



ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Θεωρία και σύγχρονες εξελίξεις



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΜΠΑΣΑΡΑΜΠΙ ΙΒΑΝΝΑ

ΑΜ: 1214Μ096

Επιβλέπων καθηγητής κος ΜΑΣΤΡΟΓΙΑΝΝΗΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΤΜΗΜΑ: ΔΙΕΘΝΩΝ, ΕΥΡΩΠΑΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΠΜΣ: ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2015

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία προσπαθεί να δώσει μια όσο το δυνατόν πιο συνολική εικόνα για τις σύγχρονες διεθνείς κεφαλαιακές ροές. Εξετάζει την υπάρχουσα κλασική και σύγχρονη θεωρία για το θέμα, διερευνά τους ελέγχους κεφαλαίων και εστιάζει στις κεφαλαιακές ροές της Ευρωζώνης πριν και μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Επιπλέον, παρουσιάζει τις τελευταίες εξελίξεις στις διεθνείς κεφαλαιακές ροές μέχρι το 2015.

ABSTRACT

This paper tries to give a total overview for contemporary international capital flows. It examines the existing classical and contemporary theories on the subject, exploring the capital controls and focuses on Eurozone's capital flows before and after the global financial crisis of 2008. In addition, it presents the latest developments in international capital flows up until 2015.

ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ

διεθνείς κεφαλαιακές ροές, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίου, Ευρωζώνη, Ευρώπη, παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, έλεγχοι κεφαλαίων

KEY WORDS

international capital flows, current account, capital account, Eurozone, Europe, global financial crisis, capital controls

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΑΕΠ Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος

ΔΝΤ Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

ΕΕ Ευρωπαϊκή Ένωση

ΕΚΤ Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

ΞΑΕ Ξένες Άμεσες Επενδύσεις

EFSM European Financial Stabilization Mechanism

EFSF European Financial Stabilization Fund

ESA European System of Accounts

IIF Institute of International Finance

OMT Outright Monetary Transactions

SNA System of National Accounts

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη.....	1
Abstract.....	1
Λέξεις κλειδιά.....	1
Key Words.....	1
Συντομογραφίες.....	2
Εισαγωγή.....	5
Ορισμοί.....	7
Ο όρος κεφάλαιο	7
Το ισοζύγιο πληρωμών	9
Διακρίσεις κεφαλαιακών ροών	11
Ταξινόμηση.....	11
Διάκριση κεφαλαιακών ροών σύμφωνα με το Institute of International Finance	13
Καθαρές και ακαθάριστες κεφαλαιακές ροές	14
Τα πλεονεκτήματα των κεφαλαιακών ροών.....	16
Τα μειονεκτήματα των κεφαλαιακών ροών	18
Το θεωρητικό υπόβαθρο.....	18
Θεωρίες Ισοζυγίου Πληρωμών	18
Προσέγγιση Mundell- Fleming.....	20
Κριτική.....	29
Θεωρίες για το Κεφάλαιο.....	30
Η Παραδοσιακή Προσέγγιση Ξένων Επενδύσεων	30
Η Διαχρονική Προσέγγιση.....	33
Η Προσέγγιση των Δανειακών Κεφαλαίων	39
Θεωρία Γενικής Ισορροπίας	42
Εκτός από τις κλασικές θεωρίες.....	43
Εξωτερικότητες δικτύων.....	43
Θεωρία των «πλατφορμών δύο όψεων»	44
Θεωρίες περί ανταγωνισμού και καινοτομίας.....	44
Θεσμοί και ανάπτυξη.....	45
Η φύση των σύγχρονων επιχειρήσεων και επενδύσεων	46
Ασυμβίβαστη τριάδα	47
Έλεγχος κεφαλαίου	47

Είδη κεφαλαιακών ελέγχων	49
Αξιολόγηση κεφαλαιακών ελέγχων	52
Το κόστος των κεφαλαιακών ελέγχων	55
Ευρώπη και κεφαλαιακές ροές	56
Κεφαλαιακές ροές και Νομισματική Ένωση	56
Η Ευρώπη, η Κρίση και οι ροές κεφαλαίων.....	58
Μεταρρυθμίσεις για την αντιμετώπιση της Κρίσης	60
Βραχυπρόθεσμα	61
Μακροπρόθεσμα.....	63
Κεφαλαιακές ροές 2015.....	73
Διεθνείς κεφαλαιακές τάσεις.....	73
Περιφερειακές επενδυτικές τάσεις	75
Τάσεις επενδυτικής πολιτικής	77
Συμπεράσματα.....	79
Παράρτημα	80
I Επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία στην Ευρώπη το 2015 (European capital flows, 2015)	80
II ΞΑΕ: Εξελίξεις στην Ελλάδα (Enterprise Greece, 2015)	84
Πηγές.....	92

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Πριν από μία δεκαετία τόσο οι ερευνητές όσο και οι φορείς χάραξης πολιτικής συμφωνούσαν πως τα οφέλη της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων υπερβαίνουν τα κόστη, τουλάχιστον για τις αναπτυγμένες χώρες. Αυτό επέτρεψε στους επενδυτές να μεταφέρουν ελεύθερα τα κεφάλαια τους, καταθέσεις, μετοχές και περιουσιακά στοιχεία. Εκτός από μια μικρή ανησυχία για το "financialization" της παγκόσμιας οικονομίας, οι ελεύθερες ροές κεφαλαίων θεωρούνταν θεμιτές. Η Ασιατική κρίση του 1997-98 και η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-8 ανέδειξαν τα μειονεκτήματα των ελεύθερων συναλλαγών, φέρνοντας ξανά στην επικαιρότητα την ανάγκη διαχείρισης των κεφαλαιακών ρόλων.

Με αυτά υπόψη, το παρόν πόνημα θα προσπαθήσει να απαντήσει σε δύο μεγάλα ερωτήματα. Το πρώτο είναι «ποια η σύγχρονη άποψη για τις κινήσεις κεφαλαίων» και το δεύτερο είναι «πώς και γιατί χρειάζεται η διαχείριση και ο έλεγχος κεφαλαίων». Παράλληλα, το πόνημα έχει στόχο να εξετάσει την σημερινή πορεία των κεφαλαιακών ροών. Ποιες, δηλαδή, είναι οι σύγχρονες τάσεις των διεθνών και περιφερειακών επενδυτικών ροών και ποιες είναι οι επενδυτικές τάσεις. Τέλος, σκοπός της εργασίας είναι να εστιάσει στην Ευρωπαϊκή Ένωση. «Πώς επηρεάστηκαν οι κεφαλαιακές της ροές από την σύγχρονη χρηματοοικονομική κρίση» και «πώς αντιμετώπισαν τα προβλήματα των μακροοικονομικών ανισορροπιών που είναι άμεσα συνδεδεμένες με τις κεφαλαιακές ροές», αποτελούν δύο ερωτήματα που θα απαντηθούν παρακάτω.

Ως προς την δομή του πονήματος, στα δύο πρώτα μέρη θα παρουσιαστούν το εννοιολογικό και θεωρητικό πλαίσιο της εργασίας. Αρχικά, θα οριστούν οι όροι κεφάλαιο και κεφαλαιακές ροές. Στη συνέχεια, θα αναφερθούν οι κλασικές θεωρίες για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η προσέγγιση Mundell- Fleming μαζί με άλλες θεωρίες, όπως η παραδοσιακή προσέγγιση, η διαχρονική προσέγγιση και η προσέγγιση Δανειακών Κεφαλαίων, θα αναλυθούν περισσότερο λόγω της εστίασης τους στην κινητικότητα του κεφαλαίου, τη θέση και τις επιδράσεων των κεφαλαιακών ροών στην οικονομία.

Στη συνέχεια, θα παρουσιαστούν οι σύγχρονες απόψεις για τις κεφαλαιακές ροές. Πιο συγκεκριμένα, η θεωρία περί τις εξωτερικότητες δικτύων, η θεωρία πλατφορμών δύο όψεων είναι δύο εξ αυτών. Παράλληλα, θα αναδειχθεί η τάση για την μελέτη του ρόλου της ανταγωνιστικότητας και καινοτομίας στις κεφαλαιακές ροές, αλλά και της σχέσης των θεσμών,

της ανάπτυξης και των κεφαλαιακών ροών. Η φύση των σύγχρονων επιχειρήσεων αποτελεί ένα ακόμα θέμα το οποίο επηρεάζει την πορεία των κεφαλαιακών ροών, καθώς οι άμεσες ξένες επενδύσεις και οι πολυεθνικές επιχειρήσεις αποτελούν την πλειοψηφία των δρώντων υπεύθυνων για τις κεφαλαιακές ροές. Φυσικά δεν θα μπορούσε να λείπει και μια ειδική αναφορά στη θεωρία της ασυμβίβαστης τριάδας. Βάση όλων των παραπάνω θα απαντηθεί το πρώτο ερώτημα, δηλαδή, «ποια η σύγχρονη άποψη για τις κινήσεις κεφαλαίων».

Το τρίτο μέρος του πονήματος θα εξετάσει τους ελέγχους κεφαλαιακών ροών, ή αλλιώς capital controls. Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι θα οριστούν, θα διακριθούν και θα ταξινομηθούν. Με αυτό τον τρόπο, θα γίνει φανερό πώς οι κεφαλαιακοί έλεγχοι συμβάλουν στην διαδικασία διαχείρισης των κεφαλαιακών ροών. Μετά την αξιολόγηση των κεφαλαιακών ελέγχων και παρουσίας και άλλων τρόπων διαχείρισης κεφαλαίων, θα πρέπει να έχει απαντηθεί και το δεύτερο ερώτημα.

Το τέταρτο μέρος θα εστιάσει στην Ευρώπη. Επειδή η Ευρωπαϊκή Ένωση αποτελεί νομισματική ένωση, λίγη έξτρα θεωρία θα πρέπει να εξηγήσει τη σχέση των νομισματικών ενώσεων και κεφαλαιακών ροών. Ύστερα, θα μελετηθούν οι κεφαλαιακές, ειδικά της Ευρωζώνης, πριν και μετά την Κρίση του 2008. Και καθώς, η Κρίση τόνισε τις μακροοικονομικές ισορροπίες, θα αναφερθούν οι τρόποι με τους οποίους η Ευρωπαϊκή Ένωση την χρηματοοικονομική κρίση, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Στο πέμπτο και τελευταίο μέρος θα παρουσιαστούν οι πλέον σύγχρονες εξελίξεις όσον αφορά τις κεφαλαιακές ροές. Συγκεκριμένα, θα παρουσιαστούν οι διεθνείς και περιφερειακές τάσεις των κεφαλαιακών ροών, καθώς επίσης και οι τάσεις της επενδυτικής πολιτικής.

ΟΡΙΣΜΟΙ

Πριν εξετάσει κανείς τις κεφαλαιακές ροές θα πρέπει να αναλύσει την έννοια κεφάλαιο και να μελετήσει πώς και πού καταγράφονται αυτές οι κεφαλαιακές ροές.

Ο ΟΡΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Ο όρος "κεφάλαιο" φέρει τρεις διακριτές έννοιες για τους οικονομολόγους. Η πρώτη έννοια είναι το απόθεμα φυσικού και ανθρώπινου κεφαλαίου το οποίο χρησιμοποιείται στην παραγωγή. Η δεύτερη έννοια είναι το σύνολο των χρηματοοικονομικών απαιτήσεων είτε από το δημόσιο είτε από τον ιδιωτικό τομέα. Η τρίτη έννοια είναι ένα υποσύνολο χρηματοοικονομικών απαιτήσεων χωρίς όμως να περιλαμβάνεται η έννοια του χρέους- για παράδειγμα, το μετοχικό κεφάλαιο (Milne, 2014).

Η πρώτη έννοια προκύπτει από την νεοκλασική θεωρία εμπορίου η οποία αναφέρεται στην κινητικότητα κεφαλαίου και εργασίας. Εδώ το κεφάλαιο νοείται ως το σύνολο του φυσικού κεφαλαίου και του ανθρώπινου κεφαλαίου. Η βάση της θεωρίας είναι ότι το εμπόριο επιφέρει κέρδη τα οποία προκύπτουν εξαιτίας της διαδικασίας του αρμπιτράζ. Η δεύτερη έννοια είναι το κεφάλαιο όπως εννοείται στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίου στο Ισοζύγιο Πληρωμών. Με άλλα λόγια, είναι οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις οι οποίες αποτελούν τις διεθνείς κεφαλαιακές ροές. Η τρίτη έννοια αφορά το μετοχικό κεφάλαιο. Η έννοια αυτή είναι σημαντική για την μελέτη των διεθνών κεφαλαιακών ροών καθώς με αυτή την έννοια νοείται το κεφάλαιο όταν υπάρχει αναφορά στις κεφαλαιακές απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας και τα πρότυπα μέτρησης απόδοσης των τραπεζών και των διαχειριστών κεφαλαίων για την αποφυγή κινδύνων.

Επιπλέον, θα πρέπει να έχει κανείς κατά νου την διάκριση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών μεταξύ των κατοίκων της χώρας και των συναλλαγών κατοίκων και μη-κατοίκων. Αυτή η διάκριση χρησιμοποιείται στις διεθνείς κεφαλαιακές ροές, και παίζει σημαντικό ρόλο στην φορολογία και την νομοθεσία.

Η φράση «έλεγχος κεφαλαίων», ή όπως πιο συχνά ακούγεται «capital control», συμπεριλαμβάνει, επίσης, πολλές έννοιες. Η πρώτη έννοια αφορά καθεστώτα, όπως αυτά τα οποία επιβλήθηκαν στην Ευρώπη τη δεκαετία του 1960, όπου επιβλήθηκαν επίσημοι περιορισμοί στις χρηματοοικονομικές συμβάσεις μεταξύ των κατοίκων και των μη-κατοίκων μίας χώρας. Μια άλλη χρήση του όρου «έλεγχος κεφαλαίων» αναφέρεται στην επιβολή μέτρων

σε χρηματοοικονομικές απαιτήσεις, όπως φόροι, προσαυξήσεις, ποσοτικοί περιορισμοί, περιορισμοί στα μερίσματα των μετοχών ή πληρωμές με κουπόνια, μεταξύ των κατοίκων και των μη-κατοίκων μίας χώρας (Milne, 2014).

Η φράση "διαχείριση κεφαλαίων" αφορά ποικίλους τρόπους ελέγχου κεφαλαίων, ώστε να ελέγχονται το επίπεδο και/ή σύνθεση των κεφαλαιακών ροών μεταξύ των κατοίκων και μη-κατοίκων μίας χώρας.

Πιο συγκεκριμένα για τις κεφαλαιακές ροές στις οποίες θα αναφερθεί η εργασία. Οι διεθνείς κεφαλαιακές ροές αποτελούν την χρηματοοικονομική πλευρά του διεθνούς εμπορίου¹. Όταν κάποιος εισάγει ένα αγαθό ή υπηρεσία, ο αγοραστής (εισαγωγέας) πληρώνει σε κάποιο νόμισμα τον πωλητή (εξαγωγέα), όπως και στις εντός χώρας συναλλαγές. Αν το σύνολο των εξαγωγών ήταν ίσο με το σύνολο των εισαγωγών, οι συναλλαγές αυτές θα έφτιαχναν ένα ισοζύγιο ίσο με μηδέν. Οι πολίτες, αλλιώς, της χώρας θα λάμβαναν ίσες χρηματοπιστωτικές ροές με όσες εξήγαγαν. Ωστόσο, το εμπορικό ισοζύγιο δεν είναι συνήθως μηδέν. Οι συναλλαγές μίας χώρας οι οποίες αφορούν αγαθά και υπηρεσίες καταγράφονται στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αν η χώρα έχει πλεόνασμα ή έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, υπάρχει μια αντισταθμιστική καθαρή χρηματοπιστωτική ροή. Η χρηματοπιστωτική ροή αυτή μπορεί να πάρει τη μορφή νομίσματος, τίτλων, δικαιωμάτων ιδιοκτησίας ακινήτων ή άλλων χρηματοπιστωτικών απαιτήσεων. Αυτή η καθαρή χρηματοπιστωτική ροή καταγράφεται στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίου και στο χρηματοπιστωτικό ισοζύγιο. (Ott, 2007)

Όταν οι εισαγωγές μίας χώρας υπερβαίνουν τις εξαγωγές της, έχει έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Οι ξένοι εμπορικοί εταίροι της χώρας οι οποίοι κατέχουν καθαρές χρηματικές αξιώσεις από την χώρα μπορούν να συνεχίσουν να κατέχουν τις απαιτήσεις τους ή να τις αξιοποιήσουν αγοράζοντας άλλα περιουσιακά στοιχεία, ακίνητα ή μετοχές της χώρας που έχει το έλλειμμα. Οι καθαρές εκροές κεφαλαίων αποτελούν το σύνολο των απαιτήσεων αυτών. Και καθώς, οι κεφαλαιακές ροές αυτές έχουν την αντίθετη κατεύθυνση από αυτή των αγαθών και υπηρεσιών, που εξάγονται, μια χώρα με έλλειμμα στο ισοζύγιο συναλλαγών έχει αναγκαστικά πλεόνασμα στο ισοζύγιο κεφαλαίου ή/και στο χρηματοπιστωτικό ισοζύγιο. Σε όρους ισοζυγίου πληρωμών, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αντισταθμίζεται από το

¹ Πρακτικά, το ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίου, μαζί με το χρηματοπιστωτικό ισοζύγιο και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα χρηματοδοτούν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων και το χρηματοπιστωτικό ισοζύγιο. Κάτι τέτοιο όμως δεν συμβαίνει στην πραγματικότητα καθώς στην λογιστική καταγραφή γίνονται σφάλματα και παραλείψεις. (Κυρκιλής, 2010)

Έτσι, το ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίου και το χρηματοπιστωτικό ισοζύγιο δεν καθρεπτίζουν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Αυτό συμβαίνει κυρίως για τρεις λόγους. Πρώτον, πολλές χρηματοπιστωτικές συναλλαγές πραγματοποιούνται αφού συμψηφιστούν οι υποχρεώσεις των δύο πλευρών και εκκαθαριστούν. Δεύτερον, από τη δεκαετία του 1970 έχουν αυξηθεί οι ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών κυρίως εξαιτίας της μη καταγραφής των κεφαλαιακών ροών. Τρίτον, μεγάλο μέρος των εισαγωγών και εξαγωγών αποτελούν εντο-επιχειρησιακές συναλλαγές οι οποίες καταγράφονται στα βιβλία των επιχειρήσεων αλλά όχι ως χρηματοπιστωτικές ή κεφαλαιακές ροές. (Ott, 2007)

Πριν παρουσιαστούν, όμως, τα είδη των κεφαλαιακών ροών, θα ήταν σωστό να αναλυθεί λίγο περισσότερο το ισοζύγιο πληρωμών και να παρουσιαστεί η σύγχρονη μορφή του όπως αυτή προκύπτει από κανόνες του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

ΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Το ισοζύγιο πληρωμών (Balance of Payments, BoP) είναι ένας λογαριασμός στον οποίο καταγράφονται όλες οι συναλλαγές μίας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμος, μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, συνήθως ενός έτους. Από το 1948 το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) έχει αναπτύξει οδηγίες για τη σύνταξη συνεπούς, υγιούς και έγκαιρου στατιστικά ισοζυγίου πληρωμών. Το 2009, το ΔΝΤ εξέδωσε την έκτη έκδοση του Εγχειριδίου για το Ισοζύγιο Πληρωμών και την Διεθνής Επενδυτική θέση (Balance of Payments and International Investment Position Manual, BPM6) (IMF, 2013)², αντικαθιστώντας την πέμπτη έκδοση που είχε δημοσιευθεί το 1993. Η αναθεωρημένη αυτή έκδοση συντάχθηκε υπό τη συνεργασία της Επιτροπής Στατιστικών του Ισοζυγίου Πληρωμών του ΔΝΤ, των αντίστοιχων εθνικών και διεθνών οργανισμών, καθώς επίσης, της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Η τελευταία αυτή έκδοση λαμβάνει υπόψιν τις σημαντικές εξελίξεις που συντελέστηκαν στην παγκόσμια οικονομία από την έκδοση του προηγούμενου εγχειριδίου. Οι τρεις μείζονες παράγοντες που επηρέασαν την αναθεωρημένη έκδοση είναι η παγκοσμιοποίηση, δηλαδή η αυξημένη χρήση των διασυνοριακών διαδικασιών παραγωγής, οι

² Ολόκληρο το κείμενο του BPM6 μπορεί κανείς να το βρει στην επίσημη ιστοσελίδα του IMF [εδώ](#).

πολύπλοκες διεθνείς δομές εταιρειών και η διεθνή κινητικότητα του εργατικού δυναμικού, η αυξημένη εστίαση στους ισολογισμούς που αντικατοπτρίζει τη διεθνή επενδυτική θέση και η χρηματοπιστωτική καινοτομία που δημιουργήσε πολλά νέα σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα. Το εγχειρίδιο τέλος αναθεωρήθηκε παράλληλα με την εισαγωγή του Συστήματος Εθνικών Λογαριασμών του 2008 (System of National Accounts 2008, SNA 2008) και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Λογαριασμών του 2010 (European System of Accounts 2010, ESA 2010), προκειμένου να εξασφαλιστεί η συνοχή μεταξύ των εξωτερικών και εγχώριων μακροοικονομικών στατιστικών.

Το ισοζύγιο πληρωμών σύμφωνα με το BPM6 αποτελείται από τρεις βασικούς επιμέρους λογαριασμούς, το ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (Current Account, CA), το ισοζύγιο Κίνησης Κεφαλαίου (Capital Account) και το Χρηματοπιστωτικό ισοζύγιο (Financial Account). Το ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών δείχνει ροές αγαθών, υπηρεσιών, το πρωτογενές εισόδημα, και δευτερογενούς εισοδήματος μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών δείχνει την οικονομική δύναμη της χώρας σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο και επηρεάζει τις διακυμάνσεις στο Εθνικό Εισόδημα Y ($Y = C + I + G + CA$). Ένα πλεόνασμα (έλλειμμα) στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επηρεάζει θετικά (αρνητικά) την οικονομική δραστηριότητα της χώρας (Παπάζογλου, 2010). Επίσης, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών δείχνει κατά πόσο η οικονομία μιας χώρας μπορεί να λειτουργεί χωρίς δανεισμό. Το ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών φανερώνει τη διαφορά μεταξύ αποταμιεύσεων και επενδύσεων για την οικονομία.

Ο λογαριασμός κίνησης κεφαλαίων εμφανίζει πιστωτικές και χρεωστικές καταχωρήσεις περιουσιακών στοιχείων που δεν παράγονται και δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα³ και μεταβιβάσεις κεφαλαίων μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων. Επίσης, καταγράφει εξαγορές και διαθέσεις μη παραγμένων και όχι χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων, όπως η γη που πουλήθηκε σε πρεσβείες και τις πωλήσεις αδειών και δικαιωμάτων μισθώσεις, καθώς και τις κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, δηλαδή, τη παροχή πόρων για κεφαλαιακούς σκοπούς σε μια οντότητα χωρίς να παρέχεται τίποτα ως άμεση επιστροφή. Μια χώρα έχει έλλειμμα στο λογαριασμό κεφαλαίων, αν συσσωρεύει καθαρές απαιτήσεις από τον υπόλοιπο κόσμο με την αγορά περισσότερων περιουσιακών στοιχείων, και/ ή εκδίδει περισσότερα δάνεια προς τον

³ Μετάφραση για nonproduced και nonfinancial.

υπόλοιπο κόσμο από ό, τι λαμβάνει. Μια χώρα με έλλειμμα στο λογαριασμό κεφαλαίου βιώνει, επίσης, μια εκροή κεφαλαίων. Η συσσώρευση απαιτήσεων για τον υπόλοιπο κόσμο είναι μια μορφή εθνικής αποταμίευσης. Αντιστρόφως, μια χώρα λέγεται για να έχει πλεόνασμα στο λογαριασμό κεφαλαίου και εισροή κεφαλαίων, αν ο υπόλοιπος κόσμος δεν συσσωρεύει πάρα πολλές καθαρές απαιτήσεις από τη χώρα τους.

Ο χρηματοπιστωτικός ισολογισμός εμφανίζει την καθαρή απόκτηση και διάθεση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων. Ο ισολογισμός αυτός αποτελείται από επιμέρους λογαριασμούς, τις άμεσες επενδύσεις (direct investment di), τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου (portfolio investment pi), τις άλλες επενδύσεις (other investment oi) και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα (reserve assets) (IMF, 2013). Οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου περιλαμβάνουν τις συναλλαγές σε τίτλους, όπως μετοχές, ομόλογα, τραπεζικά δάνεια, παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα (derivatives) και διάφορες άλλες μορφές πιστώσεων. Οι άμεσες επενδύσεις αφορούν την αγορά ακινήτων, παραγωγικών μονάδων ή ουσιώδεις επενδύσεις σε μετοχικό κεφάλαιο, δηλαδή πάνω από το 10% της κυριότητας μίας επιχείρησης (McAleese, 2005).

Ο λογαριασμός επίσημων αποθεματικών καταγράφει τις μεταβολές στα συναλλαγματικά αποθέματα και το απόθεμα χρυσού της χώρας που φυλάσσονται από την Κεντρική Τράπεζα. Για την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) ισχύει ότι τα συναλλαγματικά διαθέσιμα σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) περιλαμβάνουν μόνο το συναλλαγματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), τα "ειδικά τραβηχτικά δικαιώματα" και τις απαιτήσεις της κεντρικής τράπεζας της χώρας σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων των χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι των κατοίκων εκτός της Ευρωζώνης, τις απαιτήσεις σε άλλο συνάλλαγμα έναντι κατοίκων χωρών της Ευρωζώνης και τις απαιτήσεις της εκάστοτε εθνικής κεντρικής τράπεζας στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ. (ECB, 2015)

ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ

Οι κεφαλαιακές ροές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με πολλούς τρόπους. Πρώτα από όλα οι κεφαλαιακές ροές διακρίνονται σε εισροές, κεφάλαια που εισρέουν στην χώρα και εκροές, κεφάλαια που εκρέουν από την χώρα. Το από πού έρχονται και πού πηγαίνουν τα κεφάλαια μπορεί να αποτελέσει ένα τρόπο ταξινόμησης. Για παράδειγμα, αν τα κεφάλαια πηγαίνουν προς ή έρχονται από αναπτυγμένες, αναπτυσσόμενες ή ελάχιστα αναπτυγμένες χώρες. Μπορούν, δηλαδή, να κατηγοριοποιηθούν βάσει της κατεύθυνση της ροής, βάσει του τύπου του δανειστή ή δανειζόμενου, βάσει την νομική μορφή τους, βάσει το χρόνο λήξης τους (maturity).

Αν εξετάσει κανείς τους τύπους των δανειστών, γίνεται φανερό ότι κεφάλαια μπορούν να παρέχουν:

- Κυβερνήσεις
- Πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης (multilateral development banks MDBs), συμπεριλαμβανομένου και του ΔΝΤ
- Μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες ως πηγές Ξένων Άμεσων Επενδύσεων και ως πάροχοι πιστώσεων για τη χρηματοδότηση κεφαλαιουχικών αγαθών που παράγουν
- Τράπεζες
- Άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα αμοιβαία κεφάλαια, οι επενδυτικές τράπεζες, τα hedge funds (Τα δύο τελευταία αναφέρονται και ως ιδρύματα υψηλής δανειακής εξάρτησης)
- Ιδιώτες και
- Μη κυβερνητικές οργανώσεις (ΜΚΟ). (Williamson, 2005)

Η ταξινόμηση με βάσει το δανειζόμενο έχει μια παρόμοια λίστα δανειζόμενων, εκτός φυσικά από τα MDBs. Επίσης, τα δάνεια προς ΜΚΟ και προς ιδιώτες είναι ποσοτικά ασήμαντα. Όσον αφορά τη νομική μορφή, οι κεφαλαιακές ροές μπορεί να είναι συμβάσεις υπό τη μορφή:

- Μιας επιχορήγησης
- Ενός δανείου
- Μιας συμμετοχής στο κεφάλαιο με έλεγχο από τον επενδυτή. Τέτοιες είναι οι ΞΑΕ.
- Μιας συμμετοχής στο κεφάλαιο χωρίς έλεγχο. Τέτοιες είναι οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου. (Williamson, 2005)

Ως προς την ωριμότητα, τα κεφάλαια μπορεί να έχουν διάρκεια από μία μέρα- σημαντικά για την διαπραγματευτική αγορά- έως και άπειρη, όπως στην περίπτωση των British Consols. Βέβαια, τα κεφάλαια μπορούν να μεταβιβαστούν από τον έναν επενδυτή σε άλλον ώστε ο επενδυτής που τα αγόρασε να μην είναι «κλειδωμένος» μόνιμα.

Παράλληλα, αξίζει να σημειωθεί ότι οι κεφαλαιακές ροές αφορούν και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα μίας χώρας. Οι εμπορικές ανισορροπίες χρηματοδοτούνται από το συμψηφισμό των κεφαλαιακών και χρηματοπιστωτικών ροών, οι οποίες δημιουργούν μεταβολές στα καθαρά συναλλαγματικά διαθέσιμα. (Ott, 2007) Οι κεφαλαιακές ροές αυτές μπορούν να λάβουν τις ακόλουθες μορφές ή/και συνδυασμό των μορφών αυτών:

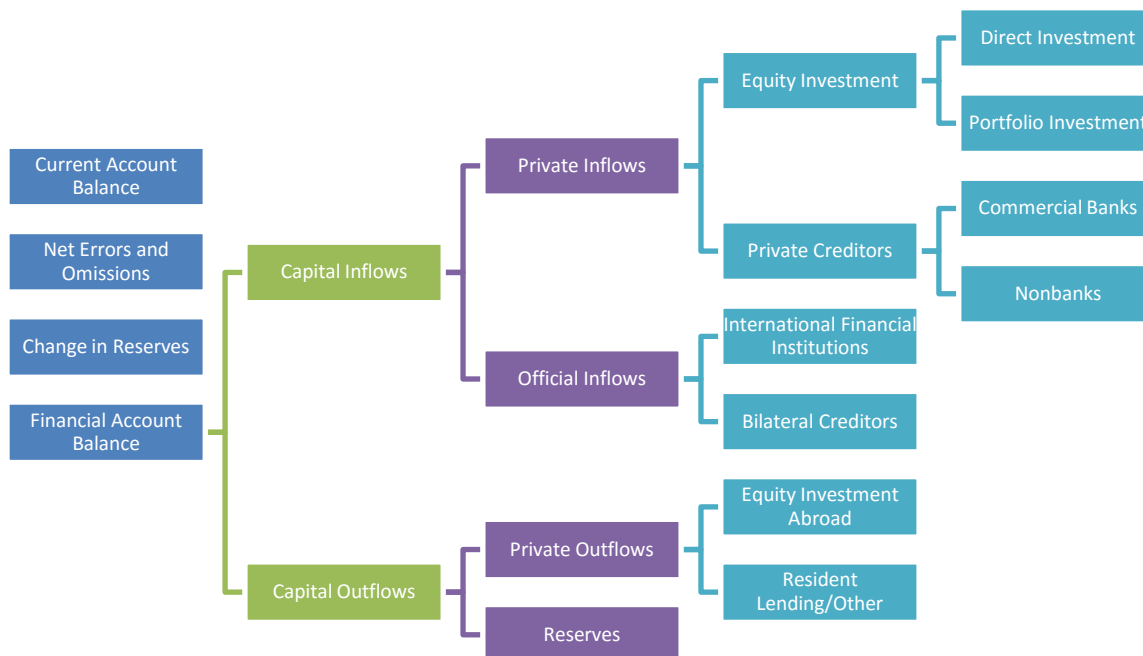
- Επενδύσεις κεφαλαίου
- Επενδύσεις χαρτοφυλακίου είτε χρεωστικών ή συμμετοχικών τίτλων (either debt or equity securities)
- Άμεσες ξένες επενδύσεις (ΑΞΕ) σε εγχώριες επιχειρήσεις συμπεριλαμβανομένων των νεοσύστατων
- Μεταβολές σε διεθνείς αποθεματικά.

ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE

Πιο αναλυτικά, η αρχική διάκριση των κεφαλαιακών ροών είναι σε εισροές και εκροές. Σύμφωνα με το Institute of International Finance (IIF), οι εισροές κεφαλαίων μπορούν να λάβουν τη μορφή Ιδιωτικών Εισροών (Private Inflows) και Επίσημων ή Δημόσιων Εισροών (Official Inflows). Οι Ιδιωτικές Εισροές διακρίνονται σε μετοχικές επενδύσεις (Equity Investment) που μπορεί να είναι είτε άμεσες είτε χαρτοφυλακίου και σε ιδιώτες πιστωτές (Private Creditors) που μπορεί να είναι είτε εμπορικές τράπεζες (commercial banks) ή μη τραπεζικές οντότητες (nonbanks). Οι Επίσημες Εισροές μπορεί να προέρχονται είτε από διεθνείς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς (International Financial Institutions) είτε από διμερή συμφωνίες μεταξύ κρατών (Bilateral Creditors). (Koeperke, 2014)

Οι εκροές κεφαλαίων διακρίνονται σε Ιδιωτικές Εκροές (Private Outflows) που μπορούν να πάρουν την μορφή είτε μετοχικών επενδύσεων στο εξωτερικό (equity investment abroad) είτε άλλες συναλλαγές κατοίκων με το εξωτερικό (resident lending/other). (Koeperke, 2014)

Για διευκόλυνση κατανόησης δημιουργήθηκε ο παρακάτω πίνακας ο οποίος δείχνει το ισοζύγιο πληρωμών όπως το ορίζει το ΙΠ⁴ με τις διακλαδώσεις που μόλις αναφέρθηκαν.



ΚΑΘΑΡΕΣ ΚΑΙ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Τέλος, σημαντικό είναι να ξεκαθαρίσουμε τις έννοιες καθαρές και ακαθάριστες κεφαλαιακές ροές. Μεγάλη ακαδημαϊκή συζήτηση έχει προκύψει για το αν οι καθαρές ή οι ακαθάριστες κεφαλαιακές ροές⁵ εξηγούν καλύτερα τις μακροοικονομικές ανισότητες και τις

⁴ Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω το ΔΝΤ, η ΕΚΤ και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχουν συμφωνήσει στη χρήση μια παραλλαγής του ισοζυγίου πληρωμών, η οποία διαχωρίζει το κεφαλαιακό και χρηματοπιστωτικό λογαριασμό.

⁵ Για εμφάθυνση στο θέμα μπορεί κανείς να ανατρέξει εκτός από τις αναφερθείσες πηγές στα εξής:

- Kraay, A, N Loayza, L Servén, and J Ventura (2005), "Country portfolios", JOURNAL OF THE EUROPEAN ECONOMIC ASSOCIATION 3
- Lane, P, and G Milesi-Ferretti (2007), "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004", JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS
- Cowan, K, J De Gregorio, A Micco, and C Neilson (2008), "Financial diversification, sudden stops, and sudden starts", in K Cowan, S Edwards, R Valdés, and N Loayza (eds.) CURRENT ACCOUNT AND EXTERNAL FINANCE, Central Bank of Chile
- Rothenberg, A, and F Warnock (2011), "Sudden flight and true sudden stops", REVIEW OF INTERNATIONAL ECONOMICS 19

χρηματοοικονομικές κρίσεις. Οι καθαρές κεφαλαιακές ροές ορίζονται ως η διαφορά ανάμεσα στις ξένες αγορές εγχώριων περιουσιακών στοιχείων (ή εισροές κεφαλαίων από τους ξένους) και τις εγχώριες αγορές ξένων περιουσιακών στοιχείων (ή εκροές κεφαλαίων από εγχώριους παράγοντες). Οι περισσότεροι μελετητές έχουν αφοσιωθεί στη μελέτη της συμπεριφοράς των καθαρών κεφαλαιακών ροών, ενώ λιγότερη μελέτη γίνεται σε σχέση με τη συμπεριφορά των ακαθάριστων κεφαλαιακών ροών, που είναι τα δύο συστατικά των καθαρών κεφαλαιακών ροών-εισαγωγές κεφαλαίων από ξένους και εκροές κεφαλαίων από εγχώριους παράγοντες. (Broner F. , Didier, Erce, & Schmukler, 2012) Η έντονη έμφαση στις καθαρές ροές συνιστά ένα σοβαρό μειονέκτημα, διότι οι ακαθάριστες ροές είναι πολύ μεγαλύτερες και πολύ πιο ευμετάβλητες από τις καθαρές ροές, και το μέγεθος και η αστάθεια τους έχουν αυξηθεί αισθητά πιο γρήγορα. (Broner F. A., Didier, Erce, & Schmukler, 2013)

Οι πολιτικοί δρώντες εστίαζαν συνήθως την προσοχή τους, στις καθαρές κεφαλαιακές ροές ή το αντίστοιχό τους, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ώστε να κατανοήσουν γιατί συμβαίνουν οι κρίσεις και γενικά, πώς οι χώρες αλληλοεπιδρούν διεθνώς. Όμως, η μείωση στις καθαρές κεφαλαιακές εισροές κατά την κρίση είναι στην πραγματικότητα σημαντικά μικρότερη από την μείωση στις ακαθάριστες ροές κεφαλαίου. Για αυτό, κατά την διάρκεια των κρίσεων, μειώνεται η ικανότητα των χωρών να χρηματοδοτούν τις εγχώριες επενδύσεις με ξένα κεφάλαια, αλλά, επίσης να μοιράζονται το εγχώριους κινδύνους με τους ξένους. Αυτό φάνηκε ξεκάθαρα και στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. (Schmukler, 2013)

Στην έρευνά τους οι Broner, Didier, Erce και Schmukler κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι ακαθάριστες κεφαλαιακές ροές είναι μεγάλες και ευμετάβλητες σε απόλυτους όρους, καθώς επίσης είναι και σχετικές ως προς το μέγεθος και τη μεταβλητότητα με τις καθαρές κεφαλαιακές ροές. Ενώ, το μέγεθος και η μεταβλητότητα των καθαρών κεφαλαιακών ροών έχει παραμείνει σχεδόν σταθερή τις τελευταίες δεκαετίες, ενώ και τα δύο έχουν αυξηθεί σημαντικά όσον αφορά τις ακαθάριστες κεφαλαιακές ροές. Για παράδειγμα, ενώ τις δεκαετίες του 1970 και 1980, η τυπική απόκλιση των εισροών κεφαλαίων από ξένους συν των εκροών κεφαλαίων από τους εθνικούς φορείς ήταν παρόμοια με την τυπική απόκλιση των εισροών κεφαλαίων από ξένους μείον τις εκροές κεφαλαίων από τους εγχώριους παράγοντες, η αναλογία των δύο τυπικών

-
- Forbes, K, and F Warnock (2012), "Capital flow waves: Surges, stops, flight and retrenchment", JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS 88
 - Johnson, K,(2009) "Gross or Net International Financial Flows: Understanding the Financial Crisis", Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies

αποκλίσεων ήταν 2,0 στη δεκαετία του 1990 και 2,4 στη δεκαετία του 2000. Αυτό αντανακλά την ολοένα και πιο θετική συσχέτιση μεταξύ των εισροών κεφαλαίων από ξένους και των εκροών κεφαλαίων από εγχώριους παράγοντες. (Broner F. , Didier, Erce, & Schmukler, 2012)

Επίσης, οι παραπάνω αναφερθέντες επιστήμονες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι ακαθάριστες κεφαλαιακές ροές λειτουργούν προκυκλικά. Κατά την διάρκεια οικονομικής επέκτασης οι ξένοι αυξάνουν τις αγορές των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων και οι εγχώριοι παράγοντες αυξάνουν τις αγορές ξένων περιουσιακών στοιχείων. Κατά την διάρκεια οικονομικής συστολής, οι ξένοι περιορίζουν τις επενδύσεις τους σε εγχώρια περιουσιακά στοιχεία και οι εγχώριοι παράγοντες μειώνουν τις επενδύσεις τους στο εξωτερικό. Αυτή η εστίαση προς την εγχώρια χρηματοπιστωτική αγορά είναι ιδιαίτερα έντονη κατά τη διάρκεια της κρίσης. Μάλιστα, οι κρίσεις οι οποίες συμβαίνουν κατά την διάρκεια περιόδων παγκόσμιων οικονομικών αναταραχών, τείνουν να παρουσιάζουν πολύ έντονα αυτό το φαινόμενο. Το ίδιο φαινόμενο παρουσιάζεται κατά την διάρκεια τραπεζικών και νομισματικών κρίσεων και κρίσεων χρέους. Επίσης, το φαινόμενο αυτό λαμβάνει χώρα για όλων των ειδών τις ακαθάριστες κεφαλαιακές ροές, συμπεριλαμβανομένου τις άμεσες επενδύσεις, το χαρτοφυλάκιο χρέους, το χαρτοφυλάκιο μετοχών και άλλες επενδύσεις. Ωστόσο η συμπεριφορά των αποθεμάτων διαφέρει βάσει της εισοδηματικής κατηγορίας στην οποία βρίσκεται η χώρα. Τα αποθεματικά διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο κατά τη συστολή των κεφαλαιακών ροών στις μεσαίου εισοδήματος χώρες και δεν παίζουν κανένα ρόλο στις υψηλού εισοδήματος χώρες. (Broner F. A., Didier, Erce, & Schmukler, 2013)

Ένα θεωρητικό υπόδειγμα για τις κεφαλαιακές ροές δεν μπορεί να θεωρηθεί επαρκές αν δεν εξηγεί και τις καθαρές και ακαθάριστες κεφαλαιακές ροές. Συνεπώς, ο συνδυασμός μελέτης των καθαρών και των ακαθάριστων κεφαλαιακών ροών μπορεί να δώσει μια πιο ολοκληρωμένη άποψη των κεφαλαιακών ροών.

Η κίνηση κεφαλαίων, όπως είναι γνωστό δεν ήταν πάντα κάτι που εφάρμοζαν οι χώρες. Αυτό διότι οι κεφαλαιακές ροές έχουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Στη συνέχεια, θα παρουσιαστούν συνοπτικά τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των κεφαλαιακών ροών όπως αυτά προκύπτουν από την υπάρχουσα βιβλιογραφία.

Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των κεφαλαιακών ροών

ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Οι οικονομολόγοι έχουν από καιρό υποστηρίζει ότι το εμπόριο περιουσιακών στοιχείων (ροές κεφαλαίων) παρέχει σημαντικά οικονομικά οφέλη, επιτρέποντας στους κατοίκους διαφόρων χωρών να επωφελούνται από τις διαφορές τους. Ουσιαστικά, οι ροές κεφαλαίων επιτρέπουν σε χώρες να εμπορεύονται την κατανάλωση του σήμερα, για κατανάλωση του αύριο. (Eichengreen, 1999) Όπως εξήγησε επιτυχημένα ο Maurice Obstfeld, οι χώρες ανταλλάσσουν κεφάλαια διαφορετικού επιπέδου ως προς το ρίσκο που φέρουν, για να εξομαλύνουν τα скаμπανεβάσματα της δυνατότητας κατανάλωσης στο μέλλον. Διενεργούν, έτσι λοιπόν, διαχρονικό εμπόριο. (Obstfeld, 2012) Για παράδειγμα, επειδή η Γαλλία έχει έναν πληθυσμό που γεννά πιο γρήγορα από ό, τι ο πληθυσμός της Ιρλανδίας, είναι λογικό για τους Γάλλους κατοίκους να αγοράσουν περισσότερα περιουσιακά στοιχεία από την Ιρλανδία. Αυτό επιτρέπει στους Γάλλους να αποταμιεύουν για τη συνταξιοδότησή τους με τη δημιουργία αξιώσεων σχετικά με το μέλλον του εισοδήματος στην Ιρλανδία, ενώ επιτρέπει τους κατοίκους της Ιρλανδίας να δανείζονται με χαμηλότερα επιτόκια.

Παράλληλα, υπάρχει η πεποίθηση ότι το εμπόριο κεφαλαίου επιτρέπει σε χώρες να αποφύγουν μεγάλες μειώσεις στην εγχώρια κατανάλωση εξαιτίας, για παράδειγμα, μίας οικονομική ύφεση ή μίας φυσικής καταστροφής. Αυτό το καταφέρνουν μέσω της πώλησης περιουσιακών στοιχείων ή / και δανεισμό από τον υπόλοιπο κόσμο.

Ένα τρίτο πλεονέκτημα είναι ότι οι κεφαλαιακές ροές επιτρέπουν σε όλες τις χώρες να δανειστούν προκειμένου να βελτιώσουν την ικανότητά τους να παράγουν αγαθά και υπηρεσίες στο μέλλον. (Neely, 1999). Αν χρησιμοποιηθούν σωστά οι κεφαλαιακές ροές συμβάλουν στη δημιουργία συνθηκών υποδομής για τη στήριξη της αναπτυξιακής διαδικασίας σε χώρες που δεν έχουν επαρκές κεφάλαιο. (McAleese, 2005)

Παράλληλα, με τη διεθνή κινητικότητα του κεφαλαίου, αυτοί που το προμηθεύουν μετριάζουν τον επενδυτικό κίνδυνο λόγω της διασποράς του σε διάφορες αγορές. Αλλά και από την πλευρά του κράτους, η κινητικότητα κεφαλαίου συμβάλλει σε μια πιο συνετή μακροοικονομική πολιτική, καθώς η εκάστοτε κυβέρνηση θα πρέπει να εγγυάται ένα ασφαλές και σταθερό οικονομικό περιβάλλον ώστε να κρατήσουν στο εσωτερικό τις εθνικές αποταμιεύσεις και να προσελκύσουν κεφάλαια από το εξωτερικό. Οι επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές τρομάζουν τους επενδυτές, τα κεφάλαια εκρέουν και τα επιτόκια αυξάνονται. (McAleese, 2005)

ΤΑ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Όλοι θα συμφωνήσουν σήμερα, ότι τα οφέλη των κεφαλαιακών ροών είναι πολλά για μια χώρα, ωστόσο, φέρουν και ένα τίμημα. Επειδή οι κεφαλαιακές ροές μπορεί να φέρουν δυσκολίες στην οικονομική πολιτική ή και να γίνουν μια πηγή αστάθειας, οι κυβερνήσεις έχουν χρησιμοποιήσει ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων για τον περιορισμό των συνεπειών τους (Neely, 1999).

Οι διεθνείς κεφαλαιακές ροές στη σύγχρονη εποχή είναι ιδιαίτερα ασταθείς. Τα κεφάλαια εισρέουν και εκρέουν με μεγάλη ευκολία, διότι έχουν την μορφή κρατικών ομολόγων, μετοχών και πολλών διαφορετικών άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων τα οποία ρευστοποιούνται εύκολα. Παράλληλα, οι κεφαλαιακές ροές προκαλούν έντονες πληθωριστικές πιέσεις. Αφενός, οι ξένες επενδύσεις προκαλούν αύξηση των τιμών των ακινήτων και των μετοχών, και αφετέρου, οι κεφαλαιακές ροές επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα της άσκησης νομισματικής πολιτικής μίας χώρας, αφού μπορούν να αναταράζουν την προσφορά χρήματος. (McAleese, 2005).

Επίσης, οι κυβερνήσεις προκειμένου να προσελκύσουν κεφάλαια, πολλές φορές, καταφεύγουν σε χαλαρές πολιτικές φορολόγησης, χάνοντας έτσι δημόσια έσοδα. Υπάρχουν, όμως και βραχυπρόθεσμες επιδράσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι οποίες οδηγούν σε στρέβλωση τιμών και κατά συνέπεια σε λανθασμένες εμπορικές και επενδυτικές πολιτικές. Όλα αυτά οδηγούν στην ανάγκη χρήσης μέτρων για τον περιορισμό των κεφαλαιακών ροών. Τα μέτρα αυτά είναι γνωστά ως έλεγχοι κεφαλαίων..

ΤΟ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

ΘΕΩΡΙΕΣ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ

Για να εξετάσει κανείς τις κεφαλαιακές ροές θα πρέπει να γνωρίζει την θεωρία του ισοζυγίου πληρωμών ή αλλιώς των εξωτερικών λογαριασμών. Οι βασικές θεωρίες για τον τρόπο λειτουργίας των εξωτερικών λογαριασμών θα αναφερθούν χωρίς εκτενής ανάλυση ώστε να είναι δυνατό να επικεντρωθεί η προσοχή στην πιο σύγχρονη βιβλιογραφία γύρω από τις κεφαλαιακές ροές.

Αρχικά, στο πλαίσιο του κανόνα του χρυσού, όπου επικρατούσαν οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι οικονομολόγοι προσπάθησαν να εξηγήσουν τον τρόπο επίτευξης της εξωτερικής ισορροπίας βάσει του κλασικού μηχανισμού προσαρμογής (Κλασική

Προσέγγιση). Μετά την εγκατάλειψη του κανόνα του χρυσού, η Προσέγγιση της Ελαστικότητας για την προσαρμογή του Εμπορικού Ισοζυγίου έγινε δημοφιλής. Η προσέγγιση αυτή επηρέασε, επίσης, σε μεγάλο βαθμό τη Νέο-κλασική Προσέγγιση. Συγκεκριμένα, αυτό που επηρέασε την Νέο-κλασική Προσέγγιση είναι η έμφαση που έδινε στην αλλαγή των σχετικών τιμών των εξαγωγών και των εισαγωγών σε ένα οικονομικό περιβάλλον, όπου η συναλλαγματική ισοτιμία θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως εργαλείο πολιτικής. Μετά την εμφάνιση της μακροοικονομίας ως ξεχωριστού κινήματος από τα τέλη της δεκαετίας του 1930, επανήλθαν στο προσκήνιο προσεγγίσεις για το ισοζύγιο πληρωμών που αφορούσαν ολόκληρη την οικονομία. Στη δεκαετία του 1960, έκανε την εμφάνιση της η Προσέγγιση των Μονεταριστών για τους εξωτερικούς λογαριασμούς σε μία ανοιχτή οικονομία. Αυτό έγινε παράλληλα με την απόρριψη από τους μονεταριστές της κεϋνσιανής έμφασης στα σύνολα των δαπανών και την παραμέληση των νομισματικών παραγόντων σε μία κλειστή οικονομία. (Makin, 1994)

Αυτό φαίνεται λογικό, καθώς όταν οι προαναφερθείσες προσεγγίσεις εμφανίστηκαν, επικρατούσαν οι ελεγχόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες και η περιορισμένη διεθνής κινητικότητα κεφαλαίου. Συνεπώς, οι χρηματοπιστωτικές αγορές ήταν απομονωμένες και για αυτό δεν ανταποκρίνονταν στις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Επομένως, οι προσεγγίσεις εκείνης της εποχής, κατά την ανάλυση του ισοζυγίου πληρωμών, επικεντρώθηκαν στη μελέτη του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παραμελώντας το ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίου, καθώς ως αρχικές υποθέσεις χρησιμοποίησαν τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες και την ακινησία του κεφαλαίου. (Makin, 1994)

Μόλις τη δεκαετία του 1960, όταν πια οι αγορές κεφαλαίου είχαν διεισδύσει περισσότερο στην εγχώρια οικονομία, αναγνωρίστηκε η σημασία των κεφαλαιακών ροών και δημιουργήθηκε μοντέλο για αυτές, η Προσέγγιση των Mundell- Fleming. Με την μετάβαση στις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες τις δεκαετίες 1970 και 1980, η προσέγγιση των Mundell- Fleming για τις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες και την τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου ήρθε στο προσκήνιο, κυρίως επειδή ήταν σύμφωνη με τους διεθνείς κανόνες που επικρατούσαν τότε.

Επειδή και σήμερα επικρατούν οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες και υπάρχει κίνηση κεφαλαίου θα ήταν σημαντικό να αναλυθεί η προσέγγιση Mundell- Fleming.

ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ MUNDELL- FLEMING⁶

Η πρώτη εισήγηση του μοντέλου Mundell- Fleming (MF) έγινε από τον Fleming το 1962 και τον Mundell το 1963. Το μοντέλο αυτό αποτελεί επέκταση για την ανοικτή οικονομία του Κεϋνσιανού IS-LM υποδείγματος και συνδέει τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κεφαλαιακές ροές, τα επιτόκια, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, την ανταγωνιστικότητα, τις εισαγωγές, τις εξαγωγές και το εθνικό εισόδημα.

Αυτό που ξεχωρίζει το μοντέλο αυτό είναι η εστίαση του στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κεφαλαιακές ροές κατά τη διαδικασία καθορισμού του εθνικού εισοδήματος. Μετατίθεται έτσι η προσοχή από το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, στο συνολικό *ισοζύγιο πληρωμών*, στο πλαίσιο ελεγχόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών και στην ίδια τη *συναλλαγματική ισοτιμία* ως βασική μεταβλητή εξωτερικής προσαρμογής στο πλαίσιο κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το μοντέλο MF εκθέτει συμπεράσματα για την αποτελεσματικότητα της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής σε διάφορα συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η εργασία θα επικεντρωθεί στις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες με διεθνής κίνηση κεφαλαίων καθώς αυτές οι συνθήκες επικρατούν στις περισσότερες βιομηχανοποιημένες χώρες.

Στην βασική του εκδοχή, το μοντέλο MF υποθέτει την ύπαρξη μιας μικρής ανοιχτής οικονομίας με τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου, με τέλεια ελαστικότητα στην καμπύλη συνολικής προσφοράς και με στατικές προσδοκίες για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Στο χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας, υπάρχουν μόνο τριών ειδών χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία:

- Εγχώριο χρήμα, το οποίο δεν αποτελεί υποκατάστατο για τα ξένα νομίσματα
- Ομόλογα εσωτερικού και εξωτερικού, που μπορούν να υποκαταστήσουν το ένα το άλλο.
- Συναλλαγματικά διαθέσιμα για την διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Επειδή ακριβώς η οικονομία είναι μικρή, το επιτόκιο της οικονομίας r καθορίζεται από το διεθνές επιτόκιο r^* , καθώς δανείζεται ή δανείζει όσα κεφάλαια θέλει στις διεθνείς

⁶ Για πιο αναλυτική ανάλυση μπορεί να ανατρέξει κανείς στο βιβλίο του Χ. Παπάζογλου (2010) και στο βιβλίο του Α. Makin (1994).

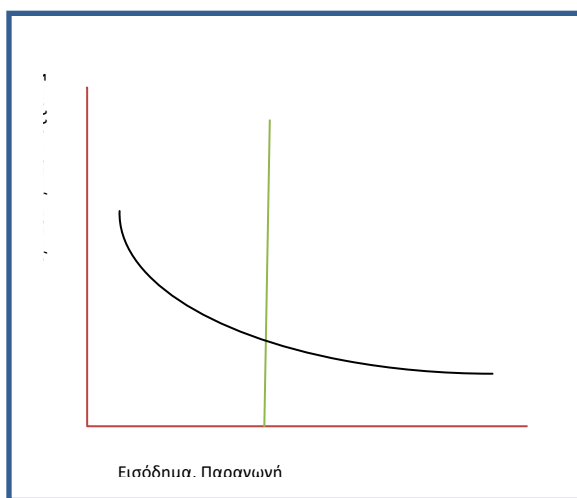
χρηματαγορές χωρίς να επηρεάζει το διεθνές επιτόκιο. Με άλλα λόγια, η υπόθεση αυτή ορίζει ότι η κίνηση κεφαλαίων έχει ικανοποιητική ταχύτητα ώστε να διατηρεί το εγχώριο επιτόκιο ίσο με το διεθνές. Το εγχώριο επιτόκιο θα είναι ίσο με το διεθνές τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους, δεδομένου ότι δεν υπάρχει πληθωρισμός.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα Mundell- Fleming μια μικρή ανοικτή οικονομία με τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου μπορεί να περιγράφει από δύο εξισώσεις:

$$Y = C(Y - T) + I(r^*) + G + NX(e) \quad (1)$$

$$M/P = L(r^*, Y) \quad (2)$$

Η πρώτη εξίσωση περιγράφει την ισορροπία στην αγορά προϊόντων και η δεύτερη εξίσωση περιγράφει την ισορροπία στην αγορά χρήματος. Εξωγενείς μεταβλητές της δημοσιονομικής πολιτικής είναι οι κυβερνητικές δαπάνες G και η φορολογία T , ενώ της νομισματικής πολιτικής είναι το χρήμα M , το επίπεδο τιμών P , και το διεθνές επιτόκιο r^* . Ενδογενείς μεταβλητές είναι το εισόδημα Y και η συναλλαγματική ισοτιμία e . Οι δύο αυτές σχέσεις παρουσιάζονται μαζί στο σχήμα 1. Η ισορροπία για την οικονομία επιτυγχάνεται εκεί όπου η καμπύλη IS τέμνεται με την καμπύλη LM . Το σημείο τομής δείχνει τη συναλλαγματική ισοτιμία και το επίπεδο του εισοδήματος στα οποία τόσο η αγορά αγαθών όσο και η αγορά χρήματος βρίσκονται σε ισορροπία. Με το διάγραμμα αυτό μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα Mundell – Fleming για να δείξουμε πώς το συνολικό εισόδημα Y και η συναλλαγματική ισοτιμία e αντιδρούν στις μεταβολές της πολιτικής.



Σχήμα 1

Το ΑΕΠ καθορίζεται από την ζήτηση. Ένα μέρος της συνολικής ζήτησης είναι αυτόνομο, ενώ το υπόλοιπο εξαρτάται αρνητικά από τα εγχώρια επιτόκια, ιδίως λόγω εσωτερικών ιδιωτικών επενδύσεων, και θετικά από το εθνικό εισόδημα, εξαιτίας της κατανάλωσης των νοικοκυριών. Οι κυβερνητικές δαπάνες μπορεί να είναι είτε δημόσια κατανάλωση ή δημόσιες επενδύσεις και περιλαμβάνονται στις *αυτόνομες συνολικές δαπάνες* μαζί με την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις. Οι καθαρές εξαγωγές (ή το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε περίπτωση απουσίας του καθαρού εισοδήματος ή μεταβιβάσεις που καταβάλλονται στο εξωτερικό) είναι συνάρτηση της εγχώριας ροπής για εισαγωγές και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Με την παραδοχή του σταθερού επιπέδου τιμών, οι αλλαγές της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας αντιστοιχούν στις αλλαγές της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ορίζεται ως eP^*/P . Τηρείται λοιπόν η προϋπόθεση για το P των Marshall- Lerner. Η ισορροπία στην αγορά χρήματος δίδεται από την ισότητα των αποθεμάτων της πραγματικής ζήτησης χρήματος (L), η οποία εξαρτάται αρνητικά από το εγχώριο επιτόκιο και θετικά από το πραγματικό εισόδημα και την πραγματική προσφορά χρήματος (M^s) (Makin, 1994).

Διαγραμματική Ανάλυση⁷

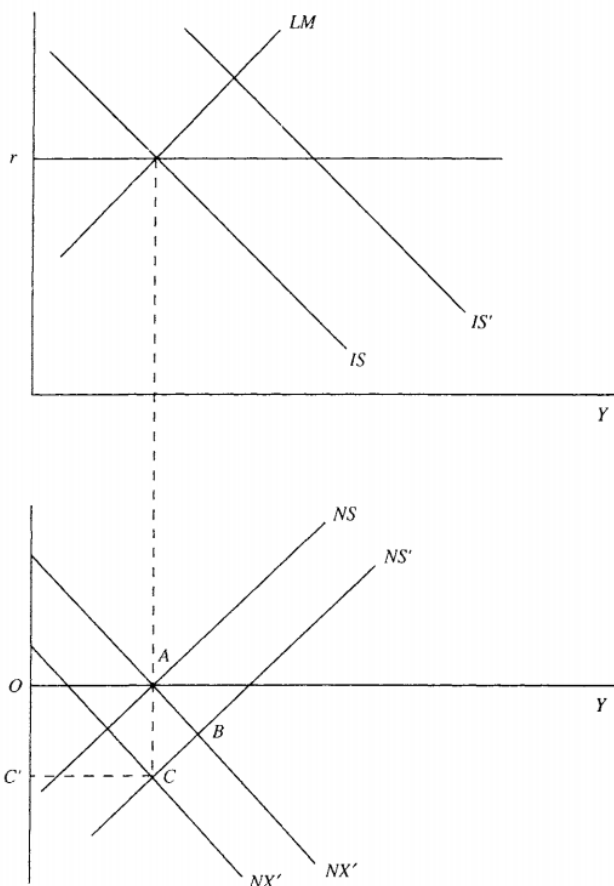
Η αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής συνήθως παριστάνονται γραφικά με τις καμπύλες IS-LM- BP. Παρακάτω φαίνεται η συμβατική παρουσίαση, προσαυξημένη κατά ένα συμπληρωματικό πλαίσιο, με βάση τις ίδιες κεϋνσιανές παραδοχές. Η παρουσίαση αυτή επιτρέπει να εντοπιστούν με μεγαλύτερη σαφήνεια οι επιπτώσεις των αυτόνομων δαπανών και νομισματικών διαταραχών στο εμπορικό ισοζύγιο, καθώς και οι ανισορροπίες μεταξύ αποταμιεύσεων- επενδύσεων.

Πρώτα θα εξεταστούν οι επιπτώσεις μιας αυτόνομης αύξησης των δαπανών για τις συναλλαγές του λογαριασμού αν ισχύει η κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία και η τέλεια κινητικότητα κεφαλαίου. Κατά την ανάλυση IS-LM-BP, όταν η καμπύλη IS μετακινείται προς τα δεξιά, ασκεί ανοδικές πιέσεις στα εγχώρια επιτόκια. Αυτή η αύξηση των επιτοκίων προσελκύει ξένα κεφάλαια, ανατιμώντας το νόμισμα. Ως εκ τούτου, η συναλλαγματική ισοτιμία

⁷ Η διαγραμματική ανάλυση είναι διατυπωμένη παρόμοια με το βιβλίο του (Makin, 1994) με μικρές προσαρμογές ώστε το κείμενο να ανταποκρίνεται στο θέμα της εργασίας.

θεωρείται ότι εξαρτάται απολύτως από το ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίου. Συνεπώς όταν η ανταγωνιστικότητα μίας χώρας μειώνεται, μειώνονται και οι καθαρές εξαγωγές, μετατοπίζοντας πίσω την καμπύλη IS στην αρχική της θέση.

Το διάγραμμα που περιλαμβάνει και τις τρεις καμπύλες IS, LM και BP ονομάζεται και πλαίσιο NSNX. Αυτό το συμπληρωματικό πλαίσιο υπογραμμίζει τις επιπτώσεις των διαφόρων διαταραχών στις αποταμιεύσεις- επενδύσεις και των ανισορροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών, τα οποία πρέπει να είναι ίσα μεταξύ τους. Η ανοδική κλίση του γραφήματος NS δείχνει την καθαρή αποταμίευση και σχεδιάζεται με γνωστές τις αυτόνομες δαπάνες και τα εγχώρια επιτόκια. Μια αύξηση στο εισόδημα αυξάνει την καθαρή αποταμίευση όσο η οριακή ροπή προς κατανάλωση είναι μικρότερη από τη μονάδα και οι επενδύσεις είναι αυτόνομες. Ως εκ τούτου, η κλίση του εν λόγω γραφήματος καθορίζεται από την οριακή ροπή για αποταμίευση η οποία βρίσκεται μεταξύ του μηδενός και της μονάδας. Η αρνητική κλίση του γραφήματος NX έχει σχεδιαστεί με γνωστά το επίπεδο αυτόνομων εξαγωγών και την ανταγωνιστικότητα. Το γράφημα αυτό δείχνει ότι καθώς αυξάνεται το εισόδημα, αυξάνονται οι εισαγωγές και ως εκ τούτου, το εμπορικό έλλειμμα διευρύνεται. Η κλίση του είναι μείον την οριακή ροπή προς εισαγωγές. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας μετατοπίζει το γράφημα των καθαρών εξαγωγών προς τα δεξιά όσο ισχύει η προϋπόθεση των Marshall-Lerner. Για ευκολία, υποθέτουμε ότι στην αρχή το εμπορικό ισοζύγιο είναι ισορροπημένο (Makin, 1994).

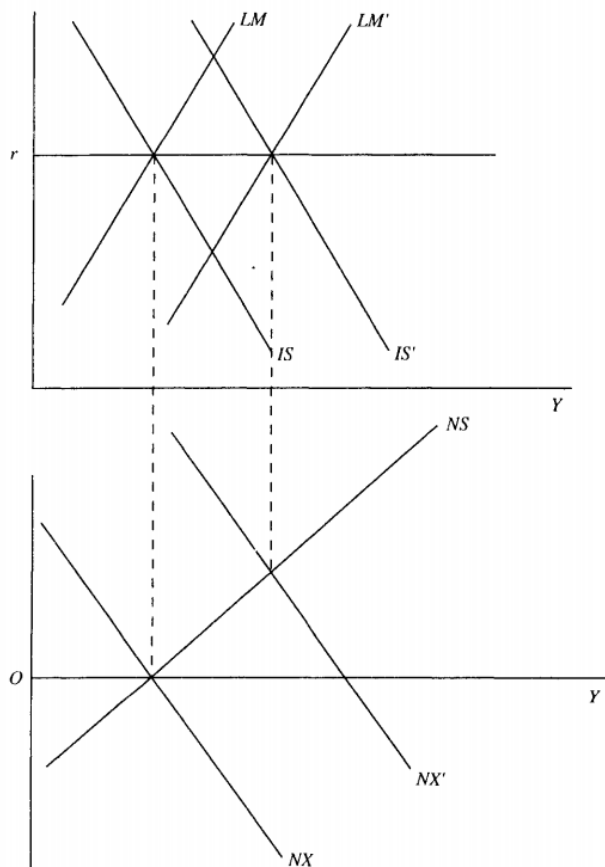


Σχήμα 2 Οι μεταβολές των εγχώριων δαπανών στο μοντέλο MF με τέλεια κίνηση κεφαλαίων

Μία αύξηση των αυτόνομων δαπανών, όπως φαίνεται παραπάνω στο Σχήμα 2, μετατοπίζει την καμπύλη IS προς τα δεξιά και την καμπύλη της καθαρής αποταμίευσης (NS) προς τα δεξιά από το σημείο A στο σημείο B, αυξάνοντας το εμπορικό έλλειμμα μέσω της αύξησης των εισαγωγών. Ωστόσο, όσο η ανταγωνιστικότητα επιδεινώνεται, επειδή η εισροή κεφαλαίων ανατιμά τη συναλλαγματική ισοτιμία, η καμπύλη NX μετατοπίζεται προς τα αριστερά έτσι ώστε το εμπορικό έλλειμμα να αυξάνεται φτάνοντας την απόσταση OC'. Ωστόσο, δεν υπάρχει καμία επίπτωση στο εισόδημα.

Αντίθετα, η επεκτατική νομισματική πολιτική, βάση αυτών των υποθέσεων, έχει μια ισχυρή επίδραση στο εθνικό εισόδημα. Η προς τα δεξιά μετατόπιση της καμπύλης LM τείνει να μειώνει τα επιτόκια, τα οποία, με την παραδοχή της τέλει κινητικότητας των κεφαλαίων, αποσβένουν τη συναλλαγματική ισοτιμία. Αυτό βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα και

μετατοπίζει την καμπύλη IS προς τα δεξιά. Στο πλαίσιο NS-NX, το αρχικό χαμηλότερο επιτόκιο δεν έχει καμία επίδραση στις αυτόνομες δαπάνες, αλλά υποτιμά μόνο τη συναλλαγματική ισοτιμία που μεταθέτει την καμπύλη NX. Στην περίπτωση αυτή, το εμπορικό έλλειμμα βελτιώνεται, όπως φαίνεται στο Σχήμα 3.

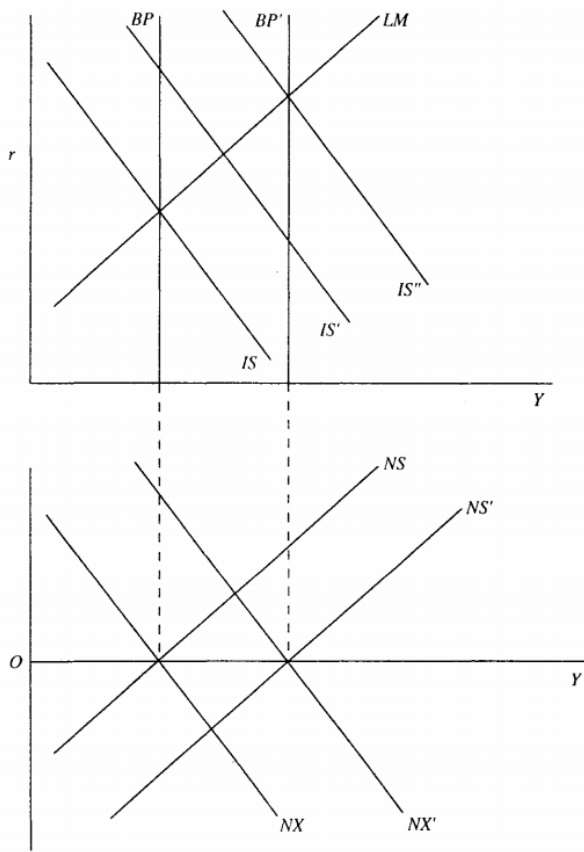


Σχήμα 3 Η νομισματική επεκτατική πολιτική στο μοντέλο MF με τέλεια κίνηση κεφαλαίων

Εάν θεωρηθεί ότι το κεφάλαιο δεν κινείται, οι εγχώριες δαπάνες και οι νομισματικές κρίσεις έχουν αρκετά διαφορετικά αποτελέσματα συγκριτικά με την υπόθεση της τέλει κινητικότητας κεφαλαίων. Και πάλι όπως φαίνεται στο διάγραμμα IS-LM-BP, οι επιδράσεις των διαφόρων διαταραχών στο επιτόκιο, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, το εισόδημα και το εμπορικό ισοζύγιο μπορούν να μοντελοποιηθούν με την μεταβολή της κλίσης της καμπύλης BP. Ειδικότερα, μπορεί κανείς να εξετάσει την επίδραση της ακινησίας κεφαλαίου ($KAB_r = 0$) στην οριακή περίπτωση μιας κατακόρυφης καμπύλης BP (Σχήμα 4), που δείχνει ότι οι κεφαλαιακές

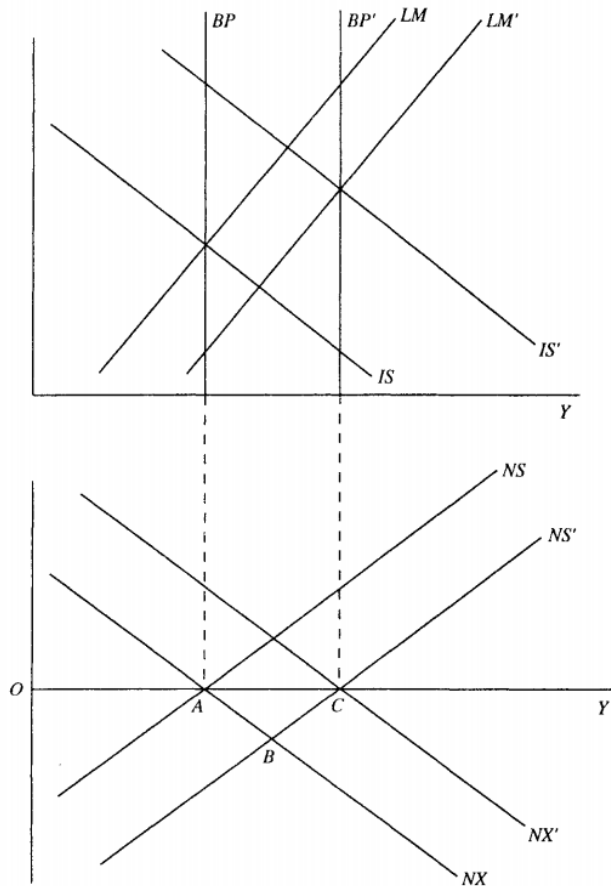
ροές είναι εντελώς αδιάφορες στις μεταβολές των επιτοκίων, όπως μπορεί να συμβεί, για παράδειγμα, στις οικονομίες στις οποίες γίνονται αυστηροί συναλλαγματικοί έλεγχοι. Υπό αυτές τις συνθήκες, το ισοζύγιο πληρωμών έχει κοινό μόνο το εμπορικό ισοζύγιο με τις προηγούμενες προσεγγίσεις. Εάν η συναλλαγματική ισοτιμία μεταβάλλεται, το εμπορικό ισοζύγιο θα είναι πάντα εξισορροπημένο δια μέσου αλλαγών στην ίδια τη συναλλαγματική ισοτιμία. Εάν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή, το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου γίνεται το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών και συνήθως χρηματοδοτείται από μια μείωση στα επίσημα αποθέματα της κεντρικής τράπεζας.

Οι αυξημένες αυτόνομες δαπάνες στο πλαίσιο των κυμαινόμενων επιτοκίων μετατοπίζουν την καμπύλη IS προς τα δεξιά, αυξάνοντας το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου, και επίσης μετατοπίζεται η καμπύλη NS. Ωστόσο, με το κεφάλαιο να μην κινείται, η συναλλαγματική ισοτιμία υποτιμάται ώστε να αποκατασταθεί η ισορροπία του εμπορικού ισοζυγίου, με αποτέλεσμα την περαιτέρω μετατόπιση της καμπύλης IS, όπως και των καμπυλών BP και NX.



Σχήμα 4 Οι αναταραχές των εγχώριων δαπανών στο μοντέλο MF με ακινησία κεφαλαίων

Η αύξηση της προσφοράς χρήματος υπό τις ίδιες παραδοχές επιδεινώνει το εμπορικό ισοζύγιο, ενώ το εισόδημα και οι εισαγωγές αποκτούν ανοδική πορεία. Αυτό κάνει το νόμισμα να υποτιμάται και έτσι μετατοπίζεται η καμπύλη IS προς τα δεξιά. Οι καμπύλες BP και NX μετατοπίζονται επίσης προς τα δεξιά, όπως φαίνεται στο Σχήμα 5.



Σχήμα 5 Η νομισματική επεκτατική πολιτική στο μοντέλο στο μοντέλο MF με ακινησία κεφαλαίων

Το βασικό μοντέλο MF μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί ως θεωρητικό πλαίσιο το οποίο συνδέει την επεκτατική δημοσιονομική πολιτική με τα ελλείμματα του εμπορικού ισοζυγίου ή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Αυτή η σύνδεση φαίνεται έντονα να υφίσταται όταν υπάρχουν εκτενή δημοσιονομικά ελλείμματα. Η σύνδεση αυτή, που είναι γνωστή και ως «δίδυμα ελλείμματα», είναι μια ειδική περίπτωση της γενικότερης υπόθεσης η οποία αντιμετωπίζει τις συγκριτικά στατικές επιπτώσεις των αυξημένων εγχώριων δαπανών στο πλαίσιο κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών με κινητικότητα κεφαλαίου, όπως περιγράφεται στο Σχήμα 3 (Makin, 1994).

Τα δημοσιονομικά ελλείμματα μπορεί να διευρυνθούν εξαιτίας είτε της αύξησης της δημόσιας κατανάλωσης ή των δημόσιων επενδύσεων, είτε διότι μειώθηκαν οι φόροι εισοδήματος. Η αύξηση των δημοσίων δαπανών αυξάνει άμεσα τις αυτόνομες δαπάνες, ενώ οι φορολογικές

περικοπές πραγματοποιούνται για να τονώσουν την κατανάλωση των νοικοκυριών. Είτε έτσι είτε αλλιώς, σύμφωνα με την προσέγγιση MF, τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά ελλείμματα αρχικά ασκούν ανοδικές πιέσεις στα εγχώρια επιτόκια, κάτι το οποίο προκαλεί την εισροή νέου κεφαλαίου. Αυτό, στη συνέχεια, ανατιμά την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία, παραγκωνίζει τις καθαρές εξαγωγές και διευρύνει το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών.

ΚΡΙΤΙΚΗ

Παρόλο που το μοντέλο MF τονίζει την μακροοικονομική σημασία της κίνησης του διεθνούς χρηματιστικού κεφαλαίου, αποτυγχάνει να ενσωματώσει αυτές τις διεθνείς χρηματοοικονομικές ροές επαρκώς σε πραγματικές μακροοικονομικές σχέσεις συνδέοντας τις εγχώριες και ξένες επενδύσεις, την εγχώρια συσσώρευση κεφαλαίου, τα ποσοστά απόδοσης του πραγματικού κεφαλαίου και το εθνικό εισόδημα. Επιπλέον, δεν αναδεικνύει τη σημασία των αποφάσεων για αποταμίευση ή/και επένδυση για το ισοζύγιο πληρωμών. Τα εθνικά λογιστικά όμως υπαγορεύουν ότι η καθαρή εισροή κεφαλαίων σε οποιαδήποτε περίοδο μπορεί να συμβεί μόνο αν έχει υπάρξει μια αντίστοιχη αλλαγή στην εθνική ισορροπία αποταμιεύσεων και επενδύσεων, καθώς και τα σχετικά επίπεδα πλούτου. Οι κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες, μάλιστα, της παραπάνω αλλαγής θα πρέπει να μπορούν να εξηγηθούν σε οποιοδήποτε μοντέλο γενικής ισορροπίας με αναφορά στους κοινούς πραγματικούς παράγοντες. (Makin, 1994) Εξ ου και το μοντέλο MF και τα παρόμοια μοντέλα τα οποία εστιάζουν στις ροές κεφαλαίων ως αμιγώς χρηματοοικονομικό φαινόμενο που δεν συνδέεται άμεσα με πραγματικά οικονομικά φαινόμενα ή διαχρονικές δυνάμεις, φαίνεται να είναι ελλιπή.

Οι χρηματοπιστωτικές ροές κεφαλαίων, όπως καταγράφεται στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίου δεν είναι ανεξάρτητες από τη διαδικασία πραγματικής διεθνούς μεταφοράς κεφαλαίων, όμως το μοντέλο MF αδυνατεί να το εξηγήσει αυτό. Παράλληλα, οι αποφάσεις για την παραγωγή και τις δαπάνες μπορούν πράγματι να είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους, όπως τονίζεται από τις προσεγγίσεις απορρόφησης, αλλά το μοντέλο MF υπονοεί το αντίθετο. Ως υπεράσπιση του μοντέλου MF, όμως, μπορεί να υποστηρίξει κανείς ότι το μοντέλο δεν είχε σχεδιαστεί για να εξηγήσει τον προσδιορισμό του ισοζυγίου πληρωμών, αλλά αντ' αυτού παρέχει ένα σημείο εκκίνησης για την ανάλυση θεωριών, που μιλούν για την βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά του εισοδήματος και των συναλλαγματικών ισοτιμιών (Makin, 1994).

Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν θεωρίες που βλέπουν τις εξωτερικές ανισορροπίες ή αλλιώς τις ανισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών ως ανισορροπίες των εθνικών αποταμιεύσεων και επενδύσεων.

ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Η ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΞΕΝΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ⁸

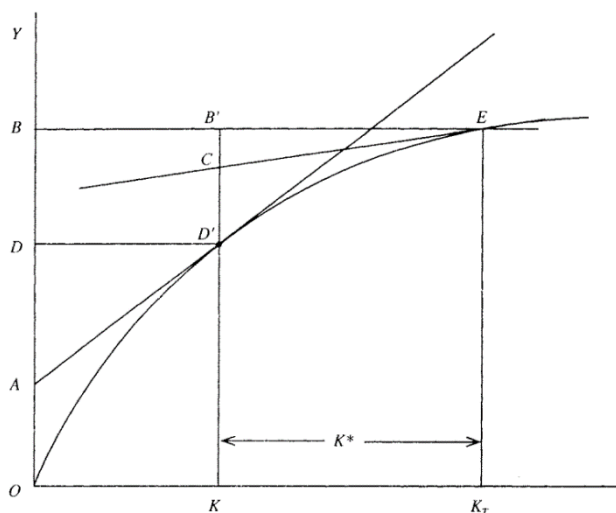
Παράλληλα με την ανάπτυξη του μοντέλου MF και τα εξαρτώμενα οικονομικά μοντέλα, μια σαφώς διαφορετική, αλλά λιγότερο ευρέως αποδεκτή προσέγγιση για την ανοικτή οικονομία προτάθηκε από τους MacDougall (1960) και Kemp (1964, 1966). Ενώ η προσέγγιση MF τόνιζε ουσιαστικά την πλευρά της συνολικής ζήτησης, αυτή η εναλλακτική προσέγγιση υπογραμμίζει την πλευρά της προσφοράς για να εξηγήσει τις πραγματικές μακροοικονομικές επιπτώσεις των ξένων επενδύσεων στην εγχώρια οικονομία. Η προσέγγιση αυτή βασίστηκε σε νεοκλασικές υποθέσεις, συμπεριλαμβανομένου του τέλειου ανταγωνισμού στις αγορές αγαθών και τους παράγοντες της πλήρους απασχόλησης, και της μη παρέμβασης εξωτερικών οικονομιών στην παραγωγή. Επίσης, η προσέγγιση αυτή υποθέτει σταθερές αποδόσεις κλίμακας. (Makin, 1994)

Στη συνέχεια, ένας άλλος μελετητής, ο Niehans (1984) εξέτασε μια οικονομία της οποίας το φυσικό μετοχικό κεφάλαιο είναι μικρό σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο. Στην απομόνωση, η συνολική ακαθάριστη αξία παραγωγής της οικονομίας (Y) ή η συνολική προσφορά αγαθών και υπηρεσιών καθορίζεται από τη μακροοικονομική συνάρτηση παραγωγής $Y = f(K, L)$. Το K είναι η ακαθάριστη αξία του μετοχικού κεφαλαίου και το L είναι η προσπάθεια εργασίας (labor effort). Μόνο το πραγματικό κεφάλαιο είναι ελεύθερο να κινηθεί σε διεθνές επίπεδο. Αυτό επιτρέπει την εξαίρεση της μετανάστευσης του εργατικού δυναμικού. Τίθεται, επίσης, η υπόθεση πως το εγχώριο εργατικό δυναμικό δεν αυξάνεται κατά την περίοδο της ανάλυσης.

Σύμφωνα με τους όρους του ανταγωνισμού σε μια κλειστή οικονομία της οποίας το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο ανήκει εξ ολοκλήρου στους κατοίκους της -όπου οι αγορές εργασίας και αγαθών καθαρίζουν αμέσως και όπου το σύνολο της παραγωγής που προσφέρεται από τις εταιρίες, βρίσκει ζήτηση- η απόδοση του κεφαλαίου είναι ίση με το οριακό προϊόν του. Επίσης, ισχύουν οι παραδοχές $f_K = \frac{\partial Y}{\partial K} > 0$ και $f_{KK} < 0$. Η αρχική ισορροπία παραγωγής είναι ίση με

⁸ Η παραδοσιακή προσέγγιση των ξένων επενδύσεων είναι διατυπωμένη παρόμοια με το βιβλίο του (Makin, 1994) με μικρές προσαρμογές ώστε το κείμενο να ανταποκρίνεται στο θέμα της εργασίας.

OD στο Σχήμα 6, όπου η κλίση της συνάρτησης παραγωγής αποκαλύπτει την οριακή απόδοση του κεφαλαίου. Το συνολικό ακαθάριστο εισόδημα από κεφάλαιο είναι $f_K K$, όπως φαίνεται από απόσταση AD.



Σχήμα 6 Τα κέρδη από τις ξένες επενδύσεις (α)

Τώρα, αν το ξένο ποσοστό απόδοσης του κεφαλαίου (r^*) είναι χαμηλότερο από f_K , οι ξένες επενδύσεις (K^*) θα οδηγήσουν τελικά σε αύξηση του εγχώριου μετοχικού κεφαλαίου στο K_T , όπου $K_T = K + K^*$. Ως εκ τούτου, η ακαθάριστη αξία της εθνικής παραγωγής μπορεί να είναι υψηλότερη με τις ξένες επενδύσεις σε σχέση με όταν η χώρα είναι αυτάρκης. Το B'C κομμάτι αντιπροσωπεύει το κομμάτι που καταβάλλεται σε μη μόνιμους κατοίκους, ώστε να αυξάνεται το ακαθάριστο εθνικό εισόδημα κατά CD'.

Το βασικό μοντέλο που περιγράφεται παραπάνω μπορεί τώρα να επεκταθεί με τη χαλάρωση της υπόθεσης σχετικά με το εξωγενές διεθνές επιτόκιο. Για παράδειγμα, στην περίπτωση κατά την οποία, μέσω των ξένων επενδύσεων, μία οικονομική περιοχή είναι αρκετά μεγάλη για να ασκήσει κάποια επίδραση στην παραγωγικότητα του κεφαλαίου, της παραγωγής και του εισοδήματος άλλης περιοχής, γίνεται η υπόθεση ότι οι δύο περιοχές της θεωρίας μετέρχονται ταυτόχρονα από την φάση της αυτάρκειας στο να επιτρέψουν τις ξένες επενδύσεις. Οι δύο περιοχές έχουν, επίσης, παρόμοιες λειτουργίες παραγωγής, όπως απεικονίζεται στο σχήμα 7, και το συνδυασμένο απόθεμα κεφαλαίου τους φαίνεται από το μήκος του οριζώντιου άξονα. Πριν επιτραπεί η κίνηση κεφαλαίου, η οικονομία της A χρησιμοποιούσε το αρχικό

Με πλήρη κινητικότητα του κεφαλαίου, θα υπάρχει μια τάση για εξίσωση του πραγματικού ποσοστού απόδοσης του κεφαλαίου στις δύο περιοχές. Το κεφάλαιο θα κινηθεί διεθνώς μέχρι η οριακή παραγωγικότητα του κεφαλαίου στις δύο περιοχές να εξισωθεί, έχοντας μειωθεί στην Α και αυξηθεί στη Β. Στην τελική ισορροπία, μια επιπλέον συσσώρευση κεφαλαίου στην περιοχή Α (K^*) μέσω εισαγωγών συνοδεύεται από τη μη σύρευση στην περιοχή Β, μέσω των εξαγωγών. Η συνολική παραγωγή αυξάνεται κατά GP, ή αλλιώς, είναι ισοδύναμη με $O^B W$, το οποίο σημείο W βρίσκεται βόρειο-ανατολικά πάνω από τον πίνακα. Αν η ισορροπία κατά τη διάρκεια της εφαρμογής της αυτάρκειας για κάθε περιοχή ήταν αρχικά στο Q, οι ισορροπίες στο ισοζύγιο πληρωμών θα είχαν αντιστραφεί μετά την αφαίρεση του ελεύθερου κίνησης κεφαλαίου, με την περιοχή Β να γίνει ο εισαγωγέας κεφαλαίου αντί της περιοχής Α.

32

Η ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ⁹

Στην παραδοσιακή προσέγγιση το εθνικό κεφάλαιο προσδιορίζεται απλά από το δεδομένο επίπεδο πλούτου. Η προσέγγιση αυτή ανήκει σε έναν επιστημονικό τομέα και ως τέτοια αποτυγχάνει να πάρει και να δώσει σε άλλους τομείς. Ούτε είναι σε θέση να κάνει προβλέψεις. Μια εναλλακτική προσέγγιση είναι αυτή του Fisher (1930) για το διαχρονικό εμπόριο (Makin, 1994).

Σε μια οικονομία με δύο τομείς, τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις, μπορεί να θεωρηθεί ότι η συνολική παραγωγή και οι δαπάνες προσδιορίζονται ξεχωριστά. Οι επιχειρήσεις επενδύουν και συνδυάζουν την εργασία, τη γη, τα υπάρχοντα κεφάλαια και τη σύγχρονη τεχνολογία για να παράγουν τη μέγιστη δυνατή παραγωγή σε δύο χρονικές περιόδους, το παρόν και το μέλλον. Τα νοικοκυριά έχουν προτιμήσεις για τη σημερινή κατανάλωση (C_1) σε σχέση με τη μελλοντική κατανάλωση (C_2) και η προσφορά εργασίας τους είναι ανελαστική. Επιπλέον, η ανάλυση αυτή αφαιρεί από το κεφάλαιο την απόσβεση του.

Το κεντρικό στοιχείο της διαχρονικής προσέγγισης είναι η έννοια της λειτουργίας των επενδυτικών ευκαιριών (f), η οποία μετατρέπει την προκαθορισμένη τρέχουσα κατανάλωση (αποταμίευση) σε μελλοντική παραγωγή (Y_2) με επιπλέον συσσώρευση κεφαλαίου (επενδύσεις I_1). Η καμπύλη μετατροπής ορίζεται ως $F(Y_1, Y_2) = 0$ και η συνάρτηση διαχρονικής παραγωγής είναι της μορφής $Y_2 = Y_1(K, L) + f(I_1)$. Οι βασικές προϋποθέσεις που βελτιώνουν την προσέγγιση, αρχικά στο πλαίσιο κλειστής οικονομίας, αποτελούν τη βάση για την επακόλουθη διαγραμματική ανάλυση για την ανοικτή οικονομία.

Το πρόβλημα της οικονομίας είναι να μεγιστοποιήσει την κατανάλωση ή το βιοτικό επίπεδο των κατοίκων (I) διαχρονικά, δεδομένης της σημερινής παραγωγής και τις διαθέσιμες επενδυτικές ευκαιρίες. Η συνάρτηση χρησιμότητας της οικονομίας, επομένως, είναι $I(C_1, C_2)$. Οι παρούσες αξίες του μελλοντικού ρεύματος παραγωγής (Y_2) και της κατανάλωσης (C_2) είναι $\frac{Y_2}{1+r}$ και $\frac{C_2}{1+r}$, όπου το r είναι το επικρατούν επιτόκιο. Η παραγωγή των εταιριών και των δύο περιόδων, $F(Y_1, Y_2)$, μεγιστοποιείται και η προϋπόθεση φερεγγυότητας για τα νοικοκυριά είναι

⁹ Η διαχρονική προσέγγιση είναι διατυπωμένη παρόμοια με το βιβλίο του (Makin, 1994) με μικρές προσαρμογές ώστε το κείμενο να ανταποκρίνεται στο θέμα της εργασίας.

ότι το εισόδημα από τις δύο περιόδους είναι αρκετό για να χρηματοδοτήσει αποτελεσματικά το διαχρονικό υπόδειγμα κατανάλωσης. Δηλαδή, το

$$Y_1 + \frac{Y_2}{1+r} = C_1 + \frac{C_2}{1+r}.$$

Όλη η παραγωγή των εταιριών καταναλώνεται από τα νοικοκυριά κατά τις δύο περιόδους, και το Lagrange an $L(C, Y, \lambda)$ είναι :

$$L(C_1, C_2, Y_1, Y_2, \lambda_1, \lambda_2) = I(C_1, C_2) + \lambda_1 \left(Y_1 + \left[\frac{Y_2}{1+r} \right] - C_1 - \left[\frac{C_2}{1+r} \right] \right) + \lambda_2 F(Y_1, Y_2)$$

Ως εκ τούτου, ισχύουν οι ακόλουθες συνθήκες:

$$D_1 L = D_1 l - \lambda_1 = 0 \quad (\alpha)$$

$$D_2 L = D_2 l - \left(\frac{1}{1+r} \right) \lambda_1 = 0 \quad (\beta)$$

$$D_3 L = \lambda_1 + \lambda_2 D_1 F = 0 \quad (\gamma)$$

$$D_4 L = \left(\frac{1}{1+r} \right) \lambda_1 + \lambda_2 D_2 F = 0 \quad (\delta)$$

$$D_5 L = Y_1 + \left[\frac{Y_2}{1+r} \right] - C_1 - \left[\frac{C_2}{1+r} \right] = 0 \quad (\epsilon)$$

$$D_6 L = F(Y_1, Y_2) = 0 \quad (\sigma\tau)$$

Από το (α) και (β) προκύπτει ότι για τα νοικοκυριά ισχύει:

$$MRS = \frac{D_1 l}{D_2 l} = 1 + r$$

Από το (γ) και (δ) προκύπτει ότι για τις επιχειρήσεις ισχύει:

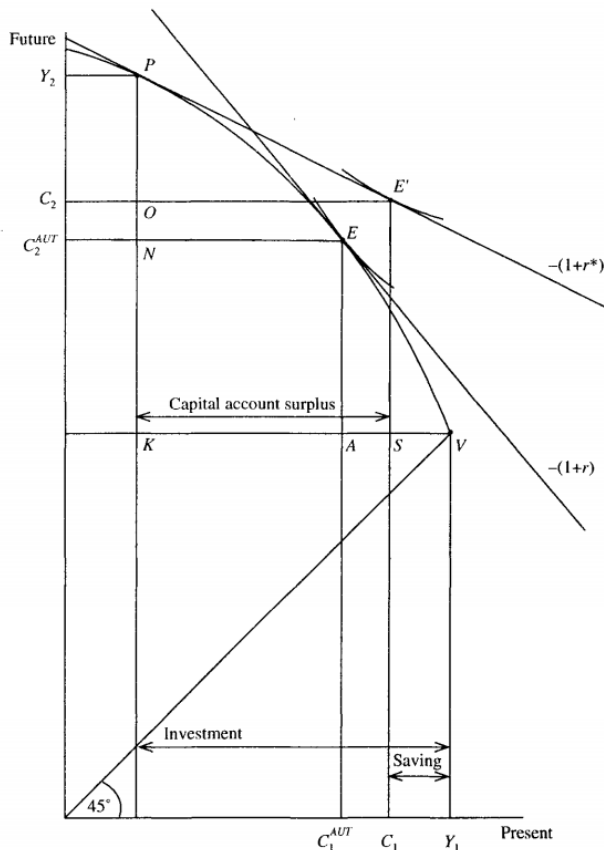
$$MRT = \frac{D_1 F}{D_2 F} = 1 + r$$

Συνεπώς, ισχύει ότι $MRS = MRT$, ή αλλιώς, πως το οριακό επιτόκιο της υποκατάστασης της τωρινής κατανάλωσης για την μελλοντική είναι ίσο με το οριακό ποσοστό του μετασχηματισμού του σημερινού εισοδήματος στο μελλοντικό εισόδημα.

Διαγραμματική Ανάλυση με πλήρη κινητικότητα κεφαλαίου.

Με τα αποτελέσματα αυτά ως βάση, απεικονίζονται τα κέρδη της ευημερίας από τις ξένες επενδύσεις υπό συνθήκες πλήρους διεθνούς κινητικότητας των κεφαλαίων χρησιμοποιώντας ένα πλαίσιο του Fisher. Στο Σχήμα 8 φαίνεται πως εάν στην παρούσα περίοδο η αποταμίευση είναι μηδέν, τότε σε μια άλλη περιοχή του κόσμου με αμετάβλητη την τεχνολογία παραγωγής, η

παραγωγή στο μέλλον θα είναι ίδια με την παρούσα. (όπως φαίνεται από την γραμμή των 45 μοιρών. Με θετική αποταμίευση, ωστόσο, η επένδυση στην παραγωγή, η αποχή της οποίας επιτρέπει υψηλότερες μελλοντικές αποδόσεις παραγωγής και συνεπώς και εισοδήματος, όπως καθορίζεται από τη δυνατότητα των εγχώριων επιχειρήσεων να μετατρέψουν το τρέχον εισόδημα σε μελλοντικά έσοδα. Όπως και στην νεοκλασική προσέγγιση, η οριακή παραγωγικότητα του κεφαλαίου συνδυάζεται με τη διαθέσιμη προσφορά άλλων εισροών νομισματικών αποθεμάτων.



Σχήμα 8 Διαχρονικά κέρδη από τις ξένες επενδύσεις (α)

Εάν το κεφάλαιο είναι ακίνητο σε διεθνές επίπεδο, η ισορροπία της απόδοσης του κεφαλαίου για την οικονομία θα προσδιορίζεται από την τομή των επενδυτικών ευκαιριών και των τάσεων αποταμίευσης των νοικοκυριών. Ως εκ τούτου, όταν επικρατεί ισορροπία, η απόδοση του κεφαλαίου και το ποσοστό των νοικοκυριών εξαιτίας προτίμησης χρόνου (time preference) θα είναι ίσα με το πραγματικό επιτόκιο. Η κλίση της καμπύλης των επενδυτικών ευκαιριών και η καμπύλη αδιαφορίας κατανάλωση θα είναι $L + R$ στο σημείο επαφής. Ως εκ τούτου, αν οι εθνικές αγορές κεφαλαίων είναι απομονωμένες, το εύρος των διεθνών επιτοκίων

θα αντικατοπτρίζει την ποικιλομορφία των εθνικών τάσεων αποταμίευσης και ευκαιριών επένδυσης.

Ωστόσο, όταν συντελείται το πέρασμα από μηδέν κινητικότητα κεφαλαίου στην πλήρη κινητικότητα κεφαλαίου, η αντιστοιχία μεταξύ της συνολικής εγχώριας αποταμίευσης και των επενδύσεων, δεν θα μπορούσε να ισχύει. Το θεώρημα διαχωρισμού του Fisher, το οποίο υποστηρίζει ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές επιτρέπουν οι καταναλωτικές και οι επενδυτικές αποφάσεις να γίνουν ανεξάρτητα, μπορεί να ισχύσει σε ένα διεθνές μακροοικονομικό περιβάλλον. Επιπλέον, με απουσία αβεβαιότητας, και εξαιρώντας τις μεταβαλλόμενες προσδοκίες των συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι εγχώριες και ξένες απαιτήσεις πραγματικού κεφαλαίου γίνονται τέλεια υποκατάστατα. Μέσω της διαδικασίας του αρμπιτράζ, το επιτόκιο μιας μικρής χώρας θα έπρεπε να ισοδυναμεί με το ισχύον διεθνές επιτόκιο έτσι ώστε το κεφάλαιο να κινείται ελεύθερο, με την έννοια που χρησιμοποιήθηκε νωρίτερα στο μοντέλο MF.

Το σχήμα 8 δείχνει επίσης τα μακροοικονομικά οφέλη της πλήρους κινητικότητας των κεφαλαίων δίνοντας παρόμοια αποτελέσματα με την παραδοσιακή προσέγγιση. Αν το επιτόκιο κατά την εφαρμογή της αυτάρκειας είναι αρχικά υψηλότερο από το διεθνές επιτόκιο (r^*), η πλήρη κινητικότητα του κεφαλαίου δημιουργεί αναγκαστικά ανισορροπία αποταμίευσης - επένδυσης, δημιουργώντας έτσι ένα πλεόνασμα του ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίου (KAS) σε μία ανοικτή οικονομία. Με αναφορά στο σχήμα, η συσσώρευση εγχώριου κεφαλαίου αυξάνεται ανάλογα με την απόσταση KS καθώς οι επενδύσεις συνεχίζουν να έρχονται μέχρι το σημείο όπου το ποσοστό απόδοσης του κεφαλαίου ισούται με το ξένο επιτόκιο.

Η ακριβής αντίδραση της τρέχουσας κατανάλωσης σε μεταβολές του επιτοκίου είναι, όμως, ένα θέμα θεωρητικά αμφιλεγόμενο. Η πτώση των επιτοκίων καθιστά την τρέχουσα κατανάλωση λιγότερο δαπανηρή σε σχέση με τη μελλοντική κατανάλωση, αποθαρρύνοντας την αποταμίευση – η επίδραση της υποκατάστασης. Από την άλλη πλευρά, η μείωση των εσόδων από τις εισπράξεις τόκων ενθαρρύνει τα νοικοκυριά να αποταμιεύουν περισσότερο – η επίδραση του εισοδήματος. Οι προ-κεϋνσιανοί οικονομολόγοι υπέθεταν ότι η επίδραση της υποκατάστασης είναι σημαντικότερη, καθιστώντας τη σημερινή αποταμίευση μια αυξανόμενη συνάρτηση του επιτοκίου, αλλά στη θεωρία αυτή η ασάφεια δεν μπορεί να επιλυθεί όπως καταδεικνύει ο Bailey (1957).

Υποθέτοντας ότι η επίδραση υποκατάστασης είναι η κυρίαρχη, οι αποταμιεύσεις μειώνονται ώστε να είναι ίσες με την απόσταση AS, με το σημείο E' να μετακινείται στα βόρειο-ανατολικά του αρχικού σημείου κατανάλωσης. Εάν, όμως, η επίδραση εισοδήματος κυριαρχεί, το νέο σημείο κατανάλωσης θα βρίσκεται στα βόρειο-δυτικά. Στην περίπτωση κατά την οποία αντισταθμιστούν οι επιδράσεις της υποκατάστασης και του εισοδήματος, η νέα ισορροπία θα βρίσκεται ακριβώς πάνω από την παλιά. Οι ξένες επενδύσεις στη μικρή χώρα έρχονται σε αντιστοιχία με το συλλογικό πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών CAS το οποίο διαχειρίζεται από τον υπόλοιπο κόσμο και είναι ισοδύναμες με την απόσταση KA κατά την πρώτη περίοδο, που είναι η διαφορά μεταξύ της εγχώριας αποταμίευσης (AV) και των εγχώριων επενδύσεων (KV).

Κάτω από το καθεστώς χαμηλότερου διεθνούς επιτοκίου, η συνθήκη βελτιστοποίησης της ισορροπίας αντιστοιχεί σε $MRS = MRT = 1 + r^*$. Το εισόδημα και η κατανάλωση, τόσο σήμερα, όσο και αύριο, μπορεί να είναι υψηλότερη από όσο θα ήταν αν η κινητικότητα των κεφαλαίων ήταν κάτω από το μηδέν, επιβεβαιώνοντας και πάλι ότι οι ξένες επενδύσεις με πλήρη κινητικότητα του κεφαλαίου βελτιώνουν το επίπεδο ζωής στην οικονομία. Δοσμένου ότι οι αρχικές προσδοκίες για την παραγωγική δυνατότητα του εισοδήματος του κεφαλαίου πληρούνται, το μελλοντικό εισόδημα θα είναι πάντα επαρκές για την αποπληρωμή της αύξησης των εξωτερικών χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων για τη χρηματοδότηση της εγχώριας συσσώρευσης κεφαλαίου. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, γεωμετρικά, η απόσταση OP στο σχήμα 8 θα είναι μεγαλύτερη της απόστασης OE' για όσο διάστημα το επιτόκιο είναι θετικό, δεδομένου ότι η κλίση της γραμμής προϋπολογισμού OP μπορεί να υπερβεί την μονάδα. Αυτό φαίνεται στην εξίσωση:

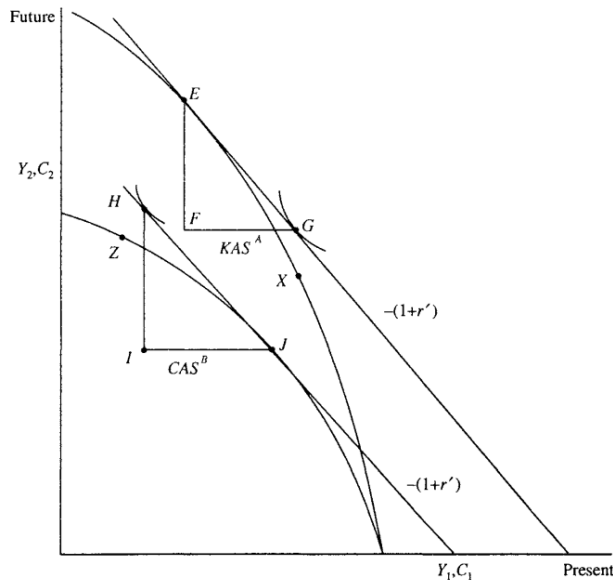
$$\frac{OP}{OE'} = 1 + r^* > 1.$$

Η διαδικασία της μεταβίβασης κεφαλαίων που συνδέεται με την ξένη επένδυση όπως καταγράφεται στο ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίου αντανάκλαται στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, μέσω είτε των εισαγόμενων επενδυτικών αγαθών είτε των εισαγόμενων καταναλωτικών αγαθών. Αυτά απελευθερώνουν πόρους για την εγχώρια παραγωγή κεφαλαίου. Για απλοποίηση της ανάλυσης, θα εξαιρεθούν τα ενδιάμεσα αγαθά, και όλα τα αγαθά θα οριστούν ως τελικά αγαθά.

Όπως και στην παραδοσιακή προσέγγιση, η υπόθεση της μικρής οικονομίας μπορεί να επεκταθεί και σε υπόθεση με δύο περιοχές όπου το επιτόκιο καθορίζεται ενδογενώς. Το Σχήμα 9 δείχνει τα αποτελέσματα από την ενοποίηση των αγορών κεφαλαίου των δύο προηγουμένως αυταρκών περιοχών με διαφορετικές επενδυτικές ευκαιρίες και τάσεις αποταμίευσης. Μετά το άνοιγμα των συνόρων για ξένες επενδύσεις, το αρμπιτράζ ωθεί προς ένα ενιαίο επιτόκιο. Το αρχικό επιτόκιο της χώρας Α πέφτει, ενώ το επιτόκιο της χώρα Β αυξάνεται. Το βιοτικό επίπεδο βελτιώνεται και στις δύο χώρες και η συνθήκη ισορροπίας είναι :

$$MRS^A = MRS^B = MRT^A = MRT^B = 1 + r'.$$

Τα τρίγωνα του ισοζυγίου πληρωμών υποδηλώνουν ότι η μετάβαση από μηδέν κινητικότητα προς την πλήρη κινητικότητα των κεφαλαίων δημιουργεί εισροή κεφαλαίων ή πλεόνασμα ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίου (KAS) της FG στη χώρα Α που συνοδεύεται από εκροή κεφαλαίων ή πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (CAS) της IJ στη χώρα Β. Η χώρα Α, για να εξοφλήσει τις διεθνείς υποχρεώσεις της στο μέλλον, μεταφέρει το εισόδημα EF στη χώρα Β. Σαφώς, οι ξένες επενδύσεις όταν υπάρχει πλήρης κινητικότητα κεφαλαίου βελτιώνουν το βιοτικό επίπεδο και στις δύο περιοχές, καθώς το “εμπόριο αποταμίευσης” επιτρέπει στα νοικοκυριά να επιτύχουν υψηλότερα επίπεδα κοινωνικής ευημερίας σε σχέση με αυτά που θα μπορούσαν αν βρίσκονταν σε απομόνωση η χώρα. Δηλαδή, για τη χώρα Α, ισχύει $G > X$, ενώ για τη χώρα Β, ισχύει $H > Z$.



Σχήμα 9 Διαχρονικά κέρδη από τις ξένες επενδύσεις (β)

Η ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ¹⁰

Η παραδοσιακή και η διαχρονική προσέγγιση στις ξένες επενδύσεις που περιγράφονται παραπάνω υποδηλώνουν ότι οι εξωτερικοί λογαριασμοί μιας χώρας, αποτελούν περισσότερο μια καταγραφή των διεθνών κεφαλαιακών ροών μεταξύ χωρών, παρά τη διαφορά μεταξύ εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών.

Η διαχρονική προσέγγιση αναγνωρίζει ρητά ότι με την κινητικότητα των κεφαλαίων, στο ισοζύγιο πληρωμών παίζει σημαντικό ρόλο η ανισορροπία της αποταμίευσης και επενδύσεων στην χώρα. Ωστόσο, οι προηγούμενες προσεγγίσεις που αναφέρθηκαν δεν έδιναν σημαντικό ρόλο στα ρευστά διαθέσιμα. Αυτό έρχεται να διορθώσει το μοντέλο δανειακών κεφαλαίων (loanable funds model).

Πολλοί οικονομολόγοι, μεταξύ αυτών και ο Robertson (1940) υποστήριξαν την θεωρία των δανειακών κεφαλαίων για τον προσδιορισμό του επιτοκίου. Σε αυτή τη θεωρία υπογραμμίζεται η σημασία των χρηματοοικονομικών ροών στο πλαίσιο της συμπεριφοράς της αποταμίευσης και των επενδύσεων. Η θεωρία αυτή, η οποία αρχικά δημιουργήθηκε για να περιγράψει μια κλειστή οικονομία, δείχνει ότι από την πλευρά της ζήτησης στην αγορά

¹⁰ Η προσέγγιση των δανειακών κεφαλαίων είναι διατυπωμένη παρόμοια με το βιβλίο του (Makin, 1994) με μικρές προσαρμογές ώστε το κείμενο να ανταποκρίνεται στο θέμα της εργασίας.

χρήματος, υπάρχουν d^1 κεφάλαια που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση των επιχειρησιακών επενδύσεων, d^2 κεφάλαια που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση της ανακεφαλαιοποίησης των επιχειρήσεων (δηλαδή, τα αποθεματικά των αποσβέσεων), d^3 κεφάλαια που θα προστεθούν στο ανενεργό υπόλοιπο και θα μείνουν ως αποθεματικά σε ρευστό (δηλαδή, αποθησαύριση), και d^4 κεφάλαια που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση της κατανάλωσης των νοικοκυριών όταν υπάρχει υπέρβαση του διαθέσιμου εισοδήματος (δηλαδή, αρνητική αποταμίευση).

Από την πλευρά της προσφοράς, υπάρχουν s^1 κεφάλαια εξαιτίας της υπέρβασης από νοικοκυριά του διαθέσιμου εισοδήματος πέρα της προγραμματισμένης καταναλωτικής δαπάνης, s^2 αποθεματικά αποσβέσεων όπως φαίνονται από τις μεικτές πωλήσεις των επιχειρήσεων της προηγούμενης περιόδου, s^3 κεφάλαια που ήταν ανενεργά και χρησιμοποιήθηκαν (dishoarding) και s^4 κεφάλαια που αποτελούν καθαρή δημιουργία επιπλέον χρήματων από τις τράπεζες. Σε μια ανοικτή οικονομία, μπορούν να προστεθούν και τα s^5 κεφάλαια που προέρχονται από τον υπόλοιπο κόσμος. Η συνθήκη ισορροπίας για τη συνολική ζήτηση και προσφορά δανειακών κεφαλαίων είναι, επομένως, η εξής:

$$d^1 + d^2 + d^3 + d^4 = s^1 + s^2 + s^3 + s^4$$

Αυτό μπορεί να γραφτεί και ως:

$$\underbrace{\frac{I}{d^1 + d^2}} - \underbrace{\frac{s}{s^1 + s^2 - d^4 + s^4}} + \underbrace{\frac{Net Hoarding}{d^3 - s^3}} = \frac{KAS}{s^5}$$

Αν γραφτεί με αυτόν τον τρόπο, γίνεται φανερό πως η καταγραφή της ροής της εξωτερικής ανισορροπίας σχετίζεται με τη ζήτηση και την προσφορά δανειακών κεφαλαίων.

Τα εγχώρια και ξένα χρήματα μπορούν να τροφοδοτούνται άμεσα από τα νοικοκυριά και από τους μη κατοίκους για επενδυτικούς σκοπούς σε εγχώριες επιχειρήσεις, μέσω της αγοράς μετοχών και χρεογράφων από τις επιχειρήσεις αυτές. Ακόμα, επιπλέον κεφαλαία μπορεί να παρέχονται έμμεσα μέσω ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Η θεωρία των δανειακών κεφαλαίων αναγνωρίζει επίσης την συσσώρευση κεφαλαίου, ή αλλαγές στη ζήτηση για ανενεργά ταμειακά υπόλοιπα. Η συσσώρευση κεφαλαίου, ή αποθησαύριση, μπορεί να εξηγηθεί από τα προληπτικά και τα κερδοσκοπικά κίνητρα, όπως είχε περιγράψει ο Keynes (1936). (Makin, 1994). Με τον τρόπο αυτό, λοιπόν, η θεωρία αυτή παρέχει μια σύνδεση με τα μονεταριστικά θεμέλια του μοντέλου MF. Με την προϋπόθεση ότι η

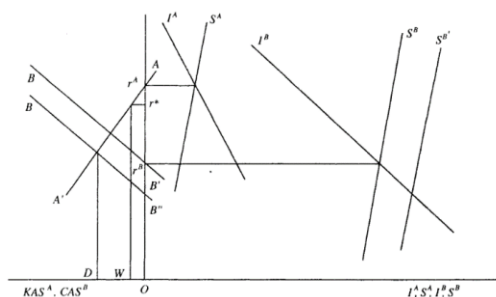
αποθησαύριση είναι σχετικά ασήμαντη σε σχέση με τις ακαθάριστες αποταμιευτικές και επενδυτικές ροές, είναι ενδιαφέρον να σημειωθεί ότι η αύξηση της αποθησαύρισης θα πρέπει να μεγεθύνει το KAS (και το ανάποδο), εάν η ζήτηση για κεφάλαια προς επένδυση υπερβαίνει την εγχώρια προσφορά. Από τη στιγμή που η εγχώρια αποταμίευση ισούται με δανεισμό των νοικοκυριών και από τη στιγμή που οι επενδύσεις των εγχώριων επιχειρήσεων ισούνται με το δανεισμό στο εσωτερικό και από το εξωτερικό, η διαχρονική προσέγγιση μπορεί τώρα να μεταφραστεί εξ' ολοκλήρου στην ανάλυση της παρούσας περιόδου από την προσέγγιση δανειακών κεφαλαίων.

Στο Σχήμα 10 φαίνεται ότι η ζήτηση των επιχειρήσεων για κεφάλαια γίνεται μια φθίνουσα συνάρτηση του επιτοκίου, ενώ η προμήθεια κεφαλαίου, τα οποία δανείζονται τα νοικοκυριά, γίνεται μια αύξουσα συνάρτηση του επιτοκίου. Στη συνέχεια, γίνεται η αφαίρεση από τις επιπτώσεις των προσδοκίων των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τίθεται η υπόθεση ότι όλες οι μεταβλητές εκφράζονται σε πραγματικούς όρους. Το φράγμα των επενδυτικών δυνατοτήτων διαχρονικής προσέγγισης υποδηλώνει ότι οι εγχώριες επιχειρήσεις θα δανείζονται κεφάλαια εάν το επιτόκιο είναι μικρότερη από την απόδοση του επιπλέον συσσωρευμένου πραγματικού κεφαλαίου. Η κλίση της καμπύλης αποταμίευσης είναι θετική εάν η επίδραση της υποκατάστασης υπερέχει της επίδρασης του εισοδήματος.

Το σχήμα AA' στο αριστερό πάνελ δείχνει υπερβάλλουσα ζήτηση στην οικονομία της A χώρας για την αποταμίευση (KAS ή NFI) για τα δοσμένα επιτόκια με πλήρη κινητικότητα του κεφαλαίου. Αν η οικονομία είναι μικρή και το ξένο επιτόκιο είναι r^* , το KAS είναι ίσο με OW, διότι η παροχή ξένης αποταμίευσης είναι τέλεια ελαστική σε κάθε περίπτωση κάτω από το r^4 , το επιτόκιο κατά την αυτάρκεια. Μια μείωση του διεθνούς επιτοκίου θα αυξήσει το KAS της μικρής χώρας.

Στην περίπτωση των δύο περιοχών, το σχέδιο BB' εισάγεται για να δείξει την υπερβολική προσφορά της αποταμίευσης (CAS) της B χώρας για επιτόκια πάνω r^B , επιτόκιο αυτάρκειας B χώρας. Η προσέγγιση αυτή μπορεί τώρα να χρησιμοποιηθεί για να προβλέψει τον αντίκτυπο στους εξωτερικούς λογαριασμούς των διαφόρων εξωγενών κλυδωνισμών. Αν, για παράδειγμα, μια μείωση στην προτίμηση χρόνου στο εξωτερικό αυξάνει την ξένη αποταμίευση, η καμπύλη της BB θα μετατοπιστεί προς τα κάτω, BB'', μειώνοντας το επιτόκιο ισορροπίας και για τις δύο χώρες. Το KAS της χώρας A φτάνει να ισούται με OD για να ταιριάζει με το KAD της B χώρας. Ομοίως, η πτώση της ζήτησης για τα κεφάλαια προς επένδυση στη B χώρα έχει το ίδιο

αποτέλεσμα. Ως εκ τούτου, με απεριόριστες ξένες επενδύσεις, το ΚΑΒ της Α μπορεί επίσης να καθορίζεται εξ ολοκλήρου από τις μεταβολές στις επενδύσεις και την οικονομική συμπεριφορά στην Β. Η κοινή εξωτερική ανισορροπία μπορεί επίσης να αλλάξει ως αποτέλεσμα των αλλαγών στην καμπύλη ΑΑ'. Η καμπύλη ΑΑ' μετατοπίζεται προς τα κάτω, στενεύοντας το ΚΑΣ, όταν οι επενδύσεις της Α πέφτουν ή η αποταμίευση της αυξάνεται. Ως εκ τούτου, η έκταση των ξένων επενδύσεων μπορεί να εξαρτάται από είτε εσωτερικές είτε εξωτερικές μακροοικονομικές διαταραχές.



Σχήμα 10 Δανειακά κεφάλαια και ξένες επενδύσεις

ΘΕΩΡΙΑ ΓΕΝΙΚΗΣ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ

Η γενική θεωρία ισορροπίας (General Equilibrium Theory) επιδιώκει να εξηγήσει την παραγωγή, την κατανάλωση και τις τιμές σε μια οικονομία. Η θεωρία αυτή χρησιμοποιεί μια από κάτω προς τα επάνω προσέγγιση, ξεκινώντας από τις μεμονωμένες αγορές και τους πράκτορες. Οι τιμές και η παραγωγή όλων των αγαθών είναι αλληλένδετες. Μια αλλαγή στην τιμή ενός αγαθού μπορεί να έχει επιπτώσεις σε μια άλλη τιμή. Ο υπολογισμός της τιμής ισορροπίας μόνο ενός αγαθού, θεωρητικά, απαιτεί μια ανάλυση που περιλαμβάνει όλα τα αγαθά που είναι διαθέσιμα.

Η σύγχρονη σύλληψη της γενικής θεωρίας ισορροπίας παρέχεται από ένα πρότυπο που ανέπτυσαν από κοινού ο Kenneth Arrow και ο Debreu στη δεκαετία του 1950. Το μοντέλο των δυο καθηγητών και μετέπειτα Νομπελιστών πήρε το όνομα Arrow-Debreu και έμελλε να γίνει ο θεμέλιος λίθος του νεο-κλασσικού συστήματος που διδάσκεται, σε μια πιο απλή μορφή, σε όλα τα πανεπιστήμια του κόσμου. Το μοντέλο που παρουσίασαν έπαιρνε πολλές ελευθερίες σε σχέση με την πραγματικότητα, με πολλές «τραβηγμένες» υποθέσεις, αλλά στην ουσία προσέφερε μια απόδειξη, με σύνθετα μαθηματικά, της ύπαρξης μιας τέλει ισορροπίας σε όλες τις αγορές της οικονομίας, χωρίς πλεονάζουσα ζήτηση ή προσφορά προϊόντων. Ήταν ένα

«όμορφο» μαθηματικό μοντέλο που απεδείκνυε το άριστο της αγοράς, η μαθηματική έκφραση του τέλει καπιταλιστικού συστήματος. Λόγω των μαθηματικών του, μετέτρεπε τα οικονομικά από κοινωνική επιστήμη σε μία θετική επιστήμη. Από την άποψη της αναλυτικής αυστηρότητας, οι Arrow και Debreu ήταν επαναστάτες. Έθεσαν νέα επίπεδα για τους οικονομολόγους που μπορούσαν να ικανοποιηθούν μόνο από εκείνους με μαθηματικές ικανότητες πολύ πιο ανεβασμένες απ' οτιδήποτε στο παρελθόν. Μετά απ' το άρθρο τους, οι οικονομολόγοι έπρεπε να έχουν την δεξιοτεχνία ενός επαγγελματία μαθηματικού αν ήθελαν να γίνουν γνωστοί στον τομέα τους. Ο γόνιμος διάλογος που ξεκίνησε απ' την δεκαετία του 1930 μέσα στην δύσκολη εποχή του Κραχ ξαφνικά σίγησε. Το μαθηματικοποιημένο μοντέλο «Arrow-Debreu» υποστήριζε ότι η οικονομία αποτελείται από πολλές μικρές επιχειρήσεις που ανταγωνίζονται μεταξύ τους.

ΕΚΤΟΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΚΛΑΣΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ

Οι κλασσικές και νεοκλασσικές θεωρίες όπως ειπώθηκε και παραπάνω δεν μπορούν να εξηγήσουν πολλά κομμάτια της πραγματικότητας των κεφαλαιακών ροών. Για παράδειγμα γιατί οι τιμές τις αγοράς ξεφεύγουν από τις θεωρίες οριακού οφέλους και οριακού κόστους. Αρχικά, οι κλασσικές θεωρίες χρησιμοποιούν την υπόθεση του τέλει ανταγωνισμού όταν αναφέρονται στο διεθνές εμπόριο. Στην πραγματικότητα, όμως, ο ανταγωνισμός είναι ατελής μεταξύ των χωρών. Έτσι, ορισμένοι μελετητές, όπως ο Krugman, συνδύασαν το μοντέλο των Dixit και Stiglitz του 1977, περί ατελούς ανταγωνισμού για το συνεχές εμπορευμάτων¹¹ με σταθερή τιμή ελαστικότητας ζήτησης, με άλλες παραδοχές όπως αυτή των κλιμακούμενων κερδών. Αποτέλεσμα ήταν μια πληρέστερη εικόνα για τις διεθνείς οικονομικές συναλλαγές. (Milne, 2014)

ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΤΗΤΕΣ ΔΙΚΤΥΩΝ

Παράλληλα, με βάση τους συντελεστές παραγωγής δεν εξηγείται ο λόγος γεωγραφικής συσσώρευσης βιομηχανιών και λειτουργίας χρηματοπιστωτικών κέντρων. Αυτό εξηγεί μια άλλη θεωρία, η οποία μιλά για «εξωτερικότητες δικτύων». Σύμφωνα με αυτή, η παραγωγή εξαρτάται από το κόστος παραγωγής των ατομικών επιχειρήσεων, το οποίο με την σειρά του εξαρτάται το επίπεδο της παραγωγής των "διπλανών" ατομικών επιχειρήσεων, επιχειρήσεων, δηλαδή, που

¹¹ μετάφραση για continuum of goods

βρίσκονται στο ίδιο δίκτυο, ίδιου προϊόντος. Επίσης, η παραγωγή εξαρτάται από την κατανάλωση των κατοίκων της περιοχής. Το κόστος παραγωγής και το επίπεδο κατανάλωσης αποτελούν τις λεγόμενες εξωτερικότητες δικτύου. Οι εξωτερικότητες δικτύου μπορούν να οδηγήσουν σε οικονομίες κλίμακος. Τα παραπάνω εξηγούνται καλύτερα στο μοντέλο ΑΚ, που υποστηρίζει ότι η παραγωγή εξαρτάται από την ύπαρξη σταθερών κεφαλαίων και αυτή από τις ατομικές επιχειρήσεις. Συνεπώς, οι εξωτερικότητες δικτύου αυξάνουν τις αποδόσεις των κοινωνικών επενδύσεων και επομένως, αυξάνεται και το όφελος από τη μείωση του εσωτερικού επιτοκίου στα επίπεδα του διεθνούς επιτοκίου. Οι τοπικές συσσωρεύσεις βιομηχανιών, επίσης, εξηγούν την ανάδυση των σύγχρονων χρηματοοικονομικών κέντρων εξαιτίας της τοπικής κλιμακωτής αύξησης των αποδόσεων.

ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ «ΠΛΑΤΦΟΡΜΩΝ ΔΥΟ ΟΨΕΩΝ»

Η θεωρία των «πλατφορμών δύο όψεων» προσφέρει μια εξήγηση για την συσσώρευση των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών σε συγκεκριμένα μέρη. Η θεωρία αυτή περιγράφει μια κατάσταση όπου η αγορά και πώληση πραγματοποιούνται μέσω μια πλατφόρμας η οποία αμείβεται για τις υπηρεσίες διαμεσολάβησης που προσφέρει. Η αμοιβή της και η επιτυχία της εξαρτάται άμεσα από το μέγεθός της. Γι' αυτό και μία τέτοια πλατφόρμα προσπαθεί έντονα να επεκταθεί, όπως ακριβώς πράττουν οι χρηματοπιστωτικές αγορές. Η θεωρία αυτή εξηγώντας την λειτουργία χρηματοπιστωτικών συναλλαγών προσπαθεί να πείσει για την αποτελεσματικότητα της ελευθερίας κυκλοφορίας του κεφαλαίου. (Milne, 2014)

ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΕΡΙ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑΣ

Πολλές θεωρίες σχετικές με τις κινήσεις κεφαλαίων πραγματεύονται το θέμα των πολιτικών του ανταγωνισμού και της καινοτομίας. Η βιβλιογραφία αυτή εκπληρώνει την ανάγκη αντιμετώπισης επιχειρήσεων, οι οποίες, όντας κυρίαρχες στο κλάδο τους, καταχράζονται τη θέση τους σε βάρος των υπολοίπων, καθώς και την ανάγκη εθνικής ανάπτυξης με προώθηση καινοτομιών. (Motta, 2004)¹² Όσον αφορά τον ανταγωνισμό, σύγχρονες θεωρίες υποστηρίζουν ότι η δύναμη κυρίαρχων επιχειρήσεων μπορεί να περιοριστεί υπό την προϋπόθεση να υπάρχει δυνατότητα να εισέρχονται στην αγορά νέες επιχειρήσεις. Το επιχείρημα αυτό ανήκει στους

¹² Περισσότερα για πολιτικές ανταγωνισμού στο βιβλίο του Motta M., *Competition Policy: Theory and Practice*, Cambridge University Press

Audretsch, Bauman και Burke από το βιβλίο τους *Competition Policy in dynamic markets* (2001), και τάσσεται εμφανώς υπέρ της προώθησης των ΞΑΕ. Όσον αφορά την καινοτομία, οι Aghion, Howitt και García-Peñalosa στο βιβλίο τους *Endogenous Growth Theory* (1998) για την «ενδογενή ανάπτυξη», οι οποίες ασχολούνται με τα κίνητρα για δημιουργία νέων προϊόντων και εφεύρεση νέων τεχνικών. (Milne, 2014)

Μία ακόμα ενδιαφέρουσα θεωρία συνδέει τον ανταγωνισμό με την καινοτομία. Ο Aghion στο βιβλίο του *Competition and Innovation* (2005) υποστηρίζει ότι η σχέση μεταξύ τους παίρνει την μορφή ανάποδης καμπύλης- αρχικά, τα κίνητρα καινοτομίας αυξάνονται και ύστερα μειώνονται καθώς αυξάνεται η ανταγωνιστικότητα. Ο Aghion προβάλλει επομένως την διττή πλευρά των κεφαλαιακών ροών και ειδικά των ΞΑΕ. (Milne, 2014)

Άλλη μια πτυχή των προσεγγίσεων για τις κεφαλαιακές ροές αφορά τους θεσμούς και την ανάπτυξη.

ΘΕΣΜΟΙ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Η μελέτη των θεσμών του χρηματοοικονομικού συστήματος αποτελεί εξαιρετικά σημαντικό κομμάτι της έρευνας η οποία έχει πραγματοποιηθεί πάνω στις κεφαλαιακές ροές. Η θεσμική ανάλυση του χρηματοπιστωτικού συστήματος ξεκίνησε στις αρχές του 20ου αιώνα κυρίως ως αντίδραση στη θεωρία ισορροπίας των Marshall και Walras (Rutherford 2001). (Milne, 2014) Η μελέτη αυτή αφορά, μεταξύ άλλων, την διάπλαση προτάσεων θεσμών για την διευκόλυνση των συναλλαγών και τη μείωση του κόστους τους. Σημαντική συμβολή της προσέγγισης των θεσμών βρίσκεται στην υποβάθμιση της σημασίας του ανταγωνισμού στην αγορά και την ανάδειξη της σημασίας της εγγενούς δυναμικής της συμπεριφοράς, τόσο των επιχειρήσεων, όσο και των θεσμών και της ίδιας της αγοράς. Η έκφραση "δημιουργική καταστροφή" του Schumpeter, άλλωστε, αποτελεί κλασικό παράδειγμα της οπτικής της θεσμικής ανάλυσης.

Άλλοι εκφραστές της προσέγγισης αυτής αποτελούν οι Rodrik, Subramanian και Trebbi οι οποίοι μιλούν για τον καθοριστικό ρόλο των θεσμών στην οικονομική ανάπτυξη. (Rodrik , Subramanian, & Trebbi, 2004). Στο ίδιο πλαίσιο, οι Acemoglu και Robison υποστηρίζουν ότι οι θεσμοί μίας χώρας καθορίζουν κατά πόσο θα λειτουργούν αποτελεσματικά οι συντελεστές παραγωγής για την δημιουργία πλούτου. (Acemoglu & Robinson, 2013). Αλλά τι γίνεται με τους χρηματοπιστωτικούς θεσμούς και την οικονομική ανάπτυξη;

Η θετική συμβολή του χρηματοπιστωτικού τομέα στην οικονομική ανάπτυξη παρουσιάστηκε ιδιαίτερα από τον Goldsmith (1995), τον Livine (1997, 2005) και τον Beck (2008). (Goldsmith, 1955). Οι μελετητές αυτοί εργάστηκαν κυρίως για λογαριασμό της Παγκόσμιας Τράπεζας, η οποία ήθελε να προωθήσει τις κινήσεις κεφαλαίων μεταξύ των χωρών. Οι μελετητές αυτοί ουσιαστικά καταλήγουν στο ότι για την μεγέθυνση της οικονομίας δεν έχει σημασία το είδος των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών που υπάρχουν, αλλά το επίπεδο ανάπτυξης των συναλλαγών αυτών. Η ύπαρξη δομών για επιβολή εφαρμογής συμβάσεων και νόμων για την προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, θεωρείται απαραίτητη για την οικονομική μεγέθυνση και ανάπτυξη. Καθώς μόνο αν προστατεύεται η ιδιωτική περιουσία του κάθε πολίτη αυτός θα είναι σε θέση να επενδύσει για να παράγει περισσότερα με ασφάλεια. Τα οφέλη από την εισαγωγή μίας χώρας στην αγορά κεφαλαίων αρχίζουν να υφίστανται εφόσον το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας έχει γνωρίσει ένα συγκεκριμένο βαθμό ανάπτυξης.

Για να το αναλύσουμε λίγο περισσότερο, όταν δεν υπάρχει ένα συγκεκριμένο επίπεδο ανάπτυξης των χρηματοπιστωτικών θεσμών, στις χώρες τείνουν να εισέρχονται μόνο ΞΑΕ αποφεύγοντας έτσι τις συναλλαγές με το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας. Όταν όμως, θα αναπτυχθεί αρκετά το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας, θα προστατεύονται, δηλαδή, οι επενδυτές και θα υπάρχει σύστημα επιβολής εφαρμογής συμβάσεων, οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες, το χρηματιστήριο και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα έχουν μεγαλύτερο κέρδος.

Η ΦΥΣΗ ΤΩΝ ΣΥΓΧΡΟΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Άλλο ένα σημαντικό θέμα που πρέπει να θιχτεί είναι η σύγχρονη φύση των επιχειρήσεων και επενδύσεων. Οι ΞΑΕ αποτελούν την πλειοψηφία των επενδύσεων, ενώ πολυεθνικές επιχειρήσεις διαχειρίζονται τεράστιο μέρος της παγκόσμιας παραγωγής και εμπορίου και ως εκ τούτου πραγματοποιούν το μεγαλύτερο ποσοστό των επενδύσεων. Πώς ορίζεται όμως, η ξένη άμεση επένδυση και η πολυεθνική επιχείρηση. Η μακροπρόθεσμη επένδυση δια μέσου της οποίας επιτυγχάνεται η απόκτηση του ελέγχου μιας επιχείρησης σε μια χώρα, από μία εταιρία του εξωτερικού αποτελεί τον βασικό ορισμό της *Ξένης Άμεσης Επένδυσης* (ΞΑΕ). Η μητρική εταιρία συνήθως αναφέρεται ως *πολυεθνική εταιρεία*, με την έννοια ότι έχει υπό την κατοχή της παραγωγικές μονάδες σε περισσότερες από μία χώρες. (Παπάζογλου, 2010)

Το ποιος είναι ιδιοκτήτης και πώς ελέγχονται οι επιχειρήσεις αυτές επηρεάζει τις κεφαλαιακές ροές, τονίζει ο Milne, καθώς επηρεάζει τους θεσμούς περί προστασίας των επενδυτών, τα περιθώρια κέρδους από το εμπόριο και διασκορπισμό του επενδυτικού κινδύνου. Για παράδειγμα, στην Ευρώπη οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από μία οικογένεια φτάνουν το 36,93% ενώ οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από πολλούς μετόχους αποτελούν το 44,29% των επιχειρήσεων. Ωστόσο, στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι πιο σημαντικές οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από πολλούς μετόχους, σε αντίθεση με την ηπειρωτική Ευρώπη, όπου ισχύει το ίδιο για τις οικογενειοκρατούμενες επιχειρήσεις (Faccio & Lang, The ultimate ownership of Western European corporation, 2002). Παράλληλα, όπως τονίζουν οι Shleifer και Vishny, ο έλεγχος των επενδύσεων μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω νομισματικής ή άλλης προστασίας των εξωτερικών επενδύσεων, είτε μέσω του να βασίζεσαι σε έναν ιδιοκτήτη ο οποίος ελέγχει και παρέχει την πλειοψηφία της εταιρικής χρηματοδότησης (Shleifer & Vishny, 1997).

Άλλο ένα σημαντικό θέμα που προκύπτει από την αλλαγή της φύσης των επιχειρήσεων είναι η αυξανόμενη τάση για προσέλκυση επενδύσεων. Τα κράτη προσπαθούν με διάφορα μέσα να προσελκύσουν αλλά και να διατηρήσουν τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις, επιτρέποντάς τους φορολογικές ελαφρύνσεις και ευνοϊκό νομικό πλαίσιο εξουσίας. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι πολυεθνικές μέσω των εντο-επιχειρησιακών συναλλαγών τους να επηρεάζουν τις ροές κεφαλαίων από και προς την χώρα.

ΑΣΥΜΒΙΒΑΣΤΗ ΤΡΙΑΔΑ

Τέλος, δεν μπορεί να μην αναφερθεί η θεωρία της ασυμβίβαστης τριάδας. Ήδη από το 1947, ο Robert Triffin είχε επισημάνει το μειονέκτημα του συστήματος του Bretton Woods. (Δίλημμα του Triffin). Σε ένα νομισματικό καθεστώς όπου εξαρτά τη λειτουργία του από ένα και μόνο νόμισμα, η λειτουργία της εμπιστοσύνης και η λειτουργία της ρευστότητας έρχονται σε σύγκρουση. Στην γενική θεώρηση το δίλημμα Triffin ή το θεώρημα της Ασυμβίβαστης Τριάδας υποστηρίζει ότι σε ένα καθεστώς όπου συνυπάρχουν σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, ελευθερία κίνησης κεφαλαίων και δυνατότητα για πολιτικές διαχείρισης της οικονομίας, μία χώρα μπορεί να εκπληρώνει δύο από τις παραπάνω τρεις δυνατότητες, αλλά ποτέ και τις τρεις. Στην περίπτωση των ΗΠΑ ο Triffin αντιλήφθηκε ότι η ισοτιμία χρυσού/δολαρίου και η αξιοπιστία του δολαρίου δεν ήταν δυνατό να διατηρηθούν (Elson, 2011).

Ο όρος έλεγχος κεφαλαίου χρησιμοποιείται για να περιγράψει κάθε πολιτική που αποσκοπεί στον περιορισμό ή στον αναπροσανατολισμό των κεφαλαιακών συναλλαγών. Το εύρος του ορισμού οδηγεί στο συμπέρασμα ότι θα είναι δύσκολο να γενικεύσει κανείς όσον αφορά τους ελέγχους κεφαλαίων, επειδή μπορεί να πάρουν πολλές μορφές και μπορεί να εφαρμοστούν για διάφορους σκοπούς. Οι έλεγχοι μπορεί να λάβουν τη μορφή φόρων, ελέγχων τιμών ή ποσότητας, ή απόλυτων απαγορεύσεων στο διεθνές εμπόριο περιουσιακών στοιχείων. (Neely, 1999)

Οι πρώτοι εκτεταμένοι έλεγχοι κεφαλαίου εφαρμόστηκαν στον Ά Παγκόσμιο Πόλεμο ως μια μέθοδος για να χρηματοδοτηθεί η πολεμική προσπάθεια. Κατά την έναρξη του πολέμου, όλες οι μεγάλες δυνάμεις ανέστειλαν τη συμμετοχή τους στο κανόνα του χρυσού για όλη τη διάρκεια της σύγκρουσης, αλλά διατήρησαν το καθεστώς των σταθερών ισοτιμιών . Όλες οι χώρες που ήταν σε πόλεμο περιόρισαν τις εκροές κεφαλαίων, την αγορά ξένων περιουσιακών στοιχείων ή των δανείων στο εξωτερικό. (Neely, 1999) Οι περιορισμοί αυτοί αύξησαν τα έσοδα με δύο τρόπους. Κατ' αρχάς, η διατήρηση του κεφαλαίου στην εγχώρια οικονομία διευκόλυνε τη φορολόγηση του πλούτου και των εσόδων από τόκους (Bakker, 1996). Δεύτερον, επέτρεψε ένα υψηλότερο ποσοστό πληθωρισμού, το οποίο συνεισφέρει στην παραγωγή περισσότερων εσόδων. Οι έλεγχοι κεφαλαίου μείωσαν επίσης τα επιτόκια και συνεπώς το κόστος δανεισμού της κυβέρνησης (Johnston & Tamirisa, 1998). Από τον Ά Παγκόσμιο Πόλεμο, οι έλεγχοι των εκροών κεφαλαίου έχουν χρησιμοποιηθεί παρόμοια και σε άλλες, κυρίως αναπτυσσόμενες, οικονομίες με σκοπό να δημιουργήσουν έσοδα για τις κυβερνήσεις ή να τους επιτρέψουν να διαθέσουν εγχώρια πιστωτικά χωρίς να διακινδυνεύσει τη φυγή κεφαλαίων. (Neely, 1999) Ο παρακάτω Πίνακας 1 συνοψίζει τους στόχους των ελέγχων κεφαλαίου.

Σκοπός του Ελέγχου	Μέθοδος	Κατεύθυνση Ελέγχου	Παράδειγμα
Δημιουργία εσόδων/ Προσπάθεια χρηματοδότησης πολέμου	Οι έλεγχοι στις εκροές κεφαλαίων επιτρέπουν σε μια χώρα να αναπτύξει υψηλότερο πληθωρισμό με δεδομένη τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και να κρατήσει χαμηλά το εγχώριο επιτόκιο.	Εκροές	Οι περισσότερες εμπόλεμες χώρες κατά τον Α΄ και Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο.
Χρηματοπιστωτική καταστολή/ Διάθεση πίστωσης	Οι κυβερνήσεις οι οποίες χρησιμοποιούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα για να ανταμείψουν κάποιες ευνοημένες βιομηχανίες ή για αύξηση εσόδων, μπορεί να χρησιμοποιήσουν τους ελέγχους κεφαλαίων για να αποτρέψουν τα κεφάλαια να φύγουν στο εξωτερικό αναζητώντας	Εκροές	Συνηθισμένο στις αναπτυσσόμενες χώρες.

	υψηλότερες αποδόσεις.		
Διόρθωση ενός ελλειμματικού ισοζυγίου πληρωμών	Οι έλεγχοι στις εκροές μειώνουν τη ζήτηση για ξένα περιουσιακά στοιχεία χωρίς τη χρήση συσταλτικής νομισματικής πολιτικής ή την υποτίμηση. Αυτό επιτρέπει ένα υψηλότερο ποσοστό πληθωρισμού.	Εκροές	Φόροι στις ΗΠΑ την περίοδο 1963-1973
Διόρθωση ενός πλεονασματικού ισοζυγίου πληρωμών	Οι έλεγχοι στις εισροές μειώνουν τη ζήτηση για εγχώρια περιουσιακά στοιχεία χωρίς τη χρήση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής ή της ανατίμησης. Αυτό επιτρέπει ένα χαμηλότερο ποσοστό πληθωρισμού.	Εισροές	Το γερμανικό καθεστώς Bardepot, 1972-1974
Αποτροπή τυχόν έντονων εισροών	Ο περιορισμός των εισροών ενισχύει την μακροοικονομική σταθερότητα με την μείωση του όγκου του κεφαλαίου που μπορεί να φύγει κατά την διάρκεια μίας κρίσης.	Εισροές	Encaje στην Χιλή, 1991-1998
Αποτροπή χρηματοοικονομικής αποσταθεροποίησης	Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι μπορούν να περιορίσουν ή να αλλάξουν τη σύνθεση των διεθνών ροών κεφαλαίου που μπορεί έχουν παραπλανητικά κίνητρα στο εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα.	Εισροές	Encaje στην Χιλή, 1991-1998
Αποτροπή Πραγματικής Εκτίμησης	Ο περιορισμός των εισροών περιορίζει την ανάγκη για νομισματική επέκταση και υψηλότερου εγχώριου πληθωρισμού που θα προκαλούσαν πραγματική ανατίμηση του νομίσματος.	Εισροές	Encaje στην Χιλή, 1991-1998
Περιορισμός ξένης ιδιοκτησίας των εγχώριων κεφαλαίων	Η ξένη ιδιοκτησία ορισμένων εγχώριων περιουσιακών στοιχείων, ιδίως φυσικών πόρων, μπορεί να προκαλέσει δυσαρέσκεια.	Εισροές	Άρθρο 27 του μεξικανικού συντάγματος
Διατήρηση των Αποταμιεύσεων για εγχώρια χρήση	Τα οφέλη από την επένδυση στην εγχώρια οικονομία δεν μπορούν να καταλογισθούν πλήρως στους αποταμιευτές, έτσι η οικονομία, σαν σύνολο, μπορεί να βελτιωθεί με τον περιορισμό των εκροών κεφαλαίων.	Εκροές	
Προστασία εγχώριων χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων	Έλεγχοι που διαχωρίζουν προσωρινά τον εγχώριο χρηματοπιστωτικό τομέα από το αυτό του υπόλοιπου κόσμου μπορεί να επιτρέψουν στις εγχώριες επιχειρήσεις να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας για να γίνουν πιο ανταγωνιστικές στις διεθνείς αγορές.	Εισροές και Εκροές	

Πίνακας 1 Οι λόγοι για εφαρμογή κεφαλαιακών ελέγχων. Πηγή: C.J. Neely, Federal Reserve Bank of St.Luis, Review 1999

ΕΙΔΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΕΛΕΓΧΩΝ

Υπάρχουν τόσοι τύποι ελέγχων κεφαλαίων, όσοι και οι στόχοι τους οποίους προσπαθούν να πετύχουν. Αυτοί διακρίνονται με βάση το είδος της συναλλαγής των περιουσιακών στοιχείων που επηρεάζουν και το αν φορολογούν, περιορίζουν ή απαγορεύουν ολοκληρωτικά τις συναλλαγές. (Neely, 1999) Μια σημαντική διάκριση που κάνει ο Bakker είναι μεταξύ ελέγχων κεφαλαίων και ελέγχων συναλλάγματος. Οι έλεγχοι κεφαλαίων δεν είναι το ίδιο με τους ελέγχους συναλλάγματος, τον περιορισμό, δηλαδή, των νομισματικών συναλλαγών, αν και τα δύο είναι στενά συνδεδεμένα. Παρότι το συνάλλαγμα και οι τραπεζικές καταθέσεις αποτελούν ένα κοινό είδος κεφαλαίου, δηλαδή χρήματα, οι έλεγχοι συναλλάγματος μπορεί να χρησιμοποιηθούν για τον έλεγχο του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αντί για τον έλεγχο του ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίου. (Neely, 1999) Για παράδειγμα, απαιτώντας από τους εισαγωγείς να αγοράσουν ξένο συνάλλαγμα από την κυβέρνηση για κάποιο σκοπό, οι έλεγχοι συναλλάγματος μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να απαγορεύσουν την νόμιμη εισαγωγή αγαθών «πολυτελείας», κάνοντας το ξένο συνάλλαγμα «σπανιότερο» με σκοπό να ικανοποιήσουν πολιτικά συμφέροντα. Έτσι, ενώ οι έλεγχοι συναλλάγματος είναι εγγενώς ένα είδος περιορισμένου ελέγχου κεφαλαίων, δεν είναι απαραίτητο ούτε να περιορίζει την κίνηση κεφαλαίων, ούτε να ελέγχει τις κεφαλαιακές συναλλαγές. (Neely, 1999)

Οι έλεγχοι κεφαλαίων μακροχρόνιων (πέραν του ενός έτους) εισροών, δηλαδή άμεσες επενδύσεις και μετοχές, συχνά επιβάλλονται για διαφορετικούς λόγους από τις βραχυπρόθεσμες εισροές, δηλαδή τραπεζικές καταθέσεις και χρηματοοικονομικά μέσα. Ενώ η πρόσφατη τάση είναι να περιορίζονται οι βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές λόγω της δήθεν μεγαλύτερης μεταβλητότητας τους και της δυνατότητάς τους να αποσταθεροποιήσουν την οικονομία, οι απαγορεύσεις στις μακροπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές συχνά αντικατοπτρίζουν την πολιτική ευαισθησία ως προς την ξένη ιδιοκτησία των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων. (Neely, 1999) Για παράδειγμα, το άρθρο 27 του Συντάγματος του Μεξικού, περιορίζει τις ξένες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία του Μεξικού και των φυσικών πόρων. Οι έλεγχοι στις εισροές και τις εκροές κεφαλαίων παρέχουν κάποια χαλαρότητα στη διαχείριση της νομισματικής πολιτικής στο πλαίσιο σταθερών ισοτιμιών. Οι έλεγχοι στις εισροές κεφαλαίων, οι οποίοι αφήνουν περιθώρια για υψηλότερα επιτόκια, έχουν χρησιμοποιηθεί για να προσπαθήσουν να εμποδίσουν την επέκταση της προσφοράς χρήματος και του πληθωρισμού που συνεπάγεται, όπως έγινε στη Γερμανία την περίοδο 1972-1974 και στη Χιλή κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Αντίθετα, οι έλεγχοι των εκροών κεφαλαίου επιτρέπουν τη μείωση των επιτοκίων και αύξηση

της προσφοράς χρήματος. Έχουν συχνά χρησιμοποιηθεί για να αναβάλουν τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ υποτίμησης ή αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής, όπως συνέβη στη Μαλαισία, για παράδειγμα. (Neely, 1999)

Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι μπορούν επίσης να διακριθούν από το αν περιορίζουν τις συναλλαγές περιουσιακών στοιχείων μέσω μηχανισμών τιμής (φόροι) ή μέσω ελέγχου ποσότητας (ποσοτώσεις ή απόλυτες απαγορεύσεις). Οι έλεγχοι των τιμών μπορεί να λάβουν τη μορφή ειδικών φόρων επί των αποδόσεων στις διεθνείς επενδύσεις, φόρων επί ορισμένων ειδών συναλλαγών, ή απαιτήσεων υποχρεωτικού αποθεματικού που λειτουργεί ως φόρος. (Neely, 1999) Το πρώτο εφαρμόστηκε στις ΗΠΑ, όπου θεσπίστηκε το επιτόκιο εξίσωσης φόρου του 1960.

Ένα είδος μηχανισμού τιμών που σκοπό έχει να αποθαρρύνει τις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίων είναι ο φόρος Tobin. Ο φόρος αυτός προτάθηκε από τον βραβευμένο με Νόμπελ James Tobin το 1972, και χρεώνει ένα μικρό ποσοστό του συνόλου των συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα στους συμμετέχοντες της συναλλαγής. (Neely, 1999) Οι υποστηρικτές αυτού του φόρου ελπίζουν ότι ο φόρος θα συμβάλει στη μείωση της μεταβλητότητας της αγοράς συναλλάγματος περιορίζοντας τα κίνητρα για μεταβολή θέσεων βραχυπρόθεσμα. Ωστόσο, η εφαρμογή του φόρου Tobin δεν έρχεται χωρίς προβλήματα. Ο φόρος αυτός θα μπορούσε να μειώσει τη ρευστότητα στις αγορές συναλλάγματος ή να παρακαμφθεί εύκολα μέσω παράγωγων μέσων. Είναι αβέβαιο το ποιος θα εισπράττει το φόρο και για ποιους σκοπούς θα πρέπει να χρησιμοποιούνται τα έσοδα που προσφέρει. Το πιο αποθαρρυντικό επιχείρημα, όμως, είναι ότι, ένας τέτοιος φόρος θα πρέπει να τεθεί σε ισχύ με ευρεία διεθνή συμφωνία για να είναι επιτυχής. (Neely, 1999)

Μια απαίτηση για ύπαρξη υποχρεωτικού αποθεματικού είναι ένας έλεγχος του κεφαλαίου τιμών που έχει συχνά τεθεί σε εφαρμογή για τη μείωση των εισροών κεφαλαίων. Μια τέτοια απαίτηση τυπικά υποχρεώνει ξένα μέρη που επιθυμούν να καταθέσουν χρήματα σε έναν εγχώριο τραπεζικό λογαριασμό, να χρησιμοποιήσουν κάποια άλλη μορφή εισροής κεφαλαίου, ή να καταθέσουν κάποιο ποσοστό της εισροής κεφαλαίου στην κεντρική τράπεζα για ένα ελάχιστο χρονικό διάστημα. Για παράδειγμα, μεταξύ 1991 και 1998, η Χιλή απαιτούσε από τους ξένους επενδυτές να αφήνουν ένα ποσοστό των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών καταθέσεων στην κεντρική τράπεζα, χωρίς να έχουν αποδόσεις επιτοκίου. Δεδομένου ότι οι καταθέσεις δεν έχουν αποδόσεις από επιτόκια, αλλά επιτρέπουν στην κεντρική τράπεζα να αγοράζει μέσα στην ξένη

χρηματαγορά, η υποχρέωση τήρησης ελάχιστων αποθεματικών λειτουργεί αποτελεσματικά ως φόρος στις βραχυπρόθεσμες εισροές κεφαλαίων. (Neely, 1999)

Οι ποσοτικοί περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων μπορεί να περιλαμβάνουν κανόνες που να επιβάλλουν ανώτατα όρια ή που χρήζουν ειδικής άδειας για νέο ή υπάρχον δανεισμό από ξένους κατοίκους. Επίσης, μπορεί να υπάρχουν διοικητικοί έλεγχοι επί των διασυνοριακών κινήσεων κεφαλαίων κατά τους οποίους ένας κυβερνητικός οργανισμός θα πρέπει να εγκρίνει τις συναλλαγές για ορισμένα είδη περιουσιακών στοιχείων. (Neely, 1999) Ορισμένα είδη επενδύσεων μπορεί να περιοριστούν συνολικά, όπως στην Κορέα, όπου η κυβέρνηση περιόριζε μακροπρόθεσμες ξένες επενδύσεις (Eichengreen, 1999). Με την απαγόρευση ή την απαίτηση ειδικής άδειας για τον επαναπατρισμό των κερδών των ξένων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην εγχώρια αγορά μπορεί να περιοριστούν οι εκροές κεφαλαίων. Οι έλεγχοι κεφαλαίων μπορεί να είναι, όμως, και λιγότερο φανεροί. Οι εγχώριοι κανονισμοί σχετικά με την επιλογή του χαρτοφυλακίου των θεσμικών επενδυτών μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθούν ως ένα είδος ελέγχου κεφαλαίων. Τέτοιοι κανονισμοί έχουν εφαρμοστεί στην Ιταλία και τη Νότια Κορέα στο παρελθόν (Bakker, 1996) (Neely, 1999).

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΕΛΕΓΧΩΝ

Έχει επικρατήσει στην οικονομική επιστήμη οι έλεγχοι κεφαλαίων να θεωρούνται ως κάτι κακό για την οικονομία. Αυτή η γενίκευση, ωστόσο, όπως και όλες οι γενικεύσεις παραμελούν ένα μέρος της πραγματικότητας. Οι έλεγχοι κεφαλαίων μπορεί να επιβάλλονται για πολλούς διαφορετικούς σκοπούς και ως εκ τούτου υπάρχουν πολλά διαφορετικά πρότυπα με τα οποία να κρίνει κανείς την αποτελεσματικότητά τους. Η δυσκολία στο διαχωρισμό των αποτελεσμάτων των ελέγχων κεφαλαίων από τα προβλήματα του ισοζυγίου πληρωμών ή ισοζυγίου κίνησης κεφαλαίων περιπλέκει την εμπειρική μελέτη των επιπτώσεων των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων (Neely, 1999). Επίσης, είναι επικίνδυνες οι γενικεύσεις σχετικά με την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίων σε κάποιες χώρες ή κάποια περίοδο επειδή η αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίων εξαρτάται και από την αυστηρότητα με την οποία επιβάλλονται οι έλεγχοι αυτοί. Οι κυβερνήσεις, για παράδειγμα, που ελέγχουν σημαντικές πτυχές της ζωής των πολιτών τους, όπως η Κούβα, είναι ευκολότερο να επιβάλουν ελέγχους στις συναλλαγές περιουσιακών στοιχείων. (Neely, 1999)

Είναι όμως οι έλεγχοι κεφαλαίου αποτελεσματικοί; Λαμβάνοντας υπόψη αυτές τις δυσκολίες, υπάρχουν διάφοροι τρόποι για να μετρηθεί η αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίων. Ίσως ο πιο άμεσος τρόπος είναι να εκτιμηθεί αν η επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων αλλάζει το μέγεθος ή τη σύνθεση των κεφαλαιακών ροών, χρησιμοποιώντας κάποια υπόθεση σχετικά με το πώς θα ήταν οι κεφαλαιακές ροές χωρίς τους ελέγχους. (Neely, 1999) Η μέτρηση της σύνθεσης των κεφαλαιακών ροών ήταν πάντα δύσκολη, όμως, και έχει γίνει πιο δύσκολη με την χρήση των παραγώγων που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποκρύψουν τις κεφαλαιακές ροές. Για παράδειγμα, μια αμερικανική εταιρεία μπορεί να χτίσει ένα εργοστάσιο παραγωγής στο Μεξικό, αλλά να αντισταθμίσει τον κίνδυνο το πέσο να υποτιμηθεί έναντι του δολαρίου, με την αγορά δικαιωμάτων προαίρεσης για το πέσο, βάσει των οποίων το πέσο θα κερδίσει αξία, αν όντως υποτιμηθεί. Η άμεση επένδυση θα είναι μετρήσιμη ως εισροή, αλλά η αντίστοιχη εκροή, η σύμβαση δυνητικής πώλησης πέσος, μπορεί να μην καταγραφεί. (Neely, 1999)

Στην περίπτωση των ελέγχων κεφαλαίων που έχουν σχεδιαστεί για να στηρίζουν τη νομισματική αυτονομία μίας χώρας, μπορεί κανείς να εξετάσει το βαθμό στον οποίο τα ηπειρωτικά επιτόκια, που υπόκεινται σε ελέγχους κεφαλαίων, διαφέρουν από εκείνα που βρίσκονται σε παράκτιες αγορές ή τις αποδόσεις εγχώριου νομίσματος για ξένα περιουσιακά στοιχεία. Αυτό βασίζεται στην υπόθεση ότι οι αποδόσεις σε ανάλογες επενδύσεις στο ίδιο νόμισμα θα πρέπει να είναι ίσες με την απουσία αποτελεσματικών ελέγχων κεφαλαίου. Ο βαθμός στον οποίο διαφέρουν οι αποδόσεις δείχνει την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου. (Neely, 1999).

Γενικά, οι έλεγχοι εισροών θεωρούνται ότι είναι πιο αποτελεσματικοί από ό, τι οι έλεγχοι εκροών, επειδή τα κίνητρα για να αποφύγει κανείς τους ελέγχους εισροών είναι λιγότερα. (Eichengreen, 1999) Η αποφυγή ελέγχων εισροών κανονικά θα παρέχει μόνο οριακά οφέλη για τους ξένους επενδυτές, καθώς οι αναμενόμενες προσαρμοσμένες στον κίνδυνο εγχώριες αποδόσεις επενδύσεων συνήθως θα είναι συγκρίσιμες με τις αποδόσεις των εναλλακτικών διεθνών επενδύσεων. (Neely, 1999) Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση που αναμένεται μία υποτίμηση νομίσματος, το κίνητρο για να αποφύγει κανείς τις απώλειες είναι σημαντικό, άρα και σημαντική η ανάγκη αποφυγής των ελέγχων εκροών κεφαλαίων. Η αναμενόμενη ζημία στην εκμετάλλευση εγχώριων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να είναι αρκετές εκατοντάδες τοις εκατό σε ετήσια βάση πάνω από ένα σύντομο χρονικό ορίζοντα. Για παράδειγμα, αν κάποιος

αναμένει το ρίνγκιτ της Μαλαισίας να υποτιμηθεί κατά 10% μέσα σε μία εβδομάδα, η αναμενόμενη συνεχώς μειούμενη ετήσια απόδοση που συνδέεται με την εκμετάλλευση του νομίσματος μέσα από μια τέτοια υποτίμηση είναι σχεδόν -550%. Ως εκ τούτου, οι ερευνητές όπως Obstfeld (1998) και Eichengreen (1999) σκέφτηκαν τρόπο πρόληψης έναντι των αποσταθεροποιητικών εκροών. Ο τρόπος αυτός ήταν να περιορίζονται οι εισροές αντί να γίνεται προσπάθεια παύσης των εκροών. (Neely, 1999)

Εν ολίγοις, οι έλεγχοι κεφαλαίων μπορούν να αλλάξουν τη σύνθεση των ροών κεφαλαίων ή να δημιουργήσουν ένα μικρό, μόνιμο φράγμα μεταξύ των εγχώριων και υπεράκτιων επιτοκίων. Δεν μπορούν, ωστόσο, να συντηρήσουν επ' αόριστων ασυνεπείς πολιτικές, και η αποτελεσματικότητά τους τείνει να χάνεται με το πέρασμα του χρόνου, καθώς οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις μαθαίνουν πώς να αποφεύγουν τους ελέγχους. (Neely, 1999) Οι περιορισμοί εκροών, ιδίως, μπορεί να εξαγοράσουν λίγο χρόνο, αλλά αυτό είναι όλο. Υπάρχουν, όμως, και πολλοί ερευνητές που είναι πρόθυμοι να υπερασπιστούν τους περιορισμούς εισροών, όπως ο Eichengreen. Αυτός υποστηρίζει ότι, για τον περιορισμό των εισροών, οι έλεγχοι δεν πρέπει να είναι τέλει, το μόνο που χρειάζεται είναι να γίνει η αποφυγή αρκετά δαπανηρή ώστε να μειωθούν οι αποσταθεροποιητικές ροές. (Neely, 1999)

Πώς αποφεύγει, όμως, κανείς τους ελέγχους κεφαλαίων; Με την πάροδο του χρόνου, οι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις συνειδητοποιούν ότι μπορούν να ξεφύγουν από τους ελέγχους κεφαλαίων μέσω των διαύλων που χρησιμοποιούνται για να επιτραπεί το εμπόριο αγαθών. Οι επιχειρήσεις, για παράδειγμα, μπορεί να αποφύγουν τους ελέγχους κεφαλαίων με την παραποίηση τιμολογίων για εμπορεύσιμων αγαθών, γράφουν ότι χρειάζονται να αγοράσουν ή να πουλήσουν περισσότερο συνάλλαγμα από ό,τι η συναλλαγή απαιτεί. Για παράδειγμα, μια εγχώρια επιχείρηση που επιθυμεί να αποφύγει τα όρια σχετικά με τις εισροές κεφαλαίων θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι εξήγαγε εμπορεύματα αξίας 10 εκατομμυρίων δολαρίων, ενώ, στην πραγματικότητα, εξάγει μόνο 9 εκατομμύρια δολάρια. Έτσι, μπορεί να χρησιμοποιήσει το πλεόνασμα του ενός εκατομμυρίου δολαρίων για να επενδύσει στα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία και μοιράζεται τα έσοδα με την ξένη εταιρεία που παρέχει το κεφάλαιο. (Neely, 1999)

Ίσως η πιο κοινή μέθοδος για να αποφύγει κανείς τους ελέγχους κεφαλαίων είναι μέσω «leads & lags», κατά την οποία οι εμπορικές επιχειρήσεις επιταχύνουν ή καθυστερούν πληρωμές για εισαγωγές ή εξαγωγές (Neely, 1999). Για την αποφυγή των ελέγχων εκροών, για

παράδειγμα, οι εισαγωγείς πληρώνουν νωρίτερα για τα προϊόντα τους (leads), σε αντάλλαγμα για μια έκπτωση, και οι εξαγωγείς επιτρέπουν καθυστερήσεις στις πληρωμές για τα προϊόντα τους (lags), με αντάλλαγμα να χρεώσουν περισσότερο. Αυτό επιτρέπει στους εισαγωγείς και τους εξαγωγείς να δανείσουν χρήματα αποτελεσματικά στον υπόλοιπο κόσμο. Για την αποφυγή ελέγχων εισροών, οι εισαγωγείς καθυστερούν τις πληρωμές, ενώ οι εξαγωγείς απαιτούν επιτάχυνση των πληρωμών. Έτσι, η πρακτική αυτή δημιουργεί εμπορική πίστωση για την υποκατάσταση των βραχυπρόθεσμων ροών κεφαλαίων. Πολλές φορές οι κυβερνήσεις προσπαθούν να κλείσουν τα «παραθυράκια» που χρησιμοποιούνται για τις βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές με διοικητικούς ελέγχους σχετικά με τη χρηματοδότηση των εισαγωγών και εξαγωγών. Τα επιδόματα ταξιδιού για τους τουρίστες είναι μια άλλη μέθοδος με την οποία οι έλεγχοι κεφαλαίων μπορεί να παρακαμφθούν. (Neely, 1999) Τα χρηματοπιστωτικά μέσα ή παράγωγα μπορούν, επίσης, να χρησιμοποιηθούν για να παραπλανήσουν τις τραπεζικές και χρηματοοικονομικές ρυθμιστικές αρχές, προκειμένου να διαφύγει κανείς τις προληπτικές κανονιστικές ρυθμίσεις ή / και τους ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων. Για παράδειγμα, τα παράγωγα μπορούν να περιλαμβάνουν ρήτρες που μεταβάλλουν πληρωμές σε περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων ή επιβολής συναλλαγματικών ελέγχων. Η ανάπτυξη της τεχνολογίας πληροφορικής και επικοινωνιών καθιστά ευκολότερο το να αγοράζουν και να πωλούν περιουσιακά στοιχεία και μειώνει την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίων (Eichengreen, 1999). (Neely, 1999)

Οι έλεγχοι κεφαλαίων προκάλεσαν, επίσης, την υποκατάσταση των απαγορευμένων από τα επιτρεπόμενα στοιχεία ενεργητικού στις επιχειρήσεις. Έτσι, για παράδειγμα, ο αμερικανικός φόρος για την εξίσωση των τόκων αποφεύχθηκε μέσω του εμπορίου περιουσιακών στοιχείων με τον Καναδά, ενώ οι επώδυνοι φόροι της Χιλής, οι οποίοι αφορούσαν βραχυπρόθεσμες εισροές φαίνεται να υποκαταστάθηκαν από ελαφρύτερους φόρους σε μακροπρόθεσμες εισροές. Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι έχουν μεγαλύτερη επιτυχία στην αλλαγή της σύνθεσης του εμπορίου περιουσιακών στοιχείων από την αλλαγή του όγκου τους. (Neely, 1999)

ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΕΛΕΓΧΩΝ

Παρόλο που συχνά αποφεύγονται με επιτυχία, οι έλεγχοι κεφαλαίων έχουν σημαντικό κόστος λόγω της αναστολής του διεθνούς εμπορίου σε περιουσιακά στοιχεία. Κατ' αρχάς, με τις ελέγχους κεφαλαίων θυσιάζονται ορισμένα οφέλη των κεφαλαιακών ροών, όπως ο επιμερισμός

του κινδύνου, ή η ανάπτυξη και η μεταφορά τεχνολογίας. Οι χώρες που εξάγουν κεφάλαια έχουν χαμηλότερη απόδοση στις αποταμιεύσεις τους, ενώ οι εισαγωγείς κεφαλαίων λαμβάνουν λιγότερες επενδύσεις και αναπτύσσονται πιο αργά με τους ελέγχους κεφαλαίων. Ο Krugman (1998) υποστηρίζει ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων προκαλούν περισσότερο κακό, όταν αυτά χρησιμοποιούνται για να υπερασπιστούν ασυνεπείς πολιτικές που παράγουν ένα υπερτιμημένο νόμισμα, ένα νόμισμα που θα έχει την τάση να υποτιμηθεί αν δεν επιβάλλονταν οι έλεγχοι. (Neely, 1999)

Οι έλεγχοι οι οποίοι έχουν φτωχό σχεδιασμό ή επιβολή, συχνά επηρεάζουν δυσμενώς τις άμεσες επενδύσεις και την τακτική χρηματοδότηση των εμπορικών συμφωνιών. Οι έλεγχοι μπορεί να επιδεινώσουν, επιπλέον, το πρόβλημα των αποσταθεροποιητικών ροών κεφαλαίων. Άλλο ένα κόστος των ελέγχων αποτελεί η διαφθορά που δημιουργήθηκε από τη φοροδιαφυγή και το διοικητικό κόστος των ελέγχων. Ακόμα και όταν το κόστος είναι επώδυνο και ο αρχικός σκοπός τους έχει λήξει, οι έλεγχοι κεφαλαίων είναι δύσκολο να καταργηθούν, καθώς έχουν αναπτύξει υποστηρικτές. Η επαναφορά των ελεύθερων κεφαλαιακών ροών δεν εξαλείφει, άλλωστε, πάντα το κόστος των ελέγχων κεφαλαίου. Ειδικότερα, εμποδίζοντας την αναχώρηση του κεφαλαίου βοηθάει προσωρινά τις επενδύσεις, αλλά αυξάνει την αίσθηση του κινδύνου, αυξάνοντας έτσι το ασφάλιστρο κινδύνου και οδηγεί στην αποτροπή μελλοντικών επενδύσεων. (Neely, 1999)

ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΈΝΩΣΗ

Η ανάλυση των διεθνών κεφαλαιακών ροών όσον αφορά την ευρωζώνη αποκτά ιδιαίτερη απήχηση στη σύγχρονη εποχή. Οι εξωτερικές ανισορροπίες των χωρών μελών της ΕΕ μεγενθύνθηκαν και θέτουν ιδιαίτερες προκλήσεις. Αυτό, διότι, όταν υπάρχει εννιαίο νόμισμα, η προσαρμογή της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας εξαρτάται εν μέρει από την εξωτερική εξέλιξη του ευρώ και εν μέρει από την απόκλιση των τιμών και των μισθών εντός της ευρωζώνης. Οι πλεονασματικές και οι ελλειμματικές χώρες εντός της ευρωζώνης έχουν διστάμενες απόψεις σχετικά με την κατάλληλη κατεύθυνση για την εξωτερική αξία του ευρώ. Επιπλέον, ακόμη και αν οι χώρες της ευρωζώνης αντιμετώπιζαν τις ανισορροπίες συλλογικά, λόγω της μεταβλητότητας των αγορών συναλλάγματος δεν θα μπορούσε να είναι κανείς

σίγουρος για την πορεία του ευρώ σε οποιαδήποτε βραχυπρόθεσμη χρονική κλίμακα (Lane, 2013).

Παράλληλα, όταν υπάρχουν ονομαστικές και πραγματικές δυσκαμψίες, η διαχείριση των διμερών πραγματικών αποσβέσεων μέσα σε μια νομισματική ένωση είναι ιδιαίτερα προβληματική. Η συμπεριφορά της προκυκλικής πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας μέσα σε μια νομισματική ένωση είναι μια αποσταθεροποιητική δύναμη σε σχέση με το ονομαστικό χρέος και την δυναμική των πραγματικών επιτοκίων. (Lane, 2013) Αυτό διότι, μια θετική απόκλιση στον πληθωρισμό των μισθών και των τιμών κατά τη διάρκεια περιόδων που υπάρχει έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, βελτιώνει την δυνατότητα ανάληψης επιπλέον ονομαστικού χρέους με την ενίσχυση των ονομαστικών εισοδημάτων, παρέχοντας ταυτόχρονα ένα κίνητρο για την υποβολή σχεδίων δαπανών που μπορεί να έρχονται σε αντίθεση με το κοινό ευρωπαϊκό ονομαστικό επιτόκιο. Οι δυνάμεις αυτές λειτουργούν προς την αντίθετη κατεύθυνση κατά τη διάρκεια των περιόδων ρύθμισης του χρέους. Με λίγα λόγια, διευκολύνεται η ανάλυση χρέους, αλλά δυσχεραίνεται η ρύθμιση χρέους. Τότε η απόκλιση του πληθωρισμού είναι αρνητική και οδηγεί στην αύξηση της πραγματικής ονομαστικής αξίας των δανειακών υποχρεώσεων και ενθαρρύνει την αναβολή των σχεδίων για επιπλέον δαπάνες (Lane, 2013) .

Η απουσία των εθνικών νομισμάτων επηρεάζει επίσης τη εξόφληση των χρεών σχετικά με τα ονομαστικά περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, αρκετές αναπτυγμένες οικονομίες με ανεξάρτητα νομίσματα κέρδισαν καθαρό εξωτερικό πλούτο μέσω της υποτίμησης του νομίσματος τους, η οποία αύξησε την αξία στοιχείων ενεργητικού που ήταν σε ξένο νόμισμα σε σχέση με τις υποχρεώσεις τους που ήταν σε εγχώριο νόμισμα. Αυτός ο μηχανισμός δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί από χώρες οι οποίες ανήκουν σε μία νομισματική ένωση. Γενικότερα, οι εθνικοί φορείς χάραξης πολιτικής δεν μπορούν να αυξήσουν τον πληθωρισμό και να υποτιμήσουν το νόμισμα για να αλλάξουν την απόδοση των χρηματοπιστωτικών μέσων που είναι σε εγχώριο νόμισμα σε σχέση με τα χρηματοπιστωτικά μέσα σε ξένο νόμισμα.

Όσον αφορά τις συσσωρευμένες καθαρές θέσεις, οι διμερείς σχέσεις πιστωτή-οφειλέτη εντός της ζώνης του ευρώ μπορούν να οδηγήσουν σε έντονη σύγκρουση συμφερόντων κατά τις περιόδους οικονομικής δυσχέρειας. Αυτό διότι είναι σχετικά δύσκολη η επίτευξη ισορροπίας μεταξύ ενθάρρυνσης πειθαρχίας ως προς την αποπληρωμή χρέους και της ανάγκης

αναδιάρθρωσης του χρέους. Παράλληλα, οι ισχυροί πολιτικοί και θεσμικοί δεσμοί μεταξύ πιστωτή και οφειλέτη διευκολύνουν επίσης πρόσθετες επιλογές πολιτικής, όπως είναι η παροχή επίσημης χρηματοδότησης σε τιμές κατώτερες της αγοράς, ακόμη και αν ο σχεδιασμός του προγράμματος για τους πολιτικούς όρους της χρηματοδότησης εγείρει εντάσεις μεταξύ πιστωτών και οφειλετών.

Σε σχέση με την παροχή ρευστότητας σε περίπτωση διαταραχής της αγοράς ή κινδύνου εξάπλωσης του προβλήματος, η ονομαστική αξία σε ευρώ των διασυνοριακών δανειακών υποχρεώσεων σημαίνει ότι το Ευρωσύστημα μπορεί να παρέχει διασυνοριακή ρευστότητα προς τις τράπεζες. Αυτό έρχεται σε έντονη αντίθεση με το περιβάλλον που αντιμετωπίζουν οι αναδυόμενες οικονομίες που έχουν υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα. Αυτές πρέπει να βασίζονται σε διεθνείς οργανισμούς ή ξένες κεντρικές τράπεζες για την παροχή ρευστότητας σε ξένο νόμισμα. Με τον τρόπο αυτό, η συμμετοχή σε μια νομισματική ένωση παρέχει ένα «ασφαλές καταφύγιο», τουλάχιστον σε σχέση με ανοικτές οικονομίες που μπορούν να αποκτήσουν μόνο με ένα τρόπο χρηματοδότηση σε ξένο νόμισμα. Η παροχή ρευστότητας αφορά, επίσης, την αγορά κρατικών ομολόγων. Μέχρι πρόσφατα, ο φόβος ήταν ότι μεμονωμένες χώρες εντός της ζώνης του ευρώ δεν μπορούν να ζητήσουν τη στήριξη των κεντρικών τραπεζών για την αντιμετώπιση προβλημάτων ρευστότητας (Lane, 2013). Ωστόσο, το OMT¹³ πρόγραμμα που ανακοινώθηκε από την ΕΚΤ εφαρμόζεται ώστε να αποφευχθούν τέτοια προβλήματα όπου η φερεγγυότητα ευάλωτων κυβερνήσεων υποστηρίζεται εξαιτίας της τήρηση πολιτικών όρων στο πλαίσιο ενός επίσημου προγράμματος του ESM. (Ναυτεμπορική, 2015)

Η ΕΥΡΩΠΗ, Η ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΡΟΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Όπως διαπιστώθηκε από τον Philip Lane οι ακαθάριστες και καθαρές κεφαλαιακές ροές αυξήθηκαν ραγδαία κατά τη διάρκεια της περιόδου 1998- 2002 σε σχέση με την περίοδο 2003-2007 όταν ιδρύθηκε πλέον η ΕΕ. Συνεπώς, δεν θα ήταν σωστό να αποδοθεί η αύξηση των κεφαλαιακών ροών στη εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος. Όσον αφορά την περίοδο 2003-2007, η έκρηξη των κεφαλαιακών ροών στη Ευρωζώνη την περίοδο αυτή ήταν ταυτόχρονη με την ευρύτερη έκρηξη κεφαλαιακών ροών σε όλες τις αναπτυγμένες χώρες κατά την ίδια περίοδο. Ωστόσο, η αύξηση των κεφαλαιακών ροών ήταν μεγαλύτερη εντός της ζώνης του ευρώ, κάτι το

¹³ Outright Monetary Transactions

οποίο μπορεί να αποδοθεί εν μέρει στην συνεισφορά του κοινού νομίσματος και της κοινής κεντρικής τράπεζας. (Lane, 2013)

Είναι σημαντικό, επίσης, το γεγονός πως αυτή η έκρηξη των κεφαλαιακών ροών αφορούσε κυρίως χρεωστικούς τίτλους. Αυτό έθετε σε κίνδυνο τα χρηματοπιστωτικά συστήματα καθώς η ικανότητα τους να απορροφήσουν τον κίνδυνο που αναλάμβαναν δοκίμαζε τα όρια της.

Μέχρι το 2008 οι καθαρές κεφαλαιακές ροές ήταν σχεδόν εξολοκλήρου ιδιωτικές σε όλες τις χώρες. Από το 2008 και μετά, όμως, οι ιδιωτικές καθαρές κεφαλαιακές ροές άρχισαν σταδιακά να αντικαθίστανται από δημόσιες ροές. Η αντικατάσταση αυτή αντικατόπτριζε την σοβαρή έλλειψη εμπιστοσύνης και την αποστροφή του όλο αυξανόμενου κινδύνου στον ιδιωτικό τομέα, ιδιαίτερα μεταξύ των τραπεζών. Έτσι η επέμβαση του Ευρωσυστήματος για την παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ήταν αναπόφευκτη. Οι δημόσιες ροές, στις περισσότερες χώρες, συνέχισαν να αυξάνονται συσσωρευτικά μέχρι το πρώτο μισό του 2012. (Loubrier, 2015)

Από το 2012 οι χώρες-πιστωτές έχουν παραμείνει καθαροί εξαγωγείς χρηματοδότησης, ενώ οι χώρες-δανειστές έχουν αρχίσει να παρουσιάζουν θετικές ή σχεδόν θετικές καθαρές εκροές. Πιο συγκεκριμένα, από το 2012 όποτε και ανακοινώθηκαν τα Outright Monetary Transactions, τα δεδομένα δείχνουν ότι οι καθαρές ιδιωτικές χρηματοπιστωτικές ροές έχουν ξαναρχίσει, ενώ οι επίσημες ροές έχουν γίνει πάλι το κύριο κομμάτι του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη Γερμανία. Στις ελλειμματικές χώρες, οι οποίες γνώρισαν μεγάλη φυγή κεφαλαίων, είτε επέστρεψαν τα ιδιωτικά κεφάλαια που είχαν φύγει (Ισπανία), είτε επιβραδύνθηκε η φυγή (Ελλάδα, Πορτογαλία). Σε μικρότερο βαθμό, ιδιωτικά κεφάλαια που έφυγαν από την Ιταλία, επέστρεψαν στη χώρα. Γενικά, η μερική αντικατάσταση της "δημόσιας" χρηματοδότησης από ιδιωτικά κεφάλαια μπορεί να ερμηνευθεί ως σημάδι ότι η ευρωζώνη ανακτά την αυτοπεποίθηση της. Κοιτώντας, ωστόσο, τις ακαθάριστες εισροές και εκροές κεφαλαίων, η εικόνα είναι λιγότερο ευνοϊκή καθώς υπάρχουν ακόμα δείγματα χρηματοπιστωτικού κατακερματισμού, παρά τη γενική μείωση στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων¹⁴. (Loubrier, 2015)

¹⁴ TARGET2 αποτελεί ένα διατραπεζικό σύστημα πληρωμών για την διαδικασία διασυνοριακών μεταφορών σε πραγματικό χρόνο μέσα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Το TARGET2 αντικατέστησε το TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) το Νοέμβριο του 2007. Το TARGET2 θα πρέπει να χρησιμοποιείται για όλες τις πληρωμές

Η επακόλουθη αντιστροφή των κεφαλαιακών ροών κατά τη διάρκεια της κρίσης κατέδειξε ότι εξαιτίας της ακαμψίας μισθών και τιμών, τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δεν μπορούν να εξαφανιστούν με γρήγορο και ανώδυνο τρόπο. Τα μεγάλα και επίμονα ελλείμματα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ενέχουν σημαντικούς κινδύνους και θα πρέπει να ληφθούν προληπτικά μέτρα για την αντιμετώπιση αυτών των ανισορροπιών. Στο ίδιο πνεύμα, η κρίση έχει επίσης υπογραμμίσει ότι τα υπερβολικά επίπεδα χρέους σε εθνικό και κλαδικό επίπεδο πρέπει να αποφεύγονται.

Στη συνέχεια, λοιπόν, θα αναλυθούν οι μεταρρυθμίσεις τις οποίες εφαρμόστηκαν στην ΕΕ για να βοηθήσουν στη βελτίωση της μακροοικονομικής σταθερότητας.

ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Από τα τέλη του 2009 και τις αρχές του 2010, ορισμένες χώρες της ευρωζώνης άρχισαν να αντιμετωπίζουν προβλήματα χρηματοδότησης των χρεών τους. Εξαιτίας της αβεβαιότητας των αγορών, οι συνήθεις δανειοληπτικές πράξεις των κυβερνήσεων έγιναν δαπανηρές και ενδεχομένως αδύνατες.

Την εποχή εκείνη, οι χώρες της ΕΕ ανταποκρίθηκαν ταχέως θεσπίζοντας τους λεγόμενους μηχανισμούς ασφαλείας, δηλαδή μέτρα οικοδόμησης εμπιστοσύνης που βοηθούν στη χρηματοδότηση του χρέους των χωρών που προσωρινά δυσκολεύονται να δανειζονται από τις χρηματαγορές.

Παράλληλα, η ΕΕ κατέβαλε προσπάθειες για την αντιμετώπιση των βαθύτερων αιτιών των αδυναμιών της. Συγκεκριμένα, ακολούθησε μια διττή προσέγγιση. Θεσπίστηκαν προσωρινοί μηχανισμοί παροχής βοήθειας με στόχο την άμεση αντιμετώπιση της κρίσης και λήφθηκαν μακροπρόθεσμα μέτρα με στόχο τη δημιουργία μόνιμων μέσων στήριξης και την αποφυγή της επανεμφάνισης παρόμοιων κρίσεων στο μέλλον (Επιτροπή, 2014).

που αφορούν το Ευρωσύστημα, καθώς και για το διακανονισμό όλων των πράξεων μεγάλης αξίας συστημάτων συμψηφισμού και συστημάτων διακανονισμού χρεογράφων όπου υπάρχει χρήση του ευρώ.

Κύριοι στόχοι του TARGET2 αποτελούν η ενίσχυση της εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος και της λειτουργία της αγοράς χρήματος του ευρώ, η ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου στην αγορά πληρωμών, η αύξηση της αποτελεσματικότητας των διασυννοριακών πληρωμών σε ευρώ. Με την επίτευξη των στόχων αυτών, το TARGET συμβάλλει στην ολοκλήρωση και τη σταθερότητα της αγοράς χρήματος της ζώνης του ευρώ.

Η Ευρωπαϊκή Κρίση Χρέους αντιμετωπίστηκε σε δύο επίπεδα, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ

Βραχυπρόθεσμα, η ΕΕ έπρεπε να αντιμετωπίσει την άμεση ανάγκη για χρηματοδότηση κρατών μελών που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες, καθώς αρχίζοντας από την Ελλάδα τα κράτη μέλη, αυτά έχασαν την πρόσβαση στις αγορές. Η χρηματοδότηση αυτή προήρθε από τρεις βασικές πηγές, την ΕΕ, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Με ποιο τρόπο όμως διατέθηκαν στα κράτη αυτά τα κεφάλαια;

ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΥΠΟΣΤΗΡΙΞΗ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΈΝΩΣΗ

Για την διάθεση των δανείων η ΕΕ δημιούργησε δύο προσωρινά ταμεία, τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοδότησης Σταθεροποίησης (ΕΜΧΣ ή ΕFSM¹⁵) και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ ή ΕFSF¹⁶). Ο ΕFSM παρείχε πόρους σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ, με συνολικό κεφάλαιο 60 δις Ευρώ. Ενώ, ο ΕFSF διαχειριζόταν κεφάλαια της τάξης των 700 δις Ευρώ για την στήριξη μόνο των μελών της Ευρωζώνης. Οι δύο μηχανισμοί συνεργαζόμενοι στενά με την Επιτροπή, το ΔΝΤ και την ΕΚΤ παρείχαν την αναγκαία στήριξη στις χώρες που το είχαν ανάγκη.

Συγκεκριμένα ο ΕFSF (ΕFSF, n.d.), ο οποίος άρχισε να λειτουργεί τον Ιούνιο του 2010, παρείχε την στήριξη του στην Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα. Η στήριξη διοχετεύτηκε μέσω ασφαλισμένων ομολόγων και άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα. Η λειτουργία του μηχανισμού τερματίστηκε και τώρα παραμένει ενεργός μόνο για την συνέχιση του προγράμματος στήριξης της Ελλάδος, το οποίο επεκτάθηκε ως τον Ιούνιο του 2015.

Το ΕFSM (European Commission, 2015) ενεργοποιήθηκε για την Ιρλανδία και την Πορτογαλία με συνολικό ποσό που έφτανε τα €48.5 δις για 3 χρόνια (2011-2014). Τα κράτη τα οποία δεν είναι μέλη της Ευρωζώνης μπορούν επίσης να δανειστούν από το μηχανισμό αυτό, όπως προαναφέρθηκε. Τέτοια δάνεια μπορούν να ενεργοποιηθούν μετά από αίτηση από τα κράτη αυτά, τα οποία δεσμεύονται σε ένα μακροοικονομικό πρόγραμμα προσαρμογής, με αυστηρούς όρους, συμφωνημένο με την Επιτροπή και την ΕΚΤ.

¹⁵ European Financial Stabilization Mechanism (EFSM)

¹⁶ European Financial Stabilization Fund (EFSF)

Επειδή αυτοί οι οργανισμοί ήταν προσωρινοί, την θέση τους ανέλαβε από τον Οκτωβρίου του 2012 ένας μόνιμος μηχανισμός χρηματοπιστωτικής προστασίας, ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας (ΕΜΣ ή ESM¹⁷). Τα βασικά του χαρακτηριστικά είναι όμοια με αυτά του EFSF, ενώ το κεφάλαιό του χρηματοδοτείται από δανεισμό του ESM από τις χρηματοπιστωτικές αγορές και είναι εγγυημένο από τους μετόχους, δηλαδή τα κράτη μέλη. Ο μηχανισμός αυτός τώρα έχει εκδώσει δάνεια για την Ισπανία και την Κύπρο και παράλληλα, επεκτείνει χρονικά τα ομόλογα που εξέδωσε το EFSF με την λήξη των δανείων που δόθηκαν στην Ιρλανδία, την Πορτογαλία και την Ελλάδα.

Ο μηχανισμός αυτός αποτελεί τώρα τον ακρογωνιαίο λίθο του «τείχους προστασίας» της Ευρώπης και αναπόσπαστο τμήμα της ολοκληρωμένης στρατηγικής της ΕΕ για τη διασφάλιση χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ. Η δανειοδοτική ικανότητα του μηχανισμού ανέρχεται επί του παρόντος σε 500 δισ. ευρώ και η υπό όρους οικονομική βοήθεια διατίθεται σε χώρες οι οποίες έχουν κυρώσει τη Συνθήκη για τη Σταθερότητα, τον Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση (ΣΣΣΔ). Συνεπώς, ο ΕΜΣ συμπληρώνει την ενισχυμένη εποπτεία, παρέχοντας τη δυνατότητα χορήγησης υπό όρους οικονομικής βοήθειας σε χώρες της ευρωζώνης που έχουν ανάγκη.

Οι εν λόγω μηχανισμοί δεν έχουν μόνο επιλύσει τις άμεσες δυσκολίες που αντιμετώπισαν ορισμένες χώρες για την εξόφληση των χρεών τους, αλλά έχουν επίσης ενισχύσει την εμπιστοσύνη των χρηματοπιστωτικών αγορών και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην ευρωζώνη συνολικά.

ΑΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα όμως ενισχύθηκε και από την αποκατάσταση του Χρηματοπιστωτικού Τομέα. Προκειμένου να αντιμετωπίζονται έγκαιρα τυχόν προβλήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα και να διασφαλίζεται ότι όλοι οι χρηματοπιστωτικοί φορείς θα διέπονται από το κατάλληλο κανονιστικό και εποπτικό πλαίσιο, η ΕΕ θέσπισε νέους κανόνες και οργανισμούς. Συγκεκριμένα θέσπισε :

- Την Επιτροπή Συστημικών Κινδύνων (European Systemic Risk Board - ESRB)

¹⁷ European Stability Mechanism (ESM)

- Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility - EFSF)
- Την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (European Banking Authority - EBA)
- Την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority - ESMA) και
- Την Ευρωπαϊκή Αρχή ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA) (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2015)

Επιπλέον, προωθούνται και άλλα μέτρα, με στόχο να διασφαλιστεί ότι οι ευρωπαϊκές τράπεζες διαθέτουν επαρκή αποθέματα κεφαλαίων για να αντιμετωπίσουν τυχόν μελλοντικούς κλυδωνισμούς του χρηματοπιστωτικού τους συστήματος, έτσι ώστε να συνεχίσουν να λειτουργούν κανονικά και να είναι σε θέση να παρέχουν πιστώσεις σε νοικοκυριά και επιχειρήσεις.

ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ

Για να προληφθούν και να αντιμετωπιστούν αποτελεσματικότερα στο μέλλον μεγάλα ελλείμματα και χρέη, η ΕΕ προέβη σε ορισμένες τροποποιήσεις στους κανόνες που την διέπουν. Συγκεκριμένα, η ΕΕ αναθεώρησε το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης που αφορά την διαχείριση ελλειμμάτων και υπερβολικού χρέους, θέσπισε μία νέα Δημοσιονομική Συνθήκη, το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο και έθεσε στόχους για την ΕΕ με το Europe 2020. Όλα τα παραπάνω μπορούμε να τα χωρίσουμε σε τρία επίπεδα δράσεων:

- Επιτήρηση των οικονομικών και δημοσιονομικών πολιτικών
- Συντονισμός του σχεδιασμού οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής
- Καθορισμός των οικονομικών προτεραιοτήτων.

Παρακάτω αναλύονται όλα τα επίπεδα δράσεων ένα προς ένα.

ΕΠΙΤΗΡΗΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΤΟ ΣΥΜΦΩΝΟ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Για να αντιμετωπίζονται τα υπερβολικά ελλείμματα και χρέη των χωρών της ΕΕ, είχε θεσπιστεί ήδη από το 1997 το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Το Σύμφωνο

Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ) είναι ένα από τα πιο σημαντικά στοιχεία που συνθέτουν την πορεία των Ευρωπαϊκών χωρών προς τη νομισματική και οικονομική ενοποίηση. Η ανάγκη ενός μηχανισμού επιτήρησης και επιβολής των δημοσιονομικών κριτηρίων του Μάαστριχτ οδήγησε στην υιοθέτηση του ΣΣΑ στο Άμστερνταμ το 1997 και στην συμπερίληψη του στη Συνθήκη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το ΣΣΑ είναι ένα κανονιστικό πλαίσιο το οποίο φροντίζει τα κράτη μέλη να διατηρούν υγιή δημόσια οικονομικά. Συγκεκριμένα, το ΣΣΑ επιτηρεί και προτείνει μέτρα διόρθωσης δημοσιονομικών οικονομικών όταν αυτά ξεφεύγουν από το όριο ελλείμματος στο 3% του ΑΕΠ και το όριο του δημοσίου χρέους στο 60% του ΑΕΠ, λαμβάνοντας πάντα υπόψη τις παγκόσμιες και περιφερειακές οικονομικές συγκυρίες (EUR-Lex, 2014).

Το ΣΣΑ αποτελείται από τρεις πυλώνες, την πολιτική δέσμευση, την προληπτική δράση εποπτείας και την αποτρεπτική δράση εποπτείας. Κατά τον πρώτο πυλώνα, τα κράτη- μέλη δεσμεύονται να διατηρούν μια σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δημοσιονομική κατάσταση και να συνεργάζονται με την Επιτροπή και το Συμβούλιο. Η Επιτροπή, με τη σειρά της αναλαμβάνει ελέγχει κατά πόσο υφίσταται υπερβολικό έλλειμμα και να προτείνει μέτρα για την αντιμετώπιση τυχόν δημοσιοοικονομικών προβλημάτων, ενώ το Συμβούλιο καλείται να εφαρμόσει τις προθεσμίες και τις τυχόν αναγκαίες κυρώσεις στα κράτη μέλη. Στο προληπτικό πυλώνα, τα κράτη μέλη υποβάλουν ένα ετήσιο πρόγραμμα σταθερότητας, το οποίο αξιολογείται από την Επιτροπή και το Συμβούλιο γνωμοδοτεί σχετικά με λήψη διορθωτικών μέτρων. Κατά τον τελευταίο πυλώνα η αποτρεπτική δράση αφορά τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ). Η Επιτροπή αξιολογεί και το Συμβούλιο αποφασίζει αν υφίσταται υπερβολικό έλλειμμα, συνυπολογίζοντας σχετικούς παράγοντες, όπως η ύφεση, η σωρευτική μείωση της παραγωγής, και οι συγκυριακές συνθήκες. Αν διαπιστωθεί ότι χρειάζεται η ΔΥΕ, η Επιτροπή και το Συμβούλιο προτείνουν μέτρα επίλυσης των δημοσιονομικών ανισορροπιών. Το κράτος μέλος πρέπει να εφαρμόσει τα μέτρα αυτά ή να διορθώσει με δικό του τρόπο το υπερβολικό έλλειμμα. Σε περίπτωση που δεν γίνει αυτό στο κράτος επιβάλλονται οικονομικές κυρώσεις. (Δούμκου, 2014)

Οι Μεταρρυθμίσεις του ΣΣΑ

Το ΣΣΑ γνώρισε μέχρι σήμερα τέσσερα μεταρρυθμίσεις. Η πρώτη συντελέστηκε το 2005, όταν το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο υιοθέτησε την έκθεση που υπέβαλε το Συμβούλιο ECOFIN στα

συμπεράσματα του και εισήγαγε σημαντικές τροποποιήσεις του ΣΣΑ. Οι τροποποιήσεις αυτές προέβλεπαν ελαφρυντικές διατάξεις για τις χώρες με υπερβολικό έλλειμμα και παράταση προθεσμιών για τη διόρθωση του ελλείμματος.¹⁸ Επίσης, είχαμε ενίσχυση του προληπτικού σκέλους με διαφοροποίηση του στόχου για κάθε χώρα ξεχωριστά και βελτίωση της εφαρμογής της ΔΥΕ ώστε να λαμβάνονται υπόψη περισσότεροι παράγοντες πριν την εφαρμογή της ΔΥΕ (Δούμκου, 2014).

Οι υπόλοιπες μεταρρυθμίσεις του ΣΣΑ έγιναν στο πλαίσιο της καλύτερης αντιμετώπισης της Ευρωπαϊκής Κρίσης Χρέους. Το 2011, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης ενισχύθηκε από το six-pack (εξάπτυχο) και το two-pack (δίπτυχο). Το six-pack τέθηκε σε ισχύ στις 13 Δεκεμβρίου 2011, ενώ το two-pack στις 30 Μαΐου 2013. Το six-pack αποτελείται από πέντε Κανονισμούς και μία Οδηγία (εξ ου και ονομάζεται " six-pack ") και αποτελεί παράγωγο δίκαιο της ΕΕ. Ισχύει και στα 27 κράτη-μέλη (με ορισμένους ειδικούς κανόνες για τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης, ιδίως όσον αφορά τις οικονομικές κυρώσεις). Το six-pack καλύπτει τη δημοσιονομική εποπτεία, αλλά και την μακροοικονομική επιτήρηση στο πλαίσιο της νέας διαδικασίας μακροοικονομικών ανισορροπιών. Στον δημοσιονομικό τομέα, το six-pack ενισχύει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ). Συγκεκριμένα, ενισχύει τόσο το προληπτικό και το διορθωτικό σκέλος του συμφώνου, δηλαδή τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (ΔΥΕ), η οποία ισχύει για τα κράτη-μέλη που έχουν παραβιάσει είτε το κριτήριο ελλείμματος, είτε το κριτήριο χρέους. Με αυτόν τον τρόπο εξασφαλίζει αυστηρότερη εφαρμογή των δημοσιονομικών κανόνων, ορίζοντας ποσοτικά τι σημαίνει «σημαντική απόκλιση» από το μεσοπρόθεσμο στόχο ή πορεία προσαρμογής προς αυτό, στο πλαίσιο του προληπτικού σκέλους του ΣΣΑ.

Συγκεκριμένα, το six pack μπορεί να μοιραστεί σε δύο ενότητες, αυτή της δημοσιονομικής πολιτικής και αυτή των μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Δημοσιονομική Πολιτική

¹⁸ Συγκεκριμένα, ο Κανονισμός ΕΚ με αριθ. 1055/2005 του Συμβουλίου της 27^{ης} Ιουνίου 2005, τροποποιεί τον Κανονισμό ΕΚ με αριθ. 144/97, και ο Κανονισμός ΕΚ με αριθ. 1056/2005 του Συμβουλίου της 27^{ης} Ιουνίου 2005 τροποποιεί τον Κανονισμό ΕΚ με αριθ. 1467/97.

1. Κανονισμός 1175/2011 για την τροποποίηση του κανονισμού 1466/97 : Για την ενίσχυση της εποπτείας της δημοσιονομικής κατάστασης και την εποπτεία και το συντονισμό των οικονομικών πολιτικών .

2. Κανονισμός 1177/2011 για την τροποποίηση του κανονισμού 1467/97 : Για την επιτάχυνση και τη διασαφήνιση της εφαρμογής της διαδικασίας υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ).

3. Κανονισμός 1173/2011 : Για την αποτελεσματική επιβολή της δημοσιονομικής εποπτείας στη Ευρωζώνη.

4. Οδηγία 2011/85 / ΕΕ : Σχετική με τις απαιτήσεις για τα δημοσιονομικά πλαίσια των κρατών μελών. Η οδηγία εφαρμόζεται από όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ το αργότερο στις 31 Δεκεμβρίου 2013.

Μακροοικονομικές Ανισορροπίες

5.Κανονισμός 1176/2011 : Για την πρόληψη και τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών. Ο Κανονισμός αυτός καθορίζει τις λεπτομέρειες της μακροοικονομικής διαδικασία επιτήρησης ανισορροπιών και καλύπτει όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ.

6.Κανονισμός 1174/2011 : Σχετικά με τη δράση για τη διόρθωση των υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών στη ζώνη του ευρώ. Ο κανονισμός εφαρμόζεται μόνο στα κράτη μέλη της ευρωζώνης και επικεντρώνεται στην πιθανότητα κυρώσεων και άλλες διαδικασίες για την επιβολή του αναγκαίου «διορθωτικού σχεδίου δράσης» για να ικανοποιήσει τη σύσταση ΕΣΚ από το Συμβούλιο .

Το two-pack αποτελείται από δύο κανονισμούς (εξ ου και ονομάζεται "two-pack"). Ισχύει μόνο για τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης (με βάση το άρθρο 136 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης) των κρατών-μελών της Ευρωζώνης που αντιμετωπίζουν ή απειλούνται με οικονομικές δυσκολίες. Συγκεκριμένα οι κανονισμοί προβλέπουν:

1. Κανονισμός 473/2013: Σχετικά με κοινές διατάξεις για την παρακολούθηση και την αξιολόγηση των σχεδίων δημοσιονομικών προγραμμάτων και τη διασφάλιση της διόρθωσης του υπερβολικού ελλείμματος των κρατών μελών στη ζώνη του ευρώ.

Εάν το κράτος μέλος της ευρωζώνης δεν έχει εμπλακεί σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) ή στην διαδικασία υπερβολικών ανισορροπιών (ΔΥΑ) ή το πρόγραμμα

χρηματοδοτικής βοήθειας, η μόνη επιπλέον απαίτηση από αυτό θα είναι να υποβάλει το σχέδιο του δημοσιονομικού προϋπολογισμού για το επόμενο έτος στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το αργότερο μέχρι τις 15 Οκτωβρίου και στη συνέχεια να λάβει τη γνωμοδότηση της Επιτροπής.

2. Κανονισμός 472/2013: Για την ενίσχυση της οικονομικής και δημοσιονομικής εποπτείας των κρατών μελών στη ζώνη του ευρώ τα οποία αντιμετωπίζουν ή απειλούνται με σοβαρές δυσκολίες αναφορικά με τη χρηματοοικονομική τους σταθερότητα.

Τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης τα οποία υπέγραψαν τη ΕΣΚ, ή συμμετέχουν σε ένα πρόγραμμα οικονομικής υποστήριξης από το EFSM, το EFSF, το ESM ή /και το ΔΝΤ, θα πρέπει να αυξήσουν περαιτέρω το επίπεδο και τη συχνότητα υποβολής εκθέσεων στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Αυτό αποκαλείται «ενισχυμένη εποπτεία» και σημαίνει ότι οι αναφορές για τις διορθωτικές ενέργειες θα πρέπει να δημοσιεύονται σε τριμηνιαία βάση, ότι θα πρέπει να επιτραπεί στην Επιτροπή να στείλει προειδοποιήσεις προς το εθνικό κοινοβούλιο του κράτους μέλους, ότι το θιγόμενο κράτος μέλος εξακολουθεί να έχει επαρκή χρόνο για να εφαρμόσει τα αναγκαία μέτρα για να αποτρέψει την πιθανή καθυστέρηση ως προς την απαιτούμενη συμμόρφωση.

Η ΣΥΝΘΗΚΗ ΓΙΑ ΤΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ, ΤΟΝ ΣΥΝΤΟΝΙΣΜΟ ΚΑΙ ΤΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ (ΣΣΣΔ) Η ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΜΦΩΝΟ

Στις Βρυξέλλες, το Μαρτίου 2012, οι αρχηγοί των κυβερνήσεων όλων των κρατών της Ε.Ε., πλην του Ηνωμένου Βασιλείου και της Τσεχικής Δημοκρατίας, αποφάσισαν να προχωρήσουν προς μια ισχυρότερη οικονομική ένωση που θα περιλαμβάνει ένα νέο δημοσιονομικό συμβόλαιο και ενισχυμένο συντονισμό σε θέματα οικονομικής πολιτικής και θα εφαρμοστεί μέσω μιας διεθνούς συμφωνίας, της Συνθήκης για τη Σταθερότητα, τον Συντονισμό και τη Διακυβέρνηση στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΣΣΣΔ). Η ΣΣΣΔ ισχύει παράλληλα με το ΣΣΑ, και όπως και το ΣΣΑ προβλέπει στην εξασφάλιση μη υπέρβασης του ελλείμματος πάνω από το 3% του ΑΕΠ σε τιμές αγοράς και του χρέους πάνω από το 60% του ΑΕΠ (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, 2014).

Το περιεχόμενο της ΣΣΣΔ μπορεί να συνοψιστεί στα ακόλουθα σημεία:

1. Η δημοσιονομική θέση της γενικής κυβέρνησης συμβαλλόμενου μέρους πρέπει να είναι ισοσκελισμένη ή πλεονασματική.
2. Ο κανόνας του στοιχείου, ο οποίος θεωρείται ότι τηρείται αν το ετήσιο

διαρθρωτικό ισοζύγιο της γενικής κυβέρνησης αντιστοιχεί στον ανά χώρα καθορισθέντα μεσοπρόθεσμο στόχο, όπως ορίζεται στο αναθεωρημένο Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης, με καθορισμό του κατώτερου ορίου για το διαρθρωτικό έλλειμμα στο 0,5% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος σε τιμές αγοράς. Τα συμβαλλόμενα μέρη εξασφαλίζουν την ταχεία σύγκλιση προς τον αντίστοιχο μεσοπρόθεσμο στόχο τους.

3. Τα συμβαλλόμενα μέρη μπορούν προσωρινά να αποκλίνουν από τον μεσοπρόθεσμο στόχο τους κατ' εξαίρεση, σε περιόδους σοβαρής οικονομικής ύφεσης, υπό την προϋπόθεση ότι αυτό δεν θέτει σε κίνδυνο τη δημοσιονομική βιωσιμότητα μεσοπρόθεσμα.

4. Όταν ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ είναι αισθητά χαμηλότερος της τιμής αναφοράς του 60% και όταν οι κίνδυνοι από την άποψη της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας των δημόσιων οικονομικών είναι περιορισμένοι, το οριζόμενο για τον μεσοπρόθεσμο στόχο κατώτατο όριο που προβλέπεται, μπορεί να αυξηθεί για να φθάσει σε διαρθρωτικό έλλειμμα που δεν θα υπερβαίνει το 1,0% του ΑΕΠ.

5. Σε περίπτωση που παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις από τον μεσοπρόθεσμο στόχο ή την πορεία προσαρμογής σε αυτόν, τίθεται αυτομάτως σε λειτουργία διορθωτικός μηχανισμός.

6. Όταν ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ υπερβαίνει την τιμή αναφοράς του 60%, το συμβαλλόμενο μέρος πρέπει να τον μειώνει κατά ένα εικοστό ετησίως κατά μέσο όρο.

7. Συμβαλλόμενο μέρος που υπάγεται σε διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (ΔΥΕ) θεσπίζει πρόγραμμα δημοσιονομικής και οικονομικής συνεργασίας που περιλαμβάνει λεπτομερή περιγραφή των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που απαιτούνται για την αποτελεσματική και διαρκή διόρθωση του υπερβολικού ελλείμματός του. Η υποβολή τους στο Συμβούλιο της ΕΕ και στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή για υιοθέτηση και η παρακολούθησή τους θα πραγματοποιούνται εντός του πλαισίου των ισχυουσών διαδικασιών εποπτείας βάσει του ΣΣΑ. Η εφαρμογή του προγράμματος, θα πρέπει να παρακολουθείται από την Επιτροπή και το Συμβούλιο.

8. Σε περίπτωση που ένα συμβαλλόμενο μέρος κρίνει, ανεξάρτητα από την έκθεση της Επιτροπής, ότι κάποιο άλλο συμβαλλόμενο μέρος έχει παραλείψει να συμμορφωθεί με το άρθρο 3 παράγραφος 2, μπορεί να προσφύγει στο Δικαστήριο. Αν το Δικαστήριο διαπιστώσει ότι το ενδιαφερόμενο συμβαλλόμενο μέρος δεν έχει συμμορφωθεί με την απόφασή του, μπορεί να του επιβάλει ένα κατ' αποκοπή ποσό ή χρηματική ποινή ανάλογη των περιστάσεων και τούτο

δεν μπορεί να υπερβαίνει το 0,1 % του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος του. Το πρόστιμο καταβάλλεται στον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας αν πρόκειται για μέλος της ευρωζώνης ή στο γενικό προϋπολογισμό της Ε.Ε. στις υπόλοιπες περιπτώσεις.

9. Οι αρχηγοί κρατών ή κυβερνήσεων των συμβαλλόμενων μερών με νόμισμα το ευρώ συνέρχονται άτυπα σε συνόδους κορυφής για το ευρώ όταν απαιτείται.

10. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και τα εθνικά κοινοβούλια των συμβαλλόμενων μερών καθορίζουν από κοινού την οργάνωση και την προώθηση διάσκεψης των εκπροσώπων των συναφών επιτροπών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και των εκπροσώπων των συναφών επιτροπών των εθνικών κοινοβουλίων, με σκοπό τη συζήτηση των δημοσιονομικών πολιτικών (Παπακώστα, 2013).

Η ΣΣΣΔ τίθεται σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2013, υπό τον όρο ότι δώδεκα συμβαλλόμενα μέρη με νόμισμα το ευρώ έχουν καταθέσει το έγγραφό τους επικύρωσης.

ΣΥΝΤΟΝΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΕΞΑΜΗΝΟ

Πριν από την πρόσφατη οικονομική κρίση, οι διαδικασίες συντονισμού της οικονομικής πολιτικής που υπήρχαν δεν ελάμβαναν υπόψη τους η μία την άλλη. Αυτό αποδείχθηκε να είναι αδυναμία της ΕΕ. Διαπιστώθηκε έτσι η ανάγκη να δημιουργηθεί το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο για να προλαμβάνει τις αποκλίσεις, να διασφαλίζει τη σύγκλιση και τη σταθερότητα στην ΕΕ συνολικά, καθώς και στα κράτη μέλη της.

Για αυτό και ως μέρος της ευρύτερης μεταρρύθμισης της οικονομικής διακυβέρνησης της ΕΕ, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε να καθιερώσει το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο το 2010. Νομική βάση της διαδικασίας είναι το αποκαλούμενο «six pack» - 6 νομοθετικές πράξεις που συνέβαλαν στη μεταρρύθμιση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Το πρώτο Ευρωπαϊκό Εξάμηνο έλαβε χώρα το 2011 (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, 2015).

Πώς, όμως λειτουργεί το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο;

Ο σχεδιασμός των δημοσιονομικών, μακροοικονομικών και διαρθρωτικών πολιτικών όλων των κρατών-μελών συντονίζονται χάρη στο Ευρωπαϊκό Εξάμηνο. Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο καλύπτει 3 τομείς συντονισμού της οικονομικής πολιτικής:

- τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, οι οποίες εστιάζουν στην προώθηση της ανάπτυξης και της απασχόλησης σύμφωνα με τη στρατηγική «Ευρώπη 2020»
- τις δημοσιονομικές πολιτικές, προκειμένου να διασφαλισθεί η βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών σύμφωνα με το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης
- την πρόληψη υπερβολικών μακροοικονομικών ανισορροπιών. (Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, 2015)

Κατά την πρώτη εξαμηνιαία περίοδο κάθε χρόνου, τα κράτη-μέλη υποβάλλουν τα σχέδιά τους για εν λόγω πολιτικές τους, οι οποίες εξετάζονται από την ΕΕ. Έτσι, τα κράτη-μέλη επωφελούνται από τις παρατηρήσεις της ΕΕ σε αρχικό στάδιο της διαδικασίας κατάρτισης των εθνικών τους προϋπολογισμών και της λήψης αποφάσεων για διάφορα θέματα οικονομικής πολιτικής.

Αναλυτικότερα:

- Τον Ιανουάριο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή καταρτίζει την Ετήσια Επισκόπηση της Ανάπτυξης (Annual Growth Survey), όπου παρουσιάζονται οι γενικές κατευθυντήριες γραμμές για την ΕΕ.
- Τον Μάρτιο, οι αρχηγοί κρατών και κυβερνήσεων της ΕΕ εκδίδουν κατευθυντήριες γραμμές για τις εθνικές πολιτικές με βάση την Ετήσια Επισκόπηση της Ανάπτυξης.
- Τον Απρίλιο, τα κράτη μέλη (πλην των κρατών που υπόκεινται σε προγράμματα χρηματοοικονομικής συνδρομής) καταρτίζουν:

1. τα Προγράμματα Σταθερότητας (Stability Programmes - οι χώρες της Ευρωζώνης) ή Προγράμματα Σύγκλισης (Convergence Programmes - τα κράτη μέλη εκτός Ευρωζώνης) για υγιή δημοσιονομικά και

2. τα Εθνικά Προγράμματα Μεταρρυθμίσεων (National Reform Programmes) σχετικά με τις διαρθρωτικές αλλαγές και τα μέτρα που προτίθενται να πάρουν για την προώθηση της ανάπτυξης και της δημιουργίας θέσεων εργασίας.

- Στη συνέχεια, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξετάζει αυτά τα προγράμματα και εκδίδει τον Ιούνιο τις Ειδικές συστάσεις ανά χώρα (Country-specific recommendations), οι οποίες αφορούν, μεταξύ άλλων, τη δημοσιονομική πολιτική και τις μακροοικονομικές ανισορροπίες. Οι

ειδικές συστάσεις ανά χώρα συζητούνται στο Συμβούλιο και εγκρίνονται από το Εαρινό Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2015).

Στον παρακάτω πίνακα μπορεί να δει κανείς και σχηματικά την διαδικασία του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου.



Πηγή : http://ec.europa.eu/greece/news/docs/european_semester.jpg

ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΤΕΡΑΙΟΤΗΤΩΝ ΕΥΡΩΠΗ 2020

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση μπορεί να έχει μόνιμες επιπτώσεις στη δυνητική ανάπτυξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εάν δεν αναληφθεί διαρθρωτική δράση, ιδίως για να αντιμετωπιστεί το χάσμα της παραγωγικότητας της εργασίας με τους κυριότερους ανταγωνιστές της. Λόγω του κυκλικού χαρακτήρα της, η ανάκαμψη από μόνη της δεν μπορεί να δώσει την αναγκαία ώθηση για να οδηγήσει την ΕΕ στην κατάσταση που επικρατούσε προ της κρίσης και να απορροφήσει το συσσωρευμένο έλλειμμα. Για να αποτρέψει καταστάσεις στασιμότητας, δυσβάστακτες τάσεις ως προς το χρέος, συσσώρευση ανισορροπιών και για να εξασφαλίσει την ανταγωνιστικότητά της, η ΕΕ πρέπει να επιταχύνει την εξυγίανση των δημόσιων οικονομικών της, τις μεταρρυθμίσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα της και να επισπεύσει τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις.

Η στρατηγική «Ευρώπη 2020» για τη δεκαετία 2011-2020, την οποία πρότεινε η Επιτροπή στις 3 Μαρτίου 2010 και ενέκρινε το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 26 Μαρτίου 2010 στοχεύει στην αντιμετώπιση των ελλείψεων του αναπτυξιακού μοντέλου της ΕΕ και στη δημιουργία των αναγκαίων συνθηκών για μια ανάπτυξη πιο έξυπνη, διατηρήσιμη και χωρίς

αποκλεισμούς. Για να γίνει αυτό πραγματικότητα, η ΕΕ έχει θέσει πέντε βασικούς στόχους οι οποίοι πρέπει να επιτευχθούν έως το τέλος της δεκαετίας. Οι στόχοι αφορούν

1. Απασχόληση
 - a. Απασχόληση του 75% της ηλικιακής κατηγορίας 20-64 ετών
2. Έρευνα και Ανάπτυξη
 - a. Το 3% του ΑΕΠ της ΕΕ πρέπει να επενδύεται στην Έρευνα και την Ανάπτυξη
3. Κλιματική Αλλαγή και Ενεργειακή Βιωσιμότητα
 - a. Μείωση των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου κατά 20% (ή και 30%, εφόσον οι συνθήκες το επιτρέπουν) σε σχέση με το 1990
 - b. Εξασφάλιση του 20% της ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές
 - c. Αύξηση κατά 20% της ενεργειακής απόδοσης
4. Εκπαίδευση
 - a. Μείωση των ποσοστών πρόωρης εγκατάλειψης του σχολείου κάτω από 10%
 - b. Ολοκλήρωση τριτοβάθμιων σπουδών τουλάχιστον για το 40% της ηλικιακής κατηγορίας 30-34 ετών
5. Καταπολέμηση της Φτώχειας και του Κοινωνικού Αποκλεισμού
 - a. Μείωση τουλάχιστον κατά 20 εκατομμύρια των ατόμων που βρίσκονται ή κινδυνεύουν να βρεθούν σε κατάσταση φτώχειας και κοινωνικού αποκλεισμού (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2015)

Για να επιτευχθούν οι παραπάνω στόχοι η ΕΕ θέσπισε παράλληλα και στρατηγικές πραγμάτωσης των στόχων αυτών, τις επτά «Εμβληματικές Πρωτοβουλίες»:

- Ψηφιακό Θεματολόγιο για την Ευρώπη
- Ένωση Καινοτομίας
- Νεολαία σε Κίνηση
- Μια Ευρώπη που χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τους πόρους της
- Μια Βιομηχανική πολιτική για την εποχή της παγκοσμιοποίησης
- Ατζέντα για νέες δεξιότητες και θέσεις εργασίας
- Ευρωπαϊκή πλατφόρμα κατά της φτώχειας

Το Σύμφωνο «Ευρώ+» αποτελεί ένα συμπληρωματικό πρόγραμμα με πρόσθετες μεταρρυθμίσεις για τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης καθώς και έξι χώρες εκτός Ευρωζώνης (Βουλγαρία, Δανία, Λετονία, Λιθουανία, Πολωνία και Ρουμανία). Το Σύμφωνο είναι πλήρως ενσωματωμένο στο νέο πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης και οι σχετικές δεσμεύσεις περιλαμβάνονται στα Εθνικά Προγράμματα Μεταρρυθμίσεων των εν λόγω κρατών-μελών. Το Σύμφωνο αυτό εγκρίθηκε από το Εαρινό Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του 2011 στις 24/25 Μαρτίου. Θεσπίστηκε με στόχο την ενίσχυση του οικονομικού πυλώνα της νομισματικής ένωσης, τη βελτίωση της ποιότητας του συντονισμού των οικονομικών πολιτικών στη ζώνη του ευρώ και την τόνωση της ανταγωνιστικότητας, ώστε να επιτευχθεί υψηλότερος βαθμός σύγκλισης (Δούμκου, 2014). Το πρόγραμμα επικεντρώνεται σε τέσσερις τομείς:

1. Ανταγωνιστικότητα
2. Απασχόληση
3. Βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών
4. Ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (Μούσης, 2011)

Τα 23 συμβαλλόμενα μέρη δεσμεύτηκαν να υλοποιήσουν τις μεταρρυθμίσεις στο σύνολό τους, ενώ τα υπόλοιπα τέσσερα κράτη μέλη μπορούν να το προσυπογράψουν εφόσον το επιθυμούν.

ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ 2015

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΕΣ ΤΑΣΕΙΣ

Σύμφωνα με την UNCTAD, οι διεθνείς εισροές άμεσων ξένων επενδύσεων μειώθηκαν κατά το 2014. Οι διεθνείς άμεσες ξένες επενδύσεις (ΞΑΕ) μειώθηκαν κατά 16 % φτάνοντας τα 1.230 δισεκατομμύρια δολάρια το 2014, κυρίως λόγω της αστάθειας της παγκόσμιας οικονομίας, της πολιτικής αβεβαιότητας για τους επενδυτές και των αυξημένων γεωπολιτικών κινδύνων. Οι νέες επενδύσεις επίσης αντισταθμίστηκαν από ορισμένες μεγάλες πωλήσεις. Οι εισροές ΞΑΕ προς τις αναπτυσσόμενες οικονομίες έφθασαν σε επίπεδο ρεκόρ, τα 681 δισεκατομμύρια δολάρια, με 2% αύξηση. (UNCTAD, 2015)

Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες αύξησαν έτσι το προβάδισμά τους στις διεθνείς εισροές. Η Κίνα έγινε ο μεγαλύτερος αποδέκτης του κόσμου των άμεσων ξένων επενδύσεων. Μεταξύ των δέκα κορυφαίων αποδεκτών ΞΑΕ στον κόσμο, βρίσκονται πέντε αναπτυσσόμενες

οικονομίες. Το χαμηλό επίπεδο ροών προς τις ανεπτυγμένες χώρες συνεχίστηκε το 2014. Παρά την αναβίωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&As), οι συνολικές ροές άμεσων ξένων επενδύσεων σε αυτή την ομάδα των οικονομιών μειώθηκε κατά 28%, δηλαδή στα 499.000 εκατομμύρια δολάρια. Οι ροές αυτές είχαν επηρεαστεί σημαντικά από μία μόνο μεγάλης κλίμακας πώληση από τις Ηνωμένες Πολιτείες.

Οι επενδύσεις από πολυεθνικές επιχειρήσεις αναπτυσσόμενων χωρών (MNEs) κατέληξαν επίσης σε επίπεδα ρεκόρ. Η αναπτυσσόμενη Ασία επενδύει στο εξωτερικό τώρα περισσότερο από κάθε άλλη εποχή. Οι εννέα από τις είκοσι μεγαλύτερες χώρες-επενδυτές ήταν από τις αναπτυσσόμενες ή τις υπό μετάβαση οικονομίες. Αυτές οι πολυεθνικές εταιρείες συνέχισαν να αποκτούν αλλοδαπές θυγατρικές ανεπτυγμένων χωρών στον αναπτυσσόμενο κόσμο. Οι περισσότερες περιφερειακές ενώσεις και οι πρωτοβουλίες παρουσίασαν πτώση στις εισροές τους το 2014. Οι ομάδες χωρών που διαπραγματεύονται την Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) και την Trans-Pacific Partnership (TPP) είδαν το συνδυασμένο μερίδιο τους στις διεθνείς εισροές ΞΑΕ να μειώνεται. Η ASEAN (αύξηση 5% φτάνοντας τα 133 δισεκατομμύρια δολάρια) και η RCEP (αύξηση 4% φτάνοντας τα 363 δισεκατομμύρια δολάρια) όμως δεν είχαν την ίδια μοίρα με τις άλλες ενώσεις χωρών. (UNCTAD, 2015)

Ανά τομέα τώρα, η στροφή προς τις υπηρεσίες των άμεσων ξένων επενδύσεων συνεχίστηκε κατά τα τελευταία 10 χρόνια ως απάντηση στην αυξανόμενη απελευθέρωση του τομέα, την αύξηση της εμπορευσιμότητας των υπηρεσιών και την ανάπτυξη των παγκόσμιων αλυσίδων αξίας (global value chains) στις οποίες οι υπηρεσίες διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο. Το 2012, οι υπηρεσίες αντιστοιχούσαν στο 63% των παγκόσμιων ΞΑΕ, περισσότερο από το διπλάσιο του μεριδίου της παραγωγής. Ενώ, ο πρωτογενής τομέας αντιπροσώπευε λιγότερο από το 10% του συνόλου.

Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές το 2014 ανέκαμψαν σημαντικά φτάνοντας τα 399.000 εκατομμύρια δολάρια. Ο αριθμός των πολυεθνικών επιχειρήσεων που ασχολείται με τιμές μεγαλύτερες από 1 δις δολάρια αυξήθηκε φτάνοντας τις 223 επιχειρήσεις - ο υψηλότερος αριθμός από το 2008 - από τις 168 επιχειρήσεις το 2013. Την ίδια στιγμή, οι πολυεθνικές επιχειρήσεις πραγματοποίησαν εκποιήσεις που ισοδυναμούσαν με το ήμισυ της αξίας των εξαγορών. Οι ανακοινώσεις για greenfield επενδύσεις μειώθηκαν κατά 2% φτάνοντας τα 696 δισεκατομμύρια δολάρια. Οι αναπτυσσόμενες χώρες συνέχισαν να προσελκύουν τα δύο τρίτα

των εξαγγελιών για greenfield επενδύσεις. Οι greenfield επενδύσεις των πολυεθνικών εταιρειών παρέμειναν αμετάβλητες τόσο από τις ανεπτυγμένες, όσο από και τις αναπτυσσόμενες χώρες. Οι ΞΑΕ από ειδικούς επενδυτές ποικίλλουν. Η σημασία των ιδιωτικών κεφαλαίων στην παγκόσμια αγορά συγχωνεύσεων και εξαγορών, οι οποίες ανέρχονται στα 200 δισεκατομμύρια δολάρια το 2014, αντανakλάται κυρίως σε συναλλαγές που αφορούν μεγάλες επιχειρήσεις. Τα κρατικά επενδυτικά ταμεία, τα οποία επένδυσαν 16 δισεκατομμύρια δολάρια σε ΞΑΕ το 2014, στοχεύουν ολόένα και περισσότερο σε διεθνούς επίπεδου υποδομές. Η επέκταση των κρατικών πολυεθνικών επιχειρήσεων επιβραδύνθηκε. Συγκεκριμένα, οι διασυνοριακές τους συγχωνεύσεις και εξαγορές μειώθηκαν κατά 39% φτάνοντας τα 69 δισεκατομμύρια δολάρια. (UNCTAD, 2015)

Η διεθνής παραγωγή των πολυεθνικών εταιρειών συνεχίζει να αυξάνεται. Η διεθνής παραγωγή αυξήθηκε το 2014, δημιουργώντας προστιθέμενη αξία περίπου 7.900 δισεκατομμύρια δολάρια. Οι πωλήσεις και τα στοιχεία ενεργητικού των αλλοδαπών θυγατρικών των πολυεθνικών εταιρειών αυξήθηκαν ταχύτερα από τις εγχώριες ομολόγους τους. Οι αλλοδαπές θυγατρικές των πολυεθνικών επιχειρήσεων απασχολούν περίπου 75 εκατομμύρια ανθρώπους.

Οι ΞΑΕ, ωστόσο, φαίνεται να ανακάμπτουν. Οι παγκόσμιες εισροές ΞΑΕ αναμένεται να αυξηθούν κατά 11%, δηλαδή, 1.4 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2015. Γενικά, προσδοκάται περαιτέρω αύξηση έως 1.500 δισεκατομμύρια δολάρια το 2016 και 1.7 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2017. Τόσο τα μοντέλα πρόβλεψης ΞΑΕ της UNCTAD, όσο και έρευνες μεγάλων πολυεθνικών επιχειρήσεων προβλέπουν μια αύξηση στις ροές ΞΑΕ κατά τα προσεχή έτη. Το ποσοστό των πολυεθνικών επιχειρήσεων που πρόκειται να αυξήσει τις δαπάνες των άμεσων ξένων επενδύσεων κατά τα επόμενα τρία χρόνια (2015-2017) αυξήθηκε κατά 24 με 32%. Οι τάσεις των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών υποδηλώνουν, επίσης, την επιστροφή στην ανάπτυξη το 2015. Ωστόσο, μια σειρά από οικονομικούς και πολιτικούς κινδύνους, συμπεριλαμβανομένης της συνεχιζόμενης αβεβαιότητας στην Ευρωζώνη, τις πιθανές επιπτώσεις από συγκρούσεις, και τα επίμονα τρωτά σημεία στις αναδυόμενες οικονομίες, μπορεί να διαταράξουν την προβλεπόμενη ανάκαμψη. (UNCTAD, 2015)

ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΤΑΣΕΙΣ

Οι εισροές ΞΑΕ στην Αφρική παρέμειναν σταθερές στα 54 δισεκατομμύρια δολάρια. Παρά το γεγονός ότι το ποσοστό των υπηρεσιών στις αφρικανικές ΞΑΕ εξακολουθεί να είναι χαμηλότερο από τον παγκόσμιο και το μέσο όρο των αναπτυσσόμενων χωρών, το 2012, οι

υπηρεσίες αντιστοιχούσαν στο 48% του συνόλου των ΞΑΕ στην περιοχή, περισσότερο από το διπλάσιο του μεριδίου της μεταποίησης που είναι 21%. Ο πρωτογενής τομέας αποτελεί το 31% του συνόλου των ΞΑΕ. Στην αναπτυσσόμενη Ασία οι εισροές ΞΑΕ αυξάνονται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Έφτασαν σχεδόν μισό τρισεκατομμύριο δολάρια το 2014, εδραιώνοντας περαιτέρω τη θέση της στην περιοχή ως ο μεγαλύτερος αποδέκτης επενδύσεων στον κόσμο. Οι εισροές ΞΑΕ στην Ανατολική και Νοτιοανατολική Ασία αυξήθηκαν κατά 10% φτάνοντας τα 381 δισεκατομμύρια δολάρια. Κατά τα τελευταία έτη, οι πολυεθνικές εταιρείες έχουν γίνει μια σημαντική δύναμη ως προς την ενίσχυση της περιφερειακής σύνδεσης της υποπεριοχής, μέσω διασυνοριακών επενδύσεων σε υποδομές. Η κατάσταση της ασφάλειας στη Δυτική Ασία έχει οδηγήσει σε συνεχή πτώση των ροών ΞΑΕ τα τελευταία έξι χρόνια. Η αποδυνάμωση των ιδιωτικών επενδύσεων σε τμήματα της περιοχής αντισταθμίζεται από την αύξηση των δημοσίων επενδύσεων. Στη Νότια Ασία, οι ΞΑΕ αυξήθηκαν στον τομέα της μεταποίησης, συμπεριλαμβανομένης της αυτοκινητοβιομηχανίας. (UNCTAD, 2015)

Οι ροές ΞΑΕ στη Λατινική Αμερική και την Καραϊβική μειώθηκαν κατά 14% φτάνοντας τα 159 δισεκατομμύρια δολάρια, το 2014, μετά από τέσσερα χρόνια διαδοχικών αυξήσεων. Αυτό οφείλεται κυρίως στη μείωση των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην Κεντρική Αμερική και την Καραϊβική και στη μείωση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, η οποία αποθάρρυνε τις ΞΑΕ στη Νότια Αμερική. Η επιβράδυνση των ΞΑΕ, μετά από μια περίοδο έντονων εισροών λόγω των υψηλών τιμών στα βασικά προϊόντα, μπορεί να είναι μια ευκαιρία για τις χώρες της Λατινικής Αμερικής να επαναξιολογήσουν τις στρατηγικές ΞΑΕ στην αναπτυξιακή τους ατζέντα. Οι ΞΑΕ στις μεταβατικές οικονομίες μειώθηκαν κατά 52%, έφτασαν δηλαδή τα 48 δισεκατομμύρια δολάρια το 2014. Οι περιφερειακές συγκρούσεις σε συνδυασμό με τη μείωση των τιμών του πετρελαίου και τις διεθνείς κυρώσεις, έχουν πλήξει τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης και οδήγησαν στη συρρίκνωση του ενδιαφέροντος των επενδυτών για την περιοχή. (UNCTAD, 2015)

Οι εισροές ΞΑΕ στις ανεπτυγμένες χώρες μειώθηκαν κατά 28%, αγγίζοντας τα 499 δισεκατομμύρια δολάρια. Οι εκποιήσεις και οι μεγάλες διακυμάνσεις στα ενδοεταιρικά δάνεια μείωσαν τις εισροές σε ένα επίπεδο που είναι το χαμηλότερο επίπεδο από το 2004. Οι εκροές διατηρήθηκαν σταθερά στα 823 δισεκατομμύρια δολάρια. Οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων επιταχύνθηκαν το 2014. Η άνθηση του εισοδήματος από ΞΑΕ παρέχει

ένα αντίβαρο στα εμπορικά ελλείμματα, ιδιαίτερα στις Ηνωμένες Πολιτείες και πιο πρόσφατα στην Ιαπωνία.

Οι ροές ΞΑΕ προς τις ευάλωτες, μικρές και με διαρθρωτικές αδυναμίες οικονομίες δεν ακολουθούν κάποια συγκεκριμένη τάση. Οι ΞΑΕ προς τις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες αυξήθηκαν κατά 4%.

Οι περικλειστες από ξηρά αναπτυσσόμενες χώρες παρουσίασαν πτώση 3% στις εισροές ΞΑΕ, κυρίως στην Ασία και τη Λατινική Αμερική. Αντίθετα, οι εισροές ΞΑΕ σε μικρά νησιωτικά αναπτυσσόμενα κράτη αυξήθηκαν κατά 22%, λόγω της αύξησης των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η σχετική σημασία των ΞΑΕ, η μεγαλύτερη σταθερότητα τους και ο περισσότερο ποικιλόμορφος αντίκτυπός τους στην ανάπτυξη σε σύγκριση με άλλες πηγές χρηματοδότησης σημαίνει ότι παραμένει μια σημαντική συνιστώσα της εξωτερικής χρηματοδότησης της ανάπτυξης σε αυτές τις οικονομίες. Κατά την τελευταία δεκαετία, 2004-2014, οι συνολικές ΞΑΕ τριπλασιάστηκαν στις λιγότερο αναπτυγμένες οικονομίες και στα νησιωτικά αναπτυσσόμενα κράτη, και τετραπλασιάστηκαν στις περικλειστες από ξηρά αναπτυσσόμενες χώρες. Με συντονισμένη προσπάθεια από τη διεθνή επενδυτική κοινότητα ανάπτυξης, θα είναι δυνατόν να συσσωρευτεί τετραπλάσιο απόθεμα ΞΑΕ σε οικονομίες με διαρθρωτικές αδυναμίες μέχρι το 2030. Ιδιαίτερα, απαιτούνται περαιτέρω προσπάθειες για την αξιοποίηση της χρηματοδότησης για την οικονομική διαφοροποίηση προκειμένου να υπάρξει μεγαλύτερη ανθεκτικότητα και βιωσιμότητα σε αυτές χώρες. (UNCTAD, 2015)

ΤΑΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Ως προς την επενδυτική τους πολιτική, οι χώρες εξακολουθούν να προσανατολίζονται κυρίως προς την κατεύθυνση της απελευθέρωσης, την προώθηση και τη διευκόλυνση των επενδύσεων. Το 2014, περισσότερο από το 80% των μέτρων επενδυτικής πολιτικής αποσκοπούσαν στη βελτίωση των συνθηκών εισόδου και στην μείωση των περιορισμών των κεφαλαιακών ροών. Η εστίαση ήταν στην διευκόλυνση των επενδύσεων και την απελευθέρωση συγκεκριμένων τομέων, για παράδειγμα των υποδομών και των υπηρεσιών. Οι νέοι επενδυτικοί περιορισμοί συνδέονται κυρίως με θέματα εθνικής ασφάλειας και στρατηγικών βιομηχανιών, όπως οι μεταφορές, η ενέργεια και η άμυνα. Μέτρα που στοχεύουν σε επενδύσεις σε τομείς σημαντικούς για την αειφόρο ανάπτυξη είναι σχετικά λίγα. Μόνο το 8% των μέτρων μεταξύ του 2010 και του 2014 απευθύνονταν ειδικά στη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα σε βασικούς τομείς

της αειφόρου ανάπτυξης, που είναι, μεταξύ άλλων, οι υποδομές, η υγεία, η εκπαίδευση, ο μετριασμός της κλιματικής αλλαγής. Χώρες και περιφέρειες συνεχίζουν την αναζήτησή τους για τη μεταρρύθμιση του καθεστώτος των διεθνών επενδυτικών συμφωνιών (international investment agreements regime IIAs). (UNCTAD, 2015)

Τριάντα ένα νέα IIAs ολοκληρώθηκαν το 2014, τα περισσότερα από τα οποία περιλάμβαναν διατάξεις που σχετίζονται με την αειφόρο ανάπτυξη. Ο Καναδάς ήταν η πιο δραστήρια χώρα (με επτά νέες συνθήκες). Το σύνολο των IIAs έφτασε τις 3.271 συνθήκες, ενώ, νέα μέτρα για τη χάραξη πολιτικής επενδύσεων ήδη ετοιμάζονται. Αντιδρώντας στην αυξανόμενη ανησυχία για την τρέχουσα λειτουργία του παγκόσμιου καθεστώτος ΙΑ, μαζί με τη σημερινή επιτακτική ανάγκη για αειφόρο ανάπτυξη και την επέκταση των επενδυτικών δραστηριοτήτων, τουλάχιστον 50 χώρες και περιφερειακές ομάδες χωρών ασχολούνται με την επανεξέταση και την αναθεώρηση των μοντέλων τους για τα IIAs. Η Βραζιλία, η Ινδία, η Νορβηγία και η Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) δημοσίευσαν νέες προσεγγίσεις πάνω στο θέμα. Η Νότια Αφρική και η Ινδονησία συνέχισαν να καταγγέλλουν τις συνθήκες, ενώ δραστηριοποιούνται για τη διαμόρφωση νέων στρατηγικών για IIAs.

Οι προϋποθέσεις εγκατάστασης περιλαμβάνονται σε ένα σχετικά μικρό αλλά αυξανόμενο αριθμό των IIAs. Περίπου 228 συνθήκες προβλέπουν ότι το κάθε κράτος θα αποφασίζει τον τρόπο μεταχείρισης της απόκτησης και εγκατάστασης των επενδύσεων στην περιφέρειά τους. Οι περισσότερες αυτές συνθήκες αφορούν τις Ηνωμένες Πολιτείες, τον Καναδά, τη Φινλανδία, την Ιαπωνία και την ΕΕ, αλλά και μερικές αναπτυσσόμενες χώρες, όπως τη Χιλή, την Κόστα Ρίκα, τη Δημοκρατία της Κορέας, το Περού και τη Σιγκαπούρη. (UNCTAD, 2015)

Το 2014 υπήρχαν 42 νέες περιπτώσεις διαμάχης επίλυσης διαφορών μεταξύ επενδυτών και κράτους (investor-state dispute settlement ISDS) ανεβάζοντας τον συνολικό αριθμό των γνωστών απαιτήσεων, που στηρίζονται στις συνθήκες, στις 608. Οι αναπτυσσόμενες χώρες εξακολουθούν να φέρουν το κύριο βάρος αυτών των ισχυρισμών, αλλά το μερίδιο των ανεπτυγμένων χωρών είναι σε άνοδο. Οι περισσότεροι ενάγοντες προέρχονται από ανεπτυγμένες χώρες. Σαράντα τρεις αποφάσεις εκδόθηκαν το 2014, ανεβάζοντας τον συνολικό αριθμό των υποθέσεων που εξετάστηκαν στις 405. Από αυτά, τα κράτη κέρδισαν το 36% των υποθέσεων,

ενώ οι επενδυτές το 27%. Οι υπόλοιπες υποθέσεις είτε διευθετήθηκαν είτε διακόπηκαν. (UNCTAD, 2015)

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα με την ανάλυση η οποία προηγήθηκε, η κίνηση κεφαλαιακών ροών αποτελεί μέρος της σύγχρονης πραγματικότητας. Πολλοί ερευνητές μελετούν τη μακροοικονομική πορεία των κεφαλαιακών ροών, και ακόμα περισσότεροι προσπαθούν να προβλέψουν με μικροοικονομικά μέσα τις τάσεις των ροών αυτών. Η συσχέτιση των κεφαλαιακών ροών με τον επιχειρηματικό τομέα, την ανταγωνιστικότητα, την καινοτομία, τους θεσμούς, την ανάπτυξη, αλλά και το χρηματοπιστωτικό τομέα αποτελούν τα βασικά θέματα προβληματισμού των σύγχρονων μελετητών του θέματος. Οι κεφαλαιακοί έλεγχοι γίνεται φανερό πως μπορεί να φέρουν βραχυπρόθεσμα οφέλη και να δώσουν ανάσα σε μια οικονομία όσον αφορά την νομισματική της πολιτική. Τα οφέλη των κεφαλαιακών ελέγχων, όμως, δεν έρχονται χωρίς το αντίστοιχο κόστος. Η επιλογή εφαρμογής κεφαλαιακών ελέγχων αποτελεί μια δύσκολη απόφαση η οποία πρέπει να λάβει υπόψη τις πολιτικές, κοινωνικές και οικονομικές συνθήκες, και σαφώς, τα οφέλη και τα κόστη μιας τέτοιας ενέργειας. Ωστόσο, η επιβολή τέτοιων ελέγχων είναι αναπόφευκτη, όπως συνέβη και στην περίπτωση της Ελλάδος. Η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων συνεχίζει να αποτελεί την απαίτηση της εποχής μας, μιας εποχής της παγκοσμιοποίησης. Αυτό δεν σημαίνει ωστόσο, ότι η κίνηση αυτή είναι χωρίς προβλήματα. Διάφορες πολιτικές εφαρμόζονται για να διευκολύνουν την ροή και να αποτρέπουν τα φαινόμενα μακροοικονομικών ανισορροπιών, τα οποία συνεχίζουν να μαστίζουν την παγκόσμια οικονομία και την Ευρώπη, όπως αναλύθηκε παραπάνω. Η Ευρωπαϊκή Ένωση παρά τα πολυεπίπεδα μέτρα που εφάρμοσε, δεν έχει καταφέρει ακόμα να συρρικνώσει τις μακροοικονομικές της ανισορροπίες. Ενώ η επιμονή της στη συσταλτική έναντι της επεκτατικής πολιτική φαίνεται να μην βοηθάει την επίλυση του προβλήματος. Στις διεθνείς τάσεις των κεφαλαιακών ροών, όπως καταδεικνύουν τα στοιχεία της UNCTAD, παρατηρήθηκε μείωση των εισροών ΞΑΕ παγκοσμίως, το 2014. Αυτή η τάση όμως προβλέπεται ότι θα είναι διαφορετική φέτος. Οι αναπτυσσόμενες χώρες, με πρώτη την Κίνα, συγκέντρωσαν τις περισσότερες ΞΑΕ και επενδύσεις πολυεθνικών εταιρειών. Οι αναπτυγμένες, όμως, είχαν το προβάδισμα στις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Οι περιφερειακές ενώσεις είδαν τις εισροές τους να μειώνονται, εκτός από την ASEAN και την RCEP. Τέλος, οι

επενδυτές συνέχισαν να προτιμούν τις επενδύσεις σε υπηρεσίες από άλλους επιχειρηματικούς τομείς.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

I ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΤΟ 2015 (EUROPEAN CAPITAL FLOWS, 2015)

Κατά τους πρώτους έξι μήνες του έτους (στοιχεία ως τις 8 Ιουλίου) το σύνολο των ευρωπαϊκών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (συμπεριλαμβανομένου της Ρωσίας και της Τουρκίας) αυξήθηκε κατά 31% φτάνοντας τα 129 δις € σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Ο όγκος συναλλαγών αυξήθηκε σε όλες τις μεγάλες αγορές (εκτός από μια μικρή μείωση στη Σουηδία), με σημαντικές αυξήσεις στην Ιταλία (+ 162%), στην Ισπανία (+ 84%) και το Ηνωμένο Βασίλειο (+ 43%), παρά τις καλές αποδόσεις το 2014. Οι περισσότερες συναλλαγές αφορούσαν γραφεία. Η αξία των συναλλαγών αυτών άγγιξε τα 45 δις €. Ο τομέας της λιανικής πώλησης ήταν ο ταχύτερα αναπτυσσόμενος εμπορικός τομέας με αύξηση 57% σε ετήσια βάση, φτάνοντας τα 38 δις €. Αυτό ήταν αποτέλεσμα της ενοποίησης κάποιων βιομηχανιών εντός των εμπορικών κέντρων, για παράδειγμα των Klépierre-Corio και Citycon-Sektor Gruppen. Ο τομέας αυτός έχει επίσης ωφεληθεί από την ανανέωση του ενδιαφέροντος σε τομείς όπως η out-of-town λιανική πώληση στη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Τα αποτελέσματα αυτά, σε συνδυασμό με τις νέες πηγές κεφαλαίων που στοχεύουν στην Ευρώπη και τα εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια, όλα δείχνουν μια ακόμη καλή χρονιά για την ευρωπαϊκή ιδιοκτησία. Οι συναλλαγές υποδηλώνουν ότι τα διεθνή κεφάλαια συνεχίζουν τείνουν να προτιμούν επικίνδυνες επενδύσεις στην αναζήτηση αποδόσεων, ειδικά όταν οι διεθνείς επενδυτές έχουν την προσοχή τους στραμμένη στην ελληνική κατάσταση μετά το δημοψήφισμα και τις τοπικές πολιτικές εξελίξεις.

Η απελευθέρωση των εξερχόμενων επενδύσεων στην Κίνα και την Ταϊβάν, σε συνδυασμό με την εξαιρετικά χαμηλή απόδοση σε βασικές ασιατικές πόλεις, οδήγησε τις ασιατικές ασφαλιστικές εταιρείες να αυξήσουν τις επενδύσεις τους στην ευρωπαϊκή αγορά ακινήτων. Το Λονδίνο παραμένει ο αγαπημένος προορισμός, ενώ ακολουθείται από τις

γερμανικές πόλεις, τη Μαδρίτη και την Ιταλία. Σημαντικές συμφωνιών ιδιοκτησίας ασιατικών ασφαλιστές στο Λονδίνο περιλαμβάνονται:

- Τον Μάιο, η ασφαλιστική Cathay Life της Ταϊβάν αγόρασε το κτίριο Walbrook στο Λονδίνο για £ 575 εκατομμύρια (802 εκατομμύρια €)
- Η ασφαλιστική China Life και η QIA (Κατάρ) διαπραγματεύονται την αγορά ένα μεριδίου στην 99 Bishopsgate, τα HQ του Brookfield στο Λονδίνο
- Τον Μάιο, η Fubon Life της Ταϊβάν και η Patrizia Immobilien αποκτήσαν το μουσείο κέρινων ομοιωμάτων της Μαντάμ Τισώ στο Marylebone του Λονδίνου για £ 332.000.000 (€ 463.000.000)

Ενώ η απειλή μιας ελληνικής εξόδου έχει κάνει ορισμένους Ασιάτες επενδυτές πιο προσεκτικούς, τουλάχιστον προσωρινά, η τάση είναι τα κρατικά επενδυτικά ταμεία και οι ασιατικοί όμιλοι να διευρύνουν τις επενδύσεις τους σε όλη την ηπειρωτική Ευρώπη είτε μέσω συνεταιρισμών με τους τοπικούς διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων ή τη δημιουργία πλατφορμών. Ακολουθούν οι σημαντικές προσφορές:

Μια συνεργασία που σχηματίζεται από την CIC και την AEW απέκτησαν 10 εμπορικά κέντρα, οκτώ στη Γαλλία και δύο στο Βέλγιο (συμπεριλαμβανομένου του εμπορικού κέντρου Wijnegem κοντά στην Αμβέρσα, το μεγαλύτερο της χώρας) από τους CBRE Global Investors για 1,2 δις €

• Μετά την πρόσφατη εξαγορά της παλιάς HQ Unicredit στο Μιλάνο για € 345.000.000, η κινεζική εταιρεία Fosun φέρεται να είναι σε διαπραγματεύσεις για την αγορά δύο κτιρίων γραφείων στη Βαρσοβία με την Valad για περίπου 200 εκατομμύρια €. Η Fosun έχει επίσης πρόσφατα συνεργαστεί με το διαχειριστή της περιουσίας Resolution Property για να επενδύσουν σε όλη την Ευρώπη.

• Η Ginkgo Tree και η Pramerica ολοκλήρωσε την εξαγορά της πανεπιστημιούπολης της Siemens στο Μόναχο για € 420.000.000. Μερικοί από τους ασιατές επενδυτές εξετάζουν επίσης επενδύσεις σε ξενοδοχεία σε μεγάλες ευρωπαϊκές τουριστικές περιοχές, όπως η Πράγα, το Άμστερνταμ, η Βαρκελώνη και η Ρώμη.

Η αποδυνάμωση του ευρώ εξακολουθεί να προσελκύει το ενδιαφέρον από τις ΗΠΑ, με την North Star Realty Finance, έναν από τους πιο δραστήριους αγοραστές πρόσφατα:

- Εξαγορά του Trianon Tower στη Φρανκφούρτη για 540 εκατομμύρια €.
- Εξαγορά του Project Trias για περίπου 450 εκατομμύρια €.
- Εξαγορά του χαρτοφυλακίου της SEB για 1,1 δις €. Παράλληλα, η Brookfield φέρεται να είναι σε αποκλειστικές διαπραγματεύσεις για την εξαγορά 18 κτιρίων στην Potsdamer Platz στο Βερολίνο για περισσότερα από 1,4 δις € από SEB.

Ειδικότερα, τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια των ΗΠΑ έκανε μια βουτιά στις σκανδιναβικές χώρες, με τη Starwood, τη Colony Capital και τη WP Carey ως επικεφαλής της επίθεσης:

- Τον Ιούνιο, η Colony Capital απέκτησε τα Statoil HQ στη Νορβηγία, με 15ετή μίσθωση, για περίπου € 320 εκατομμύρια και απόδοση 5,8%.
- Πέρυσι, η Starwood αγόρασε ένα χαρτοφυλάκιο αξίας 1,2 δις € στη Νορβηγία και τη Σουηδία.

Άλλες αξιοσημείωτες προσφορές του δεύτερου τριμήνου στη Σκανδιναβία ήταν:

- Η Citycon απέκτησε τη Sektor Gruppen, τη δεύτερη μεγαλύτερη κάτοχος εμπορικών κέντρων της Νορβηγία
- Η Thai Central Group αγόρασε το πολυκατάστημα Illum στην Κοπεγχάγη για περίπου 368 εκατομμύρια €.
- Μια κοινοπραξία των τεσσάρων δανέζικων συνταξιοδοτικών ταμείων απέκτησε ένα παν-σκανδιναβικό χαρτοφυλάκιο με logistics εταιρείες για € 650.000.000.

Η αμερικανική επιχείρηση Logicon συνέχισε την επέκτασή στην Ευρώπη αποκτώντας:

- Τον Ιούνιο, 19 εφοδιαστικές εταιρείες στη Γαλλία και τη Γερμανία από τη Goodman για € 300.000.000. Οι γαλλικές ιδιοκτησίες εντοπίζονται κυρίως στη Λίλ, το Παρίσι και τη Λυών.
- Τον Απρίλιο, ένα χαρτοφυλάκιο με 16 αποθήκες διανομής στο Ηνωμένο Βασίλειο συνολικού ύψους περίπου 309.000 τμ για ένα συνολικό εκτιμώμενο όγκο επενδύσεων άνω των 200 εκατομμύρια €.
- Δύο χώρους υλικοτεχνικής υποδομής στην Ολλανδία (65.400 τμ) το Μάιο για περίπου 43 εκατομμύρια €.

Έφτασαν σχεδόν τα 5,5 δις € (αύξηση κατά 162% σε ετήσια βάση), οι συναλλαγές στην Ιταλία ξεπερνώντας άλλες σε "υπό ανάπτυξη" οικονομίες όπως της Ιρλανδίας, της Ισπανίας και των Κάτω Χωρών, το 1ο εξάμηνο του 2015. Ενώ ο όγκος των συναλλαγών αυξήθηκε από μια εφάπαξ συναλλαγή (Κατάρ αγόρασε το Porta Nuova του Μιλάνου), η χώρα προσελκύει πλέον τους νεοεισερχόμενους και μια πιο διαφοροποιημένη σύνθεση του κεφαλαίου, τόσο θεσμικό όσο και ευκαιριακό. Σημαντικές εξελίξεις του δεύτερου τριμήνου ήταν:

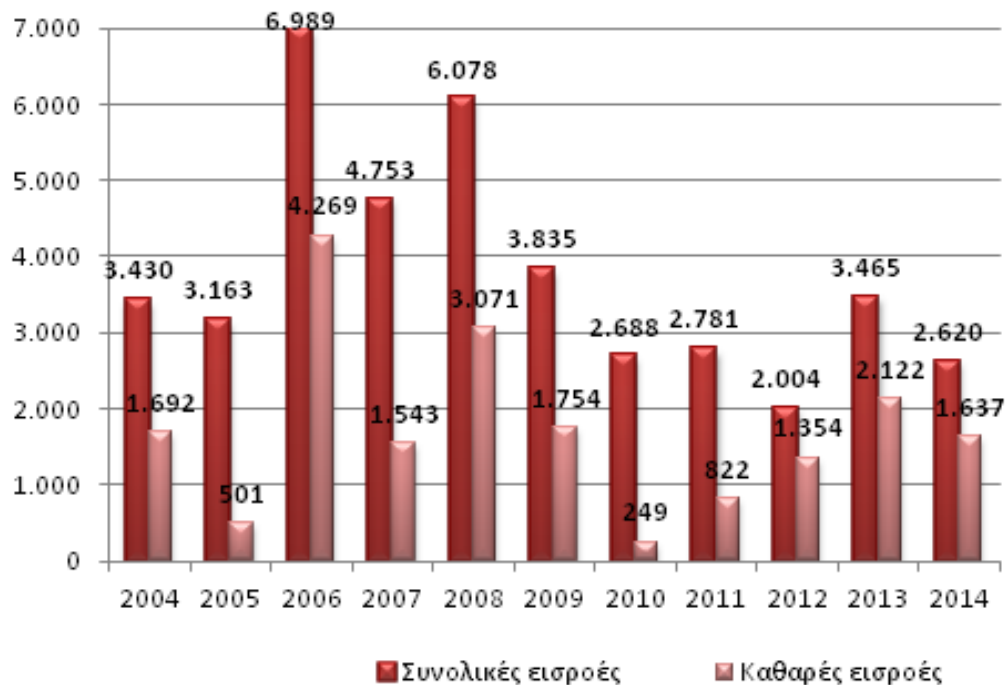
- Η Cerberus επεκτείνει το ιταλικό της χαρτοφυλάκιο με την απόκτηση πέντε γραφείων δημόσιου τομέα που βρίσκονται σε διαφορετικές περιοχές για περίπου 227 εκατομμύρια €.
- Η Cerberus επίσης πρόσφατα απέκτησε 38 στοιχεία ενεργητικού της UniCredit για μια τιμή που πιστεύεται ότι είναι της τάξης των € 205.000.000.
- Η Tristan Capital Partners αγόρασαν τέσσερα περιουσιακά στοιχεία λιανικής πωλήσεις στην Ρώμη, τη Σικελία και το Πιεμόντε από την Altea για € 140.000.000.
- Τον Ιούνιο, η Hines και η KKR απέκτησε πέντε περιουσιακά στοιχεία σε διάφορες πόλεις της Ιταλίας για περίπου 49 εκατ € από τη Prelios.
- Ένα γερμανικό fund απέκτησε ένα κτήριο με γραφεία 16.300 τ.μ. στα προάστια του Μιλάνου για μια τιμή που εκτιμάται ότι είναι πάνω από 30 εκατομμύρια €.
- Η Eurocommercial Properties απέκτησε το 100% του "I Gigli" εμπορικού κέντρου στα προάστια της Φλωρεντίας για € 82 εκατ.

II ΞΑΕ: ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ (ENTERPRISE GREECE, 2015)

Συνολική θεώρηση

Παρά την έντονη οικονομική κρίση που αντιμετωπίζει η Ελλάδα από το έτος 2010, οι επιδόσεις της χώρας στην προσέλκυση ξένων επενδύσεων ήταν αρκετά ικανοποιητικές κατά το 2014, με τις συνολικές (ακαθάριστες) εισροές κεφαλαίων στη χώρα να ανέρχονται σε 2,6 δις Ευρώ, ενώ οι καθαρές εισροές έφθασαν τα 1,6 δις Ευρώ.

Οι εισροές ΞΑΕ στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2004-2014 (σε εκατομμύρια ευρώ)



2013: Αναθεωρημένα στοιχεία
Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος 2014

2014: Προσωρινά στοιχεία

Βασικά χαρακτηριστικά:

Οι συνολικές (ακαθάριστες) εισροές ξένων επενδυτικών κεφαλαίων, που στην ουσία αντικατοπτρίζουν την πραγματική επίδοση της χώρας στην προσέλκυση επενδύσεων, σημείωσαν το 2014 μια μείωση σε σχέση με το 2013, κατά 24,4%. Ωστόσο σε σχέση με το έτος 2012 παραμένουν αυξημένες κατά 30,7%.

- Οι καθαρές εισροές ξένων επενδυτικών κεφαλαίων σημείωσαν το ίδιο έτος μια μείωση σε σχέση με το 2013, της τάξης του 22,9%. Ωστόσο συγκριτικά με το έτος 2012 παραμένουν αυξημένες κατά 20,9%.

- Η διαφορά μεταξύ συνολικών και καθαρών εισροών ΞΑΕ στην Ελλάδα κατά το 2014 αφορούσε κυρίως σε αποπληρωμές δανείων προς τις μητρικές και δευτερευόντως στις εκροές κεφαλαίων για εξαγορές και συγχωνεύσεις στο εξωτερικό, από τις ξένες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στη χώρα.

- Η ταχεία προώθηση μεταρρυθμίσεων και η μείωση των τιμών παραγωγικών συντελεστών, που είχε σαν συνέπεια η οικονομική κρίση στη χώρα, δημιουργούν αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες. Η προβλεπόμενη αξιοποίηση δημόσιας περιουσίας εξάλλου καθώς και του φυσικού πλούτου (πετρέλαιο, φυσικό αέριο) αναμένεται να ενισχύσουν το επενδυτικό πλαίσιο της χώρας.

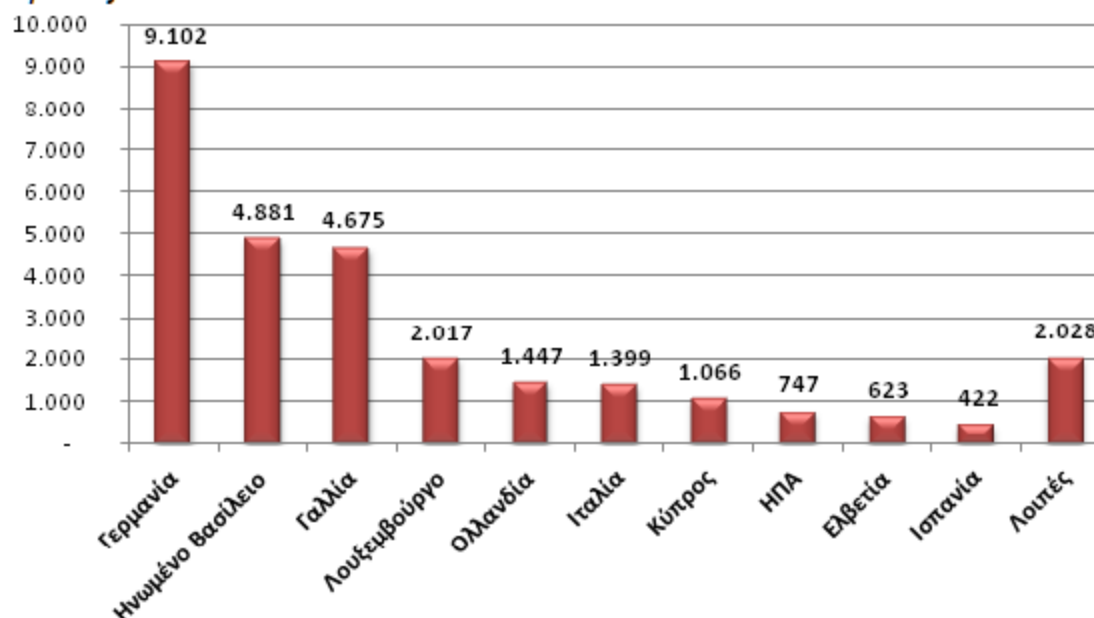
- Τα συγκριτικά πλεονεκτήματα της χώρας (γεωπολιτικά, κλιματολογικά, ιστορικά κλπ.) που ευνοούν τις επενδύσεις σε πολλούς κλάδους δεν εθίγησαν από την οικονομική κρίση και προσφέρονται για αξιοποίηση.

Χώρες προέλευσης επενδυτικών κεφαλαίων

Στις χώρες με την ισχυρότερη επενδυτική παρουσία στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια συγκαταλέγονται ‘κλασικές’ χώρες εξαγωγής κεφαλαίου, όπως η Γερμανία, η Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο, το Λουξεμβούργο και η Ολλανδία, ενώ αξιόλογη παρουσία έχουν η Κύπρος οι ΗΠΑ και η Ελβετία.

Συνολικές εισροές ΞΑΕ ανά χώρα προέλευσης κεφαλαίων κατά την περίοδο 2003-2014
(σε εκατομμύρια Ευρώ)

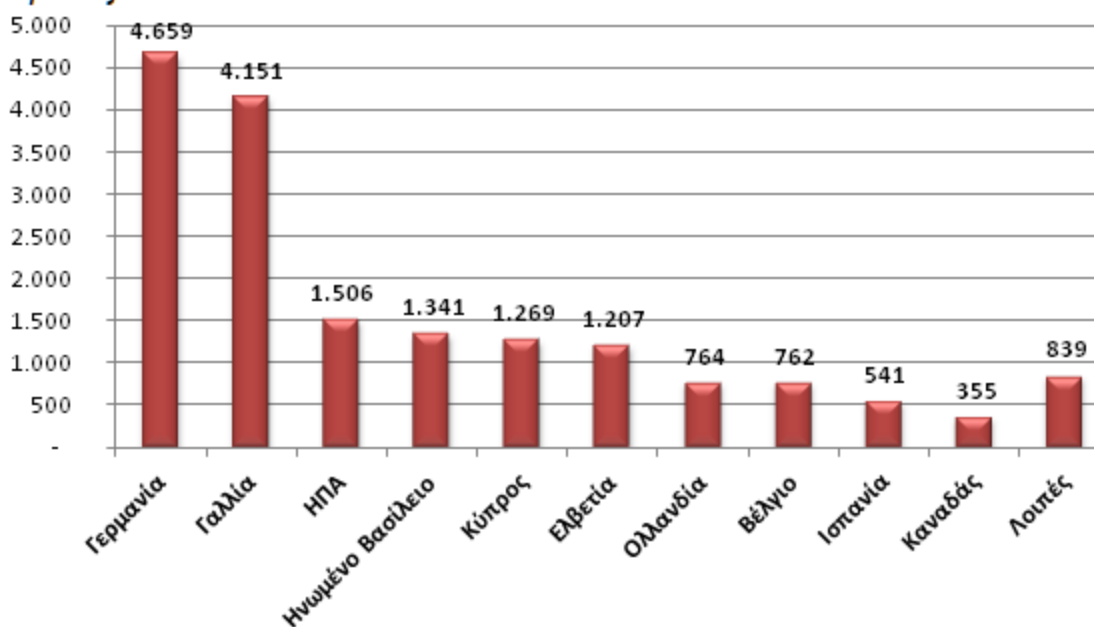
Περίοδος 2003-2008



Συνολική Αξία: 28.405,7 εκατομμύρια Ευρώ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος 2015

Περίοδος 2009-2014



Συνολική Αξία: 17.393,8 εκατομμύρια Ευρώ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος 2015

Βασικά χαρακτηριστικά:

- Η επενδυτική δραστηριότητα στη χώρα προέρχεται κατά κύριο λόγο από εταιρείες σημαντικών αγορών, όπως της ΕΕ.

- Παρατηρείται μεταβολή στις κύριες χώρες που επενδύουν στην Ελλάδα κατά τις δύο περιόδους που εξετάζονται. Η Γερμανία παραμένει η πρώτη χώρα προέλευσης επενδυτικών κεφαλαίων στην Ελλάδα, τόσο κατά την περίοδο 2003-2008, όσο και κατά την περίοδο 2009-2014. Κατά τη διάρκεια της πρώτης περιόδου 2003-2008 τη δεύτερη θέση στις χώρες που επένδυσαν στην Ελλάδα καταλαμβάνει το Ηνωμένο Βασίλειο και την τρίτη η Γαλλία, με μεγάλη διαφορά όμως με το ποσοστό της Γερμανίας (λόγω βασικά της επένδυσης της Deutsche Telecom στον ΟΤΕ). Κατά τη δεύτερη περίοδο η Γαλλία καταλαμβάνει τη δεύτερη θέση με μικρή διαφορά από την Γερμανία και ακολουθούν οι ΗΠΑ (που έχουν σημαντικά αυξήσει την επενδυτική τους παρουσία συγκριτικά με την προηγούμενη περίοδο), το Ηνωμένο Βασίλειο, η Κύπρος και η Ελβετία. Παρατηρείται επίσης πως κατά την δεύτερη πενταετία που εξετάζεται, λόγω της οικονομικής κρίσης που αντιμετωπίζει η Ελλάδα, το συνολικό μέγεθος εισροών ΞΑΕ είναι σημαντικά μικρότερο από αυτό της περιόδου 2003-2008 (μειωμένο κατά 38,8%).

- Εμφανίζονται ευοίωνες προοπτικές στο άμεσο μέλλον για προσέλκυση ΞΑΕ από τη Ρωσία και την Ανατολική Ευρώπη, τη Μέση Ανατολή, τις Αραβικές Χώρες και την Ασία, ιδιαίτερα δε την Κίνα, που ενδιαφέρονται κυρίως για τους τομείς της ενέργειας, των τηλεπικοινωνιών, του τουρισμού, των μεταφορών και της εφοδιαστικής αλυσίδας.

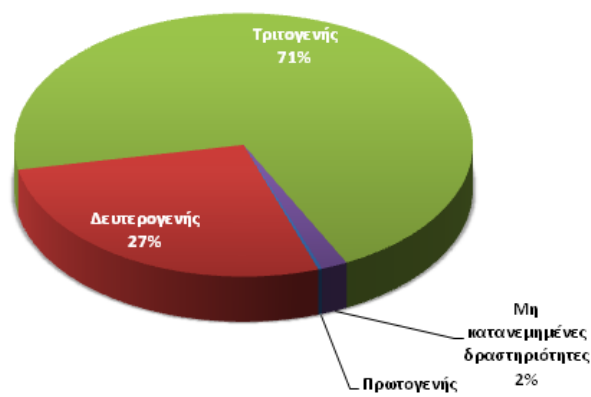
Κλαδική κατανομή ξένων επενδύσεων

Οι εισροές ΞΑΕ κατά τομέα οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα επικεντρώνονται τα τελευταία έτη (τόσο κατά την περίοδο 2003-2008 όσο και κατά την περίοδο 2009-2014) κατά κύριο λόγο στον τριτογενή τομέα και ακολουθεί με σημαντική διαφορά ο δευτερογενής τομέας.

Αντίστοιχη διάρθρωση ΞΑΕ εμφανίζει η πλειονότητα των ανεπτυγμένων χωρών.

Συνολικές εισροές ΞΑΕ ανά τομέα οικονομικής δραστηριότητας κατά την περίοδο 2003-2014

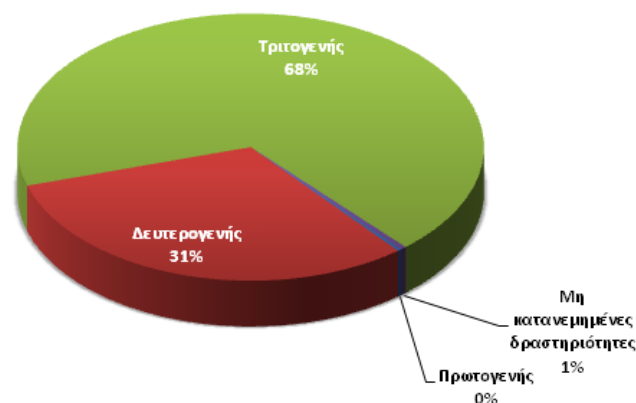
Περίοδος 2003-2008



Συνολική αξία: 28.405,7 εκατομμύρια Ευρώ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος 2015

Περίοδος 2009-2014



Συνολική αξία: 17.393,8 εκατομμύρια Ευρώ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος 2015

Βασικά χαρακτηριστικά:

- Συγκέντρωση των ΞΑΕ στις υπηρεσίες. Η τάση αυτή υπαγορεύθηκε κυρίως από την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος της χώρας, την ανάπτυξη των τηλεπικοινωνιών, καθώς επίσης την τόνωση του εμπορίου.

- Το ποσοστό του δευτερογενούς τομέα είναι σχετικά χαμηλό σε σύγκριση με τις δυνατότητες της χώρας, γεγονός που υποδεικνύει σημαντικά επενδυτικά περιθώρια. Ήδη παρατηρείται πως κατά τη δεύτερη περίοδο που εξετάζεται (2009-2014), το ποσοστό του δευτερογενούς τομέα αυξήθηκε από το 27 σε 31%, επομένως η κρίση αυτής της περιόδου ενίσχυσε τις επενδύσεις στον δευτερογενή τομέα και μείωσε αυτές στον τομέα των υπηρεσιών.

ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΑ:

Α. Μεταποίηση

Στους κλάδους της μεταποίησης με σημαντικό επενδυτικό ενδιαφέρον κατά τις περιόδους 2003- 2008 και 2009-2014 συγκαταλέγονται τα χημικά, τα τρόφιμα & ποτά, τα μηχανήματα και τα μεταλλικά προϊόντα.

Διάρθρωση των συνολικών εισροών ΞΑΕ στην μεταποίηση κατά την περίοδο 2003-2014

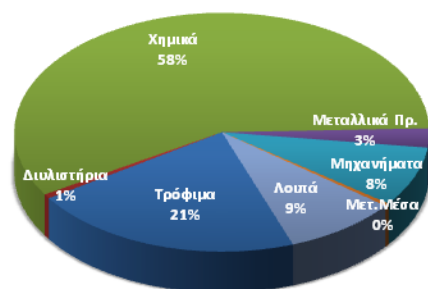
Περίοδος 2003-2008



Συνολική Αξία: 6.925 εκατομμύρια Ευρώ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος 2015

Περίοδος 2009-2014



Συνολική Αξία: 3.709 εκατομμύρια Ευρώ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος 2015

Βασικά χαρακτηριστικά:

Σε σχέση με την περίοδο 2003-2008, παρατηρείται πολύ μεγαλύτερη συγκέντρωση των επενδύσεων κατά την περίοδο 2009-2014 στον κλάδο των χημικών, που συγκεντρώνει το 58% του συνόλου των επενδύσεων στον μεταποιητικό τομέα, σε σχέση με το 26% την περίοδο 2003-2008. Καθώς ο κλάδος των διυλιστηρίων μελετάται ξεχωριστά (1% την περίοδο 2009-2014 και 9% την περίοδο 2003-2008), η αύξηση αυτή οφείλεται κατά κύριο λόγο και στην ανάπτυξη του φαρμακευτικού τομέα κατά την τελευταία περίοδο στην Ελλάδα.

Η συγκέντρωση επιχειρηματικής δραστηριότητας στους παραπάνω τομείς ευνοεί τόσο την εγκατάσταση νέων επιχειρήσεων (επενδύσεις Greenfield) στην Ελλάδα, όσο και την

επενδυτική συνεργασία ξένων με ελληνικές επιχειρήσεις για την παραγωγή τελικών προϊόντων που θα καλύπτουν τις ανάγκες της εσωτερικής και της διεθνούς αγοράς.

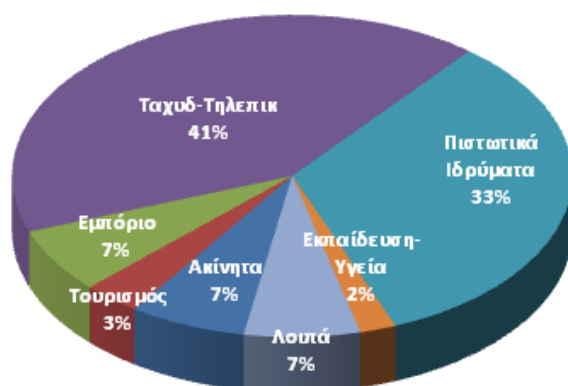
Ο κλάδος που εμφάνισε σημαντική αύξηση το 2014 σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος είναι αυτός των χημικών.

Β. Υπηρεσίες

Στους κλάδους των υπηρεσιών με σημαντικό επενδυτικό ενδιαφέρον κατά την περίοδο 2003-2014 συγκαταλέγονται οι τηλεπικοινωνίες, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, το εμπόριο και ο τουρισμός.

Διάρθρωση των συνολικών εισροών ΞΑΕ στον τομέα των υπηρεσιών κατά την περίοδο 2003-2014

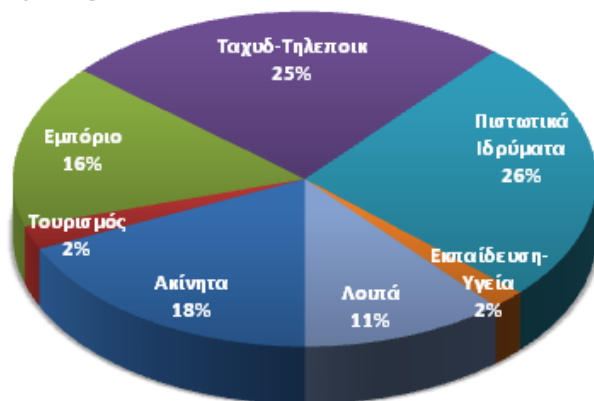
Περίοδος 2003-2008



Συνολική αξία: 20.059 εκατομμύρια Ευρώ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος 2015

Περίοδος 2009-2014



Συνολική αξία: 11.848 εκατομμύρια Ευρώ

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος 2015

Βασικά χαρακτηριστικά:

- Οι κλάδοι των τηλεπικοινωνιών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων συγκεντρώνουν τη μεγάλη πλειοψηφία των επενδυτικών κεφαλαίων που κατευθύνθηκαν στις υπηρεσίες, τόσο κατά την περίοδο 2003-2008, όσο και κατά την περίοδο 2009-2014. Τη δεύτερη περίοδο ωστόσο, παρατηρείται σημαντική αύξηση των επενδύσεων στον τομέα των ακινήτων, ο οποίος από το 7% την περίοδο 2003-2008 εκτοξεύτηκε στο 18% την περίοδο 2009-2014, γεγονός που εξηγείται από τη μεγάλη πτώση των τιμών των ακινήτων εξαιτίας της κρίσης, η οποία και δημιούργησε μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες στον κλάδο αυτό.
- Υπάρχουν σημαντικά περιθώρια περαιτέρω ανάπτυξης της ξένης επενδυτικής δραστηριότητας στον τομέα του τουρισμού.
- Οι κλάδοι που εμφάνισαν σημαντική αύξηση το 2014 σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος είναι οι τηλεπικοινωνίες και ο τουρισμός (ξενοδοχεία- εστιατόρια).

ΠΗΓΕΣ

- Acemoglu, D., & Robinson, J. (2013). *Γιατί αποτυγχάνουν τα έθνη*. Αθήνα: ΑΑ Λιβάνη.
- Bakker, A. F. (1996). *The Liberalization of Capital Movements in Europe*. Amsterdam: SPRINGER-SCIENCE+BUSINESS MEDIA, B.V.
- Broner, F. A., Didier, T., Erce, A., & Schmukler, S. (2013, March 28). *International capital flows during crises: Gross matters*. Ανάκτηση από VOX CEPR's Policy Portal: <http://www.voxeu.org/article/international-capital-flows-during-crises-gross-matters>
- Broner, F., Didier, T., Erce, A., & Schmukler, S. L. (2012, April 20). *Gross Capital Flows: Dynamics and Crises*. Retrieved from CARNEGIE-ROCHESTER-NYU CONFERENCE ON PUBLIC POLICY: http://www.carnegie-rochester.rochester.edu/april12-pdfs/bdes_apr_20_2012.pdf
- ECB. (2015, September). Ανάκτηση από European Central Bank, Eurosystem: <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
- EFSF. (n.d.). *EFSF*. Ανάκτηση από EFSF official site: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>
- Eichengreen, B. (1999). *Toward a New International Architecture: A practical Post-Asia agenda*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.
- Elson, A. (2011). *Governing Global Finance: The evolution and reform of the International Financial Architecture*. New York: Palgrave MacMillan.
- Enterprise Greece. (2015). Ανάκτηση από Ξένες Άμεσες Επενδύσεις: <http://www.enterprisegreece.gov.gr/default.asp?pid=21&la=2>
- EUR-Lex. (2014). Ανάκτηση από Οικονομικά και νομισματικά θέματα: http://eur-lex.europa.eu/summary/chapter/economic_and_monetary_affairs.html?root_default=SUM_1_CODED%3D14,SUM_2_CODED%3D1403&locale=el
- (2015). *European capital flows*. London: Colliers International. Ανάκτηση από <http://www.colliers.com/en-gb/-/media/Files/EMEA/emea/EMEA-European-Capital-Flows-H1-2015>
- European Commission. (2015, 9 9). Ανάκτηση από European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM): http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporation. *Jurnal of financial economics*, 65. Retrieved from http://econpapers.repec.org/article/eeefinec/v_3a65_3ay_3a2002_3ai_3a3_3ap_3a365-395.htm
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporation. *Jurnal of financial economics*, 65.
- Goldsmith, R. (1955). *Financial Structure and Economic Growth in Advanced Countries: An Experiment in Comparative Financial Morphology, Capital Formation and Economic Growth*. Princeton: Princeton University Press.
- IMF. (2013, November). *BPM6*. Ανάκτηση από International Monetary Fund: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>

- Johnston, B. R., & Tamirisa, N. T. (1998, December). *Social Science Research Network*. Ανάκτηση από Why do countries use capital controls?: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=883936
- Koepke, R. (2014, March 12). *Capital Flows User Guide*. Retrieved from Institute of International Finance: <https://www.iif.com/publication/capital-flows/capital-flows-user-guide>
- Lane, P. (2013). *Capital Flows in Euro Area*. European Commission. Brussels: European Commission. Retrieved from http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp497_en.pdf
- Loubrier, A. (2015). *Quarterly Report on the Euro Area (Volume 14 N1)*. European Commission, Economic and Financial Affairs. European Union: Economic and Financial Affairs. Ανάκτηση από European Commission: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2015/pdf/qrea1_en.pdf
- Makin, A. J. (1994). *International Capital Mobility and External Account Determination*. New York: St. Martin's Press. inc.
- McAleese, D. (2005). *Οικονομική για Επιχειρησιακές Σπουδές*. (Α. Σακκά, Μεταφρ.) Αθήνα: τυπωθήτω.
- Milne, A. (2014, July). *The Control and Management of International Capital Flows: A review of the literature*. (U. Loughborough, Επιμ.) Ανάκτηση από GOV.UK: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/335058/The_Control_and_Management_of_International_Capital_Flows_-_A_Review_of_the_Literature.pdf
- Motta, M. (2004). *Competition Policy: Theory and Practice*. New York: Cambridge University Press.
- Neely, C. (1999, November- December). An introduction to capital controls. *REVIEW*.
- Obstfeld, M. (2012). Financial flows, financial crises, and global imbalances. *Jurnal of International Money and Finance*, 31.
- Ott, M. (2007). *International Capital Flows*. Retrieved from Library of Economics and Liberty: <http://www.econlib.org/library/Enc/InternationalCapitalFlows.html#>
- Rodrik, D., Subramanian, A., & Trebbi, F. (2004). Institution Rule: The primacy of Institutions over Geography and Intergration in Economic Development. *Jurnal of Economic Growth*, 9.
- Schmukler, S. (2013, January 05). *From Net to Gross Capital Flows*. Ανάκτηση από Let's Talk Development: <http://blogs.worldbank.org/developmenttalk/net-gross-capital-flows>
- Shliefer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of corporate Governance. *The jurnal of finance*, 737.
- UNCTAD. (2015). *World Investment Report*. New York and Geneva: United Nations.
- Williamson, J. (2005, July). *Curbing the Boom- Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets*. Ανάκτηση από Peterson Institute for International Economics: <http://bookstore.piie.com/bookstore/3306.html>
- Δούμκου, Μ. (2014). *Το σύμφωνο σταθερότητας και ανάπτυξης και η μεταρρύθμισή του*. Θεσσαλονίκη: Μεταπτυχιακή Διπλωματική Τμήματος Βαλκανικών Σλαβικών και Ανατολικών Σπουδών, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

- Επιτροπή, Ε. (2014, 04 09). *Απάντηση της ΕΕ στην κρίση χρέους*. Ανάκτηση από Ευρωπαϊκή Επιτροπή:
http://ec.europa.eu/economy_finance/explained/the_financial_and_economic_crisis/responding_to_the_debt_crisis/index_el.htm
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή*. (2015, 10 23). Ανάκτηση από Δράσεις σε πανευρωπαϊκό επίπεδο:
http://ec.europa.eu/greece/news/economic-news/economic1_el.htm
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή*. (2015, 06 22). Ανάκτηση από Ευρώπη 2020: http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/targets/index_el.htm
- Ευρωπαϊκό Συμβούλιο*. (2014). Ανάκτηση από http://european-council.europa.eu/media/639238/06_-_tscg.el.12.pdf
- Ευρωπαϊκό Συμβούλιο*. (2015, 09 22). Ανάκτηση από European Semester:
<http://www.consilium.europa.eu/el/policies/european-semester/>
- Κυρκιλής, Δ. (2010). *Άμεσες Ξένες Επενδύσεις*. Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική.
- Μούσης, Ν. (2011). *Μούσης*. Ανάκτηση από Ευρωπαϊκή Ένωση: δίκαιο, οικονομία, πολιτικές:
http://europedia.moussis.eu/books/Book_2/3/7/3/index.tkl?lang=gr&all=1&pos=90&s=1&e=10
- Ναυτεμπορική. (2015, 01 14). *Ευρωπαϊκό Δικαστήριο: Συμβατό με τη Συνθήκη το πρόγραμμα OMT της ΕΚΤ*.
 Ανάκτηση από Ναυτεμπορική: <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/901802/europaiko-dikastirio-sumbato-me-ti-sunthiki-to-programma-omt-tis-ekt>
- Παπάζογλου, Χ. (2010). *Εισαγωγή στη Διεθνή Οικονομική*. Αθήνα: Συμεών.
- Παπακώστα, Ε. (2013). *Η Συνθήκη για τη σταθερότητα, το συντονισμό και τη διακυβέρνηση στο πλαίσιο της οικονομικής και νομισματικής ένωσης ως εργαλείο εξόδου από την κρίση για την ΕΕ*. Αθήνα: Διπλωματική Εργασία Τμήματος Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών, Πάντειο Πανεπιστήμιο.