

Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών *Τραπεζική και
Χρηματοοικονομική*

Μεταπτυχιακή Διατριβή



2015-1019. Τέσσερα Χρόνια Επιβολής Περιορισμού Κεφαλαίων Στην Ελλάδα. Ανάλυση Επίδρασης και Αποτελεσματικότητας στην Ελληνική Οικονομία. Σύγκριση Αποτελεσματικότητας με Άλλες Χώρες Που Υιοθέτησαν Τα Capital Control.

Ζωή Βύζα

**Επιβλέπων Καθηγητής
Αριστείδης Σάμιτας**

Ιούνιος 2020

Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών *Τραπεζική και*
Χρηματοοικονομική

Μεταπτυχιακή Διατριβή

2015-1019. Τέσσερα Χρόνια Επιβολής Περιορισμού Κεφαλαίων Στην Ελλάδα. Ανάλυση Επίδρασης και Αποτελεσματικότητας στην Ελληνική Οικονομία. Σύγκριση Αποτελεσματικότητας με Άλλες Χώρες Που Υιοθέτησαν Τα Capital Control.

Ζωή Βύζα

Επιβλέπων Καθηγητής
Αριστείδης Σάμιτας

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή υποβλήθηκε προς μερική εκπλήρωση των απαιτήσεων για απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών
Στην Τραπεζική και Χρηματοοικονομική
από τη Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης
του Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου.

Ιούνιος 2020

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τον Ιούνιο του 2015 η ελληνική κυβέρνηση επέβαλε ελέγχους στις εκροές κεφαλαίου από τις τράπεζες, αποτέλεσμα του πανικού που επικράτησε στην αγορά και την αύξηση της διαρροής καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα. Μετά την πρόσφατη άρση των ελέγχων κεφαλαίου στην Ελλάδα το Σεπτέμβριο του 2019, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει την επίδραση τους στην ελληνική οικονομία καθώς και την αποτελεσματικότητα της εφαρμογής τους

Η εργασία χωρίζεται σε τρία μέρη. Στο πρώτο μέρος γίνεται παρουσίαση του ορισμού των capital controls και της σκοπιμότητας της εφαρμογής τους, καθώς και το ιστορικό της εφαρμογής τους στην Ελλάδα. Στο δεύτερο μέρος παρουσιάζεται η επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου σε διάφορους τομείς, όπως εισαγωγές-εξαγωγές, απασχόληση-ανεργία, επενδύσεις, ηλεκτρονικό εμπόριο κ.α. Στο τρίτο μέρος γίνεται εκτενής αναφορά στην αποτελεσματικότητα που είχαν, όταν εφαρμόστηκαν στην Αργεντινή, και μια σύγκριση με τα συμπεράσματα της αποτελεσματικότητας των ελέγχων κεφαλαίου στην Ελλάδα.

SUMMARY

In June 2015 the Greek government imposed capital controls on banks, as a result of panic in the market and the increasing bank run. After the recent removal of capital controls in Greece in September 2019, the aim of this paper is to research their impact on the Greek economy as well as the effectiveness of their implementation.

The paper is divided in three parts. In the first part there is the presentation of the definition of capital controls and the usefulness of their implementation, as well as the history of their implementation in Greece. The second part presents the impact of capital controls on various sectors such as import-export, unemployment-employment, investments, electronic commerce etc. In the third part there is extensive reference to their effectiveness when they were implemented in Argentina and also a comparison with the conclusions drawn regarding the effectiveness of capital controls in Greece.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα αρχικά να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Αριστείδη Σάμιτα , για την άψογη συνεργασία και την πολύτιμη βοήθειά του.

Επίσης την οικογένειά μου για την αμέριστη συμπαράστασή τους και την ανοχή τους και ιδιαίτερα την αδελφή μου Χριστίνα για την πολύτιμη βοήθειά της.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή **Error! Bookmark not defined.**

Κεφάλαιο 1^ο: Έλεγχοι κεφαλαίου και η εφαρμογή τους στην Ελλάδα **Error! Bookmark not defined.**

1.1. Ορισμός ελέγχων κεφαλαίου **Error! Bookmark not defined.**

1.2. Σκοπιμότητα και αποτελεσματικότητα ελέγχων κεφαλαίου **Error! Bookmark not defined.**

1.3. Το ιστορικό της εφαρμογής των ελέγχων κεφαλαίου στην Ελλάδα **Error! Bookmark not defined.**

Κεφάλαιο 2^ο: Η επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου στην ελληνική οικονομία **Error! Bookmark not defined.**

2.1. Επίδραση στον επιχειρηματικό τομέα **Error! Bookmark not defined.**

2.2. Επίδραση στο ηλεκτρονικό εμπόριο **Error! Bookmark not defined.**

2.3. Επίδραση στις εισαγωγές-εξαγωγές **Error! Bookmark not defined.**

2.4. Επίδραση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα **Error! Bookmark not defined.**

2.4. Επίδραση στις επενδύσεις **Error! Bookmark not defined.**

2.5. Επίδραση στην απασχόληση – ανεργία **Error! Bookmark not defined.**

2.6. Αποτελεσματικότητα ελέγχων κεφαλαίου στην Ελλάδα . **Error! Bookmark not defined.**

Κεφάλαιο 3^ο: Σύγκριση ελέγχων κεφαλαίου στην Ελλάδα με άλλες χώρες **Error! Bookmark not defined.**

3.1. Επιβολή ελέγχων κεφαλαίου σε άλλες χώρες και αποτελεσματικότητα αυτών **Error! Bookmark not defined.**

3.2. Οι έλεγχοι κεφαλαίου στην Αργεντινή **Error! Bookmark not defined.**

3.2.1. Σύντομη οικονομική ιστορία Αργεντινής **Error! Bookmark not defined.**

3.2.1. Σύντομο ιστορικό οικονομικής ύφεσης στην Αργεντινή **Error! Bookmark not defined.**

3.2.2. Η επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου στην Αργεντινή **Error! Bookmark not defined.**

3.3. Σύγκριση ελέγχων κεφαλαίου Ελλάδα-Αργεντινή **Error! Bookmark not defined.**

Κεφάλαιο 4^ο: Συζήτηση – Συμπεράσματα **Error! Bookmark not defined.**

Βιβλιογραφία **Error! Bookmark not defined.**

Εισαγωγή

Το 2008 οικονομική ύφεση εκδηλώθηκε στην Ελλάδα, ως αποτέλεσμα του σωρευμένου δημοσίου χρέους της γενικής κυβέρνησης, λόγω του υπέρμετρου δανεισμού που είχε προηγηθεί στα χρόνια μετά την είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ. Η αδυναμία αποπληρωμής του χρέους και ανταπόκρισης στις οικονομικές υποχρεώσεις της Ελλάδας, την οδήγησαν στην λήψη ενός συνόλου πακέτων οικονομικής προσαρμογής από τους θεσμούς της ΕΕ (Samitas & Polyzos, 2016).

Μετά την άνοδο στην εξουσία της πρώτης αριστερής κυβέρνησης του ΣΥΡΙΖΑ στην Ελλάδα στις 25 Ιανουαρίου 2015, η προοπτική της αθέτησης των οικονομικών υποχρεώσεων της χώρας έγινε όλο και πιο εμφανής καθώς περνούσαν οι ημέρες και η κυβέρνηση δεν είχε καταφέρει να έρθει σε συμφωνία με την τρόικα (ΕΕ-ΔΝΤ-ΕΚΤ), ενώ το προηγούμενο πρόγραμμα έφτανε στην λήξη του, στις 30 Ιουνίου 2015. Το πρόγραμμα τελικά έληξε, χωρίς ακόμα να έχει επιτευχθεί κάποια συμφωνία και η ΕΚΤ μπλόκαρε τον μηχανισμό ΕΛΑ για την παροχή πρόσθετης ρευστότητας στις ελληνικές τράπεζες. Ο πανικός που επικράτησε στην αγορά, οδήγησε σε αύξηση της διαρροής καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα (Samitas & Polyzos, 2016).

Αναπόφευκτα η ελληνική κυβέρνηση αποφάσισε στις 29 Ιουνίου 2015 να επιβάλλει ελέγχους στις εκροές κεφαλαίου από τις τράπεζες. Οι τράπεζες παρέμειναν κλειστές για 3 εβδομάδες και άνοιξαν αργότερα για να προσφέρουν ορισμένες υπηρεσίες στο κοινό -όταν έγινε η συνάντηση στη σύνοδο κορυφής του ευρώ. Σταδιακά και με την πάροδο των ετών οι έλεγχοι κεφαλαίου χαλάρωσαν και μόλις την 1^η Σεπτεμβρίου του 2019 καταργήθηκαν οριστικά (Samitas & Polyzos, 2016).

Οι έλεγχοι κεφαλαίου αποτελούν ένα «ανορθόδοξο» εργαλείο μακροοικονομικής πολιτικής και χρησιμοποιούνται συνήθως για την επίτευξη ενός συνόλου στόχων, περιλαμβανομένων της μεταβολής του όγκου και της σύνθεσης των ροών κεφαλαίων, της μείωσης της πίεσης ανόδου των συναλλαγματικών ισοτιμιών, της ενίσχυσης της αυξημένης νομισματικής ανεξαρτησίας και της πρόληψης των χρηματοοικονομικών κρίσεων (Jongwanich, 2019). Οι περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίου μεταξύ των χωρών εφαρμόζονται ήδη εδώ και αρκετά χρόνια από την

περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης του 1929. Από τότε μέχρι σήμερα έχουν διατυπωθεί διάφορες θέσεις για την αποτελεσματικότητα τους ως εργαλείο μακροοικονομικής πολιτικής, καθώς από την μία προωθήθηκε η άρση τους και η απελευθέρωση των οικονομιών για την επίτευξη οικονομικών οφελών, ενώ πρόσφατα οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις απαίτησαν την εφαρμογή τους για την μείωση της ευπάθειας των αναδυόμενων οικονομιών σε τέτοιους εξωτερικούς κραδασμούς (Kitano & Takaku, 2020).

Με την ευκαιρία της πρόσφατης άρσης των ελέγχων κεφαλαίου στην Ελλάδα, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνήσει την επίδραση τους στην ελληνική οικονομία, καθώς και την αποτελεσματικότητα της εφαρμογής τους. Τα βασικά ερευνητικά ερωτήματα στα οποία η διατριβή καλείται να δώσει απαντήσεις είναι: 1) Ποιες ήταν οι συνέπειες και τα οφέλη από την εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου; 2) Η εφαρμογή των περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων ήταν αναγκαία ή θα μπορούσε να αποφευχθεί; Το θέμα καλύπτεται θεωρητικά μέσα από την ανασκόπηση της ελληνικής και διεθνούς βιβλιογραφίας πάνω στο θέμα, παράλληλα με την αξιοποίηση και χρήση στατιστικών στοιχείων για τα μελετώμενα μεγέθη

Τα πρώτα στοιχεία υποδεικνύουν ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου είχαν αρνητική επίδραση στις περισσότερες μακροοικονομικές μεταβλητές, ωστόσο αυτή η επίδραση έτεινε να είναι βραχυπρόθεσμη, χωρίς να παραβλέπεται το γεγονός ότι τα περισσότερα μακροοικονομικά μεγέθη ήταν ήδη αρνητικά επηρεασμένα από την οικονομική ύφεση στην χώρα. Ο βασικός περιορισμός της έρευνας είναι ότι μέχρι στιγμής δεν υπάρχουν πολλές έρευνες που να μελετούν την αποτελεσματικότητα τους, λόγω της πρόσφατης άρσης τους. Συνεπώς τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την παρούσα εργασία, καταγράφονται με επιφύλαξη, αφήνοντας μεγάλα περιθώρια για τον μελλοντικό εμπλουτισμό τους.

Για την καλύτερη παρουσίαση του θέματος, η εργασία χωρίζεται σε τρία συνολικά κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται εισαγωγή στο βασικό θεωρητικό πλαίσιο των ελέγχων κεφαλαίου, όπου παρουσιάζεται ο ορισμός τους, τα είδη τους και η σκοπιμότητα της εφαρμογής τους. Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζεται επίσης και το ιστορικό της εφαρμογής τους στην Ελλάδα. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται η επίδραση τους στην οικονομία της Ελλάδας, σε ότι αφορά τις επιχειρήσεις, τις εισαγωγές-εξαγωγές, την απασχόληση-ανεργία, το χρηματοπιστωτικό σύστημα, τις

επενδύσεις και το ηλεκτρονικό εμπόριο. Στο κεφάλαιο αυτό συζητείται επίσης η αποτελεσματικότητα τους στην περίπτωση της Ελλάδας. Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην αποτελεσματικότητα τους όταν εφαρμόστηκαν σε άλλες χώρες και ιδιαίτερα γίνεται αναφορά στην περίπτωση της Αργεντινής, συγκρινόμενη με την Ελλάδα. Τα σημαντικότερα συμπεράσματα συνοψίζονται στο τέλος της εργασίας στην ενότητα των συμπερασμάτων.

Κεφάλαιο 1^ο

1.1. Ορισμός ελέγχων κεφαλαίου

Κατά τη διάρκεια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, πολλές αναδυόμενες οικονομίες γνώρισαν αλλαγές πρωτοφανούς μεγέθους στις διεθνείς ροές κεφαλαίων τους. Αρκετοί υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής και οικονομολόγοι, συμπεριλαμβανομένου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), πιστεύουν ότι τα ανορθόδοξα μέτρα μακροοικονομικής πολιτικής, όπως οι έλεγχοι κεφαλαίου θα μπορούσαν να μειώσουν την ευπάθεια των αναδυόμενων οικονομιών σε τέτοιους εξωτερικούς κραδασμούς (Kitano & Takaku, 2020).

Οι έλεγχοι κεφαλαίου (capital controls) αναφέρονται σε περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, από και προς, μια χώρα. Οι έλεγχοι κεφαλαίου μπορούν επίσης να εφαρμοστούν σε διαφορετικούς τύπους ροών κεφαλαίων, όπως τραπεζικά δάνεια, άμεσες ξένες επενδύσεις ή επενδύσεις χαρτοφυλακίου ή σε διαφορετικούς τύπους παραγόντων, όπως σε εταιρείες, τράπεζες, κυβερνήσεις ή ιδιώτες (Forbes, 2016).

Οι έλεγχοι κεφαλαίου οι οποίοι συνεπάγονται περιορισμούς στις κινήσεις κεφαλαίων που επιβάλλονται στις διασυνοριακές ροές μπορούν να ταξινομηθούν ευρέως ως διαχειριστικοί (administrative) ή ως βασισμένοι στην αγορά (market – based). Οι διαχειριστικοί έλεγχοι περιορίζουν τις κινήσεις κεφαλαίων μέσω ρητής απαγόρευσης, επιβάλλοντας ρητούς ποσοτικούς περιορισμούς στις μεταφορές κεφαλαίων. Τα περισσότερα μέτρα διαχειριστικού ελέγχου έχουν ως στόχο να επηρεάσουν άμεσα τον όγκο των διασυνοριακών χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Αντίθετα, οι έλεγχοι που είναι βασισμένοι στην αγορά, περιορίζουν το ρέον κεφάλαιο επιβάλλοντας πρόσθετες δαπάνες στις διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές συναλλαγές. Αυτές οι δαπάνες περιλαμβάνουν συνήθως την φορολόγηση των διασυνοριακών χρηματοοικονομικών ροών (όπως είναι χαρακτηριστικά ο φόρος Tobin), την έμμεση φορολογία υπό μορφή μη υποχρεωτικών ελάχιστων αποθεματικών, τα συστήματα διπλού ή πολλαπλών συναλλαγματικών ισοτιμιών ή

άλλους έμμεσους κανόνες προληπτικής εποπτείας, όπως για παράδειγμα, απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων για συγκεκριμένες συναλλαγές. Ανάλογα με τον τύπο των ελέγχων που βασίζονται στην αγορά, αυτά τα μέτρα περιορισμού μπορούν να επηρεάσουν μόνο την τιμή του κεφαλαίου ή και την τιμή και τον όγκο του κεφαλαίου (Forbes, 2016; Jongwanich, 2019).

Οι έλεγχοι κεφαλαίου διαχωρίζονται επίσης και ως προς την κατεύθυνση των ροών που επηρεάζουν. Οι έλεγχοι κεφαλαίου μπορούν να περιορίσουν είτε τις εισροές κεφαλαίου σε μια χώρα, είτε τις εκροές κεφαλαίου από αυτή, είτε και τις ροές και προς τις δύο κατευθύνσεις ταυτόχρονα (Jongwanich, 2019). Το χαρακτηριστικό των ελέγχων κεφαλαίου είναι ότι εφαρμόζονται αποκλειστικά στις οικονομικές συναλλαγές μεταξύ κατοίκων και μη κατοίκων μιας χώρας, εισάγουν δηλαδή μια διάκριση με βάση την κατοικία των μερών που εμπλέκονται σε μια οικονομική συναλλαγή. Έτσι οι περιορισμοί στις εισροές κεφαλαίων εφαρμόζονται στις συναλλαγές μεταξύ ξένων πιστωτών και εγχώριων οφειλετών, ενώ οι περιορισμοί στις εκροές κεφαλαίου εφαρμόζονται στις συναλλαγές μεταξύ των εγχώριων αποταμιευτών και διεθνών δανειοληπτών (Korinek & Sandri, 2016).

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 στην Ευρώπη και την Αμερική, οδήγησε στην εισαγωγή περιορισμών στην εκροή κεφαλαίων στην Ελλάδα, προκειμένου να αντιμετωπιστεί ο χρηματοπιστωτικός κίνδυνος (Samitas & Polyzos, 2016). Το ΔΝΤ εισήγαγε τον όρο «Διαχείριση Ροής Κεφαλαίων» (Capital Flow Management), για να αναφερθεί στις πολιτικές διαχείρισης κεφαλαίου. Τα μέτρα διαχείρισης κεφαλαίου, συμπεριλαμβανομένων των ελέγχων κεφαλαίου έχουν σχεδιαστεί για να περιορίσουν τις ροές κεφαλαίων, για την αντιμετώπιση του συστημικού χρηματοοικονομικού κινδύνου. Στις περιπτώσεις αυτές οι έλεγχοι κεφαλαίου αποτελούν ένα μακροπροληπτικό μέτρο (Forbes et al, 2015).

2.1 Σκοπιμότητα και αποτελεσματικότητα ελέγχων κεφαλαίου

Οι έλεγχοι κεφαλαίου χρησιμοποιούνται συνήθως για την επίτευξη των ακόλουθων στόχων: (i) την μεταβολή του όγκου και της σύνθεσης των ροών κεφαλαίων, (ii) την μείωση της πίεσης ανόδου των συναλλαγματικών ισοτιμιών και την μείωση των διακυμάνσεων, (iii) την ενίσχυση της αυξημένης νομισματικής

ανεξαρτησίας και (iv) την πρόληψη χρηματοοικονομικών κρίσεων (Jongwanich, 2019).

Οι πρώτοι έλεγχοι κεφαλαίου εφαρμόστηκαν κατά την περίοδο του Α Παγκοσμίου Πολέμου, για τη διατήρηση της φορολογικής βάσης για τη χρηματοδότηση των δαπανών για τον πόλεμο. Μετά το τέλος του πολέμου άρθηκαν, επιστρέφοντας ξανά και με πιο αυστηρά μέτρα κατά την διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης το 1929. Οι περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίου την εποχή εκείνη, ήταν έλεγχοι στις εισροές κεφαλαίων και σκοπός τους ήταν να ενισχύσουν την ικανότητα αναδιάρθρωσης των οικονομιών, χωρίς τον κίνδυνο πτώσης κεφαλαίων. Τα Άρθρα της Συμφωνίας του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (άρθρο VI, τμήμα 3) που υπεγράφησαν στη διάσκεψη του Bretton-Woods το 1944 επέτρεψαν ρητά τους ελέγχους κεφαλαίου και ο John Maynard Keynes ήταν θερμός υποστηρικτής των ελέγχων κεφαλαίου (Neely, 1999).

Κατά τη διάρκεια της εποχής Bretton-Woods (1945-1971) όπου οι συναλλαγματικές ισοτιμίες σταθεροποιήθηκαν, πολλές χώρες περιόρισαν τις συναλλαγές περιουσιακών στοιχείων για να αντιμετωπίσουν τις δυσκολίες του ισοζυγίου πληρωμών. Ωστόσο, το κόστος και οι στρεβλώσεις που δημιουργήθηκαν από αυτούς τους περιορισμούς κεφαλαίου, οδήγησε στη σταδιακή κατάργησή τους στις ανεπτυγμένες χώρες τα τελευταία 30 χρόνια. Οι Ηνωμένες Πολιτείες, για παράδειγμα, κατήργησαν τους ελέγχους κεφαλαίου τους το 1974 (Ghosh, 2016).

Από το 1980 μέχρι πρόσφατα, οι διεθνείς πολυμερείς οργανισμοί, όπως το ΔΝΤ, ενθάρρυναν πολλές χώρες να άρουν τους ελέγχους κεφαλαίων και να προωθήσουν την ελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, ανοίγοντας τις οικονομίες τους στις παγκόσμιες χρηματοοικονομικές ροές. Στη δεκαετία του '90, το ΔΝΤ άρχισε να βλέπει την απελευθέρωση των ροών κεφαλαίου ως μια βέλτιστη πολιτική για όλες τις χώρες και επομένως θεωρούσε τους ελέγχους κεφαλαίων ως μια ασυνήθιστη πολιτική. Στη συνέχεια, το ΔΝΤ έγινε πιο ανεκτικό στη σταδιακή ελευθέρωση των λογαριασμών κεφαλαίου και σε προσωρινούς ελέγχους κεφαλαίου με βάση τις τιμές ως έσχατη λύση για τις αναδυόμενες αγορές και τις αναπτυσσόμενες χώρες (Bush, 2019).

Οι έλεγχοι κεφαλαίου έχουν τόσο πλεονεκτήματα, όσο και μειονεκτήματα. Η νεοκλασική θεωρία υποστηρίζει ότι το άνοιγμα των οικονομιών στις διεθνείς αγορές,

λόγω των οικονομικών οφελών που προκύπτουν. Οι εισροές κεφαλαίων παρέχουν χρηματοδότηση για επενδύσεις υψηλής απόδοσης, αυξάνοντας έτσι τους ρυθμούς ανάπτυξης. Οι εισροές κεφαλαίων -ιδίως με τη μορφή των άμεσων επενδύσεων- συχνά συνεισφέρουν στην βελτίωση της τεχνολογίας και των τεχνικών διαχείρισης και ενισχύουν τη πρόσβαση σε διεθνή δίκτυα, παράγοντες που στο σύνολο τους αυξάνουν περαιτέρω την παραγωγικότητα και την ανάπτυξη (Forbes, 2016). Οι χώρες με σχετικά υψηλά επιτόκια (λίγα κεφάλαια) ωφελούνται από το άνοιγμα της οικονομίας, επειδή το υψηλότερο επιτόκιο προσελκύει εισροές κεφαλαίων και τα εγχώρια επιτόκια προβλέπεται να κινηθούν προς ένα χαμηλότερο παγκόσμιο επιτόκιο. Το χαμηλότερο εγχώριο επιτόκιο προωθεί τις επενδύσεις και επομένως την ανάπτυξη (Bush, 2019).

Οι εκροές κεφαλαίων μπορούν να επιτρέψουν στους εγχώριους επενδυτές και στις επιχειρήσεις να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις και να διαφοροποιήσουν καλύτερα τον κίνδυνο, μειώνοντας έτσι τη μεταβλητότητα της κατανάλωσης και του εισοδήματος. Τόσο οι εισροές, όσο και οι εκροές κεφαλαίων μπορούν να ενισχύσουν την πειθαρχία της αγοράς, οδηγώντας έτσι σε μια πιο αποτελεσματική κατανομή πόρων και αύξηση της παραγωγικότητας. Έχει λοιπόν θεωρηθεί ότι η εφαρμογή ελέγχων κεφαλαίου μπορεί να μειώσει την ικανότητα μιας χώρας να επιτύχει τα παραπάνω οφέλη (Andreasen et al., 2019).

Από την άλλη πλευρά, η ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων μπορεί επίσης να έχει κόστος. Οι χώρες που εξαρτώνται από εξωτερική χρηματοδότηση είναι πιο ευάλωτες σε «ξαφνικές στάσεις» στις εισροές κεφαλαίων, γεγονός που μπορεί να προκαλέσει χρηματοπιστωτικές κρίσεις ή / και σημαντικές νομισματικές υποτιμήσεις. Οι μεγάλοι όγκοι εισροών κεφαλαίων μπορούν να ενισχύσουν την νομισματική ανατίμηση και να υπονομεύσουν την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών. Η ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων μπορεί επίσης να περιπλέξει την ικανότητα μιας χώρας να ακολουθήσει μια ανεξάρτητη νομισματική πολιτική, ιδίως όταν σε περιόδους σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Οι εισροές κεφαλαίων μπορεί επίσης να επενδυθούν αναποτελεσματικά λόγω στρεβλώσεων στην αγορά, με αποτέλεσμα υπερπληθωριστικές επενδύσεις σε τομείς όπως αυτός των ακινήτων. Οι έλεγχοι κεφαλαίου, στο πλαίσιο αυτό, θα μπορούσαν ενδεχομένως να μειώσουν το κόστος που προκύπτει από την ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων (Forbes, 2016).

Γενικά μέχρι την πρόσφατη οικονομική κρίση, η κυρίαρχη οικονομική σκέψη ήταν υπέρ της απελευθέρωσης των ροών κεφαλαίου ως μια βέλτιστη πολιτική μακροπρόθεσμα για όλες τις χώρες και θεώρησε τη ρύθμιση των ροών κεφαλαίων ως εγγενώς στρεβλωτική (Gallagher, 2015). Ωστόσο, η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση στην Αμερική και συνακόλουθα στην Ευρώπη οδήγησαν σε εκ νέου συζητήσεις σχετικά με την σκοπιμότητα και την αποτελεσματικότητα της εφαρμογής των ελέγχων κεφαλαίου. Στην τρέχουσα περίοδο της ύφεσης, οι έλεγχοι κεφαλαίου εφαρμόστηκαν στο πλαίσιο της μακροπροληπτικής πολιτικής. Η μακροπροληπτική πολιτική ορίζεται από έναν στόχο - την αντιμετώπιση των συστημικών κινδύνων στον χρηματοπιστωτικό τομέα, προκειμένου να διασφαλιστεί η σταθερή παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην πραγματική οικονομία (Pasticha, 2017).

Είναι χαρακτηριστικό ότι το ΔΝΤ, όπως αναφέρθηκε νωρίτερα ήταν γενικά επιφυλακτικό ως προς την ρύθμιση των διασυνοριακών χρηματοοικονομικών ροών από τη δεκαετία του '80 έως και μέχρι και την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (Gallagher, 2015). Μετά την κρίση, το ΔΝΤ εξέπληξε πολλούς παρατηρητές, υπερασπίζοντας ένθερμα την χρήση των ελέγχων κεφαλαίου τόσο για την πρόληψη, όσο και για την άμβλυνση των χρηματοπιστωτικών κρίσεων. Το ΔΝΤ υποστήριξε τη χρήση ελέγχων κεφαλαίου για εισροές σε ορισμένες χώρες όπως η Βραζιλία και η Νότια Κορέα, καθώς για τις εκροές κεφαλαίου στην Ισλανδία, ως μέρος της συμφωνίας stand-by agreement μετά την κρίση (Sigurgeirsdottir & Wade, 2015).

Κατά κάποιον τρόπο, η υπεράσπιση της κατάλληλης χρήσης ελέγχων κεφαλαίου αποτελεί μια νέα πολιτική για το ΔΝΤ. Το 2012, ο οργανισμός υιοθέτησε μια «νέα θεσμική θεώρηση» από την απελευθέρωση στον έλεγχο των λογαριασμών κεφαλαίου. Αναφέρεται ότι η απελευθέρωση των ροών κεφαλαίου δεν είναι πάντοτε βέλτιστη και ότι, υπό ορισμένους όρους, οι έλεγχοι κεφαλαίου στις εισροές και εκροές μπορεί να είναι κατάλληλοι για την πρόληψη και τον μετριασμό της χρηματοπιστωτικής αστάθειας, επειδή οι κρίσεις συνδέονται με σημαντικές και ξαφνικές διακοπές στις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων. Οι ροές κεφαλαίων προς τις αναδυόμενες αγορές μειώνονται και οι επενδυτές συρρέουν στις ασφαλείς αγορές (Gallagher & Tian, 2017).

Σύμφωνα με τη νέα θεσμική θεώρηση του ΔΝΤ, αναγνωρίζεται ότι οι ροές κεφαλαίων φέρουν κινδύνους και ότι η απελευθέρωση των ροών κεφαλαίων πριν από

την είσοδο των εθνών σε ένα ορισμένο όριο χρηματοπιστωτικής και θεσμικής ανάπτυξης μπορεί να επιτείνει αυτούς τους κινδύνους. Το ΔΝΤ αναγνωρίζει επίσης ότι υπό ορισμένες συνθήκες, οι διασυνοριακές ροές κεφαλαίων θα πρέπει να ρυθμίζονται ώστε να αποφεύγονται οι χειρότερες επιδράσεις των αυξομειώσεων της ροής κεφαλαίων και των ξαφνικών στάσεων (Gallagher, 2015). Οι Gallagher & Tian, (2017) βρήκαν ότι πράγματι καθώς η οικονομία γίνεται πιο ευάλωτη, αυξάνεται το επίπεδο στήριξης για τους ελέγχους κεφαλαίων.

Αυτή ήταν και η περίοδος κατά την οποία άρχισε να αμφισβητείται και ο βαθμός στον οποίο η απελευθέρωση των κεφαλαιακών ροών είναι βέλτιστος, ειδικά υπό την παρουσία εξωτερικότητας που σχετίζονται με την ασυμμετρία πληροφοριών. Οι εξωτερικότητες δημιουργούνται από τις ροές κεφαλαίων επειδή οι μεμονωμένοι επενδυτές και οι δανειολήπτες δεν γνωρίζουν (ή αγνοούν) ποιες είναι οι επιπτώσεις των οικονομικών τους αποφάσεων στο επίπεδο της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας σε ένα συγκεκριμένο έθνος. Αυτό το θεωρητικό επιχείρημα υποστηρίχθηκε από κάποιες έρευνες στις οποίες η απελευθέρωση των ροών κεφαλαίου δεν συσχετίστηκε με την οικονομική ανάπτυξη στις αναπτυσσόμενες χώρες (Jeanne et al., 2012). Επιπλέον οι Jeanne et al., (2012) υποστήριξαν ότι οι χώρες δεν θα πρέπει να επιδιώκουν να προωθούν το πλήρες ελεύθερο εμπόριο περιουσιακών στοιχείων - ακόμη και μακροπρόθεσμα - επειδή η ελεύθερη κινητικότητα των κεφαλαίων φαίνεται να έχει ελάχιστα οφέλη όσον αφορά τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη. Τα εμπειρικά δεδομένα για την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου παρουσιάζονται σε επόμενο κεφάλαιο.

1.3 Το ιστορικό της εφαρμογής των ελέγχων κεφαλαίου στην Ελλάδα

Η οικονομική ύφεση που ξεκίνησε στην Ελλάδα το 2008, επηρέασε σημαντικά την λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Δεδομένων των υψηλών ποσοστών δημοσίου χρέους, η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας αμφισβητήθηκε και η Ελλάδα αναγκάστηκε να ζητήσει οικονομική βοήθεια από τους θεσμούς της ΕΕ. Συνολικά η χώρα μέχρι σήμερα έχει λάβει τρία πακέτα οικονομικής βοήθειας από τους θεσμούς της ΕΕ. Τον Μάιο του 2010, λήφθηκε το πρώτο πακέτο οικονομικής βοήθειας συνολικού ύψους 110 δις €, εκ των οποίων τα 80 δις € προήλθαν από τις

υπόλοιπες χώρες της ΕΕ και τα 30 δις € από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) (Kyriazopoulos & Logotheti, 2019).

Οι διαπραγματεύσεις για το PSI (Συμμετοχή του Ιδιωτικού Τομέα) και για το δεύτερο πακέτο οικονομικής βοήθειας διήρκεσαν από τον Νοέμβριο του 2010 έως τον Φεβρουάριο του 2011. Με τα χρήματα από τη δεύτερη αυτή διάσωση, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ) χρηματοδότησε την χώρα με 50 δις €, εκ των οποίων τα 39 δις € διοχετεύθηκαν στις τράπεζες για την εκκαθάριση και την ανακεφαλαιοποίησή τους. Οι πόροι αυτοί διοχετεύθηκαν μόνο στις υγιείς τράπεζες, στις λεγόμενες τέσσερις συστημικές (Eurobank, Εθνική Τράπεζα, Τράπεζα Πειραιώς και Alpha Bank), οι οποίες κατείχαν περίπου το 92% των δανείων και των περιουσιακών στοιχείων. Το 2014, όταν η Τράπεζα της Ελλάδος ανακοίνωσε τα αποτελέσματα των προσομοιώσεων ακραίων καταστάσεων για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα, δημιουργήθηκε η ανάγκη για πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις ύψους 6,4 δις €. Στο πλαίσιο αυτό έλαβε χώρα ο δεύτερος γύρος ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών κατά € 8,2 δις € (Kyriazopoulos & Logotheti, 2019).

Το 2015 οι τράπεζες ήρθαν αντιμέτωπες με μια νέα κρίση, την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου, λίγο πριν την οποία καταγράφηκε σημαντική εκροή καταθέσεων. Πρέπει να σημειωθεί ότι η οικονομική κρίση η οποία είχε ήδη ενταθεί από το 2010, είχε οδηγήσει σε μείωση των τραπεζικών καταθέσεων από τότε. Ειδικότερα, σύμφωνα με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδας (ΤτΕ), το σύνολο των καταθέσεων στο τραπεζικό σύστημα μειώθηκε από 280,3 δις € το 2008, σε 207,8 δις € το 2014. Το 2015 η αποτυχία της ελληνικής κυβέρνησης να διαπραγματευτεί τους όρους για την ανανέωση του προγράμματος δημοσιονομικής προσαρμογής οδήγησε σε μείωση της εμπιστοσύνης του κοινού προς τις τράπεζες και οι καταθέσεις μειώθηκαν περαιτέρω το ίδιο έτος σε 157,8 δις €, δηλαδή σχεδόν κατά 25% σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος (ΤτΕ, 2020; Samitas & Polyzos, 2016).

Η κυβέρνηση συνεργασίας ΣΥΡΙΖΑ – ΑΝΕΛ η οποία σχηματίστηκε έπειτα από τις εκλογές του Ιανουαρίου του 2015, έπρεπε να διαπραγματευτεί τους όρους του τρίτου προγράμματος οικονομικής διάσωσης, καθώς το δεύτερο πρόγραμμα ύψους 130 δις € έληγε τον Φεβρουάριο του 2015. Κατά τις διαπραγματεύσεις με τους θεσμούς της ΕΕ, η ελληνική κυβέρνηση ζήτησε την διαγραφή του ήμισυ του χρέους,

μια πρόταση που δεν έγινε δεκτή από τους πιστωτές και στην συνέχεια ζητήθηκε παράταση του τρέχοντος προγράμματος η οποία και δόθηκε για τέσσερις μήνες, στις 20 Φεβρουαρίου του 2015, έπειτα από την κατάθεση και αποδοχή, αν και με επιφυλάξεις, από την ελληνική κυβέρνηση, ενός καταλόγου μεταρρυθμιστικών μέτρων. Αν και τα προγράμματα παρατάθηκε μέχρι το τέλος του Ιουνίου του ίδιου έτους, δεν επιτεύχθηκε συμφωνία με τους δανειστές (Samitas & Polyzos 2016).

Στα τέλη Ιουνίου 2015, η ελληνική κυβέρνηση ανακοίνωσε δημοψήφισμα που πραγματοποιήθηκε στις 5 Ιουλίου, μέσα σε ένα πολιτικό περιβάλλον έντασης, συγκρούσεων και αναταραχών. Το δημοψήφισμα δημιούργησε αρχικά έναν επικείμενο φόβο για Grexit (εξόδου της Ελλάδας από την ευρωζώνη) λόγω της αποτυχίας της κυβέρνησης να διαπραγματευτεί. Παράλληλα οι φόβοι του κοινού για bailin (διάσωση με ίδια μέσα), οδήγησε σε ένταση της απόσυρσης των καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα κατά το δεύτερο και τρίτο τρίμηνο του 2015 (Petroulakis, Priftis & Rousakis, 2017). Οι αναλήψεις μετρητών από τις τράπεζες είχαν φτάσει σε απρόβλεπτα επίπεδα με τα συνολικά τραπεζογραμμάτια σε κυκλοφορία το 2015 να ξεπερνούν τα 50 δις € ή το 28% του ΑΕΠ, έναντι του 10% του ΑΕΠ στην Ευρωζώνη. Οι εταιρικές καταθέσεις (μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις) μειώθηκαν κατά 25,6 δις €, φτάνοντας σε 12,6 δις € τον Ιούλιο του 2015 από 38,2 δις € τον Ιούνιο του 2009. Οι διεθνείς κεφαλαιαγορές και οι διατραπεζικές αγορές σταδιακά «έκλεισαν τις πόρτες» στην Ελλάδα και το ευρωσύστημα παρέμεινε η μόνη πηγή χρηματοδότησης (Liargovas et al., 2019).

Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν τις ελληνικές αρχές στις 28 Ιουνίου του 2015 να επιβάλλουν έλεγχο κεφαλαίου για να αποφευχθεί η ανεξέλεγκτη εκροή των καταθέσεων και να σταθεροποιηθεί η οικονομία. Η εφαρμογή τους φάνηκε να είναι επιτακτική, καθώς η έξοδος της χώρας από την ευρωζώνη θα ήταν επιζήμια για το τραπεζικό σύστημα, το οποίο αντιμετώπιζε ήδη σοβαρά προβλήματα ρευστότητας (Liargovas et al., 2019). Μια περίοδος αργίας κηρύχτηκε για τις τράπεζες και παράλληλα οι αναλήψεις μετρητών από τα ATM περιορίστηκαν στα 50 € ημερησίως (Samitas & Polyzos 2016).

Πέρα από τους περιορισμούς στις αναλήψεις μετρητών, άλλα μέτρα που εφαρμόστηκαν στο πλαίσιο των ελέγχων κεφαλαίου ήταν η απαγόρευση της χρήσης των πιστωτικών και προπληρωμένων καρτών για αναλήψεις μετρητών, το άνοιγμα τραπεζικών λογαριασμών για πολύ συγκεκριμένους σκοπούς (πληρωμή μισθών, κ.α.),

η απαγόρευση προσθήκης δεύτερου κατόχου στους ήδη υπάρχοντες τραπεζικούς λογαριασμούς, η απαγόρευση της πρόωρης λήξης των προθεσμιακών καταθέσεων με κάποιες εξαιρέσεις και η απαγόρευση της ηλεκτρονικής μεταφοράς χρημάτων από την Ελλάδα στο εξωτερικό με κάποιες εξαιρέσεις, η μεταφορά χαρτονομισμάτων στο εξωτερικό επιτράπηκε μέχρι του ορίου των 2.000 € (Panagopoulos & Pouloupoulos 2015).

Στις 18 Ιουλίου 2015 η κυβέρνηση πέρασε μια νέα νομοθετική πράξη, με την οποία η περίοδος αργίας έληξε και οι τράπεζες άνοιξαν εκ νέου. Και ενώ η αργία των τραπεζών έληξε, οι έλεγχοι κεφαλαίων συνεχίστηκαν και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών παρέμεινε κλειστό (Stamatiou & Gogos 2015). Σταδιακά οι έλεγχοι κεφαλαίου χαλάρωσαν, καθώς το Σεπτέμβριο του 2015 το ημερήσιο όριο αναλήψεων μετρητών από τα ATM αυξήθηκε σε 60 € ημερησίως, ενώ επιπλέον οι κάτοχοι λογαριασμών είχαν το δικαίωμα να αποσύρουν όλο το ποσό των 420 € μια φορά εβδομαδιαίως. Εξαιρέσεις για την ανάληψη μεγαλύτερων ποσών εφαρμόστηκαν για πληρωμές διοικητικών τελών και χρεών προς το κράτος. Οι εξαιρέσεις για την πρόωρη λήξη των προθεσμιακών καταθέσεων επεκτάθηκαν για την αγορά ακινήτων και την κάλυψη των εξόδων διαμονής μέχρι € 1800 το μήνα. Για κεφάλαια που καταθέτονταν από το εξωτερικό στην Ελλάδα, μπορούσε να αποσυρθεί το 10%. Οι πληρωμές ή τα εμβάσματα των ελληνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό επιτράπηκαν έως 5000 € ημερησίως και ανά πελάτη.

Μετά την πρώτη επιτυχημένη ανασκόπηση του 3ου ελληνικού μνημονίου διάσωσης του Αυγούστου του 2015 από τους πιστωτές του κράτους, τον Ιούνιο του 2016, η 11η υπουργική απόφαση για τον έλεγχο κεφαλαίων (2016) οδήγησε σε επιπλέον χαλάρωση των μέτρων των ελέγχων κεφαλαίου. Το όριο ανάληψης μετρητών ορίστηκε σε 840 € ανά δύο εβδομάδες και εξαιρέθηκε από αυτούς το 100% των ποσών που είχαν κατατίθενταν σε λογαριασμούς από τις 22 Ιουλίου 2016 και μετά, καταργήθηκαν οι απαγορεύσεις για την πρόωρη λήξη των προθεσμιακών καταθέσεων και την πρόωρη αποπληρωμή δανείων και αυξήθηκε από 500 € σε 1000 € η μεταφορά κεφαλαίων στο εξωτερικό ανά μήνα. Ωστόσο το όριο των μετρητών για τα άτομα που ταξιδεύουν στο εξωτερικό παρέμεινε στα € 2000.

Στις 15 Μαΐου 2017 σχεδιάστηκε και δημοσιεύθηκε ένας οδικός χάρτης για την χαλάρωση των ελέγχων κεφαλαίου από το Υπουργείο Οικονομικών, ενώ την 1η Σεπτεμβρίου 2017, η νέα αναθεώρηση των κεφαλαιακών ελέγχων εφαρμόστηκε μετά

την απόφαση του Υπουργού Οικονομικών, όπως δημοσιεύθηκε από την ελληνική κυβέρνηση στις 3 Αυγούστου 2017 (τεύχος 2723). Η νέα αναθεώρηση προέβλεπε τη σωρευτική απόσυρση των καταθέσεων μέχρι το ποσό των 1800 ευρώ σε μηνιαία βάση. Επιπλέον, νέες διατάξεις (υπό ειδικούς όρους) προέβλεψαν τη χαλάρωση των απαιτήσεων σχετικά με το άνοιγμα τραπεζικού λογαριασμού, τόσο από εταιρείες, όσο και από ιδιώτες. Επιπλέον, πραγματοποιούνται αποσύρσεις μετρητών έως και 50% συνολικά από ποσά που μεταφέρονται από ξένους λογαριασμούς μέσω μεταφοράς πίστωσης σε υφιστάμενους λογαριασμούς, που τηρούνται σε πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα και η διαδικασία καθορίζεται από την Επιτροπή Έγκρισης Συναλλαγών Συναλλαγών (European Parliament, 2017). Τελικά την 1^η Σεπτεμβρίου του 2019, οι έλεγχοι κεφαλαίου καταργήθηκαν.

Κεφάλαιο 2

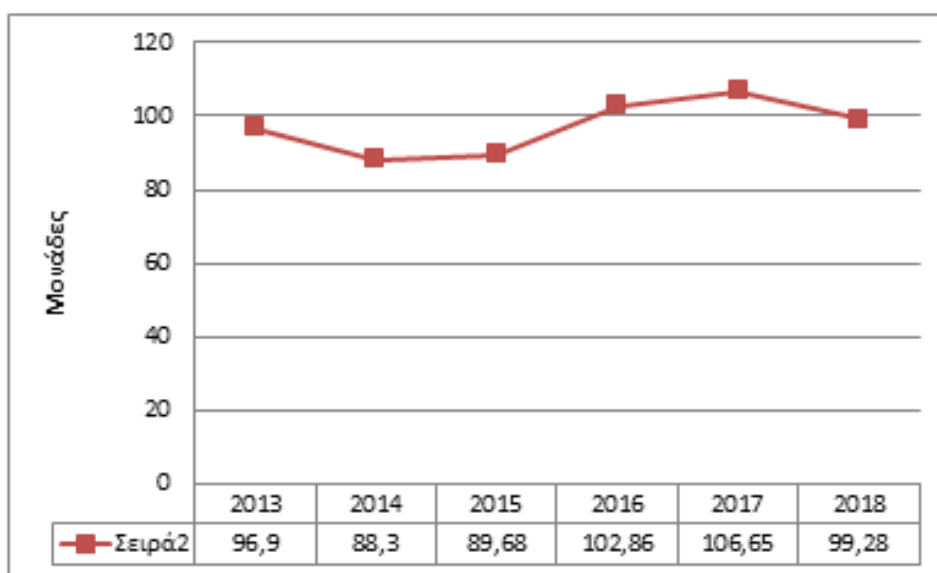
2.1 Επίδραση στον επιχειρηματικό τομέα

Οι έλεγχοι κεφαλαίου που εφαρμόστηκαν το τελευταίο τρίμηνο του 2015, είχαν σημαντική επίδραση στην λειτουργία των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τον ΣΕΒ (2015), σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο πολλές επιχειρήσεις αντιμετώπισαν προβλήματα καθυστέρησης στην παραγωγή τους λόγω της καθυστέρησης εισαγωγής πρώτων υλών που προμηθεύονταν από χώρες του εξωτερικού, παράλληλα με τις απαιτήσεις των προμηθευτών για 100% προπληρωμή των εμπορευμάτων πρώτων υλών, λόγω ανησυχιών αδυναμίας αποπληρωμής τους από τις ελληνικές επιχειρήσεις. Αυτό το πρόβλημα ήταν ιδιαίτερο έντονο, κατά την περίοδο της αργίας των τραπεζών στην Ελλάδα, καθώς οι παραγγελίες που γίνονται με ενέγγυες πιστώσεις δεν μπορούσαν να εκτελεστούν.

Εκτός από το πρόβλημα της προμήθειας των πρώτων υλών, οι περισσότερες επιχειρήσεις αντιμετώπισαν πρόβλημα ρευστότητας. Η αδυναμία επίτευξης ενός ικανοποιητικού επιπέδου ρευστότητας δημιούργησε αδυναμία στις επιχειρήσεις να τηρήσουν τους εμπορικούς και οικονομικούς όρους των αγορών τους, να πωλήσουν τα προϊόντα τους σε πελάτες του εσωτερικού που δεν διέθεταν internet banking, να καταβάλλουν τους μισθούς των εργαζομένων τους και γενικά να καταβάλλουν χρήματα και πόρους για την υλοποίηση των χρηματοδοτούμενων έργων τους. Πολλοί τομείς που επηρεάστηκαν σε μεγάλο βαθμό ως προς το παραπάνω πρόβλημα, ήταν οι μεταφορές και η τροφοδοσία καυσίμων. Όλα τα παραπάνω συνοδεύτηκαν επίσης από αδυναμία πληρωμών προς τα ασφαλιστικά ταμεία και τις άλλες δημόσιες υπηρεσίες, ακύρωση παραγγελιών, αθετήσεις συμβατικών υποχρεώσεων και φυσικά καταστολή της επιχειρηματικής δραστηριότητας (ΣΕΒ, 2015).

Μακροπρόθεσμα, η επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου φαίνεται να ήταν μικρότερη, κυρίως λόγω της προσαρμογής της οικονομίας και της λειτουργίας των επιχειρήσεων σε αυτούς. Σε ότι αφορά τον δείκτη του κύκλο εργασιών στην βιομηχανία, τον Σεπτέμβριο του 2015, οι πωλήσεις κατέγραψαν σημαντική υποχώρηση της τάξης του

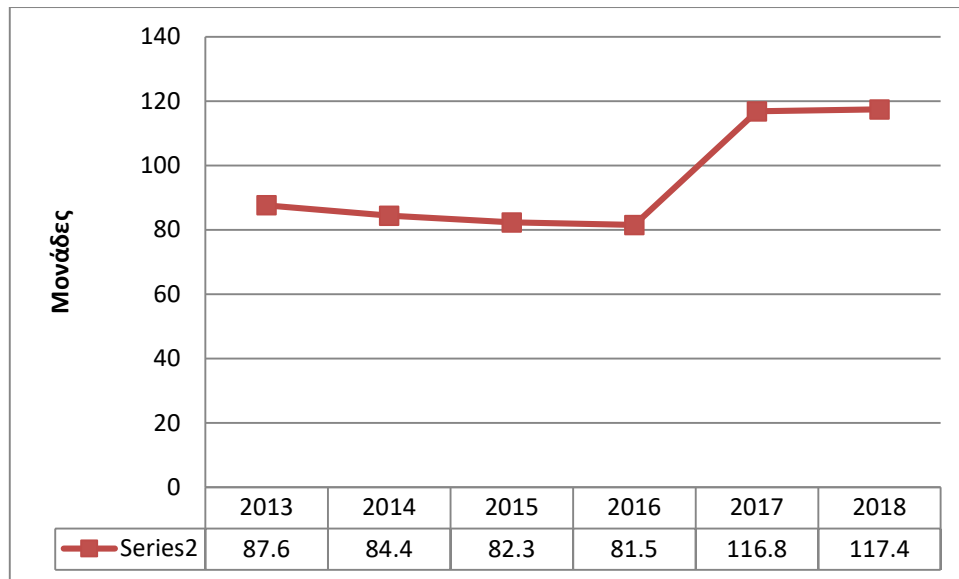
14,3% λόγω των ελέγχων κεφαλαίου, ωστόσο ένα χρόνο αργότερα, δηλαδή τον Σεπτέμβριο του 2016, οι πωλήσεις κινήθηκαν ανοδικά καταγράφοντας άνοδο της τάξης του 9,4% σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Πρέπει να σημειωθεί ότι διαχρονικά, και πριν την εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου, η τιμή του δείκτη του κύκλου εργασιών στην βιομηχανία είχε υποχωρήσει σε ακόμα χαμηλότερα επίπεδα το 1^ο τρίμηνο του 2013, από αυτά στα οποία κυμάνθηκε μετά την εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου (Μασουράκης, κ.α., 2016α). Περαιτέρω, και σύμφωνα με στοιχεία που δημοσιεύει η ΕΛΣΤΑΤ στα έτη που ακολούθησαν ο δείκτης παρουσίασε οριακή μείωση την περίοδο 2016/2017 κατά 2,6% και επίσης μικρή μείωση κατά 0,9% το 2017/2018 (Διάγραμμα 2.1).



Διάγραμμα 2.1. Δείκτης κύκλου εργασιών στην βιομηχανία, 2013-2019

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ (2019α)

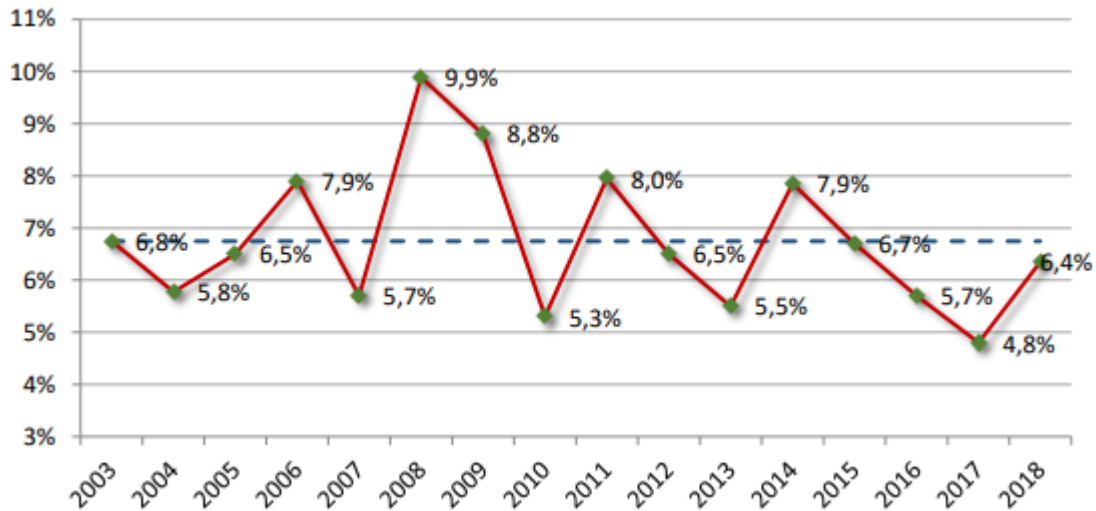
Από την άλλη ο δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο, φαίνεται να έχει αρκετά καλύτερη εξέλιξη, τόσο βραχυπρόθεσμα, όσο και μακροπρόθεσμα. Σε σύγκριση με τον Ιούνιο του 2014, τον Ιούνιο του 2015, ο δείκτης σημείωσε μόνο οριακή μείωση κατά 1,7%. Το 2016 κυμάνθηκε σε 81,5 μονάδες, το 2017 αυξήθηκε σε 116,8 μονάδες και το 2017/2018 σε 117,4 μονάδες (Διάγραμμα 2.2.).



Διάγραμμα 2.2. Δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο, 2013-2019

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ (2019β)

Φυσικά, εκτός από τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν στις επιχειρήσεις που ήδη λειτουργούσαν στην αγορά, οι έλεγχοι κεφαλαίου έπληξαν και την επιχειρηματικότητα. Αν και μέχρι τον Νοέμβριο του 2015, ο αριθμός των επιχειρήσεων που σταμάτησαν την λειτουργία τους δεν επηρεάστηκε σημαντικά, τον Δεκέμβριο του 2015, καταγράφηκε μια σημαντική και απότομη πτώση του αριθμού των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, καθώς περισσότερες από 3.000 επιχειρήσεις κυρίως μικρού και μεσαίου μεγέθους σταμάτησαν την λειτουργία τους (Μασουράκης, κ.α., 2016β). Επιπρόσθετα, σύμφωνα με την έκθεση του IOBE για την διαχρονική εξέλιξη της επιχειρηματικότητας στην χώρα, η επιχειρηματικότητα αρχικών σταδίων μειώθηκε κατακόρυφα από 7,9% που ήταν στα μέσα του 2014, σε 6,7% στα μέσα του 2015, σε 5,7% στα μέσα του 2016 και τελικά έφτασε στο κατώτερο σημείο της στα μέσα του 2017 σε 4,8%. Στην συνέχεια άρχισε να ανακάμπτει, φτάνοντας σε 6,4% στα μέσα του 2018 (Διάγραμμα 2.3). Φαίνεται λοιπόν, ότι τόσο οι περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίων, όσο και το οικονομικά αβέβαιο περιβάλλον στην Ελλάδα, λόγω της εφαρμογής των ελέγχων κεφαλαίου, αποθάρρυναν τα άτομα να ξεκινήσουν νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες (Τσακανίκας κ.α., 2019).



Διάγραμμα 2.3. Επιχειρηματικότητα αρχικών σταδίων στην Ελλάδα, 2003-2018

Πηγή: Τσακανίκας, κ.α. (2019)

2.2 Επίδραση στο ηλεκτρονικό εμπόριο

Σε αντίθεση με το εμπόριο στα φυσικά καταστήματα, το ηλεκτρονικό εμπόριο αγαθών παρουσίασε μεγαλύτερη άνοδο στην περίοδο μετά την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου και μέχρι σήμερα, με εξαίρεση το 1^ο έτος μετά την επιβολή. Η καταναλωτική συμπεριφορά μεταβλήθηκε ιδιαίτερα, καθώς οι καταναλωτές προτίμησαν να κάνουν αγορές μέσω των χρεωστικών και των πιστωτικών καρτών τους από το διαδίκτυο, προκειμένου να μην σπαταλούν το φυσικό χρήμα (Giannopoulos & Hyz, 2018).

Σύμφωνα με τους Antoniadis et al., (2018) πριν από την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου, τον Ιούνιο του 2015, στην Ελλάδα καταγραφόταν το χαμηλότερο ποσοστό χρήσης μετρητών για συναλλαγές λιανικής (95%) στην ΕΕ καθώς και το χαμηλότερο ποσοστό χρήσης πλαστικού χρήματος, τόσο για φυσικές, όσο και για ηλεκτρονικές αγορές. Αυτές οι τάσεις αντιστράφηκαν, καθώς μετά την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου αυξήθηκε η χρήση τόσο του πλαστικού χρήματος, όσο και των ηλεκτρονικών μέσω συναλλαγών. Σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία από την ΕΛΣΤΑΤ, με βάση το Α τρίμηνο κάθε έτους, το ποσοστό του πληθυσμού που

πραγματοποίησε έστω και μια αγορά από το διαδίκτυο μειώθηκε αρχικά από 33,8% το 2015 σε 32,8 το 2016 και στην συνέχεια αυξήθηκε σε 36,4% το 2017 και 40,2% το 2018 (Διάγραμμα 2.4.). Ο αριθμός των ατόμων που έκαναν ηλεκτρονικές αγορές στο διαδίκτυο αυξήθηκε κατά 11% το 2016/2017 φτάνοντας σε περίπου 2 εκ. άτομα (ΕΛΣΤΑΤ, 2019γ). Ως εκ τούτου και στην περίπτωση του ηλεκτρονικού εμπορίου παρατηρείται μόνο μια βραχυπρόθεσμη επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου.



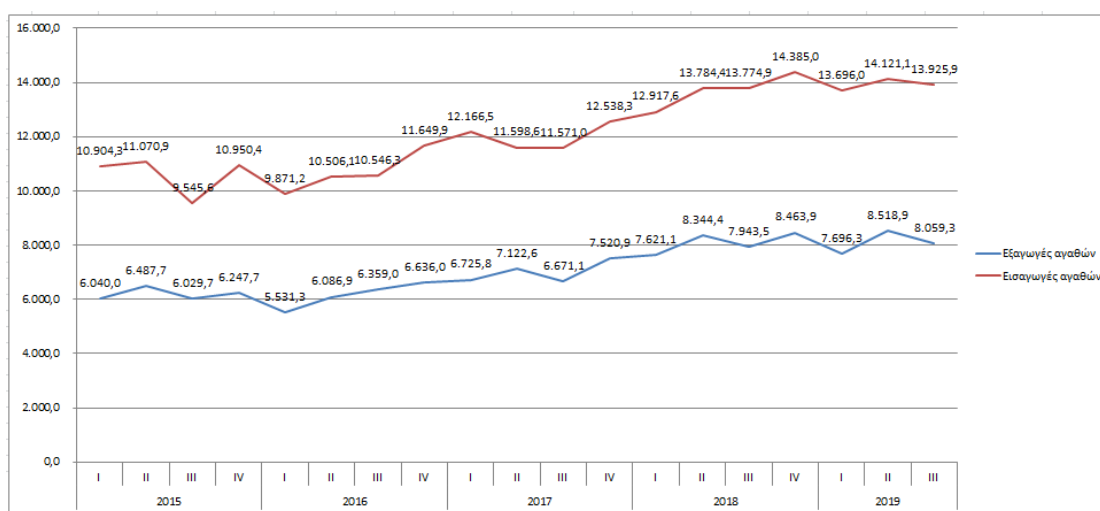
Διάγραμμα 2.4. Χρήση ηλεκτρονικού εμπορίου, 2012-2018 από άτομα ηλικίας 16-74 ετών στην Ελλάδα

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, (2019γ)

2.3. Επίδραση στις εισαγωγές-εξαγωγές

Δεδομένου ότι οι διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές συναλλαγές απαγορεύτηκαν ή απαιτούσαν την λήψη έγκρισης από ειδική επιτροπή του Υπουργείου Οικονομικών αυτό μεταφράζεται σε αυξημένο κόστος συναλλαγών για τις ελληνικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τομέα των εισαγωγών και εξαγωγών αγαθών. Οι εισαγωγές-εξαγωγές ήταν ένα από τα σημαντικότερα μεγέθη που επηρεάστηκαν από την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου (Delvenakioti, 2017). Σύμφωνα με έρευνα των Monokroussos et al., (2016) για λογαριασμό της Eurobank, οι εισαγωγές αγαθών μεταξύ του 2^{ου} τριμήνου του 2015 και του τρίτου τριμήνου του 2015 μειώθηκαν κατά 8,8%, ενώ η αντίστοιχη μεταβολή για το 3^ο τρίμηνο του 2015, σε σύγκριση με το 3^ο τρίμηνο του 2014 ήταν 20,1%. Αναλυτικότερα σύμφωνα με στοιχεία που αντλήθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδας, οι εισαγωγές ήταν αυτές που επηρεάστηκαν περισσότερο, καθώς η αξία τους μειώθηκε από 11.070, 9 εκ. € το 2^ο τρίμηνο του 2015

σε 9.545,6 εκ. € το τρίτο τρίμηνο του 2015, ενώ για το ίδιο χρονικό διάστημα οι εξαγωγές μειώθηκαν από 6.487,7 εκ. € σε 6.029,7 εκ. €. Το 4^ο τρίμηνο του 2015 η αξία τόσο των εισαγωγών, όσο και των εξαγωγών αυξήθηκαν σε 10.950,4 εκ. € και 6.247,7 εκ. € αντίστοιχα (ΤτΕ, 2020). Η μεγαλύτερη πτώση της αξίας των εισαγωγών, σε σύγκριση με τις εισαγωγές δικαιολογείται κυρίως από τα προβλήματα με την πληρωμή των προμηθευτών που αντιμετώπισαν οι επιχειρήσεις, εξαιτίας του περιορισμού στην κίνηση των κεφαλαίων (Delvenakioti, 2017; Monokroussos et al., 2016).



Διάγραμμα 2.5. Διαχρονική εξέλιξη αξίας εισαγωγών και εξαγωγών 2015-2019 ανά τρίμηνο

Πηγή: ΤτΕ, (2020)

Ωστόσο και πάλι, η επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου φαίνεται ότι ήταν βραχυπρόθεσμη, καθώς σε ετήσια βάση, η αξία των εισαγωγών αυξήθηκε από 42.576,5 εκ. € το 2016, σε 47.874,4 εκ. € το 2017 και σε 54.861,9 εκ. € το 2018. Αντίστοιχα η αξία των εξαγωγών αυξήθηκε επίσης από 24.613,2 εκ. € το 2016, σε 28.040,5 εκ. € το 2017 και σε 32.372,8 εκ. € το 2018. Η πτώση του ισοζυγίου πληρωμών λοιπόν, από -17.666,1 εκ. € το 2015, σε -17.960 εκ. €, δεν αντανακλά βελτιώσεις στην ανταγωνιστικότητα του εμπορίου στην Ελλάδα, αλλά ήταν το αποτέλεσμα της επιβολής των ελέγχων κεφαλαίου. Το εμπορικό ισοζύγιο συνέχισε να

μειώνεται με την πάροδο των ετών, φτάνοντας τελικά, σε -22.489,1 εκ. € το 2018. Τα ετήσια μεγέθη μεταβολής των εισαγωγών, εξαγωγών και του εμπορικού ισοζυγίου απεικονίζονται στον Πίνακα 2.1.

Πίνακας 2.1. Διαχρονική εξέλιξη αξίας εισαγωγών-εξαγωγών και εμπορικού ισοζυγίου στην Ελλάδα, 2015-2018

Έτος	2015	2016	2017	2018
Εμπορικό ισοζύγιο	-17.666,1	-17.960,3	-19.833,9	-22.489,1
Εξαγωγές αγαθών	24.805,1	24.613,2	28.040,5	32.372,8
Εισαγωγές αγαθών	42.471,2	42.573,5	47.874,4	54.861,9

Πηγή: ΤτΕ, (2020)

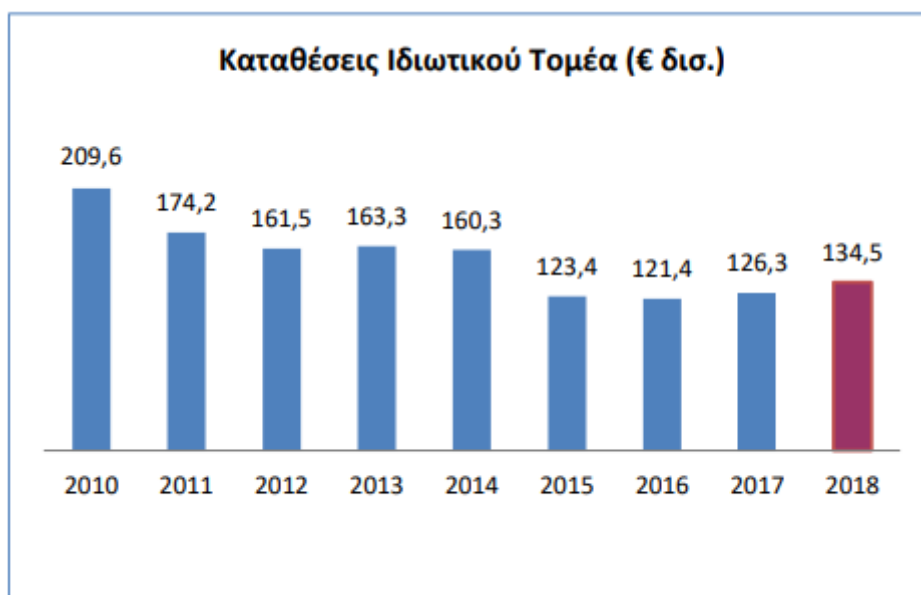
Οι Kotidis & Malliaropoulos (2018), οι οποίοι μελέτησαν επίσης την επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου στο ελληνικό εξαγωγικό εμπόριο βρήκαν ότι για τις επιχειρήσεις που ανήκουν στους διάφορους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, οι εξαγωγές αγαθών για αυτές που έχουν ένα υψηλότερο επίπεδο εξάρτησης από βραχυπρόθεσμες πιστώσεις μειώνονται σχετικά περισσότερο σε σχέση με τους τομείς με χαμηλότερη εξάρτηση. Διαπίστωσαν επίσης ότι οι ισολογισμοί των ασθενών τραπεζών προκαλούν μείωση της συνολικής πίστωσης, η οποία με τη σειρά της προκαλεί μείωση των συνολικών εξαγωγών των επιχειρήσεων.

2.4 Επίδραση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα

Είναι γνωστό, ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου εφαρμόζονται για την αποτροπή της κατάρρευσης των αδύναμων τραπεζικών συστημάτων, ενισχύοντας έτσι την ικανότητα τους να διατηρήσουν την ρευστότητα τους και την σταθερότητα τους (Kotidis & Malliaropoulos, 2015). Η οικονομική ύφεση που είχε ξεκινήσει στην Ελλάδα από το 2008-2009 οδήγησε σε σταδιακή μείωση των καταθέσεων εσωτερικού και εξωτερικού από 245,7 δις € το 2009, σε 173,2 δις € το 2014, μια τάση η οποία

κλιμακώθηκε περαιτέρω το 2015, καθώς το ύψος των καταθέσεων μειώθηκε περαιτέρω σε 149,03 δις € τον Μάρτιο του 2015. Συνολικά αυτό αντιστοιχεί σε μείωση κατά 98,9 δις € την περίοδο 2009-2015 (ΟΤΟΕ, 2015). Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδας, το τραπεζικό σύστημα στην περίοδο 2008-2017 έχασε σχεδόν το ήμισυ των τραπεζικών του καταθέσεων (ΤτΕ, 2020).

Η επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου είχε λοιπόν θετική επίδραση στην διατήρηση της ρευστότητας του τραπεζικού συστήματος. Σύμφωνα με έκθεση της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών (2018), οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα διατηρήθηκαν σε σταθερά επίπεδα μεταξύ των ετών 2015-2018 παρουσιάζοντας οριακή μόνο αύξηση. Ειδικότερα το ύψος των καταθέσεων κυμάνθηκε σε 123,4 δις € το 2015 και σε 126,3 δις € το 2017. Το 2018 παρουσίασε οριακή αύξηση σε 134,5 δις € (Διάγραμμα 2.6).



Διάγραμμα 2.6. Καταθέσεις ιδιωτικού τομέα, 2010-2018

Πηγή: Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2018)

Πέρα από την μείωση των τραπεζικών καταθέσεων, οι οποίες αύξησαν τον πιστωτικό κίνδυνο στο τραπεζικό σύστημα, το σύνολο των μη εξυπηρετούμενων δανείων αυξήθηκε κατακόρυφα, από 14,6 δις € το 2008, σε 106,5 δις € το 2015 στο ανώτερο σημείο τους (αύξηση κατά 629,4%) και στην συνέχεια μειώθηκαν το 2018 σε 81,8 δις € συντελώντας συνολικά στην μείωση των εσόδων του τραπεζικού συστήματος (ΤτΕ, 2020).

Σύμφωνα με έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδας, για την επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου στ τραπεζικό σύστημα, συνάγεται το συμπέρασμα ότι οι περιορισμοί που εφαρμόστηκαν βελτίωσαν τους δείκτες ρευστότητας του συστήματος και μετρίασαν την φυγή των κεφαλαίων στο εξωτερικό. Παράλληλα με τις υπόλοιπες εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα (ανακεφαλαιοποιήσεις και αποκατάσταση ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου), η εμπιστοσύνη των επενδυτών αυξήθηκε, επιτρέποντας έτσι την σταδιακή χαλάρωση και τελικά άρση των κεφαλαιακών περιορισμών. Οι καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα αν και σημείωσαν σημαντική μείωση κατά 24% μεταξύ μόλις ενός έτους (2014-2015), μετά την επιβολή των περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίου και μέχρι το τρίτο τρίμηνο του 2016 παρουσίασαν αύξηση κατά 2%, ενώ το ποσοστό απόδοσης τους έφτασε το 1,4% κατά την ίδια περίοδο (BoG, 2017).

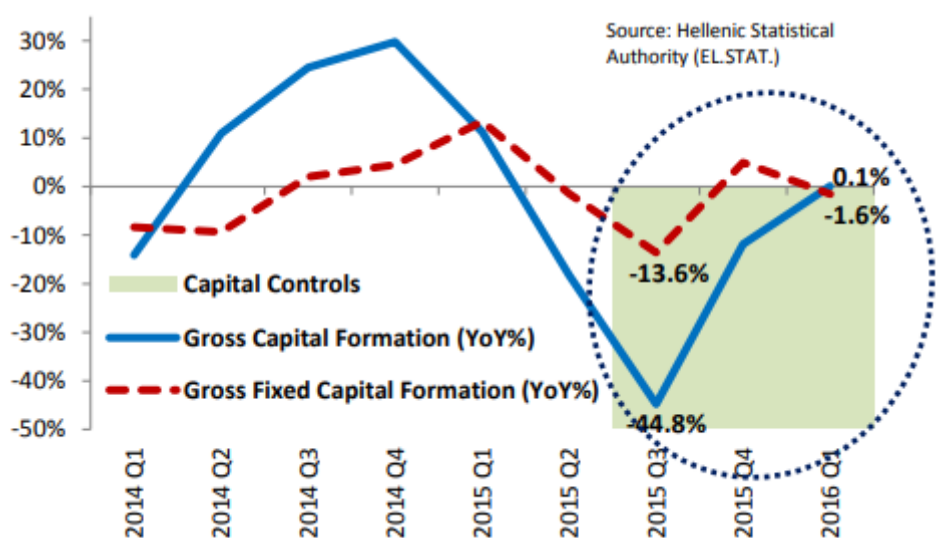
Οι προμήθειες των τραπεζών αυξήθηκαν επίσης, ως αποτέλεσμα της αύξησης της χρήσης ηλεκτρονικών μέσων πληρωμών και του πλαστικού χρήματος (BoG, 2017). Πράγματι, όπως δείχνει μια έκθεση της Eurobank, οι έλεγχοι κεφαλαίου αύξησαν το κόστος της χρήσης του φυσικού χρήματος και οι συναλλαγές με πλαστικό χρήμα αυξήθηκαν κατά 59% κατά την διάρκεια του 2^{ου} τριμήνου του 2015. Η χρήση τερματικών πληρωμής με κάρτες αυξήθηκαν στην εν λόγω τράπεζα κατά 16% στην ίδια περίοδο, όπως και η έκδοση νέων χρεωστικών καρτών μεταξύ του 1^{ου} και 2^{ου} τριμήνου του 2015 κατά 12,9%. Ο κύκλος εργασιών των μηχανημάτων POS αυξήθηκε επίσης κατά 12% (Monokrousos et al., 2016). Σύμφωνα με τους Petroulakis, Priftis & Rousakis (2017) στα έτη 2014-2016, έγιναν σχεδόν 80% περισσότερες συναλλαγές με κάρτες. Ωστόσο η αξία των συναλλαγών αυτών αυξήθηκε σε πολύ μικρότερο ποσοστό, κατά 16%, υποδεικνύοντας την σημαντική μείωση της μέσης αξίας/ συναλλαγή.

2.4 Επίδραση στις επενδύσεις

Τα αυξημένα επίπεδα αβεβαιότητας στην αγορά, όσο αφορά τις πιθανές μακροοικονομικές επιπτώσεις των ελέγχων κεφαλαίου, συχνά επηρεάζουν την επενδυτική δραστηριότητα, καθώς αυξάνουν τις συμπεριφορές αποφυγής ανάληψης

κινδύνου κατά την διάθεση νέων κεφαλαίων σε μια οικονομία. Ήταν λοιπόν αναμενόμενο, οι περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίου στην Ελλάδα να επιδεινώσουν την επενδυτική δραστηριότητα στην χώρα, καθώς και την κατάταξη της σε διάφορους δείκτες παγκόσμιας ανταγωνιστικότητας (Gogos & Stamatiou, 2015).

Δεδομένου ότι οι επενδύσεις εξαρτώνται άμεσα από την οικονομική ανάπτυξη, μειώθηκαν από το ξεκίνημα της ύφεσης στην χώρα. Ειδικότερα, ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου μειώθηκε από περίπου 22% του ΑΕΠ το 2008 σε περίπου -13% το 2015 (PWC, 2018). Μελετώντας ωστόσο τα τριμηνιαία δεδομένα παρατηρείται ότι η επίδραση αυτή, κατά την περίοδο των ελέγχων κεφαλαίου είναι βραχυπρόθεσμη, παρόμοια με τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη, καθώς το πρώτο τρίμηνο του 2016 ανέκαμψαν, χωρίς φυσικά να φτάσουν τα επίπεδα προς κρίσης (Διάγραμμα 2.7) (Μονοκρουσσοs et al., 2016).



Διάγραμμα 2.7. Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου στην Ελλάδα, 2014-2016 τριμηνιαία δεδομένα

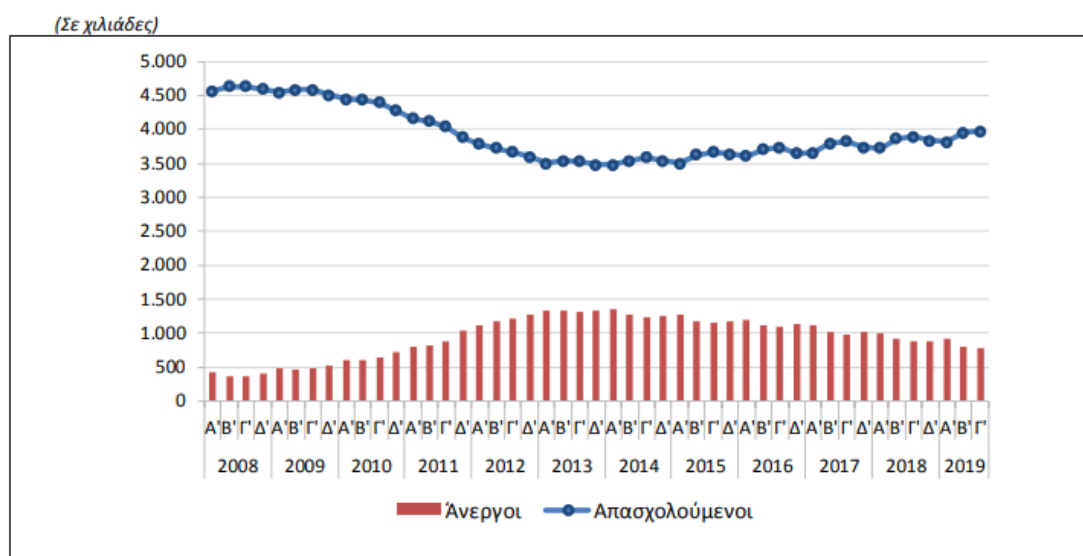
Πηγή: Monokroussos et al., (2016)

Γενικά ωστόσο οι ελληνικές επενδύσεις μειώθηκαν κατά την περίοδο της ύφεσης, από το 2009 και μετά, δημιουργώντας ένα έλλειμμα 99 δις €, σε σύγκριση με τις επενδύσεις στις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ, υποδεικνύοντας το χαμηλό επίπεδο ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας ανεξάρτητα από τους ελέγχους κεφαλαίου (PWC, 2018).

Σύμφωνα με τους Petroulakis, Priftis & Rousakis (2017), οι οποίοι μελέτησαν την επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου στην οικονομία, η συρρίκνωση της πιστοληπτικής ικανότητας, σε συνδυασμό με την αυξημένη αβεβαιότητα, επέφερε αρνητική επίδραση στον τομέα των επενδύσεων στην Ελλάδα, οι οποίες παρουσίασαν πτώση από 12% σε 10% του ΑΕΠ το 2015. Ωστόσο οι επενδύσεις δεν μειώθηκαν ανάλογα σε όλους τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας, καθώς για παράδειγμα στον τουρισμό οι επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 3,2% το 2015 και 22,7% το 2016, προερχόμενες στο μεγαλύτερο μέρος τους από ξένους επενδυτές, ενώ το ποσοστό των επενδύσεων στις μεταποιητικές βιομηχανίες κατέγραψε μείωση από 16% το 2014 σε 13,3% το 2015. Επίσης σύμφωνα με την έρευνα της PWC (2018), οι επενδύσεις στον τομέα των κατοικιών κατέρρευσαν κατά 67% μεταξύ των ετών 2007 και 2016.

2.5 Επίδραση στην απασχόληση- ανεργία

Η ανεργία, όπως και τα περισσότερα μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας μειώθηκαν μετά το ξεκίνημα της οικονομικής ύφεσης. Ειδικότερα, σύμφωνα με δεδομένα που δημοσιεύει η Ελληνική Στατιστική Αρχή (ΕΛΣΤΑΤ), το ποσοστό της ανεργίας από το 2008 αυξήθηκε σταδιακά από 7,9% τον Ιανουάριο του 2008, φτάνοντας σταδιακά στο υψηλότερο σημείο του, σε 27,2% τον Ιανουάριο του 2014 και στην συνέχεια άρχισε να μειώνεται, φτάνοντας τελικά σε 20,6% τον Ιούλιο του 2018 (ΕΛΣΤΑΤ, 2019). Μελετώντας τα τριμηνιαία δεδομένα παρατηρείται και πάλι βραχυπρόθεσμη επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου στην ανεργία, ενώ η απασχόληση δεν επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό.



Διάγραμμα 2.8. Απασχόληση και ανεργία στην Ελλάδα, 2008-2019 τριμηνιαία δεδομένα

Πηγή: Έρευνα Εργατικού Δυναμικού (2019);

2.6 Αποτελεσματικότητα ελέγχων κεφαλαίου στην Ελλάδα

Δεν υπάρχει μεγάλος αριθμός εμπειρικών δεδομένων που να δείχνει κατά πόσο οι έλεγχοι κεφαλαίου ήταν αποτελεσματικοί για τον σκοπό που εφαρμόστηκαν, ειδικότερα μετά την πρόσφατη άρση τους, ωστόσο υπάρχει γενική συμφωνία ότι παρά την αρνητική τους επίδραση στην οικονομία, ήταν ωφέλιμοι για την αποτροπή της κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι Samitas & Polyzos (2014) χρησιμοποιώντας το VBanking, ένα αντικειμενοστρεφή μοντέλο τραπεζικών προσομοιώσεων, εξέτασαν εάν οι έλεγχοι κεφαλαίου στην Ελλάδα εφαρμόστηκαν την κατάλληλη χρονική στιγμή, καθώς και την επίδραση τους στον τραπεζικό τομέα και την οικονομία. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, οι αρχές στην Ελλάδα καθυστέρησαν να αναλάβουν δράση, δεδομένου ότι οι περιορισμοί στις εκροές κεφαλαίου, εφαρμόστηκαν όταν ο δείκτης δανείων προς καταθέσεις ήταν σε ποσοστό 150%, το οποίο είναι ένα ποσοστό που είναι αρκετά υψηλότερο από τη μέγιστη αποδεκτή τιμή του 120%. Παρά την αργοπορία, τα αποτελέσματά τους έδειξαν επίσης ότι η υιοθέτηση των ελέγχων κεφαλαίου, περιόρισαν τις αρνητικές επιπτώσεις της εκροής κεφαλαίων στην οικονομία. Ωστόσο οι έλεγχοι κεφαλαίου είχαν αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία, μέσω της μείωσης των εταιρικών επενδύσεων, γεγονός που οδήγησε σε απώλεια της συνολικής παραγωγής. Οι ερευνητές προτείνουν ότι παρά το γεγονός ότι η έγκαιρη υιοθέτηση περιορίζει αυτές τις επιπτώσεις, οι αρχές πρέπει να αποφεύγουν εντελώς τον έλεγχο κεφαλαίων, όταν αντιμετωπίζουν μια τραπεζική κρίση και ότι θα πρέπει πρώτα να αξιοποιούνται άλλα μέτρα πολιτικής πριν την εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου.

Σε μια πιο πρόσφατη έρευνα, οι Petroulakis, Priftis & Rousakis (2017) μελέτησαν εμπειρικά τον κίνδυνο του Grexit και την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου στον τραπεζικό τομέα στην Ελλάδα. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ο κίνδυνος του Grexit οδηγεί τα νοικοκυριά να μειώσουν τις καταθέσεις τους εις βάρος των τραπεζικών ισολογισμών, να αυξήσουν τη ζήτηση μετρητών και να αυξήσουν την κατανάλωσή τους, υποδεικνύοντας ότι οι περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίων μετριάζουν την διαρροή καταθέσεων και προκαλούν ανακατανομή της κατανάλωσης σε επίσημα αγαθά.

Κεφάλαιο 3^ο

3.1 Επιβολή ελέγχων κεφαλαίου σε άλλες χώρες και αποτελεσματικότητα αυτών.

Οι ερευνητές έχουν εδώ και αρκετά χρόνια προσπαθήσει να μελετήσουν τον βαθμό στον οποίο οι έλεγχοι κεφαλαίου αποτελούν αποτελεσματικά εργαλεία στο πλαίσιο της μακροοικονομικής διαχείρισης. Σύμφωνα με τους Erten et al., (2019) υπάρχουν αρκετοί διάυλοι μέσω των οποίων οι έλεγχοι κεφαλαίου επηρεάζουν την οικονομία. Ο άμεσος διάυλος μέσω του οποίου ασκούν επίδραση, είναι ότι αλλάζουν το κόστος του διεθνούς κεφαλαίου ή περιορίζουν τις ποσότητες των ροών κεφαλαίου εντός ή εκτός μιας οικονομίας. Οι άμεσες επιδράσεις των ελέγχων κεφαλαίου έχουν τεκμηριωθεί σε διάφορες έρευνες, οι οποίες μελετούν δεδομένα από επιχειρήσεις.

Οι Alfaro, Chari και Kanczuk (2017) χρησιμοποιώντας τριμηνιαία στοιχεία από το 2006 έως το 2012 προκειμένου να διερευνήσουν τις επιπτώσεις των ελέγχων κεφαλαίου στα αποθέματα των εταιρειών στην Βραζιλία και στις πραγματικές επενδύσεις, βρήκαν ότι το μεγαλύτερο κόστος κεφαλαίου έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των αθροιστικών μη φυσιολογικών αποδόσεων και την πτώση των πραγματικών επενδύσεων. Οι επιπτώσεις αυτές βρέθηκαν να είναι μεγαλύτερες για τις μικρότερες επιχειρήσεις, αλλά και για τις περισσότερο εξαρτώμενες από την εξωτερική χρηματοδότηση.

Σύμφωνα με τους Erten et al., (2019), υπάρχουν επίσης διάφοροι έμμεσοι διάυλοι μέσω των οποίων οι έλεγχοι κεφαλαίου επηρεάζουν τη διεθνή ροή κεφαλαίων. Ειδικότερα κάνουν λόγο για δύο διαύλους επίδρασης: τον διάυλο σηματοδότησης και τον διάυλο προσδοκιών. Σύμφωνα με την λογική του πρώτου καναλιού επίδρασης, οι πολιτικές ελέγχου κεφαλαίου που ακολουθούν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής, δίνουν ένα «σήμα» στους ξένους επενδυτές, μέσω του οποίου οι τελευταίοι αξιολογούν το οικονομικό κλίμα στην χώρα που εφαρμόζει τους ελέγχους κεφαλαίου. Αυτό σημαίνει ότι οι ξένοι επενδυτές θα ανταποκριθούν αναλόγως προσαρμόζοντας

την επενδυτική τους θέση. Οι Bartolini και Drazen (1997) πρότειναν ότι οι επενδυτές ερμηνεύουν τους ελέγχους κεφαλαίων ως ένα μήνυμα ότι οι αρχές διστάζουν να δεσμευτούν για την κατάλληλη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική για τη διατήρηση της σταθερότητας. Οι επενδυτές μπορούν επίσης να ερμηνεύουν τους ελέγχους κεφαλαίων ως ένδειξη ενός εχθρικού περιβάλλοντος για ξένες επενδύσεις. Αντίθετα, η ελεύθερη εκροή κεφαλαίων σε αντίξοες οικονομικές καταστάσεις μπορούν να επιτρέψουν στους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής να δημιουργήσουν τη φήμη ότι ακολουθούν φιλικές προς τους επενδυτές πολιτικές. Οι Jinjarak, Noy και Zheng (2013) οι οποίοι εξέτασαν εμπειρικά τις επιπτώσεις των ελέγχων κεφαλαίου στην Βραζιλία μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση, διαπίστωσαν ότι η χαλάρωση τους απέτρεψε την περαιτέρω πτώση των κεφαλαίων και υποστήριξαν ότι ο κύριος διάυλος αυτής της επίδρασης ήταν ότι η αγορά αντιλήφθηκε ότι οι αρχές ήταν πιο φιλόξενες προς στους ξένους επενδυτές.

Σύμφωνα με την λογική του καναλιού των προσδοκιών, η επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου παρέχει στους διεθνείς επενδυτές νέες πληροφορίες σχετικά με το οικονομικό περιβάλλον στην χώρα και όχι σχετικά με το είδος ή τη φήμη του υπεύθυνου χάραξης πολιτικής που επιβάλλει τους ελέγχους, όπως γίνεται στο κανάλι σηματοδότησης. Για παράδειγμα, σε πολλές περιπτώσεις, οι έλεγχοι κεφαλαίου στις εκροές, έχουν ερμηνευτεί ως ένδειξη ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής είναι απελπισμένοι και οι χρηματοπιστωτικές αγορές βρίσκονται στο χείλος της κατάρρευσης. Ο Rossi (1999) διαπίστωσε ότι οι έλεγχοι στις εκροές κεφαλαίου σε μια χώρα, συνδέονται με υψηλότερο κίνδυνο νομισματικών και τραπεζικών κρίσεων (αν και μπορεί να υπάρξει κάποια αντίστροφη αιτιότητα). Οι Forbes et al. (2016) έδειξαν ότι τα κανάλια σηματοδότησης και προσδοκιών διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην εξήγηση των επιπτώσεων των ελέγχων κεφαλαίου στην Βραζιλία στις ξένες επενδύσεις και στην κατανομή του χαρτοφυλακίου των ξένων επενδυτών. Ειδικότερα διαπίστωσαν ότι η επιβολή ελέγχων κεφαλαίου στη χώρα επηρέασε σημαντικά τις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με τις μελλοντικές πολιτικές, τόσο στη Βραζιλία όσο και σε άλλες χώρες. Σε απόκριση, οι ξένοι επενδυτές αύξησαν την κατανομή κεφαλαίων τους σε άλλες χώρες, ενώ μείωσαν τις χορηγήσεις τους σε χώρες που θεωρήθηκαν πιο πιθανό να επιβάλουν ελέγχους κεφαλαίου στο μέλλον.

Σε ότι αφορά την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου, η βιβλιογραφία επικεντρώνεται κυρίως σε δύο ζητήματα: στον αντίκτυπο αυτών των εργαλείων

πολιτικής στον όγκο και στη σύνθεση των ροών κεφαλαίου και στην εξέταση του ρόλου των ελέγχων κεφαλαίου σε σχέση με διάφορους στόχους, όπως η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η ανεξαρτησία της νομισματικής πολιτικής από τους παγκόσμιους παράγοντες και οι συναλλαγματικές ισοτιμίες (τρίλημμα).

Οι Magud et al., (2011) διερεύνησαν την επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου στις βραχυπρόθεσμες ροές κεφαλαίου, χρησιμοποιώντας δύο δείκτες αποτελεσματικότητας ελέγχων κεφαλαίου, σε ένα δείγμα χωρών στις οποίες είχαν εφαρμοστεί έλεγχοι κεφαλαίου κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 90. Ειδικότερα το δείγμα του περιλάμβανε τις χώρες της Μαλαισίας (1992-1996, 1998-2000), της Ισπανίας (1995-1999) και της Ταϊλάνδης (1997-1998). Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι υπήρχε αποτελεσματικότητα στην περίπτωση της Μαλαισίας, όπου οι έλεγχοι κεφαλαίου συνεισέφεραν σε πιο ανεξάρτητη νομισματική πολιτική. Οι έλεγχοι κεφαλαίου ήταν επίσης αποτελεσματικοί στην μείωση των εκροών κεφαλαίου τόσο στην περίπτωση της Μαλαισίας και στην μείωση της πίεσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Ισπανία. Ωστόσο στις υπόλοιπες περιπτώσεις χωρών και περιόδων εφαρμογής ελέγχων κεφαλαίου υπήρχαν λίγες αποδείξεις σχετικά με την επιτυχία της επιβολής τους. Η βασική πολιτική συνέπεια είναι ότι οι έλεγχοι κεφαλαίων δεν αποτελούν ένα εργαλείο ενιαίου μεγέθους και η χρησιμότητά τους εξαρτάται τόσο από τον στόχο, όσο και από τον βαθμό ελευθέρωσης.

Σε μια άλλη έρευνα, οι Saborowski et al., (2014) μελέτησαν την αποτελεσματικότητα των περιορισμών στις εκροές κεφαλαίου σε ένα δείγμα 37 αναδυόμενων οικονομιών για την περίοδο 1995-2010, ως προς την μείωση των καθαρών εκροών κεφαλαίου. Διαπιστώθηκε ότι οι εν λόγω περιορισμοί ήταν αποτελεσματικοί υπό ορισμένες συνθήκες. Αρχικά, οι έλεγχοι βρέθηκε να είναι αποτελεσματικοί σε χώρες με καλύτερα μακροοικονομικά θεμελιώδη στοιχεία και ότι το επίπεδο αυστηρότητας του ελέγχου οδηγεί σε αύξηση των καθαρών εισροών κεφαλαίων που σταματά την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και μειώνει τα επιτόκια, ενισχύοντας την οικονομική δραστηριότητα. Το ευνοϊκό θεσμικό περιβάλλον και η ποιότητα των θεσμών, ήταν ακόμα ένας παράγοντας ο οποίος συνεισέφερε στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας των ελέγχων κεφαλαίου. Τα ισχυρά θεσμικά όργανα ενδέχεται να δημιουργήσουν μεγαλύτερη διαφάνεια, να ενισχύσουν το κράτος δικαίου και να περιορίσουν την κανονιστική αβεβαιότητα, αυξάνοντας την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Απουσία των παραπάνω συνθηκών, η αυστηρότερη εφαρμογή

περιορισμών στις εκροές κεφαλαίου, δεν οδηγεί στην μείωση των καθαρών εκροών, αλλά σε σημαντική μείωση των ακαθάριστων εισροών, κυρίως από αλλοδαπούς επενδυτές.

Οι Bruno et al. (2017) οι οποίοι μελέτησαν τριμηνιαία στοιχεία για ένα δείγμα 12 οικονομιών στην περιοχή της Ασίας-Ειρηνικού κατά την περίοδο 2004-2013 για να αξιολογήσουν τον αντίκτυπο των ελέγχων κεφαλαίου στις ροές κεφαλαίων (εισροές τραπεζών και ομολόγων) και τις εγχώριες πιστώσεις, διαπίστωσαν ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου είναι αποτελεσματικοί στην άμβλυνση των εισροών ομολόγων. Επιπλέον, οι έλεγχοι κεφαλαίων που στοχεύουν συγκεκριμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, τείνουν να προκαλούν αποτελέσματα υποκατάστασης προκαλώντας αύξηση των εισροών σε άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων.

Σε ένα δείγμα αναδυόμενων οικονομιών, οι Beirne και Friedrich (2017) δείχνουν ότι η αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου εξαρτάται από τη δομή του τραπεζικού τομέα. Οι Forbes και Warnock (2012) επιχείρησαν επίσης να προσδιορίσουν ποιοι παράγοντες συνδέονται με ακραίες καταστάσεις στις ροές κεφαλαίου, χρησιμοποιώντας δεδομένα για πάνω από 50 αναδυόμενες οικονομίες κατά την περίοδο 1980-2009. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου δεν σχετίζονται σημαντικά με κανένα είδος ακραίων καταστάσεων σε ροές κεφαλαίου.

Οι Baba και Kokenyne (2011) μελέτησαν την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου στις αυξήσεις των εισροών κεφαλαίων σε 4 χώρες (Βραζιλία, Κολομβία, Κορέα και Ταϊλάνδη) στη δεκαετία του 2000. Χρησιμοποίησαν μηνιαία στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων με συγκεκριμένο τύπο στοιχείων ενεργητικού (ΑΞΕ, μετοχές, ομόλογα, μέσα χρηματαγοράς κ.λπ.) και ένα μέτρο που βασίζεται στις τιμές των ελέγχων εισροής κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν ότι οι έλεγχοι συνδέθηκαν γενικά με τη μείωση των εισροών και την επιμήκυνση των ωριμοτήτων, αλλά η σχέση δεν ήταν στατιστικά σημαντική σε όλες τις περιπτώσεις και οι επιπτώσεις ήταν προσωρινές.

Σε μια άλλη έρευνα οι Habermeier et al. (2011), επιχείρησαν να αξιολογήσουν την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου σε 13 αναδυόμενες οικονομίες και διαπίστωσαν ότι η επίδραση τους στον όγκο των εισροών κεφαλαίων δεν ήταν σημαντική. Ομοίως οι Forbes et al., (2015) δεν βρήκαν σημαντική επίδραση των

ελέγχων κεφαλαίου στις ροές χαρτοφυλακίου και σε άλλες μακροοικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές σε ένα δείγμα 60 αναδυόμενων οικονομιών.

Η δεύτερη ομάδα ερευνών αποτελεσματικότητας περιλαμβάνει εμπειρικές μελέτες, οι οποίες διερεύνησαν την επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου σε χρηματοοικονομικούς και νομισματικούς δείκτες. Το τρίλημμα των ανοιχτών οικονομιών συνεπάγεται ότι δεν είναι δυνατόν να υπάρχει σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, ανοιχτές κεφαλαιαγορές και ανεξαρτησία της νομισματικής πολιτικής. Εάν μια χώρα είναι ανοικτή στις ροές κεφαλαίων, αντιμετωπίζει εμπόδια μεταξύ της σταθερότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας και της ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής. Η χρήση ελέγχων κεφαλαίου στις εισροές επιτρέπει στις αρχές να αυξήσουν τα επιτόκια χωρίς ισχυρές επιπτώσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία. Ως εκ τούτου, η ρύθμιση των ροών κεφαλαίων με αντικυκλικό τρόπο αποτελεί ένα εμπόδιο στις επιδράσεις των ροών κεφαλαίων στα επιτόκια και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες (Erten et al., 2019).

Σε μια πρόσφατη έρευνα, οι Pasricha et al., (2018), αξιολόγησαν την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου σε 17 αναδυόμενες οικονομίες στην χρονική περίοδο 2000-2011. Ειδικότερα αξιολογήθηκαν οι εγχώριες επιπτώσεις των περιορισμών κεφαλαίου και δείχθηκε αρχικά ότι δεν υπήρχαν επαρκή αποδεικτικά στοιχεία αποτελεσματικότητας ως προς τη δημιουργία των επιθυμητών πολιτικών αποτελεσμάτων ή των συνθέσεων του τρίληματος της νομισματικής πολιτικής (σταθεροποίηση συναλλαγματικής ισοτιμίας, ελεύθερη ροή κεφαλαίων χωρίς καμία σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και αυτόνομη νομισματική πολιτική). Εφόσον οι έλεγχοι είχαν επιθυμητό αντίκτυπο στις καθαρές εισροές κεφαλαίων, στην αυτονομία της νομισματικής πολιτικής ή στη συναλλαγματική ισοτιμία, το μέγεθος αυτών των επιπτώσεων ήταν γενικά μικρό με βάση τα στοιχεία της έρευνας. Τα μέτρα περιορισμού των καθαρών εισροών επιτρέπουν μεγαλύτερη αυτονομία της νομισματικής πολιτικής, αλλά δεν μειώνουν τις καθαρές εισροές κεφαλαίων ή αποδυναμώνουν τη συναλλαγματική ισοτιμία, υποδηλώνοντας ότι δεν καταφέρνουν να κλείσουν αποτελεσματικά τον λογαριασμό κεφαλαίου. Στην έρευνα πραγματοποιήθηκαν επίσης αναλύσεις για την αποτελεσματικότητα τους πριν και μετά την παγκόσμια οικονομική ύφεση. Πριν από την παγκόσμια οικονομική κρίση, αυτή η έλλειψη αποτελεσματικότητας ήταν εξαρτώμενη από τη συμπεριφορά των ακαθάριστων εκροών, οι οποίες αντιστάθμισαν τον αντίκτυπο των μέτρων μείωσης των εισροών στις ακαθάριστες εισροές. Μετά την οικονομική κρίση, η άφθονη

παγκόσμια ρευστότητα και η μειωμένη κερδοφορία λόγω των ελλειπών επενδυτικών ευκαιριών, φαίνεται ότι έπαιξαν ρόλο στον περιορισμό των επιπτώσεων στις καθαρές εισροές κεφαλαίων.

Οι Ostry et al. (2012) δεν βρήκαν σημαντική σχέση μεταξύ των ελέγχων κεφαλαίου και των εγχώριων πιστώσεων, ενώ αντίθετα, οι Forbes et al. (2015) έδειξαν την ύπαρξη μιας αρνητικής επίδρασης των ελέγχων κεφαλαίου στην εγχώρια πιστωτική επέκταση, ενώ η επίπτωση στην ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία ήταν σημαντική μόνο μετά την κατάργηση των ελέγχων στις εκροές κεφαλαίων. Σε ένα δείγμα αναδυόμενων οικονομιών, οι Hoggarth et al. (2016) διαπίστωσαν ότι οι εισροές κεφαλαίων σε οικονομικά ανοικτές χώρες είναι πιο ευαίσθητες στην παγκόσμια αστάθεια, υπονοώντας ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου μειώνουν την ευαισθησία μιας χώρας σε παράγοντες ώθησης. Οι Ostry et al. (2010) διερεύνησαν το κατά πόσον οι έλεγχοι κεφαλαίου επηρεάζουν την πιθανότητα κρίσης στις αναδυόμενες οικονομίες, εκτιμώντας ότι οι χώρες που έχουν υιοθετήσει ελέγχους κεφαλαίων, ιδίως όσον αφορά τις εισροές κεφαλαίου, ήταν λιγότερο εκτεθειμένες στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Αντίθετα οι Blundell-Wignall και Roulet (2014), μελετώντας τα ίδια δεδομένα με τους Ostry et al., (2010) και χρησιμοποιώντας μια διαφορετική μεθοδολογία, έδειξαν αφενός ότι οι λιγότεροι περιορισμοί στους ελέγχους κεφαλαίου συνδέονται με καλύτερα αποτελέσματα ανάπτυξης κατά τη διάρκεια της κρίσης και αφετέρου ότι πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οι έλεγχοι κεφαλαίου βοήθησαν τις αναδυόμενες οικονομίες να διατηρήσουν υποτιμημένα νομίσματα και συνεπώς να επωφεληθούν από τις μεγαλύτερες καθαρές εξαγωγές και κατά συνέπεια από τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης.

3.2 Οι έλεγχοι κεφαλαίου στην Αργεντινή

3.2.1 Σύντομη οικονομική ιστορία Αργεντινής

Η οικονομική ιστορία της Αργεντινής χαρακτηρίζεται από περιόδους αναταραχής, υπερπληθωρισμού και νομισματικής αστάθειας. Από την ανεξαρτησία της Αργεντινής

από την Ισπανία το 1816, η χώρα ήταν αντιμέτωπη με τον επίμονο πληθωρισμό, επειδή τόσο οι επαρχίες της, όσο και η εθνική της κυβέρνηση χρηματοδοτούσαν τα δημοσιονομικά ελλείμματα, τυπώνοντας νέο χρήμα για σχεδόν μισό αιώνα. Στα τέλη του 1800 οι νέες τεχνολογίες και η ανάπτυξη του εμπορίου με την Ευρώπη, συνεισέφεραν στην οικονομική της ανάπτυξη. Ως αποτέλεσμα της αύξησης των εξαγωγών, το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) ανά άτομο αυξήθηκε κατά 2,5% ετησίως από το 1870 έως το 1913. Ωστόσο, τα δημοσιονομικά προβλήματα της ομοσπονδιακής κυβέρνησης οδήγησαν σε σύντομη οικονομική κρίση την περίοδο 1890-1891 (Davis & Gallman, 2001).

Από το 1895 και μετά, η χώρα γνώρισε ξανά περίπου 20 χρόνια ανάπτυξης και κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου προσέλκυσε άμεσες ξένες επενδύσεις, κυρίως από τη Βρετανία, καθώς και ξένους εργαζόμενους κυρίως από την Ισπανία και την Ιταλία (Davis & Gallman, 2001). Αργότερα από το 1902 έως το ξέσπασμα του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου, η χώρα εφάρμοσε ένα σύστημα «νομισματικού συμβουλίου» το οποίο προσάρμοσε το πέσο (εθνικό νόμισμα Αργεντινής) στην τιμή του χρυσού με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και ένα ορισμένο ποσό τραπεζογραμμάτων που είχαν εκδοθεί από την κυβέρνηση υποστηρίχθηκαν 100% από χρυσό ή άλλους τίτλους εκφρασμένους σε χρυσό. Ωστόσο μετά το ξεκίνημα του πολέμου, λόγω των μεγάλων οικονομικών δυσκολιών, το σύστημα αυτό εγκαταλείφθηκε το 1914. Δύο χρόνια μετά το τέλος του πολέμου, η οικονομία της χώρας αναπτύχθηκε ξανά και το νομισματικό συμβούλιο θεσπίστηκε ξανά το 1927, για να καταργηθεί και πάλι το 1929 κατά την διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης (Levey et al., 2014).

Αργότερα, το 1935 η Αργεντινή αποφάσισε να αντικαταστήσει το γραφείο έκδοσης νομισμάτων με μια κεντρική τράπεζα. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1930 σημαντικοί εμπορικοί εταίροι της Αργεντινής έκαναν μποιϊκοτάζ στις εξαγωγές της χώρας και η κυβέρνηση εισήγαγε μια πολιτική υποκατάστασης εισαγωγών ως απόκριση στις διακρίσεις. Αυτό σήμαινε ότι η οικονομία χαρακτηριζόταν από υψηλά τιμολόγια και ήταν σε μεγάλο βαθμό κλειστή και αυτοδύναμη. Ως αποτέλεσμα, η οικονομία της επηρεάστηκε ελαφρώς μόνο από την Μεγάλη Ύφεση στην δεκαετία του 1930, αλλά αργότερα πλήγηκε από την υποκατάσταση των εισαγωγών (Paolera & Taylor, 2003).

Από το 1945 και μετά ο υψηλός πληθωρισμός κατέστη ένα πολύ σημαντικό πρόβλημα για την Αργεντινή. Ο κυβερνητικός δανεισμός αυξήθηκε και δεν ήταν δυνατό να χρηματοδοτηθεί από τα έσοδα από φόρους, αυξάνοντας ως εκ τούτου τα επίπεδα του δανεισμού από τις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές. Ως αποτέλεσμα η κυβέρνηση εξαρτήθηκε σε μεγάλο βαθμό από την τύπωση νέου χρήματος προκειμένου να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματα της. Αργότερα στην περίοδο της δεκαετίας του 1960, η χώρα κατάφερε να διατηρήσει τον πληθωρισμό κατά από 100%, το οποίο οδήγησε στην ανάπτυξη της οικονομίας της. Λόγω της αδύναμης οικονομικής διαχείρισης από την κυβέρνηση στο ξεκίνημα της δεκαετίας του 70, ο πληθωρισμός αυξήθηκε ξανά σε 135% το 1975. Ένα έτος αργότερα ανέβηκε στην εξουσία η στρατιωτική χούντα, η οποία δεν ήταν σε θέση να εφαρμόσει τις απαραίτητες οικονομικές μεταρρυθμίσεις. Το 1983, η εξουσία μεταβιβάστηκε στον Raúl Alfonsín, ο οποίος επίσης απέτυχε στην αποτελεσματική οικονομική διαχείριση της χώρας και ο πληθωρισμός αυξήθηκε και πάλι σε 4.923%, με αποτέλεσμα το οικονομικό χάος και την παραίτηση του Raúl Alfonsín το 1989. Σε ότι αφορά το ΑΕΠ, συνολικά, από το 1913 μέχρι το 1990 το πραγματικό κατά κεφαλή ΑΕΠ της χώρας αυξανόταν μόνο κατά 0,7% ετησίως, όταν το ΑΕΠ των άλλων κρατών της Νοτίου Αμερικής αυξανόταν με ρυθμό 1,6 έως 1,9% (Maddison, 2001).

Όταν ο Carlos Menem ανέλαβε χρέη πρωθυπουργού το 1989, μετάβαλλε ριζικά το τοπίο της οικονομίας, ακολουθώντας μια προσέγγιση ελεύθερης αγοράς, αναπτύσσοντας σχέδια για την ενίσχυση της σταθεροποίησης και της απελευθέρωσης της οικονομίας. Μεταξύ άλλων μεταρρυθμίσεων, ο Menem άρχισε να μειώνει τους φραγμούς στις εισαγωγές και τους ελέγχους κεφαλαίου, εφάρμοσε ιδιωτικοποιήσεις στην δημόσια περιουσία, έκανε μεταρρυθμίσεις στο συνταξιοδοτικό σύστημα και εφάρμοσε περικοπές στο προϋπολογισμό λαμβάνοντας μέτρα δημοσιονομικής αusterότητας (Lazzarini, 2009). Μεγάλοι διεθνείς οργανισμοί, όπως το ΔΝΤ και η Wall Street υποστήριζαν τις μεταρρυθμίσεις αυτές. Ως αποτέλεσμα η πρόσβαση σε σχετικά φθινό δανεισμό αυξήθηκε (Van de Wiel, 2013).

Το 1991 ο Menem διόρισε τον οικονομολόγο Domingo Cavallo ως υπουργό οικονομικών, ο οποίος εφάρμοσε ένα σχέδιο για την μείωση του υπερπληθωρισμού της χώρας σε κάτω από 3.000% (1989) μέσω της πρόσδεσης του πέσο με το δολάριο, με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Ένα νομισματικό συμβούλιο δημιουργήθηκε για τον σκοπό αυτό. Κατά τον τρόπο αυτό αποτράπηκε η διαδικασία της

χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων με τη δημιουργία νέου χρήματος . Ο ετήσιος πληθωρισμός υποχώρησε από 1.344% το προηγούμενο έτος σε 29%. Τρία χρόνια αργότερα, το 1994, ο πληθωρισμός ήταν κάτω από 4% και συνέχισε να μειώνεται στα επόμενα χρόνια. Ο ρυθμός ανάπτυξης του πραγματικού κατά κεφαλή ΑΕΠ αυξήθηκε κατά περισσότερο από 10% το 1991 και το 1992, πριν φτάσει σε κανονικά επίπεδα κάτω από 4% το 1993 και το 1994. Επιπρόσθετα, η χώρα προσέλκυσε ξένες επενδύσεις, που οδήγησαν στην αναβάθμιση των υποδομών της. Ωστόσο τα επίπεδα ανεργίας παρέμειναν υψηλά το 1989 και το 1999, λόγω των αυστηρών εργατικών νόμων και των υψηλών επιπέδων φορολόγησης (Saxton, 2003).

3.2.1 Σύντομο ιστορικό οικονομικής ύφεσης στην Αργεντινή

Το 2001-02 η Αργεντινή αντιμετώπισε μία από τις χειρότερες οικονομικές κρίσεις στην ιστορία της. Η κρίση ξεκίνησε έπειτα από μια δεκαετία σχετικά ισχυρών οικονομικών επιδόσεων, όπου η Αργεντινή αποτελούσε πρότυπο επιτυχημένης μακροοικονομικής πολιτικής και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στο πλαίσιο της χρηματοπιστωτικής παγκοσμιοποίησης. Μετά από μια μακρά περίοδο όπου ολόκληρη η χώρα υπέφερε από οικονομική αστάθεια, συμπεριλαμβανομένης της κρίσης χρέους της Λατινικής Αμερικής και υπερπληθωρισμού της δεκαετίας του 1980, η Αργεντινή ήταν σε θέση να μειώσει τον πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα, να επιτύχει σταθερή αύξηση της παραγωγής και να αντέξει επιτυχώς την κρίση της τεκίλα στα μέσα της δεκαετίας του '90. Παρά τις ισχυρές οικονομικές της επιδόσεις, τις οικονομικές μεταρρυθμίσεις και τα προληπτικά μέτρα που λήφθηκαν, τα περισσότερα από αυτά μετά από μια σειρά προγραμμάτων που χρηματοδοτήθηκαν από το ΔΝΤ (Damill, et al., 2006).

Το 2001 οι υποκείμενες ευπάθειες του ισχύοντος συστήματος κατέστησαν μη βιώσιμες και σε συνδυασμό με αποκλίσεις στη διαμόρφωση της πολιτικής έφεραν τη χώρα σε κατάσταση οικονομικής κρίσης με σοβαρές επιπτώσεις στην απασχόληση και πολλές κοινωνικές συνέπειες. Αναγνωρίζεται ευρέως ότι η βασική ευπάθεια στην Αργεντινή ήταν η συνεχής αύξηση του χρέους του δημόσιου τομέα. Τα επακόλουθα

γενικά ελλείμματα, αν και χαμηλά (περίπου 1,5% του ΑΕγχΠ κατά την περίοδο 1992-1998), συνδυάστηκαν με την αύξηση των δαπανών εκτός προϋπολογισμού, οι οποίες αύξησαν τις ανάγκες δανεισμού άνω του 3% του ΑΕΠ ετησίως, αυξάνοντας τις πληρωμές τόκων επί του ισοζυγίου. Ως εκ τούτου, η διαρθρωτική δημοσιονομική κατάσταση επιδεινώθηκε στην αρχή της δεκαετίας στο -2,75% το 1998. Κατά συνέπεια, το δημόσιο χρέος αυξήθηκε από 18% σε 35% από το 1992 έως το 1998. Επομένως, η αυξημένη εξάρτηση από τις ιδιωτικές ροές κεφαλαίων δημιουργήθηκαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας προσπαθώντας να καλύψουν τις αυξανόμενες δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα (Levey et al., 2014).

Το χαμηλό μερίδιο των εξαγωγών στην οικονομία (περίπου 9% του ΑΕΠ τη δεκαετία του '90) περιόρισε την ικανότητα του εξωτερικού τομέα να λειτουργήσει ως αποθεματικό, ενάντια στις ξαφνικές μεταβολές της εγχώριας ζήτησης. Επιπλέον το 1998 η υψηλή συγκέντρωση των εξαγωγών σε πρωτογενή προϊόντα και η έλλειψη διαφοροποίησης της αγοράς - το 45% των προϊόντων εξήχθησαν στη Mercosur, τη Χιλή και τη Βολιβία- ενίσχυσαν την αδυναμία του εξωτερικού τομέα. Αυτό σήμαινε ότι η χώρα ήταν ευάλωτη στις μετατοπίσεις της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Αυτή η κατάσταση ήταν ιδιαίτερα ανησυχητική, η οποία υπό το καθεστώς του νομισματικού συμβουλίου, χρειάστηκε διεθνή αποθέματα για να στηρίξει το νόμισμά της. Ωστόσο, το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Αργεντινή παρέμεινε σχετικά με ανεπτυγμένο- με χαμηλή κεφαλαιοποίηση της αγοράς, συνολική εγχώρια πίστωση, πίστωση του ιδιωτικού τομέα, κ.λπ. - και δεν είχε την ικανότητα να αντιμετωπίσει τους κινδύνους αυτής της αυξανόμενης ανάγκης για ροή κεφαλαίων. Το μικρό μέγεθος του εγχώριου χρηματοπιστωτικού τομέα ενθάρρυνε τη μεγάλη εξάρτηση από την εξωτερική χρηματοδότηση και την εκτεταμένη άτυπη δολαριοποίηση (Lazzarini, 2009).

Επιπλέον, η εκτεταμένη διαδικασία ιδιωτικοποίησης που ακολούθησε στην Αργεντινή από το 1990 και μετά, η ελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα και η εφαρμογή του προγράμματος σταθεροποίησης - χάρη στο οποίο συγκεντρώθηκε μεγάλο απόθεμα - αύξησαν την είσοδο ξένων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ενθάρρυναν την ουσιαστική ενοποίηση των υφιστάμενων. Ενώ οι μετασχηματισμοί αυτοί βελτίωσαν τη δύναμη και την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού τομέα, το κατέστησαν πιο ευάλωτο στον πιστωτικό κίνδυνο σε περίπτωση υποτίμησης - λόγω της ανεπίσημης δολαριοποίησης - και στην αυξημένη δημοσιονομική αστάθεια.

Επιπλέον, μετά τις μεταρρυθμίσεις στον τραπεζικό τομέα, οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, χρηματοδοτήθηκαν ελλιπώς, παρεμποδίζοντας την προώθηση των προοπτικών ανάπτυξης (Lazzarini, 2009).

Αυτά τα τρωτά σημεία ήταν ακόμη πιο σημαντικά στο πλαίσιο του προγράμματος διαρθρωτικής προσαρμογής της Αργεντινής. Το πρόγραμμα περιελάμβανε την ιδιωτικοποίηση, τη φορολογική μεταρρύθμιση, την απελευθέρωση του εμπορίου και την υιοθέτηση του νομισματικού συμβουλίου. Η μεταρρύθμιση αυτή επέφερε σημαντικά οφέλη, αλλά με την παρακράτηση της χρήσης της νομισματικής πολιτικής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως μέσου προσαρμογής. Η εγχώρια ρευστότητα και πίστωση, υπό αυτές τις συνθήκες, εξαρτιόταν πλήρως από τις μεταβολές των συναλλαγματικών διαθεσίμων, οι οποίες οφείλονται στα αποτελέσματα του ισοζυγίου πληρωμών. Επομένως, η μακροοικονομική σταθεροποίηση έπρεπε να επέλθει μέσω της δημοσιονομικής πολιτικής, η οποία απαιτούσε μεγαλύτερο δημοσιονομικό χώρο και ευελιξία στην οικονομία (Lazzarini, 2009).

Η κρίση στην Αργεντινή ξεκίνησε με την διαρροή καταθέσεων στις τράπεζες από τον ιδιωτικό τομέα, κατά περισσότερο από το 6% της βάσης των καταθέσεων και τα τραπεζικά αποθεματικά μειώθηκαν κατά 2 δις € κατά τη διάρκεια της 28ης και 30ης Νοεμβρίου 2001. Επιθετικές διαμαρτυρίες και ταραχές ακολούθησαν τις κυβερνητικές προσπάθειες για τον έλεγχο των τραπεζών και του συναλλάγματος. Η πολιτική κατάσταση επιδεινώθηκε, αναγγέλθηκε μερική αδυναμία αποπληρωμής του δημόσιου χρέους και τελικά το νομισματικό συμβούλιο έπεσε τον Ιανουάριο του 2002 (Lazzarini, 2009).

3.2.2 Η επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου στην Αργεντινή

Τον Δεκέμβριο του 1999, όταν ο Fernando De la Rúa έγινε πρωθυπουργός της χώρας, σκοπός της πολιτικής του ήταν να μειώσει το υψηλό έλλειμμα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού 2,5% του ΑΕΠ, προκειμένου να αυξηθεί η εμπιστοσύνη στα δημόσια οικονομικά, να μειωθούν τα επιτόκια και να ενισχυθεί η εθνική οικονομία. Η

νέα κυβέρνηση προετοίμασε έναν περιοριστικό προϋπολογισμό για το 2000, ο οποίος χρηματοδοτήθηκε με μια νέα τριετή συμφωνία stand-by με το ΔΝΤ, ύψους 5,4 δις ΕΤΑ (περίπου 7 δις δολ.), που εγκρίθηκε τον Μάρτιο του 2000. Μέσω του προγράμματος του ΔΝΤ θεωρήθηκε ότι το έλλειμμα του δημόσιου προϋπολογισμού θα μειωνόταν από 3,8% του ΑΕΠ το 1999, σε 2,3% του ΑΕΠ το 2000. Το πρόγραμμα θεώρησε επίσης ότι η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος θα οδηγούσε σε βελτίωση της εμπιστοσύνης των ξένων επενδυτών, χαμηλότερο κόστος και καλύτερη πρόσβαση στην εξωτερική ιδιωτική χρηματοδότηση. Με τη σειρά τους, το χαμηλότερο κόστος και η καλύτερη διαθεσιμότητα της εξωτερικής χρηματοδότησης θα στήριζαν την επενδυτική δραστηριότητα και την οικονομική ανάπτυξη, ενδεχομένως περισσότερο από το να εξουδετερωθεί πλήρως η αρνητική επίπτωση των δημοσιονομικών περιορισμών (Levey et al., 2014).

Το πραγματικό ΑΕΠ προβλεπόταν να αυξηθεί κατά 3,4% το 2000, ωστόσο η προσδοκία αυτή δεν επιβεβαιώθηκε και η υπόθεση ότι η αυστηρότερη δημοσιονομική πολιτική θα είχε ως αποτέλεσμα τη βελτίωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών δεν επιβεβαιώθηκε. Το 2000, η κατάσταση συνέχισε να είναι δύσκολη για τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς. Η αποφυγή ανάληψης κινδύνου από τους επενδυτές παρέμεινε υψηλή και η πρόσβαση των αναδυόμενων αγορών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές εξακολούθησε να είναι δύσκολη. Αυτή η δυσμενή εξωτερική κατάσταση επιδεινώθηκε περαιτέρω από τα εσωτερικά προβλήματα της Αργεντινής. Ως αποτέλεσμα, η αναμενόμενη ανάκαμψη της ανάπτυξης το 2000 απέτυχε να επιτευχθεί (Levey et al., 2014).

Με την ευκαιρία της πρώτης αναθεώρησης της συμφωνίας stand-by τον Σεπτέμβριο του 2000, το ΔΝΤ μείωσε την πρόβλεψη για το 2000 από 3,4% σε 2,2%, αλλά ανέμενε ότι η αύξηση θα επιταχυνθεί στο 4,2% το 2001. Επομένως οι αρχές συνέχιζαν να αντιμετωπίζουν τη ρύθμιση ως προληπτική. Προκειμένου να αποκατασταθεί η οικονομική ανάπτυξη, η Αργεντινή χρειάστηκε να ανανεώσει την πρόσβασή της σε ιδιωτική εξωτερική χρηματοδότηση. Αλλά με τη σειρά τους, για να είναι πρόθυμοι να επενδύσουν στην Αργεντινή, οι ξένοι επενδυτές ζήτησαν απόδειξη ότι η οικονομία ανακάμπτει. Ωστόσο η Αργεντινή δεν διέθετε κανένα εργαλείο οικονομικής πολιτικής που θα της επέτρεπε να ενισχύσει την οικονομική ανάπτυξη (Levey et al., 2014).

Δεδομένης της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας εντός του νομισματικού συμβουλίου, η Αργεντινή δεν θα μπορούσε να καταφύγει σε υποτίμηση του νομίσματός της και ούτε το νομισματικό συμβούλιο επέτρεψε στις αρχές να επιδιώξουν μια πιο επεκτατική νομισματική πολιτική, καθώς το ύψος της ρευστότητας στην οικονομία ήταν στενά συνδεδεμένο με τον όγκο των συναλλαγματικών αποθεμάτων, τα οποία μειώνονταν κατά τη διάρκεια του 2000. Παράλληλα, οι επιλογές για την εφαρμογή μιας επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής ήταν πολύ περιορισμένες. Η μόνη ελπίδα για την Αργεντινή ήταν ότι η οικονομική βοήθεια του ΔΝΤ. Ωστόσο και πάλι η οικονομική κατάσταση της χώρας δεν βελτιώθηκε. Σε αντίθεση με τις προσδοκίες, το κόστος δανεισμού της Αργεντινής αυξανόταν και η πρόσβαση τόσο των δημόσιων όσο και των ιδιωτικών δανειοληπτών στις διεθνείς αγορές χειρότερη σταδιακά. Οι εγχώριες πολιτικές εντάσεις εντός του κυβερνώντος συνασπισμού δεν βοήθησαν την κατάσταση. Από το Σεπτέμβριο έως τον Νοέμβριο του 2000, η εξάπλωση του χρέους της Αργεντινής διευρύνθηκε κατά περισσότερο από 300 μονάδες βάσης, σε περίπου 850 μονάδες σε σχέση με την απόδοση των αμερικανικών κρατικών ομολόγων. Τον Δεκέμβριο του 2002, καθώς η πρόσβαση της Αργεντινής στη διεθνή αγορά δεν βελτιώθηκε, οι αρχές αποφάσισαν ότι θα σταματήσουν να αντιμετωπίζουν το δάνειο του ΔΝΤ ως προληπτικό και να αντλήσουν 1,59 δις ΕΤΔ (Levey et al., 2014).

Στις αρχές του 2001, η συμφωνία stand-by αυξήθηκε κατά 5,2 δις ΕΤΔ, σε 10,6 δις ΕΤΔ. Ο κύριος στόχος της ενισχυμένης οικονομικής βοήθειας για το 2001 ήταν και πάλι η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Το νέο πρόγραμμα περιείχε επίσης μια σειρά διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που υποτίθεται ότι θα αυξήσουν την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας της Αργεντινής. Παρόλο που η οικονομία βρισκόταν ακόμη σε ύφεση στις αρχές του 2001, όταν διατυπώθηκε το νέο πρόγραμμα, περιείχε και πάλι μέτρα για τη βελτίωση της δημοσιονομικής ισορροπίας. Ωστόσο, ο στόχος ήταν τώρα πιο μετριοπαθής: να μειωθεί το έλλειμμα του δημόσιου προϋπολογισμού στο 3,1% του ΑΕΠ το 2001 από 3,6% του ΑΕΠ το 2000. Ωστόσο, ακόμη και αυτή η μειωμένη προσαρμογή συνεπαγόταν περιορισμό της δημοσιονομικής πολιτικής, δεδομένου ότι το πρωτογενές ισοζύγιο του δημόσιου τομέα υποτίθεται ότι είχε βελτιωθεί από το 0,8% του ΑΕΠ, σε πλεόνασμα 0,4% του ΑΕΠ (Jonas, 2002).

Μετά την έγκριση του δανείου, αρχικά άρχισε να βελτιώνεται η εμπιστοσύνη της αγοράς και να εξαπλώνεται στα ομόλογα της Αργεντινής σε περίπου 700 μονάδες βάσης. Εξακολουθούσε να αναμένεται ότι η Αργεντινή θα ανακτήσει την πρόσβαση στις διεθνείς αγορές αργότερα το 2001, καθώς η ανάπτυξη θα συνεχιστεί και η εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών στις αναδυόμενες αγορές και στην Αργεντινή θα βελτιωθεί. Στις αρχές του 2001, το ΔΝΤ προβάλλει ότι η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το 2001 θα φθάσει το 2,5%. Αλλά το ΔΝΤ αναγνώρισε επίσης ότι η ανάκαμψη της εμπιστοσύνης των επενδυτών εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, όπως η βελτίωση των εξωτερικών συνθηκών, η πλήρης και ταχεία εφαρμογή των συμφωνημένων πολιτικών και, ίσως το σημαντικότερο, η ευρεία πολιτική και κοινωνική υποστήριξη αυτών των πολιτικών στην Αργεντινή. Οι αρχές παρέμειναν σταθερά προσηλωμένες στη διατήρηση του καθεστώτος μετατρεψιμότητας και λαμβάνοντας υπόψη την προσδοκία ότι η ανάπτυξη θα συνεχιστεί, αυτή η δέσμευση φάνηκε αξιόπιστη. Αλλά η ανάπαυλα ήταν πολύ σύντομη και η κατάσταση επιδεινώθηκε σοβαρά τον Μάρτιο του 2001. Τα αποδεικτικά στοιχεία για τη συνεχιζόμενη επιδείνωση των δημοσιονομικών επιδόσεων πυροδότησαν πολιτικές διαφωνίες και η εγχώρια πολιτική αναταραχή τερματίστηκε μόνο μετά τον διορισμό του Domingo Cavallo ως Υπουργού Οικονομίας. Η εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών υποχώρησε ραγδαία και μέχρι το τέλος Απριλίου, τα spreads για τα ομόλογα της Αργεντινής υπερέβησαν τις 1000 μονάδες. Ο υπουργός Cavallo συνέταξε ένα νέο πακέτο πολιτικής και το Μάιο το ΔΝΤ ολοκλήρωσε μια τρίτη αναθεώρηση στο πλαίσιο της συμφωνίας, επιτρέποντας στην Αργεντινή να αντλήσει άλλα 976 εκ. SDR (Jonas, 2002).

Σε μια τελευταία προσπάθεια να τονωθούν οι εξαγωγές της Αργεντινής, οι αρχές έθεσαν σε εφαρμογή τον Ιούνιο του 2001 το λεγόμενο σχέδιο ανταγωνιστικότητας, ένα πακέτο κάπως ανορθόδοξων μέτρων πολιτικής, σκοπός του οποίου ήταν να προσομοιωθεί η υποτίμηση του νομίσματος, να τονωθούν οι εξαγωγές, να μειωθούν οι εισαγωγές και να βελτιωθεί το εμπορικό ισοζύγιο και να μειωθεί η εξάρτηση από την εξωτερική χρηματοδότηση. Μια εβδομάδα αργότερα, οι αρχές έθεσαν σε εφαρμογή έναν μηχανισμό, μέσω του οποίου το peso συνδέθηκε με ένα καλάθι νομισμάτων, το οποίο περιελάμβανε το ευρώ και το δολάριο, έτσι ώστε να αποφευχθεί η οριστική υποτίμηση του πέσο. Αλλά αυτά τα μέτρα δεν έφεραν παρά ελάχιστες βελτιώσεις στο εμπορικό ισοζύγιο. Αντ' αυτού, καθιστούσαν το

φορολογικό σύστημα πιο περίπλοκο και περαιτέρω έσπασαν την ήδη αδύναμη εμπιστοσύνη στην μετατρεψιμότητα. Η πτώση της εμπιστοσύνης στη βιωσιμότητα του νομίσματος οδήγησε στην επιτάχυνση της εκροής τραπεζικών καταθέσεων και στην πτώση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της κεντρικής τράπεζας (Edwards, 2009).

Για να βελτιωθεί περαιτέρω η βραχυπρόθεσμη δημοσιονομική κατάσταση και να μειωθεί η ανάγκη δανεισμού, η Αργεντινή ανέλαβε στις αρχές Ιουνίου μια πράξη ανταλλαγής χρεών βασισμένη στην αγορά. Τα χρεόγραφα που έληγαν στην περίοδο 2001-2005 αντικαταστάθηκαν από χρεωστικούς τίτλους μεγαλύτερης διάρκειας, που έληγαν μετά το 2006. Ενώ η πράξη αυτή μείωσε τις υποχρεώσεις εξυπηρέτησης του χρέους κατά την περίοδο 2001-2005, κατά περίπου 12 δις δολ., αυτό επιτεύχθηκε σε ένα το κόστος πολύ υψηλότερο των πληρωμών του χρέους μετά το 2006, κατά 66 δις δολ. ΗΠΑ, επειδή η Αργεντινή έπρεπε να προσφέρει υψηλές αποδόσεις για να προσελκύσει τους επενδυτές, προκειμένου να δεχτούν χρέη με μεγαλύτερες αποπληρωμές (Edwards, 2009).

Προφανώς, όσο περισσότερο διαρκούσε η οικονομική ύφεση, τόσο μεγαλύτερο ήταν το οικονομικό και πολιτικό κόστος της διατήρησης της σταθερής ισοτιμίας. Οι αρχές εφάρμοζαν ολοένα πιο δημιουργικά μέτρα για την αποφυγή των περιορισμών και την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Ωστόσο, το αποτέλεσμα ήταν αυξανόμενες αμφιβολίες σχετικά με την ικανότητα της κυβέρνησης να διατηρήσει αυτό το καθεστώς. Οι αμφιβολίες των επενδυτών ενισχύονταν και έτσι αυξάνονταν οι αμφιβολίες σχετικά με την ικανότητα της Αργεντινής να συνεχίσει να εξυπηρετεί το εξωτερικό της χρέος. Η τιμή του εξωτερικού χρέους της Αργεντινής στη δευτερογενή αγορά μειώθηκε και το ασφάλιστρο κινδύνου αυξανόταν. Στα μέσα του 2001, η Αργεντινή έχει χάσει σίγουρα την πρόσβαση στη διεθνή κεφαλαιαγορά. Η απώλεια πρόσβασης στην εξωτερική χρηματοδότηση αποτελούσε μια δύσκολη πρόκληση για την χώρα (Edwards, 2009).

Ως εκ τούτου, οι αρχές έπρεπε να καταφύγουν σε πιο δραστικά μέτρα: να μειώσουν τις δανειακές τους ανάγκες σε διαθέσιμη προσφορά δανεισμού - στο μηδέν. Η κυβέρνηση ενέκρινε ένα νόμο «μηδενικού ελλείμματος» ο οποίος ορίζει ότι για το υπόλοιπο του 2001, ο προϋπολογισμός θα πρέπει να είναι ισορροπημένος. Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2001, οι δαπάνες του προϋπολογισμού έπρεπε να περιοριστούν

στο ποσό των διαθέσιμων εσόδων. Το κυριότερο μέσο για την επίτευξη του μηδενικού ελλείμματος ήταν μια δραστική περικοπή των κρατικών δαπανών. Για παράδειγμα, οι μισθοί και οι συντάξεις των υπαλλήλων του δημόσιου τομέα μειώθηκαν κατά 13%. Η κυβέρνηση εξακολουθούσε να ελπίζει ότι ο νόμος περί μηδενικού ελλείμματος και οι δραστικές περικοπές του προϋπολογισμού θα πείσουν τους ξένους επενδυτές ότι η Αργεντινή είναι έτοιμη να λάβει τα απαραίτητα μέτρα για τη διατήρηση της φερεγγυότητας. Σε αναγνώριση αυτής της προσπάθειας, το ΔΝΤ είχε εγκρίνει έως το τέλος Αυγούστου μια ακόμη αύξηση της οικονομικής βοήθειας προς την Αργεντινή, σε μια προσπάθεια να πείσει τους επενδυτές ότι η χώρα αντιμετωπίζει κρίση ρευστότητας και όχι κρίση φερεγγυότητας. Το αρχικό πρόγραμμα των 5,4 δις SDR αυξήθηκε σε περίπου 17 δις SDR, εν μέρει για τη στήριξη του προγράμματος εθελουσίας αναδιάρθρωσης του χρέους από τους ξένους πιστωτές. Αλλά ακόμη και αυτή η γενναιόδωρη οικονομική βοήθεια δεν βοήθησε. Τον Σεπτέμβριο του 2001, η τιμή του χρέους της Αργεντινής στη δευτερογενή αγορά μειώθηκε και πάλι γρήγορα, σηματοδοτώντας τις αυξανόμενες προσδοκίες της αγοράς για αθέτηση υποχρεώσεων και / ή την προσδοκία ότι θα εγκαταλειφθεί η συναλλαγματική ισοτιμία. Ωστόσο, η κυβέρνηση της Αργεντινής εξακολουθούσε να αρνείται ακόμη και να εξετάσει τη δυνατότητα αυτή και εφάρμοζε όλο και πιο απελπισμένα μέτρα με στόχο την επίτευξη του μηδενικού στόχου για το έλλειμμα. Για να μειώσει περαιτέρω το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, χρησιμοποίησε την ηθική πίεση για να πείσει τους εγχώριους κατόχους του δημόσιου χρέους, κυρίως τράπεζες και δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία, να δεχτούν χαμηλότερες αποδόσεις (Jonas, 2002).

Στις αρχές του Δεκεμβρίου 2001, το ΔΝΤ κατέληξε τελικά στο συμπέρασμα ότι η Αργεντινή δεν θα μπορέσει να επιτύχει τον στόχο του μηδενικού ελλείμματος και ότι η τρέχουσα οικονομική στρατηγική δεν διασφαλίζει την αποκατάσταση της οικονομικής ανάπτυξης και της σταθερότητας στο μέλλον. Ως αποτέλεσμα, το ΔΝΤ δεν ολοκλήρωσε την προγραμματισμένη αναθεώρηση στο πλαίσιο της ρύθμισης και δεν απελευθέρωσε τις προγραμματισμένες εκταμιεύσεις ύψους 1,3 δις SDR. Αυτό ήταν και το σημείο, στο οποίο η κρίση στην Αργεντινή έφτασε στο αποκορύφωμά της (Jonas, 2002).

Λίγο μετά την απόφαση να μην ολοκληρωθεί η αναθεώρηση, η απόσυρση των τραπεζικών καταθέσεων επιταχύνθηκε. Οι αρχές προσπάθησαν να σταματήσουν αυτή

τη διαρροή τραπεζικών καταθέσεων και συναλλαγματικών διαθεσίμων, αλλά αυτή η προσπάθεια δεν ήταν επιτυχής. Οι διαρροές των τραπεζών ανάγκασαν την κυβέρνηση να εισαγάγει ακριβώς αυτά τα μέτρα. Οι τράπεζες έκλεισαν προσωρινά, οι καταθέσεις πάγωσαν και λήφθηκαν διοικητικά μέτρα για να αποφευχθεί η έξοδος κεφαλαίων από τη χώρα. Το πάγωμα των καταθέσεων προκάλεσε βίαιες κοινωνικές αναταραχές που κατέστρεψαν την κυβέρνηση του προέδρου de la Rúa (Jonas, 2002).

Στις 2 Δεκεμβρίου του 2001, προκειμένου να σταματήσει η διαρροή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα, η κυβέρνηση ανακοίνωσε ένα προσωρινό καθεστώς έλεγχων κεφαλαίων (καλούμενο Corralito), το οποίο περιλάμβανε όρια απόσυρσης καταθέσεων από τράπεζες και όρια για τις μεταφορές καταθέσεων σε δολάρια στο εξωτερικό, ως μια τελευταία προσπάθεια για την αντιμετώπιση της υποτίμησης και την αποτροπή μιας σοβαρής τραπεζικής κρίσης. Οι αναλήψεις περιορίστηκαν σε 250 pesos (δολάρια) ανά εβδομάδα ανά λογαριασμό. Ωστόσο, οι καταθέτες ενδέχεται να έχουν πρόσβαση σε κεφάλαια για μεγαλύτερες αγορές μέσω επιταγών ή χρεωστικών καρτών και να μεταφέρουν τα χρήματά τους μεταξύ των τραπεζών. Οι πράξεις που χρησιμοποιούσαν πιστωτικές κάρτες, χρεωστικές κάρτες, επιταγές και άλλα μέσα πληρωμής θα μπορούσαν να διεξαχθούν κανονικά, αλλά η έλλειψη διαθεσιμότητας μετρητών προκάλεσε πολυάριθμα προβλήματα στο ευρύ κοινό και στις επιχειρήσεις. Ο στόχος των ελέγχων κεφαλαίου ήταν η αποτροπή της απόσυρσης καταθέσεων. Αυτό το μέτρο υπονοούσε ότι το Σχέδιο Μετατρεψιμότητας δεν θα ήταν πλέον σε ισχύ και συνεπαγόταν επίσης μια υποτίμηση του πέσο. Δεδομένων των περιορισμών αυτών η οικονομία της Αργεντινής υποχώρησε περισσότερο. Εκτός αυτού, οι παρόμοιοι περιορισμοί που είχαν εφαρμοστεί τα έτη 1982 και 1989 και είχαν οδηγήσει σε μεγάλες απώλειες στις αποταμιεύσεις κατοίκων και επιχειρήσεων ως αποτέλεσμα του υψηλού πληθωρισμού, αύξησαν τους φόβους του κοινού, οδηγώντας το σε έντονες διαμαρτυρίες. Στην αρχή, οι διαμαρτυρίες ήταν απλώς θορυβώδεις, ενώ στην συνέχεια η ένταση αυξήθηκε και οι διαμαρτυρίες έγιναν πιο επιθετικές και οι συγκρούσεις μεταξύ της αστυνομίας και των διαδηλωτών ξέφυγαν από τον έλεγχο, κυρίως στην πρωτεύουσα της Αργεντινής, το Μπουένος Άιρες. Τελικά, ο πρωθυπουργός De la Rúa δήλωσε κατάσταση έκτακτης ανάγκης, αλλά η κατάσταση μεταξύ της αστυνομίας και των διαδηλωτών χειροτέρευσε και έγινε ακόμα πιο βίαιη. Περισσότεροι από 22 άνθρωποι έχασαν τη ζωή τους στο Μπουένος Άιρες στις 20 και 21 Δεκεμβρίου 2001. Μετά τις τραγικές διαμαρτυρίες, ο Cavallo, Υπουργός

Οικονομίας, και ο De La Rúa, Πρόεδρος της Αργεντινής, παραιτήθηκαν στις 19 Δεκεμβρίου και 20 Δεκεμβρίου αντίστοιχα. Το σχέδιο Corralito αποσύρθηκε επίσημα στις 2 Δεκεμβρίου 2002, όταν ο Υπουργός Οικονομίας Roberto Lavagna ανακοίνωσε την απελευθέρωση των καταθέσεων για περίπου 23,7 δις πέσος (Edwards, 2009).

Ωστόσο το Corralito συνδυάστηκε και με άλλα μέτρα περιορισμών. Οι περιορισμοί στις κινήσεις των κεφαλαίων έθεσαν, μεταξύ άλλων ένα ανώτατο όριο στην απόκτηση συναλλάγματος από κατοίκους και μη κατοίκους της Αργεντινής. Η κυβέρνηση εισήγαγε ελέγχους τόσο για την εισροή, όσο και για την εκροή κεφαλαίων προς και από την Αργεντινή το 2002. Τα μέτρα των ελέγχων κεφαλαίου περιλάμβαναν κανονισμούς συναλλάγματος, τις πληρωμές για το διεθνές εμπόριο, τις κεφαλαιακές συναλλαγές και άλλα ad hoc μέτρα (Avellaneda et al., 2011).

Στις 2 Φεβρουαρίου 2002, η κεντρική τράπεζα της Αργεντινής ανακοίνωσε ότι από τις 11 Φεβρουαρίου 2002 θα δημιουργηθεί μια χρηματιστηριακή αγορά με την ονομασία Mercado Único y Libre de Cambios (MULC, ενιαία και ελεύθερη αγορά συναλλάγματος), μέσω της οποίας θα διεξάγονται οι συναλλαγές σε ξένο νόμισμα. Επιπλέον, όλες οι συναλλαγές σε ξένο συνάλλαγμα πρέπει να διεξάγονται με βάση την τιμή συναλλάγματος που συμφωνείται ελεύθερα από τα συμβαλλόμενα μέρη, με την επιφύλαξη των απαιτήσεων και των κανονισμών που επιβάλλονται από την κεντρική τράπεζα. Οι συναλλαγές συναλλάγματος πρέπει να διεξάγονται από εξουσιοδοτημένους φορείς, οι οποίοι υπόκεινται σε ορισμένους κανονισμούς, όπως πρακτορεία ανταλλαγής, τράπεζες ή χρηματοπιστωτικές εταιρείες (Avellaneda et al., 2011).

Όλες οι συναλλαγές σε ξένο συνάλλαγμα που δεν πραγματοποιούνται μέσω επίσημων διαύλων θεωρούνται παράνομες και διώκονται από το «καθεστώς κυρώσεων σε ξένο συνάλλαγμα» (Régimen Penal Cambiario), το οποίο ιδρύθηκε μαζί με το MULC. Όλες οι εισροές και εκροές νομισμάτων από το MULC πρέπει να καταχωρούνται στην κεντρική τράπεζα της Αργεντινής, η οποία αναθέτει έναν έμπορο ξένου συναλλάγματος για κάθε μία συναλλαγή στην αγορά. Επιπλέον, πρέπει να υπογραφεί σύμβαση ανταλλαγής μεταξύ του εμπόρου FX και του μέρους που επιθυμεί να πραγματοποιήσει τη συναλλαγή ανταλλαγής. Η κεντρική τράπεζα είναι εξουσιοδοτημένη να αναλύει τις συναλλαγές και να διερευνά κατά πόσον τα

κεφάλαια χρησιμοποιήθηκαν για τον απαιτούμενο σκοπό που είχε γνωστοποιηθεί στη σύμβαση (Avellaneda et al., 2011).

Επιπλέον, με την εφαρμογή του MULC, οι κάτοικοι της Αργεντινής υπόκεινται σε αυστηρούς ελέγχους των συναλλαγματικών ισοτιμιών όταν ταξιδεύουν στο εξωτερικό και υποχρεούνται να λάβουν άδεια από την *Administración Federal de Ingresos Públicos* (εφεξής: AFIP, ομοσπονδιακή φορολογική υπηρεσία) πριν μπορέσουν να αγοράσουν ξένο νόμισμα στην αγορά συναλλάγματος. Οι φορολογούμενοι στη χώρα πρέπει να υποβάλουν αίτηση για συνάλλαγμα στο AFIP τουλάχιστον μια εβδομάδα πριν ταξιδέουν στο εξωτερικό. Από το 2011, ο αιτών πρέπει να διευκρινίσει τον λόγο ταξιδιού στο εξωτερικό και ο οργανισμός θα εξετάσει τις τελευταίες ετήσιες φορολογικές δηλώσεις του αιτούντος. Το AFIP αποδεικνύει επίσης αν ο αιτών έχει δηλώσει εισόδημα που καλύπτει τα έξοδα για το ταξίδι (Bulló, Tassi, Estebenet, Lipera, & Torassa, 2012).

Με την εφαρμογή του MULC όλοι οι εξαγωγείς έπρεπε να επαναπατρίσουν και να πουλήσουν τα έσοδα από τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών στην αγορά εντός συγκεκριμένου χρονικού πλαισίου. Έτσι, εάν μια εταιρεία επιθυμεί να εξάγει το προϊόν της σε μια χώρα στο εξωτερικό, έχει την υποχρέωση να πουλήσει το ξένο νόμισμα για το αγαθό ή την υπηρεσία σε μια δεδομένη χρονική περίοδο. Η χρονική περίοδος κατά την οποία ο εξαγωγέας πρέπει να πουλήσει το ξένο νόμισμα στο MULC κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 60 και 360 ημερών, ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η εξαγωγική εταιρεία. Επιπλέον, από την εφαρμογή του MULC, οι εισαγωγείς πρέπει να διενεργούν την πληρωμή των εισαγωγών μέσω των αντίστοιχων εξουσιοδοτημένων οντοτήτων, όπως τράπεζες ή ανταλλακτήρια, με την επίσημη συναλλαγματική ισοτιμία (Avellaneda et al., 2011).

Σε ότι αφορά τις κεφαλαιακές συναλλαγές στην χώρα, αυτές είχαν απελευθερωθεί κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Ωστόσο, μετά την κρίση το 2001, εφαρμόστηκαν και πάλι περιορισμοί στις κεφαλαιακές συναλλαγές. Από τις αρχές του 2002, οι ξένες συναλλαγές νομισμάτων και οι μεταφορές από και προς την τοπική αγορά έπρεπε να πραγματοποιούνται μέσω της τοπικής αγοράς συναλλάγματος (MULC). Λίγο μετά την εφαρμογή της MULC, η κεντρική τράπεζα ανακοίνωσε στις 26 Ιουνίου 2003 ότι όλοι οι κάτοικοι και οι μη κάτοικοι της Αργεντινής υποχρεούνται να καταχωρούν τις μεταφορές ξένου συναλλάγματος προς και από την τοπική αγορά

στην κεντρική τράπεζα της Αργεντινής και ότι οι κεφαλαιουχικές συναλλαγές υπόκεινται σε ελάχιστη περίοδο 180 ημερολογιακών ημερών για την οποία τα εισερχόμενα κεφάλαια στη χώρα πρέπει να παραμείνουν στη χώρα προτού μπορέσουν να επαναπατριστούν (Edwards, 2009).

Το 2005, οι υφιστάμενοι περιορισμοί της μεταβίβασης κεφαλαίων ενισχύθηκαν αρκετές φορές. Για παράδειγμα, στις 24 Μαΐου 2005 με το ψήφισμα αριθ. 292 η κυβέρνηση παρέτεινε τον ελάχιστο χρόνο πριν από την επαναπατρισμό κεφαλαίων από 180 έως 365 ημερολογιακές ημέρες. Επιπλέον, τον Ιούνιο του 2005, με το διάταγμα 616/2005, το Υπουργείο Οικονομικών και Δημόσιων Οικονομικών επέβαλε μη καταβληθέντα αποθεματικά (URR) για κατοίκους και μη κατοίκους. Αυτό συνεπάγεται ότι για την είσοδο κεφαλαίου στην Αργεντινή ήταν υποχρεωτικό το άνοιγμα μιας μη επιτοκιακής κατάθεσης σε δολάρια ΗΠΑ σε ένα τοπικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Στον λογαριασμό πρέπει να κατατεθεί ποσό ίσο με το 30% της συνολικής επένδυσης για ελάχιστη περίοδο 365 ημερολογιακών ημερών. Επιπλέον, το 2005 με το διάταγμα 616/2005 τέθηκαν σε εφαρμογή περιορισμοί για τα μέσα κεφαλαιαγοράς. Πρώτον, οι μη κάτοικοι καλούνταν να ανοίξουν μια μη αμειβόμενη κατάθεση σε ένα εθνικό ίδρυμα, ύψους 30% της συνολικής επένδυσης, όταν επιθυμούν να αγοράσουν μετοχές ή ομόλογα στην τοπική αγορά. Δεύτερον, τέθηκαν περιορισμοί για τους κατοίκους που επιθυμούν να αγοράσουν μετοχές ή ομόλογα στο εξωτερικό. Τρίτον, οι κάτοικοι πρέπει να επαναπατρίσουν έσοδα από ομόλογα που εκδίδονται στο εξωτερικό εντός 365 ημερολογιακών ημερών. Επιπλέον, οι αρχές ζητούν ελάχιστο χρόνο λήξης 12 μηνών (Edwards, 2009).

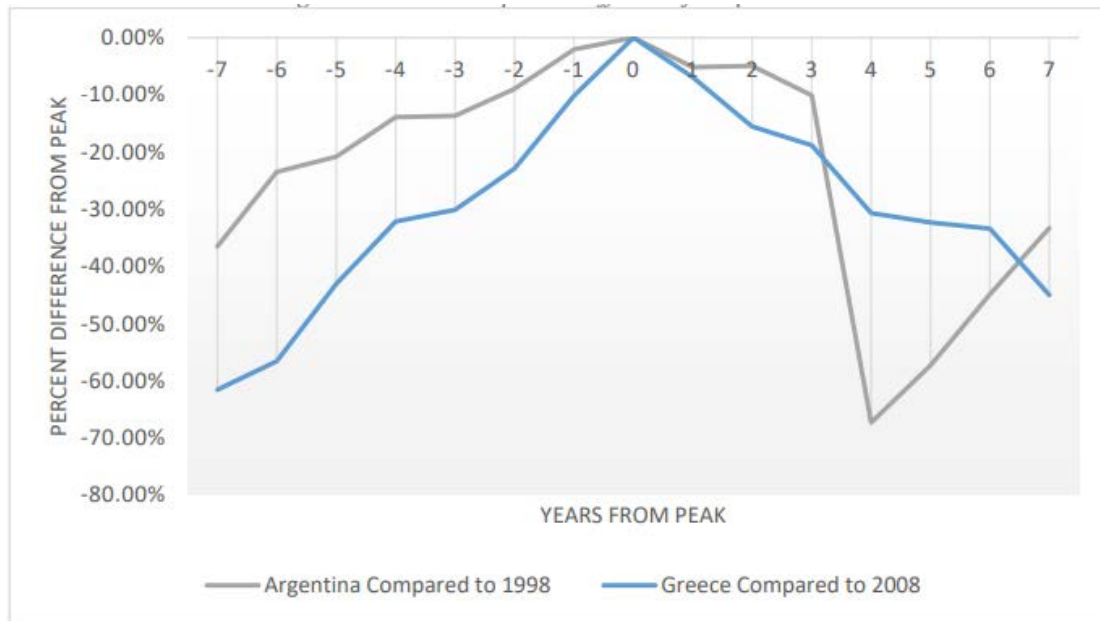
3.3 Σύγκριση ελέγχων κεφαλαίου Ελλάδα-Αργεντινή

Δεν υπάρχουν εμπειρικές μελέτες που να μελετούν στην πράξη την σύγκριση των ελέγχων κεφαλαίου μεταξύ της Ελλάδας και της Αργεντινής. Ωστόσο, όταν η οικονομική ύφεση βρισκόταν στο ξεκίνημα της, στην Ελλάδα, πολλοί ερευνητές σύγκριναν τις περιπτώσεις των δύο χωρών, προκειμένου να κάνουν προβλέψεις για

την εξέλιξη της, δεδομένων κάποιων ομοιοτήτων που παρουσίαζαν ως προς τα αίτια της ύφεσης.

Σύμφωνα με τον Σαμπανιώτη (2010) και οι δύο χώρες ήταν αντιμετώπιες με παρόμοια οικονομικά προβλήματα κατά την περίοδο της δεκαετίας του 90, επιλέγοντας να τα αντιμετωπίσουν, μέσω της εφαρμογής μεταρρυθμίσεων, στηριζόμενων στην υιοθέτηση σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ωστόσο τα περισσότερα από αυτά τα μέτρα απέτυχαν. Και οι δύο χώρες είχαν χαμηλά επίπεδα ανταγωνιστικότητας, ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (-1,7% του ΑΕΠ στην Αργεντινή το 2001 και -11,2% του ΑΕΠ στην Ελλάδα το 2009), αυξημένα δημόσια χρέη (186,3 δις € ή 62,2% του ΑΕΠ στην Αργεντινή το 2001 και 273,4 δις € ή 115,1% του ΑΕΠ στην Ελλάδα το 2009) και αυξημένα ελλείμματα (18,6 δις € ή 6,2% του ΑΕΠ στην Αργεντινή το 2001 και 32,3 δις € ή 13,6% του ΑΕΠ στην Ελλάδα το 2009) λόγω του υπέρμετρου δανεισμού, καθώς και υψηλό πληθωρισμό (-1,1% στην Αργεντινή το 2001 και 1,2% στην Ελλάδα το 2009). Η άνοδος των επιτοκίων δανεισμού συντέλεσαν στο ξέσπασμα μιας κρίσης εξυπηρέτησης χρέους και στις δύο χώρες και οι έλεγχοι κεφαλαίου εφαρμόστηκαν από κοινού και στις δύο χώρες για την αποτροπή της κατάρρευσης του τραπεζικού συστήματος, λόγω της απόσυρσης των τραπεζικών καταθέσεων (Σαμπανιώτης, 2010).

Και οι δύο χώρες υιοθέτησαν και νέα νομίσματα και, κατά τον τρόπο αυτό, απώλεσαν την ελεύθερη νομισματική τους πολιτική. Στην προσπάθεια αντιμετώπισης του χρόνιου υπερπληθωρισμού, η Αργεντινή εισήγαγε ένα νόμισμα το οποίο είναι γνωστό ως Convertibilidad το 1991. Το Convertibilidad εισήγαγε το πέσο ως νέο νόμισμα το οποίο ήταν τελείως μετατρέψιμο και περιλάμβανε την ισοτιμία ενός πέσο σε ένα δολάριο ΗΠΑ. Επιπλέον, περιόρισε την κεντρική τράπεζα στην έκδοση νέων peso μόνο έναντι νέων συναλλαγματικών αποθεμάτων. Ενώ η Αργεντινή διατήρησε το δικό της νόμισμα, η πολιτική αυτή ισοδυναμεί στενά με τη δολαριοποίηση. Ομοίως, η Ελλάδα ενέκρινε το ευρώ ως μέρος της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης το 2001. Παρά τη φήμη της οικονομικής αστάθειας στα έτη πριν από την οικονομική ύφεση και στις δύο χώρες, η Ελλάδα και η Αργεντινή απολάμβαναν προσωρινή αξιοπιστία τα χρόνια μετά την απώλεια της νομισματικής τους ανεξαρτησίας (Gibson, 2018). Τότε, και οι δύο χώρες γνώρισαν ταχεία αύξηση του ΑΕΠ όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 3.1.



Διάγραμμα 3.1. Πορεία ΑΕΠ πριν και μετά την οικονομική ύφεση στις Ελλάδα και Αργεντινή

Πηγή: Gibson, (2018)

Ωστόσο η πορεία που ακολούθησε η ύφεση διέφερε σε κάποια θέματα, αν και οι δύο χώρες στηρίχθηκαν από κοινού στην χρηματοδότηση από το ΔΝΤ για την λήψη δανεισμού. Η πρώτη σημαντική διαφορά είναι ότι η Ελλάδα αποτελεί μέλος μιας νομισματικής ένωσης (ΟΝΕ) και ως εκ τούτου δεν ήταν δυνατό να κυκλοφορήσουν στην αγορά δύο νομίσματα όπως στην περίπτωση της Αργεντινής όπου το πέσο προσδέθηκε στο δολάριο. Λόγω της συμμετοχής της στην ΟΝΕ, υπήρχε ενισχυμένη αξιοπιστία της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας και η έξοδος από την Ευρωζώνη για την Ελλάδα δεν ήταν δυνατή από νομικής άποψης, σε αντίθεση με την χρεοκοπία στην οποία έφθασε η Αργεντινή. Στην Ελλάδα επίσης το δημόσιο χρέος ήταν εξ' ολοκλήρου σε ευρώ, ενώ στην Αργεντινή το 90% του χρέους ήταν σε ξένο νόμισμα. Αν και οι δύο χώρες έλαβαν οικονομική βοήθεια από το ΔΝΤ, στην περίπτωση της Ελλάδας ενεπλάκησαν και άλλοι θεσμοί, όπως η ΕΕ και η ΕΚΤ. Οι μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν στην Ελλάδα και η παρακολούθηση της προόδου της κρίσης έγινε και από τους τρεις παραπάνω θεσμούς, αυξάνοντας την αξιοπιστία. Εκτός αυτού, οι δανεισμοί που έλαβε η χώρα δεν ήταν μόνο κεφάλαια που προήρθαν από το ΔΝΤ, όπως στην περίπτωση της Αργεντινής, αλλά και από τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ, μέσω του ταμείου χρηματοπιστωτικής σταθερότητας (Σαμπανιώτης, 2010).

Επιπρόσθετα σύμφωνα με τον Σαμπανιώτη (2010), στην Ελλάδα το τραπεζικό σύστημα ήταν αρκετά ισχυρότερο στο ξεκίνημα της κρίσης, με επαρκείς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας. Ο μηχανισμός στήριξης ΕΕ, ΕΚΤ και ΔΝΤ δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην ενίσχυση της κεφαλαιακής επάρκειας, της ρευστότητας και της εποπτείας των τραπεζικών ιδρυμάτων διότι αναγνωρίζει την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος ως κεντρική προϋπόθεση επιτυχίας.

Στην Αργεντινή η όλη προσπάθεια απέτυχε και λόγω της πολιτικής αστάθειας και της αδυναμίας επιβολής των αλλαγών με κοινωνικά δίκαιο τρόπο. Η προσπάθεια στηρίχθηκε στον απότομο δημοσιονομικό περιορισμό που βάθυνε την ύφεση και στην δημιουργία εσωτερικής υποτίμησης με τη δημιουργία αποπληθωρισμού. Στην Ελλάδα αναγνωρίζεται ο κίνδυνος δημιουργίας βαθύτερης ύφεσης, για αυτό και το πρόγραμμα έχει μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα και επιχειρείται η τήρηση μιας ισορροπίας (Σαμπανιώτης, 2010).

Σε ότι αφορά ειδικότερα την επιβολή των ελέγχων κεφαλαίου στις δύο χώρες, αυτοί εφαρμόστηκαν από κοινού για τον σκοπό της αποτροπής της κατάρρευσης του τραπεζικού συστήματος, λόγω της σημαντικής εκροής καταθέσεων. Ωστόσο στην Ελλάδα οι έλεγχοι κεφαλαίου διήρκεσαν πολύ μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (4 έτη) σε σύγκριση με την Αργεντινή, όπου ήταν σε εφαρμογή 1 έτος. Η Αργεντινή είναι επίσης μια χώρα με μεγάλο ιστορικό στους ελέγχους κεφαλαίου σε σύγκριση με την Ελλάδα, και στο πλαίσιο της ύφεσης του 2001, οι έλεγχοι κεφαλαίου εφαρμόστηκαν τόσο στις εισροές κεφαλαίου, όσο και στις εκροές, σε αντίθεση με την Ελλάδα όπου εφαρμόστηκαν μόνο στις εκροές. Συνολικά οι δύο χώρες παρουσιάζουν αρκετές ομοιότητες ως προς το ιστορικό και την εξέλιξη των οικονομικών τους κρίσεων και αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο συχνά τείνουν να συγκρίνονται στην βιβλιογραφία. Ωστόσο η ιδιότητα της Ελλάδας ως μέλους νομισματικής ένωσης, σε αντίθεση με την Αργεντινή, έθεσε κάποιες διαφορές στον τρόπο με τον οποίο η κρίση αντιμετωπίστηκε και στο είδος των ελέγχων κεφαλαίου που εφαρμόστηκαν.

Κεφάλαιο 4^ο

Η παρούσα εργασία διερεύνησε την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου που εφαρμόστηκαν στην Ελλάδα τον Ιούλιο του 2015, καθώς και την επίδραση στους στα οικονομικά μεγέθη της χώρας. Οι έλεγχοι κεφαλαίου αποτελούν ένα «ανορθόδοξο» εργαλείο μακροοικονομικής πολιτικής, το οποίο έχει εφαρμοστεί σε πολλές οικονομίες από την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης. Ωστόσο συνεχίζει να υπάρχει σημαντική διαφωνία μεταξύ των ερευνητών ως προς το πόσο αποτελεσματικοί μπορεί να είναι, κυρίως δεδομένης της αρνητικής τους επίδρασης στις οικονομίες.

Η διεθνής βιβλιογραφία γύρω από την αποτελεσματικότητα τους σε άλλες χώρες στις δεκαετίες του 1990 και του 2000, υποδεικνύει ότι όντως μπορούν να μεταβάλλουν τις ροές και την σύνθεση του κεφαλαίου, να μειώσουν την διαρροή των κεφαλαίων στο εξωτερικό, να σταθεροποιήσουν την συναλλαγματική ισοτιμία, να κάνουν περισσότερο ανεξάρτητη την νομισματική πολιτική και να μειώσουν τους εξωτερικούς κραδασμούς που αντιμετωπίζουν οι οικονομίες. Ωστόσο υπάρχουν επίσης και έρευνες, οι οποίες έχουν καταλήξει σε αντίθετα αποτελέσματα. Πρέπει να σημειωθεί ότι το μεγαλύτερο μέρος των ερευνών αυτών έχει διεξαχθεί σε αναδυόμενες οικονομίες.

Οι λόγοι για τις διαφορές αυτές στα αποτελέσματα μπορούν να αποδοθούν στις διαφορετικές συνθήκες που επικρατούν στις διάφορες χώρες κατά την περίοδο της εφαρμογής τους. Πράγματι οι διεθνείς μελέτες, οι οποίες έχουν διερευνήσει τους παράγοντες που επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κεφαλαίου, υποδεικνύουν την ύπαρξη ενός συνόλου παραγόντων, συμπεριλαμβανομένων των στόχων τους, του βαθμού απελευθέρωσης των οικονομιών, το μέγεθος των μακροοικονομικών μεταβλητών, το επίπεδο αυστηρότητας του ελέγχου, το θεσμικό περιβάλλον, την ποιότητα και την ισχυρότητα των θεσμών, της διαφάνειας του κράτους δικαίου και της δομής του τραπεζικού συστήματος. Συνεπώς ένα πρώτο βασικό συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τις ιδιαίτερες συνθήκες της χώρας, ώστε να εφαρμόζονται

την κατάλληλη χρονική στιγμή, με το κατάλληλο επίπεδο αυστηρότητας και λαμβάνοντας υπόψη την ανταπόκριση της οικονομίας σε αυτούς.

Η παρούσα εργασία εστίασε ιδιαίτερα στην περίπτωση της Ελλάδας. Η μελέτη της επίδραση τους δείχνει αρχικά ότι πολλές από τις επιπτώσεις που είχαν στην ελληνική οικονομία ήταν βραχυπρόθεσμες, αν και οξείες. Σε ότι αφορά τον επιχειρηματικό τομέα, ο δείκτης κύκλου εργασιών στην βιομηχανία επηρεάστηκε περισσότερο από τον δείκτη κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο, ο οποίος είχε μια καλύτερη εξέλιξη. Η επιχειρηματικότητα επλήγησε επίσης, καθώς αρκετές επιχειρήσεις σταμάτησαν την λειτουργία τους και ανεστάλησαν οι προσπάθειες δημιουργίας νέων επιχειρήσεων, λόγω του εχθρικού οικονομικού περιβάλλοντος.

Το περιβάλλον αυτό οδήγησε επίσης σε μείωση της αξίας των εισαγωγών και των εξαγωγών, αν και οι πρώτες επηρεάστηκαν περισσότερο, λόγω των περιορισμών στις διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές συναλλαγές απαγορεύτηκαν και το γεγονός ότι η διεξαγωγή τους απαιτούσε την λήψη έγκρισης από ειδική επιτροπή του Υπουργείου Οικονομικών. Ωστόσο και αυτή η επίδραση φάνηκε να είναι βραχυπρόθεσμη, καθώς από το πρώτο τρίμηνο του 2016 και μετά άρχισαν να αυξάνονται.

Οι επενδύσεις επηρεάστηκαν επίσης αρνητικά, καθώς είναι γνωστό ότι σε περιόδους οικονομικής ύφεσης η αβεβαιότητα αυξάνεται και οι συμπεριφορές ανάληψης κινδύνου από τους επενδυτές μειώνονται. Ωστόσο και πάλι παρατηρείται βραχυπρόθεσμη αρνητική επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου και ανάκαμψη το 2016. Είναι σημαντικό επίσης να αναφερθεί ότι ορισμένοι τομείς οικονομικής δραστηριότητας, όπως ο τουρισμός, επηρεάστηκαν σε μικρότερο βαθμό από άλλους, όπως οι μεταποιητικές βιομηχανίες και οι κατασκευές.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα επηρεάστηκε επίσης σε σημαντικό βαθμό από τους ελέγχους κεφαλαίου, αν και η μεγαλύτερη αρνητική επίδραση σε αυτό ήταν πριν την εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου. Η οικονομική ύφεση και η αδυναμία της ελληνικής κυβέρνησης να έρθει σε συμφωνία με τους πιστωτές, οδήγησαν στην μαζική φυγή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα, οδηγώντας στην εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου. Έχει εκτιμηθεί ότι το τραπεζικό σύστημα στην περίοδο 2008-2017 έχασε σχεδόν το ήμισυ των τραπεζικών του καταθέσεων, θέτοντας σημαντικούς κινδύνους ρευστότητας. Οι έλεγχοι κεφαλαίου είχαν λοιπόν θετική επίδραση στην διατήρηση της ρευστότητας του, εμποδίζοντας την περαιτέρω διαρροή κεφαλαίων.

Στα έτη που ακολούθησαν οι καταθέσεις του τραπεζικού συστήματος διατηρήθηκαν σε σταθερά επίπεδα και στην συνέχεια αυξήθηκαν ελαφρώς. Η κυβέρνηση εφαρμόζει μέτρα για την σταδιακή επιστροφή τους στο τραπεζικό σύστημα, ωστόσο αυτό θα είναι μια μακρά διαδικασία και δεν είναι γνωστό αν το επίπεδο των καταθέσεων θα φθάσει στα επίπεδα προς της κρίσης.

Μια ακόμα σημαντική επίδραση των ελέγχων κεφαλαίου, που σχετίζεται με το τραπεζικό σύστημα είναι ότι αυξήθηκε η χρήση του πλαστικού χρήματος και των ηλεκτρονικών μεθόδων πληρωμών. Είναι γνωστό ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου αυξάνουν το κόστος της χρήσης του φυσικού χρήματος, αυξάνοντας έτσι την χρήση του πλαστικού. Αυτό οδήγησε επίσης και σε άνοδο του ηλεκτρονικού εμπορίου. Αυτή η αλλαγή της καταναλωτικής συμπεριφοράς αύξησε τα έσοδα των τραπεζών από προμήθειες συναλλαγών.

Τα παραπάνω προκύπτουν από την μελέτη στατιστικών στοιχείων σε τριμηνιαία βάση για το 2015 και τα έτη που ακολούθησαν μετά από αυτό. Από αυτά μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου είχαν αρνητική επίδραση στην οικονομία, η οποία ήταν βραχυπρόθεσμη για τα περισσότερα μεγέθη που αξιολογήθηκαν. Ωστόσο η μελέτη των στατιστικών στοιχείων σε ετήσια βάση από το ξεκίνημα της κρίσης μέχρι και πρόσφατα υποδηλώνει, ότι πολλές από τις παραπάνω μεταβλητές είχαν ήδη μειωθεί από το ξεκίνημα της ύφεσης στη χώρα, αν και έτειναν να καταγράφουν οριακές αυξήσεις λίγο πριν την εφαρμογή των ελέγχων κεφαλαίου. Αυτό συνέβη επειδή η οικονομία είχε σε κάποιο βαθμό αρχίσει να προσαρμόζεται στην οικονομική ύφεση. Οι έλεγχοι κεφαλαίου ήρθαν να «βυθίσουν» προσωρινά την οικονομία της χώρας τουλάχιστον για το 2015 και τα πρώτα τρίμηνα του 2016 για κάποιες μεταβλητές. Ωστόσο αυτή η επίδραση ήταν βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμα φαίνεται να ήταν μικρότερη, κυρίως λόγω της προσαρμογής της οικονομίας και της λειτουργίας των επιχειρήσεων σε αυτούς.

Σε ότι αφορά την αποτελεσματικότητά τους, υπάρχει έλλειψη βιβλιογραφίας προς την κατεύθυνση αυτή. Οι πρώτες έρευνες, οι οποίες όμως διεξήχθησαν πριν την άρση τους, δείχνουν ότι ενδεχομένως θα μπορούσαν να είχαν εφαρμοστεί λίγο νωρίτερα, προκειμένου να εμποδίσουν την μεγαλύτερη διαρροή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα. Οι έλεγχοι ήταν αποτελεσματικοί σε ότι αφορά την αποτροπή της κατάρρευσης του τραπεζικού συστήματος, ωστόσο η αρνητική τους επίδραση στην

οικονομία, είναι και αυτή που θέτει ζητήματα για την καταλληλότητα της εφαρμογής τους, όχι μόνο στην περίπτωση της Ελλάδας, αλλά και γενικά. Είναι λοιπόν σημαντικό σε κάθε τραπεζική κρίση να αξιοποιούνται πρώτα άλλα μέτρα οικονομικής πολιτικής, που ενδεχομένως θα έχουν μικρότερη αρνητική επίδραση σε μια ήδη ευάλωτη οικονομία, και οι έλεγχοι κεφαλαίου να αποτελούν την τελευταία δυνατή λύση, η οποία θα εφαρμόζεται όταν τα προηγούμενα μέτρα θα έχουν αποτύχει.

Συνοψίζοντας, μπορεί να συναχθεί το συμπέρασμα ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου ήταν αναπόφευκτοι για την αποτροπή της κατάρρευσης του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα το 2015. Η επίδραση τους στην οικονομία ήταν βραχυπρόθεσμη, αλλά μακροπρόθεσμα η αγορά προσαρμόστηκε, χωρίς να παραβλέπεται το γεγονός ότι τα περισσότερα οικονομικά μεγέθη ήταν ήδη αρνητικά επηρεασμένα από το ξεκίνημα της ύφεσης το 2008 στην Ελλάδα. Δεδομένου ότι οι έλεγχοι κεφαλαίου καταργήθηκαν μόλις πριν λίγους μήνες, αυτό αποτελεί έναν σημαντικό περιορισμό στα ευρήματα της εργασίας, μιας και η σχετική έρευνα πιθανώς ακόμα βρίσκεται σε εξέλιξη. Συνεπώς τα ανωτέρω συμπεράσματα διατυπώνονται με επιφύλαξη, αφήνοντας περιθώρια για τον μελλοντικό εμπλουτισμό τους.

Βιβλιογραφία

- Alfaro, L., Chari, A., & Kanczuk, F. (2017). The real effects of capital controls: Firm-level evidence from a policy experiment. *Journal of International Economics*, 108, 191-210.
- Andreasen, E., Schindler, M., & Valenzuela, P. (2019). Capital controls and the cost of debt. *IMF Economic Review*, 67(2), 288-314.
- Antoniadis, I., Taousani, K., & Katarachia, A. (2017, June). Factors affecting consumers' usage of electronic payments in Greece. In *5 th International Conference on Contemporary Marketing Issues ICCMI June 21-23, 2017 Thessaloniki, Greece* (p. 96).
- Avellaneda, M., Besanson Tuma, C. G., & Caneva, N. C. (2011). *Doing business in argentina and brazil: Legal aspects of financial regulations*. Διαθέσιμο από <https://www.math.nyu.edu/faculty/avellane/ArgentinaBrazilFinance.pdf> [Πρόσβαση 3/03/2020]
- Baba, C., & Kokenyne, A. (2011). *Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s* (No. 11/281). International Monetary Fund.
- Bank of Greece (BoG) (2017). *Overview of the Greek financial system*. Διαθέσιμο από [https://www.bankofgreece.gr/Publications/OVERVIEW OF THE GREEK FINANCIAL SYSTEM Jan 2017 en.pdf](https://www.bankofgreece.gr/Publications/OVERVIEW_OF_THE_GREEK_FINANCIAL_SYSTEM_Jan_2017_en.pdf) [Πρόσβαση 3/03/2020]
- Bartolini, L., & Drazen, A. (1997). When liberal policies reflect external shocks, what do we learn?. *Journal of International Economics*, 42(3-4), 249-273.
- Beirne, J., & Friedrich, C. (2017). Macroprudential policies, capital flows, and the structure of the banking sector. *Journal of International Money and Finance*, 75, 47-68.
- Blundell-Wignall, A., Atkinson, P., & Roulet, C. (2014). Bank business models and the Basel system: Complexity and interconnectedness. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013(2), 43-68.

- Bruno, V., Shim, I., & Shin, H. S. (2017). Comparative assessment of macroprudential policies. *Journal of Financial Stability*, 28, 183-202.
- Bruno, V., Shim, I., & Shin, H. S. (2017). Comparative assessment of macroprudential policies. *Journal of Financial Stability*, 28, 183-202.
- Bush, G. (2019). Financial Development and the Effects of Capital Controls. *Open Economies Review*, 30(3), 559-592.
- Damill, M., Frenkel, R., & Rapetti, M. (2006). *The argentinian debt: History, default, and restructuring*.
- Davis, L. E., & Gallman, R. E. (2001). *Evolving financial markets and international capital flows: Britain, the americas, and australia, 1865–1914* Cambridge University Press.
- Delvenakioti, E. A. (2017). *Capital Controls in Greece: Effects in consumption and imports using the synthetic control method*. Lund University
- Edwards, S. (Ed.). (2009). *Capital controls and capital flows in emerging economies: policies, practices, and consequences*. University of Chicago Press.
- Erten, B., Korinek, A., & Ocampo, J. A. (2019). *Capital controls: Theory and evidence* (No. w26447). National Bureau of Economic Research.
- European Parliament, (2017). *Greece's financial assistance programme - September 2017*. Διαθέσιμο από [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602088/IPOL_IDA\(2017\)602088_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602088/IPOL_IDA(2017)602088_EN.pdf) [Πρόσβαση 28/01/2020]
- Ελληνική Ένωση Τραπεζών (2018). *Απολογισμός 2018*. <https://www.hba.gr/UplDocs/Apologismos2018.pdf> [Πρόσβαση 22/01/2020]
- ΕΛΣΤΑΤ (Ελληνική Στατιστική Αρχή) (2019). *Έρευνα εργατικού δυναμικού Φεβρουάριος 2019*. Διαθέσιμο από <https://www.statistics.gr/documents/20181/55078d14-48ff-4100-bb56-25ff0ea2ecba> [Πρόσβαση 02/03/2020]
- ΕΛΣΤΑΤ (Ελληνική Στατιστική Αρχή) (2019α). *Δελτίο Τύπου Δείκτης Κύκλου Εργασιών στη Βιομηχανία: Δεκέμβριος 2018*. <https://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/DKT24/-> [Πρόσβαση 10/01/2020]

ΕΛΣΤΑΤ (Ελληνική Στατιστική Αρχή) (2019β). *Λιανικό Εμπόριο (Δείκτης Κύκλου Εργασιών και Δείκτης Όγκου) / Δεκεμβρίου 2016*. <https://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/DKT39/2016-M12> [Πρόσβαση 25/01/2020]

ΕΛΣΤΑΤ (Ελληνική Στατιστική Αρχή) (2019γ). *Έρευνα Χρήσης Ηλεκτρονικού Εμπορίου και χρήσης Τεχνολογιών Πληροφόρησης και Επικοινωνίας στην Εργασία 2018*. <https://www.statistics.gr/infographic-ecommerce-2018> [Πρόσβαση 12/01/2020]

Έρευνα Εργατικού Δυναμικού (2019). Διαθέσιμο από https://www.geotee.gr/lnkFiles/20191223095605_4.pdf [Πρόσβαση 3/03/2020]

Forbes K.J. (2016) Capital controls. In: Jones G. (eds) *Banking Crises*. Palgrave Macmillan, London

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

Forbes, K., Fratzscher, M., & Straub, R. (2015). Capital-flow management measures: What are they good for?. *Journal of International Economics*, 96, S76-S97.

Forbes, K., Fratzscher, M., & Straub, R. (2015). Capital-flow management measures: What are they good for?. *Journal of International Economics*, 96, S76-S97.

Forbes, K., Fratzscher, M., Kostka, T., & Straub, R. (2016). Bubble thy neighbour: Portfolio effects and externalities from capital controls. *Journal of International Economics*, 99, 85-104.

Gallagher, K. P. (2015). *Ruling capital: Emerging markets and the reregulation of cross-border finance*. Cornell University Press.

Gallagher, K. P., & Tian, Y. (2017). Regulating capital flows in emerging markets: the IMF and the global financial crisis. *Review of development finance*, 7(2), 95-106.

Ghosh, M. A. R. (2016). *What's in a name? That which we call capital controls*. International Monetary Fund.

Giannopoulos, N., & Hyz, A. (2018). The Impact of Capital Controls on the Use of Electronic Means of Payments (EMPs) in Greece: Empirical Study. In *Perspectives, Trends, and Applications in Corporate Finance and Accounting* (pp. 74-90). IGI Global.

- Gibson, E. (2018). A Tale of Two Crises: Argentina and Greece.
- Gogos, S., & Stamatiou, T. (2015). Some preliminary thoughts on the macroeconomic effects of capital controls in Greece. *Greece Macro Monitor*.
- Habermeier, M. K. F., Kokenyne, A., & Baba, C. (2011). *The effectiveness of capital controls and prudential policies in managing large inflows* (No. 11-14). International Monetary Fund.
- Hardouvelis, (2018). *The Doom Loop of a Sovereign and a Banking Crisis (Part II)*. Διαθέσιμο από <https://www.thenationalherald.com/196417/the-doom-loop-of-a-sovereign-and-a-banking-crisis-part-ii-by-gikas-hardouvelis/> [Πρόσβαση 22/01/2020]
- Hoggarth, G., Jung, C., & Reinhardt, D. (2016). Capital inflows—the good, the bad and the bubbly. *Bank of England Financial Stability Paper*, (40).
- Jinjarak, Y., Noy, I., & Zheng, H. (2013). Capital controls in Brazil—Stemming a tide with a signal?. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2938-2952.
- Jonas, J. (2002). *Argentina: the anatomy of a crisis* (No. B 12-2002). ZEI Working Paper.
- Jongwanich, J. (2019). Capital controls in emerging East Asia: How do they affect investment flows?. *Journal of Asian Economics*, 62, 17-38.
- Kitano, S., & Takaku, K. (2020). Capital controls, macroprudential regulation, and the bank balance sheet channel. *Journal of Macroeconomics*, 63, 103161.
- Korinek, A., & Sandri, D. (2016). Capital controls or macroprudential regulation?. *Journal of International Economics*, 99, S27-S42.
- Kotidis, A., & Malliaropulos, D. (2018). Prudential Capital Controls, Credit Supply and International Trade: Evidence from Greece.
- Kyriazopoulos G. & Logotheti M.. (2019). How Mergers and Acquisitions Affected the Basic Accounting Elements of Greek Banks During the Euro Years 2002-2018. *Journal of Accounting, Business and Finance Research*, 7(2), 24-39.
- Lazzarini, A. (2009). Who cried for argentina? notes on the 2001-02 crisis. *Economic and Political Weekly*, 44(37), 23-26.
- Levey, C., Ozarow, D., & Wylde, C. (Eds.). (2014). *Argentina since the 2001 crisis: recovering the past, reclaiming the future*. Springer.

Liargovas, P., Anastasiou, A., Komninos, D., & Dermatis, Z. (2019). The Role Of Capital Controls In The Period Of The Economic Crisis: How Was The Greek Trading Culture Been Formed?. *Noble International Journal of Economics and Financial Research*, 4(8), 76-82.

Maddison, A. (2001). *The world economy; the world economy A millennial perspective*. Paris: OECD Publishings.

Magud, N. E., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). *Capital controls: myth and reality-a portfolio balance approach* (No. w16805). National Bureau of Economic Research.

Monokroussos, P., Dimitriadou, A., Gkionis, I., Gogos, S. G., Petropoulou, P., & Stamatiou, T. (2016). One year capital controls in Greece. *Impact on the domestic economy & lessons from the Cypriot experience*. Διαθέσιμο από: https://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/GLOBAL_FOCUS_NOTE_20160,805.

Monokroussos, P., Dimitriadou, A., Gkionis, I., Gogos, S. G., Petropoulou, P., & Stamatiou, T. (2016). *One year capital controls in Greece. Impact on the domestic economy & lessons from the Cypriot experience*. https://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/GLOBAL_FOCUS_NOTE_20160805.pdf [Πρόσβαση 12/01/2020]

Μασουράκης Μ., Μητσόπουλος Μ., Πρίντσιπας Θ. (2016α). Οικονομία και επιχειρήσεις. Εβδομαδιαίο δελτίο για την ελληνική οικονομία 24 Νοεμβρίου 2016. http://www.sev.org.gr/Uploads/Documents/weekly_24_11_2016.pdf [Πρόσβαση 12/01/2020]

Μασουράκης Μ., Μητσόπουλος Μ., Πρίντσιπας Θ. (2016β). Οικονομία και επιχειρήσεις. Εβδομαδιαίο δελτίο για την ελληνική οικονομία 07 Ιουλίου 2016. http://www.sev.org.gr/Uploads/Documents/49667/weekly_7_7_2016.pdf [Πρόσβαση 10/01/2020]

Neely, C. J. (1999). An introduction to capital controls. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 81(November/December 1999).

Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. S., & Reinhardt, D. (2010). Capital inflows: The role of controls. *Revista de Economia Institucional*, 12(23), 135-164.

Ostry, M. J. D., Ghosh, M. A. R., & Korinek, M. A. (2012). *Multilateral aspects of managing the capital account*. International Monetary Fund.

ΟΤΟΕ (Ομοσπονδία Τραπεζοϋπαλληλικών Οργανώσεων Ελλάδας) , (2015). Το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα και οι προτάσεις της ΟΤΟΕ για το ρόλο του και τη συμβολή του στην οικονομική ανάπτυξη. https://www.otoe.gr/uploads/files/otoe_xrimatopistotiko.pdf [Πρόσβαση 26/01/2020]

Paolera, G., & Taylor, A. M. (Eds.). (2003). *A new economic history of Argentina* (Vol. 1). Cambridge University Press.

Pasricha G.K. (2017). Policy rules for capital controls. BIS Working Papers No 670. Bank for International Settlements.

Pasricha, G. K., Falagiarda, M., Bijsterbosch, M., & Aizenman, J. (2018). Domestic and multilateral effects of capital controls in emerging markets. *Journal of International Economics*, 115, 48-58.

Petroulakis, F., Priftis, R., & Rousakis, M. (2017). *Deposit Flight, Precautionary Consumption and Capital Controls: A Tale from Greece*. Oxford University Working paper.

Petroulakis, F., Priftis, R., & Rousakis, M. (2017). *Deposit Flight, Precautionary Consumption and Capital Controls: A Tale from Greece*. Oxford University Working paper.

PWC (2018). Από την ύφεση στην ανάκαμψη Απρίλιος 2018 Πολιτικές διευκόλυνσης επενδύσεων. Διαθέσιμο από <https://www.pwc.com/gr/en/publications/greek-thought-leadership/from-recession-to-recovery.pdf> [Πρόσβαση 3/03/2020]

Rossi, M. M. (1999). *Financial fragility and economic performance in developing economies: Do capital controls, prudential regulation and supervision matter?*. International Monetary Fund.

Saborowski, C., Sanya, S., Weisfeld, H., & Yopez, J. (2014). *Effectiveness of capital outflow restrictions* (No. 14-18). International Monetary Fund.

Samitas, A., & Polyzos, S. (2016). Freeing Greece from capital controls: Were the restrictions enforced in time?. *Research in International Business and Finance*, 37, 196-213.

Samitas, A., & Polyzos, S. (2016). Freeing Greece from capital controls: Were the restrictions enforced in time?. *Research in International Business and Finance*, 37, 196-213.

Σαμπανιώτης Θ. (2010). *Η περίπτωση της Αργεντινής. Αίτια της χρεοκοπίας του 2001 & σύγκριση με Ελλάδα*. Eurobank Research, τόμος V, τεύχος 3.

Saxton, J. (2003). *Argentina's economic crisis: Causes and cures. Paper presented at the Testimony before the Joint Economic Committee of the United States Congress, June. Washington DC*. Διαθέσιμο από <http://www.house.gov/jec/imf/06-13-03.pdf> [Πρόσβαση 3/03/2020]

ΣΕΒ (Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων) (2015). *Καταγραφή προβλημάτων στις επιχειρήσεις μέλη του ΣΕΒ από την επιβολή capital controls στις τραπεζικές συναλλαγές*. <https://www.sev.org.gr/grafeio-typou/deltia-typou/ta-provlimata-ton-epicheiriseon-apo-ta-capital-controls/> [Πρόσβαση 10/01/2020]

ΣΕΒ (Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων) (2016). *Οικονομία & επιχειρήσεις. Εβδομαδιαίο δελτίο για την Ελληνική οικονομία*. <https://www.sev.org.gr/grafeio-typou/deltia-typou/ta-provlimata-ton-epicheiriseon-apo-ta-capital-controls/> [Πρόσβαση 10/01/2020]

Sigurgeirsdottir, S., & Wade, R. H. (2015). From control by capital to control of capital: Iceland's boom and bust, and the IMF's unorthodox rescue package. *Review of International Political Economy*, 22(1), 103-133.

Τράπεζα της Ελλάδας (ΤτΕ) (2020). *Εξέλιξη δανείων και καθυστερήσεων*. Διαθέσιμο από <https://www.bankofgreece.gr/statistika/ekseliksh-daneiwn-kai-kathysterhsewn> [Πρόσβαση 3/03/2020]

Τράπεζα της Ελλάδας (ΤτΕ) (2020). *Τραπεζικές καταθέσεις*. Διαθέσιμο από <https://www.bankofgreece.gr/statistika/nomismatikh-kai-trapezikh-statistiki/katatheseis-twn-pistwtikwn-idrymatwn> [Πρόσβαση 3/03/2020]

Τράπεζα της Ελλάδας (ΤτΕ) (2020). *Τραπεζικές καταθέσεις*. Διαθέσιμο από <https://www.bankofgreece.gr/statistika/nomismatikh-kai-trapezikh-statistiki/katatheseis-twn-pistwtikwn-idrymatwn> [Πρόσβαση 23/01/2020]

Τσακανίκας Α., Γιωτόπουλος Γ., Βαλαβανιώτη Ε., Σταυράκη Σ. (2019). *Ετήσια Έκθεση Επιχειρηματικότητας 2018-2019: Η νέα επιχειρηματικότητα ενισχύεται*. Αθήνα: IOBE (Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών)

ΤτΕ (Τράπεζα της Ελλάδας), (2020). *Ισοζύγιο αγαθών*. <https://www.bankofgreece.gr/statistika/ekswterikos-tomeas/isozygio-plhrwmwn/isozygio-agathwn> [Πρόσβαση 29/01/2020]

Van de Wiel, I. (2013). The Argentine Crisis 2001/2002. *Rabobank/RaboResearch, Utrecht*.

11η υπουργική απόφαση για τον έλεγχο κεφαλαίων (2016). *Η σταδιακή χαλάρωση των κεφαλαιακών ελέγχων*. Διαθέσιμο από <https://www.taxheaven.gr/news/30549/yp-oik-h-stadiakh-xalarwsh-twn-kefalaiakwn-elegxwn> [Πρόσβαση 29/01/2020]