

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ**



ATHENS UNIVERSITY
OF ECONOMICS
AND BUSINESS

**ΣΧΟΛΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
SCHOOL OF
BUSINESS

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ &
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
MSc IN ACCOUNTING & FINANCE

**ΕΛΕΓΧΟΙ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ: Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΟΥΣ ΚΑΙ ΟΙ
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ**

ΚΑΛΟΥΔΗΣ ΣΠΥΡΙΔΩΝ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

{Νοέμβριος, 2016}

Εγκρίνουμε την εργασία του

ΚΑΛΟΥΔΗ ΣΠΥΡΙΔΩΝ

ΔΡΑΚΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ

.....

ΚΑΒΟΥΣΑΝΟΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

.....

ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

.....

30/11/2016

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

ΚΑΛΟΥΔΗΣ ΣΠΥΡΙΔΩΝ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη	9
1.Εισαγωγή.....	11
2.Βιβλιογραφική Επισκόπηση	15
2.1) Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση	15
2.1.1) Εισαγωγή στην Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση	15
2.1.2) Οφέλη και Κόστη της Χρηματοοικονομικής Παγκοσμιοποίησης.....	16
2.2) Έλεγχοι Κεφαλαίων	18
2.2.1) Στόχοι και Αδυναμίες των Ελέγχων Κεφαλαίου	19
2.2.2) Η Έκταση των Ελέγχων Κεφαλαίου	23
2.2.3) Τα Είδη των Ελέγχων Κεφαλαίου και η Εφαρμογή τους στην Οικονομία....	24
.....	24
2.2.3.1) Έλεγχοι στις Εισροές Κεφαλαίων	25
2.2.3.2) Έλεγχοι στις Εκροές Κεφαλαίων	29
2.3) Ερωτήματα προς Έρευνα	32
3. Πηγές Δεδομένων και Αρχική Ανάλυση	35
3.1) Δεδομένα και Βάσεις Δεδομένων	35
3.2) Περιγραφή των Μεταβλητών	36
3.3) Εμπειρική Μεθοδολογία	41
3.3.1) Εμπειρικό Μοντέλο Α	41
3.3.2) Εμπειρικό Μοντέλο Β	45
4. Εμπειρικά Αποτελέσματα.....	49

4.1) Ανάλυση Εμπειρικού Μοντέλου Α.....	49
4.1.1) Ανάλυση Μοντέλων Παλινδρόμησης Probit (Selection model Stage A) ..	49
4.1.2) Ανάλυση Μοντέλων Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης (OLS) (Selection model Stage B)	52
4.2) Ανάλυση Εμπειρικού Μοντέλου Β	54
4.2.1) Μοντέλα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων (GLS)	54
5.Επίλογος.....	57
Βιβλιογραφία	59
Ηλεκτρονικές Πηγές	62
Πίνακες.....	63
Γραφήματα	70

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η διπλωματική αυτή εργασία διερευνά τρία βασικά ερωτήματα τα οποία αφορούν: **α)** τους παράγοντες που καθορίζουν την επιβολή ελέγχων κεφαλαίου, **β)** τους παράγοντες που οδηγούν στην αύξηση της έντασης των ελέγχων και **γ)** την αποτελεσματικότητα επιβολής του μέτρου αυτού σε μακροοικονομικό επίπεδο. Για τους σκοπούς της μελέτης μας χρησιμοποιείται ένα ισορροπημένο πάνελ 100 χωρών για την περίοδο 1995-2013, ενώ οι έλεγχοι κεφαλαίων διακρίνονται σε αυτούς που αφορούν το γενικό σύνολο των ροών, σε εκείνους που αφορούν μόνο τις εισροές και εκείνους που αναφέρονται μόνο σε εκροές κεφαλαίων. Η εμπειρική μελέτη των παραγόντων που δρουν ως κίνητρα επιβολής των ελέγχων κεφαλαίου καθώς και εκείνων που παίζουν σημαντικό ρόλο στην έκταση επιβολής των τελευταίων γίνεται με την βοήθεια του μοντέλου **Heckman two stage Selection (Heckit)** ενώ η μελέτη της αποτελεσματικότητας των ελέγχων γίνεται με την χρήση μοντέλων **Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων (GLS)**. Τα αποτελέσματα της μελέτης σε ό,τι αφορά τους παράγοντες που παίζουν ρόλο στην πιθανότητα χρήσης ελέγχων, καθώς και στην έκταση επιβολής αυτών, παρουσιάζουν στατιστική σημαντικότητα στον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ, στον Πληθωρισμό, το επίπεδο Ανεργίας, την Συναλλαγματική Ισοτιμία, το ρυθμό μεταβολής του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και το Δημόσιο Χρέος. Η χρήση των ελέγχων αποδεικνύεται ότι έχει αποτέλεσμα στο επίπεδο Ανεργίας και τον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ τόσο στο γενικό σύνολο των ροών όσο και μόνο σε αυτές που εισρέουν σε μια χώρα, ενώ φαίνεται πως δεν έχει κανένα θετικό αποτέλεσμα στις εκροές των κεφαλαίων.

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τον τελευταίο αιώνα πολλοί οικονομολόγοι έχουν εκφράσει την ανησυχία τους σχετικά με την παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα και συγκεκριμένα την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων. Για παράδειγμα ήδη από το 1920 ο Ragnar Nurkse έγραψε για την αποσταθεροποίηση την οποία ίσως προκαλούν οι κεφαλαιακές ροές, ενώ αργότερα ο Charles Kindleberger, το 1970 περιέγραψε τον ρόλο των κεφαλαίων ως αιτία πρόκλησης πανικού και κρίσεων στην αγορά. Έτσι όταν οι μεγαλύτερες οικονομίες συναντήθηκαν στο Bretton Woods μετά τον Β Παγκόσμιο Πόλεμο ώστε να διαμορφώσουν τους κανόνες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος ανέφεραν την χρήση των ελέγχων κεφαλαίου ως μέσο αντιμετώπισης των αρνητικών συνεπειών της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων.

Ως ελέγχους κεφαλαίων ορίζουμε οποιουσδήποτε περιορισμούς έχουν ως στόχο την κίνηση κεφαλαίων εντός ή εκτός της χώρας. Μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές όπως για παράδειγμα να έχουν ποσοτική ή τιμολογιακή βάση ή να εστιάζουν αποκλειστικά και μόνο στην εισροή ή εκροή κεφαλαίων. Μπορούν επίσης να αφορούν συγκεκριμένους τύπους ροών όπως τραπεζικά δάνεια, ξένες άμεσες επενδύσεις ή επενδύσεις χαρτοφυλακίου, ομόλογα κ.λπ. ή να απευθύνονται σε διαφορετικά πρόσωπα όπως τράπεζες, επιχειρήσεις, κράτη, εγχώριους επενδυτές αλλά και ξένους.

Τα περισσότερα ανεπτυγμένα κράτη πιστεύουν ότι τα οφέλη από την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων υπερέχουν του κόστους και για αυτό έχουν περιορισμένους ή καθόλου ελέγχους σήμερα. Αναφέρουν πως οι εισροές κεφαλαίων μπορούν να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις υψηλής απόδοσης, αυξάνοντας έτσι τους ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ όταν έχουν την μορφή άμεσων επενδύσεων μπορούν να βελτιώσουν την τεχνολογία, την πρόσβαση στις διεθνείς αγορές, την παραγωγικότητα και τους ρυθμούς ανάπτυξης. Οι εκροές από την άλλη επιτρέπουν σε εγχώριους επενδυτές και επιχειρήσεις να κερδίσουν υψηλότερες αποδόσεις και καλύτερη διαφοροποίηση του κινδύνου μειώνοντας έτσι την αστάθεια στο εισόδημα και την κατανάλωση

Για τις αναπτυσσόμενες αγορές όμως υπάρχουν διάφορες απόψεις σχετικά με την ελκυστικότητα των ελέγχων κεφαλαίου καθώς υποστηρίζουν πως η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων είναι επιζήμια. Έτσι βλέπουμε σε μεγαλύτερο ποσοστό τις χώρες αυτές να θέτουν ελέγχους στις εισροές κεφαλαίων για μακροοικονομικούς κυρίως

λόγους. Το μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τα υψηλά επιτόκια η ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, ο βαθμός ανάπτυξης των εγχώριων χρηματοπιστωτικών θεσμών και αγορών, το μέγεθος του τραπεζικού συστήματος, το μέγεθος της αγοράς, οι διαφορές μεταξύ εγχώριων και ξένων επιτοκίων και πολλοί ακόμα λόγοι δικαιολογούν την επιβολή των ελέγχων στις εισροές κεφαλαίων. Οι έλεγχοι στις εκροές των κεφαλαίων γενικότερα σχετίζονται με την μεγάλη υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, την μείωση των εγχώριων κεφαλαιακών αποθεμάτων, τα υψηλά επιτόκια, το μέγεθος της αγοράς και πολλούς ακόμα μακροοικονομικούς παράγοντες.

Βέβαια το βασικό ερώτημα που τίθεται σε όλες τις εμπειρικές μελέτες είναι κατά πόσο μπορούν αυτοί οι έλεγχοι να είναι αποτελεσματικοί στους στόχους τους οποίους καλούνται να πετύχουν. Οι απόψεις δίστανται με τις πιο πολλές να καταλήγουν πως οι έλεγχοι στις εισροές κεφαλαίων καταφέρνουν να μεταβάλλουν τον χρόνο ωρίμανσης των κεφαλαίων και όχι τον όγκο, ενώ οι έλεγχοι στις εκροές πλην ελαχίστων εξαιρέσεων θεωρούνται ανεπιτυχείς.

Βάσει των προηγούμενων ερευνών καλούμαστε και εμείς στην διπλωματική αυτή εργασία να διερευνήσουμε τρία βασικά ερωτήματα. Α) Τους παράγοντες τους οποίους οδηγούν στην επιβολή ελέγχων κεφαλαίου τόσο στο γενικό σύνολο όλων των ροών όσο και ξεχωριστά στους ελέγχους που αφορούν τις εκροές και τις εισροές κεφαλαίων) Τους παράγοντες που αυξάνουν την έκταση επιβολής των ελέγχων για τις χώρες οι οποίες χρησιμοποιούν ήδη ελέγχους στα κεφάλαιά τους. Γ) Την αποτελεσματικότητα στην χρήση του μέτρου αυτού ως προς συγκεκριμένους μακροοικονομικούς παράγοντες.

Από την μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας δεν υπήρξε σχετική έρευνα που να χρησιμοποιεί το εμπειρικό μοντέλο Heckman two stage selection (Heckit). Αυτό αποτελεί σημαντικό πλεονέκτημα της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας καθώς επιτρέπει μια συσχέτιση μεταξύ των στοιχείων του πρώτου και δεύτερου ερωτήματος με συνέπεια να οδηγούμαστε σε πιο αξιόπιστα αποτελέσματα. Εξίσου σημαντικό θεωρείται το γεγονός ότι χρησιμοποιούμε μεταβλητές που δεν έχουν χρησιμοποιηθεί σε άλλες έρευνες ως παράγοντες απόφασης επιβολής ελέγχων, διακρίνοντάς τους πάντα ανάμεσα σε αυτούς που επηρεάζουν το σύνολο των ροών και σε εκείνους που επηρεάζουν τις εισροές, αλλά και τις εκροές κεφαλαίων. Τέλος πρέπει να αναφερθεί πως η διπλωματική αυτή υπερτερεί έναντι άλλων ερευνών ως προς το δείγμα των χωρών που χρησιμοποιείται για την μελέτη των ερωτημάτων αυξάνοντας έτσι την

σημαντικότητα των αποτελεσμάτων.

2.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

2.1) Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση

Στο κεφάλαιο αυτό παραθέτουμε μια εισαγωγή στην Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση, ορίζοντάς την ως την βασικότερη αιτία πίσω από την ιδέα επιβολής ελέγχων κεφαλαίου. Αναλύουμε τον ρόλο της στην διαμόρφωση της παγκόσμιας οικονομίας καθώς και τα οφέλη αλλά και τα κόστη που την συνοδεύουν.

2.1.1) Εισαγωγή στην Χρηματοοικονομική Παγκοσμιοποίηση

Ως χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση μπορεί να ερμηνευτεί η κοινωνική ενσωμάτωση του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και θεσμούς. Αυτή η ενσωμάτωση απαιτεί από τις εκάστοτε κυβερνήσεις να φιλελευθεροποιήσουν τον χρηματοοικονομικό τομέα και την κίνηση των κεφαλαίων τους, ενώ περιλαμβάνει ενεργή συμμετοχή εγχώριων δανειστών και δανειζομένων στις διεθνείς αγορές, καθώς και εκτεταμένη χρήση διεθνών χρηματοοικονομικών μεσαζόντων. Αν και οι ανεπτυγμένες χώρες είναι οι πιο ενεργοί συμμετέχοντες στην χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση, υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον και από αναπτυσσόμενες χώρες. Το κύμα αυτό της παγκοσμιοποίησης έχει δημιουργήσει μια έντονη διαμάχη μεταξύ των οικονομολόγων, φέρνοντας σε σύγκρουση τις απόψεις των υπέρμαχων με αυτές των αντιτιθέμενων.

Από ιστορικής απόψεως η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση δεν είναι ένα νέο φαινόμενο. Σύμφωνα με τον Schmukler (2004) η έκταση της κεφαλαιακής κινητικότητας και των κεφαλαιακών ροών πριν από εκατό χρόνια μπορεί να συγκριθεί με την σημερινή. Φυσικά οι κεφαλαιακές ροές τότε περιορίζονταν μεταξύ ενός μικρού αριθμού χωρών και τομέων της οικονομίας, ενώ στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα υπήρχε η κυριαρχία του Νομισματικού Συστήματος του Χρυσού Κανόνα (Gold Standard). Ο ερχομός του Α Παγκοσμίου Πολέμου εκπροσώπησε το πρώτο κύμα της χρηματοοικονομικής παγκοσμιοποίησης, ενώ ξεκίνησε μια περίοδος αστάθειας και κρίσης για να ακολουθήσει η Μεγάλη Ύφεση και ο Β Παγκόσμιος Πόλεμος. Μετά από αυτά τα γεγονότα, οι κυβερνήσεις φρέναραν την χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση θέτοντας ελέγχους κεφαλαίου ώστε να αποκτήσουν ξανά αυτονομία στην νομισματική τους πολιτική. Οι κεφαλαιακές ροές μειώθηκαν κατά πολύ στην διάρκεια των δεκαετιών 1950 και 1960, όπου κυριάρχησε στην παγκόσμια αγορά η εποχή του συστήματος Bretton Woods με

τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, τον περιορισμό της κεφαλαιακής κινητικότητας και την αυτόνομη νομισματική πολιτική.

Σύμφωνα με τον Mundell (2000), η δεκαετία του 1970 γνώρισε ένα νέο κύμα χρηματοοικονομικής παγκοσμιοποίησης και ως εκ τούτου ξεκίνησε μια νέα εποχή για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτό ήταν αποτέλεσμα της πετρελαϊκής κρίσης και της αποσύνθεσης του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών Bretton Woods. Απόρροια αυτών ήταν η ροή νέων κεφαλαίων στις διεθνείς τράπεζες με σκοπό να επενδυθούν σε ανεπτυγμένα και αναπτυσσόμενα κράτη. **(Γράφημα 1)** Οι ιδιωτικές κεφαλαιακές ροές με την μορφή άμεσων διεθνών επενδύσεων (FDI) ή επενδύσεων χαρτοφυλακίου έγιναν η κύρια πηγή για ένα μεγάλο αριθμό αναπτυσσόμενων οικονομιών που σκοπό έχουν την επένδυση, το εμπόριο και την παραγωγή επιχειρηματικότητας για όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία μεταξύ εταιρειών αλλά και κρατών.

2.1.2) Οφέλη και Κόστη της Χρηματοοικονομικής Παγκοσμιοποίησης.

Η ιδέα της ελεύθερης κινητικότητας των κεφαλαίων μεταξύ ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων κρατών χάρη στην χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση θεωρείται ένας σημαντικός παράγοντας ο οποίος προάγει την επένδυση και την ανάπτυξη καθώς και την προσφορά πλήθους χρηματοοικονομικών ευκαιριών. Αναπτύσσεται ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα το οποίο περιλαμβάνει ολοκληρωμένες, πιο σταθερές και καλύτερα ρυθμιζόμενες χρηματοοικονομικές αγορές. Ένα καλά ανεπτυγμένο και λειτουργικό χρηματοοικονομικό σύστημα μπορεί να επιδράσει θετικά στην παροχή χρηματοδότησης σε νοικοκυριά, επιχειρήσεις και κυβερνήσεις τα οποία έχουν παραγωγικές και επιχειρηματικές ευκαιρίες. Επιπλέον η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση δημιουργεί τις κατάλληλες υποδομές ώστε να μειωθεί το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης και κατά συνέπεια το ζήτημα του ηθικού κινδύνου και της δυσμενούς επιλογής, αναπτύσσοντας την δυνατότητα της πίστωσης.

Οι εισροές και εκροές κεφαλαίων δίνουν την δυνατότητα στους δανειζόμενους να λαμβάνουν κεφάλαια όχι μόνο από εγχώριες πηγές χρηματοδότησης αλλά και από ξένες πηγές, οι οποίες είναι διατεθειμένες να επενδύσουν σε ξένα χρηματοοικονομικά στοιχεία. Η δράση αυτή δίνει την ευκαιρία στις αναπτυσσόμενες χώρες να αναπτύξουν το μετοχικό τους κεφάλαιο και την αγορά ομολόγων τους. Δανειστές και επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν διεθνείς

χρηματοοικονομικούς μεσάζοντες, όπως χρηματιστήρια και τράπεζες ώστε να εκτελέσουν τις χρηματοοικονομικές τους συναλλαγές οι οποίες χαρακτηρίζονται από διαφάνεια και ανταγωνιστικότητα. Σε ένα τέλεια διαμορφωμένο κόσμο η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση και συγκεκριμένα η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων οδηγεί σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, μειώνει την αστάθεια και προάγει την ευδοκμία των αναπτυσσόμενων και ανεπτυγμένων οικονομιών. Ειδικότερα οι ανεπτυγμένες οικονομίες αναζητούν υψηλότερες αποδόσεις λόγω των χαμηλών επιτοκίων, προσπαθούν να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους ώστε να μειώσουν τον κίνδυνο και ψάχνουν επενδυτικές ευκαιρίες καθώς έχουν πλεόνασμα κεφαλαίου. Αυτό ακριβώς το κεφαλαιακό πλεόνασμα θέλουν οι αναπτυσσόμενες οικονομίες οι οποίες βρίσκονται σε μια χαμηλή παραγωγική βάση και τεχνογνωσία, όπως επίσης και σε υψηλό κεφαλαιακό κόστος. Η εισροή κεφαλαίων μπορεί να αυξήσει την απόδοση των αναπτυσσόμενων κρατών καθώς το κεφάλαιο χρησιμοποιείται για εγχώριες επενδύσεις, ενώ μαζί με την κεφαλαιακή επάρκεια έρχεται υψηλή τεχνολογία, βελτίωση του κατά κεφαλήν εισοδήματος, υψηλά φορολογικά έσοδα λόγω εγχώριων κερδών, πολιτική σταθερότητα, καθώς και ανάπτυξη των χρηματαγορών και του νομικού συστήματος.

Φυσικά η πραγματικότητα δεν είναι ένας τέλεια διαμορφωμένος κόσμος στον οποίο τα κεφάλαια κινούνται από τα ανεπτυγμένα στα αναπτυσσόμενα κράτη, αλλά στο μεγαλύτερο ποσοστό κινούνται προς την αντίθετη κατεύθυνση. Περίπου 12 μεγάλα και ανεπτυγμένα κράτη λάμβαναν τον μεγαλύτερο όγκο των ιδιωτικών κεφαλαίων την περίοδο του 1990. Ως συνέπεια αυτού, το μερίδιο των κεφαλαίων προοριζόμενο στα χαμηλού και μεσαίου εισοδήματος κράτη μειώνεται με την πάροδο του χρόνου. Επίσης καμία εμπειρική μελέτη δεν δείχνει ξεκάθαρα ότι το κεφάλαιο ακολουθεί κατά κανόνα την πιο αποδοτική επενδυτική θέση.

Αν και η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση έχει αρκετά εν δυνάμει οφέλη, μπορεί να οδηγήσει επίσης σε μεγάλο κίνδυνο. Τα κύματα των συνεχόμενων χρηματοοικονομικών κρίσεων όπως της Ασίας 1997-98, της Βραζιλίας 1999, του Εκουαδόρ, της Τουρκίας 2001, της Αργεντινής 2001 και πρόσφατα η παγκόσμια κρίση του 2008 αλλά και η μετάδοσή τους μεταξύ των κρατών τα οποία φιλελευθεροποίησαν τα χρηματοπιστωτικά τους συστήματα και ενοποιήθηκαν με τις διεθνείς αγορές, μπορεί να αποτελέσουν αντιπροσωπευτικά παραδείγματα της σκέψης ότι η χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση και κατ' επέκταση η κίνηση κεφαλαίων μπορεί να οδηγήσει σε αστάθεια και κρίση. Σε μια κλειστή οικονομία μόνο εγχώριοι

επενδυτές παρακολουθούν και αντιδρούν σε επιβλαβείς θεμελιώδεις αρχές σε αντίθεση με μια ανοιχτή οικονομία στην οποία εκτός από τους εγχώριους υπάρχουν και οι ξένοι επενδυτές των οποίων η αντίδραση μπορεί να οδηγήσει σε χρηματοοικονομική κρίση. Έστω και μικρές αλλαγές στους κανόνες που διέπουν μια οικονομία μπορεί να προκαλέσει σημαντικές μεταβολές στην διάθεση των επενδυτών για ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου. Η χρηματοοικονομική κρίση ως απόρροια της παγκοσμιοποίησης μπορεί να οφείλεται εξίσου σε ατέλειες της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αγοράς, η οποία μπορεί να προκαλέσει φούσκες, συμπεριφορά αγέλης (herding behavior), κερδοσκοπικές επιθέσεις και συγκρούσεις. Αυτές οι ατέλειες μπορούν να φθείρουν τους θεμελιώδεις κανόνες της εγχώριας οικονομίας όπως αναφέρει ο Obstfeld (1986). Για παράδειγμα ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard) σύμφωνα με τους McKinnon και Pill (1997) μπορεί να οδηγήσει σε σύνδρομο υπερδανεισμού όταν οι οικονομίες είναι φιλελευθεροποιημένες και υπάρχουν έμμεσες κρατικές εγγυήσεις, αυξάνοντας έτσι την πιθανότητα χρηματοοικονομικής κρίσης.

Όταν μια χώρα εξαρτάται σημαντικά από ξένο κεφάλαιο, μια σημαντική μεταβολή στην ροή και στον όγκο των κεφαλαίων μπορεί να δημιουργήσει χρηματοοικονομικές δυσκολίες και απότομη πτώση στους ρυθμούς ανάπτυξης. Οι Calvo, Leiderman και Reinhart (1996) υποστηρίζουν ότι εξωτερικοί παράγοντες παίζουν σημαντικό ρόλο στην κίνηση των κεφαλαίων σε αναπτυσσόμενες αγορές. Μεταξύ αυτών των παραγόντων συγκαταλέγονται τα παγκόσμια επιτόκια, η τάση για διαφοροποίηση των επενδύσεων σε μεγάλα χρηματοοικονομικά κέντρα και η προκυκλικότητα. Στο μεγαλύτερο ποσοστό των περιπτώσεων, τα κράτη εμφανίζουν αστάθεια αμέσως μετά την είσοδο στην διεθνή χρηματοοικονομική αγορά, κυρίως λόγω του γεγονότος ότι η εγχώρια οικονομία δεν έχει την κατάλληλη επίβλεψη και τους σωστούς ρυθμιστικούς κανόνες ώστε να δεχθεί και να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τον όγκο των κεφαλαιακών ροών με αποτέλεσμα να απειλούνται με εγχώρια κρίση.

2.2) Έλεγχοι Κεφαλαίων

Στην προηγούμενη ενότητα αναλύσαμε την χρηματοοικονομική παγκοσμιοποίηση σε θεωρητικό επίπεδο καθώς και τα οφέλη αλλά και τους κινδύνους που την συνοδεύουν με έμφαση στην ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων. Στην ενότητα αυτή ερχόμαστε να συνδέσουμε την κεφαλαιακή κινητικότητα με την επιβολή ελέγχων κεφαλαίου, μια ανάλυση σχετικά με τους στόχους, τα

πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των τελευταίων, καθώς και αναφορές σε εμπειρικά αποτελέσματα προηγούμενων μελετών.

2.2.1) Στόχοι και Αδυναμίες των Ελέγχων Κεφαλαίου

Αρκετά χρόνια τώρα οι οικονομολόγοι διαφωνούν σχετικά με τα οφέλη της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων τόσο σε εμπειρικό όσο και σε θεωρητικό επίπεδο. Η ερώτηση που συχνά υποβάλλεται είναι αν τα οφέλη από το ελεύθερο εμπόριο προϊόντων επεκτείνονται και στο χρηματοπιστωτικό κεφάλαιο. Τα περισσότερα ανεπτυγμένα κράτη πιστεύουν ότι τα πλεονεκτήματα από την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων μεταξύ κρατών υπερέχουν έναντι των μειονεκτημάτων, για αυτό τον λόγο τα κράτη αυτά έχουν ελάχιστους ή μηδενικούς ελέγχους. Σε ό,τι αφορά τα αναπτυσσόμενα κράτη υπάρχουν διάφορες συζητήσεις και διαφωνίες σχετικά με την αποτελεσματικότητα των ελέγχων. Οι Obstfeld και Rogoff (1996) υποστηρίζουν την ύπαρξη κερδών ως αποτέλεσμα του διαχρονικού εμπορίου αλλά και μέσω της διεθνούς αγοράς αξιογράφων. Αντίθετη γνώμη εξέφρασαν οι Bhagwati και Cooper (1998) σύμφωνα με τους οποίους, σε ένα κόσμο μη επαρκούς πληροφόρησης η ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων είναι πιθανό να μεγεθύνει τις υπάρχουσες στρεβλώσεις, να δημιουργήσει κρίση στην εγχώρια οικονομία και καταστάσεις που ενέχουν μεγάλο κόστος. Οι Magud Reinhart και Rogoff (2007) υποστηρίζουν ότι συνήθως πίσω από όλες τις περιπτώσεις επιβολής ελέγχων κεφαλαίου λόγω της ελεύθερης κίνησης χρηματοοικονομικών στοιχείων μεταξύ των χωρών κρύβονται συγκεκριμένα κίνητρα όπως.

Ο Φόβος του “Ζεστού Χρήματος”. Για τις περισσότερες αναπτυσσόμενες οικονομίες, το να γίνουν αντικείμενο προσοχής ενός μεγάλου αριθμού ξένων επενδυτών μπορεί πολλές φορές να αποτελέσει σοβαρό πρόβλημα ειδικά στην περίπτωση που αυτό το ενδιαφέρον είναι παροδικό. Αυτή η ξαφνική ροή κεφαλαίων σε μια μικρή και αναπτυσσόμενη οικονομία μπορεί να προκαλέσει απορρύθμιση της εύρυθμης λειτουργίας της ειδικά στην περίπτωση που τα κεφάλαια αποχωρήσουν ξαφνικά.

Ο Φόβος Μεγάλων Εισροών Κεφαλαίων. Οι κυβερνήσεις των αναπτυσσόμενων κρατών δεν βλέπουν πάντα καχύποπτα την μεγάλη εισροή κεφαλαίων. Ωστόσο υπάρχει ο φόβος της δυσλειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος όταν οι εισροές αυτές αναζητούν αδιακρίτως υψηλές αποδόσεις οι οποίες

μπορούν να οδηγήσουν σε οικονομικές φούσκες, και αύξηση της ανάληψης κινδύνου από πλούσιους χρηματοοικονομικούς μεσάζοντες.

Ο Φόβος Απώλειας της Νομισματικής Αυτονομίας. Τα ενδιαφέροντα των παγκόσμιων επενδυτών και των κυβερνήσεων σπάνια ευθυγραμμίζονται, ειδικά στην περίπτωση που το κάθε κράτος επιθυμεί να επιτύχει την “Τριάδα του Mundell”. Φυσικά δεν είναι δυνατόν ένα κράτος να την πετύχει, αφού δεν μπορεί να έχει ταυτόχρονα σταθερή ή ισχυρά διαχειρίσιμη συναλλαγματική ισοτιμία, αυτονομία νομισματικής πολιτικής και ανοιχτή αγορά. Έτσι στον κίνδυνο απώλειας της νομισματικής αυτονομίας ίσως θεωρηθεί απαραίτητο να μειωθεί αυτή η ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων

Εξέλιξη των Αγορών και Εποπτεία. Οι έλεγχοι κεφαλαίων πολλές φορές συνδέονται με το μη επαρκές επίπεδο ανάπτυξης των εγχώριων χρηματοπιστωτικών αγορών, αλλά χρησιμοποιούνται επίσης και ως ένα μέσο προστασίας των νεοσύστατων επιχειρήσεων. Όταν οι τελευταίες προστατεύονται από κάποιον έλεγχο κεφαλαίων, επιτυγχάνουν οικονομίες κλίμακας και μειώνουν τα κόστη παραγωγής κερδίζοντας έτσι μεγαλύτερες αποδόσεις. Εξίσου σημαντικό θεωρούν οι Johnston και Tamirisa (1998) τον εποπτικό χαρακτήρα των ελέγχων κεφαλαίου. Είναι γνωστό στο ευρύ κοινό ότι οι διεθνείς συναλλαγές ίσως να περικλείουν διαφορετικού είδους κινδύνους από εκείνους οι οποίοι επηρεάζουν τις εγχώριες συναλλαγές, όπως για παράδειγμα, κίνδυνος μεταφοράς, πιστωτικός κίνδυνος και κρατικός κίνδυνος. Διαφορετικές απαιτήσεις στο εμπόριο χρηματοοικονομικών στοιχείων μπορούν επίσης να δικαιολογούνται εξαιτίας διαφορετικών εποπτικών αρχών και λογιστικών προτύπων. Έτσι η χρήση των ελέγχων κεφαλαίου δικαιολογείται ως μέσο διατήρησης της συστημικής σταθερότητας μέσω επιμήκυνσης του χρόνου ωρίμανσης των υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Βέβαια ο εποπτικός χαρακτήρας των ελέγχων κρύβει πολλές αδυναμίες. Αποτρέποντας την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, οι έλεγχοι αυξάνουν τον επενδυτικό κίνδυνο επιβραδύνοντας την ανάπτυξη των αγορών και κατ’ επέκταση την ρευστότητα και ποιότητα των χρηματοοικονομικών στοιχείων. Παρ’ όλα αυτά βέβαια, σε χώρες οι οποίες βρίσκονται στην διαδικασία ανάπτυξης και έχουν περιορισμένη δυνατότητα σωστού σχεδιασμού και εφαρμογής εποπτικών κανόνων, η επιβολή ελέγχων κεφαλαίου μπορεί να θεωρηθεί επιτακτική

Άλλοι Λόγοι. Αρκετοί ακόμα λόγοι συμπληρώνουν την λίστα των αιτιών οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν στην χρήση ελέγχων. Αυτοί περιλαμβάνουν, το

οικονομικό μέγεθος, το άνοιγμα της αγοράς, τα γενικά χαρακτηριστικά του ρυθμιστικού συστήματος αλλά και κοινωνικά όπως και στρατηγικά ενδιαφέροντα. Σύμφωνα με τους Johnston και Tamirisa (1998), μεγαλύτερες χώρες έχουν περισσότερες ευκαιρίες διαφοροποίησης των επενδύσεων και έτσι έχουν λιγότερα κίνητρα να επεκτείνουν το κεφαλαιακό τους ισοζύγιο. Το συνολικό άνοιγμα της οικονομίας επηρεάζει εξίσου την επιβολή ελέγχων. Από την μία, οι πιο ανοιχτές οικονομίες τείνουν να είναι πιο επιρρεπείς σε εξωτερικά πλήγματα με αποτέλεσμα την επιβολή ελέγχων ώστε να μετριάσουν τις εξωτερικές αυτές επιδράσεις, από την άλλη βέβαια μια πιο ανοιχτή οικονομία έχει και περισσότερες ευκαιρίες να ξεπεράσει τα εμπόδια τα οποία θέτουν οι έλεγχοι με αποτέλεσμα την διάνοιξη του εμπορίου κεφαλαίων σε μεγαλύτερο βαθμό. Οι Edison και Reinhart (2000) αναφέρουν στο άρθρο τους πως η πρώτη γραμμή άμυνας των κεντρικών τραπεζών σε κερδοσκοπικές επιθέσεις του εγχώριου νομίσματος είναι συνήθως το ξεπούλημα των αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος. Βέβαια τα αποθέματα των τραπεζών σε ξένο συνάλλαγμα συνήθως δεν επαρκούν ώστε να στηρίζουν το εγχώριο νόμισμα και έτσι πολλές φορές οι ρυθμιστές της πολιτικής επικαλούνται την χρήση των ελέγχων κεφαλαίου ως επιτακτικό μέσο στην αντιμετώπιση της τεράστιας απώλειας αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος. Επίσης οι ίδιοι αναφέρουν πως οι κεντρικές τράπεζες αντιδρούν σε κερδοσκοπικές πιέσεις αυξάνοντας τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα. Φυσικά, δεδομένου των επιπτώσεων των υψηλών αυτών επιτοκίων στην οικονομική δραστηριότητα, η πολιτική αυτή δεν αποτελεί επιλογή προτεραιότητας, ειδικά στην περίπτωση που οι κερδοσκοπικές πιέσεις επιμένουν για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα και το εγχώριο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι αδύναμο. Έτσι ξανά οι έλεγχοι κεφαλαίου έρχονται στο προσκήνιο ως μια επιλογή με την οποία οι νομισματικές αρχές θα καταφέρουν να διατηρήσουν ένα χαμηλό και σταθερό επίπεδο επιτοκίων ειδικά στην περίπτωση που η αξιοπιστία έχει χαθεί. Συνοπτικά οι χρηματοοικονομικοί έλεγχοι στις ροές κεφαλαίων που αφορούν τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές τείνουν να επηρεάζονται από θεσμικά και δομικά χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτά αφορούν το βαθμό ευκαμψίας του συστήματος συναλλαγών, τον βαθμό ανάπτυξης των κρατικών ομολόγων και τα γενικότερα προβλήματα του τραπεζικού τομέα τα τελευταία χρόνια. Έτσι οι έλεγχοι γίνονται πιο εκτεταμένοι σε χώρες με ευέλικτα συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών, -ίσως γιατί υπάρχει μεγαλύτερη αναγνώριση των

κινδύνων του ξένου συναλλάγματος κάτω από αυτό το καθεστώς,- σε μη αποτελεσματικά τραπεζικά συστήματα, και σε απουσία κρατικών ομολόγων.

Διάφορες πολιτικές γραμμές υποστηρίζουν ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων ίσως μπορούν να βοηθήσουν στην βελτίωση και επίτευξη στόχων και να αποτελέσουν ένα σημαντικό κίνητρο για την προστασία του νομισματικού συστήματος και την χρηματοπιστωτική σταθερότητα ειδικά στην περίπτωση των πληθωριστικών συνεπειών λόγω της εισροής κεφαλαίων, ή της μη επαρκούς αξιολόγησης των κινδύνων από την μεριά των τραπεζών και του βιομηχανικού τομέα. Η χρησιμότητα των ελέγχων μπορεί να θεωρηθεί κρίσιμη στην υποστήριξη πολιτικών χρηματοδοτικής καταστολής για την παροχή φθηνής οικονομικής βοήθειας στις κυβερνήσεις και στους τομείς προτεραιότητας, αλλά και ως ένα μέσο περιορισμού της αστάθειας που προκαλεί η κρίση εξαιτίας της εκτενούς και επικίνδυνης μορφής ξένου δανεισμού.

Οι έλεγχοι στην κίνηση των κεφαλαίων δεν μεταφράζονται πάντα ως πραγματικοί περιορισμοί στην κίνηση αυτών. Ο Edwards (1999) αναφέρει πως σε κάθε χώρα ο ιδιωτικός τομέας έχει βρει τρόπους να ξεπερνάει τα εμπόδια των ελέγχων κεφαλαίου διοχετεύοντας τις συναλλαγές σε όργανα ή θεσμούς οι οποίοι είναι πιο επικίνδυνοι και λιγότερο προσαρμοσμένοι αυξάνοντας έτσι τον συστηματικό κίνδυνο. Ένας απλός τρόπος είναι η υπερτιμολόγηση των εισαγωγών και η υποτιμολόγηση των εξαγωγών. Οι διαφορές μεταξύ του νόμιμου και πραγματικού βαθμού της κίνησης των κεφαλαίων έχει επηρεάσει την ικανότητα των οικονομολόγων να μετρήσουν τον πραγματικό βαθμό χρηματοοικονομικής ενοποίησης των κρατών, καθώς και την αποτελεσματικότητα στην επιβολή ελέγχων κεφαλαίου. Αρκετοί ερευνητές προσπάθησαν να χρησιμοποιήσουν πληροφορίες από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF) ώστε να κατασκευάσουν δείκτες και να αναλύσουν το πολιτικό υπόβαθρο πίσω από την επιβολή ελέγχων καθώς και την αποτελεσματικότητα αυτών, όπως έκανε ο Rodrik (1998) στην προσπάθεια του να ερμηνεύσει την επίπτωση των ελέγχων κεφαλαίου στον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ, στον πληθωρισμό και στις επενδύσεις. Τα αποτελέσματά του έδειξαν πως οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων δεν έχουν σημαντική επίπτωση στην μακροοικονομική συμπεριφορά. Ωστόσο οι έρευνες αυτές στηριζόμενες στους δείκτες κατασκευασμένους με στοιχεία του ΔΝΤ είχαν το μειονέκτημα ότι δεν διέκριναν τους ελέγχους κεφαλαίων σε εισροές και εκροές και χρησιμοποιούσαν ένα

μικρό δείγμα χωρών, σε αντίθεση με την δική μας έρευνα η οποία στηρίζεται σε ένα μεγαλύτερο δείγμα και διαχωρίζει τους ελέγχους σε εισροές και εκροές κεφαλαίων.

Οι Baba και Kokenyne (2011) συμεριζόμενοι τις διάφορες αιτίες πίσω από την περιορισμένη αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου, αναφέρουν στην έρευνά τους, πως ο μακροοικονομικός αντίκτυπος των ελέγχων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την έκταση του συγκεκριμένου μέτρου, από την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς, από άλλες υποστηρικτικές πολιτικές και από τον προσωρινό ή μόνιμο χαρακτήρα των κεφαλαιακών ροών. Βέβαια ανεξάρτητα από το αν οι έλεγχοι κεφαλαίων είναι αποτελεσματικοί ή όχι, η χρήση τους μπορεί να ενέχει κινδύνους και αρκετά μειονεκτήματα. Οι περιορισμοί στην ροή κεφαλαίων, ειδικά όταν είναι ενιαίοι, μπορεί να παρεμποδίσουν επιθυμητές κεφαλαιακές συναλλαγές και να τις εντάξουν μαζί με εκείνες οι οποίες θωρούνται δευτερευούσης σημασίας. Επιπρόσθετα οι έλεγχοι, ίσως περιλαμβάνουν σημαντικά κόστη διαχείρισης για την σωστή εφαρμογή τους, ειδικά στην περίπτωση που αυτοί πρέπει να γίνουν ακόμα πιο αποτελεσματικοί ως μια προσπάθεια παρεμπόδισης ενεργειών καταστρατήγησής τους από τρίτους. Φυσικά υπάρχει πάντα ο κίνδυνος, πως μια θωράκιση των εγχώριων αγορών μέσω των ελέγχων μπορεί να αναβάλλει απαραίτητες πολιτικές ρυθμίσεις ή να παρεμποδίσει την προσαρμογή του ιδιωτικού τομέα στις μεταβαλλόμενες διεθνείς συνθήκες. Εξίσου σημαντικό αποτελεί το γεγονός, πως οι έλεγχοι μπορούν να συμβάλλουν στην εδραίωση μιας αρνητικής αντίληψης από μέρους της διεθνούς αγοράς, η οποία με την σειρά της μπορεί να οδηγήσει σε δυσκολίες και μεγαλύτερα κόστη εισόδου μιας χώρας στο ξένο κεφάλαιο.

2.2.2) Η Έκταση των Ελέγχων Κεφαλαίου

Στο σημείο αυτό θα ήταν εξίσου χρήσιμο να αναφέρουμε και ορισμένα στοιχεία που αφορούν την έκταση επιβολής των ελέγχων κεφαλαίου καθώς η εμπειρική μας έρευνα ασχολείται και με αυτό το κομμάτι. Με τον όρο έκταση εννοούμε το ποσοστό των χρηματοοικονομικών στοιχείων το οποίο ελέγχεται στις διασυνοριακές συναλλαγές. Οι Johnston και Tamirisia (1998) έδειξαν πως η έκταση των ελέγχων εξαρτάται από τον βαθμό ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών και θεσμών σε μια οικονομία. Ένας χαμηλός λόγος τραπεζικών καταθέσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ σχετίζεται με εκτεταμένους ελέγχους στις εισροές κεφαλαίου και στις άμεσες ξένες επενδύσεις. Επίσης, υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του βαθμού ανάπτυξης του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και της έντασης των ελέγχων στις

εκροές κεφαλαίων. Αυτό μπορεί ίσως να ερμηνευτεί από το γεγονός ότι τράπεζες σε υπανάπτυκτα χρηματοοικονομικά συστήματα έχουν γενικά μικρότερη ανάμειξη με την διεθνή πιστωτική δραστηριότητα. Πιο ανεπτυγμένες αγορές μετοχών σχετίζονται με ελέγχους μεγαλύτερης έντασης στις εκροές που αφορούν άμεσες ξένες επενδύσεις, ενώ έλεγχοι σε εισροές που αφορούν πιστωτικές δραστηριότητες τείνουν να είναι μεγαλύτερης έκτασης όταν η αγορά κρατικών ομολόγων παρουσιάζει ανάπτυξη. Έλεγχοι αυτού του είδους ίσως προσπαθούν να περιορίσουν τις βραχυπρόθεσμες εισροές μέσω τραπεζικών πιστώσεων λαμβάνοντας πλεονέκτημα από τις διαφορές επιτοκίων. Περιορισμοί στις τραπεζικές δραστηριότητες συνδέονται εξίσου με πιο εκτεταμένους ελέγχους σε εισροές και εκροές που αφορούν τα περισσότερα χρηματοοικονομικά στοιχεία. Επίσης υψηλοί φόροι συχνά υποστηρίζονται από μεγαλύτερη ένταση ελέγχους σε εισροές και εκροές που αφορούν στοιχεία άμεσης ξένης επένδυσης, και ελέγχους σε εκροές που αφορούν αγορές χρήματος και κεφαλαίου, υπονοώντας έτσι ότι οι έλεγχοι συχνά χρησιμοποιούνται ώστε να διατηρήσουν την εγχώρια φορολογική βάση. Εξίσου μεγαλύτερης έντασης έλεγχοι απαντώνται σε χώρες με μεγαλύτερο καθεστώς εμπορίου. Σύμφωνα με την μελέτη των Baba και Kokenyne (2011) η ένταση των ελέγχων σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με μια προσπάθεια μείωσης των ενδεχομένων αποτροπής τους από τους επενδυτές και άρα στην πιο αποτελεσματική επιβολή τους.

2.2.3) Τα Είδη των Ελέγχων Κεφαλαίου και η Εφαρμογή τους στην Οικονομία

Οι έλεγχοι κεφαλαίων λαμβάνουν διάφορες μορφές. Μπορεί να βασίζονται στην ποσότητα ή στην τιμή, ή να εστιάζουν αποκλειστικά και μόνο στην κίνηση κεφαλαίων εντός και εκτός των χωρών. Μπορούν επίσης να απευθύνονται σε διαφορετικά είδη ροών, όπως τραπεζικά δάνεια, άμεσες ξένες επενδύσεις ή επενδύσεις χαρτοφυλακίου, αλλά και σε διαφορετικά πρόσωπα, όπως εταιρείες, τράπεζες, κυβερνήσεις ή ιδιώτες. Οι Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Otkei-Robe, Canales, Kriljenko και Kirilenko (2000) διακρίνουν τους ελέγχους σε δύο μεγάλες κατηγορίες οι οποίες περικλείουν τα δύο σημαντικότερα είδη τα οποία θα μελετήσουμε. Έτσι έχουμε τους άμεσους ή διαχειριστικούς ελέγχους, και τους έμμεσους ή βασιζόμενους στην αγορά. Οι άμεσοι ή διαχειριστικοί έλεγχοι περιορίζουν τις συναλλαγές και μεταφορές κεφαλαίων μέσω απόλυτων απαγορεύσεων ή ρητών ποσοτικών περιορισμών. Γενικότερα οι έλεγχοι αυτού του είδους στοχεύουν άμεσα τον όγκο των διασυνοριακών χρηματοοικονομικών

συναλλαγών. Κοινό χαρακτηριστικό τους αποτελεί η επιβολή διοικητικών υποχρεώσεων στο τραπεζικό σύστημα ώστε να ελεγχθεί η ροή κεφαλαίων.

Οι έμμεσοι έλεγχοι αποθαρρύνουν την κίνηση των κεφαλαίων και τις συσχετιζόμενες συναλλαγές, αυξάνοντας το κόστος ανάληψής τους. Τέτοιου είδους έλεγχοι μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές συμπεριλαμβανομένων, πολλαπλών συστημάτων συναλλαγματικών ισοτιμιών, έμμεσης ή άμεσης φορολόγησης διασυννοριακών χρηματοοικονομικών ροών και άλλων κυρίαρχων ποσοτικών ή τιμολογιακών μέτρων. Ανάλογα με τον τύπο των ελέγχων της αγοράς αυτοί μπορεί να επηρεάζουν μόνο την τιμή ή και τον όγκο μιας συναλλαγής. Εδώ να αναφέρουμε ότι οι Baba και Kokenyne (2011) αναφέρουν πως οι έλεγχοι βασιζόμενοι στην τιμή δεν παρουσιάζουν μακροπρόθεσμη αποτελεσματικότητα. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι η εύκολη αποτροπή τους από τους επενδυτές διαβρώνει την αποτελεσματικότητά τους ενώ μια δεύτερη ερμηνεία λέει ότι οι έλεγχοι αυτού του είδους σχεδιάζονται ως προσωρινό μέτρο και έτσι δεν μπορούν να έχουν επιτυχές αποτέλεσμα για μεγάλο χρονικό διάστημα.

2.2.3.1) Έλεγχοι στις Εισροές Κεφαλαίων

Αρκετές χώρες έχουν χρησιμοποιήσει ελέγχους στις εισροές κεφαλαίων με πιο χαρακτηριστικά παραδείγματα την Βραζιλία, την Χιλή, την Κολομβία, την Μαλαισία και την Ταϊλάνδη γύρω από τις οποίες έχει πραγματοποιηθεί ένα σημαντικό μέρος της έρευνας σχετικά με την αποτελεσματικότητα εφαρμογής των ελέγχων κεφαλαίου. Αν και οι βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές αρχικά θεωρήθηκαν ως λιγότερο επικίνδυνες από τις τράπεζες και τους επενδυτές, στην πορεία φάνηκαν να δημιουργούν σημαντικές κερδοσκοπικές και αποσταθεροποιητικές τάσεις. Από την άλλη οι μακροπρόθεσμες ροές θεωρούνται ότι βρίσκονται πιο κοντά στην πραγματική οικονομία και έτσι είναι πιο σταθερές και επιθυμητές. Η επιβολή των ελέγχων στις εισροές έγινε ως αντίδραση στην ανησυχία μακροοικονομικών επιπλοκών λόγω του όγκου των εισροών κατά την διάρκεια του 1990. Βασικός στόχος αυτών είναι η ελαχιστοποίηση των ανατιμήσεων της ονομαστικής αξίας του νομίσματος το οποίο μετατρέπει την εγχώρια οικονομία σε λιγότερο ανταγωνιστική στην διεθνή αγορά και στους στενούς ανταγωνιστές της. Οι Ostry, Atish, Habermeier, Chamon, Qureshi και Reinhardt (2010) αναφέρουν ότι οι βραχυπρόθεσμες εισροές αντικατοπτρίζουν σημαντικές διαφορές εγχώριων επιτοκίων στο πλαίσιο σταθερών ή αυστηρά διαχειρίσιμων συστημάτων συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι οποίες έχουν δώσει στις

αγορές ψευδές αίσθημα ασφάλειας. Ο επίμονος χαρακτήρας και ο μεγάλος όγκος των εισροών περιπλέκει την εφαρμογή νομισματικής πολιτικής. Για τον λόγο αυτό οι κυβερνήσεις των χωρών αποφάσισαν την χρήση των ελέγχων στις εισροές με την συνοδεία φυσικά και άλλων πολιτικών μέτρων τα οποία στόχευσαν στην ρύθμιση του συστήματος ισοτιμιών και την ενίσχυση των μέτρων εποπτικού χαρακτήρα του χρηματοπιστωτικού τομέα. Σε ορισμένες χώρες παρατηρήθηκε αυστηρότερη δημοσιονομική πολιτική ενώ σε κάποιες άλλες περιορίστηκε ασκώντας ακόμα μεγαλύτερη πίεση στην νομισματική πολιτική. Ωστόσο κύριος στόχος των χωρών, ήταν η διατήρηση ή βελτίωση της νομισματικής αυτονομίας, η οποία στόχευε στην μείωση του πληθωρισμού και την σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι έλεγχοι σκόπευαν να αλλάξουν την σύνθεση των ροών σε μεγαλύτερης διάρκειας και σταθερότητας μειώνοντας σταδιακά και τον όγκο τους. Οι βραχυπρόθεσμες κεφαλαιακές εισροές φάνηκαν να έχουν εν δυνάμει αντίθετα αποτελέσματα στην μακροοικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα τα οποία δεν μπορούσαν να αντιμετωπιστούν από την συμβατική πολιτική.

Αν και σε όλες τις περιπτώσεις οι έλεγχοι στις εισροές υιοθετήθηκαν για τους ίδιους λόγους, ο σχεδιασμός των μέτρων ποικίλει. Κάποιες χώρες χρησιμοποίησαν έμμεσους ελέγχους κυρίως με την μορφή φορολογίας στις εισροές, ενώ κάποιες άλλες χώρες όπως η Βραζιλία, η Χιλή και η Μαλαισία χρησιμοποίησαν και άμεσους ελέγχους. Σύμφωνα με τον Edwards (1999) στην περίπτωση της Χιλής η έκταση των ελέγχων αυξήθηκε καθώς η αγορά εφάρμοσε εναλλακτικές στρατηγικές ώστε να καταφέρει να προσπεράσει τα μέτρα με αποτέλεσμα οι έμμεσοι φόροι να αυξηθούν ή να διαφοροποιηθούν ώστε να μπορέσουν να στοχεύσουν τις βραχυπρόθεσμες εισροές. Έτσι εισροές με ωρίμανση μικρότερη των 24 μηνών απαγορεύονταν, ενώ εκείνες με ωρίμανση από 24 έως 66 μήνες υποβάλλονταν σε τήρηση ελαχίστων αποθεματικών τα οποία κυμαίνονταν από 10-25% της αξίας των εισερχόμενων κεφαλαίων.

Η αποτελεσματικότητα των ελέγχων στις εισροές κεφαλαίων πρέπει να κριθεί με βάση τους στόχους τους οποίους καλούνται οι έλεγχοι να πετύχουν, οι οποίοι μεταξύ άλλων περιλαμβάνουν την διατήρηση σταθερότητας μεταξύ εγχώριων και ξένων επιτοκίων, την μείωση του όγκου των εισροών αλλά και την μεταβολή στον χρόνο ωρίμανσής τους καθώς και τον περιορισμό στην ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, μειώνοντας έτσι την χρηματοοικονομική ευαισθησία και αυξάνοντας περισσότερο την ανεξαρτησία της νομισματικής πολιτικής. Προφανώς

όλων των άλλων παραγόντων σταθερών, μια χώρα με πιο κλειστή κεφαλαιαγορά θα έχει και λιγότερες ροές κεφαλαίων από μια χώρα με πιο ανοιχτή αγορά. Έτσι η αποτελεσματικότητα καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από την ένταση με την οποία ένα κράτος διατηρεί διοικητικές και θεσμικές υποδομές ώστε να επιβάλλει του ελέγχους, καθώς και τα κίνητρα που έχουν οι επενδυτές να τους παρακάμψουν.

Αρχικά φάνηκε πως οι έλεγχοι λειτουργούσαν αλλά καμία χώρα δεν κατάφερε να έχει τα επιθυμητά αποτελέσματα σε όλους τους τομείς. Οι έλεγχοι δείχνουν να έχουν επιτυχία σε χώρες οι οποίες διατηρούν αυστηρό περιορισμό στο μεγαλύτερο μέρος των χρηματοοικονομικών εισροών. Τα αποτελέσματα των περισσότερων εμπειρικών ερευνών δείχνουν πως δεν υπάρχει σαφής ένδειξη της αποτελεσματικότητας των ελέγχων στις εισροές των κεφαλαίων. Βεβαία υπάρχουν και έρευνες οι οποίες δείχνουν το αντίθετο ή συμφωνούν σε ορισμένα σημεία με τις υπόλοιπες. Σε αυτό που συμφωνούν βέβαια σχεδόν όλες μεταξύ τους είναι πως οι έλεγχοι έχουν αποτελεσματικότητα στην μεταβολή της σύνθεσης των ροών. Για παράδειγμα στη Βραζιλία, σύμφωνα με τους Ostry, Atish, Habermeier, Chamon, Qureshi και Reinhardt (2010), η επιβολή των ελέγχων στις εισροές δεν είχε κανένα ιδιαίτερο αποτέλεσμα σε ό,τι αφορά τον όγκο αυτών, όπως επίσης και στις πιέσεις που δεχόταν η συναλλαγματική ισοτιμία. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Cardoso, Goldfajn (1998) αλλά και οι Reinhart, Smith (1998) ενώ αντίθετα αποτελέσματα βρήκαν οι Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Robe, Canales Kriljenko και Kirilenko (2000) σύμφωνα με τους οποίους οι έλεγχοι στο κράτος της Βραζιλίας είχαν θετικό αποτέλεσμα μόνο στην νομισματική της πολιτική και κανένα απολύτως αποτέλεσμα στον όγκο και στην σύνθεση των εισροών όπως επίσης και στις πιέσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στην Ταϊλάνδη σύμφωνα με τους Reinhart και Edison (2000), οι έλεγχοι είχαν αρνητικό αποτέλεσμα αφού η ισοτιμία ανατιμήθηκε μια βδομάδα μετά την επιβολή του μέτρου, ενώ αντίθετη άποψη εξέφρασαν οι Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Robe, Canales Kriljenko και Kirilenko (2000) οι οποίοι έδειξαν ότι το κράτος πέτυχε όλους τους στόχους μετά την εφαρμογή των ελέγχων. Και οι Coelho και Gallgher (2010) αναφέρουν στο άρθρο τους πως οι έλεγχοι κατάφεραν να μειώσουν τον όγκο των εισροών. Η Κολομβία σύμφωνα με τους Galindo (2007), Concha, Galindo (2008) έζησε μια ακόμα ανεπιτυχή εφαρμογή των ελέγχων στις εισροές της, αφού οι ανατιμήσεις του νομίσματος δεν μειώθηκαν, όπως επίσης δεν σημειώθηκε και αύξηση της αυτονομίας του νομισματικού συστήματος, ενώ παράλληλα είχαμε αρνητικό αποτέλεσμα με μεγαλύτερη αστάθεια

της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αντίθετα, η σύνθεση των ροών φάνηκε να επηρεάζεται θετικά. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Le Fort, Budnevich (1997) σε ό,τι αφορά την σύνθεση των ροών, αλλά αυτοί έδειξαν πως οι έλεγχοι είχαν επιτυχία και στην νομισματική πολιτική, στην συναλλαγματική ισοτιμία και στον όγκο των εισροών. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν στην έρευνά του και οι Coelho και Gallgher(2010) οι οποίοι συμπληρώνουν πως εκτός από τον συνολικό όγκο των εισροών οι έλεγχοι σταμάτησαν και τις χρηματοοικονομικές φούσκες. Μεγάλος όγκος ερευνών ασχολείται με το κράτος της Χιλής. Οι Laban, Larrain και Chumacero (1997), και Prieto, Soto (1995) έδειξαν επιτυχή εφαρμογή των ελέγχων στην σύνθεση μόνο των ροών. Οι De Gregorio, Edwards και Valdes (2000), Reinhart και Smith (1998) αναφέρουν επιτυχία σε όλους τους τομείς ενώ οι Hernandez και Hebbel (1999) απέδειξαν πως οι έλεγχοι στις εισροές έκαναν πιο ανεξάρτητη την νομισματική πολιτική.

Οι Ostry, Atish, Habermeier, Chamon, Qureshi και Reinhart (2010) αναφέρουν ότι πέρα από τα μακροοικονομικά τους αποτελέσματα, οι κεφαλαιακές εισροές, ειδικά ορισμένοι τύποι υποχρεώσεων, μπορούν να κάνουν μια χώρα περισσότερο ευάλωτη στην κρίση. Οι εισροές μπορούν να πυροδοτήσουν τον εγχώριο δανεισμό ο οποίος μπορεί να είναι αρκετά επικίνδυνος όταν αφορά δανειστές οι οποίοι δεν έχουν φυσική αντιστάθμιση του κινδύνου τους. Γενικά δεν είναι απίθανο πως η συμπεριφορά αγέλης (herd behavior) και η υπερβολική αισιοδοξία από την μεριά των ξένων δανειστών σε συνδυασμό με τους μωπικούς δανειζόμενους οι οποίοι υποτιμούν τους κινδύνους του ξένου συναλλάγματος και της ρευστότητας, μπορεί να οδηγήσει σε ξένο δανεισμό ο οποίος είναι μη βέλτιστος από την μεριά μιας εύθραυστης οικονομίας. Υπό κανονικές συνθήκες ο εποπτικός κανονισμός του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, όπως κεφαλαιακές απαιτήσεις και όρια στον δανεισμό ξένου συναλλάγματος σε δανειζόμενους χωρίς αντιστάθμιση του κινδύνου τους, μπορεί να είναι αρκετός. Αλλά πάλι μπροστά στον κίνδυνο μεγάλων κεφαλαιακών εισροών οι οποίοι μπορεί να προκαλέσουν πιστωτικές εκρήξεις, οι έλεγχοι κεφαλαιακών εισροών μπορούν να στηρίξουν την πολιτική εποπτείας ειδικά στην περίπτωση που αυτοί στοχεύουν σε ροές οι οποίες οδηγούν σε μεγαλύτερες αδυναμίες.

Ωστόσο βλέπουμε ανεπτυγμένες και σωστά προσαρμοσμένες αγορές με ενεργό εμπόριο και πλήθους χρηματοοικονομικών στοιχείων να μειώνουν το κόστος παράκαμψης των συνεχώς αυξανόμενων ρυθμιστικών κανόνων. Σε πολλές

περιπτώσεις ένα καλά φιλοσοφημένο χρηματοοικονομικό σύστημα μειώνει την αποτελεσματικότητα των αρχικών κανονισμών και εκμεταλλεύεται τις αδυναμίες και τα κενά του συστήματος. Φυσικά οι κυβερνήσεις προσπαθούν συνεχώς να επεκτείνουν την αποτελεσματικότητα επιβολής των ελέγχων και να μειώσουν τις ενδεχόμενες αδυναμίες μέσα σε νόμιμα όρια, με αποτέλεσμα όμως την περαιτέρω αδυναμία και εξασθένηση των δυνατοτήτων των ελέγχων στις εισροές κεφαλαίων. Και σε αυτή την περίπτωση ο ιδιωτικός τομέας βρήκε τρόπους να αποφύγει τους ελέγχους χαρακτηρίζοντας ψευδώς τις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίων ως εμπορικές πιστώσεις, ή ως δάνεια τα οποία προορίζονται σε ξένες άμεσες επενδύσεις (FDI). Μεγάλες εταιρείες έχουν πρόσβαση στις διεθνείς αγορές και έτσι βρίσκουν τις κατάλληλες διασυνδέσεις και την ικανότητα να αναπροσαρμόζουν τα χρηματοοικονομικά τους στοιχεία ξεπερνώντας έτσι τα εμπόδια των ελέγχων κεφαλαίου. Το γενικό συμπέρασμα σύμφωνα με τους Ostry, Atish, Habermeier, Chamon, Qureshi και Reinhardt (2010) είναι, πως αν η χώρα λειτουργεί κοντά στο επιθυμητό όριο, το επίπεδο αποθεμάτων της είναι επαρκές, η συναλλαγματική ισοτιμία δεν υποτιμάται και οι ροές είναι παροδικές, τότε η χρήση ελέγχων μαζί με μακροοικονομική και εποπτική πολιτική μπορεί να δικαιολογηθεί ως μέτρο ελέγχου της εισροής κεφαλαίων. Σε αυτή την περίπτωση οι έλεγχοι μπορούν να λειτουργήσουν ακόμα και αν οι επενδυτές έχουν βρει τρόπους να τους αποφύγουν αφού το κόστος παράκαμψης θα είναι πολύ μεγαλύτερο της απόδοσης την οποία θα λάβουν από την συναλλαγή.

2.2.3.2) Έλεγχοι στις Εκροές Κεφαλαίων.

Οι έλεγχοι σε κεφαλαιακές εκροές υποστηρίζονται ως ένα μέσο αντιμετώπισης της χρηματοοικονομικής και νομισματικής κρίσης καθώς και ως έσχατη λύση στην κατακόρυφη μείωση των εθνικών κεφαλαιακών αποθεμάτων. Αξιολογώντας την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαιακών εκροών ο Edwards (2000) διακρίνει δύο είδη ελέγχων. Το πρώτο είδος ανταποκρίνεται στους “Αποτρεπτικούς Ελέγχους”. Αυτοί εφαρμόζονται στην περίπτωση που μια χώρα αντιμετωπίζει σοβαρό έλλειμμα τόσο δημοσιονομικό όσο και στο ισοζύγιο πληρωμών. Έτσι αυτά τα κράτη έχουν ως στόχο να μειώσουν τα εγχώρια κόστη διαχείρισης χρέους διατηρώντας το επίπεδο πληθωρισμού μέσω της μείωσης των εγχώριων επιτοκίων. Στόχος επίσης των ελέγχων αυτού του είδους είναι η αποφυγή περαιτέρω πιέσεων υποτίμησης της ονομαστικής αξίας του εγχώριου νομίσματος



χωρίς αυστηρότερες συνθήκες νομισματικής πολιτικής ή άλλων δύσκολων μέτρων πολιτικής. Οι αποτρεπτικοί έλεγχοι μπορούν να λάβουν την μορφή φόρων σε εμβάσματα εξωτερικού ή απόλυτη απαγόρευση στην μεταφορά κεφαλαίων. Η εφαρμογή αυτών των ελέγχων έγκειται στην λογική ότι θα βοηθήσουν στην επιβράδυνση των κρατικών αποθεματικών δίνοντας έτσι τον χρόνο στις αρχές να εφαρμόσουν τις κατάλληλες διορθωτικές πολιτικές για να αποκρούσουν τους κερδοσκόπους, απαγορεύοντας την πρόσβασή τους στα εγχώρια κεφάλαια με σκοπό να λάβουν κερδοσκοπικές θέσεις ενάντια στο εγχώριο νόμισμα. Η εμπειρική έρευνα έχει αποδείξει ότι αυτού του είδους οι έλεγχοι είναι μη αποτελεσματικοί στο μεγαλύτερο μέρος επίτευξης των στόχων για τους οποίους προορίζονται. Σε περιόδους μεγάλων κρίσεων ο ιδιωτικός τομέας βρίσκει τρόπους να προσπεράσει τους ελέγχους μετακινώντας μεγάλο όγκο κεφαλαίων έξω από την χώρα οδηγώντας ακόμα και σε διαφθορά. Την στιγμή που οι έλεγχοι κεφαλαιακών εκροών εφαρμόζονται, το κράτος συχνά αποτυγχάνει να εφαρμόσει ένα αξιόπιστο και αποτελεσματικό πρόγραμμα προσαρμογής και διόρθωσης με αποτέλεσμα η μακροοικονομική ανισορροπία να αυξάνεται. Ο Cuddington (1986) στην έρευνα του έδειξε ότι σχεδόν στο 70% των περιπτώσεων στις οποίες επιβλήθηκε έλεγχος στις κεφαλαιακές εκροές υπήρξε αύξηση στην κίνηση κεφαλαίων. Από την έρευνα των Kaminsky και Reinhart (1999) προέκυψε ότι σε ένα μεγάλο αριθμό κρατών που αντιμετώπισαν κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών τους, οι αρχές προσπάθησαν χωρίς αποτέλεσμα να αποτρέψουν την νομισματική κατάρρευση εφαρμόζοντας ελέγχους σε κεφαλαιακές εκροές. Υπάρχει επίσης ένδειξη ότι οι έλεγχοι αυτοί προκαλούν μια ψευδής αίσθηση ασφάλειας, προτρέποντας τον εφησυχασμό και την απερίσκεπτη συμπεριφορά εκ μέρους των ιθυνόντων χάραξης της πολιτικής και των συμμετεχόντων στην αγορά.

Το δεύτερο είδος ελέγχων κεφαλαιακών εκροών χαρακτηρίζονται ως “θεραπευτικοί έλεγχοι” και σύμφωνα με τον Krugman (1998) χώρες οι οποίες αντιμετωπίζουν ήδη μια μεγάλη κρίση θα μπορούσαν να επωφεληθούν από την προσωρινή εφαρμογή ελέγχων η οποία θα οδηγήσει στην πτώση των επιτοκίων και στην πολιτική ανάπτυξης. Μόλις η οικονομία σταθεί και πάλι στα πόδια της τότε οι έλεγχοι αυτοί εκροών μπορούν να σταματήσουν. Φυσικά τα πλεονεκτήματα μιας συγκεκριμένης πολιτικής δεν μπορούν να αξιολογηθούν με βάση ελάχιστα ιστορικά παραδείγματα. Το γενικό συμπέρασμα είναι πως η επιβολή αυτού του είδους ελέγχων σε περιόδους μετά κρίσης έχει αποδειχθεί μη αποτελεσματική αφού σύμφωνα με την

ανάλυση του Edwards (1989), το 50% των κρατών που εφάρμοσαν την πολιτική αυτή απέτυχαν να παράξουν μια σημαντική αλλαγή στην συναλλαγματική ισοτιμία και το ισοζύγιο πληρωμών ενώ το 75% των χωρών αντιμετώπισαν μη αποτελεσματικό ρυθμό αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Συγκεκριμένα χώρες όπως η Αργεντινή, η Βραζιλία και το Μεξικό οι οποίες αύξησαν τους ελέγχους στις εκροές κεφαλαίων αντιμετώπισαν πτώση στο ΑΕΠ, υψηλό πληθωρισμό και μακροχρόνια ανεργία. Ακόμα περισσότερο οι πιο αυστηροί έλεγχοι δεν ενθάρρυναν την αναδιάρθρωση της εγχώριας οικονομίας αλλά οδήγησαν στο ακριβώς αντίθετο αποτέλεσμα. Ο Binici (2010) βρήκε πως οι έλεγχοι στις εκροές είναι περισσότερο αποτελεσματικοί σε ανεπτυγμένες οικονομίες ίσως λόγω ανώτερων θεσμικών και ρυθμιστικών κανόνων. Φυσικά υπήρξαν και οι εξαιρέσεις με χώρες που κατάφεραν να έχουν θετικά και επιθυμητά αποτελέσματα από την χρήση των ελέγχων στις εκροές κεφαλαίων. Σύμφωνα με τους Ariyoshi, Habermeier, Laurens, Robe, Canales Kriljenko και Kirilenko (2000) χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Μαλαισία, της οποίας το νόμισμα δέχθηκε επίθεση το 1998. Μετά από μια προσπάθεια να μετριάσουν τις εκροές κεφαλαίων αυξάνοντας τα επιτόκια, οι αρχές επέβαλλαν ένα ενιαίο σύνολο περιορισμών με στόχο να κλείσουν όλες τις νόμιμες διόδους διασυνοριακού εμπορίου του εθνικού νομίσματος. Ενώ αυτά τα μέτρα στόχευαν πρωτίστως ξένους κερδοσκόπους, είχαν αντίκτυπο και στους εγχώριους επενδυτές. Η επιβολή των ελέγχων κατάφερε να δώσει αρκετό χρόνο και χώρο στην κυβέρνηση να συγκεντρώσει αποθέματα μέσα από μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και να ενθαρρύνει πολιτικές που στόχευαν στην τόνωση της οικονομίας μέσω της μείωσης των επιτοκίων. Ένα πιο πρόσφατο παράδειγμα επιτυχούς επιβολής ελέγχων στις κεφαλαιακές εκροές αποτελεί το κράτος της Ισλανδίας. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-08 και η κατάρρευση των τριών μεγαλύτερων εμπορικών τραπεζών οδήγησαν την κυβέρνηση στην επιβολή ελέγχων σαν ένα μέσο σταθεροποίησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Τα μέτρα περιλάμβαναν περιορισμούς σε κεφαλαιακές συναλλαγές και αφορούσαν τόσο εγχώριους όσο και ξένους επενδυτές. Οι περιορισμοί οδήγησαν στην άμεση σταθεροποίηση της ισοτιμίας και επίσης έδωσαν το έναυσμα σε μια σειρά από άλλα σταθεροποιητικά μέτρα συμπεριλαμβανομένης και της βελτίωσης της νομισματικής πολιτικής.

Σύμφωνα με τα εμπειρικά αποτελέσματα των Saborowski, Sanya, Weisfeld και Yerez (2014) η μεγαλύτερη αυστηρότητα των περιορισμών στις εκροές κεφαλαίων κατά μέσο όρο μειώνει τον όγκο τους. Ωστόσο υπάρχει συστολή και των

εισροών κυρίως από τους ξένους επενδυτές, η οποία είναι μεγαλύτερη από αυτή των εκροών. Έτσι έδειξαν ότι για την μέση χώρα όσο μεγαλύτερη είναι η ένταση των ελέγχων στις εκροές τόσο πιο αποτελεσματικοί είναι οι έλεγχοι. Βέβαια με την προσθήκη διάφορων όρων αλληλεπίδρασης που αφορούν δομικά χαρακτηριστικά των κρατών, βρήκαν ότι οι έλεγχοι είναι αποτελεσματικοί εάν λαμβάνουν χώρα συγκεκριμένες συνθήκες, όπως ισχυρές μακροοικονομικές αρχές και θεσμοί, ή εάν ο δείκτης ελέγχου των εκροών βρίσκεται ήδη σε υψηλό επίπεδο την στιγμή που οι έλεγχοι γίνονται ακόμα πιο ισχυροί. Εάν καμία από αυτές τις προϋποθέσεις δεν πληρείται οι έλεγχοι στις εκροές δεν μπορούν να έχουν το επιθυμητό αποτέλεσμα.

2.3) Ερωτήματα προς Έρευνα

Σκοπός της διπλωματικής αυτής εργασίας είναι να εξετάσει τρία βασικά ερωτήματα σχετικά με την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου, ώστε να καταφέρουμε να βγάλουμε συμπεράσματα τα οποία θα συγκριθούν με τις ήδη υπάρχουσες εμπειρικές έρευνες.

❖ **Ερώτημα 1: Ποιοι Μακροοικονομικοί Παράγοντες Παίζουν Σημαντικό Ρόλο και Αυξάνουν τις Πιθανότητες Επιβολής Ελέγχων Κεφαλαίου.**

Το πρώτο ερώτημα το οποίο θα εξετάσουμε αφορά τους μακροοικονομικούς παράγοντες τους οποίους θα χρησιμοποιήσουμε, ώστε να διαπιστώσουμε ποιοι από αυτούς είναι σημαντικοί και αυξάνουν την πιθανότητα να οδηγήσουν μια χώρα στην επιβολή ελέγχων κεφαλαίου ή όχι. Εδώ εξετάζουμε ξεχωριστά τους παράγοντες που οδηγούν στην χρήση ελέγχων στο σύνολο των ροών, σε αυτούς που οδηγούν στην χρήση ελέγχων μόνο για εισροές κεφαλαίων και σε εκείνους που αφορούν μόνο εκροές κεφαλαίων.

❖ **Ερώτημα 2: Ποιοι Μακροοικονομικοί Παράγοντες Παίζουν Σημαντικό Ρόλο και Αυξάνουν την Έκταση της Επιβολής Ελέγχων Κεφαλαίου.**

Το δεύτερο ερώτημα αφορά τους μακροοικονομικούς παράγοντες οι οποίοι παίζουν σημαντικό ρόλο στην απόφαση αύξησης της έντασης επιβολής ελέγχων. Αφορά χώρες που ήδη έχουν ελέγχους κεφαλαίων και πρέπει να αποφασίσουν αν θα πρέπει να αυξήσουν τους ελέγχους σε ακόμα περισσότερα χρηματοοικονομικά στοιχεία. Και εδώ γίνεται διάκριση μεταξύ ελέγχων οι οποίοι αφορούν το σύνολο των κεφαλαίων, αυτών που μόνο εισρέουν σε μια χώρα ή εκείνων που μόνο εκρέουν.

❖ **Ερώτημα 3: Ποια είναι η Αποτελεσματικότητα των Ελέγχων Κεφαλαίου.**

Το τρίτο ερώτημα εξετάζει την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου ως προς τις μακροοικονομικές μεταβλητές τις οποίες πρόκειται να χρησιμοποιήσουμε, τόσο συνολικά όσο και ξεχωριστά στις εισροές και εκροές κεφαλαίων.

3. ΠΗΓΕΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΑΡΧΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό ακολουθεί η επεξήγηση των δεδομένων όπως και η διαδικασία συλλογής αυτών, ενώ στην συνέχεια πραγματοποιείται ο ορισμός και η περιγραφή ορισμένων χαρακτηριστικών των εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών τις οποίες πρόκειται να χρησιμοποιήσουμε στα μοντέλα ανάλυσής μας.

3.1) Δεδομένα και Βάσεις Δεδομένων.

Σημαντική βοήθεια στη συλλογή των κατάλληλων δεδομένων αποτέλεσε το άρθρο των Fernandez, Klein, Rebucci, Schindler και Uribe (2015) στο οποίο παρατίθεται η παρουσία ή μη ελέγχων κεφαλαίου σε ετήσια βάση για ένα σύνολο 100 χωρών (**Θέση Πίνακα 1**) εντός του διαστήματος 1995 έως 2013. Τα δεδομένα για τις μακροοικονομικές μεταβλητές συλλέχθησαν από την επίσημη σελίδα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (IMF), την βάση δεδομένων της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank) καθώς και από την βάση Datastream. Ο μεγάλος αριθμός των χωρών, το χρονικό διάστημα το οποίο εμπεριέχει ένα σημαντικό εύρος μεταβαλλόμενων πολιτικών, η διάκριση επιβολής ελέγχων κεφαλαίου τόσο στο σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων της κάθε χώρας όσο και σε εκείνων που εισέρχονται ή εξέρχονται διακριτά, καθώς και η σημαντικότητα των μακροοικονομικών μεταβλητών οι οποίες χρησιμοποιούνται, μετατρέπουν την διπλωματική αυτή εργασία σε ένα σημαντικό εργαλείο μελέτης. Τα δεδομένα μας έχουν τη μορφή ενός ισορροπημένου πάνελ (balanced panel) καθώς έχουμε τις ίδιες χρονικές περιόδους για όλες τις χώρες τις οποίες εξετάζουμε.

Το δείγμα των χωρών μας περιλαμβάνει και τις τρεις εισοδηματικές κατηγορίες με 46 χώρες να υπάγονται στις υψηλού εισοδήματος, 26 στις μεσαίου εισοδήματος και 32 στις χαμηλού εισοδήματος. Επίσης οι χώρες διακρίνονται μεταξύ τους ως προς την επιβολή ελέγχων κεφαλαίου και χαρακτηρίζονται ως (Open) εκείνες που στην περίοδο των 19 ετών δεν επέβαλλαν κανέναν έλεγχο κεφαλαίων, ως (Gate) εκείνες που επέβαλλαν σε όλα ή σχεδόν σε όλα τα χρηματοοικονομικά τους στοιχεία έλεγχο κεφαλαίων, και ως (Wall) εκείνες που επέβαλλαν έλεγχο επεισοδιακά. Σύμφωνα με το άρθρο των Fernandez, Klein, Rebucci, Schindler και Uribe (2015) οι έλεγχοι γίνονται σε μια λίστα 10 κατηγοριών χρηματοοικονομικών στοιχείων τα οποία χαρακτηρίζονται ως επενδύσεις χαρτοφυλακίου ή άμεσες επενδύσεις, ενώ διακρίνονται σε εκείνα τα στοιχεία που εισέρχονται (Inflows) και σε εκείνα που εξέρχονται (Outflows) από το εσωτερικό των χωρών. Η λίστα περιλαμβάνει μέσα

κεφαλαιαγοράς, στα οποία συμμετέχουν αξιόγραφα με ωρίμανση ενός έτους ή λιγότερο, αλλά και πιστοποιητικά καταθέσεων. Ομόλογα και άλλου είδους χρεόγραφα με ωρίμανση μεγαλύτερη ενός έτους. Κεφάλαια, μετοχές ή άλλα αξιόγραφα με εξαίρεση εκείνες τις επενδύσεις που σκοπό έχουν την απόκτηση μακροπρόθεσμου επιτοκίου οι οποίες αντιμετωπίζονται ως ξένες άμεσες επενδύσεις. Αμοιβαία κεφάλαια, χρηματοδοτικές πιστώσεις, παράγωγα τα οποία περιλαμβάνουν εγγυήσεις, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης. Επίσης περιλαμβάνονται εμπορικές πιστώσεις για δραστηριότητες που συνδέονται με το διεθνές εμπόριο, εγγυήσεις και ασφάλειες οι οποίες δίνονται από τους κατοίκους μιας χώρας σε κατοίκους άλλης χώρας, αλλά και κτηματομεσιτικές δραστηριότητες.

3.2) Περιγραφή των Μεταβλητών

Ανάλογα με την ερώτηση που θέλουμε να ελέγξουμε κάθε φορά θα χρησιμοποιούμε και το κατάλληλο μοντέλο στο οποίο θα έχουμε μια εναλλαγή στην θέση των εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών. Θα χρησιμοποιήσουμε μοντέλα με πεπερασμένες κατανεμημένες υστερήσεις πρώτης τάξης (finite distributed lag models of order one) καθώς θέλουμε να παρατηρήσουμε πως επηρεάζεται η εξαρτημένη μεταβλητή από τις ανεξάρτητες με μια χρονική υστέρηση. Μέσα από την βιβλιογραφία εντοπίζονται μακροοικονομικές μεταβλητές οι οποίες σχετίζονται με την εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου, και θεωρούνται εξίσου σημαντικές. Ωστόσο εμείς επεκτείνουμε το ερευνητικό μας πεδίο και σε μερικές ακόμα μεταβλητές. Έτσι καταλήγουμε στην παρακάτω λίστα μεταβλητών:

- **CC (Capital Controls):** Αποτελεί μια δίτιμη μεταβλητή η οποία λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση επιβολής ελέγχων κεφαλαίου στο γενικό σύνολο της λίστας των χρηματοοικονομικών στοιχείων και 0 σε αντίθετη περίπτωση. Η μεταβλητή αυτή λαμβάνεται έτοιμη από το άρθρο των Fernandez, Klein, Rebucci, Schindler και Uribe (2015)
- **CCper (Capital Control Percentage):** Είναι μια συνεχής μεταβλητή η οποία λαμβάνει ποσοστιαίες τιμές από το 0 έως το 100. Χρησιμοποιείται για να δείξει την ένταση επιβολής των ελέγχων κεφαλαίου λαμβάνοντας υπόψη την λίστα των χρηματοοικονομικών στοιχείων που αναφέραμε στην προηγούμενη ενότητα. Για παράδειγμα μια χώρα με ελέγχους κεφαλαίου στο 60% των χρηματοοικονομικών στοιχείων εμφανίζεται με $CC_{per}=0.6$, και ούτω καθεξής.

Η μεταβλητή υπάρχει έτοιμη στο προσάρτημα του άρθρου των Fernandez, Klein, Rebucci, Schindler και Uribe (2015)

- **CCI (Capital Controls on Inflows):** Στόχος της μεταβλητής αυτής είναι να αποτυπώσει την ύπαρξη ελέγχων μόνο σε εισροές κεφαλαίων όπως εμφανίζονται στην λίστα των χρηματοοικονομικών στοιχείων. Είναι μια συνεχής μεταβλητή η οποία λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση επιβολής ελέγχων και 0 σε αντίθετη περίπτωση.
- **CCIper (Capital Control on Inflows Percentage):** Η μεταβλητή αυτή λειτουργεί με την ίδια λογική που λειτουργεί και η μεταβλητή **CCper**. Χρησιμοποιείται για να δείξει την ένταση επιβολής των ελέγχων μόνο σε κεφάλαια τα οποία εισρέουν στο εσωτερικό μιας χώρας λαμβάνοντας υπόψη την λίστα των χρηματοοικονομικών στοιχείων. Αποτελεί επίσης μια συνεχής μεταβλητή η οποία λαμβάνει ποσοστιαίες τιμές από το 0 έως το 100.
- **CCO (Capital Controls on Outflows):** Χρησιμοποιείται για να μας δείξει την ύπαρξη ελέγχων σε κεφάλαια τα οποία εξέρχονται από το εσωτερικό μιας οικονομίας. Είναι συνεχής μεταβλητή η οποία επίσης λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση ύπαρξης ελέγχων και 0 σε αντίθετη περίπτωση.
- **CCOper (Capital Controls on Outflows Percentage):** Η μεταβλητή **CCOper** υποδηλώνει την ένταση επιβολής ελέγχων μόνο σε κεφάλαια τα οποία εξέρχονται από το εσωτερικό μιας χώρας, έχοντας ως βάση την λίστα των χρηματοοικονομικών στοιχείων. Είναι μια συνεχής μεταβλητή η οποία παίρνει ποσοστιαίες τιμές από το 0 έως το 100.
- **Gdpg (Gross Domestic Product Growth):** Η μεταβλητή αυτή υποδηλώνει τον ρυθμό μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Πρόκειται για μια συνεχής μεταβλητή η οποία παίρνει αρνητικές και θετικές τιμές σε ποσοστιαία κλίμακα. Ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ εκφράζει την ποσοστιαία μεταβολή στην χρηματική αξία όλων των τελικών αγαθών και υπηρεσιών που παράγει μια χώρα ετησίως. Συγκεκριμένα περιλαμβάνει το άθροισμα όλων των ιδιωτικών και κρατικών δαπανών, των επενδύσεων και εξαγωγών, μειωμένα κατά το ύψος των εισαγωγών. Το ΑΕΠ αποτελεί ένα μέτρο υπολογισμού της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας.
- **Infl (Inflation):** Αποτελεί μια συνεχής μεταβλητή η οποία εκφράζει τον πληθωρισμό μιας χώρας εκφρασμένο σε ποσοστιαία κλίμακα. Οι θετικές τιμές

εκφράζουν αύξηση του πληθωρισμού ενώ οι αρνητικές μείωση αυτού, δηλαδή αποπληθωρισμό. Ο πληθωρισμός εκφράζει ένα μέτρο αύξησης του επιπέδου τιμών των αγαθών και των υπηρεσιών με συνέπεια την μείωση της αγοραστικής δύναμης του εγχώριου νομίσματος. Για το λόγο αυτό οι κεντρικές τράπεζες θέλουν να περιορίζουν τον πληθωρισμό και να αποφεύγουν τον αποπληθωρισμό ώστε η οικονομία να διατηρείται σε ένα σταθερό και ευνοϊκό επίπεδο.

- **Unr (Unemployment Rate):** Πρόκειται για μια συνεχής μεταβλητή η οποία λαμβάνει μη αρνητικές τιμές σε ποσοστιαία κλίμακα. Το επίπεδο της ανεργίας εκφράζει το ποσοστό του εργατικού δυναμικού το οποίο δεν απασχολείται σε κάποια θέση αλλά αναζητά ενεργά εργασία. Σύμφωνα με την καμπύλη Phillips, υπάρχει αντίστροφη σχέση μεταξύ του επιπέδου ανεργίας και του πληθωρισμού.
- **Exr (Exchange Rate):** Ο ρυθμός μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι μια συνεχής μεταβλητή η οποία λαμβάνει θετικές και αρνητικές τιμές σε ποσοστιαία κλίμακα. Στην περίπτωση θετικών τιμών έχουμε αύξηση του ρυθμού μεταβολής και επομένως ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος ενώ στην περίπτωση αρνητικών τιμών έχουμε μείωση του ρυθμού μεταβολής και αντίστοιχα υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Το νόμισμα βάσει του οποίου γίνονται οι συγκρίσεις των νομισμάτων των εκάστοτε χωρών του δείγματος μας, είναι το αμερικάνικο δολάριο. Οι ποσοστιαίες μεταβολές της μεταβλητής αυτής έχουν κατασκευαστεί σε υπολογιστικό φύλλο EXCEL ώστε να υπάρχει ένα κοινό μέτρο σύγκρισης μεταξύ των χωρών.
- **Cab (Current Account Balance):** Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών αποτελεί μια συνεχής μεταβλητή εκφρασμένη ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών αποτελεί ένα σημαντικό δείκτη οικονομικής ευημερίας αφού αντιπροσωπεύει το άθροισμα του εμπορικού ισοζυγίου (άθροισμα εξαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών μείον εισαγόμενων), του καθαρού εισοδήματος και της μεταφοράς νομίσματος. Ένα θετικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών υποδεικνύει ότι η χώρα είναι καθαρός δανειστής για τις υπόλοιπες χώρες ενώ ένα αρνητικό ισοζύγιο χαρακτηρίζει την χώρα ως δανειζόμενη. Το θετικό πρόσημο στην μακροοικονομική αυτή μεταβλητή εκφράζει πλεόνασμα, και αυξάνει το

μέγεθος των ξένων χρηματοοικονομικών στοιχείων μιας χώρας κατά το ύψος του πλεονάσματος, ενώ το αρνητικό πρόσημο εκφράζει έλλειμμα και μειώνει αντίστοιχα το μέγεθος των ξένων χρηματοοικονομικών στοιχείων κατά το ύψος του ελλείμματος.

- **Glb (Government Lending/Borrowing):** Είναι μια συνεχής μεταβλητή η οποία εκφράζεται ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Μετράει την έκταση στην οποία η κυβέρνηση μιας χώρας θέτει τους κρατικούς πόρους στην διάθεση άλλων τομέων της οικονομίας ή σε πολίτες ξένων χωρών (θετικό πρόσημο /δανείζει-net lending), ή χρησιμοποιεί η ίδια τους κρατικούς πόρους άλλων χωρών (αρνητικό πρόσημο/δανείζεται-net borrowing). Η μεταβλητή αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ένας δείκτης της οικονομικής δραστηριότητας της κυβέρνησης στον υπόλοιπο κόσμο. Μπορεί επίσης να ερμηνευτεί ως η καθαρή απόκτηση χρηματοοικονομικών στοιχείων μείον τις υποχρεώσεις του κράτους.
- **Ggd (Government Gross Debt):** Αποτελεί μια συνεχής μεταβλητή η οποία εκφράζεται ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος και λαμβάνει μη αρνητικές τιμές. Η μεταβλητή αυτή λειτουργεί ως δείκτης της οικονομικής ευμάρειας και ως παράγοντας κλειδί για την σταθερότητα της κυβέρνησης. Το "Χρέος" ορίζεται συνήθως ως ένα συγκεκριμένο υποσύνολο υποχρεώσεων οι οποίες προσδιορίζονται ανάλογα με τα είδη των χρηματοπιστωτικών μέσων που περιλαμβάνονται. Λαμβάνεται ως το άθροισμα των εξής κατηγοριών υποχρεώσεων: μετρητά και καταθέσεις, χρεόγραφα εκτός από μετοχές, δάνεια, τεχνικά ασφαλιστικά αποθεματικά και άλλους πληρωτέους λογαριασμούς. Αλλαγές στο δημόσιο χρέος σε βάθος χρόνου αντικατοπτρίζει τον αντίκτυπο των δημοσιονομικών ελλειμμάτων.

Παρακάτω παραθέτουμε τους πίνακες οι οποίοι περιλαμβάνουν περιγραφικά χαρακτηριστικά των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στα εμπειρικά μοντέλα.

Ο πίνακας 2. (**Θέση Πίνακα 2**) περιλαμβάνει μια περιγραφή της μεταβλητής CC (Capital Control) υποδεικνύοντας την συχνότητα εμφάνισης ελέγχων κεφαλαίου στο σύνολο όλων των χρηματοοικονομικών στοιχείων καθώς και το ποσοστό παρατήρησης ελέγχων κατά την διάρκεια της περιόδου 1995-2013. Η τελευταία στήλη παρουσιάζει τον αριθμό των ετών που κατά μέσο όρο εφαρμόστηκαν οι έλεγχοι κεφαλαίων στο σύνολό τους. Ο μεγάλος αριθμός των ετών επιβολής ελέγχων

δικαιολογείται, καθώς στο δείγμα μας οι 48 χώρες χαρακτηρίζονται ως (Gate) όπως γίνεται εμφανές και στον Πίνακα 1.

Ο Πίνακας 3. **(Θέση Πίνακα 3)** περιγράφει την συχνότητα εμφάνισης ελέγχων κεφαλαίου στο σύνολο όλων των χρηματοοικονομικών στοιχείων τα οποία εισρέουν στο εσωτερικό των χωρών καθώς και το ποσοστό παρατήρησης των ελέγχων αυτών. Η τελευταία στήλη υποδεικνύει τον αριθμό των ετών που κατά μέσο όρο εφαρμόστηκαν έλεγχοι εισερχόμενων κεφαλαίων.

Ο Πίνακας 4. **(Θέση Πίνακα 4)** περιγράφει την συχνότητα εμφάνισης ελέγχων κεφαλαίου στο σύνολο όλων των χρηματοοικονομικών στοιχείων τα οποία εκρέουν από το εσωτερικό των χωρών καθώς και το ποσοστό παρατήρησης των ελέγχων αυτών, ενώ η τελευταία στήλη ομοίως με πριν υποδεικνύει τον αριθμό των ετών που κατά μέσο όρο εφαρμόστηκαν έλεγχοι εξερχόμενων κεφαλαίων. Όπως γίνεται αντιληπτό οι χώρες οι οποίες επιλέγουν την εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου εμφανίζουν μικρή απόκλιση κατά μέσο όρο στο χρόνο παραμονής αυτών τόσο στις εισροές κεφαλαίων όσο και στις εκροές με μεγαλύτερη διάρκεια όμως στις εισροές.

Μεγάλο ενδιαφέρον στον Πίνακα 5. **(Θέση Πίνακα 5)** παρουσιάζουν τα στοιχεία που αφορούν την Κύρτωση και την Ασυμμετρία των μεταβλητών που χρησιμοποιούμε στην μελέτη μας. Όπως γνωρίζουμε η Κύρτωση αντιπροσωπεύει μία παράμετρο περιγραφής του σχήματος της κορυφής της κατανομής πιθανοτήτων. Όπως παρατηρούμε οι έξι πρώτες μεταβλητές στον πίνακα εμφανίζουν κύρτωση μικρότερη από 3 (Πλατύκυρτες). Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι παρατηρούμε λιγότερες και μικρότερες ακραίες τιμές από αυτές που θα παρατηρούσαμε σε μια κανονική κατανομή. Αντίθετα οι επόμενες μεταβλητές χαρακτηρίζονται με κύρτωση μεγαλύτερη από 3(Λεπτόκυρτες) με ακραίες περιπτώσεις τις μεταβλητές **Infl**, **Exr**. Στις μεταβλητές αυτές επομένως παρατηρούμε περισσότερες και μεγαλύτερες ακραίες τιμές από αυτές της κανονικής κατανομής. Σε ό,τι αφορά την ασυμμετρία παρατηρούμε ότι σε όλες τις μεταβλητές αυτή είναι θετική αποκαλύπτοντας πως οι περισσότερες παρατηρήσεις όπως και η μέση τιμή αλλά και η διάμεσος βρίσκονται δεξιά της κορυφής της κατανομής πιθανοτήτων. Η ύπαρξη μη κανονικότητας στις μεταβλητές μας όπως αποτυπώνεται τόσο από τον Πίνακα 5. περιγραφικών χαρακτηριστικών όσο και οπτικά μέσω των διαγραμμάτων **(Διαγράμματα 2-8)**, δεν αποτελεί ιδιαίτερο πρόβλημα για την ερμηνευτική αποτελεσματικότητα των μοντέλων μας καθώς έχουμε ένα αρκετά ικανοποιητικό δείγμα παρατηρήσεων.

3.3) Εμπειρική Μεθοδολογία

Στις επόμενες ενότητες θα ακολουθήσει η περιγραφή της μεθοδολογίας την οποία πρόκειται να χρησιμοποιήσουμε με σκοπό να ελέγξουμε τα ερωτήματά μας καθώς και η ανάλυση των μοντέλων τα οποία θα αποτελέσουν τα βασικά εργαλεία της έρευνάς μας.

3.3.1) Εμπειρικό Μοντέλο A

Υποκινούμενοι από την εμπειρική μεθοδολογία του Heckman (1979) και από πλήθος άλλων εμπειρικών ερευνών οι οποίες έχουν συνάφεια με τα ερωτήματα τα οποία θέλουμε να ελέγξουμε, καταλήξαμε στην επιλογή του μοντέλου **Heckman two-stage Selection (Heckit)**. Το μοντέλο αυτό μας δίνει την δυνατότητα στο πρώτο στάδιο να παρατηρήσουμε βάσει των χαρακτηριστικών των ανεξάρτητων μεταβλητών τις οποίες μελετάμε, την πιθανότητα μια χώρα να επιβάλλει ελέγχους κεφαλαίων τόσο στο γενικό σύνολο της λίστας των χρηματοοικονομικών στοιχείων που χρησιμοποιούμε στην έρευνά μας όσο και σε εκείνα τα στοιχεία που εισέρχονται ή εξέρχονται από το εσωτερικό των χωρών. Από την άλλη οι εξισώσεις του δεύτερου σταδίου, μας επιτρέπουν να παρατηρήσουμε την έκταση στην οποία επιβάλλονται οι έλεγχοι κεφαλαίων στο σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων, αλλά και σε εκείνων που μόνο εισρέουν ή εκρέουν από μια οικονομία υπό συνθήκη ότι οι χώρες βρίσκονται ήδη υπό καθεστώς ελέγχων. Η τακτική αυτή μοντελοποίησης γίνεται ακόμα πιο σημαντική καθώς τα σφάλματα παλινδρόμησης των εξισώσεων του πρώτου και δεύτερου σταδίου έχουν συσχέτιση. Σε αυτήν την περίπτωση από το μοντέλο Heckit two-stage λαμβάνουμε αμερόληπτες και συνεπείς εκτιμήσεις των παραμέτρων. Σημαντικό επίσης χαρακτηριστικό του μοντέλου αυτού αποτελεί ο υπολογισμός του αντίστροφου λόγου Mill ο οποίος υπολογίζεται στο πρώτο στάδιο μέσω των μοντέλων Probit. Βάσει αυτού του λόγου γίνεται έλεγχος υποθέσεων σχετικά με την ύπαρξη ή μη μεροληπτικής επιλογής (selection bias)

Συγκεκριμένα στο πρώτο στάδιο παρατηρούμε τρία μοντέλα δίτιμης απόκρισης (binary response model) Probit στα οποία οι εξαρτημένες μεταβλητές CC (capital control), CCI (Capital Controls on Inflows) και CCO (Capital Controls on Outflows) παίρνουν την τιμή 1 στην περίπτωση ύπαρξης ελέγχων κεφαλαίου στο γενικό σύνολο χρηματοοικονομικών στοιχείων, σε εκείνα που εισρέουν και αυτά που εκρέουν αντίστοιχα, και 0 σε αντίθετη περίπτωση:

1. $CC_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{if } \widehat{CC}per_{i,t} > 0 \\ 0 & \text{if } \widehat{CC}per_{i,t} = 0 \end{cases}$
2. $CCI_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{if } \widehat{CC}Iper_{i,t} > 0 \\ 0 & \text{if } \widehat{CC}Iper_{i,t} = 0 \end{cases}$
3. $CCO_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{if } \widehat{CC}Oper_{i,t} > 0 \\ 0 & \text{if } \widehat{CC}Oper_{i,t} = 0 \end{cases}$

Έτσι εκτιμούμε τις παρακάτω εξισώσεις:

4. $Pr(CC_{i,t} = 1) = \alpha_1 + \beta_1 gdp_{i,t-1} + \beta_2 cab_{i,t-1} + \beta_3 infl_{i,t-1} + \beta_4 unr_{i,t-1} + \beta_5 glb_{i,t-1} + \beta_6 ggd_{i,t-1} + \beta_7 exr_{i,t-1} + u_{1,t}$
5. $Pr(CCI_{i,t} = 1) = \alpha_2 + \gamma_1 gdp_{i,t-1} + \gamma_2 cab_{i,t-1} + \gamma_3 infl_{i,t-1} + \gamma_4 unr_{i,t-1} + \gamma_5 glb_{i,t-1} + \gamma_6 ggd_{i,t-1} + \gamma_7 exr_{i,t-1} + u_{2,t}$
6. $Pr(CCO_{i,t} = 1) = \alpha_3 + \delta_1 gdp_{i,t-1} + \delta_2 cab_{i,t-1} + \delta_3 infl_{i,t-1} + \delta_4 unr_{i,t-1} + \delta_5 glb_{i,t-1} + \delta_6 ggd_{i,t-1} + \delta_7 exr_{i,t-1} + u_{3,t}$

όπου τα β , γ και δ είναι σταθερές εκτιμώμενες παράμετροι.

Στο δεύτερο στάδιο έχουμε τρία μοντέλα πολλαπλής παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων (OLS), με εξαρτημένες μεταβλητές τις $CCper$ (Capital Control percentage), $CCIper$ (Capital Controls on Inflows percentage) και $CCOper$ (Capital Controls on Outflows percentage) αντίστοιχα να λαμβάνουν τιμές σε ποσοστιαία κλίμακα από 0 έως 100 ανάλογα με την ένταση των ελέγχων κεφαλαίου που εφαρμόζονται, υπό συνθήκη ότι οι εξαρτημένες μεταβλητές CC , CCI και CCO λαμβάνουν την τιμή 1.

Εκτιμούμαι τις εξισώσεις:

7. $\widehat{CC}per_{i,t} = \alpha_4 + \mu_1 gdp_{i,t-1} + \mu_2 cab_{i,t-1} + \mu_3 infl_{i,t-1} + \mu_4 unr_{i,t-1} + \mu_5 glb_{i,t-1} + \mu_6 ggd_{i,t-1} + \mu_7 exr_{i,t-1} + e_{1,t}$
8. $\widehat{CC}Iper_{i,t} = \alpha_5 + \theta_1 gdp_{i,t-1} + \theta_2 cab_{i,t-1} + \theta_3 infl_{i,t-1} + \theta_4 unr_{i,t-1} + \theta_5 glb_{i,t-1} + \theta_6 ggd_{i,t-1} + \theta_7 exr_{i,t-1} + e_{2,t}$
9. $\widehat{CC}Oper_{i,t} = \alpha_6 + \kappa_1 gdp_{i,t-1} + \kappa_2 cab_{i,t-1} + \kappa_3 infl_{i,t-1} + \kappa_4 unr_{i,t-1} + \kappa_5 glb_{i,t-1} + \kappa_6 ggd_{i,t-1} + \kappa_7 exr_{i,t-1} + e_{3,t}$

Όπου τα μ , θ και κ είναι σταθερές εκτιμώμενες παράμετροι.

Υποθέτουμε ότι τα σφάλματα παλινδρόμησης $(u_{j,t}, e_{j,t})$ ακολουθούν διδιάστατη κανονική κατανομή με:

$$\begin{pmatrix} e_{j,t} \\ u_{j,t} \end{pmatrix} \sim N \left[\begin{pmatrix} 0 \\ 0 \end{pmatrix}, \begin{pmatrix} \sigma_{e_j}^2 & \rho \sigma_{e_j} \\ \rho \sigma_j & \sigma_{u_j}^2 \end{pmatrix} \right]$$

όπου (ρ) είναι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των $(u_{j,t}, e_{j,t})$. Η υπό συνθήκη εξισώσεις οι οποίες δίνουν την ένταση των ελέγχων κεφαλαίου μπορούν να γραφούν σε μορφή παλινδρόμησης ως εξής:

$$\begin{aligned}
 10. E(|\widehat{CC}per_{i,t}| | cc_{i,t} = 1) &= \alpha_4 + \mu_1 gdp_{i,t-1} + \mu_2 cab_{i,t-1} + \mu_3 infl_{i,t-1} + \\
 &\mu_4 unr_{i,t-1} + \mu_5 glb_{i,t-1} + \mu_6 ggd_{i,t-1} + \mu_7 exr_{i,t-1} + \\
 &\rho \sigma_{e_1} \left\{ \frac{\varphi[\alpha_1 + \beta_1 gdp_{i,t-1} + \beta_2 cab_{i,t-1} + \beta_3 infl_{i,t-1} + \beta_4 unr_{i,t-1} + \beta_5 glb_{i,t-1} + \beta_6 ggd_{i,t-1} + \beta_7 exr_{i,t-1}]}{\Phi[\alpha_1 + \beta_1 gdp_{i,t-1} + \beta_2 cab_{i,t-1} + \beta_3 infl_{i,t-1} + \beta_4 unr_{i,t-1} + \beta_5 glb_{i,t-1} + \beta_6 ggd_{i,t-1} + \beta_7 exr_{i,t-1}]} \right\} = \\
 &\mu_1 gdp_{i,t-1} + \mu_2 cab_{i,t-1} + \mu_3 infl_{i,t-1} + \mu_4 unr_{i,t-1} + \mu_5 glb_{i,t-1} + \mu_6 ggd_{i,t-1} + \mu_7 exr_{i,t-1} + \mu \lambda \lambda_i + v_i
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 11. E(|\widehat{CCI}per_{i,t}| | CCI_{i,t} = 1) &= \alpha_5 + \theta_1 gdp_{i,t-1} + \theta_2 cab_{i,t-1} + \theta_3 infl_{i,t-1} + \\
 &\theta_4 unr_{i,t-1} + \theta_5 glb_{i,t-1} + \theta_6 ggd_{i,t-1} + \theta_7 exr_{i,t-1} + \\
 &\rho \sigma_{e_2} \left\{ \frac{\varphi[\alpha_2 + \gamma_1 gdp_{i,t-1} + \gamma_2 cab_{i,t-1} + \gamma_3 infl_{i,t-1} + \gamma_4 unr_{i,t-1} + \gamma_5 glb_{i,t-1} + \gamma_6 ggd_{i,t-1} + \gamma_7 exr_{i,t-1}]}{\Phi[\alpha_2 + \gamma_1 gdp_{i,t-1} + \gamma_2 cab_{i,t-1} + \gamma_3 infl_{i,t-1} + \gamma_4 unr_{i,t-1} + \gamma_5 glb_{i,t-1} + \gamma_6 ggd_{i,t-1} + \gamma_7 exr_{i,t-1}]} \right\} = \\
 &\theta_1 gdp_{i,t-1} + \theta_2 cab_{i,t-1} + \theta_3 infl_{i,t-1} + \theta_4 unr_{i,t-1} + \theta_5 glb_{i,t-1} + \\
 &\theta_6 ggd_{i,t-1} + \theta_7 exr_{i,t-1} + \theta \lambda_2 \lambda_{2,i,t} + v_{2,i,t}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 12. E(|\widehat{CCO}per_{i,t}| | CCO_{i,t} = 1) &= \alpha_6 + \kappa_1 gdp_{i,t-1} + \kappa_2 cab_{i,t-1} + \\
 &\kappa_3 infl_{i,t-1} + \kappa_4 unr_{i,t-1} + \kappa_5 glb_{i,t-1} + \kappa_6 ggd_{i,t-1} + \kappa_7 exr_{i,t-1} + \\
 &\rho \sigma_{e_3} \left\{ \frac{\varphi[\alpha_3 + \delta_1 gdp_{i,t-1} + \delta_2 cab_{i,t-1} + \delta_3 infl_{i,t-1} + \delta_4 unr_{i,t-1} + \delta_5 glb_{i,t-1} + \delta_6 ggd_{i,t-1} + \delta_7 exr_{i,t-1}]}{\Phi[\alpha_3 + \delta_1 gdp_{i,t-1} + \delta_2 cab_{i,t-1} + \delta_3 infl_{i,t-1} + \delta_4 unr_{i,t-1} + \delta_5 glb_{i,t-1} + \delta_6 ggd_{i,t-1} + \delta_7 exr_{i,t-1}]} \right\} = \\
 &\kappa_1 gdp_{i,t-1} + \kappa_2 cab_{i,t-1} + \kappa_3 infl_{i,t-1} + \kappa_4 unr_{i,t-1} + \kappa_5 glb_{i,t-1} + \\
 &\kappa_6 ggd_{i,t-1} + \kappa_7 exr_{i,t-1} + \kappa \lambda_3 \lambda_{3,i,t} + v_{3,i,t}
 \end{aligned}$$

Όπου ο διαταρακτικός όρος $v_{j,t}$ έχει υπό συνθήκη διακύμανση και μέσο οι οποίοι δίνονται από:

$$13. E(v_{1,i,t} | cc_{i,t} = 1) = 0,$$

$$\text{Var}(v_{1i,t} | cci_{i,t} = 1) = \sigma_{e_1}^2 (1 - \rho\pi_{1i,t})$$

$$14. E(v_{2i,t} | cci_{i,t} = 1) = 0,$$

$$\text{Var}(v_{2i,t} | cci_{i,t} = 1) = \sigma_{e_2}^2 (1 - \rho\pi_{2i,t})$$

$$15. E(v_{3i,t} | cco_{i,t} = 1) = 0,$$

$$\text{Var}(v_{3i,t} | cco_{i,t} = 1) = \sigma_{e_3}^2 (1 - \rho\pi_{3i,t})$$

με

- $\pi_{1i} = \lambda_{1i}[\lambda_{1i} + \alpha_1 + \beta_1 \text{gdpg}_{i,t-1} + \beta_2 \text{cab}_{i,t-1} + \beta_3 \text{infl}_{i,t-1} + \beta_4 \text{unr}_{i,t-1} + \beta_5 \text{glbi}_{i,t-1} + \beta_6 \text{ggdi}_{i,t-1} + \beta_7 \text{exri}_{i,t-1}]$
- $\pi_{2i} = \lambda_{2i}[\lambda_{2i} + \alpha_2 + \gamma_1 \text{gdpg}_{i,t-1} + \gamma_2 \text{cab}_{i,t-1} + \gamma_3 \text{infl}_{i,t-1} + \gamma_4 \text{unr}_{i,t-1} + \gamma_5 \text{glbi}_{i,t-1} + \gamma_6 \text{ggdi}_{i,t-1} + \gamma_7 \text{exri}_{i,t-1}]$
- $\pi_{3i} = \lambda_{3i}[\lambda_{3i} + \alpha_3 + \delta_1 \text{gdpg}_{i,t-1} + \delta_2 \text{cab}_{i,t-1} + \delta_3 \text{infl}_{i,t-1} + \delta_4 \text{unr}_{i,t-1} + \delta_5 \text{glbi}_{i,t-1} + \delta_6 \text{ggdi}_{i,t-1} + \delta_7 \text{exri}_{i,t-1}]$

Επίσης αναφέρουμε ότι οι $\varphi[\cdot]$ και $\Phi[\cdot]$ αντιπροσωπεύουν την κανονική συνάρτηση πυκνότητας πιθανότητας και την αθροιστική συνάρτηση κατανομής αντίστοιχα, ενώ το $\lambda_{j_{i,t}}$ είναι ο αντίστροφος λόγος του Mill (inverse Mill's ratio) ο οποίος υποδηλώνει τον κίνδυνο μη επιλογής (selection hazard). Με βάση την εκτίμηση του λόγου αυτού προχωράμε στον έλεγχο και στην απόρριψη η μη της μηδενικής υπόθεσης ότι ο συντελεστής συσχέτισης (ρ) είναι μηδέν ώστε να διαπιστώσουμε αν έχουμε μεροληπτική επιλογή (selection bias).

Αφού έχουμε εκτιμήσει τα συστήματα εξισώσεων προχωράμε επίσημα με τον έλεγχο υποθέσεων. Πρώτα ελέγχουμε την υπόθεση σχετικά με την πιθανότητα που έχει μία χώρα να επιβάλλει ή όχι ελέγχους κεφαλαίων για κάθε ένα από τα τρία μοντέλα Probit ξεχωριστά, ενώ στην συνέχεια ελέγχουμε ποιες από τις υπό εξέταση μακροοικονομικές μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές ώστε να καθορίσουν την έκταση των ελέγχων κεφαλαίου τόσο στο γενικό σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων όσο και σε εκείνων που εισέρχονται η εξέρχονται ξεχωριστά.

Για τα Probit μοντέλα του πρώτου σταδίου εκτελούμε τους παρακάτω ελέγχους:

- $H_0: \beta_1 = \beta_2 \dots = \beta_7 = 0$

$$H_1: \beta_1 \neq 0, \beta_2 \neq 0 \dots \beta_7 \neq 0$$

- $H_0: \gamma_1 = \gamma_2 \dots = \gamma_7 = 0$

$$H_1: \gamma_1 \neq 0, \gamma_2 \neq 0 \dots \gamma_7 \neq 0$$

- $H_0: \delta_1 = \delta_2 \dots = \delta_7 = 0$

$$H_1: \delta_1 \neq 0, \delta_2 \neq 0 \dots \delta_7 \neq 0$$

Για τα μοντέλα πολλαπλής παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων (OLS) του δεύτερου σταδίου εκτελούμε τους παρακάτω ελέγχους:

- $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots \mu_7 = 0$

$$H_1: \mu_1 \neq 0, \mu_2 \neq 0 \dots \mu_7 \neq 0$$

- $H_0: \theta_1 = \theta_2 = \dots \theta_7 = 0$

$$H_1: \theta_1 \neq 0, \theta_2 \neq 0 \dots \theta_7 \neq 0$$

- $H_0: \kappa_1 = \kappa_2 = \dots \kappa_7 = 0$

$$H_1: \kappa_1 \neq 0, \kappa_2 \neq 0 \dots \kappa_7 \neq 0$$

3.3.2) Εμπειρικό Μοντέλο Β

Το δεύτερο εμπειρικό μοντέλο έχει ως στόχο να μας παρουσιάσει την αποτελεσματικότητα της εφαρμογής των ελέγχων κεφαλαίου ως προς την μελέτη συγκεκριμένων μακροοικονομικών μεταβλητών. Συγκεκριμένα θα εξετάσουμε πώς η χρήση των ελέγχων κεφαλαίου από τις υπό εξέταση χώρες επηρεάζει την κατεύθυνση αλλά και το μέγεθος του ρυθμού μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Gdpg), του Πληθωρισμού (Infl), της Ανεργίας (Unr) και της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exr). Φυσικά η μελέτη αυτή θα γίνει όπως και πριν για την εφαρμογή ελέγχων κεφαλαίου στο σύνολο των στοιχείων αλλά και ξεχωριστά σε εκείνα τα στοιχεία που εισρέουν ή εκρέουν από την κάθε χώρα. Στα μοντέλα μας χρησιμοποιούμε δίτιμες μεταβλητές (CC, CCI, CCO) οι οποίες λαμβάνουν την τιμή 1 στην ύπαρξη ελέγχων και την τιμή 0 σε αντίθετη περίπτωση.

Πρόκειται για μοντέλα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (GLS) τυχαίων επιδράσεων (Random effects) τα οποία έχουν την μορφή:

$$16. \mathbf{y}_{1i,t} = \alpha_r + \eta_j F(X_{1i,t-1}) + d_{\alpha_k} CC_{i,t-1} + \varepsilon_{\alpha_{ki,t}}$$

$$17. \mathbf{y}_{2i,t} = \alpha_m + \zeta_j F(X_{2i,t-1}) + d_{\beta_k} CCI_{i,t-1} + \varepsilon_{\beta_{ki,t}}$$

$$18. \mathbf{y}_{3i,t} = \alpha_n + \tau_j F(X_{3i,t-1}) + d_{\gamma_k} CCO_{i,t-1} + \varepsilon_{\gamma_{ki,t}}$$

Την θέση της εξαρτημένης μεταβλητής θα λαμβάνει κάθε φορά μία από τις μακροοικονομικές μεταβλητές τις οποίες αναφέραμε παραπάνω ώστε να προκύψουν τα παρακάτω μοντέλα:

- Για το γενικό μοντέλο εφαρμογής ελέγχων στο σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων (CC):

$$19. \mathbf{gdp}_{i,t} = \alpha_7 + \eta_1 \mathbf{infl}_{i,t-1} + \eta_2 \mathbf{unr}_{i,t-1} + \eta_3 \mathbf{exr}_{i,t-1} + d_{\alpha_1} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\alpha_{1i,t}}$$

$$20. \mathbf{infl}_{i,t} = \alpha_8 + \eta_4 \mathbf{gdp}_{i,t-1} + \eta_5 \mathbf{unr}_{i,t-1} + \eta_6 \mathbf{exr}_{i,t-1} + d_{\alpha_2} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\alpha_{2i,t}}$$

$$21. \mathbf{unr}_{i,t} = \alpha_9 + \eta_7 \mathbf{infl}_{i,t-1} + \eta_8 \mathbf{gdp}_{i,t-1} + \eta_9 \mathbf{exr}_{i,t-1} + d_{\alpha_3} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\alpha_{3i,t}}$$

$$22. \mathbf{exr}_{i,t} = \alpha_{10} + \eta_{10} \mathbf{infl}_{i,t-1} + \eta_{11} \mathbf{unr}_{i,t-1} + \eta_{12} \mathbf{gdp}_{i,t-1} + d_{\alpha_4} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\alpha_{4i,t}}$$

- Για το μοντέλο εφαρμογής ελέγχων σε χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία εισρέουν σε μία χώρα (CCI):

$$23. \mathbf{gdp}_{i,t} = \alpha_{11} + \zeta_1 \mathbf{infl}_{i,t-1} + \zeta_2 \mathbf{unr}_{i,t-1} + \zeta_3 \mathbf{exr}_{i,t-1} + d_{\beta_1} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\beta_{1i,t}}$$

$$24. \mathbf{infl}_{i,t} = \alpha_{12} + \zeta_4 \mathbf{gdp}_{i,t-1} + \zeta_5 \mathbf{unr}_{i,t-1} + \zeta_6 \mathbf{exr}_{i,t-1} + d_{\beta_2} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\beta_{2i,t}}$$

$$25. \mathbf{unr}_{i,t} = \alpha_{13} + \zeta_7 \mathbf{infl}_{i,t-1} + \zeta_8 \mathbf{gdp}_{i,t-1} + \zeta_9 \mathbf{exr}_{i,t-1} + d_{\beta_3} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\beta_{3i,t}}$$

$$26. \mathbf{exr}_{i,t} = \alpha_{14} + \zeta_{10} \mathbf{infl}_{i,t-1} + \zeta_{11} \mathbf{unr}_{i,t-1} + \zeta_{12} \mathbf{gdp}_{i,t-1} + d_{\beta_4} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\beta_{4i,t}}$$

- Για το μοντέλο εφαρμογής ελέγχων σε χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία εκρέουν από μία χώρα (CCD):

$$27. \mathbf{gdp}_{i,t} = \alpha_{15} + \tau_1 \mathbf{infl}_{i,t-1} + \tau_2 \mathbf{unr}_{i,t-1} + \tau_3 \mathbf{exr}_{i,t-1} + d_{\gamma_1} \mathbf{dcc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\gamma_{1i,t}}$$

$$28. \mathbf{infl}_{i,t} = \alpha_{16} + \tau_4 \mathbf{gdp}_{i,t-1} + \tau_5 \mathbf{unr}_{i,t-1} + \tau_6 \mathbf{exr}_{i,t-1} + d_{\gamma_2} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\gamma_{2i,t}}$$

$$29. \mathbf{unr}_{i,t} = \alpha_{17} + \tau_7 \mathbf{infl}_{i,t-1} + \tau_8 \mathbf{gdp}_{i,t-1} + \tau_9 \mathbf{exr}_{i,t-1} + d_{\gamma_3} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\gamma_{3i,t}}$$

$$30. \mathbf{exr}_{i,t} = \alpha_{18} + \tau_{10} \mathbf{infl}_{i,t-1} + \tau_{11} \mathbf{unr}_{i,t-1} + \tau_{12} \mathbf{gdp}_{i,t-1} + d_{\gamma_4} \mathbf{cc}_{i,t-1} + \varepsilon_{\gamma_{4i,t}}$$

Για τα παραπάνω μοντέλα πολλαπλής παλινδρόμησης γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (GLS) εκτελούμε τους παρακάτω ελέγχους:

- $H_0: \eta_j = d_{\alpha_k} = 0$
 $H_1: \eta_j \neq 0, d_{\alpha_k} \neq 0$
- $H_0: \zeta_j = d_{\beta_k} = 0$
 $H_1: \zeta_j \neq 0, d_{\beta_k} \neq 0$
- $H_0: \tau_j = d_{\gamma_k} = 0$
 $H_1: \tau_j \neq 0, d_{\gamma_k} \neq 0$

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι η χρήση των Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων (GLS) μας δίνει την δυνατότητα να ξεπεράσουμε την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας η οποία οδηγεί σε υποεκτίμηση των τυπικών σφαλμάτων και σε μεροληπτικούς στατιστικούς ελέγχους. Η τεχνική αυτή οδηγεί πάντα στους καλύτερους γραμμικούς και αμερόληπτους εκτιμητές (BLUE) όταν έχουμε παρουσία ετεροσκεδαστικότητας και σειριακής συσχέτισης. Επίσης χρησιμοποιούμε μοντέλο τυχαίων επιδράσεων καθώς υποθέτουμε πως οι μη παρατηρούμενοι παράγοντες δεν σχετίζονται με καμία από τις μεταβλητές μας.

Εξίσου απαραίτητος για την ανάλυση μας και την σωστή χρήση των μοντέλων μας είναι ο έλεγχος ύπαρξης πολυσυγγραμμικότητας ο οποίος προκύπτει όταν οι ανεξάρτητες μεταβλητές έχουν υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους. Αυτό το στατιστικό πρόβλημα μπορεί να εντοπιστεί από την τιμή των συντελεστών συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών. Η πολυσυγγραμμικότητα μπορεί να αγνοηθεί όταν το μοντέλο μας είναι επαρκές.

Στον πίνακα 6. **(Θέση Πίνακα 6)** γίνεται εμφανές ότι οι μεταβλητές μας δεν έχουν μεγάλη συσχέτιση μεταξύ τους, με εξαίρεση βέβαια τον συντελεστή συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών Glb_{t-1} και Cab_{t-1} ο οποίος είναι 0.5745. Από την ερμηνεία των μεταβλητών είδαμε ότι αυτές οι δύο μεταβλητές έχουν αρκετά κοινά στοιχεία, επομένως ο συντελεστής συσχέτισης είναι απολύτως φυσιολογικός. Αυτό βέβαια δεν αποτελεί σοβαρή ένδειξη σχετικά με την αποτελεσματικότητα των μοντέλων και την δύναμη επεξήγησης των εξαρτημένων μεταβλητών όπως θα φανεί παρακάτω και από τον έλεγχο της από κοινού στατιστικής σημαντικότητας.

4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στην ενότητα αυτή περιγράφονται τα ευρήματα των μοντέλων παλινδρόμησης. Αρχικά θα αναλύσουμε τα αποτελέσματα των τριών μοντέλων Probit τα οποία έχουν προκύψει από το πρώτο στάδιο της μεθόδου **Heckman two-stage selection (Heckit)**, ενώ στην συνέχεια αναλύουμε τα μοντέλα **πολλαπλής παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων (OLS)** του δεύτερου σταδίου.(Heckit). Τέλος θα περιγράψουμε τα εμπειρικά ευρήματα των μοντέλων **πολλαπλής παλινδρόμησης γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (GLS)**

4.1) Ανάλυση Εμπειρικού Μοντέλου A

4.1.1) Ανάλυση Μοντέλων Παλινδρόμησης Probit (Selection model Stage A)

Στον Πίνακα 7. παρατίθενται τα αποτελέσματα των τριών μοντέλων Probit, τα οποία αφορούν τις εξαρτημένες μεταβλητές CC, CCI και CCO και στόχο έχουν να μας δείξουν πως επηρεάζεται η πιθανότητα εφαρμογής ελέγχων κεφαλαίου από τους μακροοικονομικούς παράγοντες που περιλαμβάνονται στην μελέτη μας. Στον Πίνακα για λόγους συγκρισιμότητας παραθέτουμε και τις τρεις περιπτώσεις εφαρμογής ελέγχων κεφαλαίου, δηλαδή τους ελέγχους που αφορούν το γενικό σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων, εκείνους που αφορούν τα στοιχεία που εισρέουν σε μια οικονομία και εκείνους που αφορούν τα στοιχεία που εκρέουν.

Παρατηρούμε ότι η πιθανότητα να θέσουν τα κράτη ελέγχους κεφαλαίων στο σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων (CC) σχετίζεται θετικά με τον ρυθμό μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Gdpg) σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Συγκεκριμένα μία αύξηση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ κατά 1% αυξάνει την πιθανότητα εφαρμογής ελέγχων κεφαλαίου κατά 0,065%. Εξίσου θετικά σχετίζεται η πιθανότητα εφαρμογής ελέγχων με το επίπεδο της Ανεργίας (Unr) και τον Πληθωρισμό (Infl) σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ενώ με τον ρυθμό μεταβολής της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exr) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αρά συμπεραίνουμε ότι μια χώρα η οποία έχει υψηλά επίπεδα Ανεργίας και Πληθωρισμού αλλά και θετικούς ρυθμούς μεταβολής της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας είναι πιο πιθανό να θέσει ελέγχους κεφαλαίων. Μπορούμε επίσης να αντιληφθούμε πώς μία μείωση του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (Cab) αυξάνει την πιθανότητα εφαρμογής ελέγχων σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Η δεύτερη εξαρτημένη μεταβλητή την οποία μελετάμε είναι η πιθανότητα εφαρμογής ελέγχων κεφαλαίου στα χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία εισρέουν στην χώρα (CCI). Παρατηρούμε ότι ο ρυθμός μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Gdpg), ο Πληθωρισμός (Infl) και το επίπεδο της Ανεργίας (Unr) σχετίζονται θετικά με την πιθανότητα επιβολής ελέγχων στις εισροές κεφαλαίων σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Πιο συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι μια αύξηση του ΑΕΠ, του Πληθωρισμού και του επιπέδου της Ανεργίας κατά 1% αυξάνει την πιθανότητα εφαρμογής ελέγχων κατά 0.0756%, 0.0462% και 0.0239% αντίστοιχα. Η αύξηση της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exr) και το πλεόνασμα Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (Cab) οδηγούν σε αυξημένες πιθανότητες επιβολής ελέγχων σε εισροές κεφαλαίων σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Το πλεόνασμα στο ισοζύγιο μιας χώρας μεταφράζεται ως αύξηση των απαιτήσεων του υπόλοιπου κόσμου ως προς την χώρα αυτή, μέσω της εισροής χρηματοοικονομικών στοιχείων ακόμα και σε ρυθμούς μη διαχειρίσιμους, οι οποίοι μπορούν να οδηγήσουν σε αστάθεια της οικονομίας. Βέβαια σε αυτήν την περίπτωση η επιβολή ελέγχων στις εισροές μπορεί να οδηγήσει την χώρα σε μεγαλύτερες απαιτήσεις για εξωτερικό δανεισμό. Η θετική σχέση της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας με την επιβολή ελέγχων εξηγείται από το γεγονός, πως η εισροή κεφαλαίων δημιουργεί ανατιμήσεις στα εγχώρια προϊόντα είτε η χώρα έχει ελαστικό σύστημα ισοτιμιών, είτε σταθερό με αποτέλεσμα τα αγαθά και οι υπηρεσίες να γίνονται λιγότερο ανταγωνιστικές στις διεθνείς αγορές και κατ'επέκταση να προκαλούνται οικονομικές στρεβλώσεις.

Η εξαρτημένη μεταβλητή (CCO), η οποία υποδηλώνει την ύπαρξη ελέγχων κεφαλαίου στο σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων που εκρέουν σχετίζεται επίσης θετικά με το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ (Gdpg), τον Πληθωρισμό (Infl) και το επίπεδο της Ανεργίας (Unr) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Έτσι σε χώρες στις οποίες το ΑΕΠ, το επίπεδο Ανεργίας και ο Πληθωρισμός αυξάνονται κατά μία ποσοστιαία μονάδα είναι πιο πιθανό να παρατηρήσουμε ελέγχους σε εκροές κεφαλαίων κατά 0.0540 0.0334 και 0.0291 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα. Η εφαρμογή ελέγχων σχετίζεται αρνητικά με τον ρυθμό μεταβολής της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exr) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Δηλαδή η υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος αυξάνει την πιθανότητα εφαρμογής ελέγχων στις εκροές κεφαλαίων. Στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 10% είναι το έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών (Cab) όπως και το Δημόσιο Χρέος (Ggd). Συγκεκριμένα η αύξηση του ελλείμματος στο Ισοζύγιο κατά μια

ποσοστιαία μονάδα αυξάνει την πιθανότητα επιβολής ελέγχων κατά 0.0060 ποσοστιαίες μονάδες. Αυτό μπορεί να ερμηνευτεί από το γεγονός πως μία χώρα με έλλειμμα στο Ισοζύγιο της συγκεντρώνει καθαρές απαιτήσεις έναντι του υπόλοιπου κόσμου μέσω της αγοράς περισσότερων χρηματοοικονομικών στοιχείων, το οποίο ερμηνεύεται ως εκροή κεφαλαίων. Επίσης η αύξηση του Δημόσιου Χρέους κατά 1% αυξάνει την πιθανότητα εφαρμογής ελέγχων κατά 0.0020%. Σύμφωνα με τους Grilli και Ferretti (1995), η ύπαρξη ελέγχων κεφαλαίου στις εκροές επιτρέπει στις κυβερνήσεις με χρέος να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησής του μέσω της μείωσης των πραγματικών επιτοκίων. Έτσι ίσως εξηγείται η θετική σχέση μεταξύ ελέγχων και Δημοσίου Χρέους.

Από τα παραπάνω αποτελέσματα εκείνο που προξενεί ιδιαίτερη εντύπωση είναι η θετική συσχέτιση των ελέγχων με το ρυθμό μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Σύμφωνα με την βιβλιογραφία τα περισσότερο ανεπτυγμένα κράτη τείνουν να έχουν γενικότερα λιγότερους ελέγχους λόγω της χαμηλής τους αποτελεσματικότητας σε αυτού του είδους τις οικονομίες. Ωστόσο σύμφωνα με τους Johnston και Tamirisa (1998) αρκετά ανεπτυγμένα κράτη θέτουν ελέγχους κυρίως σε άμεσες ξένες επενδύσεις κυρίως λόγω κοινωνικών και στρατηγικών προβληματισμών αλλά και ως ένα μέσο προστασίας της οικονομίας τους. Το αποτέλεσμα αυτό έρχεται πιο κοντά στο αποτέλεσμα της δικής μας έρευνας καθώς στο δείγμα μας οι χώρες με υψηλό εισόδημα είναι περισσότερες από εκείνες με χαμηλό. Στο ίδιο συμπέρασμα έχουν καταλήξει και οι Martin, Rey (2000), Lane, Ferreti (2003) και Baba, Kokenyne (2011) σύμφωνα με τους οποίους τα πιο ανεπτυγμένα κράτη είναι πιο κατάλληλοι προορισμοί κεφαλαίων, επομένως είναι λογικό να θέτουν ελέγχους κεφαλαίου κυρίως με την μορφή ελάχιστου χρόνου παραμονής αυτών στο εσωτερικό της χώρας ως μια προσπάθεια μεταβολής της σύνθεσης τους. Σε ό,τι αφορά την Συναλλαγματική Ισοτιμία και το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, αυτά δείχνουν να επηρεάζουν τις αποφάσεις επιβολής ελέγχων σε εισροές και εκροές κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα μας συνάδουν με τα αποτελέσματα σχεδόν όλων των προηγούμενων ερευνών. Φυσικά εμείς προχωρήσαμε την μελέτη και δείξαμε ότι σημαντικό ρόλο παίζουν επίσης και το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, το επίπεδο της Ανεργίας και ο Πληθωρισμός σε κάθε περίπτωση, ενώ το Δημόσιο Χρέος εμφανίζεται στατιστικά σημαντικό μόνο στην περίπτωση της επιβολής ελέγχων στις εκροές κεφαλαίων.

4.1.2) Ανάλυση Μοντέλων Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης (OLS)

(Selection model Stage B)

Στον Πίνακα 8. περιγράφεται η σχέση μεταξύ των τριών εξαρτημένων μεταβλητών $CCper$, $CCIper$ και $CCOper$ με τις ανεξάρτητες μακροοικονομικές μεταβλητές της μελέτης μας ως αποτέλεσμα των τριών μοντέλων πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Στόχος είναι να διαπιστώσουμε πως επηρεάζουν οι ανεξάρτητες μεταβλητές την έκταση εφαρμογής ελέγχων κεφαλαίου στο σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων ($CCper$), στα κεφάλαια τα οποία εισρέουν ($CCIper$) και σε εκείνα που εκρέουν ($CCOper$) αντίστοιχα.

Παρατηρούμε ότι χώρες οι οποίες σημειώνουν αύξηση στο ρυθμό μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος ($Gdpg$) τείνουν να αυξήσουν και την ένταση των ελέγχων στο σύνολο των κεφαλαίων εφόσον η μεταβλητή ($Gdpg$) συνδέεται θετικά με την ανεξάρτητη μεταβλητή ($CCper$) σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Αρνητικά σχετίζεται ο Πληθωρισμός ($Infl$) με την ένταση εφαρμογής ελέγχων κεφαλαίου σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Συγκεκριμένα μια αύξηση του Πληθωρισμού κατά 1% μειώνει την ένταση των ελέγχων κατά 0.0064%. Επίσης αρνητική σχέση βλέπουμε και με τις μεταβλητές που αφορούν το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (Cab) αλλά και με το ποσοστό με το οποίο Δανείζει η Δανείζεται η χώρα (Glb) σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Μια χώρα λοιπόν με έλλειμμα στο Ισοζύγιο της θα αυξήσει την ένταση των ελέγχων στα κεφάλαια, όπως επίσης και μια χώρα η οποία Δανείζεται χρηματοοικονομικούς πόρους. Θετικά σχετίζεται η εξαρτημένη μεταβλητή με το Δημόσιο Χρέος (Ggd) σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Έτσι μια χώρα η οποία αυξάνει το Δημόσιο Χρέος της κατά μία ποσοστιαία μονάδα, αυξάνει και την ένταση εφαρμογής ελέγχων στο σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων κατά 0.0008%.

Στην συνέχεια μελετάμε την δεύτερη εξαρτημένη μεταβλητή ($CCIper$) η οποία υποδηλώνει την ένταση ελέγχων κεφαλαίου που θέτει μια χώρα στα χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία εισρέουν στο εσωτερικό της. Όπως παρατηρούμε χώρες στις οποίες σημειώνεται αύξηση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ ($Gdpg$) έχουμε αύξηση στην ένταση των ελέγχων σε εισερχόμενα κεφάλαια όπως επίσης και σε χώρες στις οποίες μειώνεται ο Πληθωρισμός ($Infl$). Γίνεται επίσης εμφανές πως χώρες οι οποίες Δανείζονται (Glb) ή σημειώνουν πλεόνασμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (Cab) αυξάνουν την ένταση των ελέγχων

κεφαλαίου. Το αποτέλεσμα αυτό σχετίζεται με την ερμηνεία την οποία δίνουν στο άρθρο τους οι Johnston και Tamirisa (1998) σύμφωνα με την οποία στις χώρες στις οποίες υπάρχει πλεόνασμα Ισοζυγίου είναι περισσότερο επιτακτική η χρήση ελέγχων στις άμεσες ξένες επενδύσεις. Αυτό όμως οδηγεί σε αύξηση του εξωτερικού δανεισμού με αποτέλεσμα να έχουμε ακόμα μεγαλύτερη έκταση στους ελέγχους ώστε να αντιμετωπιστεί το αρνητικό αυτό φαινόμενο. Θετικά σχετίζεται η εξαρτημένη μεταβλητή μας με την μακροοικονομική μεταβλητή που εκφράζει το Δημόσιο Χρέος (Ggd) σε επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Η μεταβλητή (CCOper) που εμφανίζει το μέγεθος της έντασης επιβολής ελέγχων σε κεφάλαια τα οποία εκρέουν από μια οικονομία εμφανίζει θετική συσχέτιση με το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Gdpg), το Δημόσιο Χρέος (Ggd) και το επίπεδο της Ανεργίας σε επίπεδα σημαντικότητας 10%, 10% και 5% αντίστοιχα. Απεναντίας αρνητική είναι η σχέση της με τον Πληθωρισμό (Infl) και το μέγεθος με το οποίο Δανείζει η Δανείζεται μια χώρα. Πιο συγκεκριμένα μια αύξηση στον Πληθωρισμό κατά μια ποσοστιαία μονάδα μειώνει την ένταση των ελέγχων κεφαλαίου κατά 0.0047%, ενώ μια μείωση στο ποσοστό με το οποίο Δανείζει χρηματοοικονομικούς πόρους μια χώρα αυξάνει την ένταση των ελέγχων κεφαλαίου.

Όπως παρατηρούμε από τα αποτελέσματά μας ο ρυθμός μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος σχετίζεται θετικά και με την έκταση επιβολής των ελέγχων. Όπως αναφέραμε και πριν, το δείγμα αποτελείται στο μεγαλύτερο ποσοστό του από χώρες υψηλού εισοδήματος. Οι ανεπτυγμένες χώρες σύμφωνα με τους Johnston και Tamirisa (1998) τείνουν να διατηρούν πιο εκτεταμένους ελέγχους στις εισροές μέσω χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς, και στις εκροές μέσω πιστωτικών λειτουργιών. Εξίσου εντύπωση προκαλεί το γεγονός πως υπάρχουν κάποιες διαφορές σε σχέση με τον τρόπο που επηρεάζουν οι μεταβλητές μας την απόφαση επιβολής ελέγχων και την ένταση με την οποία οι τελευταίοι εφαρμόζονται. Έτσι βλέπουμε τώρα πως ο Πληθωρισμός λειτουργεί αντίστροφα αφού η αύξησή του μειώνει την ένταση επιβολής των ελέγχων. Επίσης παρατηρούμε ότι το Δημόσιο Χρέος επηρεάζει την ένταση των ελέγχων σε εισροές αλλά και εκροές, ενώ πλέον σημαντική είναι η παρουσία της μεταβλητής που δηλώνει το ύψος με το οποίο δανείζει ή δανείζεται η χώρα. Η Συναλλαγματική Ισοτιμία είναι στατιστικά ασήμαντη. Το αποτέλεσμα αυτό έρχεται σε αντίθεση με αυτό των Edwards και Rigobon (2009) οι οποίοι στην έρευνά τους εστιάζοντας στην περίπτωση της Χιλής και πιο συγκεκριμένα στην ένταση των

ελέγχων ως προς τις εισροές κεφαλαίων, διαπίστωσαν πως η ανατίμηση του νομίσματος οδηγεί σε ακόμα μεγαλύτερη ένταση ελέγχων στις εισροές.

4.2) Ανάλυση Εμπειρικού Μοντέλου Β

4.2.1) Μοντέλα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης Γενικευμένων

Ελαχίστων Τετραγώνων (GLS)

Στους Πίνακες 9., 10., και 11. παρατίθενται τα αποτελέσματα από τα μοντέλα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (GLS) που στόχο έχουν να μας δείξουν την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου σε ό,τι αφορά το ρυθμό μεταβολής του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Gdpg), του Πληθωρισμού, (Infl), του επιπέδου Ανεργίας (Unr) και του ρυθμού μεταβολής της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (Exr).

Στον Πίνακα 9. γίνεται εμφανές πώς επηρεάζονται οι τέσσερις εξαρτημένες μεταβλητές από την ύπαρξη ελέγχων κεφαλαίου στο σύνολο των χρηματοοικονομικών στοιχείων (CC). Παρατηρούμε ότι υπάρχει μια θετική σχέση του Πληθωρισμού και του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ με την επιβολή ελέγχων κεφαλαίου σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και 5% αντίστοιχα. Αρά οι χώρες οι οποίες επιβάλλουν ελέγχους αντιμετωπίζουν αύξηση του πληθωρισμού κατά ένα σημαντικό ποσοστό, 3.132%. και αύξηση του ΑΕΠ κατά 0.6161%. Θετική είναι η επιβολή ελέγχων κεφαλαίου ως προς την αντιμετώπιση της Ανεργίας αφού επιτυγχάνεται μείωση αυτής σε ποσοστό 0.4574.

Στον Πίνακα 10. παρουσιάζεται η σχέση των ελέγχων σε εισροές κεφαλαίων (CCI) με τις τέσσερις εξαρτημένες μεταβλητές. Παρατηρείται και εδώ θετική συσχέτιση με το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ και τον Πληθωρισμό σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και 1% αντίστοιχα ενώ εμφανίζεται αρνητική σχέση με το επίπεδο της Ανεργίας, γεγονός το οποίο σημαίνει πως η εφαρμογή ελέγχων στις εισροές κεφαλαίων επιτυγχάνει μείωση της Ανεργίας. Η θετική σχέση των ελέγχων στις εισροές με τον Πληθωρισμό έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα του Neely (1999), ο οποίος αναφέρει πως οι έλεγχοι μειώνουν την ζήτηση των ξένων επενδυτών για εγχώρια προϊόντα χωρίς επεκτατική νομισματική πολιτική ή υποτίμηση επιτρέποντας έτσι χαμηλότερο επίπεδο Πληθωρισμού. Επίσης παρατηρούμε ότι οι έλεγχοι στις εισροές κεφαλαίων δεν έχουν κανένα απολύτως αποτέλεσμα στις πιέσεις της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας γεγονός το οποίο συμφωνεί με αρκετές μελέτες. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η Χιλή στην οποία η επιβολή των ελέγχων

οδήγησε σε περαιτέρω ανατίμηση της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας κατά 28%. Μια ερμηνεία σχετικά με την αστάθεια της Ισοτιμίας και κατ'επέκταση την ανεπιτυχή εφαρμογή των ελέγχων, δίνεται και από την μελέτη των Clements και Kamil (2009). Αναφέρουν πως οι έλεγχοι ίσως τμηματοποιούν την αγορά ξένου συναλλάγματος ακόμα περισσότερο, με αποτέλεσμα τα συνταξιοδοτικά ταμεία (Pension Funds) να βρίσκονται σε ευνοϊκότερη θέση λόγω της εξαίρεσης τους τις περισσότερες φορές από τους ελέγχους, τροφοδοτώντας έτσι μεγαλύτερη αστάθεια στο συνάλλαγμα.

Στον Πίνακα 11. έχουμε τα αποτελέσματα της σχέσης των ελέγχων κεφαλαίου σε χρηματοοικονομικά στοιχεία τα οποία εκρέουν από την χώρα. Παρατηρούμε ότι το μοναδικό στοιχείο το οποίο εμφανίζει θετική συσχέτιση με τους ελέγχους είναι ο Πληθωρισμός σε επίπεδο σημαντικότητας 1% αποκαλύπτοντας πως αυξάνεται σε ποσοστό 3% ετησίως με την επιβολή ελέγχων. Σύμφωνα με τους Magud, Reinhart και Rogoff (2007), το γεγονός ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του πληθωρισμού και των ελέγχων στα κεφάλαια τόσο σε γενικό επίπεδο όσο και μεμονωμένα στις εισροές και στις εκροές, είναι μια ένδειξη της αποτυχίας του μέτρου αυτού να περιορίσει την ροή κεφαλαίων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές προκειμένου να επιτύχουν το επιθυμητό επίπεδο απόδοσης μετά την εφαρμογή ελέγχων, αυξάνουν τις συνολικές ροές κεφαλαίων. Τέλος το αποτέλεσμα της μελέτης μας δείχνει ότι οι έλεγχοι εξερχόμενων κεφαλαίων δεν επηρέασαν καθόλου το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ όπως επίσης και το επίπεδο της Ανεργίας αλλά και την Συναλλαγματική Ισοτιμία.

Σύμφωνα με την συγκεντρωτική λίστα αποτελεσμάτων σε πάνω από 30 μελέτες οι οποίες παρατίθενται στο άρθρο των Magud, Reinhart και Rogoff (2007), τα αποτελέσματα που αφορούν την αποτελεσματικότητα των ελέγχων στις ροές κεφαλαίων ως προς την Συναλλαγματική Ισοτιμία συνάδουν με το αποτέλεσμα τουλάχιστον 15 ακόμα ερευνών συγκαταλέγοντας και την δική μας έρευνα ανάμεσα σε εκείνες που αμφισβητούν την επιτυχή εφαρμογή των ελέγχων ως μέσο ελέγχου της Ισοτιμίας. Μια ενδιαφέρουσα ερμηνεία επί του θέματος δίνεται από τους Baba και Kokenyne (2000) σύμφωνα με τους οποίους όταν οι έλεγχοι στοχεύουν ένα μικρό μέρος της ροής των κεφαλαίων ίσως να μην οδηγούν σε μία αξιοσημείωτη μακροοικονομική επίδραση. Πιο συγκεκριμένα, οι έλεγχοι οι οποίοι επηρεάζουν ένα περιορισμένο μέρος της συνολικής ροής των κεφαλαίων, ακόμα και αν εφαρμόζονται επιτυχώς ίσως να μην είναι σε θέση να μειώσουν τον συνολικό όγκο των ροών και κατ'επέκταση τις πιέσεις που δέχεται η Συναλλαγματική Ισοτιμία. Ιδιαίτερη προσοχή

θα πρέπει να δώσουμε στα ευρήματα που αφορούν την αποτελεσματικότητα των ελέγχων ως προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν. Εμείς καταλήξαμε σε ένα θετικό αποτέλεσμα, ωστόσο η σχέση αυτή είναι πιο περίπλοκη όπως αποτυπώνεται στο άρθρο του Chanda (2005). Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματά του το θετικό ή αρνητικό αποτέλεσμα της σχέσης αυτής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ετερογένεια της κάθε χώρας. Έτσι σε χώρες με μεγάλο βαθμό ετερογένειας, οι έλεγχοι οδήγησαν σε μη αποδοτικότητα και χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ, ενώ χώρες με χαμηλό βαθμό ετερογένειας κατάφεραν να έχουν χάρη στους ελέγχους κεφαλαίων υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Σύμφωνα με την άποψη αυτή και σε συνδυασμό με τα εμπειρικά αποτελέσματα της διπλωματικής αυτής εργασίας θα μπορούσαμε ίσως να υποστηρίξουμε ότι το δείγμα των χωρών μας παρουσιάζει χαμηλό βαθμός ετερογένειας

5.ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Οι έλεγχοι κεφαλαίων όπως είδαμε έχουν γίνει ένα βασικό όργανο προστασίας της οικονομίας των κρατών. Υπάρχει εκτενής βιβλιογραφική αναφορά σχετικά με τους λόγους που οδηγούν στην επιβολή των ελέγχων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα συγκλίνουν στους ίδιους λόγους οι οποίοι αφορούν εκτός από τον όγκο των ροών και τον χρόνο ωρίμανσής τους, μακροοικονομικά στοιχεία όπως το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, την Συναλλαγματική Ισοτιμία, και το επίπεδο των Επιτοκίων. Τα αποτελέσματα της διπλωματικής αυτής εργασίας συμφωνούν με τα αποτελέσματα υπάρχοντων ερευνών, αποδεικνύοντας όμως πως υπάρχουν και άλλοι μακροοικονομικοί παράγοντες που παίζουν επίσης σημαντικό ρόλο όπως, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, το επίπεδο της Ανεργίας, και το Δημόσιο Χρέος επεκτείνοντας το ερευνητικό επίπεδο και στην σχέση σημαντικότητας αυτών των παραγόντων με την ένταση επιβολής των ελέγχων. Το αρνητικό στην περίπτωση μελέτης των ελέγχων κεφαλαίου εντοπίζεται στον τρόπο με τον οποίο αποτυπώνει η κάθε μελέτη την αποτελεσματικότητα αυτών. Έτσι βλέπουμε μελέτες οι οποίες δείχνουν ότι οι έλεγχοι λειτούργησαν όπως αναμενόταν και άλλες να τους εμφανίζουν ως μη αποτελεσματικούς ή και ακόμα επιβλαβείς ή με προσωρινά μόνο αποτελέσματα. Η διπλωματική αυτή εργασία εκφράζει την άποψη των περισσότερων ερευνών ως προς την αποτελεσματικότητα των ελέγχων στην Συναλλαγματική Ισοτιμία δείχνοντας πως δεν την επηρεάζουν καθόλου ενώ εμφανίζονται ως αποτελεσματικοί σε ότι αφορά τον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ και το επίπεδο της Ανεργίας και επιβλαβείς στον Πληθωρισμό.

Υπάρχουν αρκετές εξηγήσεις για τις διαφορές που υπάρχουν στα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών σχετικά με την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου. Οι Magud και Reinhart (2006) στην μελέτη τους αναφέρουν τις σημαντικότερες. **α)** Είναι αρκετά δύσκολο να μετρήσουμε το άνοιγμα της κεφαλαιαγοράς και να συλλάβουμε τους διάφορους τύπους ελέγχων κεφαλαίου σε μια απλή εμπειρική ανάλυση. **β)** Διαφορετικά είδη ταμειακών ροών και ελέγχων ίσως έχουν διαφορετικά αποτελέσματα στην ανάπτυξη και σε άλλες μακροοικονομικές μεταβλητές. Για παράδειγμα έλεγχοι στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου ίσως είναι πιο επωφελείς από άλλα είδη ελέγχων. **γ)** Οι έλεγχοι μπορεί να είναι πολύ δύσκολο να επιβληθούν ειδικά σε χώρες οι οποίες έχουν πιο ανεπτυγμένες χρηματοπιστωτικές αγορές, έτσι οι ίδιοι έλεγχοι μπορεί να έχουν διαφορετικά επίπεδα

αποτελεσματικότητας σε διαφορετικές χώρες. **δ)** Δεν υπάρχει ενιαίο θεωρητικό πλαίσιο στο οποίο να αναλύονται οι μακροοικονομικές επιπτώσεις των ελέγχων κεφαλαίου, **ε)** Υπάρχει σημαντική ετερογένεια μεταξύ των χωρών και του χρόνου στον οποίο εφαρμόστηκαν οι έλεγχοι. **στ)** Υπάρχουν διάφοροι ορισμοί ως προς το τι θεωρεί ο καθένας “επιτυχία” αφού οι έλεγχοι κεφαλαίων συνθέτουν ένα μόνο μέτρο πολιτικής γραμμής ενώ υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός πολιτικών στόχων, και **η)** το μεγαλύτερο μέρος των εμπειρικών μελετών στερείται μιας ενιαίας και κοινής μεθοδολογίας και συνήθως επηρεάζεται από μεμονωμένες περιπτώσεις επιτυχούς ή ανεπιτυχούς εφαρμογής των ελέγχων κεφαλαίου, όπως με τα κράτη της Μαλαισίας και της Χιλής. Παρ’ όλα αυτά στο σημείο στο οποίο συμφωνεί το μεγαλύτερο μέρος των μελετών είναι πως οι έλεγχοι, ακόμα και αν είναι αποτελεσματικοί, η επιτυχία τους διαρκεί βραχυπρόθεσμα, καθώς η αγορά μπορεί να αναπροσαρμόζεται αρκετά γρήγορα και να αποτρέπει τους ελέγχους.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε πως ορισμένοι οικονομολόγοι βλέποντας το κλίμα που επικρατεί σχετικά με την διχογνωμία ως προς την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου έφεραν στο προσκήνιο έναν εναλλακτικό τρόπο ο οποίος κερδίζει συνεχώς έδαφος. Προτείνουν λοιπόν στις οικονομίες να εστιάσουν την προσοχή τους στην Διαχείριση Κινδύνων (Risk Management), ρυθμίζοντας και επιβλέποντας το χρηματοοικονομικό σύστημα χωρίς την διάκριση μεταξύ εγχώριου και ξένου κεφαλαίου. Όταν οι οικονομίες είναι μερικώς ενταγμένες στον υπόλοιπο κόσμο, ο διαχωρισμός μεταξύ εγχώριου και ξένου κεφαλαίου γίνεται ακόμα πιο δύσκολος οδηγώντας στην αναποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου. Σε αυτή την περίπτωση οι κυβερνήσεις μπορούν να επωφεληθούν εστιάζοντας την προσοχή τους στην σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα ώστε να αποφύγουν την χρηματοοικονομική κρίση ή να την κάνουν λιγότερο επιζήμια. Έτσι η σωστή διαχείριση των κινδύνων βοηθάει στην αποφυγή χρήσης των ελέγχων κεφαλαίου και κατ’ επέκταση του κόστους που μπορεί να έχει η εφαρμογή τους στην οικονομία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ariyoshi, A., Habermeier K., Laurens B., Robe I., Kriljenko J. and Kirilenko A., 2000, Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization, IMF Occasional Paper No. 190 (Washington D.C.: International Monetary Fund)

Baba, C and Kokenyne K A., 2011, Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s, IMF Working Paper 11/281 (Washington: International Monetary Fund).

Bhagwati, J., 1998, The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars, Foreign Affairs, 77, 7-12.

Binici, M., Hutchison M., Shindler M., 2010, Controlling Capital? Legal restrictions and the asset composition of international financial flows, Journal of International Money and Finance Vol. 29, No. 4.

Calvo, S, Leiderman L., and Reinhart, C., 1996, Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s, Journal of Economic Perspectives, 10:2, pp 123-139

Cardoso, E. and Goldfajn I., 1998, Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls, IMF Staff Papers, Vol 45, No. 1, pp. 161-202.

Chanda, A., 2005, The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and How Much?, Journal of Development Economics, 77(2), pp. 441-466.

Clements, B. and Kamil H., 2009, Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia, IMF Working Paper 09/30 (Washington D.C.: International Monetary Fund)

Coelho, B. and Kamil H., 2009, Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand, Political Economy Research Institute Working Paper No. 213 (Amherst, Massachusetts: Political Economy Research Institute).

Coelho, B and Gallagher K., 2010, Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand, PERI Working Paper No. 213, University of Massachusetts, Amherst: Political Economy Research Institute.

Cooper, R., 1998, Should Capital Account Convertibility be a World Objective? Essays in International Finance No. 207.

Concha, A. and Galindo, A., 2008, An Assessment of Another Decade of Capital Controls in Colombia: 1998-2008. Paper presents at XIII LACEA Meeting (Rio de Janeiro: Brazil).

Cuddington, J., 1986, Capital Flight: Estimates, Issues and Explanations, Prenceton Essays in International Finance, No. 58

De Gregorio, J., Edwards S., Valds R., 2000, Controls on Capital Inflows: Do they

- Work?, *Journal of Development Economics*, Vol. 3 No. 1, 59-83.
- Edison, H. and Reinhart C, 2001, Stopping Hot Money *Journal of Development Economics*, Vol. 66(2), pp. 533-553.
- Edwards, S., 1989, *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment*, The MIT Press.
- Edwards, S., 1998, *Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences*, NBER Working Paper 6000.
- Edwards, S., 1999, How Effective Are Capital Controls?, *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), 65-84.
- Edwards, S. and Rigobon R., 2009, Capital Controls, Exchange Rate Volatility and External Vulnerability, *Journal of International Economics* 78 (2): 256-267.
- Fernandez, A., Klein M., Rebucci A., Schindler M. and Uribe M., 2015, *Capital Control Measures: A New Dataset*, IMF Working Paper WP15/80.
- Gilli, V. and Ferretti M., 1995, Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls, *Staff Papers (International Monetary Fund)* Vol. 42, No. 3, pp. 517-551.
- Heckman, J. 1978, Sample Selection Bias as a Specification Error, *Econometrica*, 47: 153-161.
- Hernandez, L and Hebbel K., 1999, Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?, No 330, *Econometric Society World Congress 2000 Contributed Papers*.
- Johnston, B and Tamirisa, N., 1998, Why Do Countries Use Capital Controls?, *IMF Working Paper* 98-181.
- Kaminsky, G and Reinhart C., 1999, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payment Problems, *American Economic Review*, pp 473-479.
- Krugman, P., 1998, Saving Asia: It's Time to Get Radical, *Fortune*, September 7: 75-80.
- Laban, M., and Larran F., 1997, *The Return of Private Capital to Chile in the 1990s: Causes, Effects, and Policy Reactions*, Faculty Research Working Paper Series R98-02, JFK School of Government, Harvard University.
- Lane, P. and Ferretti M., 2007, The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004, *Journal of International Economics*, Vol 73(2), pp. 223-250.
- Le Fort, G. and Budnevich, *Capital Account Regulation and Macroeconomic Policy: Two Latin Experiences*, Mineograph, Banco Central de Chile.

Magud, N., Reinhart C. and Rogoff K., 2007, *Capital Controls: Myth and Reality, A Portfolio Balance Approach to Capital Controls*, (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco 1-40.

Magud, N. and Reinhart C., 2007, *Capital Controls: An Evaluation in Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies, Policies, Practices and Consequences*, ed. By Sebastian Edwards (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Magud, N. and Reinhart C., 2006, *Capital Controls: An evaluation*, In Working Paper Series: NBER.

Martin, P, and Rey H., 2000, *Financial Integration and Asset Returns*, *European Economic Review*, Vol. 44, pp.

McKinnon, R., and Pill, H., 1997, *Credible Economic Liberalizations and Overborrowing*, *American Economic Review*, 87, 2, pp. 189-193.

Mundell, R., 2000, *A Reconsideration of the 20th Century*, *American Economic Review*, 90:3, pp. 327-340.

Neely, C., 1999, *An Introduction to Capital Controls*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, (November-December).

Obstfeld, M and Rogoff K., 1996, *Foundations of International Finance*, The MIT Press.

Obstfeld, M., 1986, *Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crises*, *The American Economic Review*, 76:1, pp. 72-81.

Ostry, J, Gosh A, Habermeier K, Chamon M, Qureshi M and Reihardt D, 2010, *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note 10/04 (Washington D.C.: International Monetary Fund).

Saborowski, C., Sanya S., Weisfeld H. and Yopez J., 2014, *Effectiveness of Capital Outflow Restrictions*, IMF Working Paper 14-08

Reinhart, C. and Smith T., 1998, *Too Much of a Good Thing: The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows*, in Reuven Glick, ed. *Managing Capital and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*, (Cambridge: Cambridge University Press), 436-464.

Rodrik, D., 1998, *Who needs Capital Accounts Convertibility?*, in *Should the IMF Pursue Capital- Account Convertibility*, Essay in International Finance No 207. Princeton University.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

<http://www.en.wikipedia.org>

<http://www.imf.org>

<http://www.investopedia.com>

<http://www.global-rates.com>

<http://www.worldbank.org>

<http://www.tradingeconomics.com>

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1.

Χώρες διαχωρισμένες με εισοδηματικά κριτήρια/(High, Middle, Low Income) και χαρακτηριζόμενες ως (Open, Gate, Wall)					
High(42)		Middle(26)		Low(32)	
Australia	Open	Angola	Wall	Bolivia	Gate
Austria	Gate	Argentina	Gate	Burkina Faso	Gate
Bahrain	Open	Brazil	Gate	Cote d'Ivoire	Wall
Belgium	Open	Bulgaria	Gate	Egypt	Open
Brunei Darussalam	Open	China	Wall	El Salvador	Open
Canada	Open	Colombia	Gate	Ethiopia	Gate
Chile	Gate	Costa Rica	Open	Georgia	Open
Cyprus	Gate	Dominican Republic	Gate	Ghana	Gate
Czech Republic	Gate	Ecuador	Gate	Guatemala	Open
Denmark	Open	Hungary	Gate	India	Wall
Finland	Open	Iran	Gate	Indonesia	Gate
France	Open	Jamaica	Gate	Kenya	Gate
Germany	Gate	Kazakhstan	Gate	Kyrgyz Republic	Gate
Greece	Open	Lebanon	Gate	Moldova	Gate
Hong Kong	Open	Malaysia	Wall	Morocco	Wall
Iceland	Gate	Mauritius	Open	Myanmar	Wall
Ireland	Open	Mexico	Wall	Nicaragua	Open
Israel	Gate	Panama	Open	Nigeria	Gate
Italy	Open	Peru	Open	Pakistan	Wall
Japan	Open	Romania	Gate	Paraguay	Open
Korea	Gate	South Africa	Gate	Philippines	Wall
Kuwait	Gate	Thailand	Gate	Sri Lanka	Wall
Latvia	Open	Tunisia	Wall	Swaziland	Wall
Malta	Gate	Turkey	Gate	Tanzania	Wall
Netherlands	Open	Venezuela	Gate	Togo	Wall
New Zealand	Open			Uganda	Gate
Norway	Open			Ukraine	Wall
Oman	Open			Uzbekistan	Wall
Poland	Gate			Vietnam	Gate
Portugal	Gate			Yemen	Open
Qatar	Open			Zambia	Open
Russia	Gate				
Saudi Arabia	Gate				
Singapore	Open				
Slovenia	Gate				
Spain	Open				
Sweden	Open				
Switzerland	Gate				
U.A.E.	Gate				
United Kingdom	Open				
United States	Open				
Uruguay	Open				
		Open(36)/Gate(48)/Wall(16)			
24/18/0		4/17/5		8/13/11	

Πίνακας 2. Χαρακτηριστικά Μεταβλητής CC

Capital Controls	Frequency	Percent	Cumulative	Average duration of CC in Position (Years)
0	1021	53.74	53.74	
1	879	46.26	100.00	8.78
Total	1900	100.00		

Πίνακας 3. Χαρακτηριστικά Μεταβλητής CCI

Capital Controls on Inflows	Frequency	Percent	Cumulative	Average duration of CCI in Position (Years)
0	1076	56.63	56.63	
1	824	43.37	100.00	8.24
Total	1900	100.00		

Πίνακας 4. Χαρακτηριστικά Μεταβλητής CCO

Capital Controls on Outflows	Frequency	Percent	Cumulative	Average duration of CCO in Position (Years)
0	1079	56.79	56.79	
1	821	43.21	100.00	8.03
Total	1900	100.00		

Πίνακας 5. Περιγραφικά Χαρακτηριστικά των Μεταβλητών

	CC	CCI	CCO	CCIper	CCOper	CCper	Gdpg	Cab	Infl	Unr	Ggd	Glb	Exr
Mean	0.4626	0.4336	0.4321	0.3496	0.3845	0.3674	3.9348	-0.2346	12.727	7.9128	51.384	-1.389	16.788
Minimum	0	0	0	0	0	0	-15.136	-31.987	-8.238	0.3	0	-32.19	-112.11
Maximum	1	1	1	1	1	1	30.012	48.21	4146.01	35	244.48	43.303	11667.8
Std. Dev.	0.4987	0.4957	0.4954	0.3220	0.3859	0.3399	3.9142	9.082	117.35	4.8462	33.798	5.9399	311.035
Variance	0.2487	0.2457	0.2455	0.1037	0.1489	0.1155	15.3208	82.486	13771.1	23.4862	1142.3	35.283	96743.1
Kurtosis	1.022	1.071	1.075	2.083	1.5687	1.6928	6.7923	7.8479	955.85	6.4865	6.4758	12.8536	1113.78
Skewness	0.1499	0.2676	0.2741	0.6577	0.4779	0.4993	0.0698	1.2736	29.651	1.5966	1.4157	1.6968	31.774
Percentile 1%	0	0	0	0	0	0	-7.076	-21.723	-1.259	0.738	0.665	-13.781	-16.572
Percentile 25%	0	0	0	0.25	0	0.05	1.919	-4.895	2.078	4.43	28.162	-4.158	-2.32
Percentile 75%	1	1	1	0.6	0.83	0.7	6.0175	2.942	8.767	9.8	66.945	0.424	6.525
Percentile 99%	1	1	1	1	1	1	13.817	36.052	96.1	25.15	169.57	20.249	108.109
N	1900	1900	1900	1900	1898	1900	1896	1897	1895	1890	1653	1805	1850

Πίνακας 6. Πίνακας Συσχετίσεων

	Gdpg _{t-1}	Cab _{t-1}	Infl _{t-1}	Unr _{t-1}	Glb _{t-1}	Ggd _{t-1}	Exr _{t-1}
Gdpg_{t-1}	1.0000						
Cab_{t-1}	0.0195	1.0000					
Infl_{t-1}	0.1089	-0.1297	1.0000				
Unr_{t-1}	-0.1144	-0.1423	0.1422	1.0000			
Glb_{t-1}	0.1983	0.5745	-0.1043	-0.1607	1.0000		
Ggd_{t-1}	-0.1769	-0.1722	-0.0106	0.0632	-0.3901	1.0000	
Exr_{t-1}	0.0155	-0.0141	0.0081	-0.0175	-0.0075	-0.0060	1.0000

Πίνακας 7. Μοντέλα Παλινδρόμησης Probit (Selection model Stage A)

Εντός των παρενθέσεων και κάτω από τους συντελεστές αποτυπώνονται τα τυπικά σφάλματα. *** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 1%, ** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 5% και * εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 10%. Στον πίνακα παρατίθενται οι οριακές επιδράσεις (Marginal Effects). Εξαρτημένες μεταβλητές **CC**, **CCI**, **CCO**.

	CC_{i,t}	CCI_{i,t}	CCO_{i,t}
Gdpg_{i,t-1}	0.0650*** (0.0098)	0.0756*** (0.0099)	0.0540*** (0.0097)
Infl_{i,t-1}	0.0462*** (0.0069)	0.0462*** (0.0068)	0.0334*** (0.0060)
Unr_{i,t-1}	0.0215*** (0.0072)	0.0239*** (0.0073)	0.0291*** (0.0072)
Exr_{i,t-1}	0.009** (0.0042)	0.0105** (0.0043)	-0.0116** (0.0042)
Glb_{i,t-1}	- -	- -	- -
Cab_{i,t-1}	-0.0048** (0.0046)	0.0095** (0.0047)	-0.0060* (0.0046)
Ggd_{i,t-1}	- -	- -	0.0020* (0.0011)
LR(overall significance test)¹	94.89***	96.82***	172.63***

Πίνακας 8. Μοντέλα Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης Ελαχίστων

Τετραγώνων (OLS) (Selection model Stage B)

Εντός των παρενθέσεων και κάτω από τους συντελεστές αποτυπώνονται τα τυπικά σφάλματα. *** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 1%, ** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 5% και * εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 10%. Εξαρτημένες μεταβλητές: $CCper_{i,t}$, $CCIper_{i,t}$, $CCOper_{i,t}$

	$CCper_{i,t}$	$CCIper_{i,t}$	$CCOper_{i,t}$
Gdpg_{i,t-1}	0.0074* (0.0042)	0.0112*** (0.0040)	0.0118*** (0.0035)
Infl_{i,t-1}	-0.0064** (0.0025)	-0.0036* (0.0021)	-0.0047** (0.0021)
Unr_{i,t-1}	- -	- -	0.0049** (0.0021)
Exr_{i,t-1}	- -	- -	- -
Glb_{i,t-1}	-0.0108*** (0.0021)	-0.0119*** (0.0020)	-0.0096*** (0.0019)
Cab_{i,t-1}	-0.0046*** (0.0013)	0.0066*** (0.0013)	- -
Ggd_{i,t-1}	0.0008*** (0.0003)	0.0005* (0.0002)	0.0014*** (0.0003)
Inverse Mill's ratio	-0.2096** (0.0965)	-0.1450* (0.0800)	-0.2087** (0.0907)
Observations	1515	1515	1515
Censored Observations	837	883	887
Uncensored Observations	678	632	628

Πίνακας 9. Μοντέλο Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης Γενικευμένων

Ελαγίστων Τετραγώνων (GLS)

Εντός των παρενθέσεων και κάτω από τους συντελεστές αποτυπώνονται τα τυπικά σφάλματα. *** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 1%, ** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 5% και * εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 10%. Εξαρτημένες μεταβλητές: $Unr_{i,t}$, $Infl_{i,t}$, $Gdp_{i,t}$, $Exr_{i,t}$

	$Unr_{i,t}$	$Infl_{i,t}$	$Gdp_{i,t}$	$Exr_{i,t}$
$CC_{i,t-1}$	-0.4574* (0.2413)	3.132*** (0.4694)	0.6161** (0.2896)	- -
R-squared	0.0067	0.0997	0.1969	-
Number of Observations	1516	1515	1515	-
Overall Statistic Test	473.11***	172.82***	434.36***	-

Πίνακας 10. Μοντέλο Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης Γενικευμένων

Ελαγίστων Τετραγώνων (GLS)

Εντός των παρενθέσεων και κάτω από τους συντελεστές αποτυπώνονται τα τυπικά σφάλματα. *** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 1%, ** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 5% και * εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 10%. Εξαρτημένες μεταβλητές: $Unr_{i,t}$, $Infl_{i,t}$, $Gdp_{i,t}$, $Exr_{i,t}$

	$Unr_{i,t}$	$Infl_{i,t}$	$Gdp_{i,t}$	$Exr_{i,t}$
$CCI_{i,t-1}$	-0.5049** (0.2304)	2.595*** (0.4599)	0.7039** (0.2824)	- -
R-squared	0.0063	0.0955	0.1993	-
Number of Observations	1516	1515	1515	-
Overall Statistic Test	474.12***	158.61***	436.18***	-

Πίνακας 11. Μοντέλο Πολλαπλής Γραμμικής Παλινδρόμησης Γενικευμένων

Ελαχίστων Τετραγώνων (GLS)

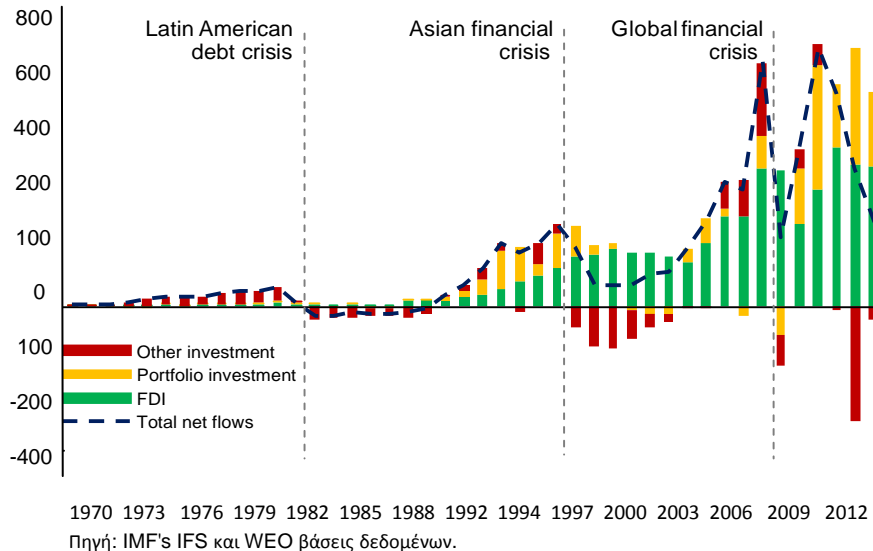
Εντός των παρενθέσεων και κάτω από τους συντελεστές αποτυπώνονται τα τυπικά σφάλματα. *** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 1%, ** εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 5% και * εκφράζει επίπεδο σημαντικότητας 10%. Εξαρτημένες μεταβλητές: $Unr_{i,t}$, $Infl_{i,t}$, $Gdp_{i,t}$, $Exr_{i,t}$

	$Unr_{i,t}$	$Infl_{i,t}$	$Gdp_{i,t}$	$Exr_{i,t}$
$CCO_{i,t-1}$	-	3.000*** (0.4581)	-	-
R-squared	-	0.0787	-	-
Number of Observations	-	1515	-	-
Overall Statistic Test	-	171.23***	-	-

ΓΡΑΦΗΜΑΤΑ

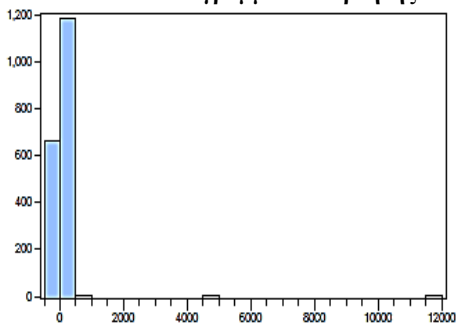
Γράφημα 1.

Καθαρές Ταμειακές Ροές σε Αναπτυσσόμενα Κράτη διαχωρισμένες ανάλογα με το είδος τους, 1970–2013 (in USD bln.)



Γράφημα 2.

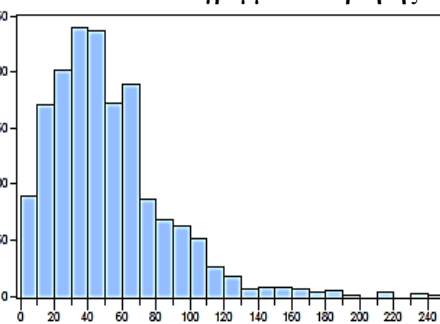
Ιστόγραμμα Μεταβλητής EXR



Series:	EXR
Sample:	1995 2013
Observations:	1850
Mean:	16.78784
Median:	0.357170
Maximum:	11667.83
Minimum:	-112.1120
Std. Dev.:	311.0354
Skewness:	31.77448
Kurtosis:	1113.777
Jarque-Bera:	95418613
Probability:	0.000000

Γράφημα 3.

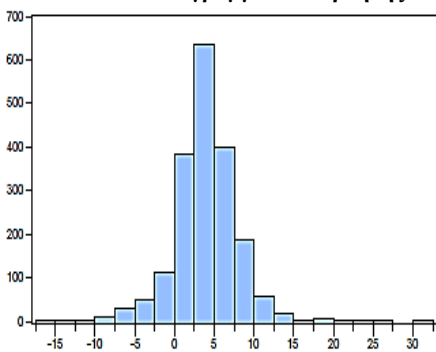
Ιστόγραμμα Μεταβλητής GGD



Series:	GGD
Sample:	1995 2013
Observations:	1653
Mean:	51.38438
Median:	44.65700
Maximum:	244.4770
Minimum:	0.000000
Std. Dev.:	33.79772
Skewness:	1.415650
Kurtosis:	6.475733
Jarque-Bera:	1384.179
Probability:	0.000000

Γράφημα 4.

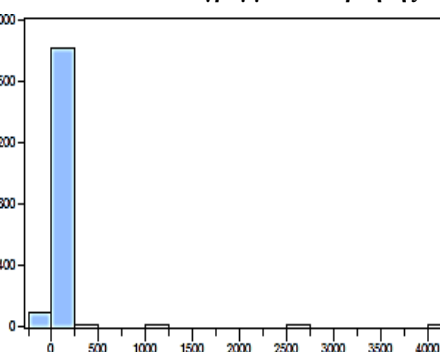
Ιστόγραμμα Μεταβλητής GDPG



Series:	GDPG
Sample:	1995 2013
Observations:	1898
Mean:	3.934839
Median:	3.920500
Maximum:	30.01200
Minimum:	-15.13600
Std. Dev.:	3.914175
Skewness:	0.069846
Kurtosis:	6.792284
Jarque-Bera:	1137.662
Probability:	0.000000

Γράφημα 5.

Ιστόγραμμα Μεταβλητής INFL

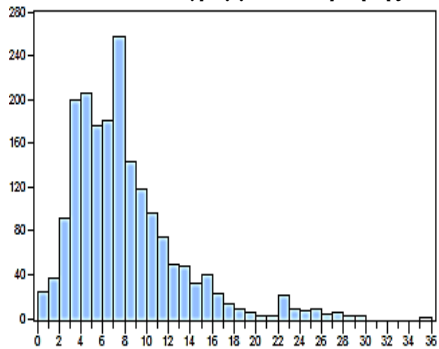


Series:	INFL
Sample:	1995 2013
Observations:	1895
Mean:	12.72743
Median:	4.184000
Maximum:	4146.010
Minimum:	-8.238000
Std. Dev.:	117.3501
Skewness:	29.65068
Kurtosis:	955.8497
Jarque-Bera:	71965724
Probability:	0.000000



Γράφημα 6.

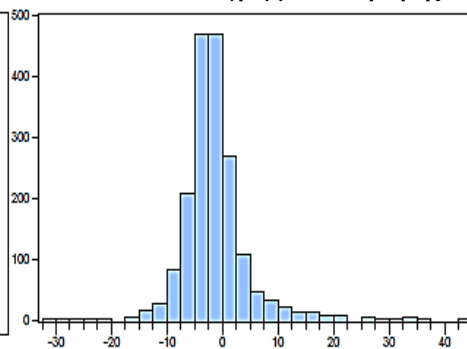
Ιστόγραμμα Μεταβλητής UNR



Series: UNR
Sample 1995 2013
Observations 1890
Mean 7.912825
Median 7.100000
Maximum 35.00000
Minimum 0.300000
Std. Dev. 4.846255
Skewness 1.596584
Kurtosis 6.486515
Jarque-Bera 1760.228
Probability 0.000000

Γράφημα 7.

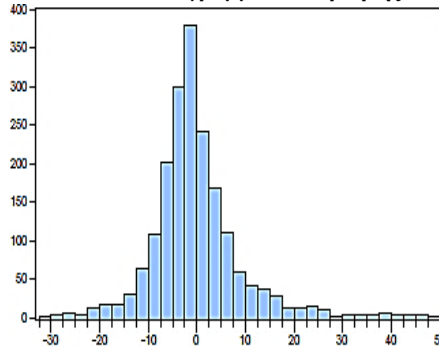
Ιστόγραμμα Μεταβλητής GLB



Series: GLB
Sample 1995 2013
Observations 1805
Mean -1.389871
Median -2.038000
Maximum 43.30300
Minimum -32.17800
Std. Dev. 5.939944
Skewness 1.696842
Kurtosis 12.85355
Jarque-Bera 8168.339
Probability 0.000000

Γράφημα 8.

Ιστόγραμμα Μεταβλητής CAB



Series: CAB
Sample 1995 2013
Observations 1897
Mean -0.234648
Median -1.308000
Maximum 48.20992
Minimum -31.98700
Std. Dev. 9.082180
Skewness 1.273858
Kurtosis 7.847977
Jarque-Bera 2370.592
Probability 0.000000