

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

Π.Μ.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΜΕ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ ΡΟΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ - Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΘΕΣΜΩΝ

Επιβλέπων: Καθηγητής Άγγελος Α. Αντζουλάτος

Θεοδωρακοπούλου Βασιλική (ΜΧΡΗ1705)

Επιτροπή:

Καθηγητής Άγγελος Α. Αντζουλάτος

Καθηγητής Χριστόδουλος Στεφανάδης

Καθηγητής Γκίκας Χαρδούβελης

Πειραιάς - Φεβρουάριος 2019

Αφιερωμένη, στην οικογενειά μου.

Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία αποτελεί διπλωματική εργασία στα πλαίσια του μεταπτυχιακού προγράμματος «Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής» του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιά.

Πριν τη παρουσίαση των αποτελεσμάτων της παρούσας διπλωματικής εργασίας αισθάνομαι την υποχρέωση να ευχαριστήσω τον επιβέποντα καθηγητή μου, καθηγητή Άγγελο Αντζουλάτο για την πολύτιμη καθοδήγηση, την εμπιστοσύνη και την εκτίμηση που μου έδειξε, καθώς έπαιξε πολύ σημαντικό ρόλο στην πραγματοποίησή της.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου Ιωάννη και Μαρία, που με υπομονή και κουράγιο προσέφεραν την απαραίτητη ηθική συμπαράσταση για την ολοκλήρωση της μεταπτυχιακής μου εργασίας.

Contents

1. Εισαγωγή.....	7
2. Θεωρία Κεφαλαιακών Ροών	9
2.1 Βασικά χρηματοοικονομικά προϊόντα: καταθέσεις, ομόλογα, προϊόντα της αγοράς χρήματος.....	9
2.2 Βασικά χρηματοοικονομικά προϊόντα: μετοχές, CDs και παράγωγα.....	16
2.3 Βασικές αρχές τραπεζικής λογιστικής.....	22
2.4 Τραπεζές οικονομία και αγορές	27
3. Βιβλιογραφική Επισκόπηση.....	36
3.1 Η απότομη αύξηση των ροών κεφαλαίων στις EMEs.....	36
3.2 Παράγοντες ώθησης και προσέλκυσης των κεφαλαιακών ροών σε σχέση με τη διεθνή οικονομική κρίση	39
3.3 Προσδιοριστικοί παράγοντες και αποτελέσματα της σύνθεσης των κεφαλαιακών εισροών	46
2.4 Ο ρόλος της χρηματοοικονομικής ανοικτότητας στην ανάπτυξη των κεφαλαιακών ροών	49
2.5 Η απελευθέρωση των ελέγχων των κεφαλαιακών εκροών	58
4. Εμπειρική Μελέτη	61
4.1 Δεδομένα.....	61
4.2 Περιγραφική Στατιστική.....	70
5. Μεθοδολογία και Αποτελέσματα.....	72
5.1 Οικονομετρική Μεθοδολογία	72
5.2 Αποτελέσματα.....	74
6. Βιβλιογραφία – Πηγές	81

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στη παρούσα εργασία επιδιώκουμε την εκτίμηση των μεταβλητών εκείνων οι οποίες επηρεάζουν τις ροές τόσο των διεθνών κεφαλαίων με κατεύθυνση σε μετοχές και ομόλογα ξεχωριστά όσο και στο σύνολό τους. Χρησιμοποιούμε δεδομένα από είκοσι επτά αναδυόμενες οικονομίες και το χρονικό εύρος είναι είκοσι εννιά χρόνια για το διάστημα 1990 έως 2018, έτσι ώστε να συμπεριλάβουμε τη περίοδο πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την οικονομική κρίση. Στην παρούσα διατριβή γίνεται εμπειρική διερεύνηση της φύσης και των προσδιοριστικών παραγόντων τόσο συνολικά των διεθνών ροών κεφαλαίου όσο και ξεχωριστά ανά είδος. Παρουσιάζουμε επίσημα στατιστικά δεδομένα από διεθνείς παράγοντες (push factors) αλλά και εγχώριους (pull factors). Λόγω της χρήσης χρονικών ψευδο-μεταβλητών, η σημαντικότητα των διεθνών παραγόντων εξαλείφεται. Στην παρούσα διατριβή επιπρόσθετα διερευνάται η σπουδαιότητα και ο τρόπος κατά τον οποίο οι εγχώριοι προσδιοριστικοί παράγοντες επηρεάζουν τις ροές διεθνών κεφαλαίων. Τα οικονομετρικά αποτελέσματα καταδεικνύουν πως η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος της χώρας υποδοχής, η ποιότητα διακυβέρνησης και η έλλειψη αβεβαιότητας ενισχύουν τις διεθνείς ροές κεφαλαίων.

Λέξεις-Κλειδιά: διεθνή κεφάλαια, αναδυόμενες οικονομίες, θεσμοί

ABSTRACT

In this paper we seek to estimate the variables that affect the flows of international capital in the form of equity and bond issues separately as well as collectively. We use data from twenty-seven emerging economies and the time span is twenty-nine years between 1990 and 2018 to include the period before, during and after the financial crisis. In the present thesis an empirical investigation of the nature and determinants of international capital flows is carried out using updated variables that represent push and pull factors. Due to the use of time fixed effects, the importance of international factors is eliminated. In this thesis, we also investigate the importance and the way in which domestic determinants influence the flows of international capital. Our empirical results show that financial development of the host economy as well as sound governance and absence of uncertainty significantly enhance foreign capital flows.

Key words: international capital flows, emerging economies, institutions

1. Εισαγωγή

Ιστορικά, οι ροές διεθνών κεφαλαίων σε αναδυόμενες οικονομίες αποτελούνται από ροές χαρτοφυλακίου και άμεσες ξένες επενδύσεις. Πρόσφατα, οι σχετικές ροές έχουν αυξηθεί σημαντικά, με κινητήρια δύναμη της μετοχής. Μέσω της εξελικτικής πορείας της πληροφορικής, των δικτύων και των μεταφορών και του χρηματοοικονομικού τομέα, έχει επιτευχθεί η διαδικασία ολοκλήρωσης της αγοράς και της δημιουργίας ενός κοινού πεδίου δραστηριοποίησης της παγκόσμιας οικονομίας. Αναφέροντας τον όρο διεθνή επενδυτικά κεφάλαια, εννοούμε τα κεφάλαια που εισρέουν στη χώρα από αλλοδαπούς επενδυτές. Οι διεθνείς επενδύσεις, σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, διακρίνονται σε επενδύσεις χαρτοφυλακίου, στις επενδύσεις σε διαθέσιμα, σε επενδύσεις σε παράγωγα προϊόντα και σε άμεσες ξένες επενδύσεις. Για τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου η διάκριση επενδύσεων γίνεται σε αξιόγραφα ιδιοκτησίας ή χρέους, όπως οι μετοχές και τα ομόλογα με τις οποίες θα ασχοληθούμε εκτενέστερα.

Οι φορείς πολιτικής χάραξης και η ακαδημαϊκή κοινότητα είναι ευρέως ενδιαφερόμενοι για τη φύση και τις αιτίες των ροών αυτών. Για παράδειγμα, εγείρεται το ερώτημα εάν οι εγχώριοι και οι διεθνείς προσδιοριστικοί παράγοντες είναι σημαντικοί για τις ροές κεφαλαίων. Ένα υπάρχον σκέλος των διεθνών χαρακτηριστικών της βιβλιογραφίας, επισήμανε ο Calvo et al. (1993) και οι Reinhart and Reinhart (2009). Ακόμη, διαφορετικοί τύποι ροών χαρτοφυλακίου, είτε αυτά μπορεί να είναι μετοχές, ομόλογα και τραπεζικές ροές χαρτοφυλακίου, συμπεριφέρονται διαφορετικά, το οποίο επισημάνθηκε από τους Contesi et al. (2009). Επιπλέον, εστιάζοντας στις διεθνείς και εγχώριες συμπεριφορές, η προαναφερόμενη έρευνα εξετάζει τη φύση και τη επίδραση των ιδιοσυγκρασιάκων (ανά χώρα) προσδιοριστικών παραγόντων. Τα εγχώρια χαρακτηριστικά μπορεί επίσης να είναι σημαντικά για τις ροές κεφαλαίων αναδυόμενων οικονομιών, όπως είναι τα πραγματικά επιτόκια, ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ, το δημόσιο χρέος, η σταθερότητα συναλλαγματικών ισοτιμιών, η ποιότητα των θεσμών κ.α. Η μελέτη των Contesi et al. (2009) χρησιμοποιεί panel διαστρωματικών και χρονικών

δεδομένων και καινοτομίες στη μεθοδολογία panel ώστε να εξετάσει τόσο τους διεθνείς όσο και τους εγχώριους παράγοντες των διεθνών ροών κεφαλαίου.

Για την επισκόπηση των αποτελεσμάτων μας, εντοπίζουμε τις σημαντικές ομοιότητες στις κεφαλαιακές ροές, αλλά αυτές οι ομοιότητες εξαρτώνται από το εάν εμείς θεωρούμε συγκεντρωτικά ή μη τις κεφαλαιακές ροές (Azémar και Desbordes, 2013). Τα εύρηματα ανέδειξαν ότι για τις ροές με κατεύθυνση τα ομόλογα, στατιστική σημαντικότητα έχουν οι μεταβλητές, δείκτης πραγματικής ισοτιμίας (Real Effective Exchange Rate), δείκτης πολιτικής σταθερότητας (political stability and absence/terrorism), η μεταβλητότητα του δείκτη S&P (VIX) και ο δείκτης χρηματοοικονομικής ανάπτυξης (financial development index). Για τις ροές με κατεύθυνση τις μετοχές, στατιστικά σημαντική προκύπτει η μεταβλητή χρηματοοικονομικής ανάπτυξης. Τέλος για το σύνολο των ροών, προέκυψαν στατιστικά σημαντικές μεταβλητές οι οποίες είναι ο δείκτης πραγματικής ισοτιμίας (REER), ο δείκτης χρηματοοικονομικής ανάπτυξης καθώς και ο δείκτης πολιτικής σταθερότητας.

Αυτό η διατριβή είναι δομημένη ακολούθως. Το δεύτερο μέρος περιλαμβάνει τη βιβλιογραφική επισκόπηση, ενώ το τρίτο μέρος τη θεωρία κεφαλαιακών ροών. Στο τέταρτο μέρος αναλύονται τα δεδομένα και παρατίθενται αποτελέσματα περιγραφικής στατιστικής. Στο πέμπτο μέρος, παρουσιάζεται η εμπειρική ανάλυση και τα αποτελέσματα και, τέλος, στο έκτο μέρος παρουσιάζονται τα συμπεράσματα και προτάσεις για μελλοντική έρευνα. Τέλος συμπεριλαμβάνονται τα παραρτήματα.

2. Θεωρία Κεφαλαιακών Ροών

2.1 Βασικά χρηματοοικονομικά προϊόντα: καταθέσεις, ομόλογα, προϊόντα της αγοράς χρήματος

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα ταξινομούνται σε τρεις συν-μία κατηγορίες. **Πρώτον** τα προϊόντα χρέους τα οποία είναι: οι καταθέσεις σε τράπεζες, τα δάνεια τα οποία χορηγούν οι τράπεζες και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, τα ομόλογα, τα προϊόντα της αγοράς χρήματος για βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση (CDs, Repos, έντοκα γραμμάτια). **Δεύτερον** τα προϊόντα ιδιοκτησίας, δηλαδή οι μετοχές των επιχειρήσεων (οι κάτοχοι μετοχών είναι ιδιοκτήτες κατά το ποσοστό των μετοχών τους και συμμετέχουν κατά αυτό το ποσοστό στα κέρδη, τις ζημίες και στις αποφάσεις). **Τρίτον** τα προϊόντα υπό συνθήκη όπου υπόσχονται συγκεκριμένες χρηματοροές όταν πληρωθούν μια ή περισσότερες συνθήκες, όπως οι ασφάλειες και οι συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνου αθετήσεως (CDs). **Τέταρτον** τα παράγωγα όπου η αξία όπως και οι χρηματοροές πηγάζει από κάποιο άλλο χρηματοοικονομικό ή φυσικό προϊόν, υπηρεσία και άλλα. Τα εν λόγω προϊόντα μπορούν να ενταχθούν στις προηγούμενες κατηγορίες, διότι τα futures και τα forwards κατατάσσονται στα προϊόντα χρέους ενώ τα options σε υποσχέσεις υπό συνθήκη. Η αξιολόγηση και τιμολόγηση των υποσχέσεων είναι πολύ δυσκολότερη και ενέχει πολύ μεγαλύτερη αβεβαιότητα συγκριτικά με την αξιολόγηση και τη τιμολόγηση ενός αγαθού ή μιας υπηρεσίας. Για την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος απαιτείται αποτελεσματική θεσμική υποδομή, ιδιαίτερη παιδεία από τους παίκτες, σωστό θεσμικό πλαίσιο και κατάλληλα εκπαιδευμένο ανθρώπινο δυναμικό, στοχεύοντας έτσι στην σωστή εφαρμογή των νόμων και των ιδιωτικών συμφωνιών.

Οι καταθέσεις διακρίνονται σε όψεως, ταμειυτηρίου και προθεσμίας. Τα κύρια χαρακτηριστικά τους αναφέρονται στον χρόνο δεσμεύσεων των χρημάτων και στην ευκολία χρήσεως τους από τον καταθέτη για πληρωμές. Οτιδήποτε αυξάνει την ευελιξία των καταθετών αυξάνει τους κινδύνους των

τραπεζών και αντιστρόφως. Η ρευστότητα είναι δύσκολο να μετρηθεί και υπονοεί διαφορετικά πράγματα όταν αναφέρεται σε χρηματοοικονομικά προϊόντα ή περιουσιακά στοιχεία, από ότι όταν αναφέρεται σε οικονομικούς παράγοντες ή στη μακροοικονομία. Μεγάλη ρευστότητα έχουν οι καταθέσεις, μεσαία ρευστότητα έχουν οι μετοχές και τα ομόλογα, τα οποία διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια, ενώ μικρή ρευστότητα έχουν άλλα περιουσιακά στοιχεία (π.χ ένα κτήμα, ένα αυτοκίνητο). Σε αγορά μεγάλης ρευστότητας οι συνθήκες ζήτησης και προσφοράς δεν επηρεάζονται σημαντικά από τον αγοραστή και τον πωλητή. Αντίθετα σε χαμηλή ρευστότητα, ο αγοραστής αυξάνει τη ζήτηση ενώ ο πωλητής την προσφορά. Οποιοσδήποτε οικονομικός παράγοντας όπως μια τράπεζα, μια επιχείρηση, ένα νοικοκυριό, μια κυβέρνηση, μια χώρα, όταν είναι σε θέση να ανταπεξέλθει τις υποχρεώσεις του ή να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες και τις επενδύσεις του σημαίνει πως έχει αρκετή ρευστότητα. Η έλλειψη ρευστότητας, ακόμα και αν είναι παροδική, μπορεί να οδηγήσει έναν φερέγγυο οικονομικό παράγοντα σε πτώχευση, δηλαδή σε μόνιμες επιπτώσεις. Φερέγγυος οικονομικός παράγοντας θεωρείται εκείνος, του οποίου οι απαιτήσεις και τα περιουσιακά στοιχεία αποτιμώνται περισσότερο από τις υποχρεώσεις του. Μακροοικονομικά η ρευστότητα σχετίζεται με την νομισματική πολιτική. Η Κεντρική Τράπεζα, αυξάνοντας τη νομισματική κυκλοφορία αυξάνει τη ρευστότητα, επομένως μειώνει τα επιτόκια. Αυτή η αύξηση ρευστότητας συνήθως συμβαδίζει με χαμηλότερο κόστος/τιμή χρήματος και με μείωση επιτοκίων.

Στις καταθέσεις όψεως ο καταθέτης μπορεί οποτεδήποτε το θελήσει να κάνει ανάληψη των κατατεθειμένων χρημάτων του από υποκατάστημα τραπεζής, ATM είτε της ίδιας είτε άλλων τραπεζών μέσω διατραπεζικού συστήματος πληρωμών, επιταγές και πιστωτικές κάρτες. Για τη χρήση διατραπεζικού συστήματος η τράπεζα χρεώνει προμήθεια, όπως επίσης και για τις επιταγές και τις πιστωτικές κάρτες. Οι καταθέσεις όψεως χρησιμοποιούνται κυρίως από επιχειρήσεις για πληρωμές τους αλλά και για είσπραξη επιταγών ή άλλων μορφών πληρωμών από τους πελάτες τους. Οι τράπεζες παρέχουν έναν οικονομικό και αποτελεσματικό τρόπο για τη διαχείριση των πληρωμών και των εισπράξεών τους. Ανάλογα με το ύψος της

κατάθεσης και τη σχέση της τράπεζας με το καταθέτη, οι τράπεζες τιμολογούν την ευκολία πληρωμής. Στις μεγάλες επιχειρήσεις όπου αναμένονται πολλά έσοδα από προμήθειες και άλλες τραπεζικές υπηρεσίες το επιτόκιο, δηλαδή το προϊόν διαπραγμάτευσης μεταξύ της τράπεζας και της επιχειρήσεως/καταθέτη είναι θετικό και συχνά αυξανόμενο με το μέσο ύψος του υπολοίπου. Πιθανότατα δεν υπάρχει όριο στην έκδοση επιταγών. Αντίθετα σε μια μικρή επιχείρηση οι τράπεζες δεν έχουν μεγάλη ωφέλεια από τις καταθέσεις, δεν πληρώνουν επιτόκιο και επιπλέον χρεώνουν προμήθεια για έκδοση επιταγών πάνω από ένα όριο. Οι τράπεζες σε ένα λογαριασμό όψεως δίνουν τη δυνατότητα υπεραναλήψεως. Στην ύπαρξη πιστωτικού υπολοίπου ο λογαριασμός λειτουργεί ως καταθέσεως, ενώ σε χρεωστικό υπόλοιπο ως λογαριασμός χορηγήσεως με πραγματική ανάληψη μέχρι ενός προκαθορισμένου ορίου. Στις καταθέσεις ταμιευτηρίου οι καταθέτες μπορούν να κάνουν καταθέσεις και αναλήψεις, αλλά δεν έχουν την δυνατότητα να γράφουν επιταγές. Επομένως, έχουν μικρότερη διευκόλυνση στις πληρωμές συγκριτικά με καταθέσεις όψεως, γι' αυτό και πληρώνουν υψηλότερο επιτόκιο. Για αύξηση του ύψους μιας κατάθεσης, η τράπεζα πληρώνει μεγαλύτερο επιτόκιο, ενώ για λογαριασμούς με χαμηλό υπόλοιπο η τράπεζα χρεώνει προμήθειες. Οι καταθέσεις ταμιευτηρίου είναι το κύριο αποταμιευτικό προϊόν των νοικοκυριών και η κύρια πηγή χρηματοδότησης τραπεζών. Στις καταθέσεις προθεσμίας τα χρήματα κατατίθενται για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και σε περίπτωση που ο καταθέτης ζητήσει τα χρήματα πριν την λήξη της προθεσμίας θα υποστεί κάποιο κόστος. Επομένως οι καταθέσεις προθεσμίας παρέχουν μικρότερη ευκολία χρήσεως για πληρωμές αλλά και μικρότερο κίνδυνο ρευστότητας για τις τράπεζες.

Καινοτόμα προϊόντα όπως το MMDAs (Money Market Deposit Accounts) δημιούργησαν οι τράπεζες στην προσπάθεια τους να προσελκύσουν καταθέσεις, τα οποία ικανοποιούν τις ανάγκες των πελατών αλλά και την επιθυμία τους για υψηλότερη απόδοση των χρημάτων τους. Στη περίπτωση των καταθέσεων ο κίνδυνος είναι πολύ μικρός και αναφέρεται στη πιθανότητα οι εισροές του επενδυτή να είναι μικρότερες του αναμενομένου. Ειδικότερα, δεν υπάρχει κίνδυνος ρευστότητας (οι τράπεζες υποχρεώνονται στην πλήρη επιστροφή των καταθέσεων, ανεξάρτητα από τη ρευστότητα που

οι ίδιες έχουν) όπως επίσης, δεν υπάρχει και πιστωτικός κίνδυνος (οι τράπεζες καταβάλουν τους συμφωνηθέντες τόκους ανεξάρτητα από τη κερδοφορία των δικών τους επενδύσεων). Και τέλος δεν υπάρχει κίνδυνος πτωχεύσεως. Στη περίπτωση όμως αυτού, ο κίνδυνος είναι να μην εισπραχθούν αρκετά χρήματα από την εκποίηση περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας, για την αποπληρωμή των καταθετών. Η σπανιότητα πτωχεύσεως προκύπτει από το γεγονός ότι στις τράπεζες παρέχεται υποστήριξη από τις εποπτικές αρχές και τις κυβερνήσεις, λόγω του φόβου μιας γενικευμένης τραπεζικής κρίσης η οποία μπορεί να οδηγήσει σε βαθειά ύφεση, αύξηση της ανεργίας και κοινωνική ανέχεια.

Η απόδοση οποιασδήποτε επενδύσεως είναι η ποσοστιαία διαφορά μεταξύ της εισπράξεως και του κεφαλαίου του επενδυτή. Για καταθέσεις, η απόδοση είναι ίση με το επιτόκιο. Για καταθέσεις σταθερού επιτοκίου ελλοχεύετε κίνδυνος από αύξηση επιτοκίων (ο καταθέτης θα είναι δεσμευμένος με σταθερό επιτόκιο). Μπορεί όμως να γίνει ανάληψη χρημάτων με κάποιο πιθανό κόστος, ώστε να επενδυθεί σε νέα κατάθεση με υψηλότερο επιτόκιο. Αντίθετα στις καταθέσεις μεταβλητού επιτοκίου έγκειται ο κίνδυνος μειώσεως των επιτοκίων. Είναι προφανές ότι η μεταβολή του επιτοκίου που ζημιώνει τον καταθέτη λειτουργεί ευνοϊκά για την τράπεζα. Και αντιστρόφως.

Οι δεδουλευμένοι τόκοι υπολογίζονται και καταβάλλονται σε εξαμηνιαία, τριμηνιαία και ημερήσια βάση. Οι καταθέσεις αποτελούν επενδύσεις με πολύ μικρό κίνδυνο και μεγάλη ευελιξία, επιτρέποντας στους καταθέτες την ικανοποίηση των μεταβαλλόμενων αναγκών και προτιμήσεων τους. Η ευελιξία των καταθετών επιβάλλει περιορισμούς στις τράπεζες αυξάνοντας τους κινδύνους που αναλαμβάνουν.

Στα δάνεια οι χρηματοροές του δανειζόμενου είναι οι εκροές της τραπεζής τη στιγμή t , ενώ οι εισροές της τράπεζας για τις επόμενες περιόδους είναι οι εκροές του δανειζόμενου. Την στιγμή σύναψης δανείου η τράπεζα και ο δανειζόμενος συμφωνούν τα χαρακτηριστικά του δανείου δηλαδή το ποσό, το επιτόκιο, τη διάρκεια, τη σκοπιμότητα, το νόμισμα, το τρόπο εκταμιεύσεως και αποπληρωμής, τις εμπράγματα εγγυήσεις και τους όρους. Κατά την διάρκεια του δανείου η τράπεζα δεν έχει το δικαίωμα να αλλάξει τα

χαρακτηριστικά του δανείου μονομερώς, ακόμα και αν η ίδια αντιμετωπίζει πρόβλημα επιβιώσεως. Τα δάνεια παρέχουν μεγάλη ευελιξία στους δανειζόμενους. Οι επιχειρήσεις μπορούν να αξιοποιήσουν όλα τα περιουσιακά τους στοιχεία, ακόμα και το καλό τους όνομα, προκειμένου να μειώσουν το κόστος δανεισμού τους. Τα επιτόκια μπορεί να είναι σταθερά ή μεταβλητά, η διάρκεια διακρίνεται σε βραχυπρόθεσμη, μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη και το νόμισμα μπορεί να είναι εγχώριο ή ξένο. Επιπλέον τα δάνεια μπορεί να είναι με εξασφαλίσεις ή χωρίς εξασφαλίσεις. Ο χρόνος και ο τρόπος εκταμιεύσεως είναι είτε άμεσος (το ποσό του δανείου εκταμιεύεται στο σύνολο του όταν χορηγηθεί) είτε με ανοικτή γραμμή πιστώσεως (όπου η τράπεζα συμφωνεί ένα ανώτατο πιστωτικό όριο σε ένα δανειζόμενο για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα). Η εξόφληση μπορεί να εκπληρωθεί στη λήξη, σε σταδιακή αποπληρωμή με ισόποσες δόσεις του κεφαλαίου, σε σταδιακή αποπληρωμή με ισόποσες δόσεις κεφαλαίου και τόκων και με σταδιακή αποπληρωμή με περίοδο χάριτος. Οι όροι είναι οι περιορισμοί που επιβάλλουν οι τράπεζες στους δανειζόμενους, προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την πιθανότητα αποπληρωμής των δανείων. Ο δανειζόμενος οφείλει να τηρήσει τους όρους του δανείου, διαφορετικά η τράπεζα έχει το δικαίωμα να επιβάλει κυρώσεις ή να ζητήσει τα χρήματα πριν την λήξη του δανείου.

Η τιμολόγηση συνοψίζεται στο επιτόκιο του δανείου, το οποίο συμφωνείται πριν τη χορήγηση του. Συνεπώς, μεγαλύτεροι κίνδυνοι σημαίνουν υψηλότερο επιτόκιο. Το επιτόκιο δανείου είναι ίσο με το επιτόκιο αναφοράς, που εξαρτάται απ' τις γενικές οικονομικές συνθήκες και είναι δεδομένο (π.χ. LIBOR, EURIBOR) συν την προσαύξηση Spread που είναι συνάρτηση της πιστοληπτικής ικανότητας των χαρακτηριστικών του δανείου, του θεσμικού πλαισίου και του λειτουργικού κόστους. Η υψηλή πιστοληπτική ικανότητα σημαίνει μικρότερη πιθανότητα αθετήσεως των εκ του δανείου υποχρεώσεων ενός δανειζομένου. Οι κίνδυνοι των τραπεζών αυξάνουν καθώς αυξάνει η ευελιξία των δανειζομένων. Δηλαδή, πρώτον, η μεγαλύτερη διάρκεια συμβαδίζει με μεγαλύτερο κίνδυνο ρευστότητας των τραπεζών. Δεύτερον, τα καταναλωτικά δάνεια έχουν μεγαλύτερο ποσοστό ζημιών από τα στεγαστικά. Τρίτον, τα δάνεια χωρίς εξασφαλίσεις έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τα δάνεια με εξασφαλίσεις. Τέταρτον, οι ελαστικότεροι όροι αυξάνουν

τους κινδύνους των τραπεζών. Ένα ακόμα χαρακτηριστικό παράδειγμα παράγοντα αγοράς είναι η ποιότητα του θεσμικού πλαισίου και του νομικού περιβάλλοντος, η οποία και συμβαδίζει με μικρότερο κόστος εφαρμογής των συμφωνιών, επιφέροντας έτσι μικρότερο κίνδυνο στις τράπεζες άρα και μικρότερες προσαυξήσεις. Οι τράπεζες κρατούν τα δάνεια τους συνήθως ως τη λήξη τους, αλλά σε κάποιες περιπτώσεις τα μεταβιβάζουν σε άλλες τράπεζες ή επενδυτές όταν χρειάζονται ρευστότητα. Οι αγοραστές παίρνουν τα δάνεια σε μικρότερη της πραγματικής τους αξία διότι δεν διαθέτουν την ίδια πληροφόρηση με τη τράπεζα που χορήγησε το δάνειο, με αποτέλεσμα να μη μπορούν να εκτιμήσουν το πιστωτικό κίνδυνο. Η μεταβίβαση των δανείων χειροτερεύει τα χαρακτηριστικά τους για τους δανειζόμενους. Ο λόγος είναι ότι σε περίπτωση αδυναμίας εκπληρώσεως των εκ του δανείου υποχρεώσεως, θα έχουν να συνδιαλλαγουν με αγνώστους. Το λειτουργικό κόστος των τραπεζών είναι υψηλό λόγω μισθών, παροχών και ασφαλιστικών εισφορών των εργαζομένων, ενοικίων, ενέργειας, επικοινωνίας και άλλων δαπανών του δικτύου υποκαταστημάτων τους και προηγμένων πληροφοριακών συστημάτων. Οι τράπεζες αναλαμβάνουν κίνδυνο ρευστότητας, πτωχεύσεως των δανειζόμενων, κίνδυνο επιτοκίου καθώς και πιστωτικό κίνδυνο, Όσον αφορά τον ανοικτό αλληλόχρεο λογαριασμό είναι μια μορφή ανοικτής πιστώσεως που χρησιμοποιείται από επιχειρήσεις για την αποτελεσματική διαχείριση της ρευστότητας τους και την κάλυψη των αναγκών τους σε κεφάλαιο κινήσεως. Δίνει την δυνατότητα να αντλεί κεφάλαια ή να κάνει πληρωμές με επιταγές ή οποιοδήποτε άλλο τρόπο μέχρι το χρεωστικό όριο που της έχει εγκρίνει η τράπεζα.

Τα ομόλογα έχουν ονομαστική αξία, τιμή, κουπόνι, επιτόκιο, διάρκεια έως τη λήξη. Επιπλέον, τα ομόλογα διαθέτουν επιτόκιο αναγωγής/προεξοφλητικό επιτόκιο και διαπραγματεύονται στην πρωτογενή αλλά και στην δευτερογενή αγορά καθώς και πωλούνται υπερ ή υπό το άρτιο. Στη λήξη τους πάντως η τιμή θα είναι ίση με την ονομαστική τους αξία. Τα δάνεια και τα ομόλογα έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά. Όμως τα ομόλογα δεν έχουν εξασφαλίσεις και η εκταμίευση τους είναι άμεση. Η εξόφληση τους γίνεται στην λήξη, η σχέση με τους πιστωτές είναι απρόσωπη και απόμακρη και ο αριθμός των πιστωτών είναι μεγάλος. Το δίκαιο το οποίο διέπει την

συμφωνία μεταξύ χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων, στη περίπτωση δανείων, συνήθως είναι το δίκαιο της χώρας στο οποίο εκδίδεται το δάνειο. Η τιμή ενός ομολόγου είναι ίση με την παρούσα αξία των αναφερομένων χρηματορροών για τους επενδυτές. Το επιτόκιο αναγωγής το οποίο ζητούν οι επενδυτές για να αγοράσουν ένα ομόλογο ισούται με το επιτόκιο αναφοράς, που είναι εξαρτώμενο από τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες συν την προσαύξηση Spread, που είναι συνάρτηση της πιστοληπτικής ικανότητας, των χαρακτηριστικών του ομολόγου και του θεσμικού πλαισίου. Η απόδοση του ομολόγου είναι η διαφορά μεταξύ της εισπράξεως και του κεφαλαίου προς το κεφάλαιο του επενδυτή, και συνεπώς ισούται με την επιτοκιακή συν την κεφαλαιακή απόδοση. Ο κίνδυνος των ομολόγων είναι μεγαλύτερος από ότι των καταθέσεων, λόγω του κινδύνου ρευστότητας, του πιστωτικού κινδύνου και του κινδύνου της αγοράς. Όμως τα ομόλογα εμπεριέχουν μικρότερο κίνδυνο από τις μετοχές.

Προϊόντα της αγοράς χρήματος χρησιμοποιούνται για την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση μεγάλων επιχειρήσεων, τραπεζών και κυβερνήσεων. Σημαντικότερα είναι τα εμπορικά χρεόγραφα, τα πιστοποιητικά καταθέσεων (CDs), οι συμφωνίες επαναγοράς (Repos), και τα έντοκα γραμμάτια. Τα εμπορικά χρεόγραφα είναι μια μορφή βραχυπρόθεσμου δανεισμού χωρίς εξασφαλίσεις. Τα Commercial Papers (CPs) είναι δανεισμός χωρίς εμπράγματατες εγγυήσεις και το βραχυπρόθεσμο διάρκειας τους σε συνδιασμό με το αξιόπιστο της IBM, τα καθιστούν αξιόγραφα χαμηλού κινδύνου. Είναι διαπραγματεύσιμοι τίτλοι και οι επενδυτές δεν είναι υποχρεωμένοι να τα κρατήσουν μέχρι τη λήξη. Έχουν λοιπόν μεγάλη ρευστότητα αλλά μειωμένη απόδοση. Τα CPs εκδίδονται από μεγάλες εταιρείες και τράπεζες με μεγάλο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας.

Τα πιστοποιητικά καταθέσεων (CDs) είναι επενδυτικά προϊόντα χαμηλού κινδύνου. Είναι δεσμευτικά ως προς το χρόνο αναλήψεως των χρημάτων από τους επενδυτές και γι' αυτό δίνουν υψηλότερο επιτόκιο από τις καταθέσεις προθεσμίας. Έχουν διάρκεια από ένα έως 5 έτη. Η συμφωνία του επενδυτή με την τράπεζα είναι να κρατηθεί το CD ως τη λήξη. Το επιτόκιο συμφωνείται στην αρχή και είναι σταθερό. Για αποτροπή της πρόωρης

εξόφλησης η συμφωνία προβλέπει κυρώσεις υψηλού κόστους. Σε περίπτωση ανάγκης, όμως, οι επενδυτές μεταπωλούν τα CDs στην δευτερογενή αγορά.

Οι συμφωνίες επαναγοράς (Repos) είναι βραχυπρόθεσμος δανεισμός με εγγύηση κάποια αξιόγραφα, τα οποία είναι στην κατοχή των δανειζόμενων και είναι μεγαλύτερης αξίας του δανείου. Έτσι σε περίπτωση αθέτησης συμφωνίας επαναγοράς του Repos από τον δανειζόμενο ο δανειστής γίνεται κάτοχος του ομολόγου. Λόγω της εξασφάλισεως αυτής το επιτόκιο δανεισμού είναι χαμηλότερο από το επιτόκιο της διαπραπτεζικής αγοράς. Άρα τα Repos δίνουν δυνατότητα αντλήσεως ρευστότητας με χαμηλό κόστος. Οι κεντρικές τράπεζες τα χρησιμοποιούν για άσκηση νομισματικής πολιτικής ώστε να αυξήσουν ή να μειώσουν τη ρευστότητα της οικονομίας. Δεν συναλλάσσονται μεταξύ τράπεζας και πελάτη εκτός και αν πρόκειται για μεγάλο πελάτη όπου οι τόκοι από Repos φορολογούνται με μικρότερο συντελεστή από αυτόν των καταθέσεων. Άρα δίνεται υψηλότερη απόδοση στους πελάτες χωρίς κόστος στις τράπεζες.

Λογιστικά, παρόλο που ο δανειστής είναι για κάποιο χρονικό διάστημα μόνιμος κάτοχος των ομολόγων τα ομόλογα συνεχίζουν να εμφανίζονται στον ισολογισμό της Τραπέζης στη πλευρά του ενεργητικού, ενώ το αντληθέν ποσό στη πλευρά του παθητικού στις υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα.

Έντοκα γραμμάτια είναι χρεόγραφα δημοσίου με διάρκεια ενός, τριών ή και δώδεκα μηνών. Η έκδοση αυτών γίνεται υπό το άρτιο και η έκδοση των επενδυτών προκύπτει απ' την εξόφληση των γραμματίων στην ονομαστική τιμή.

2.2 Βασικά χρηματοοικονομικά προϊόντα: μετοχές, CDs και παράγωγα

Στα κύρια χρηματοοικονομικά προϊόντα συγκαταλέγονται οι μετοχές και τα πιστωτικά παράγωγα, τα οποία αποτελούν προσπάθεια των αρχών να περιορίσουν την ανάληψη κινδύνου από τράπεζες. Τα κίνητρα όμως των

διοικήσεων και των μετόχων πολλές φορές διαφέρουν από το δημόσιο συμφέρον.

Όσον αφορά τις μετοχές, οι μέτοχοι αποτελούν τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης κατά το ποσοστό μετοχών που διαθέτουν. Οι μέτοχοι λοιπόν απολαμβάνουν πλεονεκτήματα έναντι άλλων επενδυτών/χρηματοδοτών της εταιρίας (π.χ. τραπεζών και ομολογιούχων) όπως είναι η συμμετοχή τους στα κέρδη και στη λήψη αποφάσεων σε περίπτωση κερδών της επιχείρησης. Όμως, οι κάτοχοι μετοχών αναλαμβάνουν τον κίνδυνο της μεγαλύτερης αβεβαιότητας χρηματορροών και της μικρότερης προτεραιότητας σε περίπτωση πτωχεύσεως. Όταν η εταιρεία δεν έχει κέρδη δεν διανέμει μερίσματα ενώ σε περίπτωση ζημίας οι μέτοχοι επηρεάζονται αρνητικά. Δεύτερο κίνδυνο αποτελεί η μικρότερη προτεραιότητα σε περίπτωση πτωχεύσεως, όπου ελλοχεύει μεγαλύτερη πιθανότητα να χάσουν τα χρήματα τους οι μέτοχοι. Σε περίπτωση πτώχευσης, η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να εξοφλεί τις υπόλοιπες υποχρεώσεις της (εφορία, ασφαλιστικά ταμεία, εργαζομένους και άλλα). κατόπιν προς τους πιστωτές και τέλος ότι απομείνει το αποδίδει στους μετόχους. Άρα σε καλές επιδόσεις οι μέτοχοι επωφελούνται ενώ σε κακές επιδόσεις αφομοιώνουν τη ζημία.

Οι μετοχές δεν έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξεως, διότι λήγουν όταν λήξει η ζωή της εταιρίας. Σε περίπτωση κερδών η εταιρεία διανέμει κέρδη, ενώ αν δεν έχει κέρδη δεν υπάρχουν μερίσματα. Πολλές φορές τα κέρδη παρακρατούνται για τη χρηματοδότηση δραστηριοτήτων ή για κάποιον άλλο λόγο. Τα παρακρατηθέντα κέρδη αυξάνουν την αξία της εταιρίας και τη τιμή της μετοχής της. Οι μετοχές διακρίνονται σε κοινές, όπου οι μέτοχοι συμμετέχουν στα κέρδη και στη λήψη των αποφάσεων κατά το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν. Και σε προνομιούχες, οι οποίες έχουν χαρακτηριστικά προϊόντων ιδιοκτησίας αλλά και χρέους. Κύρια διαφορά τους είναι ότι στις προνομιούχες μετοχές υπάρχει προτεραιότητα διανομής μερισμάτων.

Για την τιμολόγηση μιας μετοχής ισχύει ότι η τιμή της είναι ίση με την παρούσα αξία των αναμενόμενων χρηματορροών της, δηλαδή, το άθροισμα των μερισμάτων και της τιμής πωλήσεως της. Το δε κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση την οποία ζητούν οι επενδυτές προκειμένου να αγοράσουν τις

μετοχές. Σύμφωνα με το υπόδειγμα Gordon, η τιμή της μετοχής τη χρονική στιγμή ($t=0$) ισούται με το πηλίκο του αναμενόμενου μερίσματος της πρώτης περιόδου (M_1) προς τη διαφορά του κόστους κεφαλαίου της εταιρείας (R) πλιν τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων (g). Η τιμή της μετοχής μπορεί να μεταβληθεί λόγω μεταβολής του M_1 , R , g . Η βελτίωση των προσδοκιών μπορεί να προέρχεται από την ίδια την εταιρεία ή από το ευρύτερο οικονομικό και θεσμικό πλαίσιο. Επιπλέον μια αρνητική μεταβολή των συνθηκών οικονομίας επηρεάζει δυσμενώς την απόδοση των μετοχών ενώ μια βελτίωση των συνθηκών της οικονομίας επηρεάζει θετικά την απόδοση των μετοχών, γεγονότα τα οποία δεν συνεπάγονται και για την απόδοση των ομολόγων.

Όπως και στα ομόλογα, η απόδοση μετοχών ισούται με την μερισματική και κεφαλαιακή απόδοση, η οποία σχετίζεται με τις διακυμάνσεις των τιμών των ομολόγων στο χρηματιστήριο. Εάν η τιμή πώλησεως είναι μεγαλύτερη από την τιμή αγοράς η κεφαλαιακή απόδοση είναι θετική ενώ αν είναι μικρότερη θα είναι αρνητική.

Σε περίπτωση που κατατάσσουμε τα χρηματοοικονομικά προϊόντα με βάση τους κίνδυνους χρηματορροών, ρευστότητας και αγοράς, οι μετοχές είναι σίγουρα το πιο ριψοκίνδυνο προϊόν. Ακολουθούν τα ομόλογα και τέλος οι καταθέσεις. Με βάση το κριτήριο πτωχεύσεως, οι καταθέσεις ενέχουν μηδενικό κίνδυνο ενώ τα ομόλογα και οι μετοχές ίσο κίνδυνο. Όμως σε περίπτωση πτώχευσης προτεραιότητα δίνεται αρχικά στις καταθέσεις, ύστερα στα ομόλογα και τέλος με μικρή διαφορά στις μετοχές.

Μεγαλύτεροι κίνδυνοι σηματοδοτούν υψηλότερες αποδόσεις. Μεγαλύτερη μεταβλητότητα σημαίνει μεγαλύτερη αβεβαιότητα και μεγαλύτερο κίνδυνο. Οι επενδυτές σε CDs/καταθέσεις έχουν μικρότερη απόδοση, αλλά και το μικρότερο κίνδυνο. Η αξία της επενδύσεως τους αυξάνεται αργά αλλά σταθερά. Οι διαφορετικοί κίνδυνοι δημιουργούν διαφορετικά κίνητρα και η σημασία τους φαίνεται σε δυσμενείς περιόδους.

Οι διαφορετικοί χρηματοδότες αντιδρούν διαφορετικά στις ίδιες πληροφορίες και κανείς δεν μπορεί να βασίζεται στις πράξεις των υπολοίπων ώστε να προστατέψει τα συμφέροντα του. Πιο συγκεκριμένα, οι μέτοχοι

λειτουργούν έναντι πιστωτών, οι πιστωτές-τράπεζες έναντι κατόχων ομολόγων, οι βραχυπρόθεσμοι έναντι μακροπρόθεσμων πιστωτών και οι καταθέτες έναντι άλλων χρηματοδοτών των τραπεζών. Τα παραπάνω αποτελέσματα πηγάζουν από τους διαφορετικούς κινδύνους, τις αποδόσεις και τα κίνητρα που αναλαμβάνουν.

Τα πιστωτικά παράγωγα είναι συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνου αθετήσεως όπου ο πωλητής αναλαμβάνει να αποζημιώσει τον αγοραστή σε συγκεκριμένο γεγονός. Το γεγονός αφορά τρίτο νομικό πρόσωπο που δεν είναι μέρος της σύμβασης. Εάν δεν συμβεί το γεγονός αυτό, ο αγοραστής πληρώνει περιοδικά τον πωλητή με ασφάλιστρο. Αρχικά τα CDs χρησιμοποιήθηκαν για κάλυψη πιστωτικού κινδύνου και αργότερα για κερδοφορία. Σε περίπτωση αθέτησης συμφωνίας από την πλευρά του εκδότη, ο επενδυτής μεταβιβάζει το ομόλογο στον πωλητή του CDs και εισπράττει το κεφάλαιο απ' αυτόν μεταθέτοντας έτσι τον πιστωτικό κίνδυνο στον πωλητή του CDs. Ο πωλητής ορίζει το ασφάλιστρο με βάση την εκτίμηση του για την πιθανότητα να συμβεί το πιστωτικό γεγονός έναντι του οποίου θέλει να προστατευθεί ο αγοραστής. Οι κίνδυνοι των αντισυμβαλλομένων σε ένα CDs είναι δύο. Ο πρώτος, δηλαδή ο κίνδυνος του αντισυμβαλλομένου ενέχει την προθυμία και την απροθυμία εκπληρώσεως των υποχρεώσεων οι οποίες απορρέουν από μια συμφωνία. Ο δεύτερος, δηλαδή αυτός του ορισμού του πιστωτικού γεγονότος, βασίζεται στην απροθυμία εκπληρώσεως των υποχρεώσεων οι οποίες απορρέουν από μια συμφωνία και έγκειται στην αβεβαιότητα σχετικά με το τι συνιστά πιστωτικό γεγονός.

Τα παράγωγα είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα των οποίων η αξία εξαρτάται από κάποιο άλλο προϊόν τον λεγόμενο υποκείμενο τίτλο. Χρησιμοποιούνται για αντιστάθμιση κινδύνου αλλά και για κερδοσκοπία. Τα σημαντικότερα είναι: τα προθεσμιακά, τα συμβόλαια μελλοντικά εκπλήρωσης, οι συμφωνίες ανταλλαγής που είναι προϊόντα χρέους και τα δικαιώματα προαίρεσεως. Στα παράγωγα συναλλάγματος, τα υποκείμενα προϊόντα είναι οι ονομαστικές συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η ονομαστική ισοτιμία είναι η τιμή ενός νομίσματος σε μονάδες κάποιου άλλου. Σε μια μη οργανωμένη αγορά συναντάμε τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα δικαιώματα προαίρεσεως και τις συμφωνίες ανταλλαγής νομίσματος. Ενώ, σε μια οργανωμένη αγορά

εμπεριέχονται τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, και τα δικαιώματα προαιρέσεως. Όσον αφορά την αποτίμηση των προθεσμιακών συμβολαίων συναλλάγματος (forward), κατά την σύναψη της συμφωνίας αυτής, η αξία της είναι μηδενική και για τους δύο αντισυμβαλλόμενους διότι κανείς δεν θέλει να χάσει χρήματα. Όταν το forward αποτιμάται στην εύλογη αξία η ισοτιμία του αντανακλά όλες τις υπάρχουσες πληροφορίες για την οικονομία και τις αγορές. Με το πέρασ του χρόνου, η ισοτιμία μεταβάλλεται συνεχώς με αποτέλεσμα τη μεταβολή της αποτίμησης του συμβολαίου. Με κάθε μεταβολή ο ένας εκ των δύο αντισυμβαλλομένων θα κερδίσει και ο άλλος θα χάσει.

Στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, ο ένας οικονομικός παράγων μπορεί να κλειδώσει μια ισοτιμία για μελλοντικές συναλλαγές, όμως, δεν αντιμετωπίζει τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου γιατί τον μεταθέτει στο χρηματιστήριο όπου αυτά διαπραγματεύονται.

Η ανταλλαγή νομισμάτων είναι συμφωνίες ανταλλαγής προκαθορισμένων χρηματορροών, οι οποίες είναι σε διαφορετικά νομίσματα, σε συγκεκριμένες τιμές στο μέλλον και ουσιαστικά πρόκειται για αλληλουχίες συμφωνιών forward. Τα δικαιώματα προαιρέσεως (options) δίνουν το δικαίωμα στον αγοραστή, αλλά δεν ενέχουν την υποχρέωση γι' αυτόν, να ανταλλάξει ποσά σε προκαθορισμένη ισοτιμία όπου ονομάζεται τιμή εξασκήσεως (strike price). Ενώ για το δικαίωμα αυτό πληρώνει σήμερα ένα τίμημα/ασφάλιστρο (options premium). Τα δικαιώματα διακρίνονται σε δικαίωμα αγοράς και δικαίωμα πώλησης. Τα παράγωγα επιτοκίων ομοίως, τα βρίσκουμε σε οργανωμένες αγορές αλλά και σε μη οργανωμένες.

Τα forward rate agreements (FRAs) είναι δεσμευτικές συμφωνίες οι οποίες προσδιορίζουν το επιτόκιο για μελλοντική συναλλαγή, σε συγκεκριμένη ημερομηνία, για συγκεκριμένο ποσό και συγκεκριμένη διάρκεια. Ουσιαστικά κλειδώνεται ένα επιτόκιο για μελλοντικές συναλλαγές με αποτέλεσμα να μειώνεται ο κίνδυνος για τις συναλλαγές αυτές, από τις απρόβλεπτες μεταβολές των επιτοκίων. Λειτουργούν λοιπόν για αντιστάθμιση κινδύνου αλλά και για κερδοσκοπία.

Την στιγμή $t=0$ κανείς απ' τους δύο αντισυμβαλλόμενους δεν γνωρίζει το επιτόκιο διότι τα επιτόκια μεταβάλλονται συνεχώς. Η πιθανότητα να

παραμένει ίδιο είναι μικρή, άρα ένας από τους δύο αντισυμβαλλόμενους θα έχει κίνητρο να αθετήσει τη συμφωνία. Η αποτίμηση FRA είναι ανάλογη με την αποτίμηση των forward συναλλάγματος. Συνεπώς μια συμφωνία FRA έχει μηδενική αξία και για τους δύο αντισυμβαλλόμενους γιατί κανείς δεν θέλει να χάσει χρήματα. Η συνεχής μεταβολή του αναμενόμενου επιτοκίου λόγω μεταβολών στις συνθήκες της οικονομίας και της αγοράς μεταβάλλει συνεχώς την αποτίμηση. Με κάθε μεταβολή ο ένας εκ των δυο αντισυμβαλλόμενων θα κερδίζει, ενώ ο άλλος θα χάνει. Στην ονομαστική αξία έναντι εύλογης αξίας παρατηρούμε πως η ονομαστική αξία μιας συμφωνίας είναι πολλές τάξεις μεγέθους μεγαλύτερη από την εύλογη. Συνεπώς η δυνητική ζημία ενός εκ των αντισυμβαλλόμενων είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή της εύλογης τιμής. Η τιμολόγηση των FRAs βασίζεται στην αρχή της αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας, η οποία εξασφαλίζει ότι η είσπραξη στο τέλος της περιόδου θα είναι ίδια. Τα FRAs μπορούν να αναπαραχθούν με την χρήση των τρεχόντων επιτοκίων. Λόγω της ύπαρξης κινήτρου αθετήσεως της συμφωνίας μόνο μεγάλοι παίκτες με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα όπως τράπεζες και μεγάλες επιχειρήσεις έχουν πρόσβαση στο FRAs, οι οποίες δεν θα διακινδύνευαν τη φήμη τους και η πιθανότητα πτωχεύσεως τους είναι μικρή. Σαν υποκατάστατο των FRAs είναι τα futures. Τα IRS δηλαδή οι συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων είναι αλληλουχίες FRAs για ανταλλαγή περιοδικών χρηματοροών για συγκεκριμένες ημερομηνίες στο μέλλον.

Τα δικαιώματα προαίρεσεως (options) δίνουν το δικαίωμα σε έναν οικονομικό παράγοντα, αλλά δεν ενέχουν την υποχρέωση γι' αυτόν, να κλειδώσει επιτόκιο για μελλοντικές συναλλαγές. Γι' αυτό, το δικαίωμα πληρώνει εξ αρχής ένα τίμημα/ασφάλιστρο (options premium). Με το option κλειδώνεται σήμερα το ανώτατο ή κατώτατο επιτόκιο καταθέσεων και χρησιμοποιείται για αντιστάθμιση κινδύνου ή κερδοσκοπία. Λογιστικά στους ισολογισμούς των τραπεζών καταγράφεται η αγοραία αξία των θέσεων σε παράγωγα, όμως αυτή είναι πολύ μικρό ποσοστό της ονομαστικής αξίας. Και λαμβάνοντας υπόψιν ότι οι τιμές των παραγώγων είναι πολύ ευμετάβλητες προκύπτει ότι δεν αντανακλάται πλήρης κίνδυνος των παραγώγων στις τράπεζες.

Για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών προϊόντων χρειάζονται πληθώρα πληροφοριών. Πρώτον, πληροφορίες μακροοικονομικές για την εγχώρια και διεθνή οικονομία. Δεύτερον, πληροφορίες για τις συνθήκες της αγοράς, όπως ρευστότητα και προδιάθεση για ανάληψη κινδύνου. Τρίτον, κλαδικές δηλαδή ποιοτικές και ποσοτικές πληροφορίες. Τέλος πληροφορίες σχετικά με τον αξιολογούμενο παίκτη/επιχείρηση/κυβέρνηση/τράπεζα, όπως λογιστικές ποιοτικές, ποσοτικές κοινές και μη.

2.3 Βασικές αρχές τραπεζικής λογιστικής

Το ενεργητικό περιλαμβάνει πρώτον, τα διαθέσιμα δηλαδή, τα χρήματα στα ταμεία της τραπεζής και τις καταθέσεις στη Κεντρική Τράπεζα. Αυτά επηρεάζονται από τις στρατηγικές αποφάσεις των τραπεζών, από το ρόλο των τραπεζών στη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία και από τη λειτουργία του διατραπεζικού συστήματος πληρωμών. Δεύτερον, τις απαιτήσεις κατά πιστωτικών ιδρυμάτων δηλαδή καταθέσεις και συμφωνίες επαναπωλήσεως τίτλων και δάνεια σε άλλες τράπεζες. Τρίτον, δάνεια σε ιδιώτες επιχειρήσεις και κυβερνήσεις καθώς και χρηματοοικονομικές μισθώσεις και εισπράξεις επιχειρηματικών απαιτήσεων. Χαρακτηριστικά των δανείων είναι το επιτόκιο (σταθερό η μεταβλητό) , η διάρκεια (μικρή ή μεγάλη), η σκοπιμότητα, το νόμισμα, οι εξασφαλίσεις, ο χρόνος και ο τρόπος εκταμιεύσεως, ο τρόπος εξοφλήσεως και οι όροι. Τέταρτον, οι συσσωρευμένες απομειώσεις όπου καταγράφουν τα αποθέματα τα οποία έχει σχηματίσει η τράπεζα προκειμένου να αντιμετωπίσει ζημιές από δάνεια λόγω πιστωτικού κινδύνου. Η καθαρή αξία των δανείων είναι η διαφορά των συσσωρευμένων απομειώσεων από τα συνολικά δάνεια. Πέμπτον, τα παράγωγα τα οποία ανήκουν στη κατηγορία των αξιογράφων, τα οποία διαπραγματεύονται σε οργανωμένες και μη αγορές και ελλοχεύουν μεγάλο κίνδυνο για τις τράπεζες. Επιπλέον, έχουν μηδενική αξία όταν συμφωνούνται. Η αποτίμηση έως τη λήξη τους αλλάζει και όταν είναι θετική για τον ένα αντισυμβαλλόμενο είναι αρνητική για τον άλλον. Στη πλευρά του ενεργητικού καταγράφεται η αξία των συμβολαίων τα οποία έχουν θετική αποτίμηση για τη τράπεζα, ενώ στη πλευρά του παθητικού καταγράφεται η

αξία των συμβολαίων που έχουν αρνητική αποτίμηση. Έκτον, τα αξιόγραφα που περιλαμβάνουν μετοχές, ομόλογα και άλλα αξιόγραφα.

Τα διαθέσιμα διαθέτουν τη μεγαλύτερη ρευστότητα. Όταν η τράπεζα χρειαστεί χρήματα, είτε για να καλύψει υποχρεώσεις, είτε για να δώσει νέα δάνεια ή να επενδύσει σε άλλα στοιχεία του ενεργητικού, τα διαθέσιμα αποτελούν τη πρώτη πηγή χρημάτων. Η τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει τα διαθέσιμα άμεσα χωρίς να υποστεί καμία ζημία, διότι τα χρήματα στα ταμεία και οι καταθέσεις στη κεντρική τράπεζα δεν χάνουν την αξία τους. Οι απαιτήσεις κατά των πιστωτικών ιδρυμάτων, δεν είναι κατά κανόνα άμεσα διαθέσιμες. Για παράδειγμα, στη περίπτωση των Repos, η τράπεζα δε μπορεί να επιστρέψει τα αξιόγραφα πριν τη προκαθορισμένη ημερομηνία, έτσι ώστε να εισπράξει τα αναλογούντα χρήματα. Σε περίπτωση ανάγκης, η τράπεζα ίσως μπορεί να επιτρέψει την εκχώρηση των εν λόγω απαιτήσεων σε άλλες τράπεζες ή επενδυτές. Όμως, ίσως χρειαστεί να τις εκχωρήσει σε χαμηλή τιμή.

Τα δάνεια, είναι τα στοιχεία του ενεργητικού με τη μικρότερη ρευστότητα, άρα και το μεγαλύτερο κίνδυνο ρευστότητας. Αυτό συμβαίνει επειδή η τράπεζα δεν έχει το δικαίωμα να ζητήσει την επιστροφή ενός δανείου πριν τη λήξη του, ακόμα σε περίπτωση που απειλείται η επιβίωση της. Οι δανεισθέντες λοιπόν, έχουν το δικαίωμα αποπλήρωσης του δανείου σύμφωνα με τους συμφωνηθέντες όρους. Σε περίπτωση που η τράπεζα προχωρήσει σε εκχώρηση δανείων σε άλλη τράπεζα αυτό θα γίνει σε χαμηλότερη της εύλογης τιμής, άρα θα καταγράψει ζημία.

Με σκοπό οι τράπεζες να μειώσουν το κίνδυνο των δανείων, τα κόστη που αντιμετωπίζουν αλλά και άλλους κινδύνους συχνά πραγματοποιούν τιλοποιήσεις, δηλαδή μετατρέπουν τα στοιχεία του ενεργητικού με μικρή ρευστότητα σε άλλα με μεγαλύτερη ρευστότητα. Λόγω του χρόνου που απαιτούν οι τιλοποιήσεις δεν ενδείκνυνται για τη κάλυψη άμεσων αναγκών ρευστότητας. Επιγραμματικά μεταθέτουν το πιστωτικό κίνδυνο σε άλλους και μειώνουν το κόστος των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας.

Στα παράγωγα ο κίνδυνος ρευστότητας είναι πολύ μικρός για τα διαπραγματευόμενα σε οργανωμένες αγορές αξιόγραφα, ενώ, ο κίνδυνος αυξάνει για τα διαπραγματευόμενα σε μη οργανωμένες αγορές αξιόγραφα. Τα αξιόγραφα μπορούν να πωληθούν στην εύλογη αξία τους. Η αποτίμηση των παραγώγων γίνεται στο ιστορικό κόστος κτήσεως δηλαδή, το τίμημα το οποίο πλήρωσε η τράπεζα για να αποκτήσει το στοιχείο του ενεργητικού (για ένα δάνειο είναι το ποσό του δανείου για μετοχές και ομόλογα και η τιμή της αγοράς τους). Η αποτίμηση επίσης γίνεται και στην εύλογη αξία, δηλαδή, τη τιμή στην οποία δύο οικονομικοί παράγοντες είναι διατεθειμένοι να ανταλλάξουν το προϊόν σε μια ελεύθερη συναλλαγή. Η εύλογη αξία ισούται με τη παρούσα αξία των αναμενόμενων χρηματοροών από το προϊόν. Η εύλογη αξία των παραγώγων σε οργανωμένες αγορές είναι ίση με τη τιμή της αγοράς, ενώ για τα παράγωγα που αποτελούν ιδιωτικές συμφωνίες η εύλογη αξία προκύπτει από κανόνα τιμολόγησης. Για το forward, η εύλογη αξία προκύπτει ως συνάρτηση των δύο παρατηρούμενων επιτοκίων δύο νομισμάτων και της ισοτιμίας όψεως. Για τα FRAs, προκύπτει από το συνδιασμό επιτοκίων διαφορετικών περιόδων, ενώ, για τα δικαιώματα προαίρεσεως (options), προκύπτει από σχέσεις όπως η εξίσωση Black and Scholes. Η εύλογη αξία αλλάζει συνεχώς λόγω μεταβολής των συνθηκών στην οικονομία και στις αγορές. Ως αποτέλεσμα αυτού, η εύλογη αξία διαφέρει από το ιστορικό κόστος κτήσεως, από τα χρήματα τα οποία θα μπορούσε να εισπράξει η τράπεζα σε περίπτωση εκποίησης προϊόντος. Επιπλέον, το ιστορικό κόστος κτήσεως δεν επηρεάζεται από τις επικρατούσες συνθήκες στην οικονομία διότι δεν εμπεριέχει πιστωτικό κίνδυνο.

Η αποτίμηση δανείων στο ιστορικό κόστος σχετίζεται με το γεγονός πως οι τράπεζες κρατούν τα δάνεια τους έως και τη λήξη τους, εισπράττοντας κάθε περίοδο τους ανάλογους τόκους και μέρος του κεφαλαίου. Οι τράπεζες συνήθως δε μεταπωλούν τα δάνεια τους στη δευτερογενή αγορά, όπου θα εισέπρατταν την εύλογη αξία τους. Σε περίπτωση σταδιακής αποπληρωμής δανείου, το ιστορικό κόστος ισούται με το αναπόσβεστο κόστος.

Εάν μεταβληθεί το προεξοφλητικό επιτόκιο ενός δανείου τότε μεταβάλλεται και η εύλογη αξία του. Σε περίπτωση αύξησης του επιτοκίου, η

αξία θα οδηγηθεί σε μείωση, με αποτέλεσμα το αναπόσβεστο κόστος να είναι μεγαλύτερο της εύλογης αξίας. Οι αλλαγές του προεξοφλητικού επιτοκίου προέρχονται κυρίως από τις μεταβολές στην εγχώρια οικονομία, τη διεθνή οικονομία και τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου, τις μεταβολές της καταστάσεως και των προοπτικών των δανεισθέντων και τις μεταβολές θεσμικού πλαισίου. Σπανιότερα, οι μεταβολές της προσαυξήσεως προέρχονται από κακές επιλογές διοικήσεως και κυβερνητικές παρεμβάσεις.

Όταν μια τράπεζα αγοράζει ένα δάνειο από μια άλλη λόγω διαφορετικής πληροφόρησης δεν είναι σε θέση να κάνει εξ ίσου καλη εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου σε σχέση με αυτή που το πουλά. Επιπλέον αναγνωρίζει το κίνητρο της δεύτερης να πουλήσει το δάνειο σε όσο το δυνατόν υψηλότερη τιμή, καθώς και να εκχωρήσει πρώτα τα δάνεια με το μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο. Άρα, η τράπεζα αγοραστής θα είναι διατεθειμένη να αγοράσει το δάνειο σε τιμή μικρότερη της εύλογης αξίας του. Η διαφορά στην αποτίμηση του δανείου είναι ότι η τράπεζα που πουλά το δάνειο επωφελείται μέσω της φθηνής και σταθερής χρηματοδότησης υπό τη μορφή καταθέσεων, είσπραξης των προμηθειών από πιστωτικές κάρτες και έσοδα από τη χορήγηση δανείων. Η τράπεζα που αγοράζει το δάνειο δεν προσδοκά τα επιπλέον αυτά έσοδα και επιπρόσθετα, αποτιμά διαφορετικά τις εμπράγματα εγγυήσεις και τους άλλους όρους του δανείου. Τέλος οι δύο τράπεζες έχουν διαφορετική σύνθεση χαρτοφυλακίου δανείων.

Κατά την αποτίμηση των παραγώγων, οι καταγραφόμενες στον ισολογισμό αξίες των θέσεων σε παράγωγα δεν αναδεικνύουν πλήρως τους σχετικούς κινδύνους των τραπεζών λόγω της μεταβλητότητας των τιμών των παραγώγων. Πιο συγκεκριμένα μια θετική αποτίμηση μπορεί να γίνει αρνητική και μια αρνητική να γίνει περισσότερο αρνητική σε μικρό χρονικό διάστημα. Επίσης, η εύλογη αξία των αξιογράφων αλλάζει συνεχώς με τη πάροδο του χρόνου λόγω των συνεχών μεταβολών στην εγχώρια και διεθνή οικονομία και στις αγορές καθώς και στις προοπτικές των εκδοτών των ομολόγων και των μετοχών. Οι τράπεζες αγοράζουν αξιόγραφα είτε για βραχυπρόθεσμη επένδυση, με στόχο το κέρδος, είτε για μακροπρόθεσμη επένδυση αποβλέποντας στις χρηματορροές τους. Τα αξιόγραφα διακρίνονται σε

αξιόγραφα εμπορικού χαρτοφυλακίου όπου η τράπεζα σκοπεύει να τα κρατήσει για μικρό χρονικό διάστημα, προσδωκόντας σε κέρδη από τη πώληση τους στις αγορές σε υψηλότερη τιμή από τη τιμή κτήσεως. Επιπροσθέτως, διακρίνονται σε αξιόγραφα επενδυτικού χαρτοφυλακίου, όπου η τράπεζα σκοπεύει να τα κρατήσει για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, προσδωκόντας κέρδη από τις χρηματορροές τους (ομόλογα, μερίσματα από μετοχές). Όλα τα παράγωγα υπάγονται στο εμπορικό χαρτοφυλάκιο. Επιπλέον τα αξιόγραφα του επενδυτικού χαρτοφυλακίου διακρίνονται σε διακρατούμενα μέχρι τη λήξη αλλά και σε διαθέσιμα προς πώληση.

Λογιστικά, τα αξιόγραφα του εμπορικού χαρτοφυλακίου αποτιμώνται στην εύλογη αξία και η μεταβολή της αξίας τους κατά τη διάρκεια μιας περιόδου καταχωρίζεται στα αποτελέσματα χρήσεως, επηρεάζοντας τα κέρδη ή τις ζημίες της περιόδου. Εάν αυξηθεί, αυξάνονται και τα κέρδη της τράπεζας, ενώ αν μειωθεί, μειώνονται. Τα δε αξιόγραφα επενδυτικού κεφαλαίου καταγράφονται στην αξία κτήσεως στη πλευρά του ενεργητικού, ενώ οι διαφορές από την εύλογη αξία τους καταγράφονται στη καθαρή θέση κατευθείαν, στη κατηγορία αλλα εισοδήματα. Όταν η εύλογη αξία ξεπερνά την αξία κτήσεως αυξάνεται η καθαρή θέση και αντιστρόφως.

Η πλευρά του παθητικού περιγράφει τις υποχρεώσεις μιας τράπεζας προς τρίτους και προς τους μετόχους της. Επίσης περιγράφει τις πηγές χρημάτων τα οποία η τράπεζα αξιοποιεί στη πλευρά του ενεργητικού. Οι υποχρεώσεις περιλαμβάνουν τις καταθέσεις που αποτελούν το μεγαλύτερο σε αξία στοιχείο του παθητικού (διακρίνονται σε όψεως και ταμιευτηρίου), τις υποχρεώσεις προς πιστωτικά ιδρύματα (που περιλαμβάνουν καταθέσεις όψεως και προθεσμίας, *repos* και δανειακές υποχρεώσεις) και τέλος τη χρηματοδότηση από τις αγορές (διακρίνεται σε μακροπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη).

Η θετική επίδραση των υποχρεώσεων προς κεντρικές τράπεζες αντανακλάται πρώτον, στη πρώτη παροχή ρευστότητας, δίχως την οποία ακόμη και φερέγγυες τράπεζες θα οδηγούνταν σε πτώχευση, συμπαρασύρωντας και το τραπεζικό σύστημα μιας χώρας. Δεύτερον στην ενίσχυση της κερδοφορίας των τραπεζών οι οποίες δανείζονται από τη

κεντρική τράπεζα με πολύ χαμηλό επιτόκιο, χρήματα τα οποία μπορούν να επενδύσουν με υψηλότερο επιτόκιο.

2.4 Τραπεζές οικονομία και αγορές

Οι τράπεζες επηρεάζουν αλλά και επηρεάζονται από τις εξελίξεις στην οικονομία τις αγορές και το θεσμικό πλαίσιο. Σε περιόδους αναπτύξεως της οικονομίας, τα κέρδη των τραπεζών είναι υψηλά καθώς και η χρηματοδότηση των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και της κυβέρνησης. Το αντίθετο σε περιόδους υφέσεως. Αυτή η δυναμική αλληλεπίδραση περιγράφεται από τον όρο προκυκλικότητα και ενέχει κίνδυνο να οδηγήσει το χρηματοοικονομικό σύστημα σε σαθρότητα και σε κρίση. Ακόμα και αν τα στοιχεία μιας τράπεζας δεν είναι ανησυχητικά, η ύπαρξη συσσωρευμένων προβλημάτων στην οικονομία ενέχει κίνδυνο τραπεζικής κρίσης. Ο πιστωτικός κίνδυνος συσσωρεύεται τις καλές εποχές και ξεσπά τις κακές.

Η διεθνής οικονομία επηρεάζει άμεσα το πιστωτικό κίνδυνο των επιχειρήσεων, οι οποίες έχουν μεγάλες συναλλαγές στο εξωτερικό (εξαγωγές ή εισαγωγές). Επηρεάζει ακόμα και τους άλλους κινδύνους των τραπεζών. Ο πιστωτικός κίνδυνος επηρεάζει στοιχεία του ενεργητικού. Η ένταση του αυξάνει το επιτόκιο το οποίο ζητούν οι επενδυτές για να αγοράσουν τα ομόλογα μιας κυβερνήσεως ή μιας επιχείρησης, οδηγώντας σε πτώση της τιμής τους. Ομοίως, επηρεάζει αρνητικά και τη τιμή των μετοχών. Και το παθητικό επηρεάζεται από το πιστωτικό κίνδυνο. Η μείωση της εύλογης αξίας των δανείων, των μετοχών και των ομολόγων στη πλευρά του ενεργητικού, μειώνει τα ποσά τα οποία μπορεί να αντλήσει μια τράπεζα στη πλευρά του παθητικού, χρησιμοποιώντας ως εμπράγματα εξασφαλίσεις τα εν λόγω δάνεια, ομόλογα και μετοχές.

Ο κίνδυνος ρευστότητας παρουσιάζεται στη πλευρά του ενεργητικού. Μπορεί να εμφανιστεί ως αδυναμία εκποίησης περιουσιακών στοιχείων στην εύλογη αξία. Για δάνεια, όταν η τράπεζα επιθυμεί να τα εκποιήσει ή να τα τιτλοποιήσει και για αξιόγραφα, όταν δε λειτουργούν σωστά οι αγορές. Στη

πλευρά του παθητικού, οι συνεχείς μεταβολές στις συνθήκες της οικονομίας και στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, επηρεάζουν τη δυνατότητα των τραπεζών να αντλήσουν ρευστότητα από τους καταθέτες, από άλλες τράπεζες ή επενδυτές. Όλοι οι κίνδυνοι είναι αλληλένδετοι, όπως για παράδειγμα ο κίνδυνος ρευστότητας μπορεί να μεταμφιεστεί σε κίνδυνο επιτοκίου, καθώς οι έχουσες ανάγκη ρευστότητας τράπεζες θα πρέπει να προσφέρουν μεγαλύτερα επιτόκια στους καταθέτες και στους υπόλοιπους χρηματοδότες τους. Ο επιτοκιακός κίνδυνος αυξάνει όταν ασκείται συσταλτική νομισματική πολιτική, αποσύρονται επενδυτικά κεφάλαια από τη χώρα, δημιουργούνται προσδοκίες υποτιμήσεως, αυξάνονται τα διεθνή επιτόκια και μειώνεται η προδιάθεση για ανάληψη κινδύνου στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Ο κίνδυνος αγοράς επηρεάζει και το ενεργητικό και το παθητικό με τρεις τρόπους. Ο πρώτος είναι παρόμοιος με την επίδραση του πιστωτικού κινδύνου στην εύλογη αξία των δανείων, των ομολόγων και των μετοχών. Ο δεύτερος σχετίζεται με τη μείωση της αξίας των παραγώγων στη πλευρά του ενεργητικού ή την αύξηση της αξίας των παραγώγων στη πλευρά του παθητικού. Ο τρίτος είναι απόρροια του δεύτερου, δηλαδή, η ενδεχόμενη καταβολή από τη τράπεζα μεγαλύτερης εξασφάλισης για τα παράγωγα στη πλευρά του παθητικού, αντιμετωπίζοντας ενδεχομένως πρόβλημα ρευστότητας.

Οι μεταβαλλόμενες συνθήκες στην οικονομία επηρεάζουν τα καθαρά έσοδα από τόκους προμήθειες, χρηματοοικονομικές πράξεις, ζημίες απομειώσεως και μέσω αυτών τα κέρδη και τη καθαρή θέση των τραπεζών. Τα παρακρατηθέντα κέρδη κάθε περιόδου αυξάνουν τη καθαρή θέση ενώ οι ζημίες τη μειώνουν. Σε περιόδους αναπτύξεως τα καθαρά έσοδα τείνουν να αυξάνονται ενώ σε περιόδους υφέσεως μειώνουν. Ομοίως, τα καθαρά μη επιτοκιακά έσοδα έχουν αυξητική τάση, καθώς τείνουν να αυξάνουν τα έσοδα από προμήθειες και χρηματοοικονομικές πράξεις. Επιπλέον, αυτά επηρεάζονται από τις συνεχείς μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η αύξηση των προμηθειών προέρχεται από τη διευκόλυνση των συναλλαγών, τη διαμεσολάβηση στο εξωτερικό εμπόριο, την έκδοση περισσότερων εγγυητικών επιστολών και τις πωλήσεις περισσότερων ασφαλιστήριων συμβολαίων. Αναφορικά με τις χρηματοοικονομικές πράξεις, αυξάνονται τα

κέρδη από τις πωλήσεις μετοχών και ομολόγων καθώς οι τιμές τους τείνουν αυξάνονται σε περιόδους αναπτύξεως. Οι ζημιές αποζημιώσεως τείνουν να αυξάνονται σε περιόδους υφέσεως και να μειώνουν σε περιόδους αναπτύξεως. Η αναμενόμενη ζημία ισούται με το γινόμενο της πιθανότητας πτωχεύσεως επί τη ζημιά σε περίπτωση πτωχεύσεως επί την έκθεση σε κίνδυνο. Οι τράπεζες θα πρέπει να σχηματίζουν τα απαιτούμενα απόθεματικά σε περιόδους αναπτύξεως μέσω των ζημιών απομειώσεως και συσσωρευμένων απομειώσεων έτσι ώστε να μην αναγκάζονται να αναγνωρίσουν μεγάλες ζημιές σε περιόδους υφέσεως. Τόσο σε ανάπτυξη όσο και σε ύφεση, οι τρέπεζες προβλέπουν τις οικονομικές δυσκολίες των δανεισθέντων, χρησιμοποιώντας τα απαιτούμενα απόθεματικά σε περιόδους αναπτύξεως μέσω των ζημιών αποζημιώσεως (στα αποτελέσματα χρήσεως) και των συσσωρευμένων απομειώσεων (στον ισολογισμό). Κατά αυτόν τον τρόπο και με τη προϋπόθεση ότι τα στελέχη των τραπεζών έχουν τα σωστά κίνητρα, δε θα υποεκτιμάται η πιθανότητα πτωχεύσεως ούτε και η ζημία σε περίοδο ύφεσης. Τοιοτρόπως, ο πιστωτικός κίνδυνος δε θα καταγράφει μεγάλες ζημιές απομειώσεως σε περιόδους υφέσεως.

Οι τράπεζες επηρεάζουν την οικονομία και τις αγορές μέσω της χορήγησης δανείων. Σε περίπτωση μικρής δυνατότητας ή προθυμίας των τραπεζών για χορήγηση δανείου προκύπτει χαμηλότερη ιδιωτική κατανάλωση, λιγότερες επενδύσεις άρα και μικρότερο ΑΕΠ και αντιθέτως. Η ταυτότητα του ΑΕΠ ισούται με την ιδιωτική κατανάλωση συν τις επενδύσεις συν τη δημόσια κατανάλωση συν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Μια μικρή τράπεζα δεν έχει τόσο σημαντική επίδραση στην οικονομία όσο έχει μια μεγάλη τράπεζα ή πολλές μικρές μαζί. Οι μεγάλες τράπεζες χαρακτηρίζονται ως συστηματικά σημαντικές. Η Τράπεζα Διεθνών Συνδιαλλαγών (BIS) αναγνωρίζει ως κριτήρια συστηματικών τραπεζών σε διεθνές επίπεδο, το μέγεθος, τη διασυνδεσιμότητα, τη δυνατότητα υποκαταστήσεως/χρηματοοικονομική υποδομή, τη πολυπλοκότητα και τις δραστηριότητες, υποκείμενες στον εποπτικό έλεγχο πολλών αρχών. Ο ενιαίος εποπτικός μηχανισμός της ευρωζώνης (SSM) αναγνωρίζει ως κριτήρια τη συνολική αξία των στοιχείων του ενεργητικού να υπερβαίνει τα 30 δις ή να

υπερβαίνει το 20% του εθνικού ΑΕΠ , η τράπεζα να είναι ένα από τα τρία σημαντικότερα πιστωτικά ιδρύματα του κράτους μέλους, η τράπεζα να λαμβάνει άμεση συνδρομή από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (ESM), η συνολική αξία των στοιχείων του ενεργητικού να υπερβαίνει τα 5 δις και το ποσοστό των διασυνοριακών στοιχείων ενεργητικού/παθητικού σε άλλα κράτη μέλη να υπερβαίνει το 20% του συνόλου των στοιχείων ενεργητικού/παθητικού του ιδρύματος.

Όταν αυξάνεται ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, τα νοικοκυριά δανείζονται περισσότερο για κατανάλωση και αγορά κατοικιών. Ομοίως, οι επιχειρήσεις, από την αυξημένη ζήτηση των προϊόντων και των υπηρεσιών τους, αυξάνουν το δανεισμό τους. Η αύξηση της ζήτησεως δανείων συμβαδίζει με αύξηση της προσφοράς, καθώς αυτές έχουν την προδιάθεση και τη δυνατότητα να χορηγήσουν περισσότερα δάνεια. Λόγω μείωσης πιστωτικού κινδύνου, οι τράπεζες χορηγούν περισσότερα δάνεια, γεγονός που συμβαδίζει με την αύξηση της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Επιπλέον, σε μια πιθανή αύξηση των κερδών και της καθαρής θέσης των τραπεζών, αυτές είναι σε θέση να τα χορηγήσουν δάνεια.

Σχετικά με τον ρόλο των προσδοκιών, οι προσδοκίες μπορεί να γίνουν αυτοεπιβεβαιούμενες είτε έχουν θετική, είτε αρνητική κατεύθυνση. Ένας δυνητικός αντίλογος είναι οι επιδράσεις από την οικονομία και τις αγορές. Οι οποίες μπορούν να συνοψιστούν σε κατανομές πιθανοτήτων για την εξέλιξη των επιτοκίων, των ισοτιμιών, των τιμών των μετοχών, και της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων. Οι κατανομές εκτιμούνται με βάση ιστορικά στοιχεία, δηλαδή, τη παρελθούσα συμπεριφορά της οικονομίας και των αγορών. Άρα, βασίζεται στην υπόθεση ότι το μέλλον θα είναι παρόμοιο με το παρελθόν. Συνεπώς, η υπόθεση είναι παρακινδυνευμένη και ιδιαίτερα σε περιπτώσεις κρίσης. Οι εκτιμήσεις για της κατανομές πιθανοτήτων είναι απίθανο να αντανakλούν τους πραγματικούς κινδύνους των τραπεζών. Επιπροσθέτως, οι τράπεζες όταν βρίσκονται σε δυσμενείς συνθήκες έχουν το κίνητρο ωραιοποίησης της κατάστασής τους.

Τα δυνητικά προβλήματα είναι δύο. Πρώτον, η μεγαλύτερη μεταβλητότητα της οικονομίας όπου σε περιόδους μεγάλων οικονομικών διακυμάνσεων αυξάνουν οι μεταβολές των κινδύνων, η πιθανότητα μεγάλων ζημιών και η πιθανότητα προβλημάτων στο τραπεζικό σύστημα. Στην ανοδική φάση του οικονομικού κύκλου δημιουργούνται εντονότερες πληθωριστικές πιέσεις λόγω της αυξημένης ζήτησης στην οικονομία, ενώ στη καθοδική μικρότερες. Σε περιόδους υφέσεως, ενδέχεται να δημιουργηθούν αντιπληθωριστικές πιέσεις, οι οποίες αν επιφέρουν αρνητικό πληθωρισμό, μπορεί να οδηγήσουν μια οικονομία σε κατάρρευση και πολύ περισσότερο όταν τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις είναι υπερχρεωμένα. Στη προσπάθεια της κεντρικής τράπεζας να ελεγξει το πληθωρισμό, οι διακυμάνσεις των επιτοκίων θα είναι μεγαλύτερες, εντείνοντας τον επιτοκιακό κίνδυνο των τραπεζών.

Η προκυκλικότητα εντείνεται, πρώτον λόγω των πλασματικών κερδών και των χαμηλών ζημιών απομειώσεως, τα οποία θα δίνουν μεγαλύτερη δυνατότητα στις τράπεζες να χορηγούν δάνεια, με αποτέλεσμα μια πιθανή αύξηση των τιμών των ακινήτων και των αξιογράφων. Δεύτερον, η εμφάνιση πιστωτικού κινδύνου θα χειροτερεύσει τη κατάσταση των τραπεζών μειώνοντας τη δυνατότητα τους να χορηγούν δάνεια, προκαλώντας ακόμα μεγαλύτερη ύφεση. Ο σχηματισμός ανεπαρκών αποθεματικών μπορεί να προέλθει από λανθασμένες εκτιμήσεις των στελεχών των τραπεζών, στρεβλά κίνητρα των διοικήσεων και των μετόχων τους, καθώς και λανθασμένων λογιστικών προτύπων.

Το δεύτερο δυνητικό πρόβλημα είναι η συσσώρευση προβλημάτων δηλαδή η υπερχρέωση των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και της χώρας που οδηγούν σε οικονομική και τραπεζική κρίση και σε φούσκες στις αγορές ακινήτων και αξιογράφων. Η φούσκα στην Ελλάδα δημιουργήθηκε από τη υψηλή δυνατότητα δανεισμού, η οποία αύξησε τη ζήτηση άρα και τις τιμές των ακινήτων, παρασύρνοντας αρκετούς στην αγορά αυτών με προσδοκία μεταπώλησης σε υψηλότερη τιμή (κερδοσκοπία). Οι φούσκες στις αγορές ακινήτων και αξιογράφων σημαίνουν αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο διότι

μειώνεται η δυνατότητα εξυπηρέτησης του δανείου αλλά και η αξία των εμπράγματων εξασφαλίσεων.

Το επιτόκιο του δανείου ενός νοικοκυριού ισούται με το επιτόκιο αναφοράς που εξαρτάται από τα επιτόκια στην οικονομία συν τη προσαύξηση που εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά του δανειζόμενου νοικοκυριού. Από τη πλευρά της ζήτησης, η μωπία του νοικοκυριού βασίζεται στην ταχεία αύξηση των τιμών και των ενοικίων, στα χαμηλά επιτόκια αναφοράς και δανείου. Επομένως η παρούσα αξία των χρηματορροών θα είναι υψηλή και το νοικοκυριό θα είναι διατεθειμένο να πληρώσει υψηλότερη τιμή. Στρεβλό κίνητρο θεωρείται η προσπάθεια κερδοσκοπίας από τη πλευρά του νοικοκυριού πιστεύοντας στην συνεχή αύξηση των τιμών. Από τη πλευρά των επιχειρήσεων, κίνητρο για δανεισμό είναι το φορολογικό πλαίσιο, διότι οι τόκοι για την εξυπηρέτηση των δανείων εκπίπτουν των φορολογητέων κερδών των επιχειρήσεων. Επομένως, συμφέρει τις επιχειρήσεις να δανειστούν για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους αντί να τις χρηματοδοτήσουν με ίδια κεφάλαια. Από τη πλευρά της προσφοράς, το επίπεδο των διοικήσεων των τραπεζών πρέπει να έχει τη τεχνογνωσία ώστε να αντιληφθεί πότε πρέπει να περικόψει τη χορήγηση δανείων αποτρέποντας τη διόγκωσή τους και τους ακόλουθους απορρέοντες κινδύνους. Η μωπία συνυπάρχει με τα στρεβλά κίνητρα των τραπεζών, δηλαδή της προσδοκίας βοήθειας από τις αρχές. Άλλοι πιθανοί λόγοι είναι οι κανόνες του θεσμικού πλαισίου για τη κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, οι λογιστικοί κανόνες για τις ζημίες απομειώσεως και τιμολόγησης χρηματοοικονομικών προϊόντων και το φορολογικό πλαίσιο.

Ένας ακόμη κρυφός κίνδυνος είναι η στρεβλή κατανομή των πόρων της οικονομίας. Οι περιορισμένες αποταμιεύσεις της οικονομίας διατέθηκαν για τη κατασκευή κτιρίων από τα οποία δε δημιουργείται κανένα εισόδημα. Οι κάτοχοί τους έχασαν τα χρήματά τους, ενώ η οικονομία έχασε την ευκαιρία να χρηματοδοτήσει νέες παραγωγικές μονάδες που θα δημιουργούσαν θέσεις εργασίας, νέα φορολογικά έσοδα από τα οποία θα μπορούσε να χρηματοδοτηθεί το κοινωνικό κράτος και εξαγωγές οι οποίες θα συνέβαλαν στη μείωση του ελλείματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Τέλος πολλοί νέοι επέλεξαν σπουδές σε λανθασμένους προσωρινά επικερδής

τομείς με αποτέλεσμα η επένδυση τους σε πνευματικό κεφάλαιο να μην είναι αποδοτική.

Δεν αρκεί μόνο η αύξηση του ΑΕΠ για να επέλθει έντονη προκυκλικότητα και συσσώρευση προβλημάτων. Οφείλεται λοιπόν σε ένα συνδυασμό αλληλοενισχυόμενων παραγόντων όπως, οι διαρθρωτικές αλλαγές που επηρέασαν θετικά τις προσδοκίες για οικονομική ανάπτυξη, η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και η συν αυτή αύξηση της προσφοράς δανείων, η ταχεία ανάπτυξη στις βιομηχανικές χώρες και τα χαμηλά διεθνή επιτόκια.

Οι ροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων επηρεάζονται τόσο από τις συνθήκες στις χώρες υποδοχής όσο στις χώρες προελεύσεως . Σε περιόδους όπου τα επιτόκια στις αναπτυγμένες χώρες είναι χαμηλά οι επενδυτές τοποθετούν τα χρήματά τους στις αναπτυσσόμενες χώρες για μεγιστοποίηση της απόδοσης τους. Οι εισροές αυτές στις αναπτυσσόμενες χώρες προκαλούν αύξηση της κατανάλωσης και των επενδύσεων. Όμως, οι δυνητικές παρενέργειες είναι πρώτον, η διεύρυνση των ελλειμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και η αύξηση εσωτερικού χρέους, δεύτερον, η διεύρυνση των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού, τρίτον, η υπερχρέωση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, τέταρτον , οι φουσκές στα ακίνητα και στο χρηματιστήριο και πέμπτον, η ανατίμηση του νομίσματος σε περίοδο εισροών και η υποτίμηση σε περίοδο εκροών.

Μια κρίση προμηνύεται από τα εξής. Πρώτον, η τράπεζα η οποία έχει χαμηλή καθαρή θέση ή μεγάλη έκθεση σε κινδύνους είναι ευάλωτη. Δεύτερον, μια συνετή τράπεζα με υψηλή καθαρή θέση και χωρίς έκθεση σε μεγάλους κινδύνους θα είναι ευάλωτη όταν οι άλλες τράπεζες και η οικονομία είναι ευάλωτη και υπάρχει κίνδυνος μεγάλων διαταραχών. Τρίτον, το τραπεζικό σύστημα και η οικονομία της χώρας είναι εύαλπη και υπάρχει κίνδυνος μεγάλων διαταραχών. Τέταρτον, όταν υπάρχουν μεγάλες μακροοικονομικές ανισοροπίες ή και το τραπεζικό σύστημα της χώρας είναι ευάλωτο. Η χαμηλή καθαρή θέση μπορεί να εξαληφθεί από κίνδυνο πιστωτικό, συναλλαγματικό, επιτοκιακό και της αγοράς. Οι ευάλωτοι δανεισθέντες ενδέχεται να μη μπορούν να ανταποκριθούν σε μια μικρή μείωση των εσόδων ή μια μικρή

αύξηση των δαπάνων καθώς και δεν έχουν κίνητρα για δημιουργική προσπάθεια με αποτέλεσμα να αδυνατούν να επενδύσουν για το μέλλον. Αποτέλεσμα αυτών είναι η δημιουργία αρνητικών προσδοκιών. Η κατάσταση ενδέχεται να χειροτερεύσει με την απομόχλευση δηλαδή τη προσπάθεια των υπερχρεωμένων νοικοκυριών να μειώσουν τα δάνεια τους σε μια διαταραχή. Συνεπώς, η περιστολή των δαπανών θα είναι μεγαλύτερη και μεγαλύτερες θα είναι οι επιπτώσεις στην οικονομία και τις τράπεζες. Ομοίως, και για τις υπερχρεωμένες επιχειρήσεις μια διαταραχή θα μειώσει τις επενδύσεις τους στη προσπάθεια μείωσης του χρέους, δηλαδή απόμόχλευσης.

Για το φορτίο του χρέους, οι χρησιμοποιούμενοι δείκτες είναι το ύψος του χρέους ως προς το διαθέσιμο εισόδημα, το ποσό για την εξυπηρέτηση του χρέους ως προς το διαθέσιμο εισόδημα και τέλος το ύψος του χρέους ως προς το ΑΕΠ. Για το πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών χρησιμοποιούνται δύο δείκτες. Πρώτον, της αξίας των εμπράγματων εξασφαλίσεων σε σχέση με το ύψος των δανείων και δεύτερον, του ρυθμού αυξήσεως των δανείων.

Το χρέος της κυβέρνησης για το έτος t είναι ίσο με το άθροισμα του χρέους τη στιγμή $t-1$ συν το έλλειμα του προϋπολογισμού του έτους t . Η υπερχρέωση και τα μεγάλα ελλείματα των κυβερνήσεων επηρεάζουν τις τράπεζες άμεσα μέσω του πιστωτικού κινδύνου, της αδυναμίας στηρίξεως των τραπεζών σε περίπτωση ανάγκης και της χειροτέρευση προσδοκιών. Επίσης, οι τράπεζες επηρεάζονται έμμεσα μέσω των δυσμενών επιπτώσεων της οικονομίας από αύξηση των τραπεζικών κινδύνων, της αποκοπή των δαπανών και της επιβολής φόρων.

Τα μέτρα των αρχών για τη μείωση της προκυκλικότητας κατατάσσονται σε τρεις κατηγορίες. Πρώτον, την οικονομική πολιτική, αποτελούμενη από τη νομισματική πολιτική κατά την οποία η κεντρική τράπεζα έχει την επιλογή να αυξήσει τα επιτόκια στην οικονομία, παρεμβαίνοντας έτσι στο ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ και στη ρευστότητα. Πιο συγκεκριμένα, τα υψηλότερα επιτόκια επιβραδύνουν το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, επηρεάζοντας αρνητικά την προσφορά και τη ζήτηση δανείων. Επιπλέον, η κεντρική τράπεζα μπορεί να επηράσει αρνητικά τη ρευστότητα των τραπεζών αυξάνοντας τον ελάχιστο αποθεματικό συντελεστή, δηλαδή το

ελάχιστο ποσοστό των καταθέσεων, το οποίο, οι τράπεζες υποχρεούνται να κρατούν υπο τη μορφή ρευστών διαθεσίμων. Ακόμα, η προκυκλικότητα εντείνεται από εισροές επενδυτικών κεφαλαίων, όπου η κεντρική τράπεζα έχει την επιλογή να επιβάλει υψηλούς συντελεστές για καταθέσεις σε ξένο νόμισμα ή και για μακροχρόνιο δανεισμό των τραπεζών ή των επιχειρήσεων από το εξωτερικό. Η οικονομική πολιτική εμπεριέχει και τη δημοσιονομική πολιτική. Στη περίπτωση άσκησης συσταλτικής δημοσιονομικής πολιτικής με μείωση των δαπανών της κυβερνήσεως ή αύξηση των φορολογικών συντελεστων, επιτυγχάνεται η μείωση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ. Με επεκτατική δημοσιονομική πολιτική, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα μπορούσε να αυξηθεί.

Δεύτερο μέτρο για τη μείωση της προκυκλικότητας είναι οι προσδοκίες. Οι αρχές προσπαθούν να επηρεάσουν αρνητικά τη ζήτηση και τη προσφορά δανείων. Μια ανακοίνωση της κεντρικής τραπεζής, ότι προβληματίζεται για τις πληθωριστικές πιέσεις από την ταχεία αύξηση των δανείων προειδοποιεί για επικείμενη αύξηση των επιτοκίων. Συνέπεια αυτού είναι η αρνητική επίδραση στις προσδοκίες των επενδυτων για τα κέρδη από την αγορά μετοχών, ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων, μειώνοντας έτσι τη ζήτηση για τα δάνεια. Στη πλευρά της προσφοράς, οι τράπεζες ίσως αυξήσουν τις ζημιές απομείωσης λόγω του αναμενόμενου πιστωτικού κινδύνου, μειώνοντας τη δυνατότητα χορήγησης δανείων. Το πρόβλημα έγκειται στο γεγονός ότι οι αρχές μπορεί να μη καταφέρουν να πείσουν τους οικονομικούς παράγοντες.

Τρίτο μέτρο προκυκλικότητας είναι το θεσμικό πλαίσιο. Τα μέτρα του θεσμικού πλαισίου στοχεύουν στον έλεγχο της προσφοράς πιστώσεων και της ζήτησεως για πιστώσεις. Εκτος του ελάχιστου αποθεματικού, άλλα μέτρα είναι τα ανώτατα όρια στο ύψος των δανείων, τα ανώτατα όρια στο δάνειο προς καταθέσεις, τα ανώτατα όρια στη συγκέντρωση δανείων, οι περιορισμοί στις εμπράγματα εξασφαλίσεις και στα άλλα χαρακτηριστικά των δανείων, οι φοροι, η αύξηση των συντελεστών βαρύτητας για τον υπολογισμό του σταθμισμένου ως προς το κίνδυνο ενεργητικού, τα αντικυκλικά αποθεματικά, οι αντικυκλικές ζημιές απομείωσης και οι συναλλαγματικοί περιορισμοί.

3. Βιβλιογραφική Επισκόπηση

3.1 Η απότομη αύξηση των ροών κεφαλαίων στις EMEs

Το φαινόμενο της απότομης αύξησης των ροών κεφαλαίων στις αναδυόμενες οικονομίες (EME¹s) έχει απασχολήσει αρκετά τον ακαδημαϊκή κοινότητα όσο και τους λήπτες αποφάσεων αναφορικά με την χάραξη οικονομικής πολιτικής. Οι Ghosh et al. (2014) υποστήριξαν ότι τέτοιες απότομες αυξήσεις στις ροές κεφαλαίων στις αναδυόμενες οικονομίες, εμφανίστηκαν στις αρχές του 21ου αιώνα αλλά και μετά από την κατάρρευση των αναπτυσσόμενων οικονομιών κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008. Μετά τα μέσα του 2013 και μετά την ανάκαμψη των αναπτυσσόμενων οικονομιών οι προαναφερόμενες απότομες αυξήσεις στις εισροές κεφαλαίων σταδιακά μετατράπηκαν σε απότομες εκροές και συνάμα μεγάλες αρνητικές ροές (Forbes και Warnock, 2012; Ahmed και Zlate, 2014; Fratzscher, 2012). Το τελευταίο γεγονός είχε ως αποτέλεσμα οι EMEs να παλεύουν με αυξημένες πληθωριστικές τάσεις και γενικότερα οικονομικά προβλήματα. Ο σκοπός της προαναφερόμενης έρευνας των Ghosh et al. (2014) αφορά τη διαχείριση των απότομων και μεγάλων αυξήσεων των ροών κεφαλαίων μέσα από την κατανόηση των χαρακτηριστικών και των προσδιοριστικών παραγόντων (εγχώριους και διεθνείς παράγοντες) που επηρεάζουν αυτό το χρηματοοικονομικό φαινόμενο.

Προκειμένου να επιτευχθεί ο προαναφερόμενος σκοπός, προτιμήθηκε η μέθοδος της εμπειρικής ανάλυσης μέσα από τη χρήση ετήσιων δεδομένων από 56 EMEs κατά το διάστημα 1980-2011. Τα δεδομένα αυτά επεξεργάστηκαν για να αφορούν όλες τις περιπτώσεις απότομων αυξήσεων καθαρών ροών κεφαλαίων (συνολικά 326 παρατηρήσεις) και εφαρμόστηκαν συμβατικά probit μοντέλα για την ανάδειξη συσχετίσεων ανάμεσα σε διάφορους παράγοντες (pull and push factors) και το μέγεθος αυτών των αυξήσεων κατά την εμφάνισή τους. Επιπρόσθετα, διαχωρίστηκαν οι περιπτώσεις που εξετάστηκαν σε αυτές που συνδέονται με ασυνήθιστες συμπεριφορές ροών παθητικού και σε αυτές με ασυνήθιστες συμπεριφορές

¹ Emerging Market Economies.

ρών ενεργητικού. Στη συνέχεια εξετάστηκαν οι ομοιότητες και οι διαφορές και των δύο τύπων απότομων αυξήσεων, χρησιμοποιώντας τεχνικές παλινδρόμησης και ανάλυσης δένδρων για να αναδειχθούν αλληλεξαρτήσεις και το κατώφλι (threshold) εμφάνισης αυτών των αλληλεξαρτήσεων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι υπάρχουν συγκεκριμένοι διεθνείς όσο και εγχώριοι - εθνικοί παράγοντες, οι οποίοι καθορίζουν το φαινόμενο των απότομων αυξήσεων των (καθαρών) ρών κεφαλαίων στις EMEs. Παραδείγματα διεθνών παραγόντων (push factors or “gatekeepers”) είναι τα επιτόκια των ΗΠΑ και ο κίνδυνος παγκόσμιας γενικευμένης οικονομικής κρίσης, ο οποίος καθορίζεται από την μεταβλητότητα της απόδοσης του δείκτη S&P 500 (Forbes και Warnock, 2012). Σε ότι αφορά τους εθνικούς παράγοντες των EMEs που συνδέονται με την απότομη αύξηση των ρών (εγχώριοι παράγοντες), αυτοί σχετίζονται με την ίδια τους την επενδυτική ελκυστικότητα σύμφωνα και με την έρευνα των Forbes και Warnock (2012). Τέτοιοι παράγοντες επενδυτικής ελκυστικότητας των EMEs συνιστούν η ανάγκη για εξωτερικό δανεισμό (Ghosh, Qureshi και Zalduendo, 2014), ο βαθμός κατά τον οποίο μια οικονομία είναι ανοικτή και διασυνδεδεμένη με την παγκόσμια οικονομία (Milesi-Ferretti και Tille, 2011), η πραγματική οικονομική ανάπτυξη και η θεσμική ποιότητα (Carlson και Hernández, 2002). Επιπρόσθετα, το καθεστώς των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζει σημαντικά το μέγεθος της αύξησης των ρών κεφαλαίων στις EMEs (Banerjee, Devereux και Lombardo, 2016).

Ένα πρόσθετο εύρημα της μελέτης των Ghosh, Qureshi και Zalduendo (2014) είναι ότι παραπάνω από τα δύο τρίτα των περιπτώσεων των απότομων αυξήσεων των ρών κεφαλαίων στις EMEs αφορούν μεταβολές στις υποχρεώσεις (liabilities) των εγχώριων φορέων παρά στα στοιχεία ενεργητικού (assets). Οι προαναφερόμενες συμπεριφορές ρών επηρεάζονται από τα (χαμηλά) επιτόκια των ΗΠΑ και τον (υψηλό) κίνδυνο παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης (Forbes και Warnock, 2012). Δηλαδή, τόσο οι ξένοι επενδυτές όσο και οι εγχώριοι κάτοικοι μεταφέρουν τα κεφάλαιά τους στις EMEs από τις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Η βασική διαφορά των δύο περιπτώσεων έγκειται στο ότι οι ξένοι επενδυτές είναι περισσότερο ευαίσθητοι σε αλλαγές σε διεθνείς, όσο και σε εγχώριους

παράγοντες και σε αυτό συντείνουν οι έρευνες τόσο των Ahmed και Zlate (2014), όσο και των Byrne και Fiess (2016). Επιπρόσθετα, η ανάλυση των επαναλαμβανόμενων δυαδικών δένδρων στην έρευνα των Ghosh, Qureshi και Zalduendo (2014), έδειξε ότι οι παγκόσμιοι παράγοντες είναι συγκριτικά πιο σημαντικοί για τις αυξήσεις ροών παθητικού τύπου από τις αντίστοιχες του ενεργητικού τύπου.

Επιπλέον, οι Ghosh, Qureshi και Zalduendo (2014) με τα ευρήματά τους υπέδειξαν σημαντικές προτάσεις για τη χάραξη πολιτικών. Αρχικά, η επιβολή capital controls στις αυξήσεις των εισροών κεφαλαίων συνιστά μια ενδιαφέρουσα επιλογή αφού αυτές μετέπειτα δημιουργούν οικονομικές επιπλοκές στις περιπτώσεις που αυτές καθοδηγούνται από εξωγενείς παράγοντες. Επίσης, θα πρέπει να χτιστεί ένας μηχανισμός πολυμερούς επιτήρησης στις απότομες αυξήσεις κεφαλαιακών ροών όταν αυξάνονται τα επιτόκια στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Τέλος, στις χώρες που οι απότομες εισροές κεφαλαίων οφείλονται σε εγχώριους παράγοντες (πχ ανοικτοί λογαριασμοί κεφαλαίων) επιβάλλεται συντονισμός μεταξύ των EMEs και να μην επιδιώκουν πολιτικές ίασης των οικονομικών τους προβλημάτων εις βάρος άλλων οικονομιών.

Συμπερασματικά, οι Ghosh et al. (2014) μέσω του εμπειρικού μοντέλου OLS έδειξαν ότι οι απότομες αλλαγές στις εισροές των αναδυόμενων χωρών είναι στατιστικά σημαντικές σε σχέση με τους διεθνείς προσδιοριστικούς παράγοντες. Επίσης, σε καιρούς μεγαλύτερης αβεβαιότητας της αγοράς, οι αποδόσεις της μεταβλητότητας του δείκτη S&P είναι συνδεδεμένες με σημαντικά μικρότερη πιθανότητα των απότομων αλλαγών των αναδυόμενων χωρών. Αυτό συμβαίνει διότι οι χώρες αυτές φαίνονται σαν ασφαλή παράδεισοι. Αντιστρόφως, οι εκρήξεις των τιμών των βασικών προϊόντων, οι οποίες πιθανότατα σηματοδοτούν μεγαλύτερη διεθνή ζήτηση εξαγωγών από τις αναδυόμενες χώρες, είναι θετικά συσχετισμένες με τις απότομες εισροές.

Όσον αφορά τους εγχώριους παράγοντες, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι εξαιρετικά στατιστικά σημαντικό, όπως επίσης και ο πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ. Τα υψηλότερα πραγματικά επιτόκια

της δικαιούχου χώρας είναι θετικά συσχετισμένα με τις απότομες μεταβολές και είναι στατιστικά σημαντικά. Η υπερεκτίμηση των πραγματικών συναλλαγματικών επιτοκίων χαμηλώνει τη πιθανότητα των απότομων μεταβολών, αλλά ο εκτιμώμενος συντελεστής χάνει τη στατιστική σημαντικότητα του όταν οι εγχώριοι προσδιοριστικοί παράγοντες προστίθενται. Οι χώρες με μεγαλύτερη κεφαλαιακή ανοικτότητα λογαριασμών, οι οποίες είναι καλύτερα χρηματοοικονομικά δικτυωμένες ή έχουν καλύτερο θεσμικό πλαίσιο, έχουν επίσης σημαντική πιθανότητα να αντιμετωπίσουν απότομες μεταβολές στις εισροές, όπως και οι χώρες με λιγότερο ευέλικτα συναλλαγματικά καθεστώτα. Οι χώρες που βρίσκονται σε κρίση είναι λιγότερο να αντιμετωπίσουν τέτοιου είδους μεταβολές.

3.2 Παράγοντες ώθησης και προσέλκυσης των κεφαλαιακών ροών σε σχέση με τη διεθνή οικονομική κρίση

Οι αιτίες της κατάρρευσης του 2008 και η επερχόμενη απότομη αύξηση στις παγκόσμιες ροές κεφαλαίου παραμένουν μέχρι και σήμερα ένα καυτό θέμα διαφωνιών στην ακαδημαϊκή κοινότητα με αρκετές ανεξερεύνητες ερωτήσεις (Fratzscher, 2012; Chuhan, Claessens, και Mamingi, 1998; Tille, 2012). Σύμφωνα με τον/την ερευνήτρια Fratzscher (2012), σε αυτό συμβάλλει ο υψηλός βαθμός ετερογένειας των ροών κεφαλαίου τόσο στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, όσο και στις αναδυόμενες αγορές (EMEs).

Παράλληλα, δεν έχει ακόμη πλήρως κατανοηθεί ο τρόπος με τον οποίο επηρεάζονται οι ροές κεφαλαίου κατά τη φάση της κρίσης όσο και κατά τη διάρκεια της ανάκαμψης. Διάφορες απόψεις έχουν αναδυθεί αναφορικά με τους παράγοντες ώθησης (push factors), δηλαδή τη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική των ανεπτυγμένων οικονομιών, πίσω από την απότομη αύξηση των κεφαλαιακών ροών (Aizenman και Pasricha, 2013; Evans και Hnatkovska, 2005 και άλλοι). Αντίθετα, έχουν μελετηθεί και οι παράγοντες προσέλκυσης (pull factors) κεφαλαιακών ροών από τις αναπτυσσόμενες αγορές στις EMEs. Στο πλαίσιο των G20 έχει υπάρξει αντικείμενο διαμάχης η διαχείριση αυτών των απότομων αυξομειώσεων στις

ροές κεφαλαίου με τη μορφή ανάπτυξης πολιτικών, όπως είναι η επιβολή capital controls.

Το πρώτο ερώτημα αφορά τον ρόλο των Push factors, ενώ το 2^ο ερώτημα σχετίζεται το πως οι Pull factors βοηθούν στη θωράκιση των οικονομιών σε ανάλογες κρίσεις. Η μεθοδολογία της έρευνας του/της Fratzscher (2012) επικεντρώνεται σε ροές επενδυτικών χαρτοφυλακίων σε μικροοικονομικό επίπεδο, όπως είναι για παράδειγμα σε επίπεδο ατομικών και αμοιβαίων επενδυτικών κεφαλαίων σε ευρεία γεωγραφική κάλυψη 50 χωρών και αγορών παγκοσμίως.

Τα ευρήματα της παραπάνω μελέτης έδειξαν ότι οι διεθνείς παράγοντες (push factors) επηρεάζουν κατά μεγάλο ποσοστό τις απότομες μεταβολές στις ροές κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της κρίσης, καθώς οι επενδυτές ψάχνουν ασφαλείς αγορές (κυρίως στις EMEs) για μεταφορά κεφαλαίων από τις αναπτυγμένες αγορές. Επιπρόσθετα ευρήματα έδειξαν ότι η θεσμική ποιότητα, ο κίνδυνος της χώρας μαζί με τη δύναμη των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεγεθών και πολιτικών ερμηνεύουν μεγάλο ποσοστό της ετερογένειας των ροών κεφαλαίου κατά τη διάρκεια της κρίσης (Milesi-Ferretti και Tille, 2011). Ένα αντιφατικό εύρημα είναι ότι η εξωτερική έκθεση (πραγματική και οικονομική) των EMEs είναι άσχετη με τη δυναμική των προαναφερόμενων ροών. Αυτά τα ευρήματα περιλαμβάνουν και την περιστολή/ μείωση των ροών αυτών κατά την περίοδο της κρίσης, πάντα για τις EMEs.

Η ποσοτικοποίηση και η ανάλυση της συγκριτικής σπουδαιότητας των “Push factors” όσο και των “Pull factors” ανέδειξαν ότι οι πρώτοι παράγοντες ήταν περισσότερο σημαντικοί, οδηγώντας τις καθαρές ροές κεφαλαίου αρκετών χωρών κατά τα διαστήματα 2005-7 και 2008-9, αλλά με φθίνουσα πορεία κατά την 2η περίοδο (Fratzcher, 2012). Από τον Μάρτιο του 2009 και ύστερα όμως, οι διεθνείς ή Push παράγοντες σύμφωνα με τον/την Fratzscher (2012) ήταν οι λιγότερο σημαντικοί, ενώ οι τοπικοί οι Pull factors κυριαρχούν στην εξήγηση των κεφαλαιακών ροών (αναδυόμενες αγορές της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής).

Τα προαναφερόμενα ευρήματα μπορούν να βοηθήσουν τους λήπτες αποφάσεων στη χάραξη της οικονομικής πολιτικής των χωρών. Από τη μια μεριά η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση και η έκθεση σε κοινούς

διεθνείς παράγοντες έχουν καταστήσει τις χώρες περισσότερο ευάλωτες σε εξωτερικούς και διεθνείς κινδύνους (εκτός από τους ήδη υπάρχοντες εσωτερικούς κινδύνους) (Banerjee, Devereux και Lombardo, 2016; Magud και Vesperoni, 2015). Αυτό υποδηλώνει ότι οι χώρες δεν είναι πλέον αθώοι θεατές των εξελίξεων και θα πρέπει πλέον να χρησιμοποιήσουν τα εργαλεία που διαθέτουν για την προστασία τους από δυσμενείς διεθνή σοκ.

Επομένως, οι EMEs θα πρέπει να προσαρμόσουν τους τρόπους που αντιμετωπίζουν τις άστατες ροές κεφαλαίων (Patnaik και Shah, 2012). Μερικοί ιθύνοντες στις EMEs που χαράζουν την οικονομική πολιτική των χωρών τους, θεωρούν σκόπιμη τη χρήση capital controls και τις πολιτικές αναχαίτισης (Evans και Hnatkowska, 2005). Παρόλα αυτά, τέτοιες πολιτικές μπορεί να είναι παραπλανητικές αν αυτές οι χώρες δεν έχουν θωρακίσει τις οικονομίες τους βελτιώνοντας τους θεσμούς, βαθύνοντας τις αγορές χρήματος και βελτιώνοντας τις μακροοικονομικές τους πολιτικές (Reinhardt, Ricci, και Tressel, 2013).

Οι Fratzscher and Marcel (2011) έδειξαν μέσω της έρευνάς τους ότι το κλειδί των γεγονότων κρίσης είναι ότι έχουν μια σημαντικά αρνητική επιρροή στις κεφαλαιακές ροές, αλλά μόνο για τις αναδυόμενες οικονομίες και όχι τις ανεπτυγμένες. Κοιτώντας τα σοκ ρευστότητας, μια αύξηση της διαφοράς TED, δηλαδή μια χειροτέρευση στις συνθήκες ρευστότητας, μειώνει τις καθαρές εκροές χαρτοφυλακίου. Ακόμη, η επίδραση είναι μικρότερη κατά τη διάρκεια της κρίσης παρά κατά τη διάρκεια της μη κρίσης.

Η απάντηση στις αλλαγές στο ρίσκο, όπως αυτή εξηγείται από το δείκτη VIX, κατά τη διάρκεια της κρίσης αποδίδεται σε ένα εντυπωσιακό αποτέλεσμα. Ενώ ο υψηλότερος κίνδυνος συνδέεται με κάποια καθαρά χαρτοφυλάκια εκροών, υπάρχει μια αξιοσημείωτη ετερογένεια στα αποτελέσματα ανάμεσα στις ομάδες χωρών (Fratzcher, 2012). Όταν λοιπόν μια αύξηση του VIX οδηγεί τις καθαρές εκροές έξω από τις ανεπτυγμένες χώρες στις αναδυόμενες πριν από τη κρίση, το αποτέλεσμα αυτό αντιστρέφεται κατά τη διάρκεια της κρίσης (Fratzcher και Marcel, 2011). Αυτό δείχνει ότι η τιμολόγηση του ρίσκου αλλάζει θεμελιωδώς κατά τη διάρκεια της κρίσης. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται fly-to-safety και λειτουργεί σαν οδηγός των διεθνών κεφαλαιακών ροών.

Σε περιόδους μη κρίσης, ένα θετικό μακροοικονομικό σοκ στις ΗΠΑ μειώνει τις κεφαλαιακές εκροές (Fratzscher, 2012). Ενώ ένα θετικό εγχώριο μακροοικονομικό σοκ οδηγεί τις καθαρές κεφαλαιακές εισροές σε μία εγχώρια οικονομία (Tille, 2012). Ακόμα, το πρόσημο για τα εγχωρία μακροοικονομικά σοκ αλλάζει στη κρίση για τις ανεπτυγμένες χώρες, υποδηλώνοντας ότι αυτά τα εγχώρια αρνητικά σοκ κατά τη διάρκεια της κρίσης, οδηγούν τις κεφαλαιακές εκροές εκτός των αναδυομένων χωρών, αλλά τις καθαρές εισροές εντός των ανεπτυγμένων χωρών (Lopez-Mejia, 1999).

Τέλος, οι θετικές αποδόσεις μετοχών στις ΗΠΑ και οι εγχώριες αποδόσεις μετοχών οδηγούν μαζικά σε περισσότερες κεφαλαιακές ροές σε όλες τις οικονομίες (Fratzscher, 2012). Οι συντελεστές δεν αλλάζουν σημειωτέα κατά τη διάρκεια της κρίσης.

Μετά από χρόνια αυξημένης παγκοσμιοποίησης στο οικονομικό γίγνεσθαι, η παγκόσμια οικονομική κρίση είχε ως αποτέλεσμα την άνευ προηγουμένου κατάρρευση των διεθνών ροών κεφαλαίου. Η περιστολή των διεθνών ροών κεφαλαίου αποτελεί ένα φαινόμενο εξαιρετικά ετερογενές για 3 λόγους κατά τους Milesi-Ferretti και Tille (2011). Πρώτα, εξαιτίας του χρόνου που διήρκησε η κρίση ειδικά μετά από τη δραματική πτώση της Lehman Brothers . Έπειτα, η ετερογένεια της περιστολής κεφαλαιακών ροών οφείλεται στην ύπαρξη διαφορετικών τύπων ροών, με τις τραπεζικές ροές να παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη ευαισθησία, καθόσον είναι ευάλωτες από τη μεγαλύτερη αντίληψη κινδύνου. Η τρίτη πηγή ετερογένειας συνιστά τη φύση της οικονομίας ή την τοποθεσία τους. Οι αναδυόμενες οικονομίες αντιμετώπισαν μικρότερης χρονικής διάρκειας μειώσεις των ροών κεφαλαίου από ότι οι αναπτυγμένες (Carlson και Hernández, 2002). Η ανάλυση δεδομένων με τη χρήση οικονομετρικών μοντέλων έδειξε ότι το μέγεθος της μείωσης των ροών κεφαλαίου είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με τον βαθμό της διεθνούς οικονομικής ολοκλήρωσης (Milesi-Ferretti και Tille, 2011). Παράλληλα, αυτό το φαινόμενο της μείωσης των ροών κεφαλαίων πλήττει περισσότερο χώρες, οι οποίες βασίζονται κυρίως σε τραπεζικές ροές (Milesi-Ferretti και Tille, 2011).

Επίσης, οι μακροοικονομικές συνθήκες των κατά τόπους οικονομιών, όπως είναι το εξωτερικό χρέος, το ισοζύγιο πληρωμών και ο πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ, συνδέονται με το μέγεθος αυτής της περιστολής

των ροών (Reinhardt, Ricci, και Tressel, 2013). Τέλος, η διασύνδεση των οικονομιών με τις παγκόσμιες αγορές χρήματος και κεφαλαίου συνθέτει το πάζλ των περιστολών αυτών (Evans και Hnatkovska, 2005).

Μια αναπτυσσόμενη αγορά πλήρως ενοποιημένη με το παγκόσμιο εμπορικό σύστημα και αγορές κεφαλαίων επηρεάζεται πιο έντονα από την αύξηση των επιτοκίων των ΗΠΑ ή της ΕΚΤ. Επίσης, διεθνείς παράγοντες, όπως είναι ο αυξημένος συντελεστής μεταβλητότητας της απόδοσης του δείκτη S&P 500, συντελούν στην αύξηση του αντιλαμβανόμενου κινδύνου για μια νέα παγκόσμια κρίση. Συνεπώς, αν μια οικονομία είναι συνδεδεμένη με το δολάριο, είναι πολύ πιθανό ότι θα επηρεαστεί από το ντόμινο της κρίσης με συνέπεια τον περιορισμό των ροών κεφαλαίου (Ghosh, Qureshi και Zalduendo, 2014).

Στην έρευνα των Gian Maria Milesi Ferreti η εξαρτημένη μεταβλητή του μοντέλου είναι η αναλογία της αλλαγής των ροών του ΑΕΠ. Τα αποτελέσματα έδειξαν ξεκάθαρα ότι μια απότομη στάση των κεφαλαιακών εισροών ήταν περισσότερο αυστηρή για χώρες με μεγαλύτερο μέγεθος των ακαθάριστων θέσεων σε χρεωστικά όργανα (ένας αρνητικός συντελεστής στη μεταβλητή “ακαθάριστα περιουσιακά στοιχεία χρέους + υποχρεώσεις”) και για τις αναδυόμενες οικονομίες, μεγαλύτερες καθαρές υποχρεώσεις στα όργανα χρέους (ένα θετικό συντελεστή για τη μεταβλητή “καθαρά περιουσιακά στοιχεία χρέους”). Τα αποτελέσματα αυτών προκύπτουν στατιστικά και οικονομικά σημαντικά. Οι χώρες που χρησιμοποιούσαν ξένα συναλλαγματικά αποθέματα για να περιορίσουν την ανάγκη για δραστικές διορθώσεις σε καθαρές ροές, η μείωση των αποθεμάτων επέτρεψε σε άλλους τομείς να έχουν πρόσβαση σε ξένο συνάλλαγμα και να μειώσουν τις εξωτερικές υποχρεώσεις, υπονοώντας μείωση των κεφαλαιακών εισροών. Για το δείγμα των αναδυόμενων οικονομιών, οι ερευνητές βρήκαν ότι η μείωση των εισροών είναι μεγαλύτερη σε χώρες με μεγαλύτερη προ κρίσης ανάπτυξη, υψηλότερο κατά κεφαλήν ΑΕΠ, υψηλότερη προ κρίσης ιδιωτική πίστωση. Ο συντελεστής στην ανάπτυξη των εμπορών συνεργατών κατά τη περίοδο της κρίσης έχει το αναμενόμενο θετικό πρόσημο, αλλά ο συντελεστής δεν είναι ακριβώς εκτιμημένος.

Επίσης, οι Byrne και Fiess (2016) εξέτασαν τόσο τη φύση, όσο και τους προσδιοριστικούς παράγοντες των κεφαλαιακών ροών στις αναδυόμενες αγορές (EMEs). Δεδομένης της ανομοιογένειας σε όρους χρονοσειράς και συμπεριφοράς, διερευνώνται τόσο οι αθροιστικές όσο και οι επιμέρους κεφαλαιακές εισροές. Ένας επιπρόσθετος λόγος για την προαναφερόμενη διερεύνηση έγκειται στο ότι οι αθροιστικές και οι επιμέρους εισροές εξαρτώνται από διαφορετικά σοκ και απαιτούν διαφορετικές λύσεις. Τα βασικά ευρήματα είναι ότι υπάρχουν σημαντικές ομοιότητες και διαφορές στη συμπεριφορά των διακρατικών χρηματοοικονομικών ροών διαφορετικών τύπων κεφαλαίων (Banerjee, Devereux και Lombardo, 2016). Για παράδειγμα, η προσέγγιση της μεθόδου PANIC (Panel Analysis of Non-stationarity in the Idiosyncratic and Common components) έδειξε ότι υφίσταται σημαντική διακρατική συσχέτιση ανάμεσα στις τραπεζικές ροές και τις ροές για αγορά αξιογράφων (Byrne και Fiess, 2016). Συνεπώς, αυτές οι αθροιστικές ροές αφορούν κυρίως τραπεζικές ροές και ροές για αγορά αξιογράφων. Εν αντιθέσει, υπήρξαν περιορισμένες ενδείξεις με τη μέθοδο PANIC ότι το επίπεδο των ροών ομολόγων συσχετίζεται μεταξύ των χωρών.

Επιπρόσθετα, εξετάστηκε από τους Byrne και Fiess (2016) η δυναμική των προσδιοριστικών παραγόντων των κυμάτων ροών κατά τη χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση. Ένα βασικό εύρημα είναι ότι τα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια των ΗΠΑ συνιστούν ένα σημαντικό (αρνητικό) προσδιοριστικό παράγοντα των επιμέρους τραπεζικών ροών και ροών αξιογράφων. Επιπλέον, υπάρχουν αποδείξεις για μικρή επίπτωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων δανεισμού στις κεφαλαιακές εισροές στις EMEs. Επομένως, η νομισματική πολιτική των ΗΠΑ που εστιάζεται στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια μπορεί να έχει μια σχετικά λιγότερο ισχυρή επίδραση στις EMEs.

Οι πραγματικές τιμές των βασικών αγαθών (commodities) επίσης εμφανίζονται να είναι σημαντικές τόσο για τις ροές που προορίζονται για την αγορά χρεογράφων όσο και για τις αθροιστικές ροές, αλλά έχουν μικρότερη επίδραση για τις τραπεζικές ροές στις οποίες τα μακροπρόθεσμα επιτόκια των ΗΠΑ ξεκάθαρα κυριαρχούν. Η συμβιωτική σχέση ανάμεσα στις τιμές των βασικών αγαθών και τα επιτόκια δανεισμού είναι επομένως απίθανο να εξηγήσει

πλήρως τις τραπεζικές ροές. Ο κίνδυνος συγκεκριμένα είναι προσδιοριστικός παράγοντας για τη διαμόρφωση των επιμέρους ροών στις EMEs. Αυτό υποδεικνύει ότι μερικές από τις αρνητικές επιπτώσεις στις κεφαλαιακές ροές (πχ. Η ξαφνική ασυνέχεια των κεφαλαιακών ροών ή τα αιφνιδιαστικά σταματήματα) μπορεί να είναι περισσότερο γενικές σε ορισμένους τύπους ροών και λιγότερο η συνέπεια συγκεκριμένων πολιτικών που συνδέονται με συγκεκριμένες EMEs.

Η χρήση της μεθοδολογίας που προαναφέρθηκε έδωσε τη δυνατότητα στην εν λόγω έρευνα να λάβει υπόψη όλους τους δυνητικούς προσδιοριστικούς παράγοντες σε εξατομικευμένες εμπειρίες κρατών αναφορικά με κεφαλαιακές εισροές και να διαχωριστούν οι ανταγωνιστικές υποθέσεις των North (1994) και Lucas (1990). Διαπιστώθηκε ο σημαντικός ρόλος της (συστημικής) χρηματοοικονομικής «ανοικτότητας» (financial openness). Σε αντίθεση, υπερισχύει η ιδέα ότι το ανθρώπινο κεφάλαιο είναι λιγότερο σημαντικό ως προς το επίπεδο των αθροιστικών ή ιδιοσυγκρασιακών κεφαλαιακών ροών. Το προαναφερόμενο γεγονός υποβαθμίζει την ιδέα ότι το ανθρώπινο κεφάλαιο ερμηνεύει το παράδοξο του Lucas, σύμφωνα με το οποίο το χρηματοοικονομικό κεφάλαιο δεν εισρέει στις EMEs παρά το υψηλό οριακό προϊόν του κεφαλαίου. Αυτό το εύρημα είναι ισχυρό σε εναλλακτικές μετρήσεις του ανθρώπινου κεφαλαίου. Αυτά τα αποτελέσματα ισχύουν για τις EMEs, καθώς υποδεικνύουν ότι μπορεί να μην είναι επαρκής η αφαίρεση των capital controls προκειμένου να ωφεληθούν από τις διεθνείς κεφαλαιακές ροές. Συνεπώς, βασική πρόταση για να αποκομίσουν οι EMEs οφέλη από μελλοντικά κύματα χρηματοοικονομικής παγκοσμιοποίησης, είναι να αυξήσουν την χρηματοοικονομική τους «ανοικτότητα» και να προσανατολιστούν στην ισχυροποίηση των ιδρυμάτων τους.

Οι Byrne and Fiess (2015) στην εξίσωση της παλινδρόμησης που χρησιμοποίησαν εμπεριείχαν ως εξαρτημένη μεταβλητή τις κεφαλαιακές ροές και ως ανεξάρτητες μεταβλητές τους εγχώριους παράγοντες όπως η χρηματοοικονομική, οι θεσμοί, το ανθρώπινο κεφάλαιο, ο εγχώριος ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης, το εγχώριο επιτόκιο. Επιπλέον, στις ανεξάρτητες μεταβλητές συγκαταλέγονται και οι διεθνείς παράγοντες όπως ο δείκτης τιμών

των βασικών προϊόντων, το πραγματικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο των ΗΠΑ, το μακροχρόνιο επιτόκιο των ΗΠΑ, ο δείκτης αβεβαιότητας VIX, ο πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ των G7.

Συμπερασματικά οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές που προέκυψαν είναι οι παρακάτω. Πρώτον η οικονομική ανοικτότητα (χρησιμοποιώντας το δείκτη Chinn Ito) με προκύπτον πρόσημο θετικό διότι όσο μεγαλύτερος ο δείκτης τόσο πιο αρνητικά τα αποτελέσματα αυτού. Δεύτερον, οι θεσμοί με προκύπτον πρόσημο θετικό διότι μια σταθερότητα στο θεσμικό πλαίσιο ευνοεί την εισροή κεφαλαίων. Τρίτον, ο δείκτης τιμών των βασικών προϊόντων με πρόσημο θετικό διότι η σταθερή αύξηση των τιμών των βασικών προϊόντων στις ανεπτυγμένες χώρες αναζωπυρώνει την ανάπτυξη στις χώρες εξαγωγής βασικών εμπορευμάτων. Τέταρτον, οι εξωγενείς παράγοντες βραχυπρόθεσμων αλλά και των μακροπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων των ΗΠΑ. Τέλος ο πραγματικός ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ των G7 φαίνεται να έχει αρνητική σχέση με τις εισροές κεφαλαίων των αναπτυσσόμενων χωρών, διότι μια μείωση της οικονομικής δραστηριότητας των ΗΠΑ, θα οδηγήσει σε αλλαγή κατεύθυνσης των κεφαλαίων, δηλαδή σε επενδυτικά προϊόντα εκτός συνόρων. Επιπλέον οι επενδυτές είναι περισσότερο πρόθυμοι στο να σταματήσουν τις επενδύσεις τους σε χώρα με ασθενή οικονομική ανάπτυξη, λόγω του ότι, οι πλουσιότερες χώρες αποτελούν πιο ασφαλείς επενδυτικές ευκαιρίες και έτσι είναι λιγότερο πιθανό να υποφέρουν από απότομες μεταβολές των ροών κεφαλαίου, έχοντας ισχυρότερη επιρροή στη συστολή του παγκόσμιου GDP.

3.3 Προσδιοριστικοί παράγοντες και αποτελέσματα της σύνθεσης των κεφαλαιακών εισροών

Οι κρίσεις στο Μεξικό, στην Ασία και στη Ρωσία στα μέσα και στα τέλη του 1990, είχαν εγείρει το ενδιαφέρον σε όσους χαράσσουν πολιτικές ως τις επιπτώσεις και τις αιτίες των ιδιωτικών ροών κεφαλαίου (Carlson και Hernández, 2002). Οι Carlson και Hernández (2002) καθόρισαν τις πολιτικές που μπορούν να επηρεάσουν τη σύνθεση των κεφαλαιακών ροών και αν οι διαφορετικές συνθέσεις κλιμακώνουν τις κρίσεις. Για τον λόγο αυτό οι Carlson και Hernández (2002) διενέργησαν ολοκληρωμένη και ενδελεχής ανάλυση της

σύνθεσης των κεφαλαιακών ροών. Αρχικά, εξέτασαν τους παράγοντες καθορισμού της σύνθεσης των κεφαλαιακών εισροών, αναλύοντας κατά πόσον τέτοιες συνθέσεις επηρεάζουν τις εμπειρίες των χωρών κατά την κρίση. Για τον λόγο αυτό, ξεχωρίστηκε η σύνθεση των ροών σε ΞΑΕ (FDI), βραχυπρόθεσμο χρέος και ροές χαρτοφυλακίων και εξετάστηκε κατά πόσο οι κυβερνητικές πολιτικές και αρχές (fundamentals) επηρεάζουν τη σχετική συνεισφορά κάθε μια ροής στο σύνολο των ροών.

Ο διαχωρισμός των ροών επιτρέπει στην απάντηση του ερωτήματος του κατά πόσο συγκεκριμένες ροές αντιδρούν στις πολιτικές με παρόμοιο τρόπο (Lopez-Mejia, 1999). Παίρνοντας το παράδειγμα των κρίσεων στο Μεξικό και την Ασία, αναλύθηκαν πως οι συνθέσεις των εισροών κεφαλαίων επηρεάζει τη δριμύτητα και τη μεταδοτικότητα των κρίσεων που βιώνουν οι χώρες. Καθώς υπάρχει η υπόνοια ότι το ύψος του βραχυπρόθεσμου χρέους που παραμένει απλήρωτο συνιστά ενδογενής μεταβλητή με μεγάλη επίδραση (Lopez-Mejia, 1999), χρησιμοποιήθηκαν ως εργαλεία οι πολιτικές και οι αρχές που βρέθηκαν ότι καθορίζουν τη σύνθεση των εισροών κεφαλαίου. Τέλος, οι Carlson και Hernández (2002) εξέτασαν αν οι πηγές των δύο κρίσεων είναι παρόμοιες.

Τα αποτελέσματα των Carlson και Hernández (2002) έδειξαν ότι ενώ οι αρχές είναι σημαντικές, υπάρχουν πολιτικές που οι κυβερνήσεις μπορούν να υιοθετήσουν προκειμένου να επηρεάσουν το μείγμα των ροών κεφαλαίου που λαμβάνουν οι χώρες. Επιβάλλοντας capital controls οι κυβερνήσεις, μπορούν να αυξήσουν το ποσοστό των FDI στο σύνολο των εισροών. Οι χώρες που υιοθετούν κυμαινόμενες ισοτιμίες συναλλάγματος τείνουν να προσελκύουν μεγαλύτερο ποσοστό των εισροών τους σε βραχυπρόθεσμο χρέος, ενώ οι χώρες με σταθερές ισοτιμίες συναλλάγματος τείνουν να προσελκύουν άμεσες και τύπου χαρτοφυλακίου επενδύσεις. Επίσης, ένα πρόσθετο εύρημα από το συγκεκριμένο άρθρο είναι ότι τα κεφάλαια με τη μορφή χαρτοφυλακίου τείνουν να ανταποκρίνονται στις πολιτικές με παρόμοιο τρόπο με τις FDI παρά με το βραχυπρόθεσμο χρέος.

Σε ότι αφορά την Ασιατική κρίση, υπάρχει κοινό μοτίβο στις εμπορικές συναλλαγές και στη σύνθεση των εισροών κεφαλαίων μεταξύ των κρατών

που επηρέασε τη δριμύτητα της κρίσης. Οι χώρες που χρησιμοποιούσαν περισσότερο το Yen και μετέτρεπαν το χρέος και μεγαλύτερο ποσοστό των εξαγωγών τους στην Ιαπωνία, σε γενικές γραμμές επηρεάστηκαν περισσότερο από τις υπόλοιπες χώρες. Κατά τη διάρκεια της κρίσης στο Μεξικό, υπάρχουν αποδείξεις ότι η αύξηση του βραχυπρόθεσμου χρέους αύξησε τη δριμύτητα της κρίσης. Ενδιαφέρον είναι το εύρημα ότι δεν υπήρξαν κοινοί παράγοντες που επηρέασαν και τις δύο προαναφερόμενες κρίσεις. Στο Μεξικό κυρίαρχο ρόλο διαδραμάτισε μόνο το βραχυπρόθεσμο χρέος. Παρομοίως, σε ότι αφορά τις αρχές όπως είναι η υπερεκτίμηση της πραγματικής ισοτιμίας συναλλάγματος και της μετατροπής συναλλάγματος επηρέασε μόνο την Ασιατική κρίση. Αυτό δείχνει ότι οι κρίσεις κλιμακώνονται από διαφορετικούς παράγοντες και ότι μπορεί να είναι λάθος να αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο.

Όλα τα προαναφερόμενα δείχνουν ότι ο καθορισμός της σύνθεσης των κεφαλαιακών ροών είναι σημαντικός για τη χάραξη πολιτικών από τις κυβερνήσεις (Lopez-Mejia, 1999; Azémar και Desbordes, 2013). Παρόλα αυτά δεν είναι ίδια η επίδρασή τους σε όλες τις χώρες (Carlson και Hernández, 2002). Περισσότερο, υπάρχει μια ποικιλία χρηματοοικονομικών συνδέσεων που πρέπει οι χώρες να παρακολουθούν. Για παράδειγμα, οι χώρες πρέπει να είναι περισσότερο προσεκτικές στον καθορισμό της πολιτικής συναλλαγματικών ισοτιμιών και δύναται να έχει συμφέρον να ενθαρρύνει τη μετατροπή του χρέους σε συγκεκριμένα νομίσματα. Επιπρόσθετα, συνιστά λάθος η ομαδοποίηση του βραχυπρόθεσμου χρέους και των ροών χαρτοφυλακίων σε μία ομάδα, καθώς οι ροές χαρτοφυλακίων επηρεάζονται με τον ίδιο τρόπο με τις ροές FDI και όχι όπως το βραχυπρόθεσμο χρέος. Συνεπώς, οι ροές βραχυπρόθεσμου χρέους και οι αντίστοιχες των χαρτοφυλακίων (λόγω και του επενδυτικού τους ορίζοντα) μπορεί να είναι υποκατάστατες η μία σε σχέση με την άλλη. Αυτό είναι πιθανό, καθώς οι επενδυτές μεταφέρονται από τη μία επένδυση στην άλλη, ανάλογα με τα κίνητρα που δημιουργούνται από διαφορετικές κυβερνητικές πολιτικές και αυτό συνιστά αντικείμενο μελλοντικής έρευνας.

Οι Mark Carlson and Leonardo Hernandez (January 2002) χρησιμοποίησαν βραχυπρόθεσμο χρέος ως καθοριστικό παράγοντα στις

καθαρές κεφαλαιακές ροές. Η επιρροή των πολιτικών μεθόδων και των επιτοκίων στις επενδύσεις χαρτοφυλακίων με μετοχές είναι παρόμοιες και εκείνες των Άμεσων και Ξένων Επενδύσεων. Ενώ η σχέση μεταξύ του καθεστώτος συναλλαγματικών ισοτιμιών, των Capital controls και του χαρτοφυλακίου μετοχών είναι πιο πολύπλοκη. Επιπλέον μέσα από την έρευνά τους βρήκαν ότι οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες και οι περιορισμοί και οι κεφαλαιακές συναλλαγές τείνουν να έχουν λιγότερες ροές στα χαρτοφυλάκια μετοχών. Οι χώρες με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν περισσότερες ροές στα χαρτοφυλάκια μετοχών. Ούτε οι απαραίτητες προϋποθέσεις ούτε και οι περιορισμοί στις κεφαλαιακές συναλλαγές δεν αλληλοεπιδρούν μεταξύ τους. Οι εξωτερικοί παράγοντες όπως τα επιτόκια των ΗΠΑ και ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ των ΗΠΑ δεν έδειξαν να έχουν ιδιαίτερη σημασία στη παλινδρόμηση. Βασικές αρχές όπως ο εγχώριος πληθωρισμός και οι αλλαγές στη συναλλαγματική ισοτιμία δεν ασκούν επιρροή στις ροές.

Κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης οι βραχυπρόθεσμες ροές χρεών τείνουν να είναι αρνητικές. Κατασκευάστηκε ένας δείκτης κρίσης για κάθε χώρα είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος των επιτοκίων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των αποθεμάτων της εκάστοτε χώρας. Ο υπολογισμός της προσφοράς χρήματος σε αποθέματα μέσω του M2, η έκθεση σε τραπεζική πίστωση και η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και η χρήση ψευδο-μεταβλητών δείχνει ότι η χώρα είναι στο ανώτερο μέρος της κατανομής. Εξετάστηκε ακόμη εάν οι εμπορικοί δεσμοί επηρεάζουν την επιδείνωση της κρίσης. Όταν η τραπεζική πίστωση αυξάνεται απότομα, και η προσφορά χρήματος υπερβαίνει κατά πολύ τα αποθέματα και τη συναλλαγματική ισοτιμία, προκύπτει ότι η χώρα βρίσκεται σε πρόβλημα.

2.4 Ο ρόλος της χρηματοοικονομικής ανοικτότητας στην ανάπτυξη των κεφαλαιακών ροών

Οι πολιτικές στις κατά τόπους χρηματοοικονομικές αγορές και η ανοικτότητα των αγορών αυτών καθορίστηκε ότι είναι πολύ σημαντικές ως προς την ανάπτυξη των κεφαλαιακών ροών (Reinhardt, Ricci, και Tressel,

2013; Azémar και Desbordes, 2013). Οι Reinhardt, Ricci, και Tressel (2013) επανεξέτασαν το παράδοξο του Lucas, ποσοτικοποιώντας εμπειρικά τη βαρύτητα συγκεκριμένης ομάδας πολιτικών.

Οι Dennis Reinhardt et al. εξέτασαν τους καθοριστικούς παράγοντες των κεφαλαιακών εισροών διαχρονικά και διαστρωματικά χρησιμοποιώντας PANEL fixed effects estimation. Οι ιδιοσυγκρασιακές επεξηγηματικές μεταβλητές της εκάστοτε χώρας είναι η χρηματοοικονομική ανοικτότητα, η ποιότητα των θεσμών, το ανθρώπινο κεφάλαιο, η οικονομική ανάπτυξη και τα πραγματικά επιτόκια. Οι εκτιμώμενοι συντελεστές της θεσμικής ποιότητας και της χρηματοοικονομικής ανοικτότητας είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Σε αντίθεση το μέτρο του ανθρώπινου κεφαλαίου δεν είναι στατιστικά σημαντικός παράγοντας των κεφαλαιακών εισροών. Επιπλέον, τα πραγματικά επιτόκια είναι ασήμαντος εγχώριος παράγοντας. Καθώς ερευνήθηκαν και οι διεθνείς παράγοντες, βρέθηκε ένας σημαντικός ρόλος για τις πραγματικές τιμές βασικών προϊόντων και του ρυθμού ανάπτυξης των ανεπτυγμένων οικονομιών, όπως επίσης και για τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια των ΗΠΑ.

Οι προαναφερόμενες πολιτικές αφορούν περιορισμούς στις διεθνείς ροές κεφαλαίων, οι οποίες επιβάλλονται στην προσπάθεια για διαμόρφωση της τρόπου κινητικότητας των κεφαλαίων σε διαφορετικά στάδια της οικονομικής ανάπτυξης (Reinhardt, Ricci, και Tressel, 2013). Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της πορείας των κεφαλαιακών ροών και η σχέση τους με την οικονομική ανάπτυξη, συνιστά ένα σημαντικό θέμα σε ανοιχτά μακροοικονομικά περιβάλλοντα (Azémar και Desbordes, 2013). Η έρευνα των Reinhardt, Ricci, και Tressel (2013) είναι εν μέρει σχετική στο παρόν, καθώς το μέγεθος και η κατεύθυνση των κεφαλαιακών ροών είναι στο κέντρο μιας πρόσφατης αντιπαράθεσης σχετικά με τις διεθνείς ανισοροπίες και θα παραμείνουν επίκαιρες στον απόηχο της διεθνούς οικονομικής κρίσης. Σε εμπειρικό επίπεδο παραμένει θολό το τοπίο αν και ποιες πολιτικές μπορούν να αποτελέσουν μέσο ανάσχεσης των κεφαλαιακών ροών.

Το επιδραστικό άρθρο του Robert Lucas (1988) αποτελεί το σημείο εκκίνησης της έρευνας πολλών συγγραφέων στην ανάπτυξη των αγορών

χρήματος, το οποίο οι Reinhardt, Ricci, και Tressel (2013) υπογράμμισαν ότι οι πολύ μικρές κεφαλαιακές ροές που ρέουν από τις πλούσιες στις φτωχές χώρες, συγκλίνουν με αυτό που προβλέφθηκε από το τυπικό μοντέλο του Robert Lucas (1988). Σύμφωνα με τη θεωρία που ανέπτυξε ο Lucas, όταν οι χώρες έχουν πρόσβαση σε παρόμοιες τεχνολογίες και παράγουν παρόμοια προϊόντα, νέες επενδύσεις και επομένως διεθνείς καθαρές κεφαλαιακές ροές, θα πρέπει (οι νέες επενδύσεις) να είναι πιο εντατικές σε χώρες με χαμηλότερα αποθέματα κατά κεφαλήν κεφαλαίου και γι' αυτό απαιτείται μια υψηλότερη οριακή παραγωγή κεφαλαίου (Lucas, 1988).

Ένα μεγάλο μέρος της θεωρητικής και εμπειρικής βιβλιογραφίας παρέχει λύσεις στο «παράδοξο του Lucas», επεκτείνοντας το βασικό νεοκλασικό μοντέλο ώστε να περικλείει επιπρόσθετους παράγοντες. Η πρώτη ομάδα παραγόντων περιλαμβάνει διαφορές σε επίπεδο τεχνολογιών, παράγοντες παραγωγής και κυβερνητικές πολιτικές (Reinhardt, Ricci, και Tressel, 2013). Μια δεύτερη ομάδα μεταβλητών σχετίζεται με τον ρόλο των ιδρυμάτων και των ατελειών των αγορών κεφαλαίου, εμπλουτίζοντας την ποιότητα της ενδυνάμωσης των ιδιωτικών συμβολαίων, ασύμμετρης πληροφόρησης και ηθικής εκμαύλισης, του κινδύνου απαλλοτρίωσης και εθνικής χρεοκοπίας (Azémar και Desbordes, 2013).

Επιπλέον, η έρευνα των Reinhardt, Ricci, και Tressel (2013) έδειξε ότι η αδυναμία του νέο-κλασικού μοντέλου για πρόβλεψη των διεθνών ροών κεφαλαίου μπορεί επίσης να ερμηνευθεί από μια παραβίαση μίας εκ των βασικών υποθέσεων του μοντέλου ότι για παράδειγμα το κεφάλαιο μπορεί να ρέει ελεύθερα ανάμεσα στις χώρες. Ιδιαίτερος δε αποδεικνύεται ότι η πρόβλεψη βάσει της τυπικής κλασικής θεωρίας ισχύει μόνο όταν λαμβάνεται υπόψη ο βαθμός ανοικτότητας των κεφαλαιακών λογαριασμών, ο οποίος εξαρτάται από έναν αριθμό αρχών (Azémar και Desbordes, 2013).

Ανάμεσα στις χώρες με ανοικτό κεφαλαιακό λογαριασμό (No FX CONTROLS), οι πλουσιότερες χώρες τείνουν να βιώνουν καθαρές κεφαλαιακές εκροές, ενώ οι φτωχότερες βιώνουν καθαρές εισροές (Reinhardt, Ricci, και Tressel, 2013). Σε αντίθεση, σε χώρες που υιοθετείται κλειστός κεφαλαιακός λογαριασμός, εμφανίζεται να μην υπάρχει συστηματική σχέση

ανάμεσα στο επίπεδο της μακροοικονομικής ανάπτυξης και των καθαρών ταμειακών ροών (Reinhardt, Ricci, και Tressel, 2013). Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι περιορισμοί στους λογαριασμούς κεφαλαίου δύναται να είναι αποτελεσματικοί για τον περιορισμό των κεφαλαιακών ροών όταν λαμβάνουν χώρα τα εξής (Reinhardt, Ricci, και Tressel, 2013): Οι πλούσιες χώρες που απελευθερώνουν τους λογαριασμούς κεφαλαίων πρέπει να βιώνουν καθαρές κεφαλαιακές εκροές και οι φτωχές χώρες καθαρές κεφαλαιακές εισροές.

Κατά την περίοδο που ο Robert Lucas συνέτασσε το άρθρο του, πολλές αναπτυσσόμενες χώρες συνέχιζαν να έχουν σημαντικούς περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων (capital controls). Από τότε όμως, οι χώρες σε όλα τα εισοδηματικά επίπεδα άρχισαν να απελευθερώνουν σταδιακά τις κεφαλαιακές μετακινήσεις. Κράτη με υψηλό εισόδημα με ισχύοντες περιορισμούς σε εξέλιξη κατά τη δεκαετία του 1980 μέχρι και τις αρχές του 2000, τα κεφάλαια συνέρρεαν ελεύθερα μεταξύ των αναπτυγμένων οικονομιών. Οι αναδυόμενες αγορές ακολούθησαν την ίδια διαδικασία απελευθέρωσης, αλλά με καθυστέρηση. Αρκετοί περιορισμοί αφαιρέθηκαν στις αρχές της δεκαετίας του 90, μερικές φορές για την προετοιμασία εισόδου στον ΟΟΣΑ (πχ η Κορέα και το Μεξικό), ή κάτω από την αιγίδα του ΔΝΤ. Η απελευθέρωση της κινητικότητας των κεφαλαίων ξεκίνησε σε μετέπειτα στάδιο σε χώρες χαμηλότερου εισοδήματος κυρίως κατά το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1990 (μερικοί περιορισμοί συνεχίζουν να είναι σε ισχύ). Σε αυτό το άρθρο αποδείχθηκε ότι η διαδικασία απελευθέρωσης συνδέεται με σημαντικές αλλαγές στο μοτίβο των κεφαλαιακών ροών ανάμεσα στις χώρες με διαφορετικά επίπεδα εισοδήματος.

Τα ευρήματα της έρευνας των Reinhardt, Ricci, και Tressel (2013) οδηγούν σε συγκεκριμένες προτάσεις πολιτικής. Οι πολιτικές που σχετίζονται με τον λογαριασμό κεφαλαίου δημιουργούν εξωτερικούς παράγοντες μέσα στο διεθνές νομισματικό σύστημα δημιουργώντας την ανάγκη σε αυτό να διατηρεί μεγάλες τρέχουσες ισορροπίες σε επίπεδο λογαριασμού. Τα αποτελέσματα καθορίζουν ότι η απελευθέρωση του λογαριασμού κεφαλαίου θα μείωνε αυτές τις στρεβλώσεις και θα επέτρεπε στο κεφάλαιο να ρέει μέσα στις ταχέως αναπτυσσόμενες αγορές με πλεονάσματα.

Σε άλλη έρευνα των Evans και Hnatkovska (2005), επιχειρήθηκε να αναδειχθεί ο τρόπος που η διεθνής χρηματοοικονομική ενοποίηση επιδρά στη συμπεριφορά των διεθνών κεφαλαιακών ροών και στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (assets). Επιπλέον, διερεύνησαν τις επιδράσεις των υψηλότερων επιπέδων ολοκλήρωσης υπό το πρίσμα του μοντέλου διεθνών επιχειρηματικών κύκλων σε εμπορεύσιμους και μη εμπορεύσιμους τομείς. Οι συγγραφείς του άρθρου επέκτειναν το μοντέλο τους προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι συναλλαγές διεθνών ομολογιών και μετοχών λαμβάνοντας υπόψη τρεις χρηματοοικονομικές παραμέτρους, 1) την FA (Financial Autarky), 2) την PI (Partial Integration) και 3) την FI (Full Integration).

Τα προαναφερόμενα μοντέλα, ενώ έχουν χρησιμοποιηθεί σε έρευνες που αναφέρονται στους διεθνείς επιχειρηματικούς κύκλους, η εφαρμογή τους σε χρηματοοικονομικές μεταβλητές είναι μακράν η λιγότερο κατανοητή (Evans και Hnatkovska, 2005). Οι προαναφερόμενες μεταβλητές είναι οι κεφαλαιακές ροές και οι αποδόσεις αξιογράφων (asset returns).

Τα ευρήματα της έρευνας των Evans και Hnatkovska (2005) ανέδειξαν ότι στα πρώιμα στάδια της διεθνούς χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης οι διεθνείς κεφαλαιακές ροές είναι υψηλές και ευμετάβλητες. Όταν τα νοικοκυριά αποκτούν πρόσβαση σε ξένες αγορές κεφαλαίου, το μέγεθος και η μεταβλητότητα των διεθνών ροών ομολόγων μειώνεται, παρότι το μοντέλο δεν προβλέπει σωστά το μέγεθος της μείωσης ως προς τα δεδομένα. Ενώ η ενοποίηση των διεθνών κεφαλαιαγορών διευκολύνει μεγαλύτερο μοίρασμα κινδύνου στο μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε, αφήνει τις αγορές ανολοκλήρωτες με το αποτέλεσμα ότι τα σοκ της παραγωγικότητας δελεάζουν σημαντικές διεθνείς κεφαλαιακές ροές. Το μοντέλο των συγγραφέων ερμηνεύει ότι η μεταβλητότητα των αποδόσεων σε ομολογίες, μετοχές και ξένο συνάλλαγμα μειώνεται με την ενοποίηση και σύμφωνα με τα δεδομένα των χωρών που ανήκουν στο G-7.

Παρόλα αυτά, το μοντέλο είναι λιγότερο επιτυχές αναφορικά με την αναπαραγωγή της υψηλής μεταβλητότητας των αποδόσεων μετοχών σύμφωνα με τα δεδομένα της έρευνας. Το μοντέλο αυτό επίσης παρέχει θεωρητική καθοδήγηση με τον κατάλληλο τρόπο για τη μέτρηση του βαθμού

της χρηματοοικονομικής ενοποίησης. Αναλυτικότερα, η έρευνα ανέδειξε ότι καθώς η ενοποίηση κλιμακώνεται, οι παράγοντες διεθνούς κινδύνου καθίστανται περισσότερο σημαντικοί αναφορικά με τον καθορισμό πλεοναζόντων αποδόσεων μετοχών.

Συνολικά, οι Evans και Hnatkovska (2005) υποστήριξαν ότι τα προηγούμενα ευρήματα είναι ενθαρρυντικά προς αξιοποίηση των μοντέλων διεθνών επιχειρηματικών κύκλων στη μελέτη των διεθνών κεφαλαιακών ροών και αποδόσεων μετοχών (asset returns). Τέτοια μοντέλα παρουσιάζουν κάποια ποσοτική επιτυχία ως προς το ταίριασμα των χαρακτηριστικών των κεφαλαιακών ροών και είναι ποιοτικά συνεπή με τις εμπειρικές παραδοχές στις αποδόσεις μετοχών και τις επιδράσεις της ενοποίησης στις κεφαλαιακές ροές και αποδόσεις. Τέλος, οι συγγραφείς πρότειναν για μελλοντική έρευνα τη βελτίωση της ποσοτικής συνέπειας του μοντέλου.

Οι Evans and Hnatkovska (2012) θεώρησαν ένα μοντέλο αποτελούμενο από δύο παρόμοιες χώρες, την εγχώρια και την ξένη με πορόμοια νοικοκυριά. Το μοντέλο σχεδιάστηκε για να ερευνήσει το βαθμό της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης και πως αυτή επιδρά στις διεθνείς ροές κεφαλαίου και στις αποδόσεις. Για αυτό το σκοπό, οι ερευνητές εστίασαν σε τρεις καταστάσεις. Πρώτον την αυτάρκεια (FA), όπου τα νοικοκυριά τοποθετούνται μόνο σε μετοχές στις εγχώριες εταιρίες. Δεύτερον, στην μερική ολοκλήρωση (PI), όπου τα νοικοκυριά τοποθετούν τα χαρτοφυλάκια τους σε εγχώριες μετοχές και σε διεθνή ομόλογα. Τέλος, την πλήρη ολοκλήρωση (FI), με τα νοικοκυριά να κρατούν μετοχές από ξένες μεγάλες εταιρίες, όπως επίσης και από εγχώριες μετοχές και διεθνή ομόλογα. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι ότι οι ροές ομολόγων είναι αρκετά ευμετάβλητες κάτω από μερική ολοκλήρωση και ότι αυτές βρέθηκαν σε ευψηλά επίπεδα μέσω της μετρησή τους από αποτελεσματικότητα αυτό-συσχέτισης. Λόγω αυτού, τα νοικοκυριά κατάφεραν να μοιράσουν το ρίσκο και ο διεθνής δανεισμός ευδοκίμησε. Σε πλήρη ολοκλήρωση η συσχέτιση ανέβηκε, επομένως η δημιουργία μιας διεθνής αγοράς ομολόγων δημιούργησε μια καλή ευκαιρία μοιράσματος του διεθνούς ρίσκου.

Όταν η ξένη αγορά ομολόγων άνοιξε, οι ροές ομολόγων έδειξαν μικρότερη μεταβλητότητα σε καθεστώς μερικής ολοκλήρωσης. Επιπλέον, τα ομόλογα και οι μετοχές έδειξαν παρόμοιο βαθμό μεταβλητότητας. Ο βαθμός μοιράσματος ρίσκου στη πλήρη ολοκλήρωση ήταν υψηλότερος από αυτόν της μερικής ολοκλήρωσης εξαιτίας της πρόσβασης σε ξένες μετοχές από τα νοικοκυριά. Τέλος οι ροές ομολόγων μειώθηκαν σε καθεστώς πλήρους ολοκλήρωσης σε σχέση με αυτό της μερικής ολοκλήρωσης.

Οι απότομες διακυμάνσεις στο φαινόμενο της αποφυγής κινδύνου σε διεθνές επίπεδο, οι οποίες πυροδοτήθηκαν από την ομιλία της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ το 2013, έδωσαν μια προειδοποίηση ότι η δυναμική της αντιστροφής σε μεγάλες κεφαλαιακές εισροές μπορεί να έχει σημαντική επίπτωση στις χρηματαγορές (Magud και Vesperoni, 2015). Σκοπός της έρευνας των Magud και Vesperoni (2015) είναι η εξέταση αυτών των αντιστροφών των ροών. Μία από αυτές τις επιπτώσεις είναι και η ανάπτυξη των πιστώσεων στον τραπεζικό τομέα. Οι συνέπειες αυτές αφορούν την περίπτωση των EMEs.

Σε αυτό το άρθρο οι συγγραφείς δημιούργησαν ένα σετ δεδομένων με αντιστροφές στις ροές κεφαλαίων σε 179 χώρες κατά το διάστημα 1960-2012. Ακολουθήθηκε επιπρόσθετη μεθοδολογία μέσα από τη χρήση συγκεκριμένων αλγορίθμων, οι οποίες βοήθησαν στον εντοπισμό υποθετικών γεγονότων αντιστροφής κεφαλαίων μετά από πλούσιες κεφαλαιακές εισροές.

Μετάπειτα, η έρευνα επικεντρώθηκε στους σχετικά ανοιχτούς κεφαλαιακούς λογαριασμούς κατά το διάστημα των τελευταίων 25 ετών. Από αυτή τη διαδικασία εντοπίστηκαν 129 επεισόδια αντιστροφών και καταγράφηκαν τα εμπειρικά ευρήματα για τις οικονομίες με σχετικά σταθερά και σφιχτά καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών ανά 5ετία πριν και μετά τα συμβάντα αντιστροφών.

Παράλληλα, χρησιμοποιήθηκαν παλινδρομήσεις σε Panel μεθοδολογία προκειμένου να αξιολογηθεί ο ρόλος που διαδραμάτισε η ευελιξία των συναλλαγματικών ισοτιμιών κατά τη διάρκεια των εκρήξεων κεφαλαιακών εισροών όσο και κατά τη διάρκεια των αντιστροφών ελέγχοντας μια ομάδα μακροοικονομικών μεταβλητών. Τα κύρια ευρήματα είναι ότι η ευελιξία των

συναλλαγματικών ισορροπιών συνδέεται με περισσότερο περιορισμένο ρυθμό ανάπτυξης των τραπεζικών πιστώσεων στο διάστημα των εκρήξεων κεφαλαιακών εισροών (Magud και Vesperoni, 2015). Παρόλα αυτά, η πτώση στην ανάπτυξη των πιστώσεων σε οικονομίες με περισσότερο ευέλικτο καθεστώς ισοτιμιών και μολονότι εμφανίστηκε μια περισσότερο μετριοπαθής πτώση συγκριτικά με σταθερά καθεστώτα, φανερώνει ότι η ευελιξία δεν μπορεί πλήρως να προστατεύσει την οικονομία κατά τη διάρκεια των αντιστροφών των ροών (Magud και Vesperoni, 2015).

Επιπρόσθετα, οι Magud και Vesperoni (2015) έδειξαν ότι η ανάπτυξη πιστώσεων σε πιο ευέλικτα καθεστώτα συναλλαγματικών ισορροπιών παραμένει νωχελική μετά από την αντιστροφή των κεφαλαιακών ροών. Αυτή η παρατήρηση ονοματίστηκε από τους συγγραφείς ως το puzzle της ανάκαμψης (Magud και Vesperoni, 2015). Επίσης, διενεργήθηκαν αρκετοί έλεγχοι robustness με τη χρήση μικτών συνόλων κεφαλαιακών ροών, μικτών μη-FDI ροών και καθαρών μη-FDI ροών ως μεταβλητές ελέγχου. Επίσης, χρησιμοποιήθηκαν οι προαναφερόμενες μεταβλητές για τον εντοπισμό των περιπτώσεων αντιστροφών των ροών κεφαλαίου. Όλα αυτά τα αποτελέσματα κατά τον καθορισμό της έναρξης παρέμειναν αμετάβλητα.

Η έρευνα των Magud και Vesperoni (2015) είναι σημαντική για τον σχηματισμό πολιτικών. Τα αποτελέσματά της δείχνουν ότι η ευελιξία μπορεί να συμπληρωθεί από συνετές μακροοικονομικές πολιτικές για τη διαχείριση των κύκλων των κεφαλαιακών ροών. Συχνά αναγνωρίζεται ότι οι συνετές μακροοικονομικές πολιτικές είναι δύσκολο να ελέγξουν τις αυξήσεις στις πιστώσεις κατά τη διάρκεια της άνθισής τους και ότι δείχνουν να είναι πιο αποδοτικές στο χτίσιμο αναχωμάτων για υποβοήθηση της οικονομίας στην αποφυγή της σύνθλιψης των πιστώσεων του τραπεζικού τομέα και των απότομων αλλαγών στους κύκλους ροών (Aizenman και Pasricha, 2013). Η ευελιξία των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να κρατήσει την ανάπτυξη των πιστώσεων σχετικά χαμηλά κατά τη διάρκεια της άνθισης και μπορεί να υποβοηθηθεί από μέτρα όπως είναι οι κεφαλαιακές προσαυξήσεις ή τα αντίμετρα κατά των κυκλικών διακυμάνσεων κατά την φάση της πιστωτικής επέκτασης. Επίσης, μέτρα όπως είναι η τήρηση αποθεματικών και τα όρια

δανεισμού ως προς το εισόδημα θα μπορούσαν να ελαφρύνουν την απότομη αύξηση των πιστώσεων πριν την αντιστροφή των κεφαλαιακών ροών.

Οι Magud and Vesperoni (2015) βρίσκουν μια σειρά από μεταβλητές που επηρεάζουν τις ροές κεφαλαίων σημαντικά. Πρώτον, το Χρηματοοικονομικό ισοζύγιο πληρωμών με πρόσημο θετικό διότι στη περίπτωση πλεονάσματος προκύπτει ένδειξη οικονομικής ανάπτυξης εξαιτίας των αυξημένων συναλλαγών αλλά και της διεθνούς επενδυτικής θέσεως της χώρας, επομένως αναμένεται θετική επίδραση στις ροές κεφαλαίων σε μετοχές. Δεύτερον, τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ. Τρίτον, τον ρυθμό ανάπτυξης προσφοράς χρήματος. Τέταρτον, τον δείκτη πραγματικής ισοτιμίας (REER) με προκύπτον πρόσημο αρνητικό, διότι ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για τη μέτρηση συναλλαγματικού κινδύνου. Και τέλος, το συναλλαγματικό καθεστώς (exchange rate regime). Ο συντελεστής για το συναλλαγματικό καθεστώς είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός σε 1% επίπεδο σημαντικότητας. Η βασική ανάλυση ελέγχτηκε με ισχυροποίηση, με τη χρήση τοπικών και χρονικών ψευδομεταβλητών, με σκοπό της εξάλειψης της ετεροσκεδαστικότητας. Επιπροσθέτως, οι βασικές μεταβλητές προσδιορισμού λειπούργησαν με καθυστέρηση του ρυθμού ανάπτυξης της προσφοράς χρήματος και του εξωτερικού χρηματοοικονομικού ισοζυγίου πληρωμών, όχι μόνο με τη βασική ανάλυση, αλλά και με τη χρήση τοπικών και χρονικών ψευδομεταβλητών. Οι έλεγχοι έδειξαν τα αναμενόμενα πρόσημα, με μεγαλύτερο ρυθμό ανάπτυξης της προσφοράς χρήματος ή με μεγαλύτερο εκτιμώμενο πραγματικό συναλλαγματικό επιτόκιο σε ισχυρότερο ρυθμό ανάπτυξης πίστωσης. Η πιο ισχυρή οικονομική δραστηριότητα συνδέεται με το γρηγορότερο ρυθμό ανάπτυξης της πίστωσης. Επιπλέον, η υψηλότερη πίστωση ως ποσοστό του ΑΕΠ στη προηγούμενη περίοδο έχει ένα αρνητικό πρόσημο ως υψηλότερη μετοχή των αποτελεσμάτων πίστωσης σε χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης της πίστωσης.

Η ανάλυση των συντελεστών καταδεικνύει ότι η διαφορά το συναλλαγματικό καθεστώς δεν επιδρά σημαντικά στις χορηγήσεις πιστώσεων κατά τη διάρκεια της αντιστροφής των κεφαλαιακών εισροών. Με τη χρήση του διαστήματος εμπιστοσύνης 95% στους συντελεστές, τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων έδειξαν ότι ο συντελεστής του συναλλαγματικού καθεστώτος

είναι σταθερά αρνητικός και στατιστικά σημαντικός. Από την άλλη πλευρά, ο συντελεστής γίνεται ακόμα πιο αρνητικός κατά τη διάρκεια της έκρηξης των κεφαλαιακών εισροών. Τα αποτελέσματα αυτά προτείνουν ότι η ευελιξία του συναλλαγματικού επιτοκίου λειτουργεί σα μαξιλάρι ενάντια στη μεταβλητότητα του πιστωτικού κύκλου, εάν και ο ρυθμός ανάπτυξης πίστωσης είναι ακόμη υψηλότερος σε λιγότερο ευέλικτα συναλλαγματικά καθεστώτα κατά τη διάρκεια των αντιστροφών.

2.5 Η απελευθέρωση των ελέγχων των κεφαλαιακών εκροών

Το άρθρο των Aizenman και Pasricha (2013) έχει ως σκοπό την παροχή αποδείξεων ως προς τους παράγοντες που κινητοποιούν τις πολιτικές κεφαλαιακών ροών. Για την επίτευξη του σκοπού αυτού, οι συγγραφείς εξέτασαν τους χρηματοοικονομικούς και μακροοικονομικούς παράγοντες την ίδια στιγμή με την απελευθέρωση των ελέγχων εκροών. Αρχικά καθορίστηκαν τα δύο κενά στη βιβλιογραφική επισκόπηση μέσα από την επικέντρωση στα μέτρα ελέγχου των κεφαλαιακών εκροών και παρέχοντας μια θετική ανάλυση των αλλαγών στις πολιτικές εκροών (Aizenman και Pasricha, 2013). Για την επίτευξη του παραπάνω, οι συγγραφείς δημιούργησαν 2 καινοτόμες βάσεις δεδομένων. Αρχικά, επέκτειναν τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν από τους Pasricha (2012) προκειμένου να υπάρξει κάλυψη των περιόδων 2001 έως το 2010.

Τα προαναφερόμενα δεδομένα περιλαμβάνουν όλες τις αλλαγές στους κανονισμούς κεφαλαίου σε 22 μεγάλες EMEs. Ως εκ τούτου, υπάρχει η δυνατότητα για έγκυρη αξιολόγηση των capital controls. Επίσης, οι συγγραφείς υπολόγισαν τα έσοδα από εξωτερικό χρηματοοικονομικό περιορισμό ο οποίος καθορίζεται ως τα χρηματοοικονομικά έσοδα που αποκτώνται από τον παρεμπόδιισμό των κατοίκων για ελεύθερη επένδυση των χρημάτων τους στο εξωτερικό. Μετρίεται μέσα από τον υπολογισμό της διαφοράς μεταξύ των εξωτερικών και των εσωτερικών επιτοκίων στο κρατικό χρέος επί το χρέος του εγχώριου κρατικού δανεισμού. Αυτή η εξελιγμένη έκδοση της μέτρησης των Giovanniini και de Melo (1993) για τον εξωτερικό περιορισμό των εσόδων είναι διαθέσιμη σε 15 χώρες. Οι Aizenman και

Pasricha (2013) διαπίστωσαν ότι σε αντίθεση με τη δεκαετία του 1980, όπου πολλές EMEs διαπιστώθηκαν ότι κέρδιζαν σημαντικά έσοδα από τον εξωτερικό περιορισμό, οι EMEs στην τελευταία δεκαετία κέρδιζαν κατά μέσο όρο (μη στατιστικά σημαντικά) αρνητικά έσοδα από των εξωτερικό περιορισμό. Τα αρνητικά έσοδα σημαίνουν ότι οι κυβερνήσεις των EMEs αντιμετώπισαν μικρότερα έξοδα δανεισμού στις ξένες αγορές από ότι στην εγχώρια αγορά τους. Η μείωση στα έσοδα από τον περιορισμό των εσόδων συνέβησαν παρά το γεγονός ότι οι EMEs συνέχισαν να διατηρούν σημαντικούς περιορισμούς στις κεφαλαιακές εκροές και παρά την απελευθέρωση των αγορών διαχρονικά.

Επίσης, υπάρχουν αρκετές ερμηνείες ως προς την αρνητική επίπτωση στα έσοδα που έχουν κάποιες EME μέσω των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Μία κυβέρνηση σε μια EME με θετικά έσοδα από την καταστολή (ή περιορισμό) μπορεί να μην είναι πρόθυμη να απελευθερώσει τις εκροές προκειμένου να διαχειριστεί τις ανησυχίες που προέρχονται από την απότομη αύξηση των ΚΚΕ (Καθαρών Κεφαλαιακών Εισροών) από τον φόβο της απώλειας αυτών των εσόδων. Όμως, από την άλλη μεριά μπορεί να είναι ευκολότερο στις EMEs να απελευθερώσουν το σύστημα αυτό όταν δεν υπάρχουν έσοδα προς απώλεια. Παρόλα αυτά, οι EMEs απελευθέρωσαν σημαντικά τις πρότερες περιοριστικές πολιτικές τους τη δεκαετία του 2000.

Οι περισσότερες από τις διαδικασίες απελευθέρωσης των κεφαλαιακών εκροών έλαβαν χώρα σε χρόνια απότομης αύξησης των ΚΚΕ και ταχείας οικονομικής ανάπτυξης, οι οποίες δείχνουν ότι οι δημοσιονομικές ανησυχίες δεν συνιστούσαν κάποιο στενό περιορισμό για τις EMEs σε αυτή την περίοδο. Άλλη εξήγηση των αρνητικών εξωτερικών περιορισμών εσόδων είναι ότι ενώ αρκετές από αυτές τις EMEs θα μπορούσαν να έχουν δανειστεί ακόμα περισσότερα χρήματα από τις αγορές του εξωτερικού κατά την τελευταία 10ετία, απέφυγαν να το πράξουν. Εκείνες οι EMEs που επέλεξαν να μην δανειστούν περισσότερο από το εξωτερικό ακόμα και σε ευνοϊκά επιτόκια δανεισμού μπορεί να αντανakλά τις ανησυχίες τους για μεγαλύτερη έκθεση σε δανεισμό και υπό τον φόβο να μην σταματήσει αυτός. Τέλος, οι EMEs μπορεί να είναι πρόθυμες να αποδεχτούν προσωρινά αρνητικά περιοριστικά έσοδα για την διατήρηση μελλοντικής περιοριστικής φορολογικής βάσης.

Αντίθετα με τη 10ετία του 1980, οι ερευνητές έδειξαν περιορισμένη σημασία των δημοσιονομικών μεταβλητών στην εξήγηση της απελευθέρωσης των ελέγχων κεφαλαιακών εκροών – μόνο στα δείγματα των σχετικά κλειστών και μη-πληθωριστικών χωρών εισροής, είναι ορατή μία αρνητική διασύνδεση μεγαλύτερων εξωτερικών περιοριστικών εσόδων με διευκόλυνση των εκροών. Αυτή η έλλειψη διασύνδεσης είναι συνεπής με τη μείωση στα περιοριστικά έσοδα για τις EMEs κατά τη δεκαετία του 2000. Η εν λόγω δεκαετία χαρακτηρίστηκε από επιτάχυνση ανάπτυξης των EMEs, η οποία οδήγησε σε μείωση του risk premium. Η δεκαετία του 2000 ήταν επίσης μια 10ετία με λίγα δυσμενή περιστατικά, πιέσεις στη διαμόρφωση των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών στις EMEs και συνολικά βελτιωμένες απόψεις για τις χρηματοοικονομικές πολιτικές. Σε αυτές τις περιπτώσεις, τα έσοδα από τον περιορισμό έγιναν λιγότερο σημαντικά ως προς την απόφαση για απελευθέρωση των εκροών.

Οι Aizenman and Pasricha (2013) στο πρώτο στάδιο των αποτελεσμάτων του εμπειρικού τους μοντέλου για τις δημοσιονομικές μεταβλητές απέδειξαν πως αυτές δεν είναι στατιστικά σημαντικές στο συμβατικό επίπεδο σπουδαιότητας και υποστήριξαν ότι σε αντίθεση με το 1980, δεν αποτελούν αιτία αλλαγής της πολιτικής των κεφαλαιικών εκροών. Έτσι ώστε να συγκρίνουν τα δημοσιονομικά και το NKI κίνητρα, πρόσθεσαν μεταβλητές στη παλινδρόμηση όπως το μέγεθος των καθαρών κεφαλαιακών εισροών, την κεφαλαιακή οικονομική ανοικτότητα, τη σταθερότητα συναλλαγματικών επιτοκίων και τα συσσωρευμένα αποθέματα.

Βρήκαν λοιπόν πως οι πιο σημαντικές μεταβλητές συνδέονται με το NKI, επιβεβαιώνοντας τη χρησιμότητα των ελέγχων εκροών στη διοικητική πολιτική του NKI. Οι χώρες απελευθερώθηκαν από τις πιέσεις, όπως αποδεικνύεται από το πρόσημο και τη σημαντικότητα των μεταβλητών, πληθωρισμού τιμής μετοχής, αγοραστικής συναλλαγματικής πίεσης και μεταβλητότητας του δείκτη πραγματικής ισοτιμίας REER. Οι παραπάνω λοιπόν απελευθέρωσαν τις εκροές, λιγότερο στο πρόσωπο της χρηματοοικονομικής σταθερότητας ή της μακροοικονομικής μεταβλητότητας. Οι συντελεστές της βραχυπρόθεσμης έκθεσης ισολογισμού και της μεταβλητότητας του NKI είναι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί. Στη

πραγματικότητα, αυτές οι δύο μεταβλητές έχουν τους μεγαλύτερους συντελεστές, κάνοντας λοιπόν έτσι τους ερευνητές να θέσουν έναν σημαντικό περιορισμό στην απόφαση ανοικτότητας των κεφαλαιακών ροών από τις αναδυόμενες οικονομίες. Έτσι, οι περισσότερο ανοικτές αναδυόμενες οικονομίες απελευθερώνονταν λιγότερο συχνά από τις λιγότερο ανοικτές οικονομίες.

Εάν και οι μεταβλητές δημοσιονομικού ισοζυγίου έχουν θετικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικές σε κάποιες παλινδρομήσεις, συνιστάται ότι οι χώρες με καλύτερες δημοσιονομικές θέσεις απελευθερώθηκαν περισσότερο, τα μέτρα της εξωτερικών και εσωτερικών εσόδων καταστολής δεν ήταν σημαντικά. Συμπέραναν ακόμη πως, όχι μόνο οι δημοσιονομικές ανησυχίες δημοσίευσαν ένα δεσμευτικό περιορισμό στην απελευθέρωση των εκροών, αλλά και κάθε περιορισμό σε αυτήν την απελευθέρωση προήλθε από την επίπτωση της μεγάλης ανοικτότητας στη μακροοικονομική μεταβλητότητα και στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

4. Εμπειρική Μελέτη

4.1 Δεδομένα

Στη παρούσα ενότητα λαμβάνει χώρα το εμπειρικό μέρος της εργασίας, όπου μέσω παλινδρομήσεων θα εξεταστούν η επίδραση τόσο των εγχώριων (pull factors) όσο και των διεθνών προσδιοριστικών παραγόντων (push factors) σε συνδιασμό με τη ποιότητα των θεσμών στη προσέλκυση διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων. Αρχικά, θα περιγραφεί το δείγμα που εξετάστηκε, στη συνέχεια θα γίνει μια εσθενέστερη περιγραφή των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν και τέλος θα κλείσει με την εξαγωγή των οικονομετρικών αποτελεσμάτων που προέκυψαν.

Η εμπειρική ανάλυση εστιάζει στον εντοπισμό προσδιοριστικών παραγόντων επηρεασμού των διεθνών ροών επενδυτικών κεφαλαίων από τις ανεπτυγμένες χώρες στις αναπτυσσόμενες με κατεύθυνση σε ομόλογα και μετοχές.

Ειδικότερα επιδιώκεται η εύρεση των κύριων προσδιοριστικών παραγόντων οι οποίες αποτελούν τις μεταβλητές απόφασης των διεθνών επενδυτών για την επιλογή της τοποθέτησης των κεφαλαίων τους σε αναπτυσσόμενες χώρες. Οι μεταβλητές αυτές διακρίνονται σε εξωγενείς οι οποίες είναι κοινές για όλες τις χώρες αλλά και σε ενδογενείς ιδιοσυγκρασιακές μεταβλητές που αφορούν την εκάστοτε οικονομία ξεχωριστά. Συμπερασματικά γίνεται μια απόπειρα διάκρισης ανάμεσα στη προσφορά και τη ζήτηση διεθνών κεφαλαίων.

Οι διεθνείς παράγοντες (Push Factors) δημιουργούν συνθήκες όπου ευνοούν την ανάπτυξη της προσφοράς επενδυτικών κεφαλαίων. Αντίθετα, οι εγχώριοι παράγοντες (Pull Factors) δηλαδή, οι οικονομικές μεταβλητές της χώρας υποδοχής των κεφαλαίων ενδυναμώνουν τη ζήτηση και επηρεάζουν την προσφορά για επενδυτικά κεφάλαια καθιστώντας τις χώρες ελκυστικότερους επενδυτικούς προορισμούς. Με τον όρο Διεθνείς παράγοντες χρησιμοποιούνται οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, οι οποίες αποτελούν καλό υποκατάστατο.

Τα δεδομένα του δείγματος συλλεχτηκαν από τις βάσεις δεδομένων Thomson Reuters Eikon, OECD, World Bank και τελευταία και κύρια IMF. Παρ' όλα αυτά, τα στοιχεία σε ορισμένες αναδυόμενες χώρες είναι ελλιπή λόγω του μεγάλου χρονικού ορίζοντα κατά τον οποίο ορισμένες χώρες δεν υπήρχαν αλλά ακόμα και στη περίπτωση των ανεπτυγμένων χωρών, ορισμένοι διεθνείς δείκτες εξάγονται ανα διετία. Επομένως μεγάλο ποσοστό των στοιχείων που εισάγονται στη παλινδρόμηση δε καταφέρνει να συγχωνευτεί.

Η επιλογή του δείγματος περιλαμβάνει χώρες της Λατινικής Αμερικής και της Νοτιοανατολικής Ασίας όπου το σύνολο αυτών είναι εικοσιεπτά. Λόγω έλλειψης δεδομένων από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) μόνο είκοσι εξ αυτών συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα. Το χρονικό εύρος που ορίστηκε για τη λήψη των δεδομένων είναι 29 χρόνια, δηλαδή από το έτος 1990 έως το έτος 2018 με σκοπό να συμπεριληφθούν τα στοιχεία των χωρών πριν και μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το έτος 2007. Το οικονομετρικό μοντέλο που εξετάστηκε έχει τη μορφή πάνελ με διαστρωματικά και

διαχρονικά δεδομένα. Επιπλέον οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν ήταν Ordinary Least Squares και Panel Fixed Effects , όπου συμπεριλήφθηκαν χρονικές ψευδομεταβλητές. Στα τραπεζικά δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, στα αποτελέσματα των ελέγχων μοναδιαίας ρίζας (unit root test), όλες οι μεταβλητές προέκυψαν στάσιμες, με αποτέλεσμα να μη χρειαστεί η χρήση πρώτων διαφορών.

Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω η συγκεκριμένη έρευνα αποτυπώνει το μηχανισμό τον οποίο δημιουργεί την ανάγκη αναζήτησης επενδυτικών ευκαιριών εκτός συνόρων, κατευθύνοντας έτσι τα επενδυτικά κεφάλαια από τις αναπτυγμένες χώρες στις αναδύμενες.

Οι εξαρτημένες μεταβλητές που επιλέχθηκαν για να διεξαχθεί η εμπειρική μελέτη είναι τρείς.

- ❖ Ροές Διεθνών κεφαλαίων με κατεύθυνση σε κρατικά και ιδιωτικά ομόλογα (Net Bond Flows).
- ❖ Ροές Διεθνών κεφαλαίων με κατεύθυνση σε μετοχές (Net Equity Flows).
- ❖ Σύνολο των ροών Διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων στα οποία συμπεριλαμβάνονται τόσο οι ροές Διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε ομόλογα όσο και σε μετοχές (Total Flows).

Αντίστοιχως οι ανεξάρτητες μεταβλητές, όπως καθορίζονται από τη σχετική εμπειρική βιβλιογραφία είναι οι ακόλουθες.

Εγχώριοι Παράγοντες (Pull Factors)

- ❖ Ο δείκτης πραγματικής ισοτιμίας (REER) είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος του νομίσματος μιας χώρας σε σχέση με μια μέση ομάδα κύριων νομισμάτων, προσαρμοσμένος για τις επιδράσεις του πληθωρισμού. Τα βάρη καθορίζονται συγκρίνοντας το σχετικό εμπορικό ισοζύγιο του νομίσματος μιας χώρας με κάθε χώρα που ανήκει στον δείκτη (πχ ΗΠΑ με το δολάριο, Ιαπωνία με το γιεν και το ευρώ). Οι Joshua Aizenman, Gurnain Kaur Pasricha, December 2013 κατέληξαν στο ότι το REER αποθαρρύνει την εισροή κεφαλαίων διότι ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για τη μέτρηση συναλλαγματικού κινδύνου, επομένως

φαίνεται να υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των εισροών και της παραπάνω μεταβλητής.

- ❖ Η μεγέθυνση του ΑΕΠ (Real GDP Growth Rate) στη χώρα υποδοχής από την οποία προκύπτει ότι οι χώρες με υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης έχουν τη δυνατότητα να ανταπεξέλθουν στις δανειακές συμβάσεις τους και λόγω της φερεγγυότητάς τους μπορούν να δανειστούν ακόμη περισσότερα ώστε να επενδύσουν. Σύμφωνα με τις έρευνες των Joshua Aizenman, Gurnain Kaur Pasricha, December 2013 και των Joseph P. Byrne, Norbert Fiess, March 2016 το πρόσημο της μεταβλητής προκύπτει θετικό.
- ❖ Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών προς το Ακαθάριστο Εγχώριο προϊόν (Current Account/GDP) . Στη περίπτωση ελλειμάτων του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών αναμένεται αύξηση του εξωτερικού δανεισμού, η οποία επηρεάζει θετικά τις επενδύσεις σε χρεόγραφα όπως ομόλογα. Αντιθέτα, η ύπαρξη πλεονάσματος του Ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποτελεί ένδειξη οικονομικής ανάπτυξης εξαιτίας των αυξημένων εξαγωγών αλλά και της ενίσχυσης διεθνούς επενδυτικής θέσεως της χώρας, επομένως αναμένεται θετική επίδραση στις ροές κεφαλαίων σε μετοχές. Οι Nicolas E. Magud, Esteban R. Vesperoni, July 2015 ερεύνησαν χρησιμοποιώντας το παραπάνω δείκτη και βρήκαν θετικό πρόσημο, ενώ οι Atish R. Ghosh, Mahvash S. Qureshi, Jun Il Kim, Juan Zalduendo, March 2014 οδηγήθηκαν σε αμφισβητούμενο αποτέλεσμα.
- ❖ Το δημόσιο χρέος ως προς το ΑΕΠ (debt/GDP). Το υψηλό ποσοστό χρέους αναμένεται να επηρεάσει θετικά τις επενδύσεις σε ομόλογα καθώς οι κυβερνήσεις προκειμένου να ανταπεξέλθουν στις δανειακές υποχρεώσεις τους αντλούν κεφάλαια μέσω της έκδοσης ομολόγων. Αντίθετα η επίδραση στις μετοχές αναμένεται αρνητική καθώς και η ύπαρξη μεγάλων διαχρονικών ελλειμμάτων μειώνει τις μεταβιαστικές πληρωμές της κυβέρνησης και αυξάνει τους φόρους με αποτέλεσμα να μειώνεται η κατανάλωση και οι επενδύσεις. Επιπλέον, μέσω μιας πιθανής αύξησης του χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος, επέρχεται μείωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας που τη καθιστά μη ανταγωνιστική και ριψοκίνδυνη, αυξάνοντας έτσι το

ασφάλιστρο κινδύνου της. Σύμφωνα με τους Gian-Maria Milesi-Ferretti, Jan 2012, το αναμενόμενο πρόσημο είναι είτε θετικό είτε αρνητικό.

- ❖ Ο πληθωρισμός. Όσο υψηλότερη τιμή λαμβάνει, τόσο περισσότερο αποθαρρύνει τις εισροές, καθώς μεταβάλλει την αξία του χρήματος και καθιστά τις χώρες λιγότερο ανταγωνιστικές και περισσότερο ριψοκίνδυνες για επένδυσεις. Μέσα από την έρευνα του Sebastian Edwards, Laura Alfaro, Sebnem Kalemli-Ozcan, Vadym Volosovych, May 2007 επηρεάζει αρνητικά τις εισροές κεφαλαίου.

Διεθνείς Παράγοντες (Push Factors)

- ❖ Αρχικά, τα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια των Ηνωμένων Πολιτειών (Real US Short Term Interest Rate) επιδρούν αρνητικά στις εισροές κεφαλαίου των αναπτυσσόμενων χωρών, διότι όσο μεγαλύτερα είναι αυτά τόσο μικρότερο το κίνητρο για επένδυσεις σε χώρες με λιγότερο ανεπτυγμένο θεσμικό πλαίσιο που κατ'επέκταση χρίζουν μεγαλύτερου κινδύνου. Συγκεκριμένα οι Atish R. Ghosh, Mahvash S. Quresh, Jun Il Kim, και Juan Zalduendo (2013) έχουν χρησιμοποιήσει τη μεταβλητή αυτή στις ερευνές τους καταλήγοντας σε αρνητικό πρόσημο.
- ❖ Η μεταβλητότητα του δείκτη S&P 500 (VIX) είναι δείκτης αβεβαιότητας ο οποίος επιδρά αρνητικά στις Διεθνείς επενδύσεις, καθώς μια αύξηση της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής αγοράς δημιουργεί μεγαλύτερη αβεβαιότητα στους επενδυτές. Οι Atish R. Ghosh, Mahvash S. Quresh, Jun Il Kim, και Juan Zalduendo (2013) χρησιμοποίησαν το συγκεκριμένο δείκτη σε ερευνά τους με παραγόμενο πρόσημο να είναι αρνητικό.
- ❖ Η ρευστότητα στην οικονομία (Broad money) των ΗΠΑ που μετράται ως η νομισματική κυκλοφορία M3 σε ποσοστό του ΑΕΠ. Η αυξημένη νομισματική κυκλοφορία αναμένουμε να διοχετευθεί και δε ροές προς τις αναπτυσσόμενες χώρες ενισχύοντας τις.

- ❖ Η μεταβλητή Financial Development Index (fdi) είναι ένας δείκτης από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο που μετρά την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Λαμβάνει τιμές από 0 έως 1 (βελτιστο) και περιλαμβάνει στοιχεία για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα πιστωτικά ιδρύματα (αποτελεσματικότητα, κάλυψη και εμπιστοσύνη). Ένα πιο ολοκληρωμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα αναμένουμε να επιδρά θετικά στις εισροές κεφαλαίου στη χώρα.
- ❖ Η μεταβλητή Political Stability and Absence of Violence/Terrorism (PVE) είναι ένας από τους 6 δείκτες που συντάσσει η Παγκόσμια Τράπεζα για την ενότητα World Governance Indicators (WGI). Μετρά την ποιότητα διακυβέρνησης αναφορικά με τη σταθερότητα του πολιτικού συστήματος και την απουσία βίας και τρομοκρατίας. Λαμβάνει τιμές από -2,5 έως 2,5 (βελτιστο).
- ❖ Ο δείκτης συνολικής αβεβαιότητας (total uncertainty index) μετρά την αβεβαιότητα και επιδρά αρνητικά στις διεθνείς ροές κεφαλαίων, όπως και ο δείκτης VIX.

Πίνακας 1: Ανεξάρτητες μεταβλητές

Variable	Description	Scale	Source	Sign
gdp_g	Real GDP Growth	Change y-o-y	World Bank	Η εγχώρια μεγέθυνση του ΑΕΠ (Real GDP Growth Rate) από την οποία προκύπτει ότι οι χώρες με υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης έχουν τη δυνατότητα να ανταπεξέλθουν στις δανειακές συμβάσεις τους και λόγω της φερεγγυότητάς τους μπορούν να δανειστούν ακόμη περισσότερα ώστε να επενδύσουν, έχουν θετικό πρόσημο.
inflation	Inflation, average consumer prices	Percent of GDP	IMF	Ο πληθωρισμός. Όσο υψηλότερη τιμή λαμβάνει, τόσο περισσότερο αποθαρρύνει τις εισροές, καθώς μεταβάλλει την αξία του χρήματος και καθιστά τις χώρες λιγότερο ανταγωνιστικές και περισσότερο ριψοκίνδυνες για επενδύσεις. Επηρεάζει αρνητικά τις εισροές κεφαλαίου.
debt_gdp	General government gross debt	Percent of GDP	IMF	Το δημόσιο χρέος. Το υψηλό ποσοστό χρέους αναμένεται να επηρεάσει θετικά τις επενδύσεις σε ομόλογα καθώς οι κυβερνήσεις προκειμένου να ανταπεξέλθουν στις δανειακές υποχρεώσεις τους αντλούν κεφάλαια μέσω της έκδοσης ομολόγων. Αντίθετα, η επίδραση στις μετοχές αναμένεται αρνητική καθώς και η ύπαρξη μεγάλων διαχρονικών ελλειμμάτων μειώνει τις μεταβιβαστικές πληρωμές της κυβέρνησης και αυξάνει τους φόρους με αποτέλεσμα να μειώνεται η κατανάλωση και οι επενδύσεις. Επιπλέον, μέσω μιας πιθανής αύξησης του χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος, επέρχεται μείωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας που τη καθιστά μη ανταγωνιστική και ριψοκίνδυνη, αυξάνοντας έτσι το ασφάλιστρο κινδύνου της. Το αναμενόμενο πρόσημο είναι είτε θετικό είτε αρνητικό.
ca	Current account balance	Percent of GDP	IMF	Στη περίπτωση ελλειμμάτων του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών αναμένεται αύξηση του εξωτερικού δανεισμού, η οποία επηρεάζει θετικά τις επενδύσεις σε ομόλογα. Αντίθετα, η ύπαρξη πλεονάσματος του Ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποτελεί ένδειξη οικονομικής ανάπτυξης εξαιτίας των αυξημένων εξαγωγών αλλά και της ενίσχυσης διεθνούς επενδυτικής θέσεως της χώρας, επομένως αναμένεται θετική επίδραση στις ροές κεφαλαίων σε μετοχές.
reer	Real effective exchange rate	Domestic currency per 1\$	World Bank	Το REER αποθαρρύνει την εισροή κεφαλαίων διότι ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για τη μέτρηση συναλλαγματικού κινδύνου, επομένως φαίνεται να υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ των εισροών και της παραπάνω μεταβλητής.

us_money	Broad money	Percent of GDP	World Bank	Η ρευστότητα στην οικονομία (Broad money) των ΗΠΑ που μετράται ως η νομισματική κυκλοφορία M3 σε ποσοστό του ΑΕΠ. Η αυξημένη νομισματική κυκλοφορία αναμένουμε να διοχετευθεί και δε ροές προς τις αναπτυσσόμενες χώρες ενισχύοντας τις.
us_sir	US Short Term Interest Rate	Percent of GDP	Thomson Reuters	Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια των ΗΠΑ επιδρούν αρνητικά στην οικονομία των αναπτυσσόμενων χωρών, διότι όσο μεγαλύτερα είναι αυτά τόσο μικρότερο το κίνητρο για επένδυσεις σε χώρες με λιγότερο ανεπτυγμένο θεσμικό πλαίσιο που κατ'επέκταση χρίζουν μεγαλύτερου κινδύνου.
nui	Total Uncertainty Index	Index	World Bank	Ο δείκτης μετρά την αβεβαιότητα και επιδρά αρνητικά στις διεθνείς ροές κεφαλαίων, όπως και ο δείκτης VIX.
VIX	Volatility Index S&P	Index	World Bank	Η μεταβλητότητα του δείκτη S&P 500 (VIX) είναι δείκτης αβεβαιότητας ο οποίος επιδρά αρνητικά στις Διεθνείς επενδύσεις, καθώς μια αύξηση της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής αγοράς δημιουργεί μεγαλύτερη αβεβαιότητα στους επενδυτές.
fdi	Financial Development Index	Index (0 έως 1)	World Bank	Index (fdi) είναι ένας δείκτης από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο που μετρά την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Λαμβάνει τιμές από 0 έως 1 (βελτιστό) και περιλαμβάνει στοιχεία για τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τα πιστωτικά ιδρύματα (αποτελεσματικότητα, κάλυψη και εμβαθυνση). Ένα πιο ολοκληρωμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα αναμένουμε να επιδρά θετικά στις εισροές κεφαλαίου στη χώρα.
pve	Political Stability and Absence of Violence/Terrorism	Index (-2,5 έως 2,5)	Governance Indicators (WGI)	Ο δείκτης (pve) είναι ένας από τους 6 δείκτες που συντάσσει η Παγκόσμια Τράπεζα για την ενότητα World Governance Indicators (WGI) και μετρά την ποιότητα διακυβέρνησης αναφορικά με τη σταθερότητα του πολιτικού συστήματος και την απουσία βίας και τρομοκρατίας. Λαμβάνει τιμές από -2,5 έως 2,5 (βελτιστό).

4.2 Περιγραφική Στατιστική

Προτού αναφερθούμε στα αποτελέσματα της οικονομετρικής μελέτης παραθέτουμε κάποια περιγραφικά στατιστικά και τάσεις για τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν στην οικονομετρική έρευνα. Στον πίνακα 2 απεικονίζονται περιγραφικά στατιστικά για τις εξαρτημένες και ανεξάρτητες μεταβλητές.

Πίνακας 2: Περιγραφικά Στατιστικά

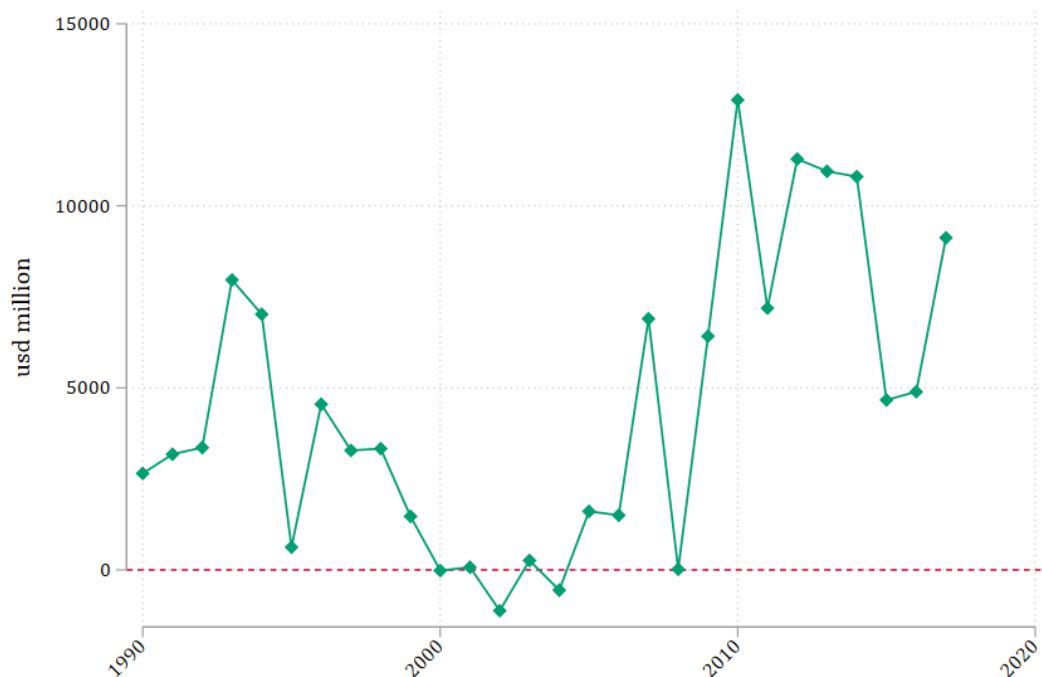
	Mean	Median	min	max	St.Dev
flows_tot_b	3.1	.284	-19.591	75.763	9.189
flows_eq_b	1.143	.043	-10.773	37.671	4.075
flows_debt_b	2.566	.274	-30.631	69.992	7.86
gdp_g	4.583	4.969	-18	18.287	4.045
inflation	13.111	5.716	-26.317	951.956	44.429
debt_gdp	64.916	45.119	0	784.523	90.859
ca	.336	-.891	-29.109	51.078	7.952
reer	109.682	102.665	6.74	482.26	40.484
us_money	74.991	71.818	59.483	91.06	10.565
us_sir	3.228	3.243	.279	8.248	2.307
nui	107.097	108.666	71.329	172.247	27.044
vix	19.273	17.536	11.09	32.693	5.8
fdi	.318	.274	0	.793	.185
pve	-.455	-.459	-2.81	1.586	.828

Αναφορικά με τις εξαρτημένες μεταβλητές παρατηρούμε πως οι συνολικές ροές κεφαλαίου είναι κατά μέσο όρο 3,1 δισεκατομμύρια δολάρια αλλά παρουσιάζουν σημαντική μεταβλητότητα όπως φαίνεται και από τη μεγάλη τιμή της τυπικής απόκλισης στο δείγμα. Αυτό εν μέρει οφείλεται στο ότι μετράμε τις καθαρές ροές κεφαλαίου, επομένως συμπεριλαμβάνονται και αρνητικές τιμές. Η μέση τιμή για τις χώρες της Λατινικής Αμερικής είναι 4,3 δις δολάρια, σημαντικά μεγαλύτερη από αυτή των χωρών της Ανατολικής Ασίας στα 1,4 δις δολάρια. Η Βραζιλία παρουσιάζει την υψηλότερη μέση τιμή στην προσέλκυση κεφαλαίων με 16,2 δις και ακολουθούν Ινδονησία (6,3 δις) και Αργεντινή (5,2 δις). Όπως φαίνεται από τον Πίνακα, οι ροές χρέους είναι

περισσότερες κατά μέσο όρο, όμως παρουσιάζουν μεγαλύτερο βαθμό διασποράς στο συνολικό δείγμα.

Κοιτώντας τη διαχρονική πορεία της ανεξάρτητης μεταβλητής (συνολικές ροές) για όλο το δείγμα παρατηρούμε σημαντικές αυξμειώσεις. Το γράφημα 1 δείχνει την εξέλιξη των κεφαλαιακών ροών στις αναδυόμενες οικονομίες του δείγματος από το 1990 έως το 2018. Η αύξηση των ροών με την αυγή του 21^{ου} αιώνα είναι φανερή και εξηγείται από τις δυνάμεις της παγκοσμιοποίησης και της μεγαλύτερης αλληλεξάρτησης των οικονομιών του πλανήτη. Παρ' όλα αυτά, κύριο χαρακτηριστικό είναι η μεταβλητότητα του μεγέθους των ροών με το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Αυτό καταδεικνύει πως οι ροές προς αναδυόμενες αγορές είναι ευαίσθητες σε δυνάμεις του οικονομικού κύκλου, κάτι που εξετάζουμε παρακάτω. Η πορεία μετά τη μεγάλη πτώση του 2009-2010 δείχνει να είναι θετική με αρκετή σταθερότητα για τα δεδομένα του δείγματος υπό εξέταση.

Διάγραμμα 1 : Συνολικές Κεφαλαιακές Ροές²



² Διακρατικοί μέσοι όροι για κάθε έτος.

5. Μεθοδολογία και Αποτελέσματα

5.1 Οικονομετρική Μεθοδολογία

Στο παρόν κεφάλαιο, παρουσιάζεται το εμπειρικό μέρος της εργασίας, όπου θα εξεταστούν μέσω παλινδρομήσεων η επίδραση του κάθε προσδιοριστικού παράγοντα στις διεθνείς ροές κεφαλαίων. Για αρχή θα γίνει περιγραφή των εξισώσεων που εξετάστηκαν και παράθεση των χωρών που χρησιμοποιήθηκαν. Στη συνέχεια παρατίθενται οι εξισώσεις των παλινδρομήσεων (συνολικών ροών κεφαλαίου, ροών μετοχών, ροών χρέους) με τις αντίστοιχες στατιστικά σημαντικές μεταβλητές που προέκυψαν. Για κάθε μια από αυτές αναλύονται τα αντίστοιχα συμπεράσματα. Τέλος, συνοψίζονται τα συνολικά συμπεράσματα.

Εξίσωση προς μελέτη³:

$$\begin{aligned} flows_eq_{i,t} = & a + \beta_1 gdp_g_{i,t} + \beta_2 inflation_{i,t} + \beta_3 debt_gdp_{i,t} + \beta_4 ca_{i,t} \\ & + \beta_5 REER_{i,t} + \beta_6 us_money_{i,t} + \beta_7 us_sir_{i,t} + \beta_8 nui_{i,t} + \beta_9 VIX_{i,t} \\ & + \beta_{10} fdi_{i,t} + \beta_{11} pve_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Όπου a είναι ο σταθερός όρος, $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{11}$ είναι οι συντελεστές των επεξηγηματικών μεταβλητών. Ο δείκτης i σηματοδοτεί τη χώρα αναφοράς, ο δείκτης t τη χρονική περίοδο (ετήσια δεδομένα), και η μεταβλητή ε_{it} τον αντίστοιχο όρο του σφάλματος. Καθώς, έχουμε δεδομένα υπο τη μορφή panel, ο όρος του σφάλματος περιλαμβάνει τυχαίους παράγοντες χωρίς χρονική μεταβλητότητα α_i (Country fixed effects) και τυχαιότητα που μεταβάλλεται ανά χώρα και ανά έτος u_{it} . Τέλος, χρησιμοποιούμε ψευδομεταβλητές για την ύπαρξη χρονολογικών επιδράσεων (time fixed effects).

³ Ως εξαρτημένη μεταβλητή συμπεριλαμβάνουμε επιπλέον τις ροές μετοχών και ομολόγων για ενίσχυση των αποτελεσμάτων (robustness).

Η μέθοδος που χρησιμοποιήσαμε στο δείγμα είναι η παλινδρόμηση με μοντέλο σταθερών αποτελεσμάτων Panel Fixed Effects με το πρόγραμμα Gretl. Η οργάνωση των δεδομένων διενεργήθηκε σε μορφή PANEL. Η περίοδος εκτιμήσεως ορίζεται από 1990 έως το 2018. Ως νόμισμα αναφοράς παρατίθεται το Αμερικανικό δολάριο και οι ροές Διεθνών κεφαλαίων προσμετρούνται σε εκατομμύρια δολάρια.

Οι συνθετικές χώρες του δείγματος της έρευνας κατατάσσονται σε δύο ευρύτερες κατηγορίες, με βάση τη γεωγραφική προέλευση τους:

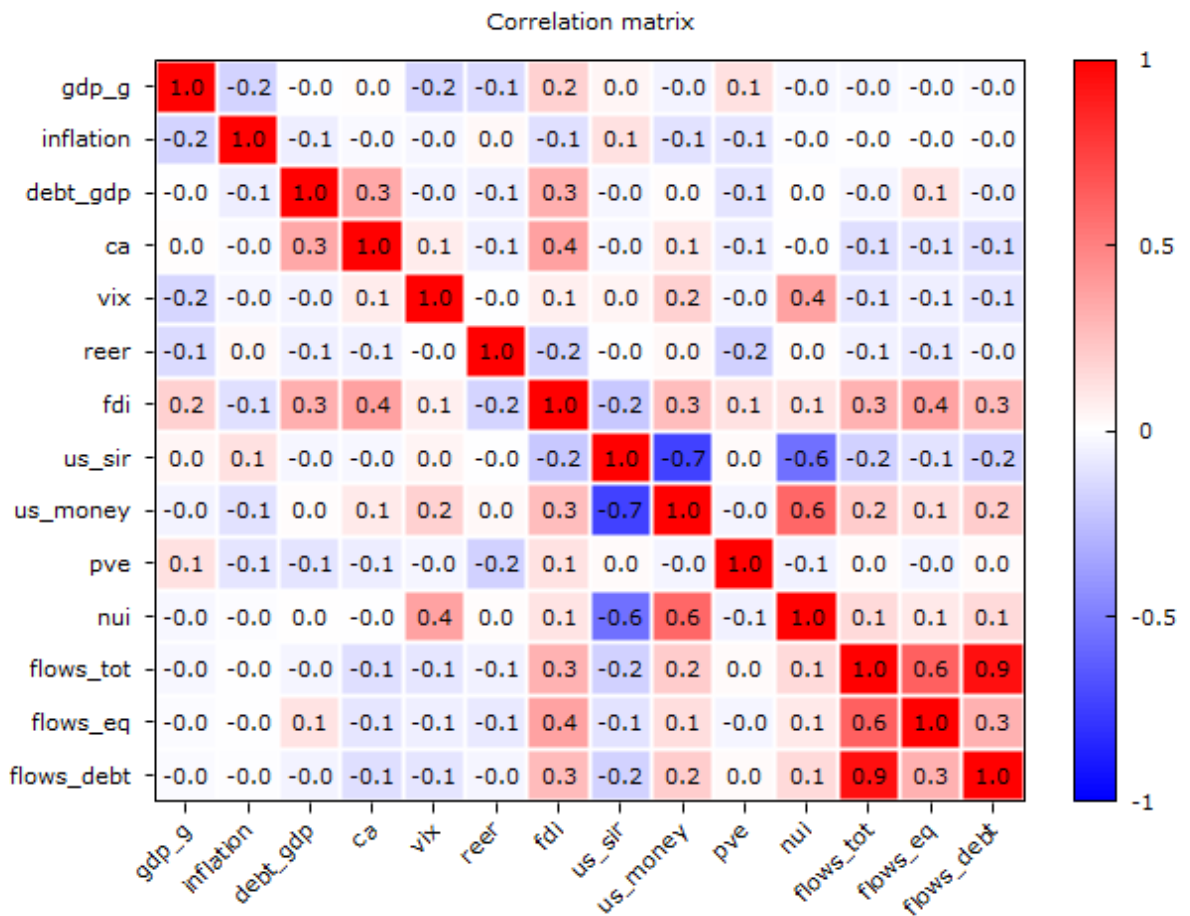
Πίνακας 3: Χώρες Δείγματος

Λατινική Αμερική	Νοτιοανατολική Ασία
Αργεντινή	Ινδονησία
Βολιβία	Λάο
Βραζιλία	Μαλαισία
Χιλή	Μιανμαρ
Κολομβία	Φιλιππίνες
Εκουαδόρ	Βιετνάμ
Γκουιάνα	Μπανγκλαντές
Μεξικό	Κίνα
Παραγουάη	Ινδία
Σουρινάμε	Πακιστάν
Ουρουγουάη	Ταϊλάνδη
Βενεζουέλα	Σιγκαπούρη
Περού	Ανατολικό Τιμόρ

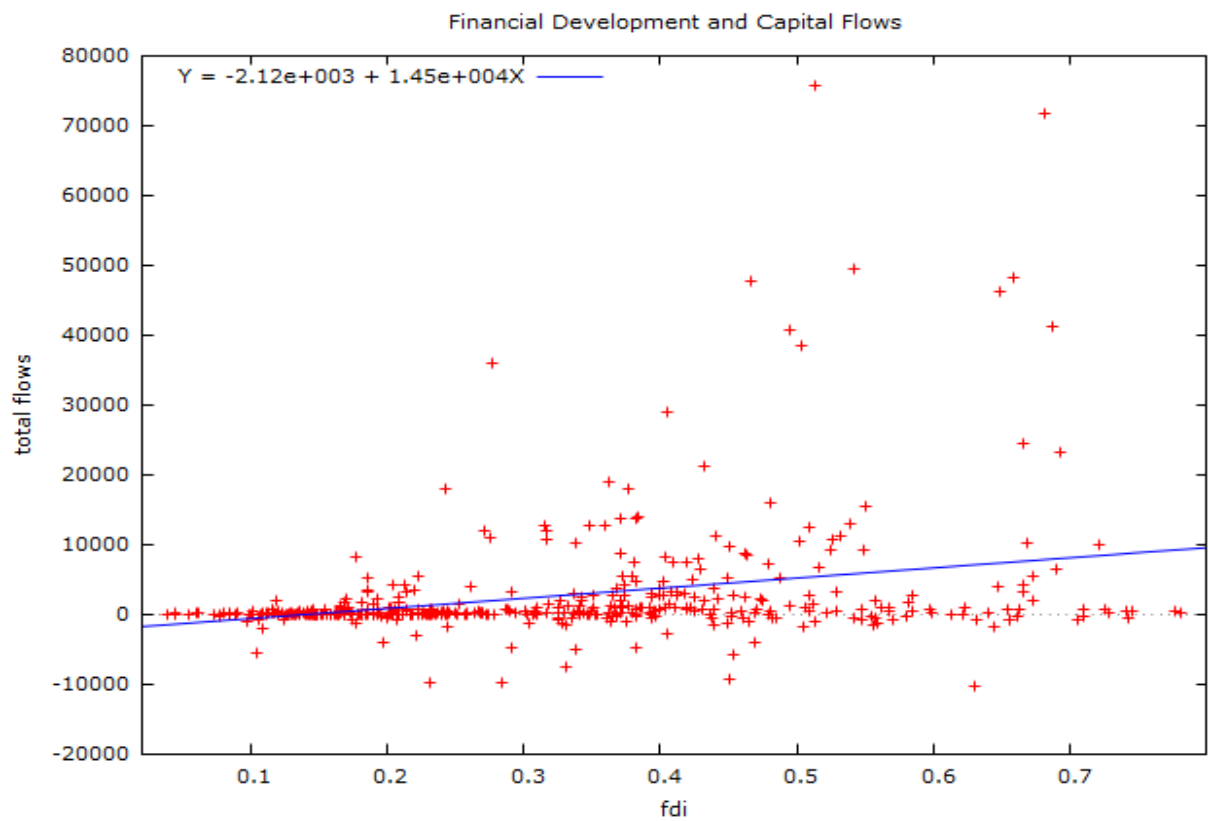
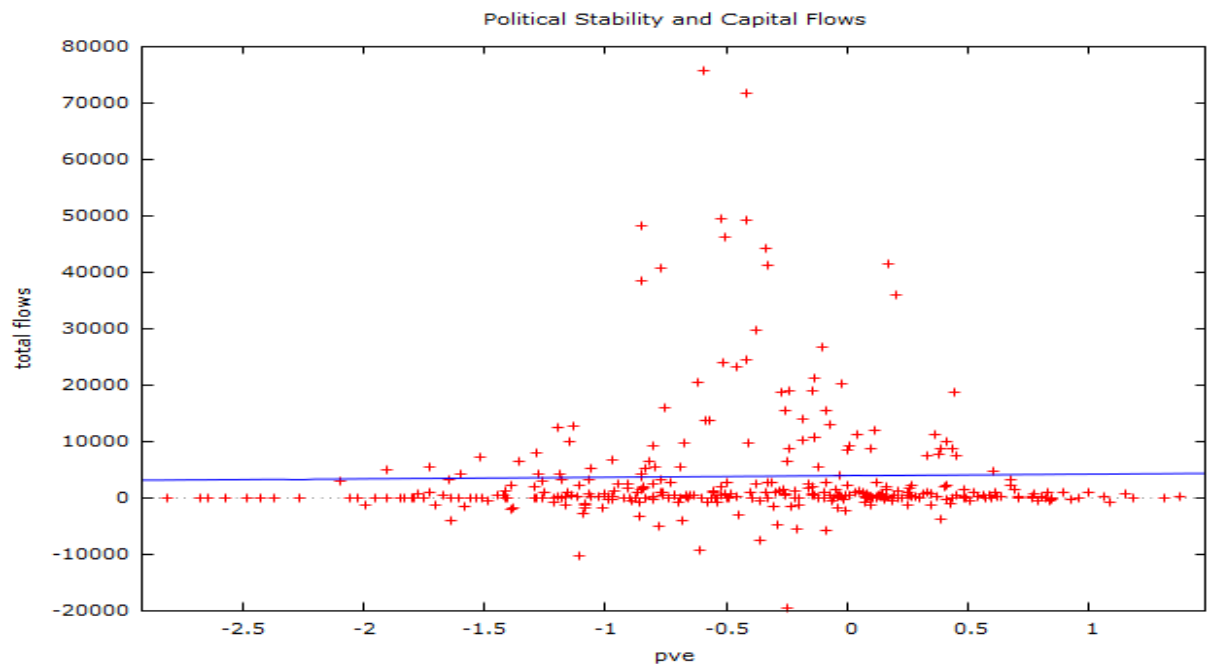
5.2 Αποτελέσματα

Με μια πρώτη ματιά, οι ροές χρηματοοικονομικών κεφαλαίων φαίνεται να συσχετίζονται με αρκετούς από τους παράγοντες που έχουμε συμπεριλάβει στη βάση δεδομένων μας.

Διάγραμμα 2: Μήτρα συσχέτισης (Pearson)



Επίσης, από τα περιγραφικά δεδομένα παρατηρούμε μια θετική συσχέτιση των ροών κεφαλαίου με το δείκτη Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης (Financial Development Index) και με το δείκτη πολιτικής σταθερότητας (αν και σε μικρότερο βαθμό). Οι σχέσεις αυτές φαίνονται στα Διαγράμματα 3 και 4 αλλά η διάγνωση τους πραγματοποιείται πιο συστηματικά μέσω της ανάλυσης παλινδρόμησης που ακολουθεί.

Διάγραμμα 3 : Financial development and capital flows**Διάγραμμα 4 : Political stability and capital flows**

Πίνακας 4: Παλινδρομήσεις βασικής συνάρτησης και ισχυροποίησης

	(1)	(2)	(3)
	total	equity	debt
VARIABLES			
Real effective exchange rate	0.091** (0.025)	0.011 (0.515)	0.022* (0.058)
Financial development index	64.651*** (0.000)	21.418*** (0.005)	40.961*** (0.000)
Political stability	10.308*** (0.000)	-0.715 (0.608)	8.218*** (0.000)
Constant	-22.892*** (0.000)	-8.184** (0.021)	-8.698** (0.017)
Observations	267	146	261
R-squared	0.612	0.441	0.603
Number of cnt	21	14	21
Year Effects	Yes	Yes	Yes

Ο Πίνακας 4 παρουσιάζει τα αποτελέσματα των οικονομετρικών εκτιμήσεων⁴. Σε όλες τις παλινδρομήσεις έχουν συμπεριληφθεί ψευδομεταβλητές χρονικών επιδράσεων (Year Effects) με σκοπό να προσμετρηθούν οι επιδράσεις του οικονομικού κύκλου. Τα αποτελέσματα του βασικού υποδείγματος με τις συνολικές ροές κεφαλαίου ως εξαρτημένη μεταβλητή παρουσιάζονται στην πρώτη στήλη του πίνακα. Οι συντελεστές των τριών ανεξάρτητων μεταβλητών είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί κάτι που δείχνει ότι μια αύξηση σε αυτούς τους δείκτες επιφέρει αναμενόμενη αύξηση στις ροές κεφαλαίων στη χώρα.

⁴ Στις παρενθέσεις αναφέρονται τα p-values.

Μεταβλητές όπως το μέγεθος της αγοράς καθώς και της οικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ δε παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα στις παλινδρομήσεις και δε παρατίθενται στους πίνακες. Η ενσωμάτωση χρονικών ψευδομεταβλητών εμπεριέχει τις επιδράσεις του οικονομικού κύκλου και συνεπώς οι μεταβλητές χωρίς διαστρωματική μεταβλητότητα όπως το Broad money και το Us Short term Interest Rate δε παρουσιάζουν σημαντικότητα. Εξετάστηκαν και παλινδρομήσεις χωρίς χρονικές ψευδομεταβλητές όπου εκεί οι Διεθνείς παράγοντες (Push Factors) παρουσίασαν στατιστική σημαντικότητα.

Σχολιάζοντας τη πρώτη στήλη του πίνακα 1 στην οποία εμπεριέχονται τα δεδομένα του βασικού οικονομετρικού μοντέλου με εξαρτημένη μεταβλητή τις συνολικές ροές κεφαλαίου βρίσκουμε τα παρακάτω αποτελέσματα. Σε περίπτωση που το fdi αυξηθεί κατά μια μονάδα, οι ροές αναμένεται να αυξηθούν κατά 64 δις. Σε μια ενδοχόμενη αύξηση του rne κατά μια μονάδα, οι ροές κεφαλαίου θα αυξηθούν κατά 10 δις. Η βελτίωση του reer κατά μια μονάδα, επιφέρει αύξηση 90 εκατομμυρίων στις ροές κεφαλαίου.

Η τιμή R-square δείχνει ότι το 61% της μεταβλητότητας των ροών κεφαλαίου εξηγείται από το πολυμεταβλητό υπόδειγμα. Επιπλέον ο δείκτης Durbin-Watson είναι περίπου 1,4. Ο από κοινού έλεγχος σημαντικότητας για τις χρονικές ψευδομεταβλητές οδηγεί σε απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Σχολιάζοντας τη δεύτερη στήλη του πίνακα 4, κάνοντας ισχυροποίηση δεδομένων και χρησιμοποιώντας τις ροές μετοχών (equity) ως ανεξάρτητη μεταβλητή, τα αποτελέσματα δε διαφέρουν πολύ από το βασικό μοντέλο. Αξίζει να σχολιαστεί ότι ο συντελεστής του financial development index είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός κάτι που δείχνει ότι μια αύξηση σε αυτό το δείκτη επιφέρει αναμενόμενη αύξηση στις ροές κεφαλαίων στη χώρα. Σε περίπτωση που το fdi αυξηθεί κατά μια μονάδα οι ροές αναμένεται να αυξηθούν κατά 21 δις. Η βελτίωση του fdi κατά μια τυπική απόκλιση που στο δείγμα είναι 0,18 επιφέρει αυξημένες ροές κατά περίπου 4 δισεκατομμυρια δολάρια. Η επίδραση του rne είναι αρνητική, όμως δε παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα. Τέλος, η αύξηση του δείκτη REER (Real Effective Exchange

Rate) σημαίνει ανατίμηση του νομίσματος άρα χειροτέρευση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Όντως ταυτοτικά έχουμε εισροή κεφαλαίων άρα προκύπτει αναμενόμενο πρόσημο θετικό. Ο από κοινού έλεγχος σημαντικότητας για τις χρονικές ψευδομεταβλητές οδηγεί σε απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Επιπλέον, η τιμή R-square δείχνει ότι το 44% της μεταβλητότητας των ροών εξηγείται από το υπόδειγμα. Επιπροσθέτος, ο δείκτης Durbin Watson είναι πολύ κοντά στο 2 επομένως δεν φαίνεται υπάρχει πρόβλημα αυτοσυσχέτισης των σφαλμάτων. Απορρίπτεται η υπόθεση του κοινού σταθερού όρου άρα είναι απαραίτητη η μεθοδολογία PANEL-Fixed Effects που ενσωματώνει ψευδομεταβλητές για κάθε χώρα.

Τέλος, για την ισχυροποίηση του μοντέλου μας χρησιμοποιούμε ως εξαρτημένη μεταβλητή τις ροές χρέους και τα αποτελέσματα αυτών παρουσιάζονται στην τρίτη στήλη του πίνακα 4. Οι συντελεστές των τεσσάρων ανεξάρτητων μεταβλητών δηλαδή της financial development index (fdi) , Real Effective Exchange Rate (reer), Political Stability and Absence of Violence/Terrorism (pve) είναι θετικοί. Στο σύνολό τους είναι στατιστικά σημαντικοί κάτι που δείχνει ότι μια αύξηση σε αυτούς τους δείκτες επιφέρει αναμενόμενη αύξηση στις ροές κεφαλαίων στη χώρα.

Σε περίπτωση που το pve αυξηθεί κατά μια μονάδα οι ροές αναμένεται να αυξηθούν κατά περίπου 8,2 δις. Η βελτίωση του pve κατά μια τυπική απόκλιση που στο δείγμα είναι 0,83 επιφέρει αυξημένες ροές κατά περίπου 6,5, δισεκατομμυρια δολάρια. Σε περίπτωση που το fdi αυξηθεί κατά μια μονάδα οι ροές αναμένεται να αυξηθούν κατά περίπου 41 δις. Η βελτίωση του fdi κατά μια τυπική απόκλιση που στο δείγμα είναι 0,18 και επιφέρει αυξημένες ροές κατά περίπου 8 δισεκατομμυρια δολάρια. Τέλος, σε περίπτωση που το reer αυξηθεί κατά μια μονάδα οι ροές αναμένεται να αυξηθούν κατά περίπου 22 εκατομμύρια. Η βελτίωση του reer κατά μια τυπική απόκλιση που στο δείγμα είναι 40,5 επιφέρει αυξημένες ροές κατά περίπου 891 εκατομμυρια δολάρια. Ο από κοινού έλεγχος σημαντικότητας για τις χρονικές ψευδομεταβλητές οδηγεί σε απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης

σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Η τιμή R-square δείχνει ότι το 60% της μεταβλητότητας των ροών εξηγείται από το δείγμα.

Συμπέρασμα

Η εμπειρική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε στην παρούσα εργασία έγινε με αρχικό σκοπό να εντοπιστεί ποιοι είναι οι κύριοι διεθνείς παράγοντες που επηρεάζουν τη ποιότητα των θεσμών και τις ροές διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων. Το δείγμα που εξετάστηκε, αναφέρεται σε χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας και της Νοτιας Αμερικής για τα έτη 1990 μέχρι 2018. Πέρα από τη χρησιμοποίηση παραγόντων που έχουν αναλυθεί από την προηγούμενη βιβλιογραφία, εξετάστηκε επιπλέον η συνεισφορά του θεσμικού πλαισίου. Για τη μέτρηση του θεσμικού πλαισίου χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης *political stability of absence/terrorism*, ο οποίος περιέχει δεδομένα για μεγάλο αριθμό χωρών και πλήθος ετών.

Τα κυριότερα συμπεράσματα της ανάλυσης μας που πραγματοποιήθηκε είναι τα ακόλουθα. Αρχικά, το θεσμικό πλαίσιο που υπάρχει σε μια χώρα, φαίνεται να έχει σημαντική συνεισφορά στις διεθνείς ροές κεφαλαίων μιας χώρας. Το πρόσημο της σχέσης του συγκεκριμένου παράγοντα με την πιστοληπτική ικανότητα είναι το αναμενόμενο, αφού είναι θετικό. Το αναμενόμενο αποτέλεσμα προκύπτει από το ότι η καλύτερευση του θεσμικού πλαισίου οδηγεί σε υψηλότερο επίπεδο αναπτύξεως και ταυτόχρονα επηρεάζει θετικά ροές κεφαλαίου.

Οι υπόλοιποι σημαντικοί παράγοντες που εξετάστηκαν στη παρούσα εργασία είναι τόσο διεθνείς όσο και εγχώριοι. Οι διεθνείς παράγοντες είναι η προσφορά χρήματος, το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο των ΗΠΑ, η μεταβλητότητα του δείκτη S&P, ο δείκτης χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και ο δείκτης πολιτικής σταθερότητας. Οι εγχώριοι παράγοντες είναι ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, το χρέος, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ο δείκτης πραγματικής ισοτιμίας και ο δείκτης οικονομικής αβεβαιότητας.

Τα εύρηματα ανέδειξαν ότι για τις ροές με κατεύθυνση τα ομόλογα, στατιστική σημαντικότητα έχουν οι μεταβλητές, δείκτης πραγματικής ισοτιμίας

(Real Effective Exchange Rate), δείκτης πολιτικής σταθερότητας (political stability and absence/terrorism), η μεταβλητότητα του δείκτη S&P (VIX) και ο δείκτης χρηματοοικονομικής ανάπτυξης (financial development index). Για τις ροές με κατεύθυνση τις μετοχές, στατιστικά σημαντική προκύπτει η μεταβλητή χρηματοοικονομικής ανάπτυξης (financial development index). Τέλος για το σύνολο των ροών, προέκυψαν στατιστικά σημαντικές μεταβλητές οι οποίες είναι ο δείκτης πραγματικής ισοτιμίας (REER), ο δείκτης χρηματοοικονομικής ανάπτυξης καθώς και ο δείκτης πολιτικής σταθερότητας.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι περισσότεροι διεθνείς παράγοντες έχασαν τη σημαντικότητά τους λόγω της χρήσης χρονικών ψευδομεταυλητών που χρησιμοποιήθηκαν στις παλλινδρομήσεις.

6. Βιβλιογραφία – Πηγές

Σημειώσεις Καθηγητή Άγγελος Α. Αντζουλάτος

Ahmed, S. and Zlate, A., 2014. Capital flows to emerging market economies: a brave new world? *Journal of International Money and Finance*, 48, pp.221-248.

Aizenman, J. and Pasricha, G.K., 2013. Why do emerging markets liberalize capital outflow controls? Fiscal versus net capital flow concerns. *Journal of International Money and Finance*, 39, pp.28-64.

Azémar, C. and Desbordes, R., 2013. Has the Lucas Paradox been fully explained? *Economics Letters*, 121(2), pp.183-187.

Banerjee, R., Devereux, M.B. and Lombardo, G., 2016. Self-oriented monetary policy, global financial markets and excess volatility of international capital flows. *Journal of International Money and Finance*, 68, pp.275-297.

Byrne, J.P. and Fiess, N., 2016. International capital flows to emerging markets: National and global determinants. *Journal of International Money and Finance*, 61, pp.82-100.

Carlson, M.M.S. and Hernández, M.L., 2002. Determinants and repercussions of the composition of capital inflows (No. 2-86). *International Monetary Fund*.

Chuhan, P., Claessens, S. and Mamingi, N., 1998. Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors. *Journal of Development Economics*, 55(2), pp.439-463.

Evans, M.D. and Hnatkovska, V., 2005. *International capital flows, returns and world financial integration* (No. w11701). National Bureau of Economic Research.

Forbes, K.J. and Warnock, F.E., 2012. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88(2), pp.235-251.

Fratzscher, M., 2012. Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis. *Journal of International Economics*, 88(2), pp.341-356.

Ghosh, A.R., Qureshi, M.S., Kim, J.I. and Zalduendo, J., 2014. Surges. *Journal of International Economics*, 92(2), pp.266-285.

Lopez-Mejia, A., 1999. Large capital flows: causes, consequences, and policy responses. *Finance and Development*, 36(3), p.28.

Lucas Jr, R.E., 1988. On the mechanics of economic development. *Journal of monetary economics*, 22(1), pp.3-42.

Magud, N.E. and Vesperoni, E.R., 2015. Exchange rate flexibility and credit during capital inflow reversals: Purgatory... not paradise. *Journal of International Money and Finance*, 55, pp.88-110.

Milesi-Ferretti, G.M. and Tille, C., 2011. The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis. *Economic Policy*, 26(66), pp.289-346.

Patnaik, I. and Shah, A., 2012. Did the Indian capital controls work as a tool of macroeconomic policy? *IMF Economic Review*, 60(3), pp.439-464.

Rahbari, E., 2009. Portfolios and business cycles in an open economy dsge model. *manuscript, London Business School*.

Reinhardt, D., Ricci, L.A. and Tressel, T., 2013. International capital flows and development: Financial openness matters. *Journal of International Economics*, 91(2), pp.235-251.

Tille, C., 2012. Sailing through this storm? Capital flows in Asia during the crisis. *Pacific Economic Review*, 17(3), pp.467-488.

Παράρτημα:

ΠΠ1: Συντελεστές Συσχέτισης (Pearson Correlation coefficients)

gdp_g	inflation	debt_gdp	ca	reer	
1.0000	-0.1722	-0.0040	0.0081	-0.1430	gdp_g
	1.0000	-0.0674	-0.0224	0.0287	inflation
		1.0000	0.3422	-0.0633	debt_gdp
			1.0000	-0.0602	ca
				1.0000	reer
us_money	us_sir	nui	vix	fdi	
-0.0474	0.0384	-0.0313	-0.1606	0.1787	gdp_g
-0.1133	0.1183	-0.0112	-0.0342	-0.1207	inflation
0.0130	-0.0366	0.0020	-0.0468	0.3133	debt_gdp
0.0836	-0.0332	-0.0020	0.0747	0.3680	ca
0.0279	-0.0047	0.0113	-0.0021	-0.1677	reer
1.0000	-0.7436	0.5946	0.1787	0.2574	us_money
	1.0000	-0.5601	0.0438	-0.2170	us_sir
		1.0000	0.3649	0.1073	nui
			1.0000	0.0647	vix
				1.0000	fdi
	pve	flows_tot	flows_eq	flows_debt	
	0.1192	-0.0333	-0.0140	-0.0187	gdp_g
	-0.1027	-0.0039	-0.0038	-0.0090	inflation
	-0.1042	-0.0387	0.1079	-0.0481	debt_gdp
	-0.0691	-0.1236	-0.0998	-0.1251	ca
	-0.1821	-0.0543	-0.0877	-0.0411	reer
	-0.0414	0.1983	0.1300	0.1950	us_money
	0.0190	-0.1795	-0.1107	-0.1768	us_sir
	-0.0541	0.1448	0.0864	0.1455	nui
	-0.0392	-0.0983	-0.0633	-0.1018	vix
	0.1118	0.3029	0.3664	0.2678	fdi
	1.0000	0.0207	-0.0396	0.0191	pve
		1.0000	0.6222	0.9426	flows_tot
			1.0000	0.3068	flows_eq
				1.0000	flows_debt