστευση, σε σημείο που ξεπερνά τις αντιλήψεις μιας δημοκρατικής χώρας. Αντιθέτως, σύμφωνα με ξένους οικονομολόγους και ανώτατους εκπρόσωπους του ΔΝΤ, οι έλεγχοι είχαν θετικές επιπτώσεις όσον αφορά στην σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και τη διασφάλιση του μεσοπρόθεσμου ισοζυγίου πληρωμών. Επίσης, η στρατηγική αυτή έδωσε την ευκαιρία στην κυβέρνηση να ξεκαθαρίσει την κατάσταση στον τραπεζικό τομέα. Το τελευταίο διάστημα η Ισλανδία φαίνεται να έχει μια αξιοσημείωτη ανάκαμψη στο ρυθμό ανάκαμψης, την ανεργία, τον πληθωρισμό αλλά και τον τουρισμό, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ροή του συναλλάγματος.

Στη συνέχεια ερευνήθηκε η πρώτη χώρα της ευρωζώνης, η Κύπρος, η οποία λόγω της κακής διαχείρισης του τραπεζικού συστήματος αποτέλεσε άλλη μία πλούσια οικονομία στην οποία επιβλήθηκαν περιορισμοί. Η Κύπρος, όπως και η Ισλανδία προσπάθησε να διατηρήσει ένα τραπεζικό σύστημα πολύ μεγαλύτερο από εκείνο που θα μπορούσε να ελέγξει υπό δύσκολες συνθήκες. Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι όμως

εφαρμόστηκαν παράλληλα με πολλές ακόμα ενέργειες για την αντιμετώπιση της κρίσης, γεγονός που καθιστά αρκετά δύσκολο να εντοπιστούν οι επιπτώσεις τους. Εν τούτοις, φαίνεται να επηρέασαν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα, των μεγάλων αλλά και έμμεσα των μικρών επιχειρήσεων, και οδήγησαν σε συρρίκνωση της οικονομίας σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο. Σε αντίθεση με πολλές άλλες περιπτώσεις, αυτή της Κύπρου αποδεικνύεται επιτυχημένη στο γεγονός ότι η άρση των ελέγχων έγινε στα πλαίσια προγραμματισμού της καθώς και ότι επιτεύχθηκαν οι στόχοι της εφαρμογής τους, όπως αποδείχτηκε, με μικρές αρνητικές συνέπειες.

Μία ακόμα περίπτωση μελέτης αποτελεί αυτή της Ελλάδας, η οποία οδηγήθηκε σε προγράμματα διάσωσης λόγω της μεγάλης κρίσης που με τη σειρά τους οδήγησαν στην εφαρμογή κεφαλαιακών ελέγχων, για τον περιορισμό της εκροής κεφαλαίων λόγω της μεγάλης αβεβαιότητας. Οι επιπτώσεις ήταν άμεσες και αρνητικές για την επιχειρηματική δραστηριότητα, την κατανάλωση και τις εξαγωγές, αλλά με θετικό πρόσημο για την πάταξη της φοροδιαφυγής, αφού άλλαξαν οι συνήθειες πληρωμής των πελατών (χρήση καρτών). Το πρώτο χρόνο εφαρμογής τους παρατηρείται σταδιακή μείωση στην εκροή κεφαλαίων αλλά μεγάλη μείωση στο ρυθμό ανάπτυξης, ενώ τους τελευταίες μήνες φαίνεται ότι υπάρχουν σχετικές βελτιώσεις στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, στην ιδιωτική κατανάλωση αλλά και την ανεργία. Συχνά όμως και εξαιτίας των διαπραγματεύσεων που γίνονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα, η αβεβαιότητα προκαλεί αναταραχές στους δείκτες της οικονομίας.

Γενικά, χώρες που αντιμετωπίζουν προβλήματα κρίσης και θέματα στην ροή κεφαλαίων δεν πρέπει να καταφεύγουν σε σπασμωδικές κινήσεις. Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι αποτελούν ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο για περιπτώσεις σαν και αυτές αλλά κάτω από τις κατάλληλες συνθήκες και με τις απαραίτητες προϋποθέσεις, σε αντίθετη περίπτωση μπορεί να αποβούν σε μεγάλο βαθμό ζημιωγόνες. Όταν οι κρίσεις αφορούν σύγχρονες ανεπτυγμένες οικονομίες χρειάζονται οικονομική αντίληψη, σχετική γνώση και ταχύτητα για τη λήψη σωστών αποφάσεων. Όταν η χρήση των ελέγχων θεωρηθεί απαραίτητη είναι σημαντικό να ελέγχονται ώστε να μην είναι ενάντια στην περιφρόνηση των δικαιωμάτων των πολιτών, την παραβίαση των ελευθεριών τους και να μην παρεμποδίζουν σε μεγάλο βαθμό την ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας. Επίσης, καλό είναι να υπάρχει πρόβλεψη αντιμετώπισης εκείνων που θα επιχειρήσουν να κερδοσκοπήσουν από την κατάσταση αυτή.

Επιπροσθέτως, η εφαρμογή περιορισμών μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως μακροπροληπτικό μέτρο. Υπάρχουν περιπτώσεις χωρών όπου προσπαθούν να διατηρήσουν ένα τραπεζικό σύστημα μεγαλύτερο σε σχέση με αυτό που μπορεί να υποστηρίξει η εγχώρια οικονομία τους υπό αντίξοες συνθήκες. Σε τέτοιες χώρες, όπως η Ισλανδία, όπου τα τραπεζικά συστήματα είναι μεγάλα και βασίζονται σε διασυνοριακές δραστηριότητες είναι σημαντικό να υπάρχει συνεχής βελτίωση των θεσμών, απαραίτητη νομοθεσία, επίβλεψη καθώς και συνεργασία μεταξύ των εμπλεκόμενων χωρών.

Σημαντικό κομμάτι της εφαρμογής των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων αποτελεί η στρατηγική απελευθέρωσης τους. Απαραίτητος είναι ο αρχικός σχεδιασμός της σταδιακής άρσης των ελέγχων με τρόπο τέτοιο που να αποφέρει τις μικρότερες πιθανές ζημιές στην οικονομία και τη σταθερότητα της χώρας. Ο χάρτης πορείας της κατάργησης των ελέγχων πρέπει να παρέχεται για μια ομαλή και προβλέψιμη διαδικασία με στόχο τη μείωση της αβεβαιότητας. Ο σχεδιασμός και η υλοποίηση της στρατηγικής εξόδου πολλές φορές αποδεικνύεται δύσκολη και χρονοβόρα διαδικασία και πρέπει να προβλεφθεί από την έναρξη των ελέγχων. Σημαντικό είναι να εξασφαλίζεται ότι τα μέτρα δε θα παραμένουν παραπάνω από όσο χρειάζεται, διότι σε αντίθετη περίπτωση προκαλούν μεγαλύτερες ζημιές και αρκετές επιπλέον δαπάνες.

Η συνολική βελτίωση στην οικονομία μιας χώρας έπεται από την χρήση ελέγχων, όπως συνέβη στην Κύπρο, καλό είναι να συνοδεύεται από σημαντικό εκσυγχρονισμό του εποπτικού και κανονιστικού πλαισίου. Ακόμα, από τις περιπτώσεις που αναφέρθηκαν αυτή της Κύπρου αποτελεί αξιοσημείωτο παράδειγμα για το πως οι περιορισμοί δεν προκάλεσαν μεγάλη αναστάτωση, αντίθετα συνέβαλαν στην αποτροπή φυγής κεφαλαίων.

Σε συνέχεια της ανάλυσης των επιπτώσεων της εφαρμογής ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων στην οικονομία διάφορων χωρών, γίνεται μία πιο εξειδικευμένη μελέτη για μία χώρα που έχει δείξει σημαντικά σημάδια εξέλιξης στην οικονομία της τα τελευταία χρόνια. Η οικονομική κρίση στην Ισλανδία και η επιβολή κεφαλαιακών ελέγχων ως μέρος ενός προγράμματος για την αντιμετώπιση της κρίσης αυτής, αποτελεί ένα αρκετά ελκυστικό πεδίο έρευνας. Εξετάζοντας οικονομικά και κοινωνικά δεδομένα σε συνδυασμό με τους δείκτες συνολικών περιορισμών, της δεκαετίας 2004-2013, διαπιστώνουμε ότι η οικονομία της Ισλανδίας ήταν σε πολύ υψηλά επίπεδα,

διασχίζοντας μία περίοδο μεγάλης ανάπτυξης, κατάσταση η οποία άλλαξε την περίοδο κατά την οποία εφαρμόστηκαν περιορισμοί. Η κρίση του 2008 επηρέασε πολλούς τομείς της χώρας με αποτέλεσμα να περάσει διάστημα ύφεσης. Οι δείκτες συνολικών περιορισμών στις εισροές αλλά και τις εκροές εντατικοποιήθηκαν το 2009, γεγονός που συντέλεσε στην μείωση των οικονομικών μεγεθών της χώρας. Γενικότερα, την περίοδο αυτή, η γραμμή τάσης των περισσότερων μεταβλητών φαίνεται να είναι αρνητική. Παρόλα αυτά, σύμφωνα με τη διαγραμματική απεικόνιση που βασίζεται στα δεδομένα της κάθε μεταβλητής που μελετήθηκε, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η πολιτική που ακολούθησε η Ισλανδία τα επόμενα χρόνια από την εμφάνιση της κρίσης δείχνει σταθερά και ανοδικά σημάδια για την οικονομία της χώρας.

Επιπροσθέτως, το ενδιαφέρον της μελέτης επικεντρώνεται και στο σχεδιασμό και την ανάλυση μοντέλων γραμμικής παλινδρόμησης για τη εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τις επιπτώσεις των κεφαλαιακών ελέγχων στην οικονομία καθώς και τις επιπτώσεις τους στις Άμεσες ξένες επενδύσεις. Έγινε μία περιγραφή του μοντέλου παλινδρόμησης και η ανάλυσή του ώστε να προκύψουν οι εξισώσεις για την έρευνά μας. Έτσι, δημιουργήθηκαν δύο μοντέλα παλινδρόμησης για την εξαγωγή συμπερασμάτων ξεχωριστά για τις εισροές και για τις εκροές. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι Άμεσες ξένες επενδύσεις, οι δείκτες συνολικών περιορισμών, το ΑΕΠ, οι εξαγωγές, η κατανάλωση και η ανεργία. Με τη βοήθεια του προγράμματος spss εξήγαμε συμπεράσματα τα οποία αποδεικνύουν τη σχέση μεταξύ των μεταβλητών της οικονομίας.

Η πρώτη πολλαπλή παλινδρόμηση αφορά τις ΑΞΕ στις εισροές. Αποτελεί ένα χρήσιμο μοντέλο πρόβλεψης διότι η διασπορά της y ερμηνεύεται κατά 77% από τη διασπορά του μοντέλου. Το ποσοστό της διακύμανσης θεωρείται μέτριο, αφού το 48% της συνολικής διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής εξηγείται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Ακόμα, η ερμηνευτική ικανότητα του δείκτη περιορισμών είναι δεύτερη σε σειρά ερμηνευτικής ικανότητας, ενώ φαίνεται ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση των ΑΞΕ (εισροές) με το δείκτη περιορισμών αλλά και με την ανεργία.

Η δεύτερη πολλαπλή παλινδρόμηση αφορά τις ΑΞΕ στις εκροές. Αποτελεί ένα σχετικά μοντέλο πρόβλεψης διότι η διασπορά της y ερμηνεύεται κατά 53% από τη διασπορά του μοντέλου, ενώ το ποσοστό της διακύμανσης θεωρείται πολύ μικρό. Επίσης, η ερμηνευτική ικανότητα του δείκτη περιορισμών είναι χαμηλά στη σειρά

ερμηνευτικής ικανότητας, ενώ φαίνεται ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση των ΑΞΕ (εκροές) με το δείκτη περιορισμών αλλά και με την ανεργία. Ακόμα, ο δείκτης περιορισμών στις εισροές αποδεικνύεται ότι είναι στατιστικά σημαντικός σε σχέση με τις άλλες μεταβλητές, σε αντίθεση με το δείκτη περιορισμών στις εκροές όπου η στατιστική σημαντικότητά του είναι πολύ μικρή.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Γιαννόπουλος Αναστάσιος (2014). «Έρευνα Για Την Επίδραση Της Φορολογίας Στις Άμεσες Ξένες Επενδύσεις», Πειραιάς

Ξένα

Andrés Fernández, Michael W. Klein, Alessandro Rebucci, Martin Schindler, Martín Uribe (2015). «Capital control measures: A new dataset», NBER Working Paper 20970

Gurnain Pasricha, Matteo Falagiarda, Martin Bijsterbosch, Joshua Aizenman (2015). «Domestic and multilateral effects of capital controls in emerging markets», ECB Working Paper 1844

Haberer, Leang Seap, Lux, Nowak (2012). «The Pros and Cons of Capital Controls», Group 4, Economic Policy

Roald J. Versteeg (2008). «Capital Controls and Economic Growth: How Controls on Inflows and Outflows are Different», SSRN Working Paper, Netherlands

Fridrik M. Baldursson, Richard Portes (2013). «Capital Controls and the Resolution of Failed Cross-Border Banks: The Case of Iceland», Working Paper in Capital Markets Law Journal, p.3-6, 8-12, 17-22

Laura Alfaro, Anusha Chari, Fabio Kanczuk (2014). «The Real Effects of Capital Controls: Credit Constraints, Exporters and Firm Investment», Harvard Business School Working Paper, No. 15-016

Samer Shousha, Savitar Sundaresan (2015). «The Real Consequences of Countercyclical Capital Controls», Columbia, p.2-27

Alejandro Gaggero, Jorge Gaggero, and Magdalena Rúa (2015). «The Principal Characteristics and Macroeconomic Impact of Capital Flight in Argentina», Volume 46 Number 182, Mexico

Schäfer, Stephan Hans (2015). «Argentina's financial crisis of 2001 and the recent "technical" default of 2014 - Are capital controls effective?», Copenhagen, p.5-70

Ilene Grabel (2016). «Capital Controls in a Time of Crisis», PERI Working Paper No. 416, Massachusetts

Marcos Chamon, Márcio Garcia (2014). «Capital Controls in Brazil: Effective?», IMF paper, Washington

Márcio Garcia (2015). «Capital Controls and Implications for Surveillance and Coordination Brazil and Latin America», CIGI paper no.11, p.1-6

Francisco Nadal-De Simone, Piritta Sorsa, Saul Lizordo, Robert Sharer, (1999). «A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s», IMF Working Paper, p.5-11

Διαδικτυακοί Τόποι

<http://www.inquiriesjournal.com>

<http://www.argentinaindependent.com>

<https://www.bloomberg.com>

<https://www.cb.is>

<http://uti.is/>

<https://www.imf.org>

<http://voxeu.org/>

<https://www.cass.city.ac.uk/>

<http://thefinancier.org/>

<http://greece.greekreporter.com/>

<https://www.thebalance.com>

<http://www.economist.com>

<https://www.nytimes.com>

<http://www.bankofgreece.gr>

<https://www.eurobank.gr>

<https://tradingeconomics.com>

<https://data.worldbank.org>

<https://en.wikipedia.org>

<http://esee.gr/>

<https://www.eurobank.gr>