

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΚΕΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
& ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

Μεταπτυχιακό πρόγραμμα

Θέμα διατριβής

ΦΥΓΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Μαθήματα από την Ανατολική Ευρώπη της δεκαετίας
του '90.

Θεοδόσιος Σαμπανιώτης

Υπεύθυνος καθηγητής: Α. Αντζουλάτος

Πειραιάς Ιούνιος 2000

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η εργασία αυτή εκπονήθηκε στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος στη Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Ευχαριστώ τον επιβλέποντα Καθηγητή Κο Άγγελο Αντζουλάτο για την πολύτιμη καθοδήγηση του, τις χρήσιμες παρατηρήσεις του και για την βοήθεια που μου προσέφερε. Ευχαριστώ τους γονείς μου που μου συμπαραστάθηκαν, καθώς και όλους εκείνους που συνετέλεσαν στο να έρθει εις πέρας αυτή η μελέτη.

Δ. Αποστόλου

Τ. Δουκιάκου

Β. Δουκιάκου

Παύλος Ζαχαρίας

Μαρίνα Α.

Παύλος Β.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΝΟΤΗΤΑ	Σελίδα
1. Εισαγωγή	1
2. Έρευνα Βιβλιογραφίας	4
3. Εκτιμήσεις του Ύψους της Φυγής Κεφαλαίων	24
4. Περιγραφή Οικονομικής Μελέτης	34
5. Περιγραφή και Πηγές Δεδομένων	39
6. Αποτελέσματα	44
7. Συμπεράσματα	54
Βιβλιογραφία	57
Πηγές Δεδομένων	61
Παράρτημα Α	63
Παράρτημα Β	84

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το ενδιαφέρον για το φαινόμενο της φυγής κεφαλαίων ξεκίνησε από τα γεγονότα που σημάδεψαν τις οικονομίες των χωρών της **Λατινικής Αμερικής** στις αρχές της δεκαετίας του '80. Οι χώρες αυτές έπειτα από αρκετά χρόνια ανάπτυξης βασιζόμενες στον εξωτερικό δανεισμό και επενδύσεις αντιμετώπισαν πρόβλημα εξυπηρέτησης του χρέους αυτού. Η φυγή κεφαλαίων θεωρήθηκε ως μία από τις κυριότερες αιτίες. Οι όποιες οικονομικές αλλά και οποιεσδήποτε άλλες προσπάθειες για τον καθορισμό των ακριβή αιτιών, των συνεπειών, αλλά κυρίως για την πρόβλεψη τέτοιων φαινομένων στο μέλλον στηρίχτηκαν κυρίως στην εμπειρία από αυτά τα γεγονότα.

Όμως, η έλευση της δεκαετίας του '90, με την απελευθέρωση των οικονομιών της **Ανατολικής Ευρώπης**, μετατόπισε το κέντρο βάρους του προβλήματος σε αυτήν την περιοχή. Επιπροσθέτως η παγκοσμιοποίηση πρόσθεσε στη λίστα των αναπτυσσόμενων χωρών, που στηρίζουν την ανάπτυξη τους στον εξωτερικό δανεισμό, έναν μεγάλο αριθμό χωρών από ολόκληρο τον κόσμο, για τις οποίες η φυγή κεφαλαίων αποτελεί τεράστιο πρόβλημα, που υπονομεύει τις όποιες αναπτυξιακές τους προσπάθειες.

Η γεωγραφική περιοχή της Ανατολικής Ευρώπης παρουσιάζει, όμως, κάποια ιδιαίτερα χαρακτηριστικά. Η δομή και η οργάνωση των οικονομιών των χωρών αυτών προέρχονται από τις κεντρικά σχεδιασμένες και καθοδηγούμενες οικονομίες της πρώην **COMECON** (Συμβούλιο Αμοιβαίας Οικονομικής Βοήθειας). Γεγονός που σημαίνει ότι οι οικονομίες τους ήταν, όπως απέδειξε η κατάρρευσή τους, *απελπιστικά* ίδιες σε οργάνωση και (αν)αποτελεσματικότητα. Παρόλο που ο τρόπος και οι διαδικασίες μετασχηματισμού των κομμουνιστικών τους οικονομιών σε οικονομίες της ελεύθερης αγοράς διέφεραν σε αρκετά και σημαντικά σημεία από χώρα σε χώρα, τα προβλήματα και οι δυσκολίες που αντιμετώπισαν ήσαν παρόμοια. Οι οικονομίες τους παρουσιάζουν, λοιπόν, ακόμα και σήμερα πολλά κοινά στοιχεία, όπως η εξάρτηση της ανάπτυξής τους από ξένα κεφάλαια, η τεχνολογική και οικονομική καθυστέρηση, η ανύπαρκτη μέχρι πρόσφατα παρουσία του τομέα των υπηρεσιών στην αύξηση του ΑΕΠ, η αυξανόμενη διαφθορά και εγκληματικότητα και τέλος, με την εξαίρεση της Ρωσίας, ο προσανατολισμός τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η φυγή κεφαλαίων αποτελεί για αυτές τις χώρες πρόβλημα και απειλή. Οι όποιες μελέτες της δεκαετίας του '80 δεν είναι εξακριβωμένο ότι μπορούν να ερμηνεύσουν το φαινόμενο και για την δεκαετία του '90, τουλάχιστον για τις χώρες αυτές. Τα δεδομένα και οι συνθήκες, τόσο οι τοπικές όσο και οι διεθνείς, είναι εντελώς διαφορετικές.

Στην ενότητα **Έρευνα Βιβλιογραφίας**, που ακολουθεί αμέσως μετά, παρουσιάζεται η σχετική βιβλιογραφία για τον ορισμό του τι είναι φυγή κεφαλαίων, τα αίτια που την προκαλούν, τις λύσεις που προτείνονται, τις μεθόδους εκτίμησης του ύψους των διαφυγόντων κεφαλαίων και οι σχετικές οικονομετρικές μελέτες.

Κύριος στόχος της εργασίας είναι η εκτίμηση του ύψους της φυγής των κεφαλαίων από τις χώρες της Ευρώπης και ιδιαίτερα της Ανατολικής Ευρώπης, κατά την διάρκεια της δεκαετίας του '90. Σκοπεύω να εκτιμήσω το μέγεθος της φυγής των κεφαλαίων χρησιμοποιώντας τις μεθόδους μέτρησης που προτείνονται από την βιβλιογραφία. Η εκτίμηση των μεγεθών θα είναι σε τριμηνιαία βάση. Τα αποτελέσματα αυτής της προσπάθειας, καθώς και σύγκριση των αποτελεσμάτων μεταξύ των διαφόρων χωρών με βάση το ΑΕΠ, αναφέρονται στην ενότητα **Εκτιμήσεις του Ύψους της Φυγής Κεφαλαίων**.

Επόμενο βήμα θα είναι η οικονομετρική μελέτη του φαινομένου για τις χώρες της Α. Ευρώπης. Θα γίνει ανάλυση παλινδρόμησης με βάση τις ανεξάρτητες μεταβλητές που προτείνονται από την βιβλιογραφία και όποιες άλλες κριθούν απαραίτητες, χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένες μεταβλητές τις παραπάνω εκτιμήσεις. Η μεθοδολογία και οι μεταβλητές περιγράφονται στην ενότητα **Περιγραφή Οικονομετρικής Μελέτης**.

Τα δεδομένα, που χρησιμοποιήθηκαν τόσο για την διαδικασία εκτίμησης του ύψους της φυγής κεφαλαίων όσο και για την οικονομετρική μελέτη, οι πηγές αυτών, όπως επίσης οι χώρες που περιλαμβάνονται στο δείγμα και η χρονική περίοδος κάλυψης αυτού, περιγράφονται αναλυτικά στην επόμενη ενότητα **Περιγραφή και Πηγές Δεδομένων**.

Οι δύο τελευταίες ενότητες είναι τα **Αποτελέσματα**, όπου γίνεται παρουσίαση των αποτελεσμάτων της οικονομετρικής μελέτης για κάθε μέθοδο

εκτίμησης χωριστά και παρουσιάζονται οι εκτιμηθείσες εξισώσεις, και τα **Συμπεράσματα** όπου αναφέρονται τα συμπεράσματα τόσο για τα αίτια της φυγής κεφαλαίων από μία χώρα, όσο και για τα μέτρα και τις πολιτικές αντιμετώπισης του προβλήματος που θα μπορούσαν να υιοθετήσουν οι κυβερνήσεις.

Στο τέλος της εργασίας, στο **Παράρτημα Α**, παρατίθενται τα διαγράμματα με τις τριμηνιαίες εκτιμήσεις του ύψους της φυγής κεφαλαίων, με όλες τις μεθόδους εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν, για όλες τις χώρες, σε απόλυτα νούμερα. Υπάρχουν επίσης και μερικά διαγράμματα με ετήσια στοιχεία.

Αυτοί εν συντομία είναι οι στόχοι και η δομή της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Τα προβλήματα που αντιμετωπίστηκαν σχετικά με την συλλογή των δεδομένων πολλά, όμως τα συμπεράσματα είναι ενδιαφέροντα και δίνουν τροφή για σκέψη και περαιτέρω μελέτη.

2. ΕΡΕΥΝΑ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Η έρευνά μου εστιάστηκε στο γενικότερο πεδίο μελέτης του προβλήματος της φυγής κεφαλαίων (capital flight), στο πώς αυτή ορίζεται, στα αίτια του φαινομένου, στις σχετικές οικονομετρικές μελέτες, στις λύσεις που προτείνονται και τέλος στις μεθόδους εκτίμησης του ύψους των διαφυγόντων κεφαλαίων.

Η φυγή κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες χώρες, κυρίως προς τις βιομηχανικές, υπήρξε πηγή ανησυχίας για τους σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής, ειδικότερα, στις αρχές της δεκαετίας του 80, μετά την κρίση στην εξυπηρέτηση του χρέους τους από τις χώρες της Λατινικής Αμερικής και την σχετιζόμενη δραματική μείωση στις κεφαλαιακές εισροές από τις βιομηχανικές χώρες. Η βιβλιογραφία γύρω από την φυγή κεφαλαίων και οι σχετικές εργασίες και έρευνες ασχολούνται κυρίως με την απάντηση σε ένα ή περισσότερα από τα ακόλουθα τέσσερα ερωτήματα: α) ποιος είναι ο σωστός ορισμός που θα χρησιμοποιηθεί για την μέτρηση της φυγής κεφαλαίων, β) τι εκτίμηση για το ύψος των διαφυγόντων κεφαλαίων μας δίνει κάθε τρόπος μέτρησης, γ) μπορεί η παρουσία και το μέγεθος του φαινομένου να εξηγηθεί από ορισμένες οικονομικές μεταβλητές και ποιες και δ) ποιες είναι οι επιπτώσεις στην οικονομική πολιτική και ειδικότερα ποιες αλλαγές είναι απαραίτητες για την αντιστροφή ή τον περιορισμό του φαινομένου.

Η βιβλιογραφία παρουσιάζει την φυγή κεφαλαίων σαν μία μη αποτελεσματική απώλεια εγχώριων επενδύσεων που δημιουργείται από διαστρεβλώσεις στην πολιτική και ενισχύεται από την δυναμική αλληλεπίδραση μεταξύ επενδύσεων και πολιτικών αποφάσεων. Στην υπάρχουσα βιβλιογραφία υπάρχουν δύο τρόποι ορισμού για το τι είναι φυγή κεφαλαίων. Ανάλογα με τον ορισμό ξεχωρίζουν και οι τρόποι μέτρησης της. Σύμφωνα με τον πρώτο ορισμό γίνεται προσπάθεια να ξεχωρίσουμε τις "κανονικές" εκροές που προκαλούνται από τις προσπάθειες για: την χρηματοδότηση του διεθνούς εμπορίου, την εκμετάλλευση αληθινών επενδυτικών ευκαιριών ή την διαφοροποίηση χαρτοφυλακίων, από τις "μη κανονικές", που προκαλούνται από διαστρεβλωτικές πολιτικές ή την πολιτική αστάθεια. Οι μέθοδοι μέτρησης αυτού του είδους της φυγής κεφαλαίων ονομάζονται motivation based μέτρα. Ορισμένοι ερευνητές χρησιμοποιούν έναν ποιο ευρύ ορισμό. Θεωρούν ότι η οποιαδήποτε εκροή κεφαλαίων από μία αναπτυσσόμενη χώρα υπονομεύει την

ανάπτυξη της και μακροπρόθεσμα βλάπτει τους πάντες. Αυτό τους οδήγησε να θεωρούν όλες τις κεφαλαιακές εκροές σαν φυγή κεφαλαίων. Οι μέθοδοι μέτρησης είναι διαφορετικοί και ονομάζονται "γενικές".

Στην μελέτη της η Lilibana Rojas-Suarez(1990) ως φυγή κεφαλαίων **ορίζει** το μέρος εκείνο των κεφαλαίων που βγήκαν από την χώρα και δεν αποδίδουν αναφερθέν εισόδημα. Έτσι αυτό δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους είτε για την χρηματοδότηση επενδύσεων στην χώρα. Έτσι γίνεται διαχωρισμός από τις "κανονικές" εκροές, που σκοπεύουν στην διεθνή διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών. Τα κεφάλαια φεύγουν από μία χώρα για να αποφύγουν δύο ειδών κινδύνους: α) τον κίνδυνο που σχετίζεται με την κρατικοποίηση ή την εθνικοποίηση τους και β) τον κίνδυνο μεγάλων απωλειών στην πραγματική αξία των περιουσιακών στοιχείων σαν αποτέλεσμα οικονομικών πολιτικών που προκαλούν υψηλό πληθωρισμό και μεγάλες αλλαγές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Μία έννοια που συνδέεται στενά με την φυγή κεφαλαίων είναι οι **άμεσες ξένες επενδύσεις** (Foreign Direct Investment). Το IMF ορίζει ως FDI την επένδυση η οποία έχει ως σκοπό της την εξασφάλιση μιας διαρκούς απόδοσης και η οποία γίνεται από έναν επενδυτή κάτοικο μίας χώρας σε μία επιχείρηση που εδρεύει σε κάποια άλλη χώρα. Η διαρκής απόδοση υπονοεί την ύπαρξη μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ επενδυτή και της ξένης επιχείρησης και ένα σημαντικό βαθμό επιρροής της διοίκησης από αυτόν. Αυτό το στοιχείο της επιρροής και του ελέγχου είναι που διαχωρίζει την άμεση επένδυση από την επένδυση χαρτοφυλακίου.

Στην υπάρχουσα βιβλιογραφία υπάρχουν **τρία χαρακτηριστικά** σχετιζόμενα με τις υπό ανάπτυξη χώρες που αποτελούν τα θεμέλια της διαδικασίας της φυγής κεφαλαίων. Το πρώτο είναι η έλλειψη κεφαλαίων, η ύπαρξη θετικής ροής κεφαλαίων από υπό ανάπτυξη χώρες σε βιομηχανικές συχνά θεωρείται απόδειξη οικονομικών ή πολιτικών στρεβλώσεων. Το δεύτερο είναι οι δημοσιονομικοί και πολιτικοί περιορισμοί. Οι αρχές των υπό ανάπτυξη χωρών, συνήθως, δεσμεύονται από ανελαστικά έξοδα και από ένα περιορισμένο αριθμό ευκαιριών για εισπραξη εσόδων. Όλα αυτά περιορίζουν τον βαθμό ελαστικότητας με τον οποίο οι policy makers μπορούν να ανταποκριθούν σε αλλαγές των οικονομικών συνθηκών. Το τρίτο είναι η δύσκολη πρόσβαση στις

διεθνείς αγορές κεφαλαίων, που σημαίνει ότι τα βραχυπρόθεσμα αρνητικά σοκ δεν μπορούν να εξομαλυνθούν με την βοήθεια εξωτερικού δανεισμού.

Οι έρευνες της προηγούμενης δεκαετίας, για την φυγή κεφαλαίων, εστιάστηκαν στην επενδυτική συμπεριφορά των κατοίκων των υπό ανάπτυξη χωρών και επεσήμαναν ένα **φαύλο κύκλο**, ο οποίος αν και παρουσιάζεται εδώ υπεραπλουστευμένος, συμπεριλαμβάνει τα παραδοσιακά χαρακτηριστικά της φυγής κεφαλαίων. Σύμφωνα με την κοινή άποψη για το τι είναι φυγή κεφαλαίων, εξωγενή οικονομικά γεγονότα αλληλεπιδρούν με τις υπάρχουσες πολιτικές και/ή προκαλούν νέες οι οποίες μειώνουν τις προσδοκώμενες αποδόσεις των εγχώριων επενδύσεων. Τέτοιου είδους οικονομικά γεγονότα και η επιθυμία να διατηρηθούν τα υπάρχοντα επίπεδα πραγματικού εισοδήματος και οι περιορισμοί που αναφέρθηκαν πιο πάνω κάνουν τον κρατικό τομέα να αυξήσει τις απαιτήσεις του πάνω στον ιδιωτικό τομέα και να εμπλακεί ποιο ενεργά στην οικονομική δραστηριότητα. Λόγω της μείωσης των αποδόσεων οι αποταμιεύσεις "φεύγουν" στο εξωτερικό μειώνοντας έτσι το επίπεδο των επενδύσεων, την αύξηση του ΑΕΠ και τα κρατικά έσοδα. Αυτά τα αποτελέσματα μεγεθύνονται όταν οι κυβερνήσεις, περιοριζόμενες από τα τρία χαρακτηριστικά που αναφέρθηκαν νεότερα, για να αντιδράσουν εφαρμόζουν περισσότερο παρεμβατικές πολιτικές. Ακόμα και μόνο η προσδοκία, από τους κατοίκους μίας χώρας, μεγαλύτερης παρέμβασης του κράτους μπορεί να εκκινήσει την διαδικασία αυτή.

Η βιβλιογραφία χωρίζει τις **αιτίες της φυγής των κεφαλαίων** σε δύο κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία το φαινόμενο αποδίδεται στις μεταβολές μακροοικονομικών μεταβλητών και παρόλο που οικονομετρικές μελέτες δικαίωσαν σε αρκετά σημεία τους υποστηρικτές της, αυτή η προσέγγιση απέτυχε να εξηγήσει την ταυτόχρονη παρουσία φυγής κεφαλαίων και την αυξανόμενη εισροή ξένων δανείων κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 70 και στις αρχές της επόμενης. Η δεύτερη άποψη υποστηρίζει ότι όλα οφείλονται στις διαφορετικές απόψεις που είχαν οι εγχώριοι με τους ξένους επενδυτές για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο από την επένδυση σε εγχώρια περιουσιακά στοιχεία. Διάφορες εμπειρικές μελέτες έδωσαν αρκετή υποστήριξη και αποδείξεις σε αυτήν την υπόθεση του διαφοροποιημένου κινδύνου, όπως αυτές των Khan και Haque (1985), του Eaton (1987) και αυτή των Ize και Ortiz (1987) που έδωσαν έμφαση στον τρόπο που οι οικονομικές ακαμψίες δημιουργούν επιπλέον

κινδύνους. Οι διαφορές στην αντίληψη του κινδύνου δημιουργούν την φυγή, καθώς μειώνουν την προσαρμοσμένη στον κίνδυνο απόδοση του εσωτερικού χρέους και μπορούν να εξηγήσουν και την ταυτόχρονη αύξηση του εξωτερικού δανεισμού, που αναφέρθηκε πιο πάνω. Λόγω έλλειψης ικανοποιητικών δεδομένων είναι αδύνατο να χρησιμοποιηθεί η παλινδρομική ανάλυση για να ελεγχθεί η υπόθεση ότι το ύψος της φυγής κεφαλαίων αντέδρασε θετικά σε αυξήσεις του κινδύνου αποτυχίας συνέχισης της εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους μετά την κρίση. Παρόλα αυτά για αυτές τις χώρες που υπήρχαν ικανοποιητικά στοιχεία η συσχέτιση ήταν θετική και πολύ υψηλή.

Το ερώτημα αν η **FDI διευκολύνει ή εμποδίζει** την φυγή κεφαλαίων εξετάζεται από δύο διαφορετικές πλευρές. Από την άποψη του επενδυτικού κλίματος, η φυγή κεφαλαίων εξαρτάται από τις αποδόσεις των ξένων περιουσιακών στοιχείων σε σύγκριση με τα εγχώρια, αφού προσαρμοστούν με βάση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η σύγκριση γίνεται με βάση την γεωγραφική τοποθέτηση των περιουσιακών στοιχείων. Η έρευνα του Cuddigton (1987) βρήκε ότι η παροχή ξένων δανείων είναι μια σημαντική ερμηνευτική μεταβλητή της φυγής κεφαλαίων. Μια άλλη εμπειρική μελέτη από τον Pastor (1990) σε οκτώ λατινοαμερικάνικες χώρες για την περίοδο 1973 - 1986 βρήκε παρόμοια αποτελέσματα. Εξετάζοντας το θέμα από την άποψη της προνομιακής μεταχείρισης, η φυγή κεφαλαίων δεν συνδέεται με τα συνηθισμένα αίτια των διεθνών μετακινήσεων κεφαλαίων, όπως οι διαφορές στις αποδόσεις. Αντίθετα υπογραμμίζεται το γεγονός, ότι οι επωφελούμενες χώρες συχνά ευνοούν τις ξένες επενδύσεις χρησιμοποιώντας ως μέσα την διαφορετική φορολογία, επενδυτικές και συναλλαγματικές εγγυήσεις, προτεραιότητα στην ικανοποίηση των απαιτήσεών τους σε σχέση με τις απαιτήσεις των εγχώριων επενδυτών σε περίπτωση κάποιας κρίσης. Σε αυτό το περιβάλλον δημιουργούνται διαφορές τόσο ως προς τον πραγματικό κίνδυνο όσο και ως προς τον τρόπο που τον αντιλαμβάνονται οι ξένοι σε σχέση με τους εγχώριους επενδυτές και έτσι δημιουργείται η φυγή των κεφαλαίων. Αυτή την άποψη εξέτασαν στις εργασίες τους οι Khan και Ul Haque (1985), Eaton (1987), Dooley (1987) και η Rojas-Suarez (1990).

Από την άποψη του επενδυτικού κλίματος η φυγή κεφαλαίων θα πρέπει να μειώνεται όσο βελτιώνεται το επενδυτικό κλίμα και οι ξένες επενδύσεις αυξάνουν, η σχέση μεταξύ FDI και φυγής κεφαλαίων από αυτή την άποψη θα

είναι θετική. Εάν, όμως, οι ξένες επενδύσεις είναι αποτέλεσμα της προνομιακής μεταχείρισης εκ μέρους της κυβέρνησης προς τους ξένους, τότε οι εισροές FDI θα συνοδεύονται από συνεχή και επιταχυνόμενη φυγή κεφαλαίων, η σχέση μεταξύ τους θα είναι αρνητική. Εάν αυτή η κατάσταση ισχύει, τότε οι εισροές ξένων κεφαλαίων θα αντισταθμίζονται από τις εκροές εγχώριου κεφαλαίου και το τελικό αποτέλεσμα, όσον αφορά το ύψος των επενδύσεων θα είναι μηδαμινό. Σε αυτή την περίπτωση συγκεκριμένες πολιτικές, όπως η παροχή φορολογικής αμνηστίας, διακρατικές φορολογικές συνθήκες, η προσφορά εγχώριων επενδυτικών προϊόντων με ρήτρα ξένων νομισμάτων και προγράμματα ελέγχου της κίνησης των κεφαλαίων, μπορεί να είναι απαραίτητες για τον περιορισμό των κεφαλαιακών εκροών και τον επαναπαρισμό των διαφυγόντων κεφαλαίων.

Στην μελέτη του ο Kant(1996) χρησιμοποιεί τις εκτιμήσεις της World Bank για τα τρία μέτρα της φυγής κεφαλαίων που χρησιμοποιεί, για όλες τις αναπτυσσόμενες χώρες την περίοδο 1974-1992, ενώ επίσης υπολογίζει από τα στοιχεία του IMF για το ισοζύγιο πληρωμών, το μέγεθος των FDI καθώς και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, κάνοντας τις απαραίτητες προσαρμογές για να ταυριάζουν οι γεωγραφικοί διαχωρισμοί. Οι μέθοδοι εκτίμησης που χρησιμοποιεί είναι η contemporaneous-correlation και η principal-component analysis καθώς δεν γνωρίζουμε εκ των προτέρων ποια είναι η εξαρτημένη και ποια η ανεξάρτητη μεταβλητή.

Το πρώτο εύρημα είναι ότι οι εισροές FDI συνδέονται πάντα με μία μείωση της φυγής κεφαλαίων. Αυτό το συμπέρασμα ισχύει και για τα τρία μέτρα, παρόλο που αυτά υπολογίζονται με πολύ διαφορετικούς τρόπους και δίνουν πολύ διαφορετικά νούμερα. **Το δεύτερο** συμπέρασμα είναι ότι η φυγή κεφαλαίων προκαλείται κυρίως από την γενικότερη οικονομική κακοδιαχείριση και στρεβλώσεις στην οικονομία που οδηγούν σε μη αποτελεσματικότητα παρά από την προνομιακή μεταχείριση των ξένων επενδυτών. Πολιτικές που μειώνουν τις διαφορές και τα προβλήματα στις αγορές κεφαλαίου θα ενθαρρύνουν τόσο τις εισροές κεφαλαίων όσο και θα αποθαρρύνουν την φυγή κεφαλαίων. Το πρώτο συμπέρασμα δείχνει ότι οι εισροές FDI αναμένονται να έχουν μεγεθυντικά αποτελέσματα στην επωφελούμενη οικονομία. Το δεύτερο συμπέρασμα δείχνει ότι αυτά τα ευεργετικά αποτελέσματα μπορούν να επιτευχθούν βελτιώνοντας την μακροοικονομική διαχείριση της οικονομίας.

Αυτά τα συμπεράσματα είναι ιδιαίτερα σημαντικά για την αναπτυξιακή πολιτική στις αναπτυσσόμενες χώρες. Ένας μεγάλος αριθμός αυτών των χωρών ζητά να προσελκύσει εισροές FDI, ενώ ταυτόχρονα προσπαθούν να εμποδίσουν την φυγή κεφαλαίων και να προσελκύσουν πίσω τα ήδη διαφυγόντα κεφάλαια. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης δείχνουν ότι οι προσπάθειές τους θα ήταν πιθανότερο να επιτύχουν εάν βελτίωναν το γενικότερο επενδυτικό κλίμα από ότι εάν παρείχαν προνομιακή μεταχείριση στους ξένους επενδυτές.

Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω τα αίτια της φυγής κεφαλαίων από κάθε χώρα δεν είναι ίδια. Ο Ronald Wintrobe(1998) δίνει μια ξεχωριστή και **ιδιαιτέρη εξήγηση για την φυγή κεφαλαίων από την Ρωσία** την δεκαετία του 90. Το πρόβλημα της φυγής κεφαλαίων από την Ρωσία είναι πολύ μεγάλο, καθώς ούτε οι ξένοι αλλά ούτε και οι Ρώσοι δείχνουν να είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν στη χώρα. Οι κυριότεροι λόγοι που αναφέρονται για αυτό είναι η πολιτική αστάθεια, τα γραφειοκρατικά εμπόδια, το μη ευνοϊκό φορολογικό σύστημα και ο φόβος του υψηλού πληθωρισμού. Ο συγγραφέας θέλει να αποδείξει ότι ο κυριότερος λόγος είναι η παραμέληση, κατά την διάρκεια της μεταβολής της οικονομίας, της δημιουργίας του απαραίτητου περιβάλλοντος για την εξασφάλιση επαρκούς αυτονομίας στην διοίκηση μίας εταιρείας, καθώς και το αποτέλεσμα αυτής της παραμέλησης, η τυπική δομή της "μη ολοκληρωμένης ιδιοκτησίας" των ρωσικών εταιρειών. Οι διοικήσεις των εταιρειών δεν έχουν ως σκοπό την μεγιστοποίηση των κερδών αλλά ούτε και την ανάπτυξη της εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Η θεωρητική εξήγηση για τον τρόπο που έγιναν οι ιδιωτικοποιήσεις στην Ρωσία βασίζεται σε δύο προτάσεις, πρώτον ότι έπρεπε για να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα της ρωσικής οικονομίας να ξεφύγουν από τον πολιτικό έλεγχο οι επιχειρήσεις, και δεύτερον ότι για να επιτύχει η διαδικασία έπρεπε να ικανοποιηθούν οι εργάτες και οι μάντζερ των επιχειρήσεων που είχαν μεγάλη πολιτική δύναμη και χωρίς την συγκατάθεση των οποίων δεν ήταν δυνατό να ολοκληρωθεί η διαδικασία. Άλλοι λόγοι για τις ιδιωτικοποιήσεις ήταν ότι ήταν απαραίτητες για την μεταβίβαση από τον κομμουνισμό στον καπιταλισμό, ότι επέτρεπαν την υιοθέτηση σκληρών περιορισμών στον προϋπολογισμό και τέλος ότι θα επέτρεπαν την δημιουργία μίας μεσαιας αστικής τάξης.

Υπήρχαν, όμως, προβλήματα τόσο με την θεωρία όσο και με την πραγματοποίηση των ιδιωτικοποιήσεων. Οι ιδιωτικοποιήσεις δημιούργησαν μεγάλη διαφθορά. Η ιδιωτικοποίηση δεν λύνει το πρόβλημα της κακοδιοίκησης μίας εταιρείας. Στην θεωρία οι μάντζερ μιας επιχείρησης είναι εντελώς ξεχωριστοί από τους ιδιοκτήτες της, και αυτό που τους κάνει να πειθαρχούν είναι ο ανταγωνισμός μεταξύ των στελεχών, η σύνδεση των αποδοκών τους με την απόδοση της επιχείρησης, καθώς και η απειλή μιας εκθροικής εξαγοράς εξαιτίας της πτώσης της αξίας της επιχείρησης λόγω της κακοδιαχείρισης. Όμως όπως απόδειξαν θεωρητικά οι Grossman και Hart (1980), και το επιβεβαίωσαν τα εμπειρικά ευρήματα, ο μηχανισμός αυτός δεν είναι αξιόπιστος. Έτσι στις καλά οργανωμένες οικονομίες και αγορές μένουν μόνο οι άλλοι δύο μηχανισμοί για να πειθαρχούν τους μάντζερ.

Κατά τις ρωσικές όμως ιδιωτικοποιήσεις η ταχύτητα και η σπουδαιότητα του να εξέλθει η κυβέρνηση από τον έλεγχο των επιχειρήσεων επισκίασαν όλα τα άλλα. Το αποτέλεσμα ήταν, ότι όπως εξελίχθηκαν τα πράγματα, ισχυροποιήθηκε ο έλεγχος των παλιών αναποτελεσματικών διοικήσεων. Για να γίνουν όλα γρήγορα η διαδικασία σχεδιάστηκε έτσι ώστε να μεταβιβαστεί ο έλεγχος στους εργατές και τους μάντζερ οι οποίοι είχαν το δικαίωμα να αγοράσουν τις μετοχές της εταιρείας που εργάζονταν σε τιμές έως και 40 φορές κάτω από την πραγματική τους αξία. Αλλά οι εργατές βρίσκονται κάτω από τον έλεγχο των μάντζερ και δεν έχουν καμία πραγματική δύναμη. Οι επιχειρήσεις πουλήθηκαν σε εξευτελιστικές τιμές, κάτι που κάνει την μεταβίβασή τους ιδιαίτερα δύσκολη. Αν μία επιχείρηση είναι υποτιμημένη οι κάτοχοι των μετοχών της θα τις πουλήσουν μόνο αν η προσφορά είναι στο κατάλληλο ύψος, αλλά ποιος θα πληρώνει έστω 20 φορές την τωρινή αξία της για μια τέτοια ρωσική επιχείρηση. Οι μάντζερ της από την άλλη δεν θα πουλήσουν αφού αυτό θα σημαίνει να χάσουν την δουλειά τους και το ίδιο ισχύει και για τους εργαζόμενους. Το βασικό πρόβλημα είναι ότι η μεταφορά της ιδιοκτησίας και του ελέγχου μίας επιχείρησης σε μια μεταβατική οικονομία είναι ιδιαίτερα δύσκολη και αυτή η δυσκολία αυξάνει ανάλογα με το πόσο υποτιμημένη ήταν η επιχείρηση κατά την αρχική της ιδιωτικοποίηση. Εξαιτίας των παραπάνω λόγων οι παλιοί μάντζερ είναι περισσότερο εξασφαλισμένοι και ισχυροί από ότι επί κομμουνισμού και οι νέοι επενδυτές, ιδίως οι ξένοι, φυσικά διστακτικοί στο να επενδύσουν. Έτσι, εξαιτίας του ακατάλληλου οικονομικού περιβάλλοντος που δημιουργείται, προκύπτει το πρόβλημα της φυγής κεφαλαίων στην Ρωσία.

Η λύση που προτείνεται, εφόσον απέτυχε η προσπάθεια αυτή των ιδιωτικοποιήσεων, είναι η υιοθέτηση εναλλακτικών προγραμμάτων, όπως το γερμανικό σύστημα, που ευνοεί την σημαντική ανάμιξη των εργαζομένων στην λήψη των επιχειρηματικών αποφάσεων. Το καλό παράδειγμα δίνουν επίσης και οι ιδιωτικοποιήσεις στην Τσεχία και την Πολωνία με την εκτενή ανάμιξη των κυβερνήσεων και των τραπεζών.

Στη δική του έρευνα ο Jan Giehm Mikkelsen(1991), σε μία **οικονομετρική προσέγγιση**, ορίζει ως φυγή κεφαλαίων τα κομμάτια εκείνο της ιδιωτικής εκροής κεφαλαίων το οποίο δεν μπορεί να χαρακτηριστεί ως κανονικό. Αναφέρει επίσης ότι λόγω κάποιων ιδιαίτερων χαρακτηριστικών είναι σχετικά εύκολο να αναγνωρίσεις εμπειρικά πότε αυτό συμβαίνει, αλλά το να αναπτύξεις ένα οικονομετρικό μοντέλο για να εξηγήσεις τους λόγους είναι ιδιαίτερα δύσκολο.

Το πρόβλημα με τα οικονομετρικά μοντέλα είναι ότι ο αριθμός των παρατηρήσεων είναι πολύ μικρός, γι' αυτό ή χρησιμοποιούνται χρονοσειρές με τριμηνιαία στοιχεία ή *pooled yearly time series/cross-section* δεδομένα. **Pooling:** Το δείγμα είναι 29 χώρες, που οι Lessard και Williamson (1987) κατέγραψαν ως εισαγωγείς κεφαλαίων με σοβαρό πρόβλημα φυγής κεφαλαίων. Οι μεταβλητές που εξετάζονται είναι οι εξής: (1) η αναμενόμενη σχετική απόδοση των τραπεζικών καταθέσεων, (2) ο εγχώριος ρυθμός ανάπτυξης του GDP και (3) το δημόσιο και το από το δημόσιο εγγυημένο εξωτερικό χρέος σαν ποσοστό του GNP. Πέρα από αυτές τις μεταβλητές 2 ακόμα συμπεριλήφθηκαν, (4) οι συνολικές εξαγωγές και συνολικές εισαγωγές και (5) τα νέα μακροχρόνια δάνεια του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα και οι δύο ως ποσοστό του GNP. Το υπόδειγμα που εκτιμήθηκε είναι ένα υπόδειγμα των **συνιστωσών σφάλματος**, αλλά οι υποθέσεις που ισχύουν γι' αυτό το υπόδειγμα είναι πολύ περιοριστικές, έτσι εξετάστηκε ένα *fixed effects* μοντέλο.

Πρώτα εκτιμήθηκε ένα γενικό μοντέλο όπου η κεφαλαιακή εκροή προς το GNP παλινδρομήθηκε ως προς τις μεταβολές των μεταβλητών 1,2,3,4,5 , ως προς την υστέρηση της εξαρτημένης μεταβλητής (6) και ως προς την μεταβολή του GNP σε σχέση με το GNP(7). Το μοντέλο εκτιμήθηκε τόσο με την μέθοδο ελαχ. τετραγ. (OLS) όσο και με τον FE εκτιμητή χρησιμοποιώντας συστατικά

συγκεκριμένα για κάθε χώρα. Τόσο η OLS όσο και ο FE εκτιμητής έδειξαν ότι οι μεταβλητές 1,4,5 και 7 δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Εκτιμάται επίσης το μοντέλο I, από το οποίο αποκλείονται όλες οι ερμηνευτικές μεταβλητές εκτός των 1,2 και 3. Τα αποτελέσματα δείχνουν φανερά ότι καμία τους δεν έχει ερμηνευτική δύναμη. Ακόμα και αν εξαλείψουμε τις αναμενόμενες αλλαγές στον πληθωρισμό από τον υπολογισμό της 1 μεταβλητής σχηματίζοντας έτσι το μοντέλο II, η FE εκτίμηση βρίσκει την ζητούμενη θετική επίδραση αλλά η έλλειψη σημαντικότητας είναι ακόμα ολοφάνερη.

Όλα όμως αλλάζουν με το μοντέλο III, επειδή οι χρηματοοικονομικές αγορές στις περισσότερες από τις εξεταζόμενες χώρες είναι μη αποτελεσματικές, χρησιμοποιείτε η αναμενόμενη σχετική απόδοση αντί για τις μεταβολές, η οποία αποδεικνύεται ότι έχει θετική και σημαντική επίδραση στην εκροή κεφαλαίων. Το τελικό αποτέλεσμα είναι ότι η αναμενόμενη σχετική απόδοση των καταθέσεων σε τράπεζες του εξωτερικού και του εσωτερικού, ο ρυθμός αύξησης του GNP και το δημόσιο χρέος είναι σημαντικοί παράγοντες για να καθορίσουμε την φυγή κεφαλαίων. Αντίθετα με την διαθεσιμότητα νέων δανείων από το εξωτερικό.

Time series: Εδώ προσπαθεί ο συγγραφέας να καθορίσει τους παράγοντες πίσω από την φυγή κεφαλαίων από το Μεξικό από το 1^ο τρίμηνο του 1975 έως το 2^ο του 1985. Τα δεδομένα έχουν παρθεί από το IMF Balance of Payments Statistics και η μονάδα μέτρησης είναι τα SDR. Ως ερμηνευτικές μεταβλητές προτείνονται η μεταβολή στην αναμενόμενη απόδοση των τραπεζικών καταθέσεων (θετικό πρόσημο), η μεταβολή στο εγχώριο πραγματικό επιτόκιο (αρνητικό) και η μεταβολή στο συνολικό εμπόριο μετρημένη σε SDR (θετικό). Χρησιμοποιείται επίσης μία ψευδομεταβλητή η οποία στο 3^ο τρίμηνο 1982 παίρνει την τιμή 1 και σε όλες τις άλλες χρονικές στιγμές την τιμή 0, και αυτό γιατί ήταν προεκλογική περίοδος κάτι που στο πολιτικά ασταθές Μεξικό σήμαινε πιθανή κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών.

Τα αποτελέσματα για το μοντέλο I που περικλείει όλες τις παραπάνω μεταβλητές είναι ικανοποιητικά καθώς όλες έχουν τα αναμενόμενα πρόσημα και είναι στατιστικά σημαντικές. Στο μοντέλο II η μεταβλητή της σχετικής απόδοσης διαιρείται σε δύο, μία η οποία έχει μόνο τις θετικές τιμές αλλιώς 0 και μία δεύτερη που έχει μόνο τις αρνητικές τιμές αλλιώς 0. Εξετάζεται η

υπόθεση ότι οι θετικές επιδράσεις είναι πολύ πιο σημαντικές από τις αρνητικές. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι αρνητικές μεταβολές δεν έχουν σχεδόν καμία επίδραση. Στο μοντέλο III οι αρνητικές μεταβολές παραλείπονται εντελώς. Το μοντέλο μας δίνει ότι το μέγεθος της συνολικής κεφαλαιακής εκροής την εξεταζόμενη περίοδο ήταν 21.474 εκατομμύρια SDR, που είναι πολύ κοντά στα 21.334 εκατομμύρια που μετρήθηκαν.

Ο **Cuddigton (1987)** χρησιμοποιώντας ένα μικρό δείγμα τεσσάρων λατινοαμερικάνικων χωρών με ετήσιες παρατηρήσεις για την περίοδο 74-82 βρήκε ότι η υπερτίμηση του νομίσματός τους ήταν σημαντικός παράγοντας για την αύξηση της φυγής κεφαλαίων. Ο **Pastor (1990)** με ένα δείγμα οκτώ λατινοαμερικάνικων χωρών για την περίοδο 73-87 κατέληξε στο ότι η διαφορά των επιτοκίων, ο πληθωρισμός, η διαθεσιμότητα ξένων κεφαλαίων και η φορολογική πολιτική έχουν σημαντική επίδραση στην φυγή κεφαλαίων. Κατέληξε επίσης στο συμπέρασμα ότι οι συναλλαγματικοί έλεγχοι με στόχο τις κεφαλαιακές εκροές καθυστερούν αυτήν την φυγή και στο ότι αντίθετα, τα σταθεροποιητικά προγράμματα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου δεν φαίνονται να έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στο να την εμποδίσουν.

Οι λύσεις που προτείνονται από την βιβλιογραφία για το πρόβλημα της φυγής κεφαλαίων χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. Στην πρώτη βρίσκονται εκείνες που σκοπεύουν στην αύξηση των επενδύσεων γενικότερα, με την δημιουργία του κατάλληλου επενδυτικού περιβάλλοντος, χρησιμοποιώντας τις κατάλληλες μακροοικονομικές πολιτικές. Σωστές μακροοικονομικές πολιτικές και οι κατάλληλες θεσμικές μεταρρυθμίσεις είναι τα σημαντικότερα στοιχεία για την λύση του προβλήματος. Άλλο κρίσιμο στοιχείο είναι η επίδειξη αποφασιστικότητας και συνέπειας στην εφαρμογή των απαραίτητων συναλλαγματικών, νομισματικών και δημοσιονομικών πολιτικών. Ο σημαντικός ρόλος των κατάλληλων αυτών πολιτικών και μεταρρυθμίσεων έχει αποδειχτεί από την πρόσφατη εμπειρία πολλών λατινοαμερικάνικων χωρών.

Στην δεύτερη ανήκουν αυτές που στοχεύουν στον επαναπατρισμό των διαφυγόντων κεφαλαίων και στην παρεμπόδιση της συνέχισης της φυγής. Τέτοιες πολιτικές είναι οι έλεγχοι στην διακίνηση των κεφαλαίων, οι οποίοι όμως είχαν μόνο βραχυχρόνια αποτελέσματα. Αγνοείται η πιθανή υποκατάσταση των επενδύσεων από την κατανάλωση και την αποταμίευση με

την μορφή ακινήτων, που έχουν μικρή επίδραση στην παραγωγική ικανότητα. Καθώς αυτοί οι έλεγχοι αποτελούν στρέβλωση, μακροχρόνια μειώνουν τα πραγματικά κεφάλαια διαθέσιμα για επενδύσεις. Άλλο μέτρο είναι τα debt-equity swaps, τα οποία όμως είναι αποτελεσματικά στον επαναπατρισμό των διαφυγόντων κεφαλαίων μόνο όταν αυτές οι συμφωνίες γίνονται στα πλαίσια της κατάλληλης νομισματικής πολιτικής, όπως έδειξε η αποτυχία τέτοιων προγραμμάτων σε αρκετές χώρες. Τέλος πολλές χώρες επέτρεψαν τις καταθέσεις σε ξένο συνάλλαγμα στο εσωτερικό της χώρας από τους κατοίκους. Όμως και εδώ είναι απαραίτητη η ταυτόχρονη εφαρμογή των κατάλληλων μακροοικονομικών πολιτικών και θεσμικών μεταρρυθμίσεων, γιατί μη αποτελεσματική εφαρμογή τους συνεπάγεται δυσκολίες.

Από την βιβλιογραφία προτάθηκαν και εφαρμόστηκαν και μια σειρά **άλλες πολιτικές** με κύριο σκοπό τον επαναπατρισμό των διαφυγόντων κεφαλαίων. Όπως για παράδειγμα οι διακρατικές φορολογικές συνθήκες, που όμως όπως αποδείχτηκε είναι δύσκολο να εφαρμοστούν. Άλλο όργανο τέτοιας πολιτικής είναι η παροχή φορολογικής αμνηστίας. Η προσδοκία όμως νέων μελλοντικών αμνηστεύσεων μειώνει την κανονική φορολογική είσπραξη και παραδόξως υποκινεί την αύξηση της φυγής των κεφαλαίων τις περιόδους που δεν υπάρχουν τέτοια προγράμματα σε εφαρμογή.

Οι David B. Gordon και Ross Levine (1989) ασκούν και αυτοί παρόμοια **κριτική**. Όσον αφορά την πρώτη κατηγορία λύσεων η απλή εξάλειψη των πολιτικών που ξεκίνησαν την διαδικασία δεν αρκεί για τον επαναπατρισμό των κεφαλαίων ή για την αύξηση των επενδύσεων, καθώς οι επενδυτές θα αντιληφθούν ότι οι θεμελιώδεις λόγοι που οδήγησαν στην αρχική υιοθέτηση των πολιτικών αυτών δεν έχουν εξαιρεθεί και θα αναμένουν την επανεμφάνισή τους. Όσον αφορά την δεύτερη κατηγορία λύσεων οι πολιτικές που προτείνονται κινούνται προς λάθος κατεύθυνση. Η βασική λογιστική ότι το κεφάλαιο που δεν επενδύεται στο εξωτερικό θα αυξήσει ένα προς ένα τις εγχώριες επενδύσεις αγνοεί την αντικατάσταση με την κατανάλωση και την υποκατάσταση ξένων με εγχώριους επενδυτές. Επιπλέον, όπως έχει αποδειχτεί, οι περιορισμοί και οι έλεγχοι βλάπτουν την ανάπτυξη.

Παρόλα αυτά υπάρχει μία άποψη, που υποστηρίζεται από πολλούς (**Krugman**), ότι είναι απαραίτητη σε περιόδους κρίσεων η εξασφάλιση στις

χώρες που αντιμετωπίζουν έντονο πρόβλημα μίας περιόδου ηρεμίας, με την εμπόδιση της φυγής κεφαλαίων μέσω της επιβολής ελέγχων και περιορισμών, για ένα μικρό, όμως, χρονικό διάστημα. Οι απόψεις, για τα μέτρα που θα μπορούσαν να ληφθούν, εκτείνονται από την εθελοντική λήψη μέτρων εκ μέρους των πιστωτών έως την πλήρη απαγόρευση και έλεγχο όλων των εκροών κεφαλαίου από την χώρα η οποία αντιμετωπίζει το πρόβλημα.

Οι εκτιμήσεις για το ύψος των διαφυγόντων κεφαλαίων που δίδονται από τους διάφορους τρόπους μέτρησης και ορισμούς διαφέρουν σημαντικά. Όλες οι μέθοδοι μέτρησης, ωστόσο έχουν ένα κοινό αρχικό σημείο, και αυτό είναι το ισοζύγιο πληρωμών. Η ταυτότητα του ισοζυγίου πληρωμών μας δίνει ότι οι ιδιωτικές κεφαλαιακές ροές μαζί με τα λάθη και τις παραλήψεις ισούνται με το αρνητικό άθροισμα των *current account deficit*, *net equity flows*, *increases in reserves*, και άλλα μακροχρόνια κεφάλαια του επίσημου εγχώριου τομέα. Από τις δύο πλευρές της εξίσωσης συνάγεται το μέγεθος της φυγής κεφαλαίων. Όμως στην αριστερή πλευρά οι αναλυτές δεν έχουν άλλη πηγή για τις περισσότερες μεταβλητές από το ισοζύγιο πληρωμών. Αντίθετα στην δεξιά πλευρά μπορούν να βρουν πληροφορίες και από άλλες πηγές.

Εμμесоι μέθοδοι μέτρησης:

Residual Method: Αυτή η μέθοδος μετράει την φυγή κεφαλαίων όπως και παραπάνω μόνο που δεν χρησιμοποιεί δεδομένα μόνο από το ισοζύγιο πληρωμών. Μετρά την διαφορά μεταξύ των πηγών των κεφαλαίων και των χρήσεων αυτών. Στις πηγές των κεφαλαίων περιλαμβάνονται όλες οι καθαρές επίσημες εισροές κεφαλαίων και οι καθαρή ροή FDI. Οι χρήσεις των κεφαλαίων περιλαμβάνουν το έλλειμμα του *current account* και τις αυξήσεις στα αποθέματα. Φυγή κεφαλαίων υπάρχει όταν οι πηγές των κεφαλαίων υπερβαίνουν τις χρήσεις. Το αντίστροφο συμβαίνει με την ανεστραμμένη φυγή κεφαλαίων. Μια παραλλαγή αυτής είναι **η μέθοδος του Cline** η οποία εξαιρεί από αυτήν την απόκτηση βραχυπρόθεσμων ξένων περιουσιακών στοιχείων από το τραπεζικό σύστημα και τις νομισματικές αρχές, το επανεπενδυημένο επενδυτικό εισόδημα από τραπεζικές καταθέσεις που βρίσκεται ήδη στο εξωτερικό και το εισόδημα από τον τουρισμό και άλλες συνοριακές συναλλαγές.

The Dooley Method: Μετράει το ύψος των ξένων περιουσιακών στοιχείων που ανήκουν σε ιδιώτες, και των οποίων το παραγόμενο εισόδημα δεν

δηλώνεται στις εγχώριες αρχές. Χρησιμοποιεί τις αναγνωρισμένες κεφαλαιακές εκροές από το ισοζύγιο πληρωμών και κάνει τρεις προσαρμογές για να συμπεριλάβει και τις μη καταγεγραμμένες. Πρώτον προσθέτει τα λάθη και τις παραλήψεις. Μετά προσθέτει την διαφορά μεταξύ της ετήσιας μεταβολής στο εξωτερικό χρέος (από την World Bank) και το μακροχρόνιο κεφάλαιο του επίσημου εγχώριου τομέα. Ο Dooley υποθέτει ότι ολόκληρη η διαφορά χρησιμοποιείται για την απόκτηση ξένων περιουσιακών στοιχείων από ιδιώτες. Έπειτα υπολογίζει το ύψος των external assets που μας δίνει το Investment Income χρησιμοποιώντας ένα διεθνές επιτόκιο (π.χ. του μονοετούς αμερικανικού Treasury bill). Η διαφορά μεταξύ του ποσού που υπολογίστηκε παραπάνω και αυτού, είναι το stock του διαφυγόντος κεφαλαίου. Παρόλο που η μέθοδος του Dooley και η Residual Method μοιάζουν τελείως διαφορετικές, όπως δείχνουν οι Claessens και Naude (1993), στην πραγματικότητα είναι αρκετά όμοιες και για αυτό τα αποτελέσματά τους διαφέρουν ελάχιστα.

Άμεσοι μέθοδοι μέτρησης:

Hot Money Methods: Η φυγή κεφαλαίων είναι το αρνητικό άθροισμα των καθαρών λαθών και παραλήψεων συν το ιδιωτικό βραχυπρόθεσμο κεφάλαιο, όπως αυτό υπολογίζεται από το ισοζύγιο πληρωμών. Επειδή το τελευταίο υπολογίζεται διαφορετικά σε κάθε χώρα, έχουν αναπτυχθεί 3 ξεχωριστά μέτρα.

Trade Misinvoicing: Η υποτιμολόγηση των εξαγωγών και η υπερτιμολόγηση των εισαγωγών μπορεί να κρύβουν φυγή κεφαλαίων, η διαφοράς στις στατιστικές μεταξύ της χώρας και των κυριότερων εμπορικών της εταιρών μπορούν να βοηθήσουν στην μέτρησή της. Οι εισαγωγές προσαρμόζονται προς τα κάτω κατά την αναλογία CIF/FOB της χώρας, ώστε να γίνουν συγκρίσιμες με τις εξαγωγές. Προσθέτοντας το Trade Misinvoicing σε κάποια από τα προηγούμενα μέτρα δημιουργούνται καινούρια.

Οι Gordon και Levine (1989) ασκούν έντονη **κριτική** στις προτεινόμενες από την βιβλιογραφία **μεθόδους μέτρησης** της φυγής κεφαλαίων. Κατά αυτούς, προκειμένου να ερμηνευτούν οι παρατηρούμενες κεφαλαιακές εκροές ως άμεσες απώλειες αποτελεσματικών επενδύσεων είναι απαραίτητο να γίνουν οι επόμενες υποθέσεις ανάλογα με τον τρόπο μέτρησης. Για τα μέτρα που βασίζονται στο κίνητρο πρέπει να υποθέσουμε: α) ότι αυτά τα μέτρα αξιόπιστα απομονώνουν και δείχνουν τις εκροές που οφείλονται σε στρεβλώσεις και β) ότι

οι μεταβολές σε αυτές τις μετρήσεις προκαλούν ή δείχνουν αλλαγές στην αποτελεσματικότητα του εγχώριου κεφαλαίου. Όσο για τα "γενικά" μέτρα πρέπει να υποθέσουμε ότι μεταβολές στις μετρήσεις: α) αξιόπιστα αντανακλούν μεταβολές στις εκροές κεφαλαίων εξαιτίας στρεβλώσεων και αυτές με τη σειρά τους προκαλούν ή δείχνουν αλλαγές στην αποτελεσματικότητα της εγχώριας κεφαλαιακής διάρθρωσης και β) ότι αξιόπιστα υποδεικνύουν γενικότερες μετακινήσεις των αποτελεσματικών επενδύσεων και στην εθνική ευημερία.

Βασίζόμενοι στις παραπάνω υποθέσεις, οι Gordon και Levine καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι είναι αδύνατο να εκτιμηθεί το ύψος της φυγής κεφαλαίων λόγω σοβαρών προβλημάτων με τα δεδομένα και της αδυναμίας διαχωρισμού μεταξύ κανονικών και μη κανονικών εκροών. Αρχίζοντας από τα μέτρα που βασίζονται στα κίνητρα, τα *hot money* μέτρα θεωρούνται ότι υποτιμούν το μέγεθος των εκροών λόγω στρεβλώσεων γιατί: α) η υποτιμολόγηση και υπερτιμολόγηση που συμπεριλαμβάνουν μεγάλο μέρος της φυγής των κεφαλαίων δεν περιλαμβάνονται στα λάθη και τις παραλείψεις, β) δεν υπάρχει μεγάλος διαχωρισμός ρευστότητας μεταξύ βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων securities λόγω της διαπραγμάτευσής τους στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές και γ) δεν συμπεριλαμβάνει τις αγορές στο εξωτερικό ακινήτων και μετοχών. Όσον αφορά το μέτρο του Dooley, το πρόβλημα εδώ βρίσκεται στο ότι ως φυγή κεφαλαίων θεωρούνται μόνο η μη αναφερόμενες εκροές, που όμως είναι ένα μόνο συστατικό της, ενώ υπάρχουν ακόμα πολλά στατιστικά προβλήματα. Όλα αυτά καθιστούν το μέτρο μη χρήσιμο οικονομικό δείκτη. Στα "γενικά" μέτρα η μέθοδος των καταλοίπων έχει με τη σειρά της πολλά στατιστικά προβλήματα όπως το ότι δεν υπάρχει ξεκάθαρος λόγος γιατί οι επενδύσεις στο εξωτερικό από τράπεζες δεν περιλαμβάνονται στις μετρήσεις. Μαζί με άλλα προβλήματα μειώνουν την εμπιστοσύνη που πρέπει να δείχνουμε σε αυτά τα μέτρα.

Διαπιστώνουν επίσης, ότι καμία θεωρητική ή εμπειρική απόδειξη δεν υπάρχει ώστε να δεχτούμε ότι οι κανονικές εκροές κεφαλαίων είναι τόσο σταθερές ώστε οι οποιοσδήποτε αλλαγές στα γενικά μέτρα να αποτελούν συνεπείς εκτιμήσεις των μεταβολών στις εκροές λόγω στρεβλώσεων. Παραθέτουν δε τέσσερις περιπτώσεις όπου δείχνεται ότι η σχέση μεταξύ των εκροών κεφαλαίου και της συνολικής εγχώριας επένδυσης μπορεί να είναι είτε θετική είτε αρνητική. Αλλά ακόμα και όταν η κατεύθυνση της συσχέτισης είναι

γνωστή αυτό δεν αρκετό για να δείξει αν οι αλλαγές είναι αποτελεσματικές ή όχι. Τέλος, καθώς η πολύπλοκη και δυναμική διαδικασία της ανάπτυξης, των τεχνολογικών αλλαγών και της πολιτικής εξέλιξης δημιουργούν μια πλούσια γκάμα κεφαλαιακών ροών, δεν υπάρχει κανένας λόγος να περιμένουμε ότι τα γενικά μέτρα της φυγής κεφαλαίων θα δείχνουν αξιόπιστα είτε το επίπεδο είτε την αποτελεσματικότητα της εγχώριας κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Στην εργασία τους οι **Claessens και Naude (1993)** χρησιμοποίησαν στοιχεία από το IMF Balance of Payments Yearbook και το World Bank Debtor Reporting System. Εξέτασαν την περίοδο 1975-1990 ένα δείγμα 84 χωρών, των οποίων το GDP το 1990 ήταν το 75% του GDP όλων των αναπτυσσόμενων χωρών. Τα αποτελέσματα των Residual και Dooley μεθόδων ήσαν παρόμοια. Η μεγαλύτερη μεταβλητότητα της δεύτερης οφείλεται στις μεταβλητές των δεδηλωμένων κερδών και του διεθνούς επιτοκίου. Οι διαφορές που παρουσιάστηκαν μεταξύ της Residual και των Hot Money μεθόδων οφείλονται στα διαφορετικά μεγέθη του IMF και της World Bank για το δημόσιο χρέος. Άλλο ενδιαφέρον συμπέρασμα ήταν ότι το πρόβλημα δεν είναι μεγάλο πλέον μόνο στην Λατινική Αμερική, αλλά αφορά πολύ περισσότερες χώρες σε πολλές γεωγραφικές περιοχές.

Στην δική της εργασία η **Rojas-Suarez** χρησιμοποιεί την μέθοδο μέτρησης του Dooley για να εκτιμήσει το ύψος των διαφυγόντων κεφαλαίων από αναπτυσσόμενες χώρες, που παρουσίασαν κατά το πρόσφατο παρελθόν προβλήματα στην εξυπηρέτηση του εξωτερικού τους χρέους, για την περίοδο 1977-88. Το σύνολο των διαφυγόντων κεφαλαίων έφτασε από τα 47 δις. δολ. στα τέλη του 1978 στα 184 δις. δολ. στα τέλη του 1988. Ο ρυθμός μεταβολής, όμως, δεν ακολούθησε κατά την ίδια περίοδο ένα σταθερό σχέδιο. Μπορούμε να κατανοήσουμε καλύτερα την σημασία της φυγής κεφαλαίων σε σχέση με την εξωτερική χρηματοοικονομική κατάσταση της χώρας αν αναλύσουμε την αναλογία των διαφυγόντων κεφαλαίων προς το συνολικό εξωτερικό χρέος. Την περίοδο 78-82 αυτή η αναλογία μειώθηκε από το 42% στο 38%, ενώ την περίοδο 83-88 αυξήθηκε από 43% σε 51%. Ένα σημαντικό εύρημα της έρευνας ήταν ότι η συνέχιση της φυγής κεφαλαίων μετά το 82 μαζί με την μείωση των εξωτερικών δανειών είχαν ως αποτέλεσμα την μείωση των εισαγωγών, πράγμα που περιόρισε την ανάπτυξη.

Η εργασία του Loukine παρουσιάζει τις πιο πρόσφατες (1998) εκτιμήσεις, από Ρώσους, για το **μέγεθος της φυγής κεφαλαίων από την Ρωσία** και προσπαθεί να την εκτιμήσει χρησιμοποιώντας στοιχεία από τις στατιστικές του IMF και της Goskomstat. Η διαδικασία της οικονομικής μεταβολής στις δημοκρατίες της πρώην Ε.Σ.Σ.Δ. συνάντησε πολλές δυσκολίες και εμπόδια. Η συνεχής και μαζική φυγή κεφαλαίων θεωρείται ως ένα από τα προβλήματα που σχετίζεται με την προσπάθεια της ρωσικής οικονομίας να εξελιχτεί. Η φυγή κεφαλαίων δεν είναι μόνο αιτία αλλά και αποτέλεσμα των θεσμικών αδυναμιών που είναι χαρακτηριστικές της σημερινής ρωσικής οικονομίας. Δεν είναι τυχαίο ότι έχει αναδειχτεί και σε πεδίο πολιτικών διαζυφισμών.

Ακολουθούν οι πιο έγκυρες, κατά τον Loukine, **εκτιμήσεις** για το ύψος της φυγής κεφαλαίων από Ρώσους ερευνητές. Ο Makarevich (1996) εκτιμά το ετήσιο ύψος σε 20 με 30 δις. δολ., ο Grigoryev (1996) σε 10 δις. δολ., ο Hodon (1995) σε 10 με 12 δις. δολ. ενώ τα πιο αναλυτικά στοιχεία τα παρουσιάζει ο Illarionov (1996), ο οποίος ορίζει ως φυγή κεφαλαίων το παράνομο κομμάτι αυτής της εκροής, και το εκτιμά σε 2 με 7 δις. δολ. ετησίως. Ο Kokunov, αντιπρόεδρος της ομοσπονδιακής υπηρεσίας ελέγχου του συναλλάγματος και των εξαγωγών, εκτιμά το συνολικό διαφυγόν κεφάλαιο της περιόδου 1990-1996 σε 120 με 150 δις. δολ., από τα οποία 50 με 60 δις. δολ. διακινήθηκαν μέσω εγκληματικών οδών. Για να εκτιμηθούν η σπουδαιότητα του φαινομένου και ο ρεαλισμός των αριθμών που αναφέρθηκαν, εκτιμάται το ΑΕΠ της Ρωσίας σε δολάρια. Τα προαναφερθέντα μεγέθη εμφανίζονται ως σημαντικά ως προς το μέγεθος της ρωσικής οικονομίας, εάν όμως κοιτάσουμε το σύνολο των επενδεδυμένων κεφαλαίων, που εκτιμάται σε 2.695 δις. δολ., και πάρουμε αυτό το νούμερο ως όριο, τότε το πρόβλημα δεν εμφανίζεται τόσο μεγάλο.

Το θέμα του **ορισμού** εξετάζεται από τον Loukine συγκεκριμένα για την Ρωσία. Η περισσότερο αναφερόμενη αιτία δημιουργίας φυγής κεφαλαίων είναι η ύπαρξη καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών σε συνδυασμό με ένα υπερτιμημένο εγχώριο νόμισμα. Τέτοιο καθεστώς όμως δεν ισχύει στην Ρωσία (το 1998 που δημοσιεύτηκε η εργασία, πάντα κατά τον συγγραφέα) και οι υπάρχουσες στατιστικές δεν μπορούν να υποστηρίξουν την άποψη για ένα υπερτιμημένο ρούβλι. Είναι επίσης αδύνατο να υποστηρίξει κανείς ότι τα επιτόκια στη Ρωσία είναι υψηλά. Είναι φανερό ότι παράγοντες όπως οι υψηλοί και αβέβαιοι φόροι, το γενικότερο επενδυτικό κλίμα και η πολιτική

αβεβαιότητα στη χώρα οφείλονται για την φυγή. Ο συγγραφέας έπειτα από μία επισκόπηση της βιβλιογραφίας καταλήγει στο ότι στην φυγή κεφαλαίων συμπεριλαμβάνονται όλες οι εκροές από ιδιώτες, άτομα ή επιχειρήσεις, ιθαγενείς ή ξένους, που γίνονται χωρίς την εκπεφρασμένη άδεια των ρωσικών αρχών, ανεξαρτήτως από την πηγή του εισοδήματος και το είδος της επένδυσης. Συμπεριλαμβάνει επίσης όλες τις ποσότητες ξένου συναλλάγματος που κρατείται μέσα στην Ρωσία, αλλά εκτός του επίσημου τραπεζικού συστήματος.

Για την **εκτίμηση** χρησιμοποιήθηκαν οι λογαριασμοί του ισοζυγίου πληρωμών όπως εμφανίζονται σε επίσημες ρωσικές εκδόσεις και σε εκδόσεις του IMF. Ένα μειονέκτημα των πηγών αυτών είναι ότι μπορεί να υπάρχουν ανακρίβειες στις αρχικές πηγές. Υπάρχουν ακόμα σημαντικά λάθη στα αναφερθέντα ποσά για τις εξαγωγές και τις εισαγωγές. Συνήθως γίνεται η υπόθεση ότι το ποσό ξένου συναλλάγματος σε μετρητά που βρίσκεται στα χέρια του ευρύτερου κοινού είναι σχετικά πολύ μικρό, αυτό όμως δεν συμβαίνει στη Ρωσία για αυτό και συμπεριλήφθηκε στον υπολογισμό. Άλλο πρόβλημα είναι επίσης ότι τα στοιχεία του ρωσικού ισοζυγίου πληρωμών για τα έτη 1992 και 1993 δεν συμπεριλαμβάνουν τις συναλλαγές με τις υπόλοιπες δημοκρατίες της τότε Κοινοπολιτείας. Μεγάλο πρόβλημα αποτελεί επίσης το γεγονός ότι είναι εντελώς αδύνατο να συγκριθούν τα στοιχεία του IMF με αυτά της Goskomstat, καθώς χρησιμοποιούν εντελώς διαφορετικό τρόπο ομαδοποίησης των δεδομένων. Τέλος για να ληφθούν υπόψη οι ανακρίβειες αναφορές που αφορούν τις τρέχουσες συναλλαγές, τα ποσά στο λογαριασμό "καθαρά λάθη και παραλήψεις" συνυπολογίζονται στην φυγή κεφαλαίων.

Με βάση τα στοιχεία του IMF τα διαφυγόντα κεφάλια έφταναν στα 21,3 δις. δολ. το χρόνο την περίοδο 1992-1997 και το σύνολο των διαφυγόντων κεφαλαίων τα 127,8 δις. δολ.. Μια ελαφριά κάμψη που παρατηρείται το 1995 σε σχέση με το 1994 οφείλεται στις αισιόδοξες τότε προβλέψεις για το μέλλον της ρωσικής οικονομίας. Ενώ μία μεγάλη αύξηση το 1996 οφείλεται στην πολιτική αβεβαιότητα που συνόδευε τις προεδρικές εκλογές. Από τα ρωσικά στοιχεία οι καλύτερες πληροφορίες δίνονται για το 1995, οπότε τα διαφυγόντα κεφάλια υπολογίστηκαν στα 18,2 δις. δολ., ποσό μεγαλύτερο από αυτό που υπολογίστηκε από τα στοιχεία του IMF για την ίδια χρονιά. Πάντως συνολικά οι εκτιμήσεις που βασίζονται στα στοιχεία του IMF εμφανίζονται πιο ρεαλιστικά. Οι Ρώσοι επίσημοι βρέθηκε ότι είχαν εκτιμήσει ακριβέστερα το ύψος των

διαφυγόντων κεφαλαίων κατά την μεταβατική περίοδο, που σύμφωνα με τους υπολογισμούς του συγγραφέα κυμαίνεται μεταξύ 127 και 158 δις. δολ..

Τα τελευταία χρόνια το πρόβλημα της φυγής κεφαλαίων ήταν ιδιαίτερα έντονο και υπήρξε θέμα προβληματισμού και συζητήσεων σε δύο κυρίως χώρες, την **Ρωσία και την Κίνα**. Σε αυτές τις δύο χώρες αναφέρεται και η εργασία του Terry Sicular (1998). Στην Ρωσία τόσο οι ξένοι όσο και οι Ρώσοι δείχνουν απρόθυμοι να επενδύσουν στην χώρα, με αποτέλεσμα μικρές εισροές ξένων επενδύσεων και μεγάλη φυγή κεφαλαίων, ενώ στην Κίνα οι εισροές ξένων κεφαλαίων είναι μεγάλες αλλά το ίδιο είναι και η φυγή κεφαλαίων. Εξετάζοντας την σχέση μεταξύ της φυγής κεφαλαίων και των εισροών FDI στην Κίνα και την Ρωσία μπορούν να απαντηθεί το ερώτημα αν διευκολύνουν οι εισροές ξένων επενδύσεων την φυγή κεφαλαίων.

Το να εκτιμήσει κανείς το ύψος είτε των ξένων επενδύσεων είτε της φυγής κεφαλαίων για τις δύο χώρες και πολύ περισσότερο να τα συγκρίνει είναι ιδιαίτερα δύσκολο λόγω είτε μη διαθεσιμότητας των απαραίτητων στατιστικών στοιχείων είτε της αναξιοπιστίας τους. Παρόλα αυτά, τα στοιχεία δείχνουν ότι η Κίνα από το 1990 γνώρισε μία άνευ προηγουμένου αύξηση των εισροών ξένου κεφαλαίου. Μεταξύ 1991 με 1995 οι εισροές FDI δεκαπλασιάστηκαν. Εκτιμήσεις για το ύψος της φυγής κεφαλαίων είναι διαθέσιμες από μία έρευνα του Gunter (1996). Χρησιμοποιεί δύο τρόπους για την εκτίμηση, ο πρώτος είναι η hot money μέθοδος, ενώ η δεύτερη είναι η μέθοδος των καταλοίπων. Οι εκτιμήσεις με την δεύτερη μέθοδο δείχνουν ότι στη δεκαετία του 80 η φυγή κεφαλαίων κυμαινόταν μεταξύ 0 και 8 δισεκατομμυρίων δολαρίων το χρόνο ενώ από τις αρχές της δεκαετίας του 90 έφτασαν τα 10 με 25 δις. δολ.. Τα νούμερα αυτά δείχνουν ότι η Κίνα στις αρχές της δεκαετίας του 90 γνώρισε μεγάλες και ταυτόχρονες αυξήσεις τόσο στις ξένες επενδύσεις όσο και στην φυγή κεφαλαίων. Για την Ρωσία οι εισροές ξένων κεφαλαίων παρουσιάζουν μεγάλη διακύμανση χωρίς ξεκάθαρη τάση, ενώ και οι εκτιμήσεις για την φυγή κεφαλαίων ποικίλουν, γενικά, όμως, πέφτουν όλες στην κατηγορία των 10 με 25 δις. δολ. ετησίως. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις το ύψος της φυγής κεφαλαίων είναι περίπου το ίδιο για τις δύο χώρες, αλλά το ύψος των ξένων επενδύσεων στη Ρωσία είναι μηδαμινό μπροστά σε αυτό της Κίνας.

Συγκρίνοντας τις εισροές ξένων κεφαλαίων και την φυγή κεφαλαίων με το ύψος του ΑΕΠ κάθε χώρας καθώς και με το επίπεδο των αποταμιεύσεων και των συνολικών επενδύσεων βλέπουμε την σχετική σπουδαιότητά τους. Από τα τέλη της δεκαετίας του 80 το ΑΕΠ της Κίνας αυξάνει συνεχώς, ενώ της Ρωσίας πέφτει, το ίδιο συμβαίνει και με το επίπεδο των αποταμιεύσεων και των επενδύσεων. Στην Κίνα η σχετική σπουδαιότητα του ξένου κεφαλαίου σε σχέση με τις εγχώριες επενδύσεις αυξήθηκε, από τα μέσα της δεκαετίας του 90 το ξένο κεφάλαιο συνεισφέρει περίπου το 15% των συνολικών επενδύσεων. Στη Ρωσία αντίθετα οι εισροές ξένου κεφαλαίου παρέμειναν σε επίπεδο κάτω του 5% του ΑΕΠ και είναι μικρές σε σχέση με το σύνολο των επενδύσεων. Το ύψος της φυγής κεφαλαίων από την Κίνα αυξήθηκε σε σχέση με το ΑΕΠ αποδεικνύοντας ότι ένα σημαντικό μέρος των εγχώριων αποταμιεύσεων βγαίνει εκτός χώρας. Τα διαθέσιμα στοιχεία για τη Ρωσία δείχνουν ότι το ύψος των διαφυγόντων κεφαλαίων ήταν κατά κάτι μικρότερο σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας.

Οι **επενδυτικές συνθήκες** το ίδιο διάστημα στις δύο χώρες ήταν σημαντικά διαφορετικές. Η μακροοικονομική απόδοση της Ρωσίας ήταν άσχημη, μηδαμινή αύξηση του ΑΕΠ, χαμηλή εγχώρια ζήτηση, υψηλός πληθωρισμός και απρόβλεπτες συναλλαγματικές διακυμάνσεις. Αντίθετα η Κίνα γνώρισε συνεχόμενη γρήγορη αύξηση του ΑΕΠ, η οποία μαζί με το αυξανόμενο εισόδημα των νοικοκυριών, τις σχετικά σταθερές τιμές και συναλλαγματικές ισοτιμίες έκαναν την Κίνα ένα ελκυστικό στόχο τόσο για τους ξένους όσο και για τους ντόπιους επενδυτές. Σε αυτό συνέβαλλε και η σταθερότητα που επιδείχτηκε στην επίτευξη της οικονομικής μεταρρύθμισης και η σταθερή πολιτική κατάσταση κάτι που δεν υπήρξε στην περίπτωση της Ρωσίας. Το αποτέλεσμα είναι η Κίνα να θεωρείται ένα χαμηλού ρίσκου επενδυτικό περιβάλλον σε σχέση με την Ρωσία που το 1994 κατατάχτηκε από πλευράς επενδυτικού κινδύνου καλύτερη μόνο από το Ιράκ.

Όσον αφορά την προνομιακή μεταχείριση των ξένων επενδυτών η Κίνα έχει εφαρμόσει τέτοιες πολιτικές κατά κόρον. Με τέτοιες μεθόδους ο κίνδυνος και οι αποδόσεις των επενδύσεων από ξένους διαφέρουν από αυτές των εγχώριων επενδυτών. Τα μέτρα αυτά στην Κίνα ήταν προφανώς τόσο αποτελεσματικά, ώστε να υπάρχουν αποδείξεις ότι πολλοί Κινέζοι μεταφέρουν τα χρήματά τους στο εξωτερικό μόνο για να τα ξαναφέρουν πίσω "μεταμφιεσμένα" σε ξένα κεφάλαια. Το ποσό αυτών των ανακυκλώσιμων κεφαλαίων η World Bank το

εκτίμησε για το 1992 στο 25% του συνόλου των ξένων επενδύσεων. Στην Κίνα η αύξηση του ΑΕΠ οδήγησε στην αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος για επενδύσεις, όμως οι επενδυτικές επιλογές παρέμειναν οι ίδιες και λόγω των χαμηλών αποδόσεων δεν ήταν ιδιαίτερα θελκτικές. Μπροστά σε περιορισμένες λοιπόν επιλογές οι Κινέζοι επενδυτές έχουν ένα κίνητρο να βγάλουν τα κεφάλαιά τους έξω από την χώρα. Για τους ξένους επενδυτές τα πράγματα είναι διαφορετικά, έχοντας στην κατοχή τους διαφοροποιημένα διεθνή χαρτοφυλάκια, μπορούν να βρουν ότι οριακά, επενδύοντας στην Κίνα μπορούν να βελτιώσουν τις αποδόσεις τους σε σχέση με τον κίνδυνο.

Παρόλο που το πρόβλημα της φυγής κεφαλαίων αποδείχτηκε ότι είναι **σημαντικότερο στην Κίνα από ότι στην Ρωσία**, ο μεγαλύτερος θόρυβος φαίνεται να γίνεται για την δεύτερη. Οι λόγοι για αυτό είναι πολλοί. Η μεγάλη εισροή κεφαλαίων στην Κίνα καλύπτει το πρόβλημα σε αντίθεση με την Ρωσία, ενώ επίσης δεν πρέπει να ξεχνάμε την έλλειψη πολιτικής ελευθερίας στην Κίνα. Στην Ρωσία το θέμα έχει πάρει πολιτικές διαστάσεις και αποτελεί πεδίο πολιτικών προστριβών, αντίθετα στην Κίνα το πρόβλημα που περισσότερο φαίνεται να απασχολεί την ηγεσία είναι η εκτεταμένη διαφθορά.

Ο Sicular καταλήγει σε μερικά ενδιαφέροντα ευρήματα και **συμπεράσματα**. Ένας λόγος που η Κίνα είναι πιο ελκυστική είναι η ύπαρξη ενός ενδιάμεσου οικονομικού τομέα ανάμεσα στον κρατικό και τον ιδιωτικό, και οι δύο όχι κατάλληλοι για επενδύσεις σε μία μεταβατική οικονομία. Η εμπειρία της Κίνας αποκαλύπτει ότι η βελτίωση του γενικότερου επενδυτικού κλίματος μπορεί να αποτελεί απαραίτητη συνθήκη για το σταμάτημα της φυγής των κεφαλαίων αλλά όχι αρκετή. Το πρόβλημα θα επιμείνει αν δεν παύσει η προνομιακή μεταχείριση των ξένων επενδυτών και δεν δοθούν περισσότερες και πιο αποδοτικές επενδυτικές επιλογές στους εγχώριους επενδυτές.

3. Εκτιμήσεις του Ύψους της Φυγής Κεφαλαίων

Πρώτος στόχος της εργασίας αυτής είναι ο υπολογισμός του ύψους των διαφυγόντων κεφαλαίων από την Ευρώπη, κατά την δεκαετία του '90. Ακολουθεί μία περιγραφή των πέντε διαφορετικών μέτρων που χρησιμοποιήθηκαν, μερικά ενδιαφέροντα αποτελέσματα και στατιστικά στοιχεία, καθώς και σύγκριση των αποτελεσμάτων μεταξύ των χωρών.

Το πρόβλημα του **ορισμού** του τι ακριβώς μπορεί να χαρακτηριστεί ως φυγή κεφαλαίων, είναι ένας από τους λόγους για την τόσο μικρή μελέτη του φαινομένου για τις Ευρωπαϊκές χώρες. Υπάρχουν πολλές δυσκολίες για τον επακριβή ορισμό και την μέτρηση της εξαρτημένης μεταβλητής. Είναι φανερό ότι είναι δύσκολο να διαχωρισθούν οι εκροές κεφαλαίων που μπορούν να χαρακτηρισθούν ως φυγή κεφαλαίων, δηλαδή οι μη κανονικές κερδοσκοπικές ροές, από τις κανονικές διεθνείς μετακινήσεις του κεφαλαίου. Ένας χρήσιμος ορισμός για την εργασία αυτή είναι ότι η φυγή κεφαλαίων είναι η αντίδραση στην αντιλαμβανόμενη αύξηση της αβεβαιότητας που σχετίζεται με την διακράτηση εγχώριων περιουσιακών στοιχείων (Lessard και Williamson 1987). Θα ήταν χρήσιμο να σημειωθεί, για τους σκοπούς της εργασίας αυτής, ότι ο παραπάνω ορισμός μπορεί να περιλαμβάνει είτε την μόνιμη φυγή πλούτου στο εξωτερικό, είτε τις κερδοσκοπικές κινήσεις για την εξασφάλιση ενός βραχυπρόθεσμου πλεονεκτήματος.

Από τα πολλά **μέτρα**, που προτείνονται από την βιβλιογραφία για την εκτίμηση του ύψους της φυγής κεφαλαίων, σε αυτήν την εργασία χρησιμοποιούνται πέντε. Αυτά επιλέχθηκαν βάση της διαθεσιμότητας των απαραίτητων δεδομένων σε τριμηνιαία βάση και της πληρότητας αυτών. Επίσης είναι φυσικό ότι υπήρχαν προβλήματα ξεχωριστά για την κάθε χώρα, με αποτέλεσμα η χρονική περίοδος εκτίμησης να διαφέρει τόσο από χώρα σε χώρα όσο και από μέτρο σε μέτρο. Για τα δεδομένα και τις πηγές τους γίνεται πιο αναλυτική αναφορά στην ενότητα « Περιγραφή και Πηγές Δεδομένων. », ενώ για το δείγμα των χωρών της Α. Ευρώπης και τη χρονική περίοδο κάλυψης ο αναγνώστης παραπέμπεται στον Πίνακα Ι.

**ΠΙΝΑΚΑΣ Ι : ΔΕΙΓΜΑ ΧΩΡΩΝ & ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ
ΚΑΛΥΨΗΣ**

	HOT MONEY 1	HOT MONEY 2	G	WORLD BANK	W. B. C. N.
ΑΛΒΑΝΙΑ	95:1-99:2	95:1-99:2	95:1-99:2	95:1-99:2	96:1-99:2
ΑΡΜΕΝΙΑ	94:1-98:4	94:1-98:4	93:1-98:4	93:1-98:4	96:1-98:4
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	92:1-99:2	92:1-99:2	91:1-99:2	92:1-99:2	94:1-99:2
ΕΣΘΟΝΙΑ	92:1-99:3	92:1-99:3	92:1-99:3	92:1-99:3	94:1-99:3
ΚΡΟΑΤΙΑ	93:1-99:2	93:1-99:2	93:1-99:2	93:1-99:2	94:1-99:2
ΛΕΤΤΟΝΙΑ	93:1-99:2	93:1-99:2	93:1-99:2	93:1-99:2	94:1-99:2
ΛΕΥΚΟΡΩΣΙΑ	96:1-99:2	96:1-99:2	96:1-99:2	96:1-99:2	96:1-99:2
ΛΙΘΟΥΑΝΙΑ	93:1-99:3	93:1-99:3	93:1-99:3	93:1-99:3	94:1-99:3
ΜΟΛΔΑΒΙΑ	94:1-99:2	94:1-99:2	94:1-99:2	94:1-99:2	94:1-99:2
ΟΥΓΓΑΡΙΑ	91:2-99:2	91:1-99:2	90:1-99:2	91:1-99:2	94:1-99:2
ΟΥΚΡΑΝΙΑ	94:1-99:2	94:1-99:2	94:1-99:2	94:1-99:2	94:1-99:2
ΠΟΛΩΝΙΑ	90:1-95:2	90:1-95:2	90:1-95:2	90:1-95:2	
ΡΟΥΜΑΝΙΑ	91:1-99:2	91:1-99:2	91:1-99:2	91:1-99:2	94:1-99:2
ΡΩΣΙΑ	94:1-99:2	94:1-99:2	94:1-99:2	94:1-99:2	94:1-99:2
ΕΛΟΒΑΚΙΑ	93:1-99:2	93:1-99:2	93:1-99:2	93:1-99:2	95:1-99:2
ΕΛΟΒΕΝΙΑ	92:1-99:3	92:1-99:3	92:1-99:3	92:1-99:3	94:1-99:3
ΤΣΕΧΙΑ	93:1-98:4	93:1-98:4	93:1-98:4	93:1-98:4	94:1-98:4

Τα μέτρα αυτά είναι το Hot Money I, Hot Money II, το Net Errors and Omissions, το μέτρο της World Bank και η παραλλαγή του τελευταίου W.B.C.N.. Τα δύο Hot Money μέτρα είναι άμεσα. Η μέτρηση περιλαμβάνει δύο στοιχεία των λογαριασμών του ισοζυγίου πληρωμών τα οποία προστίθενται, το Net Errors and Omissions και τις μη τραπεζικές ιδιωτικές κεφαλαιακές ροές. Το **Hot Money I** χρησιμοποιεί μόνο τα στοιχεία του ενεργητικού, ενώ το **Hot Money II** την καθαρή θέση. Τέλος από πολλούς συγγραφείς το **Net Errors and Omissions** θεωρείται ότι περιλαμβάνει, πέρα από όντως λάθη και παραλήψεις, και διαφυγόντα κεφάλαια.

Η μέθοδος της **World Bank** ή αλλιώς Residual Method επιχειρεί να μετρήσει την Φυγή Κεφαλαίων έμμεσα, σαν το <<κατάλοιπο>> των <<πηγών>> κεφαλαίων μείον των <<χρήσεων>> κεφαλαίων. Πηγές κεφαλαίων θεωρούνται οι αυξήσεις στην καθαρή χρέωση του επίσημου τομέα και οι καθαρές ροές

Foreign Direct Investment που για την περίπτωση αυτή περιλαμβάνουν και τις επενδύσεις σε equities, όπως τα μεγέθη αυτά δίνονται από το Ισοζύγιο Πληρωμών των χωρών. Οι χρήσεις κεφαλαίου περιλαμβάνουν την χρηματοδότηση του ελλείμματος του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και των αυξήσεων στα αποθέματα (Reserves), όπως δίνονται και πάλι από τα στοιχεία των Ισοζυγίων Πληρωμών. Η παραλλαγή της μεθόδου αυτής, που ονομάζω **W. B. Claessens-Naude** από τα ονόματα των ερευνητών που την πρότειναν και την πρωτοχρησιμοποίησαν, χρησιμοποιεί για πηγή κεφαλαίων αντί την καθαρή χρέωση του επίσημου τομέα, την καθαρή εξωτερική χρέωση της χώρας.

Θα πρέπει να τονιστεί σ' αυτό το σημείο, ότι όλα τα παραπάνω μέτρα έχουν δεχτεί και κάποια κριτική για τα ελαττώματά τους, η οποία αναφέρθηκε στην Έρευνα Βιβλιογραφίας και η οποία δεν παραβλέπεται. Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι τα ποσά αναφέρονται όλα σε εκατομμύρια αμερικανικά δολάρια, τα μεγέθη είναι όλα ροές και τα θετικά πρόσημα σημειώνουν την ύπαρξη εκροών, δηλαδή φυγής κεφαλαίων ενώ τα αρνητικά το αντιστρόφο.

Τα διαγράμματα στο Παράρτημα Α, δείχνουν τις τάσεις σε κάθε χώρα. Ένα πρώτο **συμπέρασμα** είναι ότι δεν φαίνεται να υπάρχει καμία συσχέτιση μεταξύ της φυγής κεφαλαίων από την Ανατολική Ευρώπη και της εισροής κεφαλαίων στην Δυτική Ευρώπη. Το πρόβλημα βρίσκεται στο γεγονός ότι ότι χαρακτηρίζεται ως φυγή κεφαλαίου για τις χώρες της Α. Ευρώπης, για τις χώρες της Δ. Ευρώπης χαρακτηρίζεται ως επενδύσεις στο εξωτερικό. Άλλωστε ακόμα και αν τα διαφυγόντα κεφάλαια από τις ανατολικές χώρες καταλήγουν στις δυτικές, αναζητώντας χαμηλού ρίσκου επενδύσεις, αυτό δεν μπορούν να το δείξουν τα παραπάνω μέτρα, καθώς μπορεί να αυξάνουν ταυτόχρονα και οι εκροές κεφαλαίων από τις δυτικοευρωπαϊκές χώρες προς όλον τον υπόλοιπο κόσμο στην αναζήτηση επενδυτικών ευκαιριών μεγάλων μεν αποδόσεων αλλά και μεγάλου ρίσκου.

Από τα διαγράμματα γίνεται επίσης φανερό ότι και τα πέντε μέτρα δίνουν σε αρκετά μεγάλο βαθμό τις ίδιες τάσεις για το ύψος της φυγής κεφαλαίων. Εξαιρέση αποτελεί ίσως το Net Errors and Omissions το οποίο σε αρκετές περιπτώσεις διαφοροποιείται. Το μέτρο αυτό όμως, όπως έχει αποδειχτεί και από άλλες έρευνες, δεν μπορεί να θεωρηθεί σαν καλός εκτιμητής της φυγής κεφαλαίων.

Χρήσιμα συμπεράσματα μπορούν να εξαχθούν επίσης και από τις **συγκρίσεις των αποτελεσμάτων** μεταξύ των διαφορετικών χωρών αλλά και των διαφορετικών μέτρων εκτίμησης. Φυσικά για να είναι μία τέτοια σύγκριση δυνατή τα απόλυτα μεγέθη θα πρέπει να μετατραπούν σε ποσοστά του **ΑΕΠ**. Κάτι τέτοιο, σε συνδυασμό με τα ήδη υπάρχοντα προβλήματα του δείγματος, μας αναγκάζει να περιορίσουμε την χρονική περίοδο για την οποία θα γίνει η σύγκριση, στο διάστημα από το 1^ο τρίμηνο του 1994 έως το 4^ο τρίμηνο του 1998, δηλαδή σε πέντε χρόνια. Τα ποσοστά για λόγους ευκολίας είναι ετήσια. Η σύγκριση έγινε επίσης, μόνο με βάση τα τέσσερα μέτρα, καθώς εξαιρέθηκε το W.B.C-N το οποίο ήταν διαθέσιμο μόνο για τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης (βλέπε *Περιγραφή και Πηγές Δεδομένων*). Στο δείγμα δεν περιλαμβάνονται επίσης η Αλβανία, η Δανία, η Λευκορωσία, η Πολωνία και η Ελλάδα, λόγω μεγάλων ελλείψεων στα στοιχεία τους για την περίοδο αυτή. Στον Πίνακα II, που ακολουθεί, βλέπουμε το ύψος της φυγής κεφαλαίων ως ποσοστό του ΑΕΠ ανά έτος και ανά μέτρο. Εμφανίζονται τα ποσοστά μόνο για τις χώρες και τα έτη με το μεγαλύτερο πρόβλημα. Για τις χώρες που δεν εμφανίζονται στοιχεία δεν υπήρξε ποτέ σημαντικό πρόβλημα.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΙΙ : Φυγή Κεφαλαίων ως Ποσοστό του ΑΕΠ.

		ΗΜ Ι	ΗΜ ΙΙ	G	W. B.
ΑΡΜΕΝΙΑ					
ΑΥΣΤΡΙΑ					
ΒΕΛΓΙΟ					
ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ	1995	2,870%	5,857%		5,997%
	1996	9,345%	8,253%		
	1997	8,749%	4,929%		
	1998	1,705%			
ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ	1994				
	1995				
	1996	10,569%	10,758%		11,974%
	1997				
	1998				
ΓΑΛΛΙΑ					
ΓΕΡΜΑΝΙΑ					
ΕΣΘΟΝΙΑ	1994				2,120%
	1995	1,371%			
	1996	1,391%			
	1997	2,964%			
	1998	3,115%			
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	1994				
	1995	4,161%	4,161%		
	1996	3,656%	3,656%		4,209%
	1997	1,621%	1,621%		4,947%
	1998	1,834%	1,834%		
ΙΣΛΑΝΔΙΑ	1994		3,119%		3,055%
	1995		3,167%		
	1996				
	1997	2,154%			
	1998				
ΙΣΠΑΝΙΑ					
ΙΤΑΛΙΑ					
ΚΡΟΑΤΙΑ	1994			1,757%	1,591%
	1995				
	1996			2,607%	
	1997				
	1998				
ΛΕΤΤΟΝΙΑ	1994	13,720%	8,998%	13,951%	12,775%
	1995	17,644%	10,534%	14,715%	7,011%
	1996				
	1997				
	1998				
ΛΙΘΟΥΑΝΙΑ					
ΜΟΛΔΑΒΙΑ	1994	15,785%	4,330%	10,028%	5,359%
	1995	9,268%	6,530%		6,700%
	1996	2,666%	1,714%		
	1997				
	1998				4,771%

ΝΟΡΒΗΓΙΑ	1994		2,524%	1,610%	3,975%
	1995	1,931%		2,355%	2,235%
	1996			1,228%	
	1997				1,794%
	1998	2,992%		2,753%	
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	1994				
	1995				
	1996	1,215%		1,210%	
	1997				
	1998	1,900%	1,721%	1,501%	1,282%
ΟΥΓΓΑΡΙΑ					
ΟΥΚΡΑΝΙΑ	1994	2,944%			
	1995	3,174%	1,462%		
	1996	1,447%			
	1997	3,681%	1,405%	1,572%	
	1998	4,770%		1,864%	5,185%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	1994	2,994%	3,605%		
	1995	3,875%	3,451%	3,051%	
	1996	2,134%	1,963%	1,278%	
	1997	3,108%	2,632%	2,138%	
	1998	3,108%	2,939%	1,272%	
ΡΟΥΜΑΝΙΑ					
ΡΩΣΙΑ	1994	5,416%	5,475%		4,810%
	1995	1,450%	3,532%	2,237%	2,267%
	1996	8,501%	8,088%	2,014%	6,188%
	1997	9,751%	8,357%	1,793%	2,692%
	1998	7,945%	6,196%	3,122%	6,577%
ΣΛΟΒΑΚΙΑ	1994				
	1998	1,872%		1,689%	
ΣΛΟΒΕΝΙΑ	1994				
	1995				
	1996	1,220%			
	1997				
	1998	1,853%			
ΣΟΥΗΔΙΑ	1994	5,268%		2,244%	3,528%
	1995	2,262%	2,601%		4,735%
	1996				4,250%
	1997	3,576%		1,654%	
	1998	5,620%		3,625%	
ΤΟΥΡΚΙΑ	1994				2,223%
	1995				
	1996	1,568%			
	1997	1,763%		1,399%	
	1998	1,348%			
ΤΣΕΧΙΑ	1994				
	1995				
	1996	1,433%		1,259%	
ΦΙΛΑΝΔΙΑ	1995	1,800%	2,317%	1,243%	5,227%
	1996				5,410%
	1997	1,403%	1,493%	1,435%	3,664%
	1998	3,674%	2,531%	3,884%	4,786%

Κοιτώντας αυτόν τον πίνακα, καθώς και τα διαγράμματα του Παραρτήματος Α, μπορούμε να κάνουμε ορισμένες διαπιστώσεις για **επεισόδια έντονης φυγής κεφαλαίων** σε ορισμένες χώρες, όπως στην Βουλγαρία και Τσεχία κατά την διάρκεια του 1996, στις Κροατία, Λεττονία, Λιθουανία και Μολδαβία το 1994, για τις τρεις τελευταίες και το 1995 και τέλος στις Εσθονία και Σλοβακία το 1998. Η Ρωσία, όπως και η Ουκρανία, παρουσιάζει έντονο πρόβλημα όλο αυτό το διάστημα με εξαίρεση το 1995 που παρουσιάζεται μία σχετική, βραχυχρόνια όμως, κάμψη. Η Σουηδία και το Βέλγιο-Λουξεμβούργο, για την Δ. Ευρώπη, δείχνουν να έχουν πρόβλημα όλη αυτή την περίοδο, αλλά αυτό μπορεί να οφείλεται σε αύξηση των επενδύσεων στο εξωτερικό. Η Ιρλανδία παρουσιάζει το πιο έντονο πρόβλημα το 1995 και το 1996, ενώ η Φιλανδία το 1997-98, η Πορτογαλία τα έτη 1995 και 1997 και τέλος η Τουρκία το 1997 και μία απότομη αύξηση το 4^ο τρίμηνο του 1998.

Στον Πίνακα III, που ακολουθεί, βλέπουμε το **stock** των διαφυγόντων κεφαλαίων για την περίοδο 1994-1998 τόσο σαν απόλυτα νούμερα όσο και σαν ποσοστό του ΑΕΠ για τις τέσσερις χώρες της Δ. Ευρώπης με το μεγαλύτερο πρόβλημα και για τις αντίστοιχες τέσσερις της Ανατολικής. Στον ίδιο πίνακα βλέπουμε επίσης το ίδιο stock για την Ανατολική, την Δυτική και ολόκληρη την Ευρώπη. Στα διαγράμματα του τελευταίου Πίνακα IV, βλέπουμε τις τάσεις ανά μέτρο και ανά έτος ως ποσοστά του ΑΕΠ, ξεχωριστά για την Ανατολική Ευρώπη και την Δυτική.

ΠΙΝΑΚΑΣ III : Stock Διαφυγόντων Κεφαλαίων 1994-98.

94-98		HOT MONEY 1	HOT MONEY 2	G	W. B.
ΡΩΣΙΑ	<i>Απόλυτο Νούμερο</i>	123631	117716	34350	79881
	<i>Ποσοστό του ΑΕΠ</i>	6,87	6,54	1,91	4,44
ΜΟΛΔΑΒΙΑ	<i>Απόλυτο Νούμερο</i>	380	162	49	181
	<i>Ποσοστό του ΑΕΠ</i>	4,62	1,97	0,60	2,20
ΛΕΤΤΟΝΙΑ	<i>Απόλυτο Νούμερο</i>	1094	257	957	309
	<i>Ποσοστό του ΑΕΠ</i>	4,34	1,02	3,79	1,23
ΟΥΚΡΑΝΙΑ	<i>Απόλυτο Νούμερο</i>	7586	910	867	929
	<i>Ποσοστό του ΑΕΠ</i>	3,19	0,38	0,36	0,39

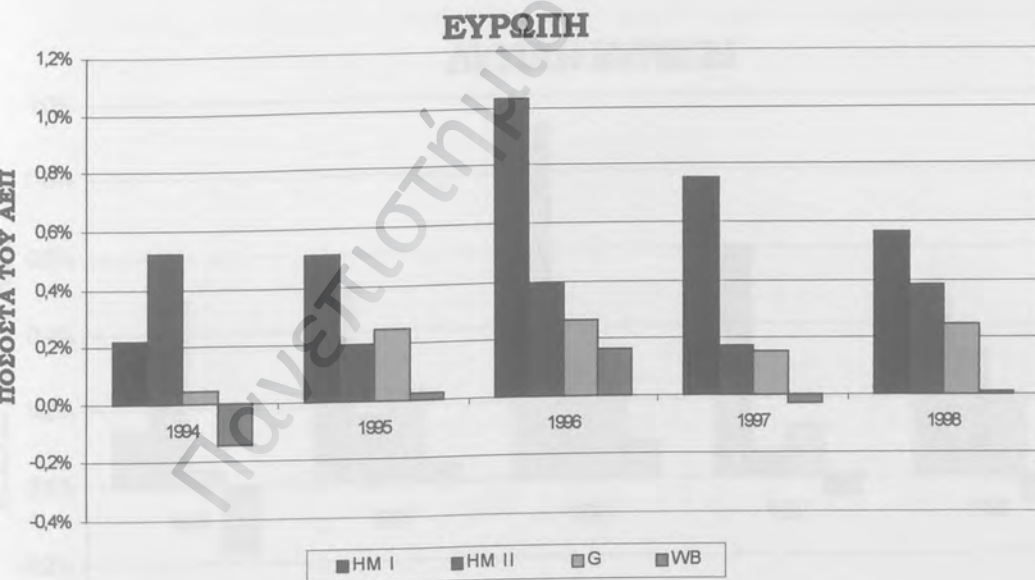
94-98		HOT MONEY 1	HOT MONEY 2	G	W. B.
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	<i>Απόλυτο Νούμερο</i>	15520	14763	8413	13002
	<i>Ποσοστό του ΑΕΠ</i>	0,0304	0,0289	0,0165	0,0254
ΒΕΛΓΙΟ-ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ	<i>Απόλυτο Νούμερο</i>	59103	53067	5138	79100
	<i>Ποσοστό του ΑΕΠ</i>	0,0465	0,0417	0,0040	0,0622
ΣΟΥΗΔΙΑ	<i>Απόλυτο Νούμερο</i>	39127	6700	20252	17950
	<i>Ποσοστό του ΑΕΠ</i>	0,0344	0,0059	0,0178	0,0158
ΦΙΛΑΝΔΙΑ	<i>Απόλυτο Νούμερο</i>	9797	6209	9403	20786
	<i>Ποσοστό του ΑΕΠ</i>	0,0161	0,0102	0,0155	0,0342

94-98	HOT MONEY 1	HOT MONEY 2	G	W. B.	GDP
<i>Απόλυτα Νούμερα</i>					
EUROPE	792229	414605	247096	11616	126016699
EAST	125485	90233	29585	41721	3178258
WEST	666744	324372	217510	-30104	122838440
<i>Ποσοστό του ΑΕΠ</i>					
EUROPE	0,63	0,33	0,20	0,01	
EAST	3,95	2,84	0,93	1,31	
WEST	0,54	0,26	0,18	-0,02	

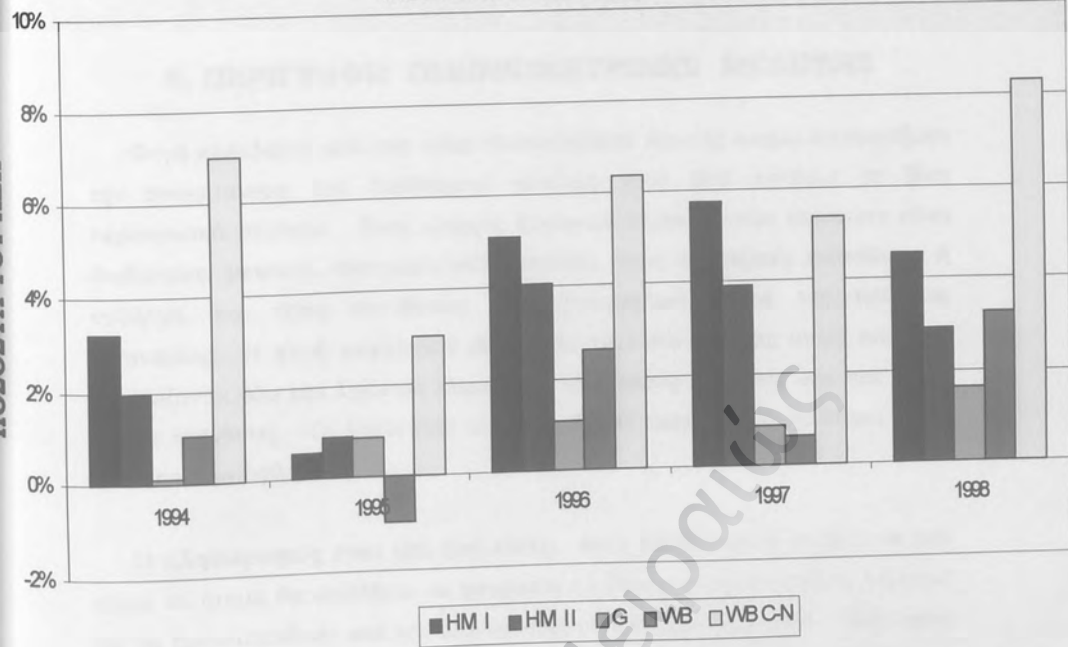
Είναι σαφές ότι το πρόβλημα είναι σοβαρότερο για τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, όπως άλλωστε αναμενόταν, όπου άλλωστε οι εκροές αυτές δεν μπορούν να θεωρηθούν σε καμία περίπτωση ως επενδύσεις υψηλού ρίσκου στο εξωτερικό. Επίσης δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι όλες οι χώρες της Α. Ευρώπης είναι αναπτυσσόμενες και βαριά χρεωμένες, η ανάπτυξή τους βασίζεται σε εισροές από το εξωτερικό και οποιαδήποτε εκροή κεφαλαίου υπονομεύει την αναπτυξιακή τους πορεία. Είναι επίσης φανερό ότι το πρόβλημα εντοπίζεται κυρίως στις χώρες της πρώην Σοβιετικής Ένωσης, οι οποίες αντιμετωπίζουν άλλωστε και τα περισσότερα εμπόδια στην πορεία τους. Ένα άλλο ενδιαφέρον συμπέρασμα είναι το γεγονός ότι το μέτρο Hot Money I δίνει σχεδόν πάντοτε τις μεγαλύτερες εκτιμήσεις. Όπως συμβαίνει επίσης για την Α. Ευρώπη με τις εκτιμήσεις του W.B. C-N, κάτι φυσιολογικό, αφού το εξωτερικό χρέος μιας χώρας είναι πάντοτε μεγαλύτερο από το χρέος του επίσημου τομέα.

Στην Έρευνα Βιβλιογραφίας έχει γίνει εκτενής αναφορά στο γιατί η φυγή κεφαλαίων, ιδίως από τις αναπτυσσόμενες χώρες, αποτελεί ιδιαίτερος σοβαρό πρόβλημα και εμπόδιο στην πρόοδο και την ευημερία τους και αναφέραμε επίσης τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των χωρών της Ανατολικής Ευρώπης, που τις κάνουν ένα αρκετά ομοιογενές σύνολο προς μελέτη. Ενώ σ' αυτήν την ενότητα δόθηκε μία γενικότερη εικόνα του μεγέθους της φυγής κεφαλαίων από την Ευρώπη στα μέσα της δεκαετίας, καθώς και των τάσεων που επικράτησαν. Στην ενότητα που ακολουθεί θα αναφερθούμε στα **αίτια** του φαινομένου για τις χώρες της Α. Ευρώπης και θα γίνει μια οικονομετρική μελέτη αυτών.

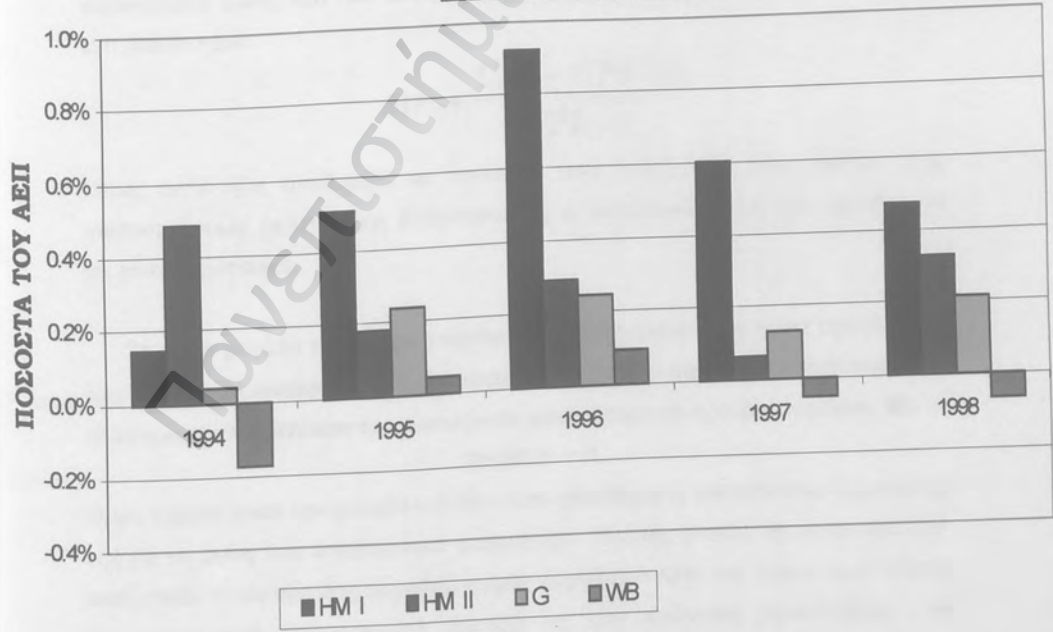
ΠΙΝΑΚΑΣ IV : ΔΥΣΗ - ΑΝΑΤΟΛΗ ΤΑΣΕΙΣ



ΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΗ



ΔΥΤΙΚΗ ΕΥΡΩΠΗ



4. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Φυγή κεφαλαίων από μία χώρα παρουσιάζεται όταν τα άτομα αποφασίζουν την ανακατανομή του διαθέσιμου πλούτου τους από εγχώρια σε ξένα περιουσιακά στοιχεία. Τρεις μορφές εγχώριων περιουσιακών στοιχείων είναι διαθέσιμες, μετρητά, αποταμιευτικά προϊόντα όπως τραπεζικές καταθέσεις ή ομόλογα, και τέλος επενδύσεις στον πραγματικό τομέα της εγχώριας οικονομίας. Η φυγή κεφαλαίων συμβαίνει όταν και οι τρεις αυτές επιλογές εμφανίζονται όλο και λιγότερο ελκυστικές τόσο στους ιθαγενείς όσο και στους ξένους επενδυτές. Οι λόγοι που αυτό συμβαίνει εκφράζονται ποσοτικά μέσω ορισμένων μεταβλητών.

Ο **πληθωρισμός** είναι μία από αυτές. Αν ο πληθωρισμός αυξάνει σε μία χώρα, τα άτομα θα επιλέξουν να μειώσουν τις θέσεις τους σε εγχώριο νόμισμα για να προστατευθούν από τον αποκαλούμενο **πληθωριστικό φόρο**. Ένα μέρος θα φύγει εκτός χώρας, αλλά επίσης ένα μεγάλο μέρος θα επενδυθεί σε χρηματοοικονομικά προϊόντα ή στον πραγματικό τομέα της εγχώριας οικονομίας. Η μεταβλητή που θα χρησιμοποιηθεί είναι ο δείκτης τιμών καταναλωτή (CPI), και πιο συγκεκριμένα η μεταβολή του δείκτη σε σχέση με ένα χρόνο πριν.

$$INFL = \frac{CPI_t - CPI_{t-4}}{CPI_{t-4}}$$

Όπως έγινε ήδη αντιληπτό, το πρόσημο που αναμένεται είναι θετικό. Στις οικονομετρικές μελέτες της βιβλιογραφίας η μεταβλητή αυτή έχει αποδειχτεί ότι είναι σημαντική.

Το πόσο μεγάλο μέρος των κεφαλαίων θα παραμείνει στη χώρα προέλευσής του και δεν θα καταφύγει στο εξωτερικό θα εξαρτηθεί και από παράγοντες όπως το ονομαστικό **επιτόκιο** των τραπεζικών καταθέσεων σε εγχώριο νόμισμα **R_t**.

$$INOMIN = R_t.$$

Όσον αφορά αυτή την μεταβλητή δεν είναι ξεκάθαρη η κατεύθυνση της σχέσης της με το ύψος των διαφυγόντων κεφαλαίων. Κανείς μπορεί να φανταστεί μία κατάσταση όπου εξαιτίας μεγάλης φυγής κεφαλαίων από μία χώρα, τα επιτόκια υψώνονται από την κεντρική τράπεζα σε μια αμυντική προσπάθεια. Η αναμενόμενη σχέση μεταξύ των δύο μεγεθών σ' αυτήν την περίοδο θα είναι

θετική. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Αλβανία την περίοδο 1997 Q4 με 1998 Q4, όπου ενώ τα επιτόκια αυξάνουν συνεχώς ταυτόχρονα αυξάνει και η φυγή κεφαλαίων ως αποτέλεσμα των *πυραμίδων* και των πολιτικών εξελίξεων. Όσο και αν ανέβαιναν τα επιτόκια ο κίνδυνος ήταν απλώς πολύ μεγάλος για να αντισταθμισθεί. Από την άλλη πλευρά μπορεί κανείς να περιμένει ότι μια μείωση των επιτοκίων, ίσως σε μια προηγούμενη περίοδο, είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της φυγής κεφαλαίων. Σ' αυτήν την περίπτωση η αναμενόμενη σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών θα είναι αρνητική. Η βιβλιογραφία δεν είναι ξεκάθαρη όσον αφορά αυτό το θέμα.

Σχετική με το παραπάνω πρόβλημα είναι η επόμενη μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε, η **διαφορά** μεταξύ των **επιτοκίων** των τραπεζικών καταθέσεων σε αμερικανικά δολάρια και σε εγχώριο νόμισμα, προσαρμοσμένη στις πραγματικές μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

$$IDIFNOM = R_{US} - \left[R_{DOM} - \left(\frac{e_t - e_{(t-1)}}{e_{(t-1)}} \right) \right]$$

Η σχέση εδώ είναι πιο ξεκάθαρη, μια διαφορά υπέρ των ξένων επιτοκίων πρέπει να συνδέεται με αύξηση των διαφυγόντων κεφαλαίων, αφού τα πραγματικά κέρδη από τις καταθέσεις σε ξένο νόμισμα θα είναι μεγαλύτερα από τις σε εγχώριο νόμισμα καταθέσεις. Κάτι τέτοιο έδειξαν και μερικές από τις παλαιότερες οικονομετρικές μελέτες.

Μέρος των κεφαλαιακών εκροών από μία χώρα πρέπει να είναι κανονικές. Μία μεταβλητή που περιλαμβάνεται στην προς εκτίμηση εξίσωση, με σκοπό να πιάσει τις κανονικές αυτές εκροές, είναι το **συνολικό εμπόριο** μιας χώρας προς το ΑΕΠ της.

$$MXGDP = \frac{IMP + EXP}{GDP}$$

Προσθέτοντας τις εισαγωγές και τις εξαγωγές δεν βγαίνει το εμπορικό ισοζύγιο, καθώς δόθηκε η απαραίτητη προσοχή στα πρόσημα. Όπως είναι φυσικό, όσο μεγαλύτερη η εμπορική δραστηριότητα σε μία χώρα, τόσο μεγαλύτερα και τα απαιτούμενα ποσά σε ξένο νόμισμα και σε ξένες τράπεζες. Μία θετική συσχέτιση με την εξαρτημένη μεταβλητή, το ύψος της φυγής κεφαλαίων, θα πρέπει να αναμένεται. Η οικονομετρική μελέτη του Mikellsen (1991) βρήκε την μεταβλητή αυτή στατιστικά σημαντική.

Μια αύξηση στο **κυβερνητικό έλλειμμα** μπορεί να είναι ένδειξη μελλοντικών χρηματοοικονομικών δυσκολιών. Όταν μια κυβέρνηση βρίσκεται αντιμέτωπη με ένα μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα μπορεί να αναγκαστεί να επιβάλλει επιπλέον φόρους, τόσο στους εγχώριους όσο και στους ξένους επενδυτές, με διάφορους τρόπους. Έτσι οποιοδήποτε πρόβλημα που παρουσιάζεται στην οικονομία το οποίο αυξάνει τα κυβερνητικά έξοδα ή μειώνει τα έσοδα, αυξάνει την πιθανότητα να χρειαστεί αύξηση των φόρων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την μείωση των πραγματικών αποδόσεων των επενδύσεων και επομένως την φυγή κεφαλαίων. Η ανεξάρτητη μεταβλητή που θα χρησιμοποιηθεί είναι το δημοσιονομικό έλλειμμα προς το ΑΕΠ.

$$GDEF = \frac{\text{Government Deficit}}{GDP}$$

Η αναμενόμενη σχέση είναι αρνητική. Όσο το έλλειμμα μειώνεται και γίνεται πλεόνασμα η φυγή κεφαλαίων πρέπει να μειώνεται. Σε κάποιες από τις οικονομετρικές μελέτες της βιβλιογραφίας έχει αποδειχτεί στατιστικά σημαντική μεταβλητή.

Αν το νόμισμα μιας χώρας θεωρείτε **υπερτιμημένο**, τότε όλοι θα αναμένουν την υποτίμησή του. Κάτι τέτοιο θα σημαίνει την μείωση της αξίας των επενδύσεων σε εγχώριο νόμισμα. Ως αποτέλεσμα εν αναμονή της υποτίμησης θα έχουμε φυγή κεφαλαίων από την χώρα. Όταν συμβεί αυτή η υποτίμηση, όμως, η επαναφορά της ισοτιμίας στο, από τις αγορές θεωρούμενο, σωστό σημείο συμβάλλει στην μείωση της φυγής κεφαλαίων. Η λογαριθμική μεταβολή της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (Real Effective Exchange Rate) μιας χώρας είναι μία μεταβλητή που μας δείχνει το τι πραγματικά συνέβη.

$$DREER = \log \left(\frac{REER_t}{REER_{t-1}} \right)$$

Η αναμενόμενη σχέση, όπως έχει γίνει κατανοητό, είναι αρνητική.

Μια τελευταία μεταβλητή είναι το ύψος **ξένων επενδύσεων** (Foreign Direct Investment) προς το ΑΕΠ. Έχει γίνει εκτενής αναφορά στη βιβλιογραφία στη θεωρία ότι οι αυξήσεις στη διαθεσιμότητα των ξένων κεφαλαίων χρηματοδοτεί την φυγή κεφαλαίων. Η μεταβλητή είναι:

$$FD = \frac{FDI}{GDP}$$

Η αναμενόμενη σχέση είναι θετική, αλλά πρέπει να τονιστεί εδώ ότι οι προηγούμενες οικονομετρικές μελέτες δεν έδειξαν την ύπαρξη σημαντικής σχέσης μεταξύ των δύο μεγεθών.

Ένας τρόπος αντιμετώπισης του προβλήματος της φυγής κεφαλαίων από μία χώρα είναι η επιβολή περιορισμών και ελέγχων στην κίνηση των κεφαλαίων. Μια ποσοτική προσέγγιση της μεταβλητής αυτής είναι ο αριθμός των **κεφαλαιακών ελέγχων** που επιβάλλει μια χώρα, **DCCONTR**. Το πρόβλημα βρίσκεται στο γεγονός ότι έτσι δεν είναι ξεκάθαρο ούτε το είδος ούτε η αποτελεσματικότητα των ελέγχων, ούτε ο βαθμός αυστηρότητας της επιβολής τους. Επίσης είναι άγνωστο ποια κατεύθυνση θα έχει η σχέση της με την φυγή κεφαλαίων. Μείωση των ελέγχων μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της φυγής, όπως όμως και η αύξηση των ελέγχων, καθώς είτε μπορεί να εκληφθεί από τους επενδυτές ως σημάδι χειροτέρευσης της οικονομικής κατάστασης μιας χώρας, είτε να αποτελεί μέρος των μέτρων για την αντιμετώπιση της ήδη αυξανόμενης φυγής κεφαλαίων από μια χώρα.

Τέλος κατασκευάστηκε μια ομάδα ψευδομεταβλητών για να περιγράψει το **συναλλαγματικό καθεστώς** που επικρατεί σε μια χώρα. Οι μεταβλητές αυτές είναι οι εξής:

DPEG = pegged

DMANAG = managed floating

DLIMFLEX = limited flexibility

DFREE = free floating

Όταν οι μεταβλητές αυτές παίρνουν την τιμή 1, τότε η κατάσταση που περιγράφουν ισχύει, ενώ όταν παίρνουν την τιμή 0 δεν ισχύει. Φυσικά σύμφωνα με την θεωρία, αφού οι καταστάσεις που θέλουμε να περιγραφούν είναι τέσσερις τότε θα χρησιμοποιήσουμε μόνο τρεις ψευδομεταβλητές. Η αναμενόμενη σχέση ανάμεσα σ' αυτές και στην εξαρτημένη μεταβλητή δεν είναι εύκολο να καθοριστεί. Η ανακοίνωση της υιοθέτησης ενός συναλλαγματικού καθεστώτος από τις νομισματικές αρχές μιας χώρας δεν σημαίνει αυτόματα ότι η διατήρησή του είναι και εφικτή ούτε και ότι θα αποτελεί μια ουσιαστική πραγματικότητα, είτε λόγω της ύπαρξης μαύρης αγοράς είτε λόγω της

διαφορετικής αντιμετώπισης των ξένων επενδυτών. Η επιβολή μιας επίσημης συναλλαγματικής ισοτιμίας (official rate) για τους κατοίκους μιας χώρας και η ταυτόχρονη αποδοχή μιας ισοτιμίας καθοριζόμενης από την αγορά (market rate) για τις συναλλαγές με τους ξένους είναι συχνό φαινόμενο σε χώρες της Α. Ευρώπης.

Η εξίσωση που θα εκτιμηθεί, όπως έγινε φανερό από την παραπάνω συζήτηση, είναι η ακόλουθη. Τα σημεία πάνω από κάθε μεταβλητή δείχνουν την αναμενόμενη σχέση ανάμεσα στην ανεξάρτητη και την εξαρτημένη μεταβλητή.

$$CF_i = f (\overset{+}{INFL}, \overset{+/-}{INOMIN}, \overset{+}{IDIFNOM}, \overset{+}{MXGDP}, \overset{-}{GDEF}, \overset{-}{DREER}, \overset{+}{FD}, \\ \overset{+/-}{DCCONTR}, \overset{+/-}{DPEG}, \overset{+/-}{DLIMFLEX}, \overset{+/-}{DMANAG})$$

Τα δεδομένα είναι pooled τριμηνιαία time series / cross sectional, ενώ το δείγμα περιλαμβάνει 17 χώρες για την περίοδο 1993 Q1 με 1999 Q2, για περισσότερες λεπτομέρειες ο αναγνώστης παραπέμπεται στην ενότητα <<Περιγραφή και Πηγές Δεδομένων>>. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η CF_i όπου i είναι η μέθοδος εκτίμησης του ύψους της φυγής κεφαλαίων, δηλαδή μία από τις Hot Money I, Hot Money II, Net Errors and Omissions, World Bank και W.B. Classens- Naude. Έχουν δε χρησιμοποιηθεί intercept dummies για την κάθε χώρα. Χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό ηλεκτρονικό πρόγραμμα WIN-RATS. Για κάθε μέθοδο εκτίμησης έγινε ξεχωριστή γραμμική παλινδρόμηση, χρησιμοποιώντας την εντολή LINREG και με την επιλογή ROBUSTERRORS με την οποία γίνεται διόρθωση για ετεροσκεδαστικότητα της μήτρας διακυμάνσεων-συνδιακυμάνσεων.

5. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Σ' αυτήν την ενότητα δίνεται μία περιγραφή των δεδομένων, των πηγών τους, καθώς και των προβλημάτων που παρουσιάστηκαν και πως αυτά λύθηκαν. Για να γίνει πιο εύκολο το έργο αυτό, αλλά και για την καλύτερη παρουσίαση, τα δεδομένα χωρίζονται σε δύο, έτσι και αλλιώς υπάρχουσες κατηγορίες. Στην πρώτη ομάδα περιγράφονται τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση του ύψους της φυγής κεφαλαίων, χρησιμοποιώντας και τα πέντε διαθέσιμα μέτρα. Ακολουθεί η ομάδα των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν στο στάδιο της οικονομετρικής μελέτης για την κατασκευή των χρονοσειρών των ερμηνευτικών μεταβλητών.

Τα δεδομένα για την εκτίμηση του ύψους της φυγής κεφαλαίων από όλες τις χώρες της Ευρώπης κατά την δεκαετία του 90, χρησιμοποιώντας τριμηνιαία στοιχεία προέρχονται **κυρίως** από το CD-ROM των International Financial Statistics του International Monetary Fund, έκδοσης του Δεκεμβρίου του 1999. Στοιχεία για πιο πρόσφατα τρίμηνα, τα οποία δεν ήταν διαθέσιμα τότε, προέρχονται από την έντυπη μηνιαία έκδοση των IFS. Οι χρονοσειρές των IFS είναι οι καταλληλότερες, καθώς είναι συγκρίσιμες και τα στοιχεία παρουσιάζονται κατά τον ίδιο τρόπο για όλες τις χώρες. Έχουν δε συλλεχθεί από τις εθνικές αρχές χρησιμοποιώντας την ίδια μεθοδολογία και τεχνικές. Κάτι που εξαλείφει τα όποια προβλήματα συγκρισιμότητας μπορεί να παρουσιάζουν οι χρονοσειρές που μπορούν να συλλεχθούν από τις εθνικές στατιστικές υπηρεσίες. Παρατίθενται οι γραμμές (lines) των IFS για κάθε χρονοσειρά:

Net Errors and Omissions: line 78 cad

Other Investment Assets: Other Sectors: line 78 brd

Other Investment Capital of Other Sectors: line 78 brd
+ line 78 bvd

Current Account: line 78 ald

Direct Investment Abroad: line 78 bdd

Direct Investment in Reporting Economy: line 78 bed

Portfolio Investment Assets: Equity Securities: line 78 bkd

Portfolio Investment Liabilities: Equity Securities: line 78 bmd

Reserves and Related Items: line 79 dad

Πρέπει να σημειωθεί ότι όλα τα παραπάνω μεγέθη είναι ροές. Επίσης ότι όπου ήταν απαραίτητο να εξαχθούν καθαρά (net) μεγέθη γίνονταν πρόσθεση των χρεώσεων (debits) και των πιστώσεων (credits) λόγω του τρόπου παρουσίασης των δεδομένων στο IFS και της μεθοδολογίας που απαιτείται, όπως αυτή εξηγείται στο Balance of Payments Manual (5th Edition) του International Monetary Fund.

Για τα δεδομένα του **εξωτερικού χρέους** πολύτιμες ήταν οι οδηγίες και οι πληροφορίες του Background Paper: « Conference on Capital Flows and Debt Statistics ». Το τελευταίο ήταν μία σύνοψη των συμπερασμάτων ενός συνεδρίου του IMF με αυτόν τον τίτλο στην Washington D.C., στις 23-24 Φεβρουαρίου 2000. Χρησιμοποιήθηκαν τα στοιχεία για το εξωτερικό χρέος των χωρών της Ανατολικής Ευρώπης που υπάρχουν στην on-line **κοινή** βάση δεδομένων της Bank of International Settlements, του IMF, του OECD και της World Bank. Τα στοιχεία των Joint BIS-IMF-OECD-WB Statistics on External Debt προέρχονται από την πλευρά των πιστωτών και είναι τα μόνα διαθέσιμα σε τριμηνιαία βάση. Τα μεγέθη δίνονται σαν ροές και είναι καθαρά (net) ενώ το συνολικό εξωτερικό χρέος βρίσκεται από την πρόσθεση των παρακάτω χρονοσειρών:

Χρονοσειρά	Πηγή	Περιγραφή
Bank Loans	BIS	Δάνεια από τράπεζες 18 μεγάλων βιομηχανικών χωρών και 6 offshore κέντρων.
Debt Securities Issued Abroad	BIS	Money market instruments, ομόλογα και γραμμάτια εκδιδόμενα στις διεθνείς αγορές από κρατικούς και ιδιωτικούς φορείς.
Brady Bonds	W.B.	Ομόλογα που εκδόθηκαν για την αναδιάρθρωση του χρέους προς τις εμπορικές τράπεζες με το σχέδιο Brady το 1989.
Non-bank Trade Credits	OECD	Κρατικές και κρατικά εγγυημένες μη τραπεζικές εξαγωγικές πιστώσεις από 21 χώρες του OECD.

Multilateral Claims	A.D.B., As.D.B., IDB,IMF, World Bank	Δάνεια από τις African Development Bank, Asian D.B. και Inter-American D. B., χρήση πιστώσεων του IMF και IBRD δάνεια και IDA πιστώσεις από την World Bank.
Official Bilateral Claims	OECD	Βοήθεια και άλλα δάνεια που δόθηκαν κυρίως για αναπτυξιακούς σκοπούς από τις 21 χώρες μέλη της OECD Development Assistance Committee.

Κατά την συλλογή των δεδομένων παρουσιάστηκαν αρκετά **προβλήματα**. Το CD-ROM των IFS του IMF παρόλο που ήταν εύκολο στη χρήση είχε αρκετά μειονεκτήματα. Το κυριότερο ήταν ότι πολλές χρονοσειρές παρουσίαζαν μεγάλα κενά, στα οποία τα δεδομένα εμφανίζονταν ως μη διαθέσιμα (n.a., not available). Γι' αυτό χρησιμοποιήθηκαν οι έντυπες εκδόσεις των IFS, καθώς μόνο εκεί ήταν ξεκαθαρισμένο πότε μία χρονοσειρά ήταν όντως μη διαθέσιμη και πότε απλώς τα νούμερα ήταν μικρότερα του |0,01| εκατομμυρίων δολλαρίων και γι' αυτό δεν αναφέρονταν. Για τα στοιχεία του εξωτερικού χρέους δεν μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν τα World Debt Tables που είναι πολύ πιο αναλυτικά και πλήρη καθώς αυτά δεν διαθέτουν τριμηνιαία στοιχεία. Η χρήση αντί αυτών των Joint Debt Statistics είχε δύο μειονεκτήματα. Καταρχήν δεν υπήρχαν στοιχεία για τις ανεπτυγμένες χώρες της Δυτικής Ευρώπης, καθώς αυτή η βάση δεδομένων είναι κατασκευασμένη μόνο για τις αναπτυσσόμενες χώρες, ένας ορισμός που ευτυχώς περιλαμβάνει όλες τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης. Επίσης η χρονοσειρά Bank Loans γίνεται διαθέσιμη μόνο μετά από ένα χρονικό σημείο και έτσι δεν είναι δυνατόν ο υπολογισμός του συνολικού εξωτερικού χρέους πριν από αυτό.

Το δείγμα των χωρών για τις οποίες έγινε εκτίμηση του ύψους της φυγής κεφαλαίων περιλαμβάνει τις περισσότερες χώρες της Ευρώπης. Εξαιρέση αποτελούν τα διάφορα κρατίδια, καθώς επίσης και το Λουξεμβούργο το οποίο έχει κοινό balance of payments με το Βέλγιο, του οποίου οι εκτιμήσεις για την φυγή κεφαλαίων περιλαμβάνουν και το Λουξεμβούργο. Δεν περιλαμβάνονται επίσης: Η Γεωργία, η οποία μέχρι και το 1999 δεν είχε εκδώσει στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών της με βάση τις τεχνικές και την μεθοδολογία που απαιτεί

το IMF και του οποίου επίσης άργησε να γίνει μέλος. Η Γιουγκοσλαβία και η Βοσνία-Ερζεγοβίνη για ευνόητους λόγους, πόλεμος και αναξιοπιστία των στοιχείων. Το Αζερμπαϊτζάν, του οποίου τα στοιχεία είναι ελλιπέστατα. Και τέλος η Ελβετία και η Κύπρος που δεν είχαν τριμηνιαία στοιχεία. Από τις δεκαοκτώ χώρες της Δυτικής Ευρώπης οι χρονοσειρές των εκτιμήσεων της φυγής των κεφαλαίων είναι πλήρεις για δεκατέσσερις από αυτές. Για την Μάλτα τα τριμηνιαία στοιχεία ήταν διαθέσιμα μόνο για μετά το 1996, για την Ελλάδα μέχρι το 1997, για την Δανία μέχρι το 1995 και για την Νορβηγία δεν ήταν διαθέσιμα το 1992 και το 1993.

Οι χώρες της Ανατολικής Ευρώπης είχαν σαφώς περισσότερα προβλήματα. Τα δεδομένα για τις χώρες της πρώην Σοβιετικής Ένωσης έγιναν διαθέσιμα μόλις για το 1994 και μετά, με εξαίρεση τις τρεις βαλτικές δημοκρατίες που άρχισαν να δημοσιεύουν στοιχεία το 1993, όπως άλλωστε και η Κροατία, η Σλοβενία, η Τσεχία και η Σλοβακία. Η Πολωνία σταμάτησε να εκδίδει τριμηνιαία στοιχεία το δεύτερο τρίμηνο του 1995, ενώ αντίθετα η Αλβανία άρχισε το 1995 και η Λευκορωσία το 1996.

Τα δεδομένα της δεύτερης ομάδας που χρησιμοποιήθηκαν για την κατασκευή των χρονοσειρών των ερμηνευτικών μεταβλητών, προήλθαν από αρκετές διαφορετικές πηγές. Τα δεδομένα αυτά συλλέχθηκαν μόνο για τις δεκαεπτά χώρες της Ανατολικής Ευρώπης για τις οποίες έγινε η οικονομετρική μελέτη. Τα στοιχεία για τον δείκτη τιμών καταναλωτή (CPI), για τον υπολογισμό του πληθωρισμού, προήλθαν από τα IFS, τόσο το CD-ROM όσο και τις έντυπες εκδόσεις, **line 64**, όπως επίσης και δημοσιονομικό έλλειμμα (Fiscal Deficit), **line 80**, καθώς και το Real Effective Exchange Rate, **line reu**. Η χρονοσειρά με τα ετήσια domestic deposit rates κατασκευάστηκε με βάση στοιχεία από τα monthly bulletins και τις στατιστικές εκδόσεις των κεντρικών τραπεζών της κάθε χώρας. Τα στοιχεία για το ΑΕΠ (GDP) της κάθε χώρας προήλθαν από το IFS ή από το Datastream. Η πηγή των στοιχείων για το συνολικό εμπόριο της κάθε χώρας, εισαγωγές συν εξαγωγές, είναι τα Direction of Trade Statistics του IMF. Τα δεδομένα για την κατασκευή των τεσσάρων ψευδομεταβλητών, που προσδιορίζουν το συναλλαγματικό καθεστώς της κάθε χώρας, προέρχονται από το Exchange Arrangements and Exchange Restrictions Annual Report του IMF των ετών 1993-1999. Από την ίδια πηγή είναι τα στοιχεία για τον αριθμό

των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, που είχε επιβάλλει η κάθε χώρα κατά την περίοδο αυτή.

Το μεγαλύτερο **πρόβλημα** υπήρξε με τα στοιχεία για το ΑΕΠ, καθώς λίγες χώρες δημοσιοποιούν τριμηνιαία στοιχεία. Στις υπόλοιπες περιπτώσεις το ετήσιο ΑΕΠ διαιρέθηκε δια 4 και μετατράπηκε σε εκατομμύρια αμερικανικά δολάρια χρησιμοποιώντας τον ετήσιο μέσο όρο της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εκάστοτε εθνικού νομίσματος με το δολλάριο. Υπήρχαν αρκετές ελλείψεις, οι οποίες έγινε προσπάθεια να καλυφθούν από εθνικές πηγές, κάτι που έγινε δυνατό περισσότερο για τα πιο πρόσφατα στοιχεία. Άλλο πρόβλημα υπήρχε με την Τσεχία καθώς η έλλειψη του CPI για το 1992 δεν επέτρεψε τον υπολογισμό του πληθωρισμού για το 1993. Για το δημοσιονομικό έλλειμμα επίσης πολλών χωρών δεν υπήρχαν στοιχεία, όπως και για το ΑΕΠ της Αλβανίας που δεν είναι διαθέσιμο για καμία χρονιά, καθώς και για το ΑΕΠ σχεδόν όλων των χωρών για τα δύο πρώτα τρίμηνα του 1999.

Κλείνοντας αυτή την ενότητα, θα πρέπει να αναφερθεί, ότι αρκετά συμπληρωματικά στοιχεία για τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης προέρχονται από το Money and Finance της **Eurostat**, καθώς και από την ιστοσελίδα της Eurostat: www.eu.int/eurostat.html. Επίσης η πηγή των περισσότερων στοιχείων που αναφέρονται πιο πάνω ως προερχόμενα από εθνικές πηγές, είναι οι ιστοσελίδες των κεντρικών τραπεζών των χωρών, αναλυτική λίστα των οποίων παρατίθεται στη βιβλιογραφία. Οι περισσότερες έχουν διασυνδέσεις και για τις αντίστοιχες ιστοσελίδες των εθνικών στατιστικών υπηρεσιών.

6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Η οικονομετρική μελέτη έδωσε ενδιαφέροντα αποτελέσματα. Φυσικά διέφεραν από μέθοδο σε μέθοδο εκτίμησης, αλλά ορισμένες μεταβλητές, όπως ο **πληθωρισμός** και η λογαριθμική μεταβολή του **REER** ήταν στατιστικά σημαντικές στο σύνολο των παλινδρομήσεων. Το ίδιο αλλά σε μικρότερο βαθμό συμβαίνει και με το **συνολικό εμπόριο** προς το ΑΕΠ και με το **δημοσιονομικό έλλειμμα**. Τα πρόσημα πάντως σε όλες τις περιπτώσεις ήταν τα αναμενόμενα. Στον **Πίνακα I** παρουσιάζονται οι καλύτερες εξισώσεις για κάθε μέθοδο εκτίμησης. Στην συνέχεια παρουσιάζονται και αναλύονται τα αποτελέσματα για κάθε μέθοδο ξεχωριστά.

Στον **Πίνακα II** παρουσιάζεται η διαδικασία που ακολουθήθηκε για να καταλήξουμε στην καλύτερη εξίσωση για τη μέθοδο εκτίμησης **Hot Money I**. Τα αποτελέσματα σ' αυτήν την περίπτωση ήταν ξεκάθαρα και χωρίς προβλήματα. Ο πληθωρισμός είναι στατιστικά σημαντικός με τέσσερις χρονικές υστερήσεις, ενώ το ονομαστικό επιτόκιο με μία. Βλέπουμε ότι το ονομαστικό επιτόκιο, του οποίου το πρόσημο δεν μπορούσαμε να προκαθορίσουμε, έχει εδώ αρνητικό πρόσημο, κάτι που σημαίνει ότι η αύξηση των επιτοκίων των τραπεζικών καταθέσεων σε εγχώριο νόμισμα δείχνει να είναι συντελεστής μείωσης της φυγής κεφαλαίων. Το $R^2 = 0,564$ της τέταρτης εξίσωσης είναι το μεγαλύτερο που παρατηρήθηκε σε όλες τις εξισώσεις για όλα τα μέτρα.

Επόμενη μέθοδος εκτίμησης του ύψους της φυγής κεφαλαίων που μελετήθηκε ήταν η **Hot Money II**. Στον **Πίνακα III** βλέπουμε την διαδικασία που ακολουθήθηκε. Όσον αφορά το R^2 η καλύτερη εξίσωση ήταν η πέμπτη, αλλά αυτή διαφέρει αρκετά από την έκτη, της οποίας όλες οι μεταβλητές είναι επίσης στατιστικά σημαντικές. Το δημοσιονομικό έλλειμμα είναι και στις δύο εξισώσεις στατιστικά σημαντικό, όπως και το ονομαστικό επιτόκιο με τρεις χρονικές υστερήσεις. Η πρώτη εξίσωση όμως περιλαμβάνει την λογαριθμική μεταβολή του REER και την διαφορά των επιτοκίων με τέσσερις χρονικές υστερήσεις, ενώ η δεύτερη την ψευδομεταβλητή DMANAG και το συνολικό εμπόριο με μία χρονική υστέρηση. Η πρώτη εξίσωση ενώ έχει μεγαλύτερο R^2

ΠΙΝΑΚΑΣ Ι

	<u>H.M. I</u>	<u>H.M. II</u>	<u>G</u>	<u>W.B.</u>	<u>W.B. C-N</u>
INFL_{t-4}	0,0002634 (3,157)*	0,000834 (1,917)***	0,0002834 (1,65)***	0,000556 (3,51)*	
MXGDP	0,0525 (2,426)*				
MXGDP_{t-2}				0,0532 (2,033)**	
GDEF	-0,000421 (-4,39)*	-0,000379 (-2,47)*			
GDEF_{t-4}					-0,000399 (-2,686)*
INOMIN_{t-1}	-0,0365 (-2,164)**				
INOMIN_{t-3}		-0,0233 (-2,0013)**			
DREER	-0,1373 (-2,83)*	-0,1185 (-2,293)*	-0,1322 (-2,0275)**	-0,2177 (-3,566)*	-0,182 (-3,52)*
IDIFNOM				0,04687 (3,463)*	
IDIFNOM_{t-4}		-0,0128 (-2,4953)*			
DPEG				-0,03688 (-2,547)*	
R²	0,564	0,451	0,186	0,417	0,264
D.W.	2,04	1,64	2,19	1,93	2,09
n	118	116	163	153	109
d.f.	106	104	151	138	101

t-statistics αναφέρονται στις παρενθέσεις κάτω από τις εκτιμήσεις των συντελεστών.

* στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,01$ (2%)

** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,025$ (5%)

*** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,05$ (10%)

- INFL (πληθωρισμός) =
$$\frac{CPI_t - CPI_{t-4}}{CPI_{t-4}}$$
- MXGDP (συνολικό εμπόριο προς ΑΕΠ) =
$$\frac{IMP + EXP}{GDP}$$
- INOMIN (ονομαστικό επιτόκιο) = R_t .
- IDIFNOM (διαφορά αμερικανικών με εγχώριων επιτοκίων τραπεζικών καταθέσεων προσαρμοσμένη στις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας)

$$= R_{US} - \left[R_{DOM} - \left(\frac{e_t - e_{(t-1)}}{e_{(t-1)}} \right) \right]$$
- GDEF (δημοσιονομικό έλλειμμα προς ΑΕΠ) =
$$\frac{Government\ Deficit}{GDP}$$
- DREER (λογαριθμική μεταβολή της πραγματικής συναλλαγμ. ισοτιμίας)

$$= \log \left(\frac{REER_t}{REER_{t-1}} \right)$$
- FD (ξένες άμεσες επενδύσεις προς ΑΕΠ) =
$$\frac{FDI}{GDP}$$
- DCCONTR (ο αριθμός κεφαλαιακών ελέγχων και περιορισμών)
- DPEG (ψευδομεταβλητή) = 1, αν το νόμισμα της χώρας είναι pegged
- DMANAG (ψευδομεταβλητή) = 1, αν managed floating

ΠΙΝΑΚΑΣ II

H.M. I	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>
INFL_{t-4}	0,0002077 (2,461)*		0,00023 (2,922)*	0,000263 (3,157)*
MXGDP		0,04399 (2,345)**	0,0448 (2,25)**	0,0525 (2,426)*
GDEF	-0,000537 (-3,823)*	-0,000356 (-3,772)*	-0,000359 (-3,845)*	-0,000421 (-4,392)*
INOMIN_{t-1}				-0,0365 (-2,164)**
DREER		-0,1871 (-5,157)*	-0,1894 (-5,029)*	-0,137 (-2,83)*
R²	0,287	0,537	0,542	0,564
D.W.	1,94	1,83	1,93	2,04
n	226	141	122	118
d.f.	211	133	111	106

t-statistics αναφέρονται στις παρενθέσεις κάτω από τις εκτιμήσεις των συντελεστών.

* στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,01$ (2%)

** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,025$ (5%)

*** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,05$ (10%)

έχει και κάποια προβλήματα. Το IDIFNOM έχει αντίθετο πρόσημο από το αναμενόμενο, ενώ ο πληθωρισμός με τέσσερις χρονικές υστερήσεις είναι στατιστικά σημαντικός μόνο στο 10% επίπεδο σημαντικότητας. Επιπλέον η στατιστική Durbin Watson είναι ίση με 1,638 ενώ το du για $\alpha=0,1$ είναι 1,65. Έστω και οριακά δεν είμαστε σίγουροι ότι δεν έχουμε πρόβλημα αυτοσυσχέτισης. Η δεύτερη εξίσωση έχει όντως χαμηλότερο R² δεν αντιμετωπίζει, όμως, τα προβλήματα της πρώτης. Τα πρόσημα είναι όλα σύμφωνα με τα αναμενόμενα. Η ψευδομεταβλητή DMANAG έχει θετικό πρόσημο, ενώ το ονομαστικό επιτόκιο με τις τρεις υστερήσεις έχει όπως και προηγουμένως αρνητικό πρόσημο.

Μεγάλο πρόβλημα υπήρξε με το **Net Errors and Omissions**. Δεν έγινε δυνατό να βρεθεί μια εξίσωση που να θεωρείται ικανοποιητική. Εκτός του ότι το R^2 , που μας δείχνει το ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης που ερμηνεύεται από τις ανεξάρτητες μεταβλητές, ήταν πάντοτε πολύ χαμηλό σε σύγκριση με τις άλλες μεθόδους, δεν υπήρξε εξίσωση που όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές να ήταν στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο σημαντικότητας του 5%. Στον **Πίνακα IV** υπάρχουν οι εξισώσεις που έδωσαν τα καλύτερα αποτελέσματα. Πρέπει, όμως, να τονιστεί ότι η μέθοδος αυτή δεν θεωρείται πλέον από κανέναν καλός εκτιμητής του ύψους της φυγής κεφαλαίων. Χρησιμοποιείτο από την αρχή της δεκαετίας του '80 για να αντιμετωπιστεί η έλλειψη στοιχείων για τα άλλα μεγέθη του ισοζυγίου πληρωμών. Επιπλέον με την πάροδο του χρόνου οι μέθοδοι και οι πρακτικές που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των μεγεθών του ισοζυγίου πληρωμών έχουν βελτιωθεί δραματικά και έτσι εκτός του γεγονότος ότι τα στοιχεία είναι πιο πλήρη, το Net Errors and Omissions δεν μπορεί να θεωρηθεί από μόνο του, διαχρονικά συγκρίσιμο μέγεθος για τους σκοπούς της εκτίμησης του ύψους της φυγής κεφαλαίων.

Η μέθοδος εκτίμησης της **World Bank** ήταν η τρίτη που μελετήθηκε. Παρόλο που σαν μέθοδος εκτίμησης έχει κατασκευασθεί με εντελώς διαφορετική νοοτροπία από τις προηγούμενες, τα αποτελέσματα ήταν παρόμοια με αυτές. Στον **Πίνακα V** παρουσιάζονται οι καλύτερες εξισώσεις. Οι εξισώσεις 3 και 4 είναι σαφώς οι καλύτερες. Ο πληθωρισμός με τέσσερις χρονικές υστερήσεις είναι και πάλι στατιστικά σημαντικός και στις δύο εξισώσεις, όπως επίσης το συνολικό εμπόριο με δύο υστερήσεις, η λογαριθμική μεταβολή της REER και η διαφορά των επιτοκίων, αυτή την φορά όμως με το αναμενόμενο πρόσημο. Η διαφορά βρίσκεται στο ότι η πρώτη εξίσωση περιλαμβάνει την ψευδομεταβλητή DPEG με αρνητικό πρόσημο, κάτι που σημαίνει ότι όταν η συναλλαγματική πολιτική μιας χώρας είναι να επιδιώκει μία σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία για το νόμισμά της με κάποιο άλλο, σαφώς ισχυρότερο, αυτό συντελεί στη μείωση της φυγής κεφαλαίων. Η δεύτερη εξίσωση αντί αυτής της μεταβλητής έχει ως στατιστικά σημαντικό το ονομαστικό επιτόκιο, με θετικό πρόσημο αυτή την φορά. Όμως το R^2 αυτής της εξίσωσης είναι κατά κάτι χαμηλότερο από αυτό της πρώτης.

ΠΙΝΑΚΑΣ III

H.M. II	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>6</u>
INFL_{t-4}	0,000288 (6,16)*	0,0004 (5,508)*	0,00123 (2,78)*	0,00138 (3,014)*	0,000834 (1,917)***	0,00145 (3,065)*
MXGDP_{t-1}						0,027 (2,245)**
GDEF	-0,000409 (-2,68)*	-0,00049 (-3,064)*	-0,00043 (-2,964)*	-0,000493 (-3,26)	-0,000379 (-2,47)*	-0,0005 (-3,23)*
INOMIN_{t-3}			-0,0273 (-2,19)**	-0,0283 (-2,124)**	-0,0233 (-2)**	-0,0299 (-2,179)**
DREER	-0,132 (-2,738)*		-0,1 (-1,93)***		-0,1185 (-2,29)**	
IDIFNOM_{t-4}					-0,0128 (-2,495)*	
DMANAG		0,0184 (2,55)*		0,019 (2,7)*		0,0174 (2,495)*
R²	0,426	0,295	0,432	0,301	0,451	0,31
D.W.	1,64	1,98	1,66	2,01	1,64	2,02
n	122	226	119	220	116	220
d.f.	112	210	108	203	104	202

t-statistics αναφέρονται στις παρενθέσεις κάτω από τις εκτιμήσεις των συντελεστών.

* στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,01$ (2%)

** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,025$ (5%)

*** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,05$ (10%)

ΠΙΝΑΚΑΣ IV

G	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>
INFL_{t-4}	0,000138 (2,07)**	0,000365 (2,026)**	0,0002834 (1,65)***
MXGDP	0,0198 (2,294)**		
GDEF	-0,00011 (-1,115)		
DREER		-0,652 (-1,146)	-0,1322 (-2,027)**
IDIFNOM		0,10374 (2,036)**	
R²	0,074	0,139	0,186
D.W.	2,14	2,2	2,19
n	226	158	163
d.f.	210	145	151

t-statistics αναφέρονται στις παρενθέσεις κάτω από τις εκτιμήσεις των συντελεστών.

* στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,01$ (2%)

** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,025$ (5%)

*** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,05$ (10%)

Τέλος η οικονομετρική μελέτη για την μέθοδο εκτίμησης **W.B. C-N** έδωσε τα αποτελέσματα του **Πίνακα VI**. Τα αποτελέσματα δεν είναι τόσο ξεκάθαρα. Η καλύτερη εξίσωση έχει ως ανεξάρτητες μεταβλητές το δημοσιονομικό έλλειμμα με τέσσερις όμως χρονικές υστερήσεις και τη λογαριθμική μεταβολή του REER. Οι άλλες δύο εξισώσεις είναι παρόμοιες μεταξύ τους. Ο πληθωρισμός με τέσσερις χρονικές υστερήσεις είναι για μια ακόμα φορά

στατιστικά σημαντικός και για τις δύο εξισώσεις, όπως και το ύψος των ξένων επενδύσεων. Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι η μέθοδος αυτή είναι η μόνη για την οποία παρουσιάζεται το FD να έχει θετική σχέση με την φυγή κεφαλαίων. Η διαφορά των δύο εξισώσεων έγκειται στο γεγονός ότι η μία περιλαμβάνει το συνολικό εμπόριο με τρεις χρονικές υστερήσεις, ενώ η άλλη τον αριθμό των κεφαλαιακών ελέγχων. Το αρνητικό πρόσημο της τελευταίας μεταβλητής υποδηλώνει ότι η αύξηση των ελέγχων στην κίνηση των κεφαλαίων από την κυβέρνηση μιας χώρας επιφέρει μείωση στην φυγή των κεφαλαίων. Θα πρέπει, όμως να είμαστε προσεκτική στην υιοθέτηση αυτής της ερμηνείας.

Τα αποτελέσματα που παρουσιάστηκαν εδώ είναι συνεπή σε μεγάλο βαθμό με τα αποτελέσματα παλαιότερων οικονομετρικών μελετών. Οι διαφορές, που σαφώς υπάρχουν, οφείλονται στα διαφορετικά δείγματα, που καλύπτουν διαφορετικές χώρες και διαφορετικές χρονικές περιόδους. Από τα αποτελέσματα αυτά μπορούν να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα τόσο για τα αίτια της φυγής κεφαλαίων από μία χώρα, όσο και για τα μέτρα και τις πολιτικές αντιμετώπισης του προβλήματος που θα μπορούσαν να υιοθετήσουν οι κυβερνήσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ V

W.B.	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>
INFL_{t-4}		0,000531 (3,14)*	0,000455 (3,06)*	0,000556 (3,515)*
MXGDP_{t-2}			0,0568 (2,22)*	0,0532 (2,033)**
INOMIN	0,0405 (4,07)*	0,046 (2,574)*	0,04 (2,567)*	
DREER	-0,2378 (-3,84)*	-0,2454 (-3,96)*	-0,237 (-3,878)*	-0,2177 (-3,566)*
IDIFNOM	0,0407 (3,4)*	0,051 (3,78)*	0,0517 (4,422)*	0,04687 (3,463)*
DPEG				-0,03688 (-2,547)*
R²	0,319	0,403	0,406	0,417
D.W.	1,79	1,78	1,81	1,93
n	188	158	153	153
d.f.	175	144	138	138

t-statistics αναφέρονται στις παρενθέσεις κάτω από τις εκτιμήσεις των συντελεστών.

* στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,01$ (2%)

** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,025$ (5%)

*** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,05$ (10%)

ΠΙΝΑΚΑΣ VI

W.B. C-N	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>
INFL_{t-4}	0,000276 (2,09)**	0,000294 (2,098)**	
MXGDP_{t-3}		0,0685 (2,0136)**	
GDEF_{t-4}			-0,000399 (-2,686)*
DREER			-0,182 (-3,522)*
FD	0,4912 (2,33)*	0,5456 (2,486)*	
DCCONTR	-0,0055 (-1,98)**		
R²	0,256	0,225	0,264
D.W.	1,92	1,86	2,09
n	253	262	109
d.f.	235	244	101

t-statistics αναφέρονται στις παρενθέσεις κάτω από τις εκτιμήσεις των συντελεστών.

* στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,01$ (2%)

** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,025$ (5%)

*** στατιστικά σημαντικό για $\alpha=0,05$ (10%)

7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η φυγή κεφαλαίων αποτελεί μεγάλο πρόβλημα για τις αναπτυσσόμενες χώρες. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) γνωρίζοντας πόσο καταστρεπτική μπορεί να είναι, προτείνει μια σειρά από πολιτικές και μέτρα για την καταπολέμηση του φαινομένου. Η τρέχουσα προσέγγιση στην αντιμετώπιση της φυγής κεφαλαίων από πολλές χώρες της Ανατολικής Ευρώπης, βασίζεται κατά το μεγαλύτερο μέρος στις προτάσεις αυτές.

Κύριοι άξονες της προτεινόμενης πολιτικής είναι η υποτίμηση του νομίσματος, που θεωρείται ότι είναι πάντα υπερτιμημένο, η μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, καθώς και των ελλειμμάτων του ευρύτερου δημόσιου τομέα, η διατήρηση υψηλών πραγματικών επιτοκίων, οι μειώσεις στους μισθούς και τέλος η εξάλειψη όλων των συναλλαγματικών και κεφαλαιακών ελέγχων και περιορισμών. Όπως είναι φανερό οι κύριοι στόχοι είναι η βελτίωση της γενικότερης οικονομικής κατάστασης, μέσω της μείωσης του πληθωρισμού και της βελτίωσης των δημοσιονομικών μεγεθών, αλλά και η απελευθέρωση των αγορών από οποιοδήποτε στρεβλώσεις.

Η οικονομετρική μελέτη, που προηγήθηκε, έδειξε ότι όντως ο πληθωρισμός, τα δημοσιονομικά ελλείμματα και ένα υπερτιμημένο νόμισμα είναι τα κύρια αίτια της φυγής κεφαλαίων. Η κακή δηλαδή απόδοση της οικονομίας προκαλεί κεφαλαιακές εκροές. Ταυτόχρονα έδειξε ότι και η αύξηση του συνολικού εμπορίου ως ποσοστό του ΑΕΠ συμβάλλει στην φυγή κεφαλαίων, κάτι όμως που είναι φυσιολογικό και επιθυμητό. Η διατήρηση τέλους υψηλών ονομαστικών επιτοκίων έδειξε να συντελεί στην μείωση αυτών των εκροών. Τα αποτελέσματά αυτά δείχνουν να ενισχύουν τις προτάσεις του IMF για υιοθέτηση των αντίστοιχων πολιτικών. Κανείς όμως θα πρέπει να είναι προσεκτικός στην ερμηνεία των παραπάνω αποτελεσμάτων.

Η υπερτίμηση του νομίσματος μιας χώρας αποδείχτηκε ότι αποτελεί κύριο παράγοντα ενίσχυσης της φυγής κεφαλαίων. Η πολιτική, που υποστηρίζεται από το IMF, για υποτίμηση του νομίσματος, συναντά πολλές φορές αντιδράσεις. Τόσο όσον αφορά το πολιτικό κόστος, όσο και για την αποτελεσματικότητά της. Πολλοί υποστηρίζουν ότι αν η υποτίμηση, που προτείνει και πολλές φορές επιβάλλει το IMF, είναι αναμενόμενη, τότε οι επενδυτές θα θελήσουν την

αντικατάσταση των εγχώριων περιουσιακών τους στοιχείων με ξένα, για να μην υποστούν την αναπόφευκτη απώλεια στην αξία τους. Η οικονομετρική μελέτη, όμως, έδειξε ότι η υποτίμηση του νομίσματος τελικά συμβάλλει στη μείωση της φυγής κεφαλαίων για τις χώρες της Α. Ευρώπης. Η πολιτική λοιπόν του IMF είναι σωστή, αλλά θα πρέπει να δίνετε μεγάλη προσοχή κατά την εφαρμογή της.

Το γεγονός ότι τα δημοσιονομικά ελλείμματα προκαλούν φυγή κεφαλαίων αποδείχτηκε και από αυτήν την οικονομετρική έρευνα για τις χώρες της Α. Ευρώπης. Είναι φανερό ότι η μείωση των ελλειμμάτων αυτών πρέπει να είναι πρωταρχικός στόχος. Όμως, πρέπει να τονιστεί ότι ο κύριος λόγος που η ύπαρξη ελλειμμάτων προκαλεί εκροές κεφαλαίων είναι η αντίδραση των επενδυτών στα αναμενόμενα μέτρα που θα λάβει η κυβέρνηση. Τα μέτρα αυτά επομένως, δεν πρέπει να έχουν σαν στόχο την αύξηση των εσόδων μόνο μέσω της αύξησης της φορολογίας, αλλά και με την χρήση άλλων μέσων, όπως οι ιδιωτικοποιήσεις και ταυτόχρονα να στοχεύουν στην μείωση των δαπανών. Πάντως η μείωση των ελλειμμάτων φαίνεται ότι αυξάνει την εμπιστοσύνη στο οικονομικό μέλλον μιας χώρας και αποτελεί ένα αποτελεσματικό μέσο στα χέρια των κυβερνήσεων των χωρών της Α. Ευρώπης.

Η παραπάνω πολιτική έχει σχέση και με την μείωση του πληθωρισμού. Έγινε φανερό από την οικονομετρική μελέτη ότι για την Α. Ευρώπη η αύξηση του πληθωρισμού κλονίζει την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην οικονομία της χώρας και συμβάλλει στην αύξηση της φυγής κεφαλαίων. Γίνεται έτσι φανερό ότι ο λεγόμενος *πληθωριστικός φόρος* δεν μπορεί να αποτελεί για μια κυβέρνηση μέσο για την μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η καταπολέμηση του πληθωρισμού, όσο δύσκολη και αν είναι, πρέπει να αποτελεί κύριο στόχο της πολιτικής μιας χώρας.

Ο στόχος της πώσης του πληθωρισμού συμβαδίζει και με την προτεινόμενη από το IMF διατήρηση υψηλών επιτοκίων. Τα υψηλά επιτόκια κρατούν την ρευστότητα σε μια οικονομία χαμηλή και βοηθούν στον έλεγχο των τιμών. Η έρευνα έδειξε ότι όντως τα υψηλά επιτόκια συντελούν στην μείωση των κεφαλαιακών εκροών. Αποτελούν ένα αποτελεσματικό μέτρο για τις ανατολικοευρωπαϊκές χώρες, χωρίς να παραγνωρίζεται βέβαια το γεγονός ότι από μόνα τους δεν αρκούν. Δεν πρέπει να ξεχνάμε επίσης ότι η διατήρηση

υψηλών πραγματικών επιτοκίων αποτελεί εμπόδιο στην ανάπτυξη της οικονομίας.

Η αντίθεση του IMF στους κεφαλαιακούς και συναλλαγματικούς ελέγχους στηρίζεται στην ευνοϊκή προδιάθεση του ταμείου προς τον *laissez faire* καπιταλισμό, καθώς και στην άποψη ότι «χωρίς κεφαλαιακούς ελέγχους και περιορισμούς, η απειλή της φυγής κεφαλαίων μπορεί να επιβάλλει την τόσο απαραίτητη πειθαρχία στους policymakers» (Cuddigton 1987). Τα στοιχεία για την Α. Ευρώπη δεν έδειξαν να υποστηρίζουν αυτή την άποψη. Πρέπει βέβαια να τονιστεί ότι η μεταβλητή DCCONTR έχει αρκετά μειονεκτήματα, κάτι που μας κάνει πολύ επιφυλακτικούς.

Οι πολιτικές και τα μέτρα που προτείνει το IMF αποδείχτηκε ότι για τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης μπορούν να έχουν αποτέλεσμα. Με την υιοθέτηση και τον συνδυασμό των κατάλληλων πολιτικών, που συμβάλλουν στην βελτίωση του γενικότερου οικονομικού κλίματος, η φυγή κεφαλαίων μπορεί να αντιμετωπιστεί. Χρειάζεται, όμως, αποφασιστικότητα και επιμονή στην εφαρμογή τους. Γρήγορες λύσεις δεν υπάρχουν, μόνο η πειθαρχία και η σωστή οικονομική πολιτική είναι αποτελεσματικές.

Τέλος θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι η έρευνα για τις ανατολικοευρωπαϊκές χώρες δεν παρείχε ισχυρές αποδείξεις για το αν οι καθαρές εισροές ξένων άμεσων επενδύσεων (FDI) αποτελούν παράγοντα ενίσχυσης της φυγής κεφαλαίων, αυξάνοντας την διαθεσιμότητα ξένου συναλλάγματος. Τουλάχιστον όσον αφορά την εξεταζόμενη περίοδο, 1993-1998.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1. How Successfully Do We Measure Capital Flight? The Empirical Evidence From Five Developing Countries.**
Anthony L. Myrvin and Hallet J. Hughes Andrew
The Journal of Development Studies, April 1992.
- 2. Recent Estimates of Capital Flight.**
Claessens Stijn and Naude David
World Bank Working Papers, WPS 1186, September 1993.
- 3. The Trials of the Tax Police.**
Conours Stephen
Euromoney, May 1995.
- 4. Capital Flight.**
Cuddington T. John
European Economic Review, 1987.
- 5. Capital Flight. A Response to Differences in Financial Risks.**
Dooley P. Michael
International Monetary Funds Staff Papers, 1987.
- 6. Managing Global Finance and Risk.**
Drees Burkhard, Lee William and Schinasi J. Garry
Finance and Development, December 1999.
- 7. Measuring Capital Flight: A Case Study of Mexico.**
Eggerstedt Herald, Hall Brideau Rebecca and Van Wijnbergen Sweder
World Bank Working Papers, WPS 1121, March 1993.
- 8. Testing A Flow Model of Capital Flight in Five European Countries.**
Gibson D. Heather and Tsakalotos Euclid
The Manchester School, June 1993.

- 9. The Problem of Capital Flight, A Cautionary Note.**
Gordon B. David and Levine Ross
The World Economy, December 1989.
- 10. Foreign Borrowing and Capital Flight. A Formal Analysis.**
Haque Ul Nadeem and Khan S. Moshin
International Monetary Fund Staff Papers, 1985.
- 11. Foreign Direct Investment and Capital Flight.**
Kant Chander
Princeton Studies in International Finance No. 80, April 1996.
- 12. The Confidence Game.**
Krugman Paul
The New Republic, 5/10/1998.
- 13. Curfews on Capital Flight. What Are the Options?**
Krugman Paul
<http://web.mit.edu/krugman/www>, 12/10/1998.
- 14. Latin America's Swan Song.**
Krugman Paul
<http://web.mit.edu/krugman/www>.
- 15. Estimation of Capital Flight from Russia: Balance of Payments Approach.**
Loukine Konstantin
The World Economy, July 1998.
- 16. An Econometric Investigation of Capital Flight.**
Mikkelsen Giehm Jan
Applied Economics, 1991.
- 17. Russia's Winter.**
Miller Hugo
World Link, January-February 1999.

- 18. Capital Flight From Latin America.**
Pastor Manuel Jr.
World Development Vol. 18 No 1, 1990.
- 19. Macroeconomic Implications of Money Laundering.**
Quirk J. Peter
International Monetary Fund Working Paper WP/96/66, June 1996.
- 20. Risk and Capital Flight in Developing Countries.**
Rojas-Suarez Liliana
International Monetary Fund Working Paper WP/90/64, July 1990.
- 21. An Econometric Model of Capital Flight from Developing Countries.**
Schineller M. Lisa
International Finance Discussion Papers N.579, March 1997.
- 22. A Nonlinear Econometric Analysis of Capital Flight.**
Schineller M. Lisa
International Finance Discussion Papers N.594, October 1997.
- 23. Money Laundering and International Efforts To Fight It.**
Scott David
Public Forum for the Private Sector, May 1995.
- 24. Punishment Schedules for Capital Flight.**
Segal Uzi and Vincent Daniel R.
The World Economy, July 1998.
- 25. Capital Flight and Foreign Investment: Two Tales from China and Russia.**
Sicular Terry
The World Economy, July 1998.
- 26. Capital on the Run.**
Stoakes Christopher
Euromoney, May 1995.

- 27. Money Laundering and the International Financial System.**
 Tanzi Tito
 International Monetary Fund Working Paper WP/96/55, May 1996.
- 28. Mafia in the Med.**
 Timewell Stephen
 The Banker, October 1995.
- 29. Η ποινικοποίηση της διεθνούς πρακτικής του ξεπλύματος
 χρημάτων και η νέα χρηματοπιστωτική ηθική.**
 Τραγάκης Εμμ. Γιώργος
 Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Τεύχος 27, Γ Τριμήνιο 1990.
- 30. Τι είναι και πώς γίνεται το « ξεπλύμα χρημάτων ».**
 Τραγάκης Εμμ. Γιώργος
 Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Τεύχος 29-30, Α Εξαμήνιο 1991.
- 31. Βιβλιογραφία για το ξεπλύμα χρημάτων.**
 Τραγάκης Εμμ. Γιώργος
 Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Τεύχος 42, Β Τριμήνιο 1994.
- 32. Measuring the Extent of International Crime and Money
 Laundering.**
 Walker John
 Kriminal Expo, June 1999.
- 33. Privatization, the Market for Corporate Control and Capital Flight
 for Russia.**
 Wintrobe Ronald
 The World Economy, July 1998.
- 34. Conference on Capital Flows and Debt Statistics. Can We Get Better
 Data Faster?**
 International Monetary Fund Background Paper, 23/24 February 2000.
<http://www.imf.org>

ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

1. International Financial Statistics.

Various issues. Yearbook and monthly.

International Monetary Fund, January 1989-March 2000.

2. Balance of Payments Statistics Yearbook.

Various issues.

International Monetary Fund, 1989-1999.

3. Direction of Trade Statistics.

Various issues. Quarterly.

International Monetary Fund, 1993-1999.

4. Balance of Payments Manual.

5th edition

International Monetary Fund, 1993.

5. Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.

Annual Report.

International Monetary Fund, 1993-1999.

6. Money and Finance.

Eurostat, 1990-1999.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΒΑΣΕΙΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

- **International Financial Statistics.**

CD-ROM, December 1999.

- **REUTERS**

- **DATA STREAM**

- **Joint BIS-IMF-OECD-World Bank Statistics on External Debt.**
www.imf.org, quarterly data 1994-1999.
- **Eurostat**
www.eu.int/eurostat.html

Central Bank of Armenia

www.cba.am

Croatian National Bank

www.hnb.hr

Eesti Pank

www.ee/epbe

National Bank of Hungary

www.mnb.hu

Lietuvos Bankas

www.lbank.lt

Central Bank of Russia

www.cbr.ru/eng/

Schweizerische Nationalbank

www.snb.ch

Bank of Slovenia

www.bsi.si

Bulgarian National Bank

www.bnb.bg

Ceska Narodni Banka

www.cnb.cz

Bank of Greece

www.bankofgreece.gr

Bank of Latvia

www.bank.lv

The National Bank of Moldova

www.bnm.org

National Bank of Slovakia

www.nbs.sk

National Bank of Ukraine

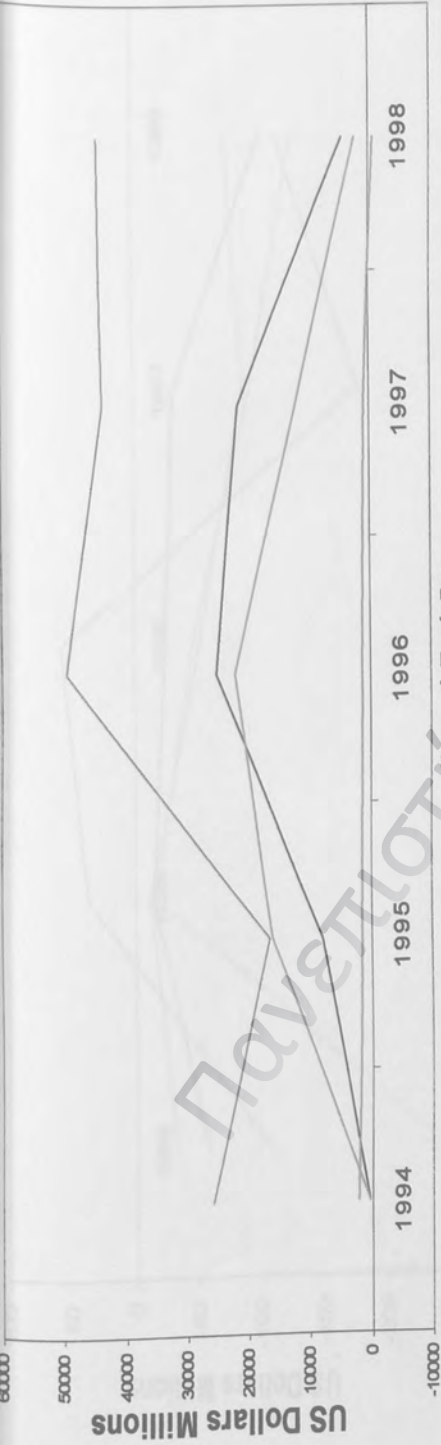
www.bank.gov.ua

National Bank of Poland

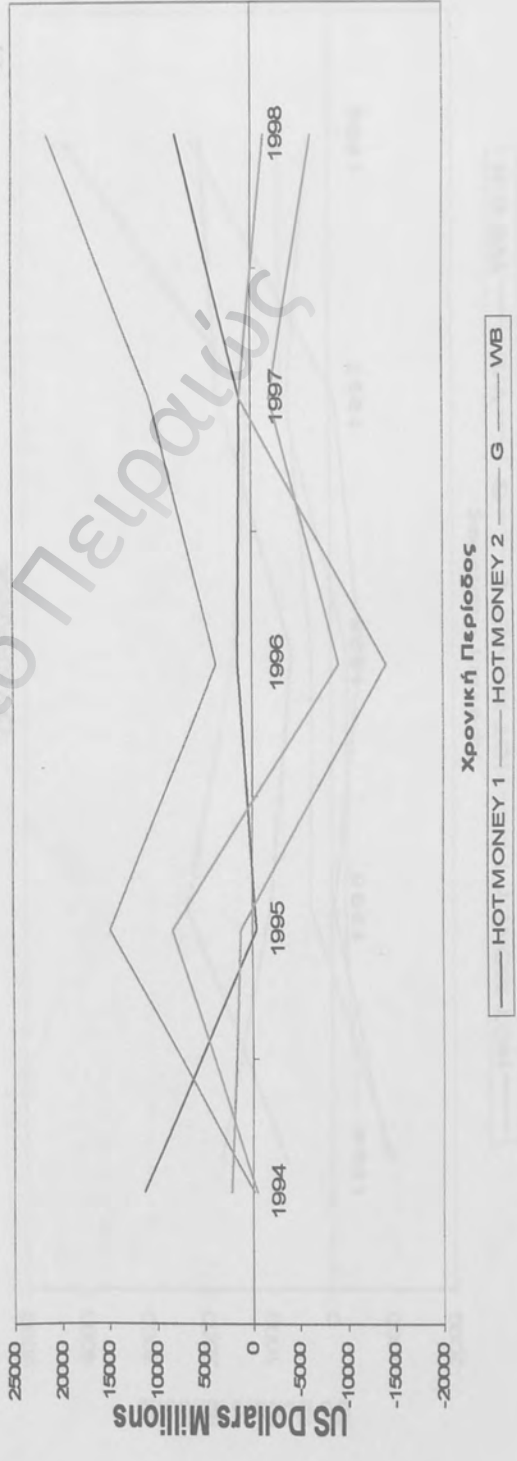
www.nbp.pl

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

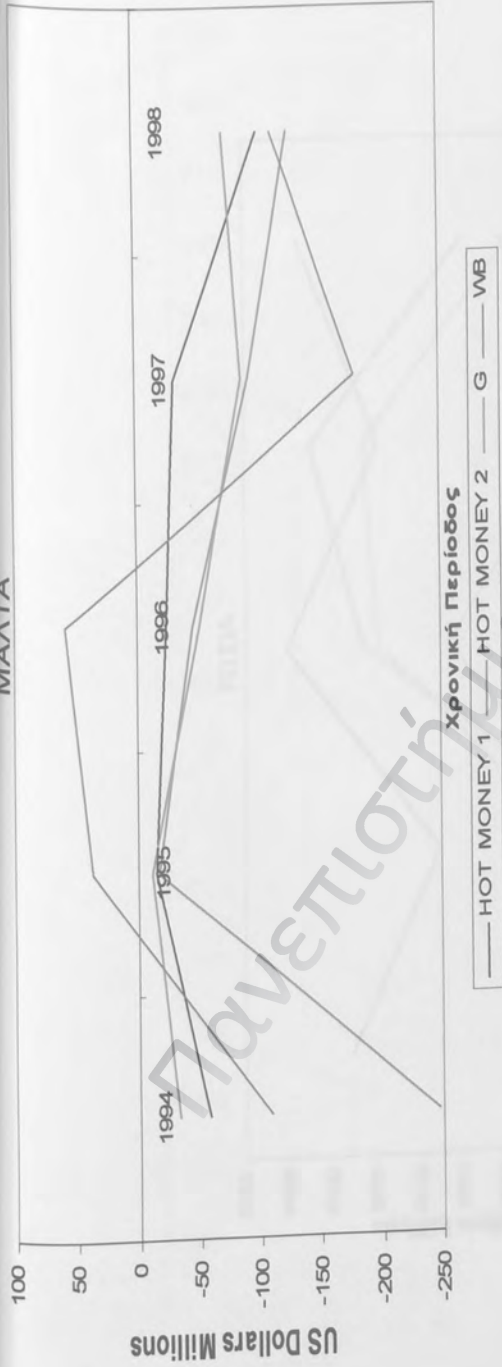
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ ΤΡΙΜΗΝΙΑΙΩΝ ΕΚΤΙΜΗΣΕΩΝ ΤΗΣ ΦΥΓΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΧΩΡΕΣ



ΕΛΒΕΤΙΑ



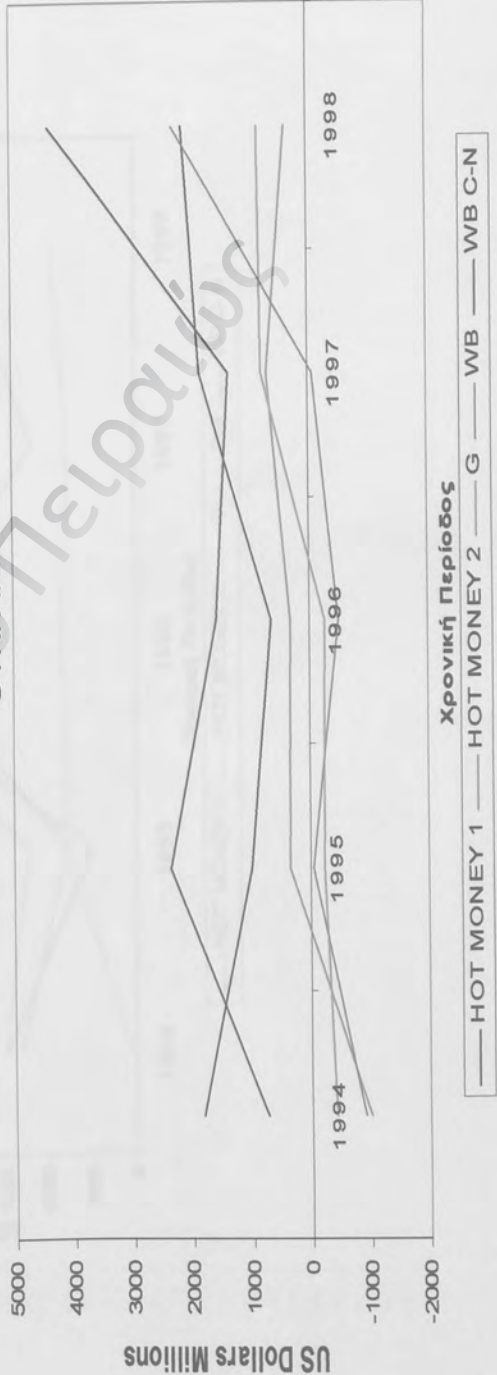
ΜΑΛΤΑ



Χρονική Περίοδος

— HOT MONEY 1 - - - HOT MONEY 2 . . . G - . - . WB

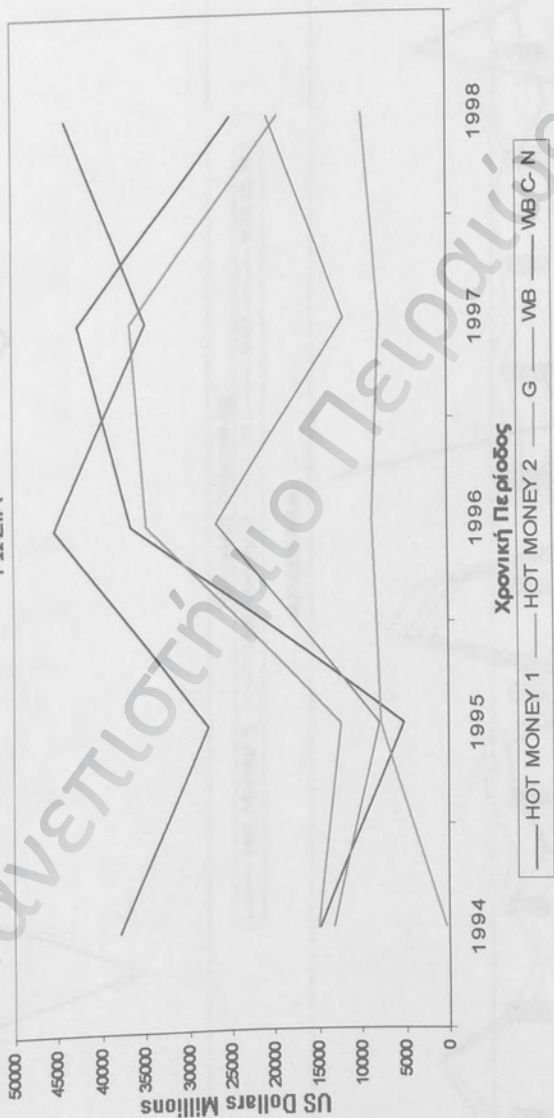
ΟΥΚΡΑΝΙΑ

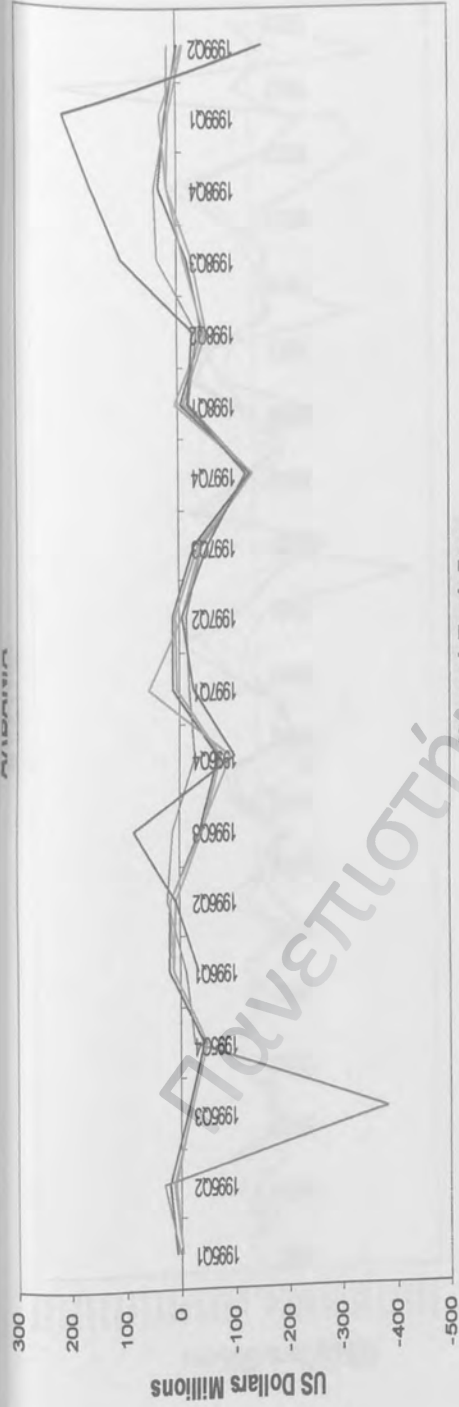


Χρονική Περίοδος

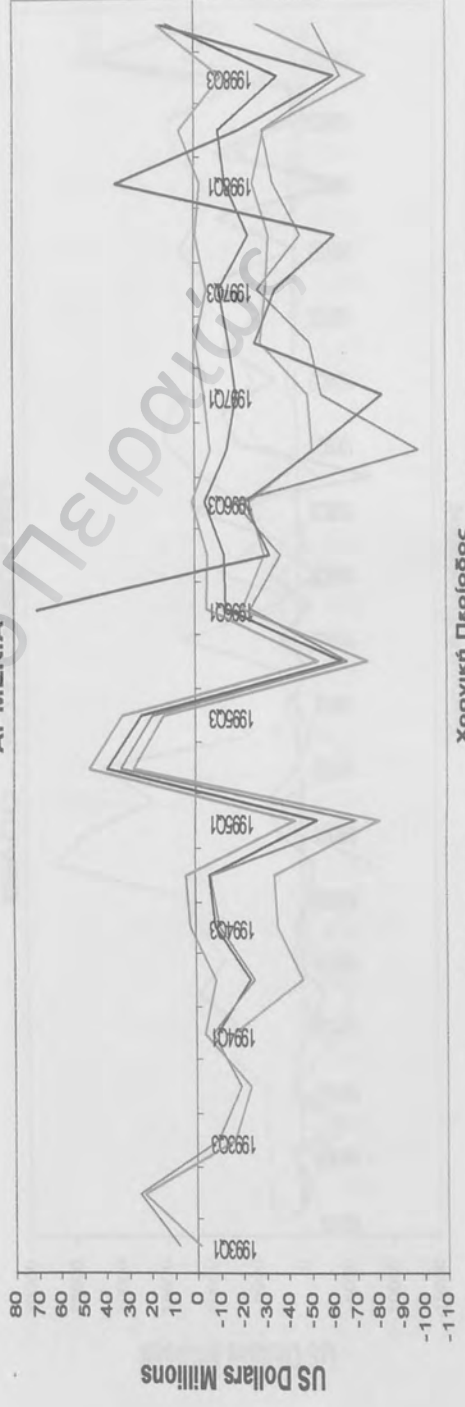
— HOT MONEY 1 - - - HOT MONEY 2 . . . G - . - . WB - - - - WB C-N

ΡΩΣΙΑ

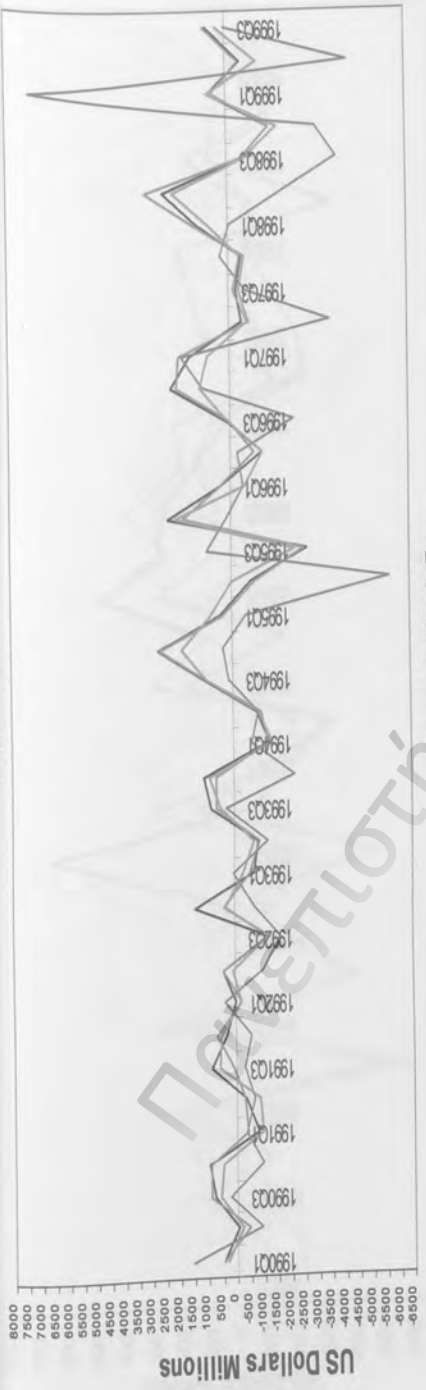




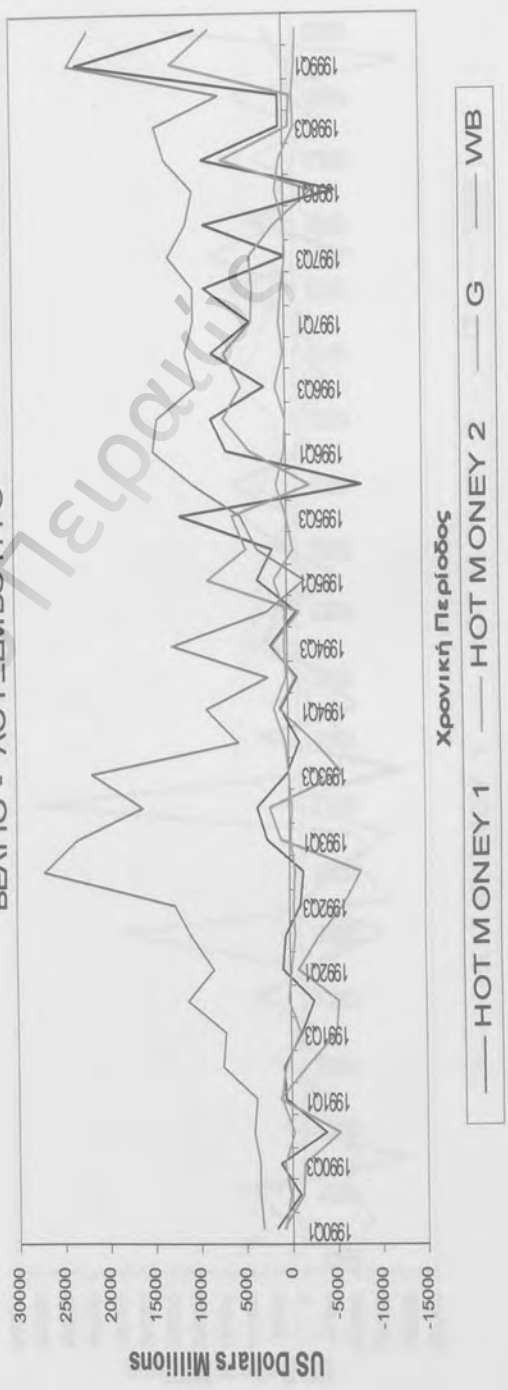
ΑΡΜΕΝΙΑ

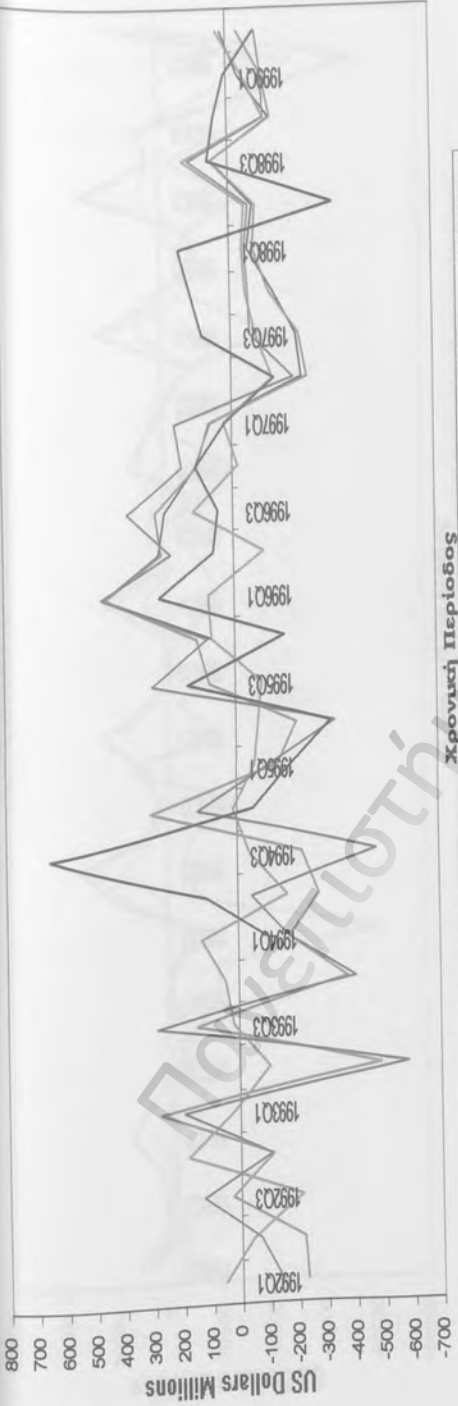


ΑΥΣΤΡΙΑ

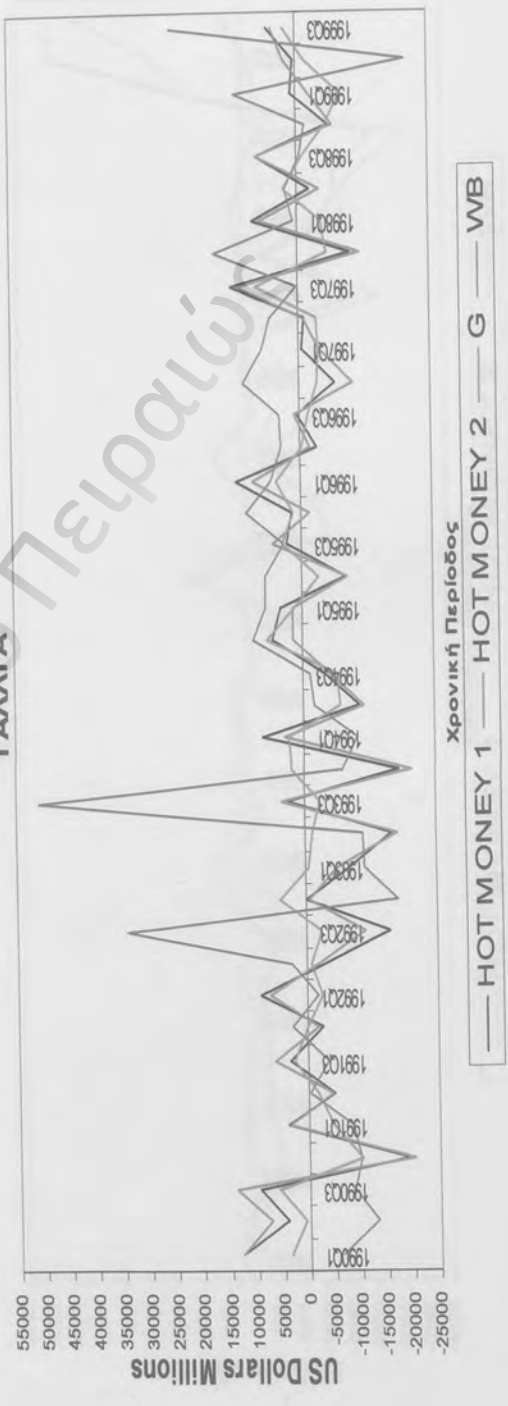


ΒΕΛΓΙΟ - ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ

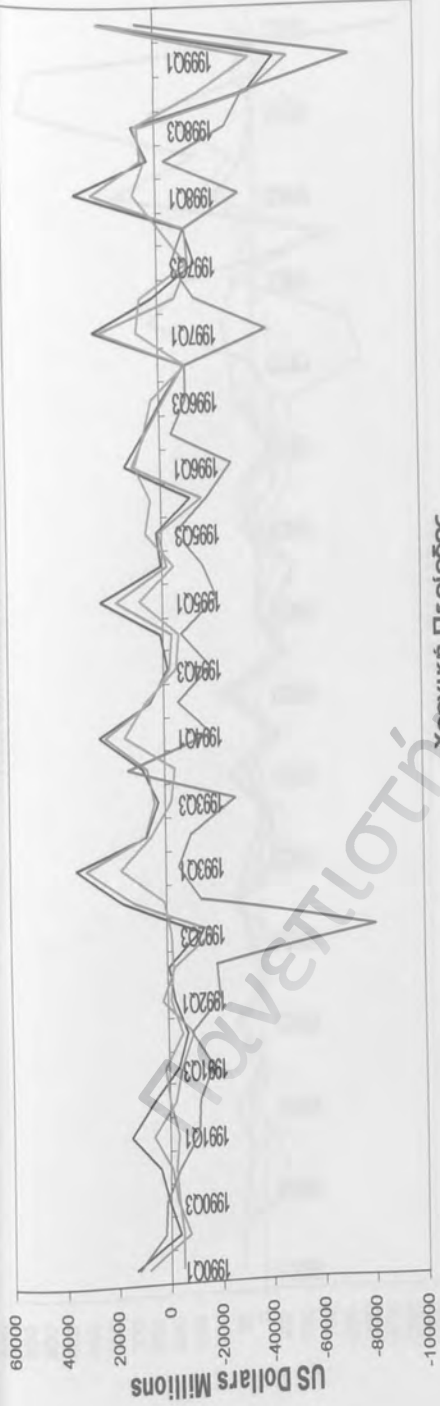




ΓΑΛΙΑ



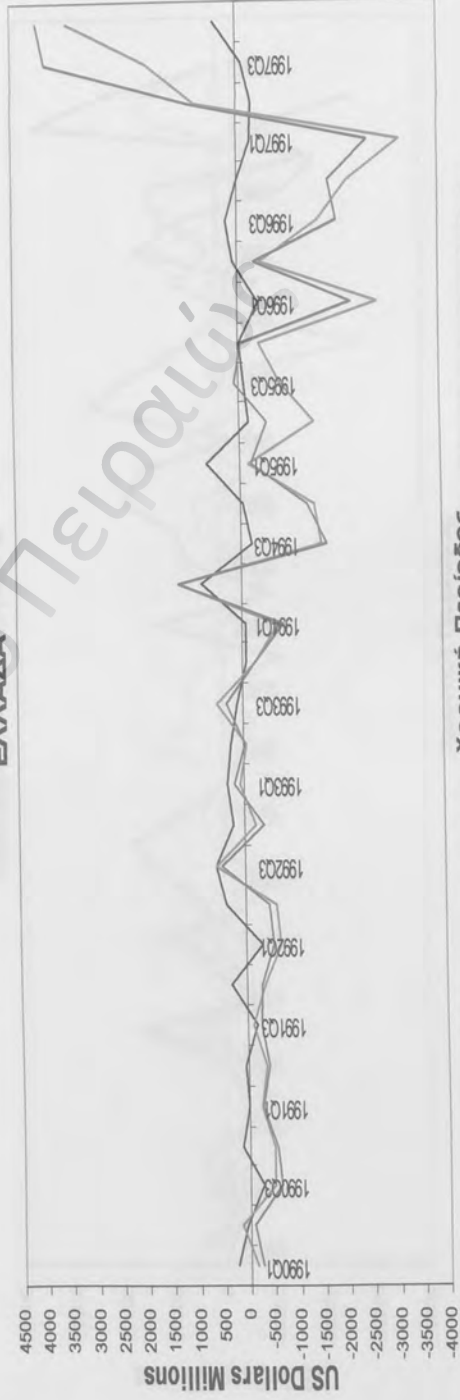
ΓΕΡΜΑΝΙΑ



Χρονική Περίοδος

— HOT MONEY 1 — HOT MONEY 2 — G — WB

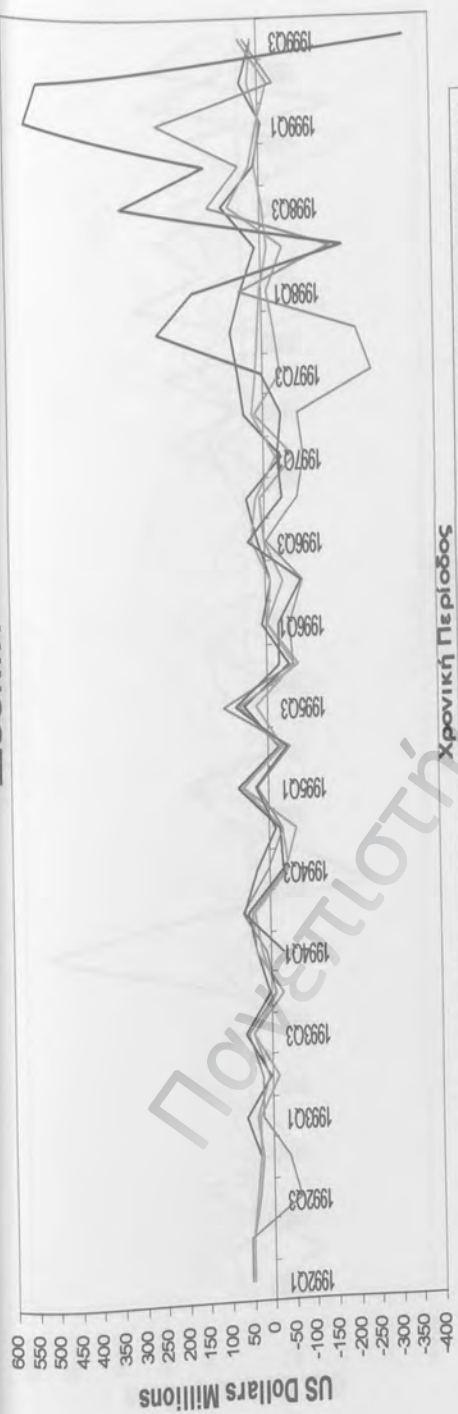
ΕΛΛΑΔΑ



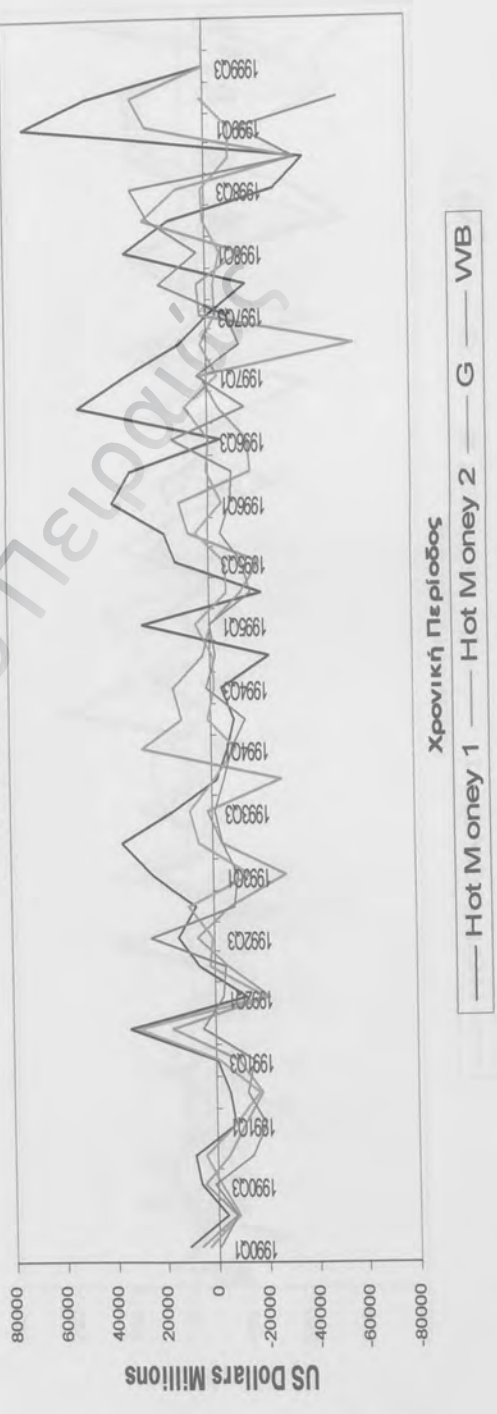
Χρονική Περίοδος

— HOT MONEY 1 — HOT MONEY 2 — WB

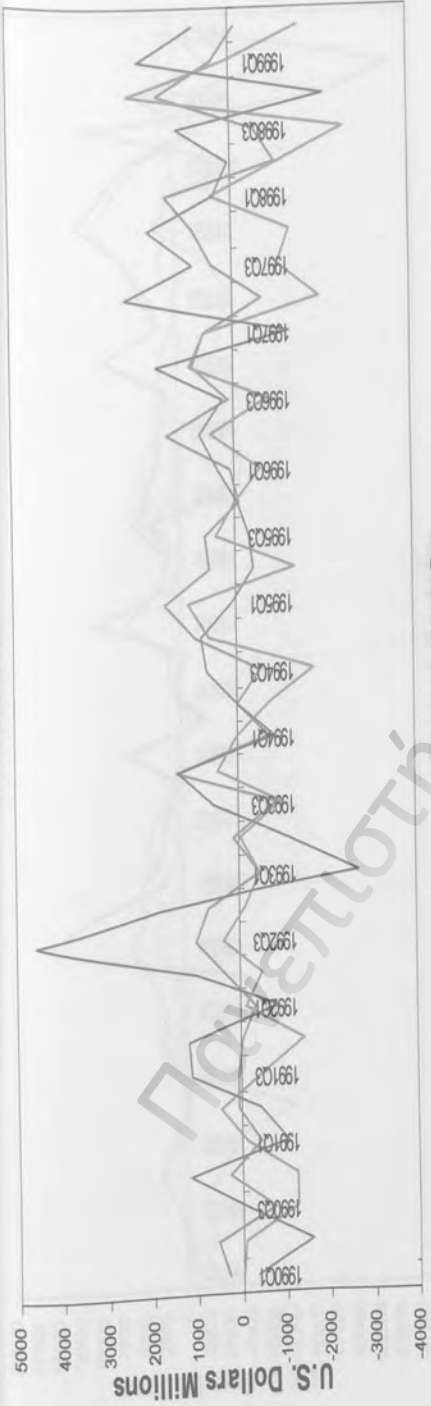
ΕΙΣΘΟΔΙΑ



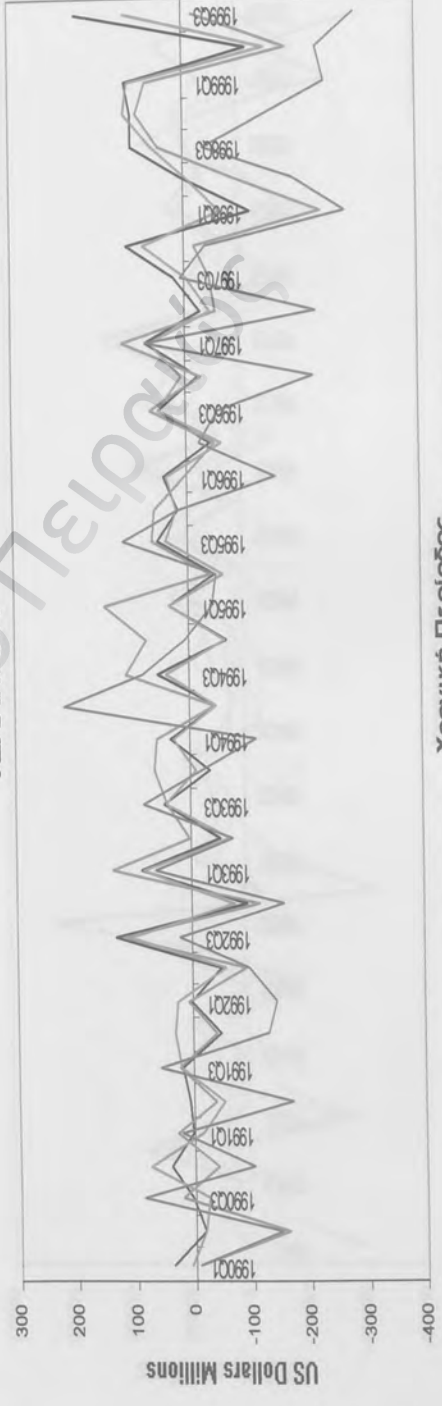
ΗΝΩΜΕΝΟ ΒΑΣΙΛΕΙΟ

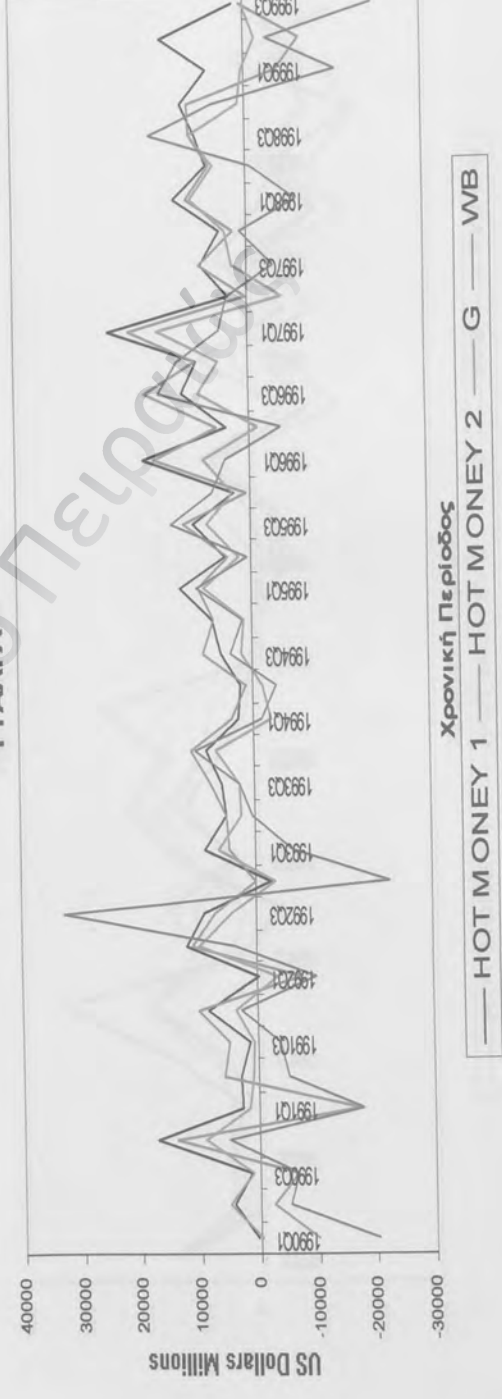
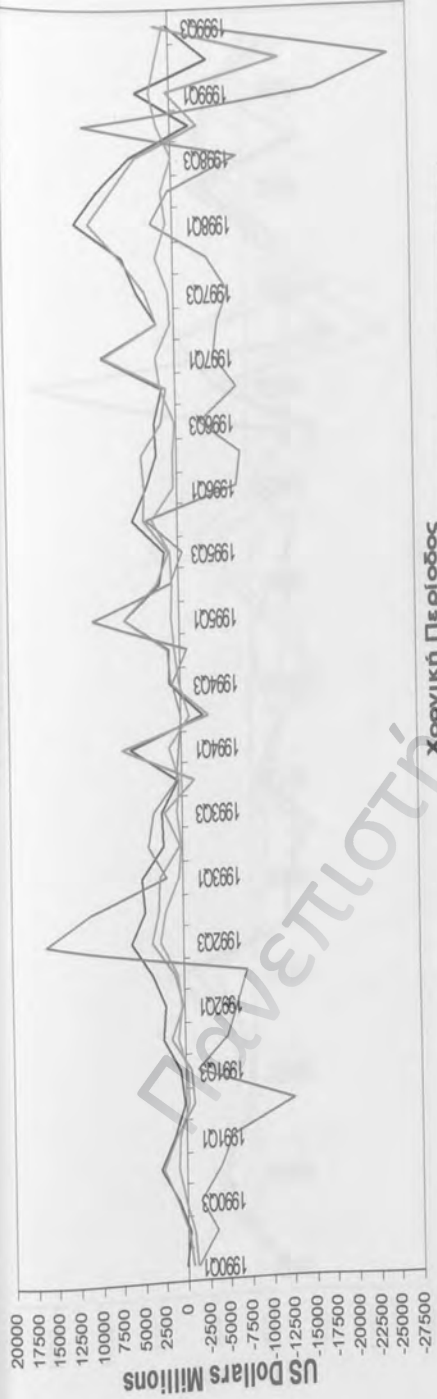


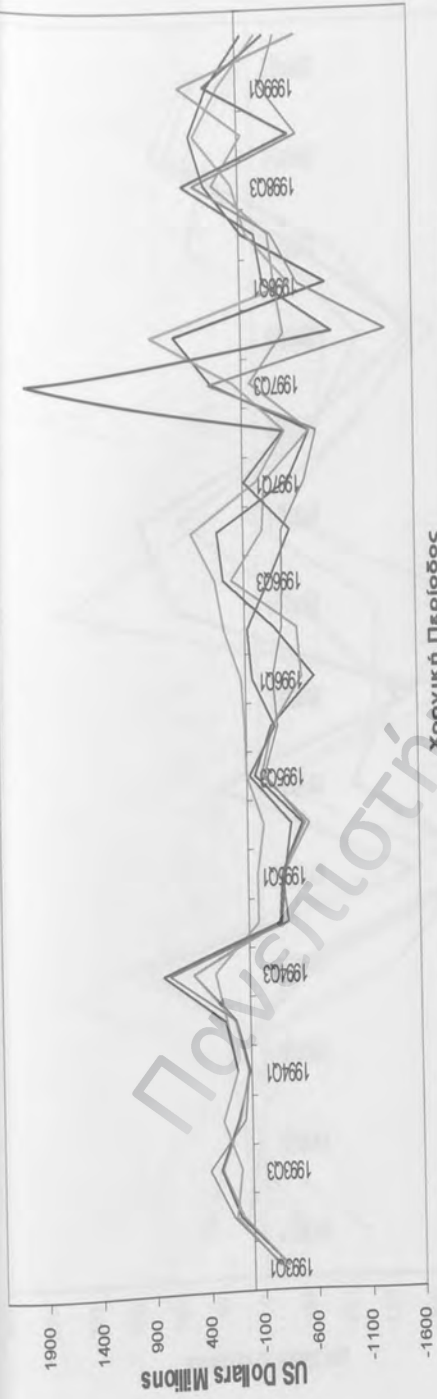
ΙΣΠΑΝΙΑ



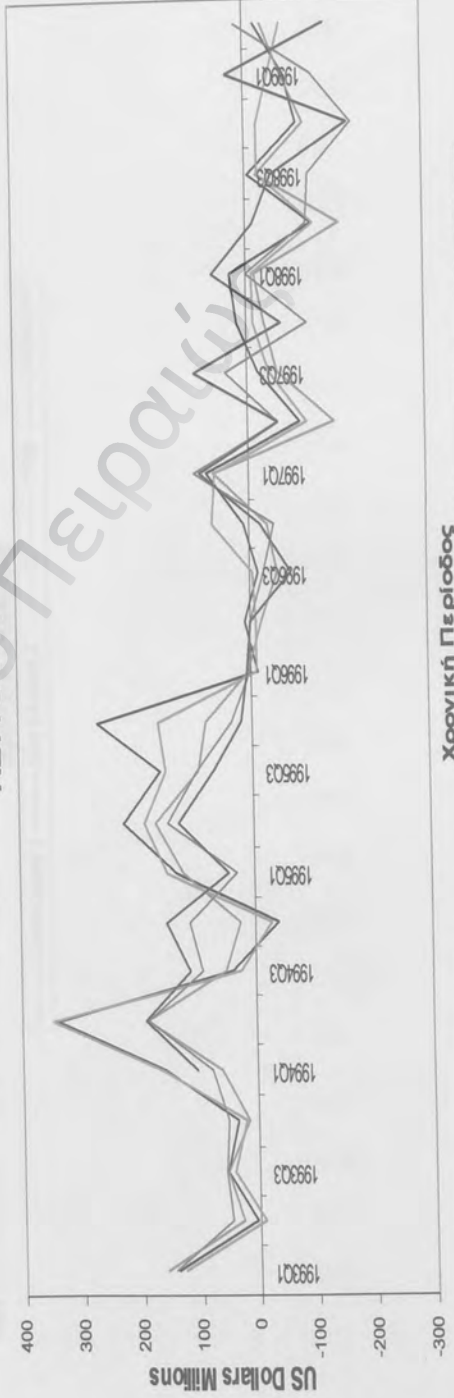
ΙΣΑΝΔΙΑ

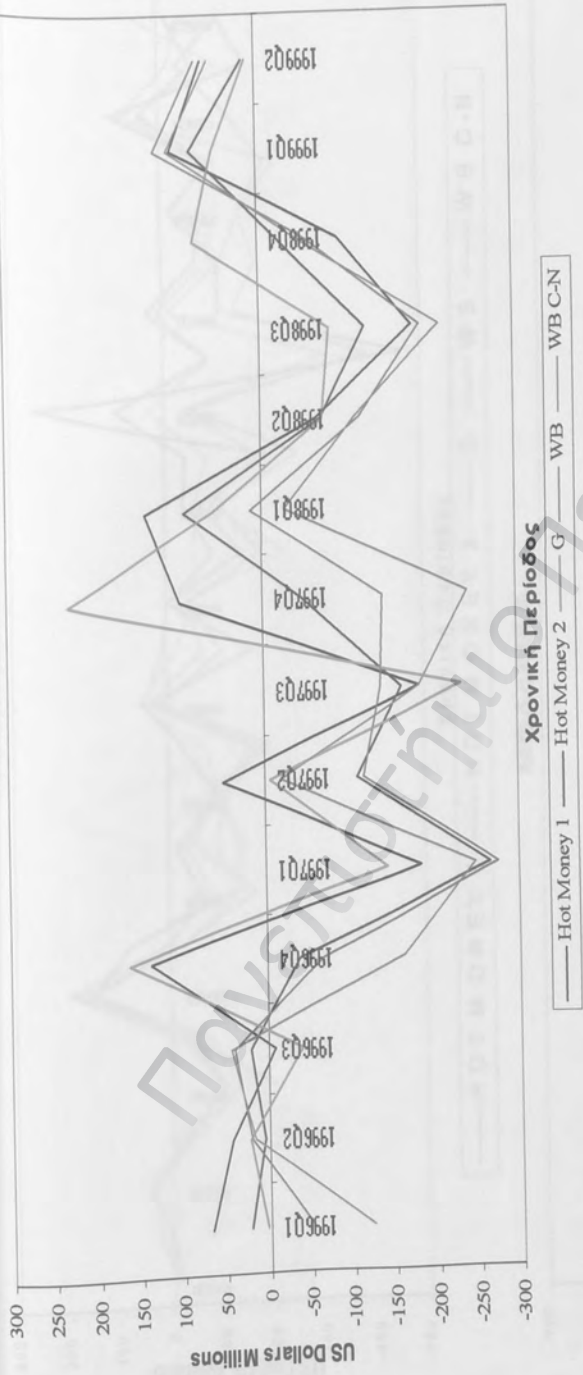






ΛΕΤΤΟΝΙΑ

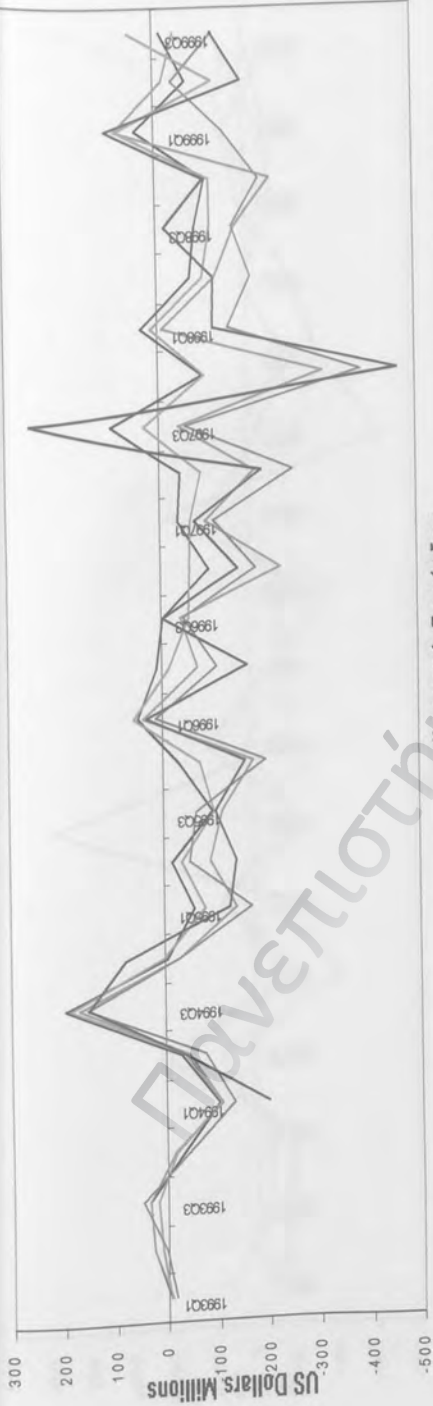




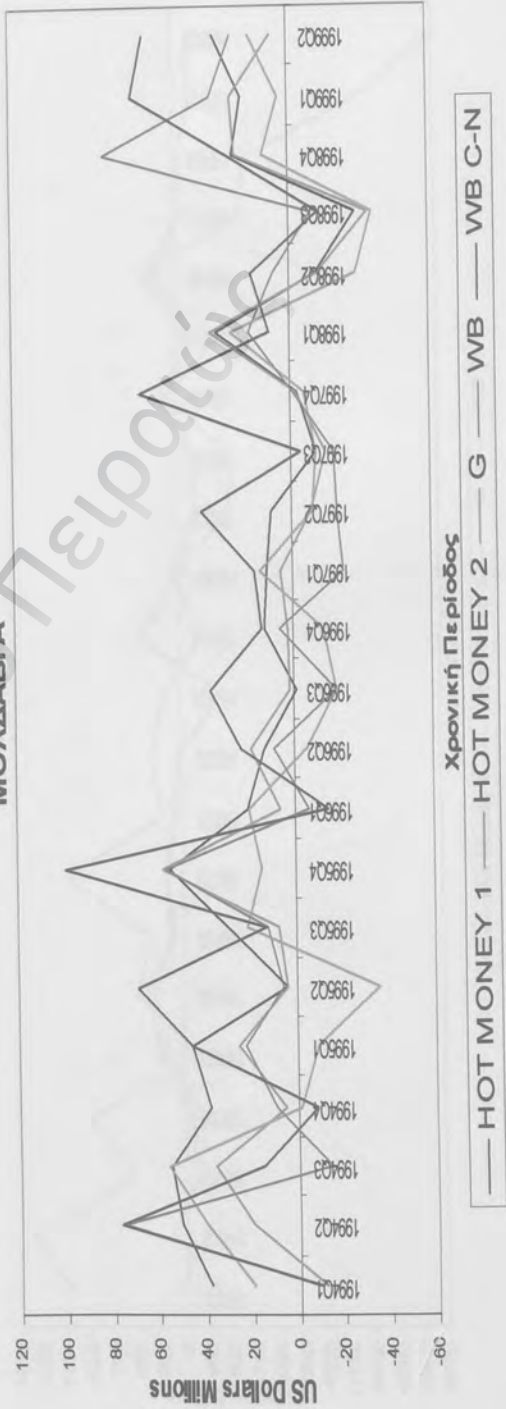
Source: IMF, 2000

Legend: Hot Money 1, Hot Money 2, G, WB, WB C-N

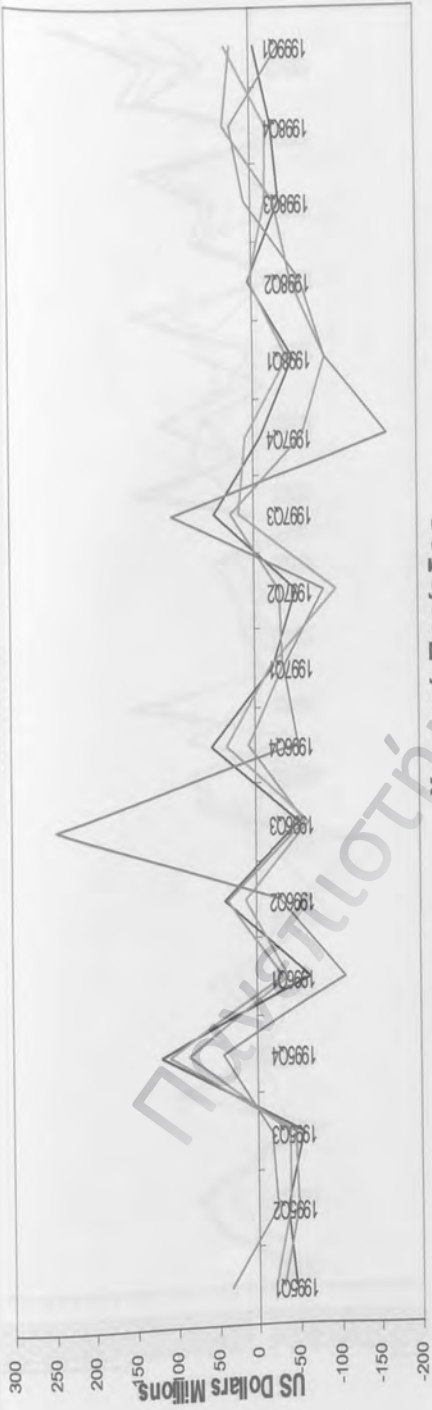
ΛΙΘΟΥΑΝΙΑ



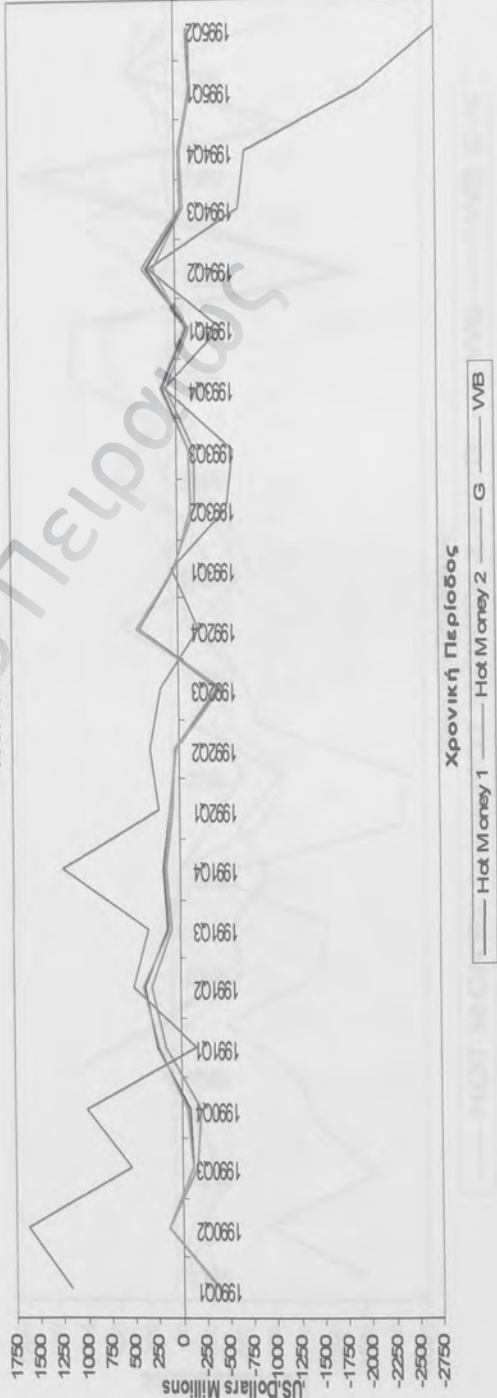
ΜΟΛΔΑΒΙΑ



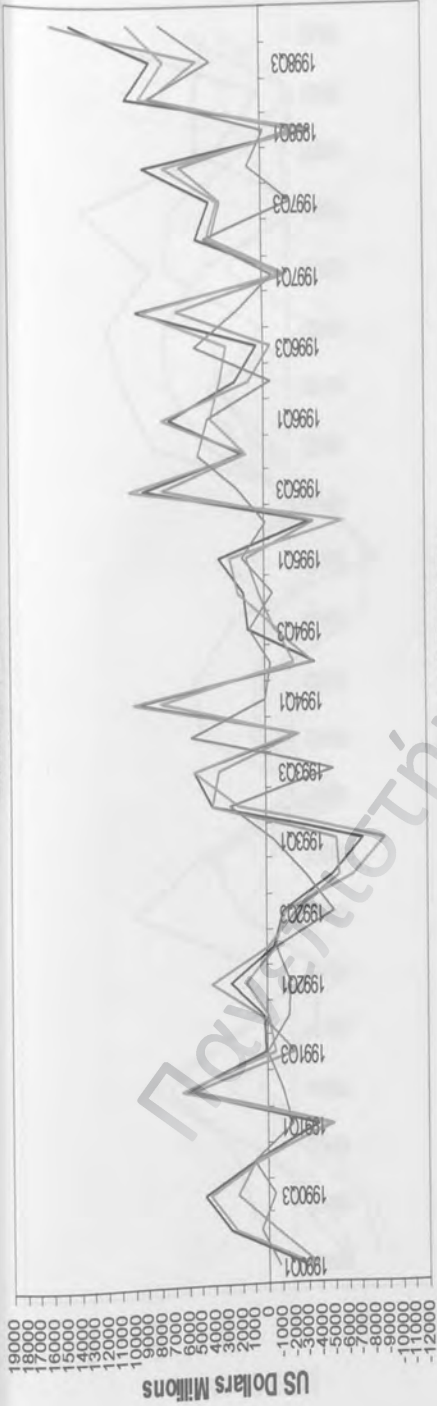
ΜΑΛΤΑ



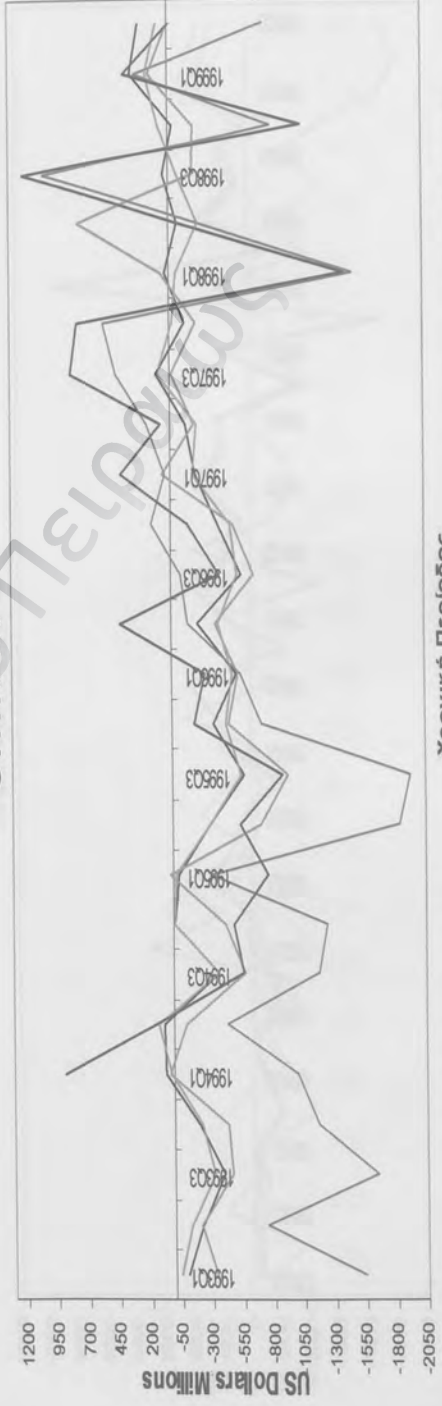
ΠΟΛΩΝΙΑ



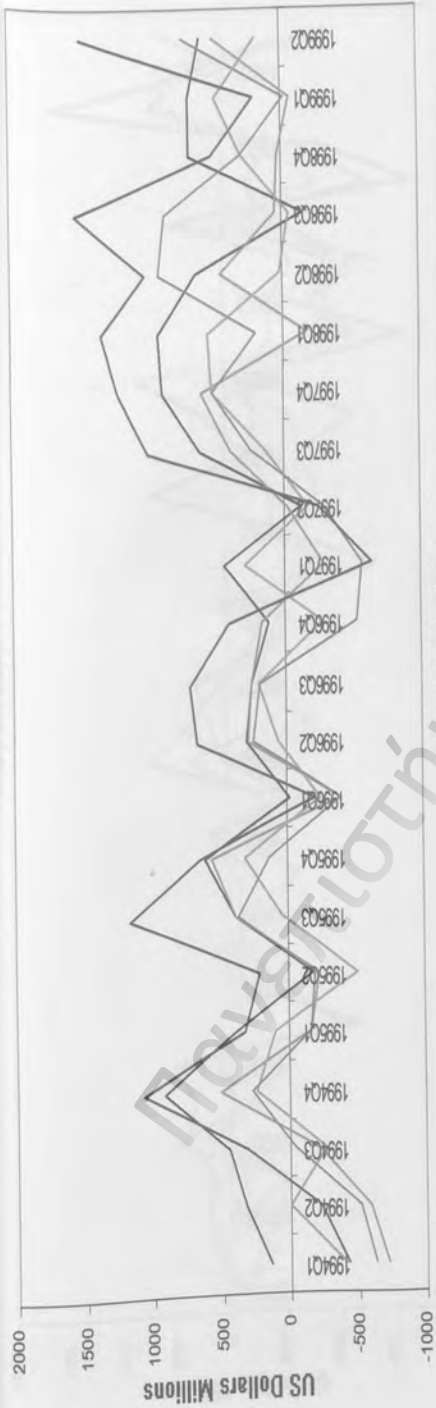
ΟΛΜΑΝΙΑ



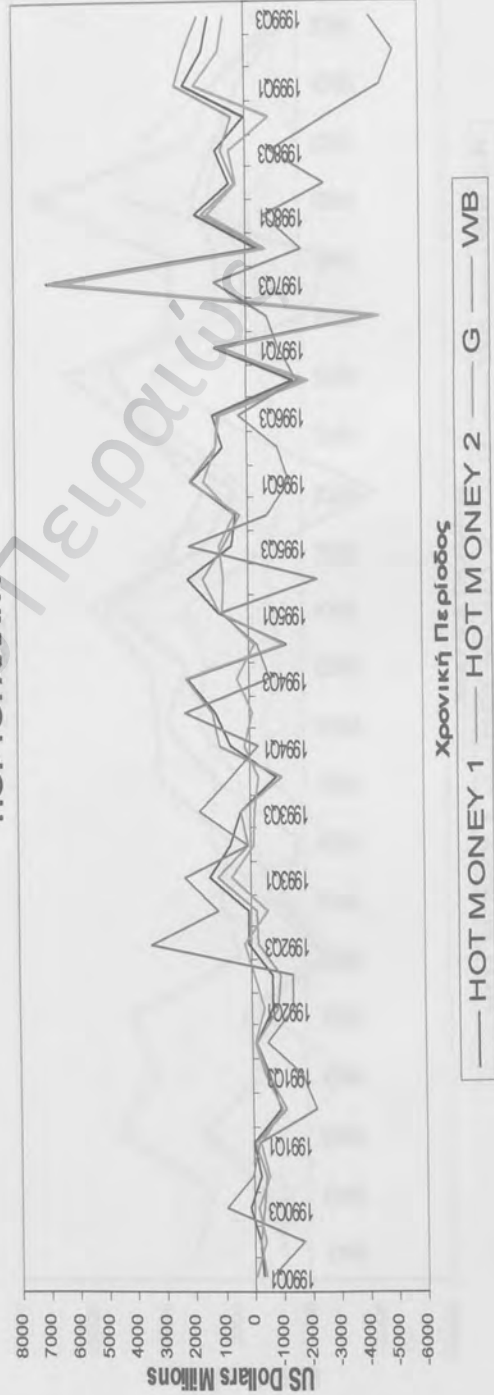
ΟΥΓΓΑΡΙΑ



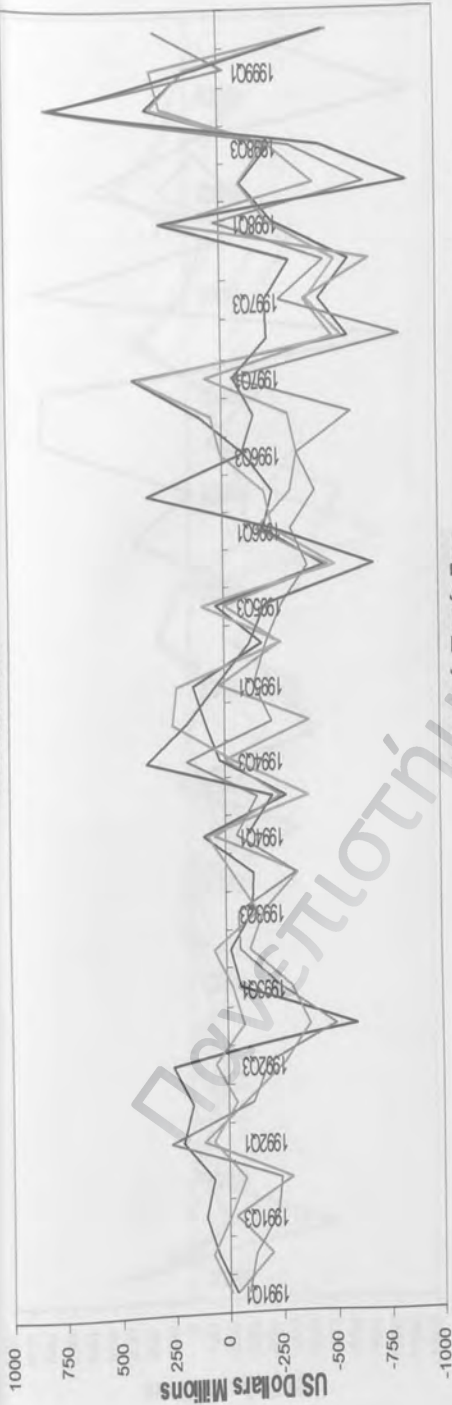
ΟΥΚΡΑΝΙΑ



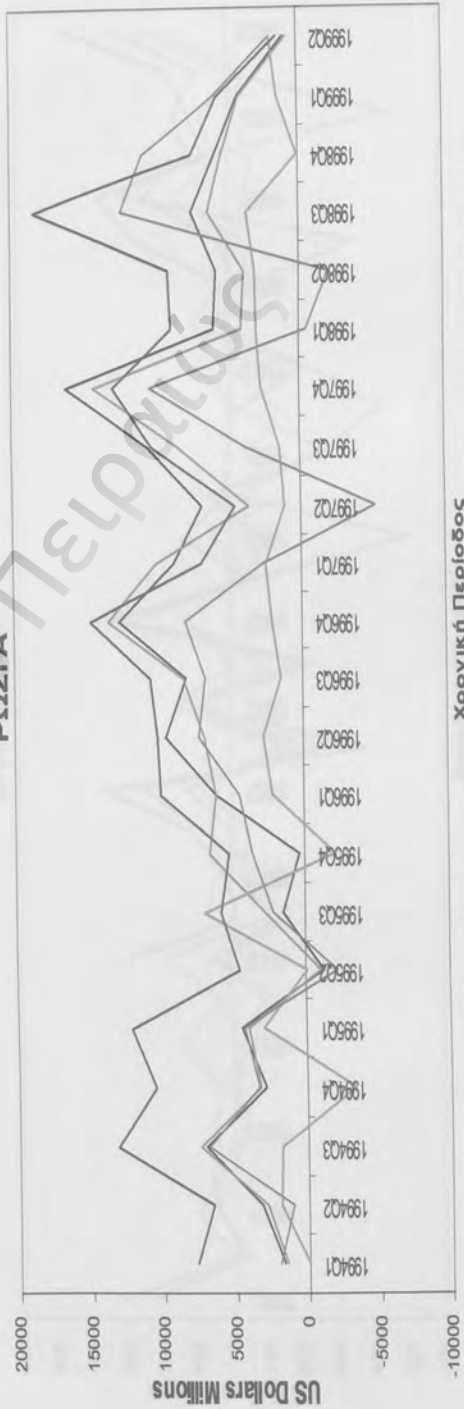
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ



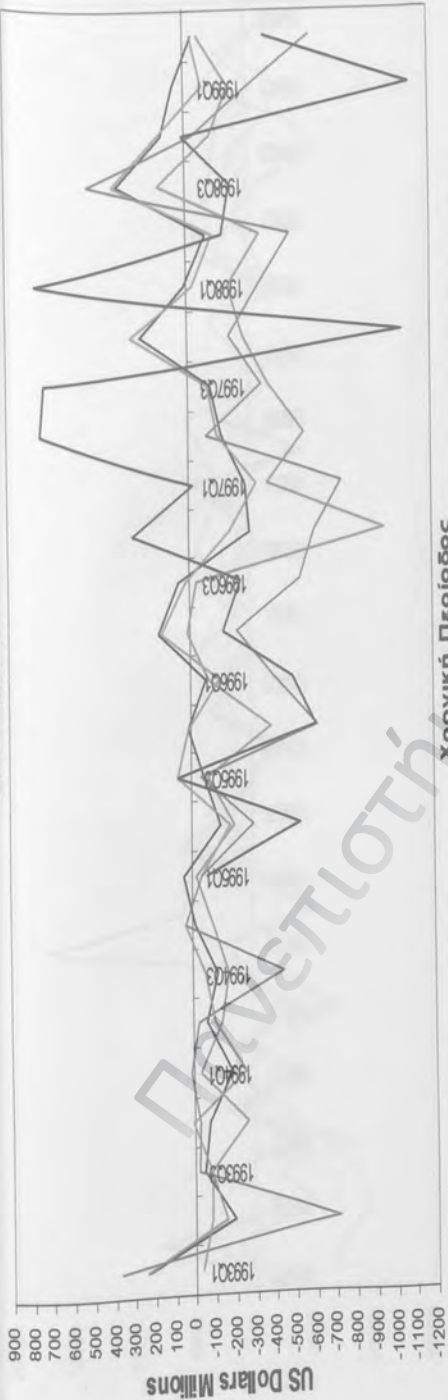
ΡΟΥΜΑΝΙΑ



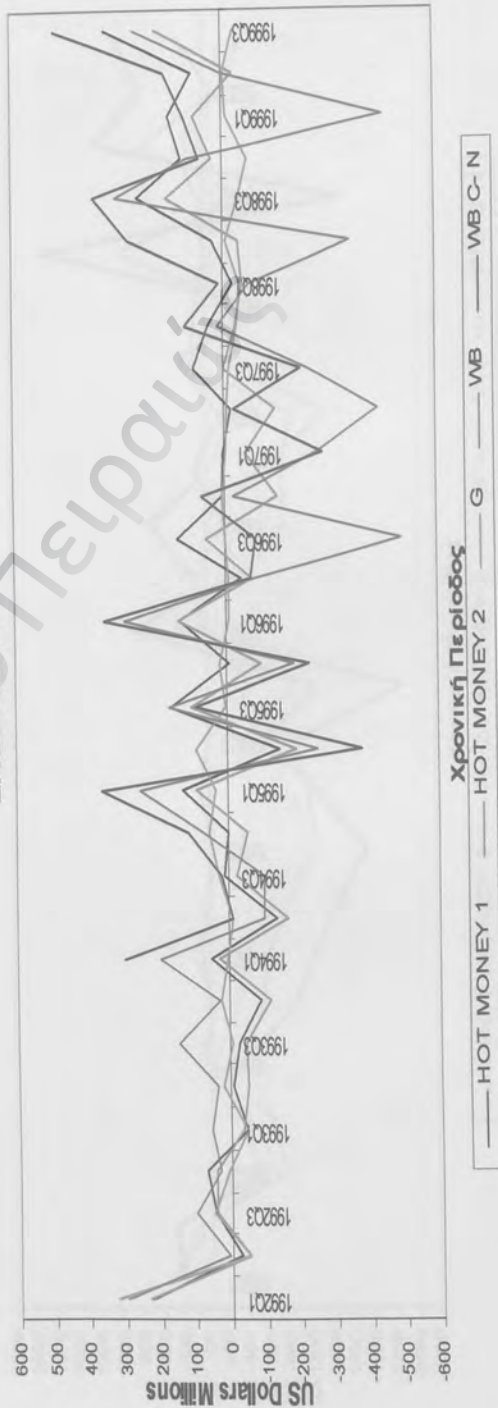
ΡΩΣΙΑ



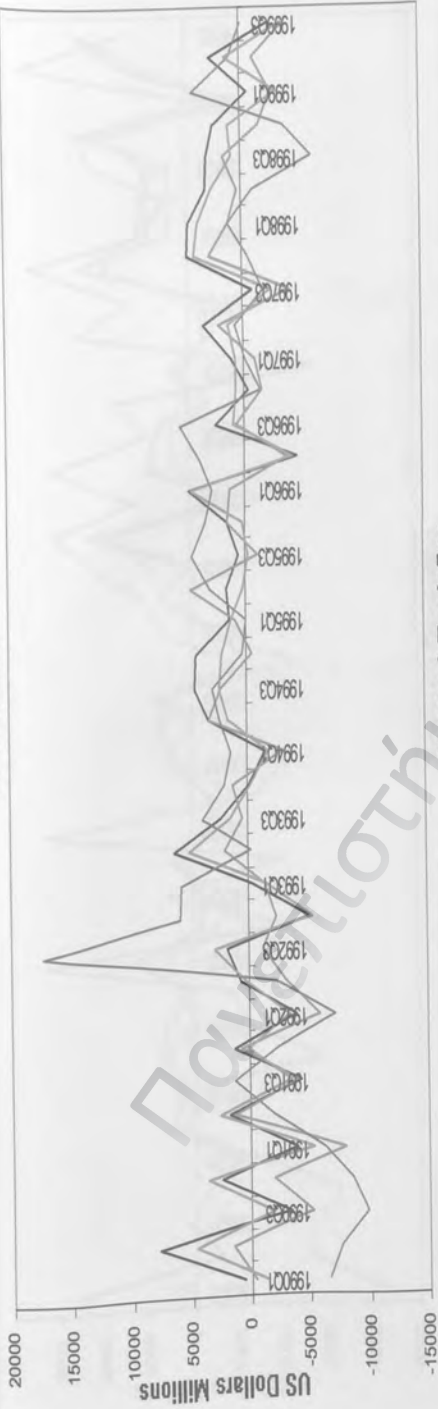
ΣΛΟΒΑΚΙΑ



ΣΛΟΒΕΝΙΑ



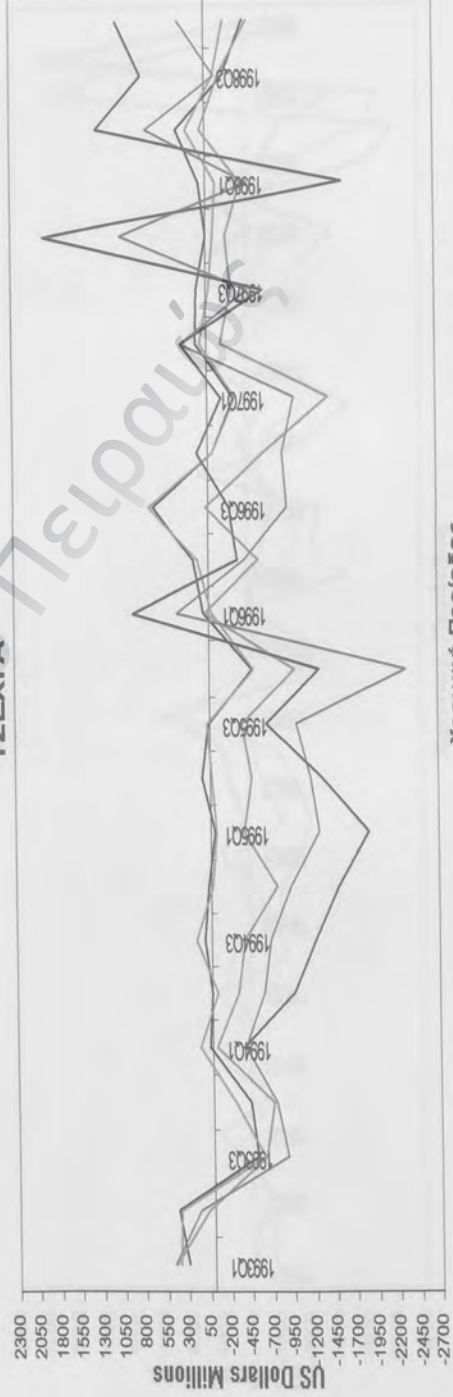
ΣΟΥΗΔΙΑ



Χρονική Περίοδος

— HOT MONEY 1 — HOT MONEY 2 — G — WB

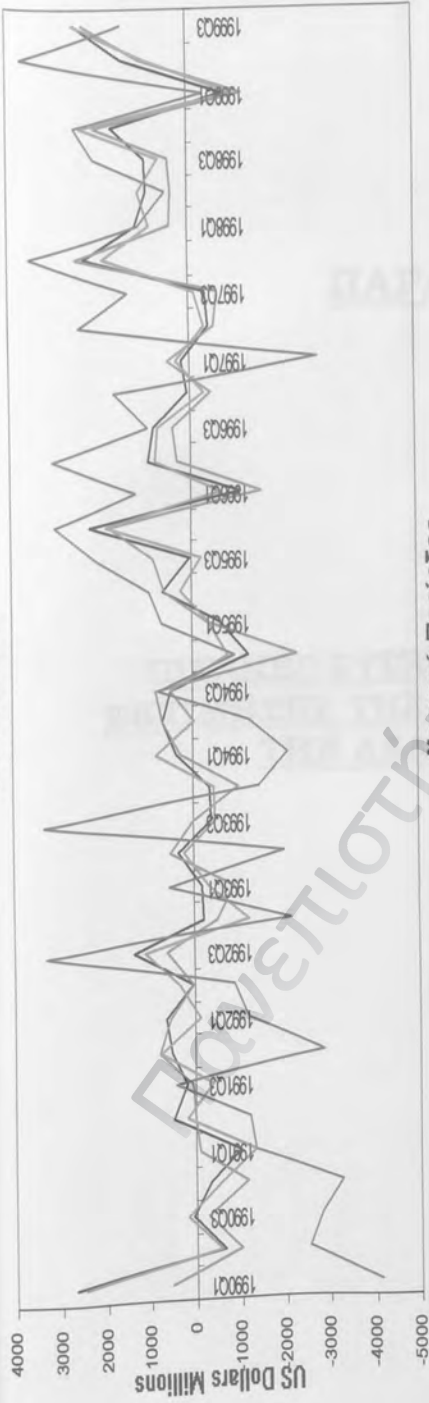
ΤΣΕΧΙΑ



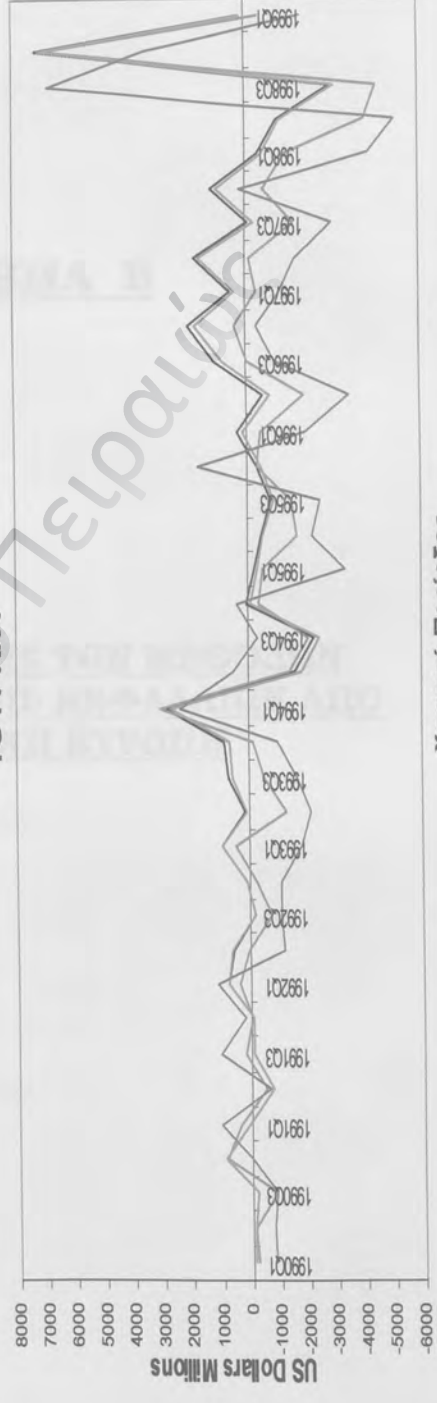
Χρονική Περίοδος

— HOT MONEY 1 — HOT MONEY 2 — G — WB — WB C-N

ΦΙΛΑΝΘΡΩΠΙΑ



ΤΟΥΡΚΙΑ



	NOT I	NOT II	0	W.E.	W.E.C.F.
NOT I	1	0,75	0,511	0,367	0,25
NOT II	0,75	1	0,392	0,254	0,17
0	0,511	0,392	1	0,477	0,33
W.E.	0,367	0,254	0,477	1	0,7
W.E.C.F.	0,25	0,17	0,33	0,7	1

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

	NOT I	NOT II	0	W.E.	W.E.C.F.
NOT I	1	0,675	0,511	0,367	0,25
NOT II	0,675	1	0,392	0,254	0,17
0	0,511	0,392	1	0,477	0,33
W.E.	0,367	0,254	0,477	1	0,7
W.E.C.F.	0,25	0,17	0,33	0,7	1

ΠΙΝΑΚΕΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΦΥΓΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΝΑΤΟΛΙΚΗ ΕΥΡΩΠΗ

	NOT I	NOT II	0	W.E.	W.E.C.F.
NOT I	1	0,71	0,73	0,334	0,309
NOT II	0,71	1	0,74	0,334	0,317
0	0,73	0,74	1	0,33	0,319
W.E.	0,334	0,334	0,33	1	0,507
W.E.C.F.	0,309	0,317	0,319	0,507	1

	NOT I	NOT II	0	W.E.	W.E.C.F.
NOT I	1	0,643	0,515	0,365	0,245
NOT II	0,643	1	0,365	0,338	0,199
0	0,515	0,365	1	0,503	0,35
W.E.	0,365	0,338	0,503	1	0,773
W.E.C.F.	0,245	0,199	0,35	0,773	1

ALBANIA

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,951	0,998	0,806	0,511
HOT II	0,951	1	0,951	0,726	0,499
G	0,998	0,951	1	0,791	0,501
W.B.	0,806	0,726	0,791	1	0,607
W.B. C-N	0,511	0,499	0,501	0,607	1

ARMENIA

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,675	0,811	0,265	0,467
HOT II	0,675	1	0,532	0,685	0,654
G	0,811	0,532	1	0,232	0,324
W.B.	0,265	0,685	0,232	1	0,477
W.B. C-N	0,467	0,654	0,324	0,477	1

ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,828	0,668	0,654	0,156
HOT II	0,828	1	0,540	0,870	0,118
G	0,668	0,540	1	0,406	-0,007
W.B.	0,654	0,870	0,406	1	0,0812
W.B. C-N	0,156	0,118	-0,007	0,0812	1

ΕΣΘΟΝΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,711	0,792	0,034	0,300
HOT II	0,711	1	0,708	0,588	0,257
G	0,792	0,708	1	0,132	0,190
W.B.	0,034	0,588	0,132	1	0,507
W.B. C-N	0,300	0,257	0,190	0,507	1

ΚΡΟΑΤΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,648	0,816	0,265	0,268
HOT II	0,648	1	0,366	0,638	0,494
G	0,816	0,366	1	-0,062	-0,05
W.B.	0,265	0,638	-0,062	1	0,773
W.B. C-N	0,268	0,494	-0,05	0,773	1

ΛΕΤΤΟΝΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,904	0,958	0,719	0,579
HOT II	0,904	1	0,900	0,811	0,676
G	0,958	0,900	1	0,679	0,580
W.B.	0,719	0,811	0,679	1	0,816
W.B. C-N	0,579	0,676	0,580	0,816	1

ΛΕΥΚΟΡΩΣΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,765	0,780	0,645	0,461
HOT II	0,765	1	0,564	0,897	0,713
G	0,780	0,564	1	0,346	0,135
W.B.	0,645	0,897	0,346	1	0,899
W.B. C-N	0,461	0,713	0,135	0,899	1

ΛΙΘΟΥΑΝΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,800	0,937	0,665	0,689
HOT II	0,800	1	0,785	0,857	0,728
G	0,937	0,785	1	0,627	0,657
W.B.	0,665	0,857	0,627	1	0,731
W.B. C-N	0,689	0,728	0,657	0,731	1

ΜΟΛΔΑΒΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,774	0,784	0,494	0,289
HOT II	0,774	1	0,583	0,577	0,508
G	0,784	0,583	1	0,290	0,041
W.B.	0,494	0,577	0,290	1	0,534
W.B. C-N	0,289	0,508	0,041	0,534	1

ΟΥΓΓΑΡΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,734	0,942	0,268	0,343
HOT II	0,734	1	0,631	0,380	0,288
G	0,942	0,631	1	0,216	0,272
W.B.	0,268	0,380	0,216	1	0,712
W.B. C-N	0,343	0,288	0,272	0,712	1

ΟΥΚΡΑΝΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,454	0,807	0,386	0,432
HOT II	0,454	1	0,451	0,728	0,740
G	0,807	0,451	1	0,409	0,419
W.B.	0,386	0,728	0,409	1	0,886
W.B. C-N	0,432	0,740	0,419	0,886	1

ΠΟΛΩΝΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.
HOT I	1	0,977	0,990	0,687
HOT II	0,977	1	0,955	0,585
G	0,990	0,955	1	0,714
W.B.	0,687	0,585	0,714	1

ΡΟΥΜΑΝΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,737	0,976	0,441	0,510
HOT II	0,737	1	0,688	0,622	0,625
G	0,976	0,688	1	0,393	0,523
W.B.	0,441	0,622	0,393	1	0,595
W.B. C-N	0,510	0,625	0,523	0,595	1

ΡΩΣΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,890	0,278	0,503	0,627
HOT II	0,890	1	0,141	0,603	0,593
G	0,278	0,141	1	0,0841	0,193
W.B.	0,503	0,603	0,0841	1	0,653
W.B. C-N	0,627	0,593	0,193	0,653	1

ΣΛΟΒΕΝΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.
HOT I	1	0,701	0,926	0,646
HOT II	0,701	1	0,553	0,483
G	0,926	0,553	1	0,680
W.B.	0,646	0,483	0,680	1

ΣΛΟΒΑΚΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,927	-0,397	0,344	0,588
HOT II	0,927	1	-0,355	0,454	0,627
G	-0,397	-0,355	1	-0,122	-0,276
W.B.	0,344	0,454	-0,122	1	0,617
W.B. C-N	0,588	0,627	-0,276	0,617	1

ΤΣΕΧΙΑ

	HOT I	HOT II	G	W.B.	W.B. C-N
HOT I	1	0,616	0,916	0,236	0,01
HOT II	0,616	1	0,650	0,586	0,364
G	0,916	0,650	1	0,245	0,096
W.B.	0,236	0,586	0,245	1	0,809
W.B. C-N	0,01	0,364	0,096	0,809	1