



**ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ**

*Μεταπτυχιακό δίπλωμα αδίκευσης στην διεθνή οικονομική και
χρηματοοικονομική*

Διπλωματική εργασία

Η επίδραση της ευρωζώνης στην μετανάστευση κεφαλαίου

*Τον μεταπτυχιακού φοιτητή Νασόπουλον Κωνσταντίνον
Α.Μ:4070003*

Επιβλέπων Καθηγητής: Ν. Χριστοδούλακης

ΑΘΗΝΑ 2009





ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
εισ. 91813
Αρ. ΝΑΣ
ταξ.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ

*Μεταπτυχιακό δίπλωμα αδίκευσης στην διεθνή οικονομική και
χρηματοοικονομική*

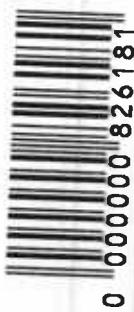
Διπλωματική εργασία

Η επίδραση της ευρωζώνης στην μετανάστευση κεφαλαίου

*Τον μεταπτυχιακό φοιτητή Νασόπουλον Κωνσταντίνον
Α.Μ:4070003*

Επιβλέπων Καθηγητής: Ν. Χριστοδούλακης

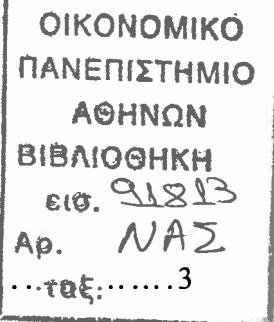
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΓΟΓΙΣ



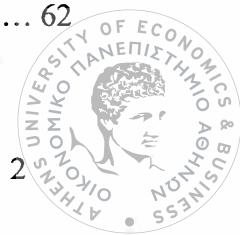
AΘΗΝΑ 2009



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ



1.	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	3
2.	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΠΗΓΩΝ FDI.....	5
2.1	Εισαγωγή.....	5
2.2	Ορισμός των FDI στα επίσημα εγχειρίδια.....	6
2.3	Μέθοδοι συλλογής δεδομένων FDI.....	7
2.4	Διαφοροποιήσεις σχετικά με την επεξεργασία και αναφορά των δεδομένων FDI	9
2.5	Διαφοροποιήσεις σχετικά με τα δεδομένα των FDI σε επίπεδο βιομηχανιών και πολυεθνικών.....	11
2.6	Διαφοροποιήσεις στην ανάλυση των δεδομένων FDI	11
2.7	Επιπτώσεις στις σχεδιαζόμενες πολιτικές.....	12
3.	ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΥΠΑΡΧΟΥΣΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΣΤΑ FDI	14
3.1	Εισαγωγή – Θεωρητικοί στόχοι.....	14
3.2	Εμπόριο και FDI	16
3.3	Μέτρηση επιπτώσεων στα FDI	19
3.3.1	Εμπειρικές προσεγγίσεις	21
3.3.2	Οικονομετρικές προσεγγίσεις	28
3.4	Συμπεράσματα βιβλιογραφίας	45
4	ΕΚΤ ΚΑΙ FDI	46
5	ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ.....	50
5.1	FDI και Ευρωζώνη	51
5.2	FDI σε ομάδες της Ευρωζώνης.....	56
5.3	Συμπεράσματα	59
6	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	60
7	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ –ΠΗΓΕΣ	62



Το θέμα της διπλωματικής αυτής εργασίας αποτελεί έναν από τους βασικούς στόχους της ONE που είναι η επίδραση της Ευρωζώνης στην μετανάστευση κεφαλαίου και συγκεκριμένα στις άμεσες ξένες επενδύσεις (FDI). Όπως και στους υπόλοιπους τομείς δράσης της ένωσης και στον τομέα των FDI οι προσδοκίες από την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος είναι υψηλές. Στην ανάλυση προς την επιβεβαίωση ή μη αυτών των προσδοκιών χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή στον ορισμό των εξεταζόμενων μεγεθών και ερωτημάτων.

Αρχικά, λοιπόν, ως πρώτος στόχος αυτού του πονήματος πραγματοποιείται μία διερεύνηση για τον ίδιο τον ορισμό των FDI. Αξιολογούνται τα υπάρχοντα συστήματα μέτρησης καθώς και η αξιοπιστία των αναφερόμενων από τις χώρες μεγεθών προς τους αρμόδιους προς συλλογή και επεξεργασία αυτών των στοιχείων οργανισμούς (IMF, UNCTAD, OECD). Οδηγούμαστε με αυτό τον τρόπο σε συγκεκριμένα συμπεράσματα για την αξία, ερευνητική και πολιτική, των προσφερόμενων δεδομένων..

Στην συνέχεια, αφού αξιολογηθούν τα υπό εξέταση στοιχεία, ως δεύτερος στόχος της εργασίας αυτής, κρίνεται χρήσιμη μία ανάλυση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας και έρευνας ως προς την επίδραση της Ευρωζώνης στα FDI. Στο πλαίσιο αυτό αξιολογούνται τα αποτελέσματα, τα διλλήματα και οι αντιφάσεις της βιβλιογραφίας.

Τέλος, χρησιμοποιώντας τα πλέον αξιόπιστα στοιχεία εθνικών μεγεθών από τη βάση του ΟΟΣΑ γίνεται μία προσπάθεια ανίχνευσης των όποιων επιδράσεων της Ευρωζώνης στις άμεσες ξένες επενδύσεις. Συγκεκριμένα ερευνώνται τα παρακάτω ερωτήματα:

- i. Αυξήθηκε η εισροή FDI στην Ευρωζώνη λόγω της υιοθέτησης του Ευρώ;
- ii. Αυξήθηκαν οι επενδύσεις μεταξύ των χωρών μελών της Ευρωζώνης εξαιτίας της χρήσης ενός κοινού νομίσματος;
- iii. Οι χώρες της ΕΕ, που αρνήθηκαν τη συμμετοχή τους στην ONE, υστερούν σε προσέλκυση επενδύσεων λόγω επενδυτικού ανταγωνισμού από την Ευρωζώνη;
- iv. Εντός της Ευρωζώνης υπάρχουν χώρες μέλη οι οποίες να εμφανίζεται από τα στοιχεία να ωφελήθηκαν περισσότερο από κάποιες άλλες;

Στον επίλογο της ανάλυσης αυτής παραθέτονται τα συμπεράσματα του γράφοντα από την διερεύνηση των τριών επιμέρους βασικών στόχων. Δίνεται μία τελική απάντηση στην

επίδραση των FDI από την εισαγωγή Ευρώ, ως αποτέλεσμα όχι μόνο των αριθμητικών ενδείξεων, αλλά και των αποτελεσμάτων της βιβλιογραφίας με όλες τις αμφισβητήσεις και αντιρρήσεις που διατυπώνονται σε αυτή.

2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΠΗΓΩΝ FDI

2.1 Εισαγωγή

Οι άμεσες ξένες επενδύσεις (FDI) αποτελούν μία θεμελιώδη πηγή προώθησης της παγκοσμιοποίησης του οικονομικού συστήματος και της οικονομικής ανάπτυξης. Όλες οι χώρες, αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες, επιδιώκουν την προσέλευση FDI λόγω των πολλαπλών θετικών συνεπειών τους στην οικονομική ανάπτυξη και ιδιαίτερα στην τεχνολογία, την γνώση και τις δεξιότητες, παράγοντες που όχι μόνο αυξάνουν αλλά και κάνουν αποτελεσματικότερη την χρήση των κεφαλαίων από άμεσες ξένες επενδύσεις.

Όσον αφορά τη θεσμική σημασία τους, τα FDI έχουν αποδειχθεί ένα σημαντικό εργαλείο στην διευκόλυνση των σχεδιαστών οικονομικής πολιτικής στο σχεδιασμό ρυθμιστικών πολιτικών και στρατηγικών ανάπτυξης, καθώς επίσης και των διεθνών οργανισμών στην παρακολούθηση περιφερειακών αναπτυξιακών τάσεων και της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας. Ωστόσο η συγκέντρωση, επεξεργασία και η ενημέρωση των FDI παραμένει μία τεράστια πρόκληση και για το σύνολο των χωρών και για τους διεθνείς οργανισμούς.

Διεθνή πρότυπα στη διαδικασία αυτή και στον ορισμό των FDI θεωρούνται ο ΟΟΣΑ και το ΔΝΤ. Οι στατιστικές μέθοδοι που χρησιμοποιούν για τα FDI δίνουν βαρύτητα στη συγκρισιμότητα, κατανόηση, πιστότητα και χρονική διαμόρφωση των δεδομένων. Εντούτοις, αρκετές χώρες δυσκολεύονται να ακολουθήσουν τις αυστηρές οδηγίες τους στην αναφορά των αποθεμάτων και ροών FDI των οικονομιών τους. Οι απόψεις για τις αιτίες του φαινομένου αυτού διίστανται. Η μία άποψη είναι ότι οφείλεται στην έλλειψη ανθρωπίνου κεφαλαίου και των κατάλληλων θεσμών. Για άλλους, οφείλεται σε διαφοροποιήσεις στα εγχειρίδια ορισμών του ΟΟΣΑ και του ΔΝΤ. Η κατάσταση περιπλέκεται από το γεγονός ότι οι διαδικασίες συλλογής και επεξεργασίας στοιχείων διαφέρουν από χώρα σε χώρα, οδηγώντας σε διαφορετικές απόψεις για την ορθότητα των στοιχείων.

Συνέπεια όλων των προηγουμένων είναι η εμφάνιση ασυνέπειας, μη συγκρισιμότητας και μικρής αξιοπιστίας των στοιχείων, καθώς και μεγάλων διαφοροποιήσεων (διαταραχών) στα συνολικά στοιχεία.

2.2 Ορισμός των FDI στα επίσημα εγχειρίδια

Μελετώντας την 5^η έκδοση του εγχειριδίου Ισοζυγίου Πληρωμών του ΔΝΤ (IMF, Balance Of Payments, 5th edition) και την 4^η έκδοση του Ορισμού Αναφοράς του ΟΟΣΑ (Benchmark Definition of FDI, 4th edition) τα FDI ορίζονται ως:

«ο σκοπός κτήσης μίας διαρκούς απόδοσης από μία επιχείρηση (entity) εδρεύουσα σε μία οικονομία άλλη από αυτή της επενδύτριας επιχείρησης (direct investor enterprise).»

Τα FDI μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία μέρη:

1. Νέες επενδύσεις-Συμμετοχές (Greenfield operations)

Οι συμμετοχές αποτελούν το μερίδιο των μετοχών σε εταιρίες που βρίσκονται σε άλλες χώρες από την χώρα του επενδυτή.

2. Επανεπενδύμενα κέρδη (Reinvested Earnings)

Τα κέρδη που δεν διανέμονται στους μετόχους αλλά επενδύονται στην ξένη επιχείρηση.

3. Ενδοεταιρικά δάνεια (Intra-company Loans)

Χρηματοδοτικές συναλλαγές μεταξύ μίας μητρικής εταιρίας και των θυγατρικών της

Τα FDI συνήθως αναφέρονται σε αποθέματα και ροές. Τα αποθέματα αφορούν την αξία του κεφαλαίου και των αποθεμάτων συν τις καθαρές υποχρεώσεις, ενώ οι ροές αφορούν το κεφάλαιο που παρέχεται ή λαμβάνεται από ένα ξένο άμεσο επενδυτή και μία FDI επένδυση. Επιπλέον οι ροές των FDI μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε εισερχόμενες (inflows) και εξερχόμενες (outflows).

Όσον αφορά τις συμμετοχές το ΔΝΤ και ο ΟΟΣΑ έχουν διαλέξει το 10% ως σημείο αναφοράς (εισόδου) για να θεωρείται το ποσοστό ιδιοκτησίας ως FDI. Αυτό θεωρούν οι δύο οργανισμοί ως «σημαντικό» (επαρκές) για την κτήση ελέγχου σε μία εταιρία. Ωστόσο, μερικές χώρες δεν αναφέρουν τέτοιου μεγέθους επενδύσεις θεωρώντας ότι ένα 10% δεν δίνει ιδιαίτερη δύναμη επηρεασμού των αποφάσεων στην επενδύτρια εταιρία. Αυτό, φυσικά, δεν σημαίνει ότι ένα μικρότερο ποσοστό δεν δύναται να δώσει στον άμεσο ξένο επενδυτή επαρκή δύναμη επηρεασμού των αποφάσεων. Αυτό μπορεί να συμβαίνει, για παράδειγμα, μέσω της μεταφοράς τεχνολογίας από τον «ξένο» επενδυτή απαραίτητης για τη λειτουργία του συνόλου της επιχείρησης.

Επιπρόσθετα, υπάρχει μια διαταρακτική επίπτωση μεταξύ μεθόδων κατηγοριοποίησης.¹ Στο εγχειρίδιο του ΔΝΤ ορίζεται ότι τα στατιστικά δεδομένα των FDI πρέπει να καλύπτουν:

¹ United Nations Conference on Trade and Development. *FDI Statistics: Data Compilation and Policy Issues*. Geneva, 2005.

«Όλες τις επενδύσεις στις οποίες ο άμεσος επενδυτής έχει μία άμεση ή έμμεση επενδυτική απόδοση» Διαφορετικές, λοιπόν, χώρες ερμηνεύουν διαφορετικά τον όρο «έμμεση». Οι ΗΠΑ π.χ τον νιοθετούν κυριολεκτικά. Αντίθετα στην Ε.Ε επιλέγεται να κρίνεται το έμμεσο όφελος μίας εταιρίας ως «όλες οι επενδύσεις που τους ανήκουν σε πλειοψηφικό ποσοστό»

2.3 Μέθοδοι συλλογής δεδομένων FDI

Υπάρχουν τρεις κύριες μέθοδοι συλλογής δεδομένων FDI:

1. Ισοζυγίου Πληρωμών (BOP)
2. Διοικητική (Administrative)
3. Ερευνητική

i. BOP

Οι περισσότερες χώρες συλλέγουν τα στοιχεία τους κυρίως από τα αρχεία συναλλαγών ξένου συναλλάγματος των κεντρικών τραπεζών. Το συνήθως χρησιμοποιούμενο σύστημα ξένου συναλλάγματος είναι το ITRS (International Transactions Reporting System). Το σύστημα αυτό συλλέγει στοιχεία από δελτία χρηματικών συναλλαγών που καταθέτονται από εταιρίες στην κεντρική τράπεζα. Αυτή η μέθοδος είναι χρήσιμη σε χώρες που ήδη συλλέγουν άλλες στατιστικές ισοζυγίου με αυτή τη μέθοδο. Είναι μάλιστα εύχρηστη καθώς τα στοιχεία είναι ήδη διαθέσιμα στα αρχεία της κεντρικής τράπεζας και δεν χρειάζεται επιπλέον έρευνα.

Ωστόσο ένα σημαντικό μέρος των FDI δεν αφορά διασυνοριακές κεφαλαιακές συναλλαγές, όπως π.χ. τα επανεπενδύμενα κέρδη, κεφάλαιο που παραδίδεται σε είδος (μηχανήματα) και ενδοεταιρικές υποχρεώσεις.² Επίσης τα στοιχεία αυτά μπορεί να μην είναι τόσο λεπτομερή όσο συστήνεται διεθνώς. Για παράδειγμα μπορεί να μην προσδιορίζουν τον τομέα ή την γεωγραφική περιοχή για την οποία προορίζονται. Όλοι αυτοί οι παράγοντες αποτελούν τα βασικότερα επιχειρήματα ώστε να μην χρησιμοποιείται το ITRS ως η πρωτεύουσα πηγή πληροφοριών για τα FDI.

Για να υπολογίσουν τα αποθέματα των FDI κάποιες χώρες προσθέτουν τις χρονοσειρές των ροών FDI που προμηθεύονται από το σύστημα αυτό. Λόγω των χρησιμοποιούμενων ιστορικών τιμών, το αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας παράγει ένα μη αντιπροσωπευτικό μέγεθος σε σχέση με την παρούσα αξία των επενδύσεων. Επιπλέον επειδή η συλλογή δεδομένων FDI είναι πρόσφατο φαινόμενο, ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες χώρες, υπάρχει ιδιαίτερη δυσκολία στον υπολογισμό των αποθεμάτων με αυτή την

² United Nations Conference on Trade and Development. *FDI Statistics: Data Compilation and Policy Issues*. Geneva, 2005.

μέθοδο. Ως αποτέλεσμα τα αποτελέσματα αυτά είναι λιγότερο αξιόπιστα και ανακριβή σε σχέση με αυτά που μπορεί να παράγει η έρευνα στις εταιρίες.

ii. Διοικητική Μέθοδος (γραφειοκρατική)

Μία άλλη μέθοδος συλλογής στοιχείων FDI είναι μέσω των διοικητικών αρχών μιας χώρας. Τα στοιχεία αυτά προέρχονται από φόρμες αποδοχής επενδυτικών σχεδίων, είσπραξη φόρων ακόμη και από γραφεία ανταλλαγής τιτλοποιήσεων και στατιστικές αρχές.³ Σε ορισμένες χώρες μάλιστα οι φόρμες αποδοχής επενδυτικών σχεδίων είναι τα μόνα διαθέσιμα στοιχεία ανάλυσης των FDI με γεωγραφικά και τομεακά κριτήρια.⁴ Παρέχονται έτσι στους οικονομολόγους και τους σχεδιαστές οικονομικής πολιτικής οι απαραίτητες πληροφορίες προς χρήση. Ενώ τα στοιχεία είναι ουσιαστικά παραπροϊόντα άλλων διοικητικών δραστηριοτήτων, οπότε είναι εύκολα και με μικρό κόστος διαθέσιμα, ωστόσο υπάρχουν κάποια σημαντικά ελαττώματα.

Τα περισσότερα από αυτά τα στοιχεία δεν προορίζονται για τα ισοζύγια πληρωμών και οπότε δεν καλύπτουν τη λεπτομέρεια και τις απαιτήσεις των διεθνών προτύπων. Επίσης τα μεγέθη των επενδυτικών στοιχείων είναι ανακριβή. Αυτό οφείλεται στη χρονική ασυνέχεια καθώς τα ποσά συμπληρώνονται σε διαδοχικές περιόδους πέραν του ενός έτους. Μερικές φορές, η τελική πραγματοποιούμενη επένδυση είναι πολύ μικρότερη από την σχεδιαζόμενη ή δύναται να ακυρωθεί κα έντελώς. Επίσης οι φόρμες αποδοχής μπορεί να αφορούν μόνο συγκεκριμένες χρηματικές συναλλαγές που καλύπτουν κάποια ελάχιστα μεγέθη αγνοώντας μικρότερες συναλλαγές.

Εύκολα γίνεται κατανοητό ότι η μέθοδος αυτή είναι ιδιαίτερα ανακριβής και για αυτό λιγότερο δημοφιλής.

iii. Ερευνητική Μέθοδος

Μερικές χώρες επιστρατεύουν μία ακόμη μέθοδο χρησιμοποιώντας περιοδικές έρευνες. Η χρήση ερευνών πραγματοποιείται για να συλλεχθούν πληροφορίες που τα αρχεία ξένου συναλλάγματος και οι διοικητικές αρχές δεν μπορούν να παράσχουν. Η έρευνα αφορά τομείς όπως επανεπενδυόμενα κέρδη, επανεκτίμηση κεφαλαιακών αγαθών λόγω απόσβεσης, συμμετοχές σε

³ United Nations Conference on Trade and Development. *FDI Statistics: Data Compilation and Policy Issues*. Geneva, 2005.

⁴ United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *Accounting Practices*. United Nations, Geneva. Last accessed, 25 August 2006.

εταιρίες και ενδοεταιρικά δάνεια. Όλα αυτά τα δεδομένα διαφοροποιούνται από χρόνο σε χρόνο, ενώ και η κεντρική τράπεζα δεν διαθέτει επαρκή στοιχεία για να προσαρμόσει δεδομένα προηγούμενων χρόνων. Όλοι αυτοί οι παράγοντες είναι σημαντικοί για τον υπολογισμό των αποθεμάτων FDI. Επίσης οι έρευνες καταγράφουν τα στοιχεία στην παρούσα αξία κα τιμές δίνοντας την πραγματική και όχι ιστορική αξία των FDI.⁵

Λόγω των προηγούμενων η μέθοδος αυτή θεωρείται ως καλύτερη για τη συλλογή στοιχείων. Ωστόσο δεν μπορούν πάντα να εντοπιστούν όλες οι εταιρίες που προσελκύουν FDI, ενώ και το κόστος των ερευνών μπορεί να είναι μεγάλο για χώρες που πρόσφατα ξεκίνησαν τη συλλογή στοιχείων μέσω αυτής της μεθόδου αφού απαιτεί τη σύσταση οργανισμών, πλαισίων έρευνας και κανονιστικών διατάξεων που θα εγγυούνται την ποιότητα των ερευνών.

Πολλές χώρες οδηγούνται στη χρήση δύο μεθόδων για να ελέγχουν δύο διαφορετικά μεγέθη, τις ροές και τα αποθέματα. Χρησιμοποιούνται έτσι τα BOP για τις ροές και οι έρευνες για τα αποθέματα. Έτσι, ενώ διασφαλίζεται η διασταύρωση των στοιχείων, παρατηρείται η ύπαρξη διαταραχών μεταξύ των αθροιστικών ροών και των δεδομένων των αποθεμάτων. Αυτό είναι λογικό καθώς τα BOP της κεντρικής τράπεζας δεν λαμβάνουν υπόψιν την απόσβεση και τα επανεπενδυόμενα κέρδη των στοιχείων των αποθεμάτων από έρευνες κάνοντας μη συγκρίσιμα τα στοιχεία.

2.4 Διαφοροποιήσεις σχετικά με την επεξεργασία και αναφορά των δεδομένων FDI

Υπάρχουν ακόμη 16 χώρες που ως το 2003 δεν είχαν ακόμη παραδώσει στοιχεία επανεπενδυμένων κερδών ενώ μόνο το 59% των χωρών δημοσίευναν τα αποθεματικά εισερχόμενων άμεσων ξένων επενδύσεων σε τιμές αγοράς όπως τα διεθνή πρότυπα.⁶

Μία βασική ένδειξη διαταραχής στις ροές των FDI είναι το γεγονός ότι οι παγκόσμιες ροές FDI δεν αθροίζουν στο 0. Αν και αυτό θα μπορούσε να συμβεί από διαδοχικά λάθη που θα εξουδετέρωναν το ένα το άλλο, εντούτοις μία διαταραχή 150\$ δις. όπως του 2000 αποδεικνύει καθαρά το μέγεθος του προβλήματος αξιοπιστίας.

Μελετώντας κανείς το WIR⁷ της UNCTAD, το How countries measure FDI του ΟΟΣΑ και το BOP του IMF μπορεί να παρατηρήσει

⁵ United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *Accounting Practices*. United Nations, Geneva. Last accessed, 25 August 2006.

⁶ International Monetary Fund. *Foreign Direct Investment: How Countries Measure FDI 2001*. IMF. Washington D.C., 2003.

⁷ United Nations Conference on Trade and Development. *World Investment Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, United Nations publication, New York and Geneva, 2007.

ακόμη και σήμερα τεράστιες διαφορές στη μέτρηση μεταξύ των χωρών. Τα δεδομένα αναθεωρούνται συνεχώς σε μεγάλη κλίμακα μειώνοντας την αξιοπιστία των στατιστικών. Τα κενά στοιχείων είναι πολυάριθμα για τις μικρότερες χώρες. Η UNCTAD συχνά καταφεύγει σε second n' third best λύσεις επεξεργασίας δεδομένων, όπως την ετησιοποίηση μερικών στοιχείων χρησιμοποιώντας στοιχεία τριμήνου βάσει των αντίστοιχων αναφορών των αποστελλόντων κρατών σαν σημείο αναφοράς, καθώς και σε δευτερεύουσες πηγές όπως τα M&A⁸. Αυτό συμβαίνει συχνά στην παρουσίαση αποθεμάτων FDI για πολλές χώρες που βασίζονται στην άθροιση ροών από μία σειρά ετών, λύσεις φυσικά μη συνεπείς, αλλά ούτε και επαρκείς ως προς την διόρθωση των τεράστιων διαταραχών και της ανακριβούς παρουσίασης της πραγματικότητας.

Μια άλλη σημαντική μορφή διαταραχών είναι η χρήση δύο χρονικών πλαισίων (ημερολογιακό και λογιστικό έτος) για την καταγραφή ετήσιων στατιστικών. Η διαφορά αυτή παίζει σημαντικό ρόλο στη μη μηδενική άθροιση στη παγκόσμια ροή επενδύσεων.

Επίσης πολλές χώρες που αναφέρουν συχνότερα από το ένα έτος τις ροές και τα αποθέματα παρατηρείται ότι δεν ακολουθούν αυστηρά τις κατευθύνσεις του ΔΝΤ και του ΟΟΣΑ. Τα στοιχεία αυτά, αν και πιο χρήσιμα για χάραξη πολιτικής, δεν είναι αρκετά λεπτομερή επηρεάζοντας την ποιότητα της ανάλυσης για τον στρατηγικό σχεδιασμό μακροπρόθεσμα. Όσο οι εκδόσεις των FDI γίνονται αναλυτικότερες, χώρες με περιορισμένα στοιχεία θα έπρεπε να περιορίσουν τις αναφορές σε ετήσιες. Ως αποτέλεσμα η ποιότητα των στοιχείων θα βελτιωνόταν.

Μια άλλη σημαντική πτυχή είναι το γεγονός ότι η διαφορά των M&A και των νέων επενδύσεων είναι δυσδιάκριτη στην πράξη. Τα δεδομένα των M&A δεν είναι τόσο λεπτομερή, ενώ δεν υπάρχει και ένας συστηματικός κοινός ορισμός των συναλλαγών M&A καθώς διαφορετικές πηγές όπως αναπτυξιακές τράπεζες κ' χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι χρησιμοποιούν διαφορετικές ενδοεταιρικές οδηγίες για την δημοσιοποίηση τέτοιων δεδομένων.⁹ Έτσι, άλλες προτιμούν να αναφέρουν την συναλλαγή στην ανακοίνωση της και άλλες στην πραγματοποίηση της, μια διαταραχή πολύ σημαντική όταν το έτος των δύο διαφέρει ή όταν το συνολικό ποσό επενδύεται σε δόσεις σε μία περίοδο χρόνων. Επιπρόσθετα, συγκεκριμένες μορφές M&A παραβλέπονται από κάποιες πηγές (<10% μετοχών) ή όταν η επένδυση γίνεται σε συνδυασμό με εγχώρια κεφάλαια. Όλα τα προηγούμενα κάνουν τα δεδομένα των M&A μη συγκρίσιμα με τα δεδομένα των FDI.

⁸ United Nations Conference on Trade and Development. *Method of Data Collection and National Policies in the Treatment of FDI*. United Nations, Geneva. Last accessed, 25 August 25 2006.

⁹ United Nations Conference on Trade and Development. *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and development*, United Nations publication, New York and Geneva, 2000.

2.5 Διαφοροποιήσεις σχετικά με τα δεδομένα των FDI σε επίπεδο βιομηχανιών και πολυεθνικών

Το ΔΝΤ και ο ΟΟΣΑ πιστεύουν ότι τα στοιχεία σε επίπεδο βιομηχανιών και πολυεθνικών είναι το λιγότερο ανεπαρκή. Με την έκδοση από τους οργανισμούς ενός προαιρετικού σετ δεδομένων δόθηκε η ευκαιρία στις χώρες να κάνουν πιο συμπαγή και αξιόπιστα τα δεδομένα τους χωρίς επιπλέον επιβάρυνση για τις χώρες που δεν δύνανται να το κάνουν. Κάποιες χώρες όμως συλλέγουν και δημοσιοποιούν στοιχεία σε ένα επίπεδο που μειώνει τη χρησιμότητα των δεδομένων ενώ άλλες επιλέγουν να μην τα αναφέρουν καν.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα του πόσο χρήσιμα είναι αυτά τα στοιχεία στην ποιότητα των FDI είναι το παράδειγμα της Ελβετίας. Η Ελβετία διεξάγει έρευνες σε επίπεδο βιομηχανιών από το 1985 για τις ελβετικές εταιρίες που έχουν επενδύσεις άνω των 10 εκ. ελβετικών φράγκων στο εξωτερικό και αντίστοιχα για τις ξένες εταιρίες στην Ελβετία. Όταν οι έρευνες αυτές νομοθετήθηκαν το 1993 ως υποχρεωτικές ο αριθμός των εταιριών διπλασιάστηκε. Οι επιπτώσεις στα FDI ήταν μία άνοδος των ροών και των αποθεμάτων κατά 15%.¹⁰

Τα αναλυτικότερα στοιχεία σε αυτό το επίπεδο προέρχονται από την UNCTAD μέσω των World Investment Directories. Από το 2008 φαίνεται και ο ΟΟΣΑ να ακολουθεί την κατεύθυνση αυτή εμπλουτίζοντας τους δείκτες σε επίπεδο βιομηχανιών. Τα στοιχεία αυτά καλύπτουν ένα σημαντικό κενό και επιτρέπουν στους σχεδιαστές οικονομικής πολιτικής και στην επιχειρηματική κοινότητα να αντιληφθούν καλύτερα την σημασία των FDI και των πολυεθνικών επιχειρήσεων στη χώρα τους. Ωστόσο και αυτά τα στοιχεία καθώς προέρχονται από διάφορες εθνικές πηγές τυγχάνουν πολλών ελαττωμάτων, παραλήψεων και ασυνεπειών.

2.6 Διαφοροποιήσεις στην ανάλυση των δεδομένων FDI

Κάποιες δραστηριότητες των εταιριών μπορεί να λειτουργούν παραπλανητικά ως προς την επεξεργασία των FDI.

Πολλές φορές εγχώριες εταιρίες μεταφέρουν κεφάλαια πίσω στις ίδιες διαμέσου μιας άλλης χώρας για να τα παρουσιάσουν ως FDI. Το φαινόμενο αυτό παρατηρείται ιδιαίτερα στην Κίνα όπου η φορολογία των πολυεθνικών επιχειρήσεων είναι μισή σε σχέση με τα ντόπια παραρτήματα τους.

Ένα άλλο φαινόμενο άξιο αναφοράς είναι το φαινόμενο του “trans-shipping”. Ορισμένες εταιρίες μεταφέρουν κεφάλαια από μία

¹⁰ Organization for Economic Co-operation and Development. *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*, third edition. OECD Publications. France, 1999.

οικονομία σε εταιρίες ειδικού σκοπού (SPEs) σε μία άλλη χώρα λόγω ευνοϊκότερης φορολογίας, χωρίς καμία επιπρόσθετη ωφέλεια στη λαμβάνουσα χώρα. Τα κεφάλαια αμέσως αναδρομολογούνται προς επένδυση σε μία Τρίτη οικονομία. Δυστυχώς η παρούσα καταγραφή των FDI δεν μπορεί να καταγράψει τέτοιες δραστηριότητες αποκρύπτοντας την πραγματική επίπτωση των FDI στις χώρες αυτές. Σημαντικό παράδειγμα του φαινομένου αυτού είναι το Λουξεμβούργο.¹¹

Το φαινόμενο του trans-shipping μπορεί να παραπλανήσει τους σχεδιαστές οικονομικής πολιτικής ως προς το τελικό αποδέκτη των FDI καθώς οι υπάρχοντες μέθοδοι καταγράφουν τον άμεσο αποδέκτη. Ενώ λοιπόν μία θυγατρική αγοράζει μία εταιρία σε μία άλλη χώρα μπορεί αυτός που ωφελείται να είναι η μητρική σε μία άλλη οικονομία. Μερικές φορές, μάλιστα, για την μεταφορά των κεφαλαίων χρησιμοποιείται μία τρίτη εταιρία άλλου τομέα ή άλλης χώρας με αποτέλεσμα να μην είναι ακριβή τα στοιχεία ούτε για τον τομέα ούτε για τη χώρα. Η Γερμανία ανιχνεύει αυτές τις διαφορές αναφέροντας πρωτεύουσες και δευτερεύουσες ροές διαχωρίζοντας τον μέσο από τον τελικό αποδέκτη. Το κόστος όμως δύσκολα θα μπορούσε να καλυφθεί και από τις αναπτυσσόμενες χώρες ώστε να ακολουθήσουν το παράδειγμα της Γερμανίας¹².

2.7 Επιπτώσεις στις σχεδιαζόμενες πολιτικές

Είτε λόγω ανεπάρκειας ανθρώπινου κεφαλαίου είτε λόγω διαφορετικών στόχων τα παραγόμενα δεδομένα FDI παρουσιάζουν έντονα προβλήματα συγκρισιμότητας, συνέπειας, κατανόησης, αξιοπιστίας και συνεχούς ροής μέσα στο χρόνο. Το φαινόμενο γίνεται ακόμα εντονότερο στις αναπτυσσόμενες χώρες.

Οι προτεινόμενες λύσεις σε εθνικό επίπεδο αφορούν την μεγέθυνση των ελεγκτικών και στατιστικών θεσμών. Επίσης, θα πρέπει να διασφαλιστεί η απρόσκοπη καθημερινή τους λειτουργία με τη θεσμική θωράκιση των οργανισμών αυτών. Τα στελέχη των στατιστικών υπηρεσιών που ασχολούνται με τα FDI θα πρέπει να λαμβάνουν ειδική εκπαίδευση στα FDI ώστε να τα κατανοούν και να εργάζονται σε ένα πλαίσιο που θα αποδίδει ορθότερα τις πραγματικές διαστάσεις των μεγεθών. Λύσεις θα μπορούσαν επίσης να δοθούν από online εργαστήρια των ΔΝΤ, ΟΟΣΑ και UNCTAD.

Σε επίπεδο θεσμών οι διάφορες κεντρικές τράπεζες θα μπορούσαν να συνεργαστούν με τις αναπτυξιακές εταιρίες και τα

¹¹ Fujita, Masakita. *Introduction to Major FDI Issues*. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Geneva, 2005.

¹² United Nations Conference on Trade and Development. *Method of Data Collection and National Policies in the Treatment of FDI*. United Nations, Geneva. Last accessed, 25 August 25 2006.

βιομηχανικά επιμελητήρια ώστε η συνεργασία τους στη συλλογή στοιχείων να βελτιωθεί. Οι διεθνείς οργανισμοί θα μπορούσαν να κάνουν πιο αξιόπιστους, ακέραιους και κατανοητούς τους ορισμούς των FDI και να εργαστούν προς την ανάπτυξη κοινών βάσεων δεδομένων.

Ο διασυνοριακός έλεγχος διασταύρωσης των FDI μεταξύ των χωρών μπορεί να βοηθήσει στην αξιοπιστία των περιεχομένων των δεδομένων. Ο ίδιος στόχος θα μπορούσε να επιτευχθεί αποτελεσματικότερα με τη δημιουργία ενός διακρατικού θεσμού ελέγχου, ιδιαίτερα για την Ευρωζώνη.

Σε κάθε περίπτωση η βελτίωση της διαφάνειας από τους θεσμούς κατά τη συλλογή και επεξεργασία των FDI μπορεί να αποφέρει πολλαπλά οφέλη σε διεθνές αλλά και σε εθνικό επίπεδο με την καλύτερη στόχευση των επενδύσεων σε τομείς της οικονομίας.

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ-ΘΕΩΡΗΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ

Στην παγκόσμια οικονομική ιστορία έχουν υπάρξει πολλά παραδείγματα νομισματικών και οικονομικών ενώσεων. Κάποια από αυτά λειτούργησαν επιτυχημένα για αρκετά χρόνια πριν οι οικονομικές συνθήκες αναγκάσουν τα μέλη τους να εγκαταλείψουν τους αυστηρούς συνήθως κανόνες της Ένωσης για να εξυπηρετήσουν την εθνική οικονομία τους. Μελετώντας, λοιπόν, τα ιστορικά παραδείγματα η κίνηση της ΕΕ να δημιουργήσει μία ευρύτατη σε γεωγραφικό, πληθυσμιακό και οικονομικό μέγεθος Οικονομική και Νομισματική Ένωση φαίνεται αρχικά μία κίνηση υψηλού ρίσκου.

Ωστόσο, όπως όλοι οι σύγχρονοι αναλυτές αναγνωρίζουν η ONE είναι ένα πρωτόγνωρο στα ιστορικά κοινωνικό-οικονομικό μόρφωμα. Οι διεργασίες και το διάστημα του χρόνου που οδήγησαν στην ONE (EMU) είναι ίσως η μακροβιότερη διεργασία προς το σχηματισμό μίας τέτοιας ένωσης. Η επίσημη μόνο διαδικασία, κράτησε για τις πρώτες χώρες μέλη μία δεκαετία και η στήριξη της έγινε σταδιακά με το σχηματισμό ισχυρών οικονομικών θεσμών (EMI, Stability and Growth Pact, ERM II, ECB). Είναι επομένως φυσιολογικό οι προσδοκίες που αναμένονται από μία τέτοια προσπάθεια να είναι υψηλές

Στην θεωρία, διαφορετικά είδη FDI αντιδρούν διαφορετικά με το εμπόριο. Συνολικά, όμως, η ONE θα πρέπει ήδη να έχει διευκολύνει την μετανάστευση κεφαλαίου μέσω της χρηματοπιστωτικής ενοποίησης μέσα στην Ευρωζώνη. Τα μέσα για αυτή την ενοποίηση είναι η εξάλειψη του νομισματικού κινδύνου, τα κοινά εμπορικά πλαίσια όπως μεταξύ Αμστερνταμ και Βρυξελλών, η ενοποίηση χρηματιστηριακών δεικτών όπως της Λισσαβόνας και του Παρισιού (Euronext), η ανάπτυξη μιας αγοράς ευρωομολόγων και φυσικά η μείωση του κόστους κεφαλαίου λόγω των μεγαλύτερων και καλύτερων χρηματοπιστωτικών αγορών. Όλα αυτά οδηγούν στην απομάκρυνση των συνόρων για επενδυτικές αποφάσεις, διευκολύνοντας την διασυνοριακή τοποθέτηση των κεφαλαίων σε επενδύσεις.

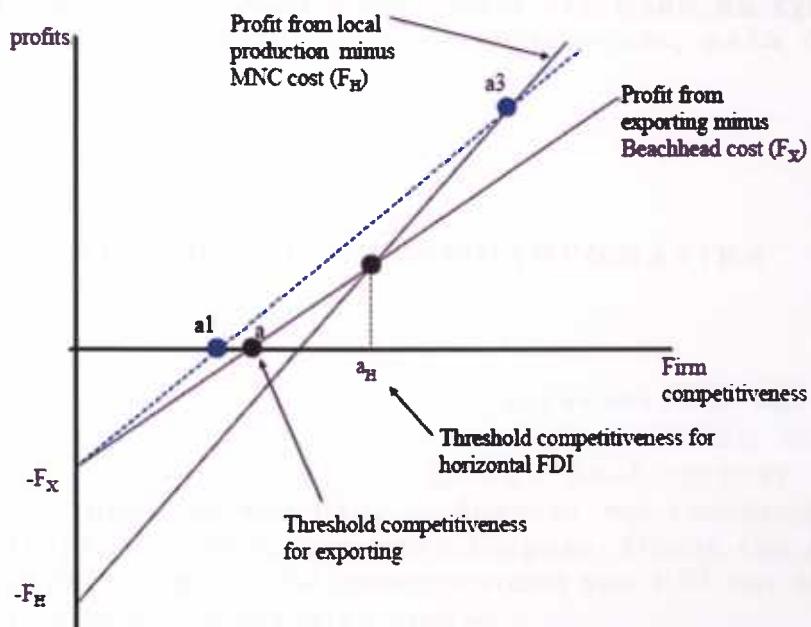
Στην πράξη όμως προώθησε το Ευρώ την επανατοποθέτηση κεφαλαίων μέσω των FDI και M&As μέσα στην Ευρωζώνη; Έκανε την Ευρωζώνη πιο ελκυστική στην προσέλκυση κεφαλαίων από τον υπόλοιπο κόσμο;

3.2 ΕΜΠΟΡΙΟ ΚΑΙ FDI

Στην βιβλιογραφία η νεότερη εξέλιξη πάνω σε ένα μοντέλο που να συνδέει τα FDI με το εμπόριο είναι το επονομαζόμενο heterogeneous trade model από τους Helpman, Melitz και Yeaple¹³. Με βάση το μοντέλο δίνονται δύο εκδοχές όπου το εμπόριο λειτουργεί υποκατάστata ή συμπληρωματικά του εμπορίου. Αν και τα εμπειρικά δεδομένα συμφωνούν με την δεύτερη εκδοχή κυρίως, θα δούμε ότι και η πρώτη στηρίζεται σε σωστή οικονομική λογική.

FDI ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΟ ΩΣ ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΑΤΑ

Figure 35: Export vs FDI decision in the HFT model



Στο παραπάνω διάγραμμα η καμπύλη $-F_X$ αναπαριστά την καμπύλη εξαγωγών (κέρδη μείον κόστος εισόδου στην αγορά) μίας επιχείρησης και το σημείο α είναι το οριακό σημείο εισόδου όπου η επιχείρηση έχει το ελάχιστο επίπεδο ανταγωνιστικότητας ώστε να μπει στην αγορά αυτή (μηδενικά καθαρά κέρδη). Όλες οι επιχειρήσεις οι οποίες είναι ανταγωνιστικότερες του σημείου α θα διαλέξουν την είσοδο στην αγορά καθώς αυτό θα τους αποφέρει κέρδη.

¹³ Melitz, M., 2003, «The impact of trade on intraindustry reallocations and aggregate industry productivity,” *Econometrica*, 71, pp 1695-1725

Θεωρώντας τώρα την καμπύλη -Fh (horizontal¹⁴ FDI) παρατηρεί κανείς ότι μία επιχείρηση με ανταγωνιστικότητα ίση ή μεγαλύτερη του a^h έχει κίνητρο να πραγματοποιήσει μία άμεση επένδυση κερδίζοντας τα κόστη από το εμπόριο. Αυτό είναι άλλωστε και το νόημα της γρηγορότερης ανόδου της καμπύλης -Fh σε σχέση με την -Fx.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις θα συνεχίσουν να πωλούν στην εγχώρια αγορά, οι μεγαλύτερες θα εξάγουν και οι πλέον μεγάλες θα τροφοδοτούν την ξένη αγορά μέσω οριζόντιων FDI στο βαθμό που η ανταγωνιστικότητα είναι συνάρτηση του μεγέθους.

Με την εισαγωγή του Ευρώ η καμπύλη -Fh παραμένει ως έχει αλλά η -Fx αποκτά μεγαλύτερη κλίση καθώς μειώνονται τα κόστη εμπορίου. Πλέον το σημείο εισόδου για εμπόριο είναι χαμηλότερα στο a¹, αντίθετα με τα FDI που το a³ είναι πλέον το νέο σημείο εισόδου. Σε αυτή την κλίμακα, λοιπόν, το Ευρώ επηρεάζει αρνητικά τα FDI για τις εταιρίες που δεν είναι και τόσο ανταγωνιστικές, προς όφελος των εξαγωγών χωρίς ωστόσο να επηρεάζει τις εταιρίες που η ανταγωνιστικότητα τους είναι τέτα τέτα ώστε ήδη να έχουν εγκαταστήσει μονάδες παραγωγής στη χώρα αποδέκτη. Όπως η Russ υποστηρίζει «το Ευρώ θα έχει αρνητικές επιπτώσεις για νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις αλλά όχι τόσο για βετεράνους»¹⁵.

FDI ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΟ ΩΣ ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΑ

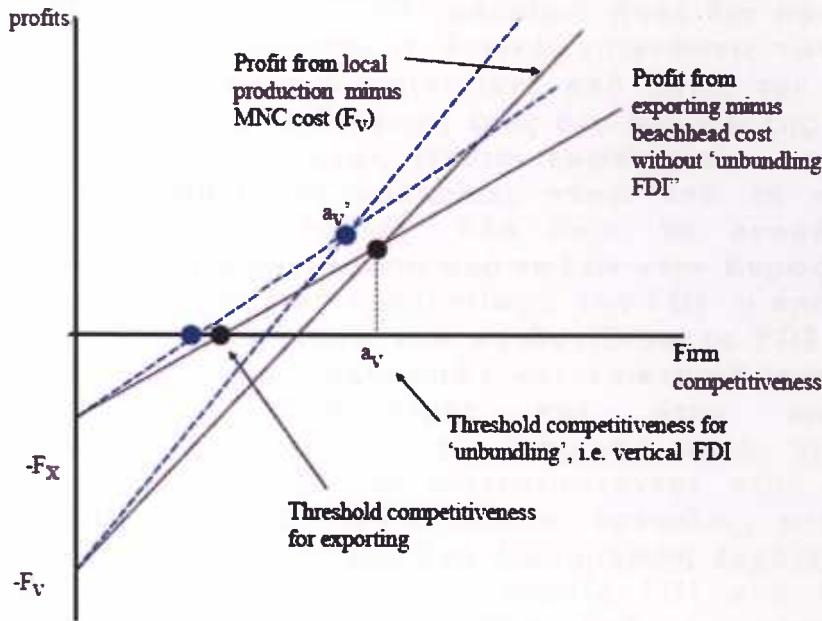
Η προηγούμενη υπόθεση, της υποκατάστασης των FDI από το εμπόριο δεν είναι και τόσο επιθυμητή καθώς οι εμπειρικές ενδείξεις είκοσι και πλέον χρόνων υποδεικνύουν ακριβώς το αντίθετο. Εξάλλου και όλες οι έρευνες της επίδρασης του Ευρώ στα FDI μιλούν για θετικά αποτελέσματα. Οπότε ένα μοντέλο που θα προέβλεπε απλώς την υποκατάσταση των FDI και του εμπορίου δεν θα έδινε μία ρεαλιστική εικόνα.

Όπως ορίζεται στα υποδείγματα κάθετων FDI(αναφερόμενα και ως unbundling), τα κάθετα FDI είναι ένας τρόπος διάσπασης της παραγωγής σε μέρη όπου τα ενδιάμεσα προϊόντα παράγονται φθηνότερα από την εγχώρια οικονομία. Στο βαθμό που η εισαγωγή του Ευρώ προωθεί την διάσπαση της παραγωγής, θα βοηθά και το εμπόριο των ενδιάμεσων αγαθών και τα FDI, ενώ είναι δυνατόν να ωθείται και το εμπόριο των τελικών προϊόντων έμμεσα.

¹⁴ Ως οριζόντια FDI αναφέρονται τα FDI τα οποία ουσιαστικά αποτελούν μεταφορά της παραγωγής του συνολικού προϊόντος με σκοπό τη μείωση στα μεταφορικά κόστη (και πιθανόν την αύξηση του μεριδίου αγοράς) καθώς το προϊόν παράγεται πλησιέστερα στο τόπο πώλησης του.

¹⁵ Russ, Katheryn N., 2007b, "Exchange rate volatility and first-time entry by multinational firms" NBER WP 13659, November.

Figure 36: Export and unbundling FDI decision in the HFT model



Καθώς η εισαγωγή όλων αυτών των παραμέτρων σε ένα διάγραμμα είναι πολύπλοκη θα πρέπει να εισάγουμε τα οφέλη από τα κάθετα FDI στην ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων που πωλούν τα τελικά προϊόντα. Η λογική του διαγράμματος παραμένει η ίδια με το προηγούμενο. Στην προκείμενη περίπτωση όμως τα χαμηλότερα κόστη θα στρέψουν και την κλίση των FDI καθώς και οι δύο καμπύλες εμπλέκουν μία διαδικασία εμπορίου. Εδώ μάλιστα η μείωση του εμπορικού κόστους επηρεάζει περισσότερο την καμπύλη του FDI καθώς το ενδιάμεσο εμπόριο αφορά το σύνολο της παραγωγής της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα είναι να μην μετακινείται μόνο το σημείο εισόδου για εμπόριο αριστερά αλλά και το σημείο εισόδου για την πραγματοποίηση κάθετων FDI. Τα αποτελέσματα αυτά, μάλιστα, διαχέονται και στους λεγόμενους "first-timers", επιχειρήσεις που ήταν αρκετά ανταγωνιστικές για να εξάγουν, αλλά όχι για να εγκαταστήσουν μονάδες παραγωγής σε μία ξένη οικονομία πριν την εισαγωγή του Ευρώ.

3.3 ΜΕΤΡΗΣΗ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΣΤΑ FDI

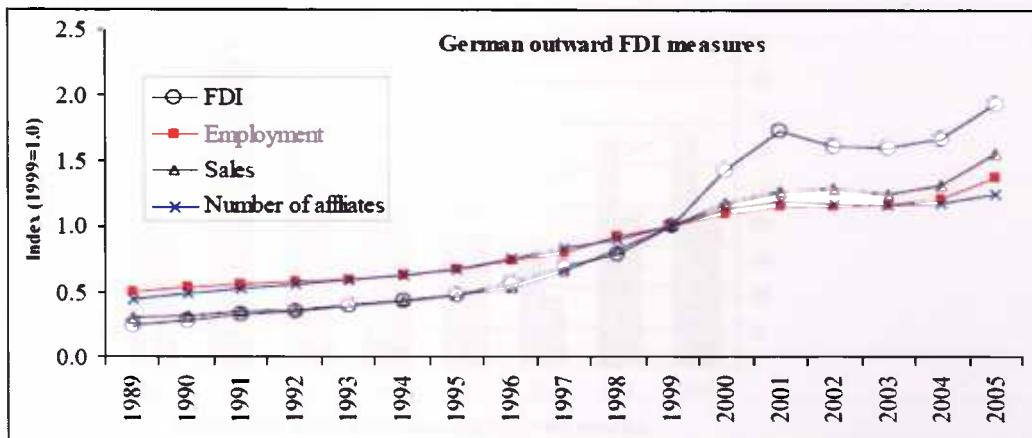
Ο τομέας των FDI είναι σαφώς λιγότερο ανεπτυγμένος από την έρευνα για τις επιπτώσεις του εμπορίου. Αυτό δεν οφείλεται όμως σε μειωμένο ενδιαφέρον καθώς οι θετικές επιπτώσεις των FDI είναι ήδη αντιληπτές και πολύ πιο σημαντικές από αυτές του εμπορίου, ενώ μεγαλύτερη είναι και η διάχυση τους στο σύνολο της οικονομίας και της παραγωγής. Όπως όμως γίνεται εμφανές και στο μεθοδολογικό τμήμα της εργασίας οι δυσκολίες γύρω από τη συλλογή ορθών στοιχείων FDI είναι πολλές. Εδώ όμως θα αναφέρουμε μερικές σημαντικές παρατηρήσεις γύρω από τα FDI στην Ευρωζώνη.

Υπάρχουν δύο κύριες προσεγγίσεις των FDI· η πρώτη, είναι αυτή των κεντρικών τραπεζιτών που υπολογίζουν τα FDI ως μέρος του κεφαλαιακού ισοζυγίου πληρωμών και επικεντρώνονται κυρίως στις εξελίξεις στις χρηματαγορές και στην εμβάθυνση του χρηματοπιστωτικού κλάδου. Η δεύτερη, αυτή των υπουργείων οικονομίας, που τείνουν να επικεντρώνονται στον αντίκτυπο των εισροών FDI στη δημιουργία θέσεων εργασίας, στη διάχυση των τεχνολογικών μεταφορών και στη διαμόρφωση ευρύτερων εμπορικών σχέσεων. Επίσης, εξετάζουν τις εκροές FDI υπό το πρίσμα της ανάπτυξης εθνικών εταιριών έξω από τα σύνορα ώστε να μεγιστοποιούν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα δημιουργώντας ταυτόχρονα μελλοντικές εισροές κεφαλαίων. Επιπρόσθετα οι οικονομίες έτσι διαχέουν τον κίνδυνο της οικονομίας, αυξάνοντας τη διαφοροποίηση μεταξύ εγχώριου προϊόντος και εθνικού εισοδήματος.

Αν και προσέγγιση των υπουργείων ταιριάζει καλύτερα στη διερεύνηση των επιπτώσεων των FDI στην Ευρωζώνη, τα στοιχεία παραγωγής και πωλήσεων βασίζονται μόνο σε έρευνες και αυτά τυγχάνουν περιορισμένης πρόσβασης λόγω εμπιστευτικότητας. Ακόμη και όμως όταν αυτά είναι προσβάσιμα, συνήθως δεν είναι δυνατή η συγκριτιμότητα μεταξύ των χωρών της ΟΝΕ.

Τα στοιχεία των κεντρικών τραπεζών είναι σαφώς πιο προσβάσιμα αλλά και αυτά επηρεάζονται από τα τυχόν χρηματοπιστωτικά εμπόδια και διακυμάνσεις. Ένα καλό παράδειγμα σε αυτό το φαινόμενο είναι το παρακάτω γράφημα από τη βάση δεδομένων MiDi της Γερμανίας σε επίπεδο επιχειρήσεων (Micro database Direct investment).

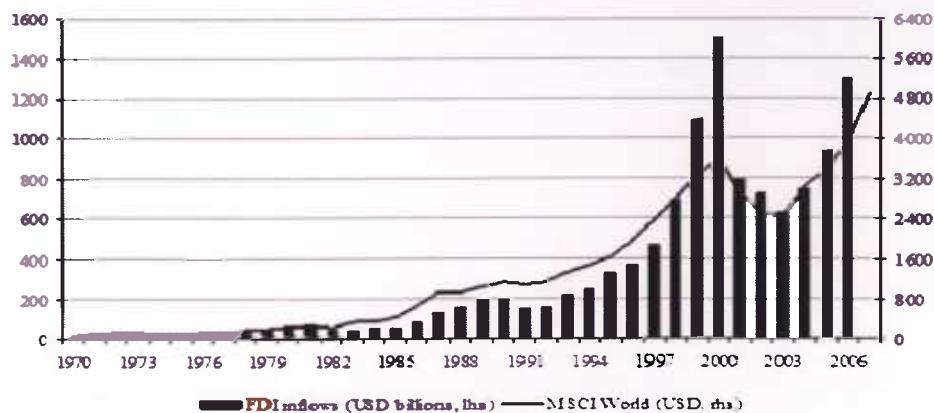
Figure 26: Various measures of German outward FDI from firm-level data



Αυτό που μπορούμε να παρατηρήσουμε είναι ότι οι «πραγματικοί» δείκτες αλληλεπίδρασης των οικονομιών-θέσεις εργασίας από FDI, πωλήσεις και αριθμός παραρτημάτων ξένων μητρικών- κινούνται μαζί στο δείκτη. Ωστόσο, η λογιστική αξία των FDI εμφανίζει μία έντονη άνοδο ακριβώς την περίοδο εισαγωγής του Ευρώ. Ο λόγος είναι ότι τα FDI επηρεάζονται από χρηματοοικονομικές προσδοκίες και υπολογισμούς. Είναι πιθανόν οι μητρικές εταιρίες να αύξησαν τα μερίδια τους στις θυγατρικές προσδοκώντας κεφαλαιακά κέρδη ή απλώς να προσάρμοσαν το book value στις τιμές της αγοράς ώστε να έχουν το επιθυμητό book/market. Σε κάθε περίπτωση, και με δεδομένη την χρηματιστηριακή έκρηξη των τελών της προηγούμενης δεκαετίας γίνεται αντιληπτή η διαφορά στην μεταβλητότητα των «πραγματικών» δεικτών και του book value.

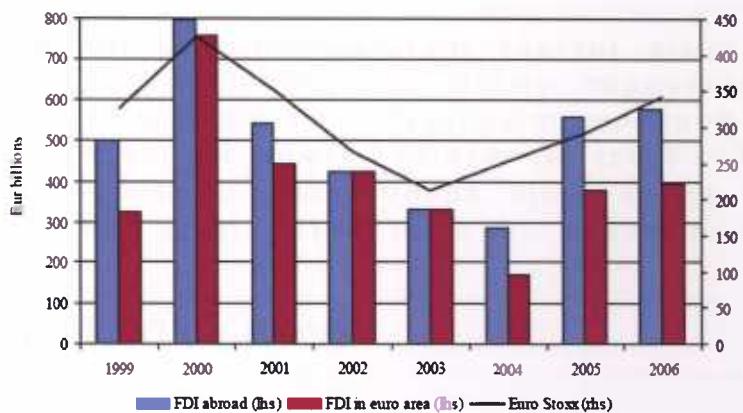
Εμπειρικά εξάλλου φαίνεται ότι οι ροές των FDI ακολουθούν την πορεία των χρηματαγορών παγκοσμίως, αλλά και στην Ευρωζώνη όπως φαίνεται από τα διαγράμματα.

Figure 27: World FDI inflows (left scale) and the Stock Market (right scale), 1970-2007



Source: DataStream, UNCTAD and World Bank.

Figure 28: Euro area FDI flows (left scale billion euro) and Euro Stoxx index (right scale) 1999-2006



Source: ECB calculations, DataStream.

Τέλος, ένα σημαντικό φαινόμενο που κάνει ακόμη πιο δυσχερή την ερμηνεία των στοιχείων είναι η παρατήρηση ότι μεγάλο μέρος των δεδομένων FDI αφορά «μεγάλες συμφωνίες» (mega deals). Ο Taylor¹⁶ τις ορίζει ως συγχωνεύσεις και εξαγορές αν ξεπερνούν τα 10\$ δις. (λόγω του ότι τέτοιες συμφωνίες δεν είχαν παρατηρηθεί πριν το 1997). Οι μεγάλες συμφωνίες αποτελούν περίπου το 25% των διασυνοριακών συναλλαγών από το 1996 και μετά, και παρουσιάζουν ιδιαίτερη πυκνότητα από το 1998-2001.. Στην έρευνα αυτή ο Taylor αναλύει τα δεδομένα της μεγαλύτερης συμφωνίας- εξαγορά Mannesmann από τη Vodafone (2000, 203\$ δις)- κάνοντας εύκολα κατανοητό ότι τέτοια δεδομένα καθορίζονται από ιδιοσυγκρατικούς παράγοντες. Συγκεκριμένα αγοράζοντας τη Mannesmann η Vodafone αναγκάστηκε να πουλήσει την Orange στη France Telecom και με την πρόσοδο αυτή αγόρασε την ισπανική Airtel και την Japan Telecom. Τα φαινόμενα αυτά δεν είναι σπάνια αλλά δεν είναι και τόσο συχνά για να λογιστούν ως λευκοί θόρυβοι, ειδικά βραχυπρόθεσμα.

¹⁶ Taylor, Christopher (2008), “Foreign Direct Investment and the Euro: The First Five Years”, Cambridge Journal of Economics, 32(1): 1-28.

3.3.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ

Αν και οι οικονομετρικοί έλεγχοι είναι απαραίτητοι για τον έλεγχο της επίδρασης και άλλων παραγόντων πέραν του Ευρώ, παραμένει χρήσιμο να ελέγχουμε τα προφανή αποτελέσματα από τα δεδομένα και τις πρώτες επιπτώσεις του Ευρώ. Το βασικό ερώτημα που θέλουμε να απαντήσουμε είναι αν οι ροές στις χώρες της Ευρωζώνης είναι μεγαλύτερες σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες.

1. TAYLOR (2008)¹⁷

Table 27: Growth in FDI flows 1994-98 vs 1999-2003 for Eurozone in's and out's.

With Luxembourg and 'out' comprising all OECD nations	to:	
	Eurozone	Others
Eurozone	277%	215%
Others	400%	
<hr/>		
With Luxembourg and 'out' comprising the big 3 (UK, US, Japan)		
	Eurozone	277%
	Others	523%
<hr/>		
Without Luxembourg and 'out' comprising the big 3 (UK, US, Japan)		
	Eurozone	82%
	Others	186%
		225%

Source: Manipulation of data in Taylor (2008).

Στον παραπάνω πίνακα μπορούμε με ένα απλό υπόδειγμα διαφορετικών ρυθμών (difference in differences) για το σύνολο των χωρών του ΟΟΣΑ να ανιχνεύσουμε κάποιες βασικές διαφορές στους ρυθμούς.

Στην πρώτη σειρά τα FDI από την Ευρωζώνη προς την ίδια αυξήθηκαν 277% ενώ οι ροές προς τις άλλες χώρες μόνο κατά 215%. Ωστόσο αυτό δεν είναι απαραίτητο ότι οφείλεται στο Ευρώ. Αυτό μπορούμε να το ελέγχουμε παρατηρώντας ότι οι εισροές στην Ευρωζώνη από άλλες χώρες αυξήθηκαν κατά 400% το ίδιο διάστημα. Οπότε το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να μην είναι ξεκάθαρο, αλλά η αλματώδης αύξηση των εισροών FDI αποτελεί μία ισχυρή ένδειξη ότι η Ευρωζώνη αποτελεί έναν τρομερά ελκυστικό προορισμό κεφαλαίων.

Επιπρόσθετα για να εξαλείψουμε τα προβλήματα από τη λειτουργία του Λουξεμβούργου ως φορολογικό παράδεισο, χρησιμοποιούμε το Ηνωμένο Βασίλειο, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία αντί για το σύνολο των χωρών του ΟΟΣΑ καθώς και ένα πίνακα με αυτές τις χώρες χωρίς το Λουξεμβούργο.

¹⁷ Taylor, Christopher (2008), "Foreign Direct Investment and the Euro: The First Five Years", Cambridge Journal of Economics, 32(1): 1-28.

Εξαιρώντας το Λουξεμβούργο παρατηρούμε ότι η επίδραση της Ευρωζώνης εξαφανίζεται. Οι εντός της Ευρωζώνης ροές αυξάνονται μόνο κατά 82% ενώ προς τις τρεις αυτές χώρες κατά 186%. Δηλαδή, η Ευρωζώνη αποτελεί όχι και τόσο ελκυστικό προορισμό επενδύσεων για τις ίδιες τις χώρες μέλη όσο οι εκτός χώρες. Αντίθετα η Ευρωζώνη παραμένει ελκυστική για τις χώρες αυτές αφού η αύξηση στις ροές είναι 225%. «Βέβαια δεν γνωρίζουμε τι θα γινόπαν αν δεν άνοιγε η κερκόπορτα του Λουξεμβούργου. Μπορεί οι επενδύσεις απλώς να κατευθύνονται κατευθείαν στις μεγάλες χώρες της Ευρωζώνης. Απλώς δεν μπορούμε να ξέρουμε»¹⁸.

Τα στοιχεία αυτά δεν είναι αρκετά πλήρη καθώς δεν λαμβάνει η έρευνα υπόψιν της στοιχεία όπως η οικονομική ανάπτυξη- που στην δειγματική περίοδο ήταν ιδιαίτερα ισχυρή στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ωστόσο πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στα οικονομετρικά αποτελέσματα καθώς ενώ φαίνεται ότι το Ευρώ δεν είναι αναγκαία συνθήκη για την αύξηση των εισροών, εντούτοις κάποιοι παράγοντες έχουν κάνει την Ευρωζώνη ένα πολύ ελκυστικό μέρος για επενδύσεις μέσω FDI.

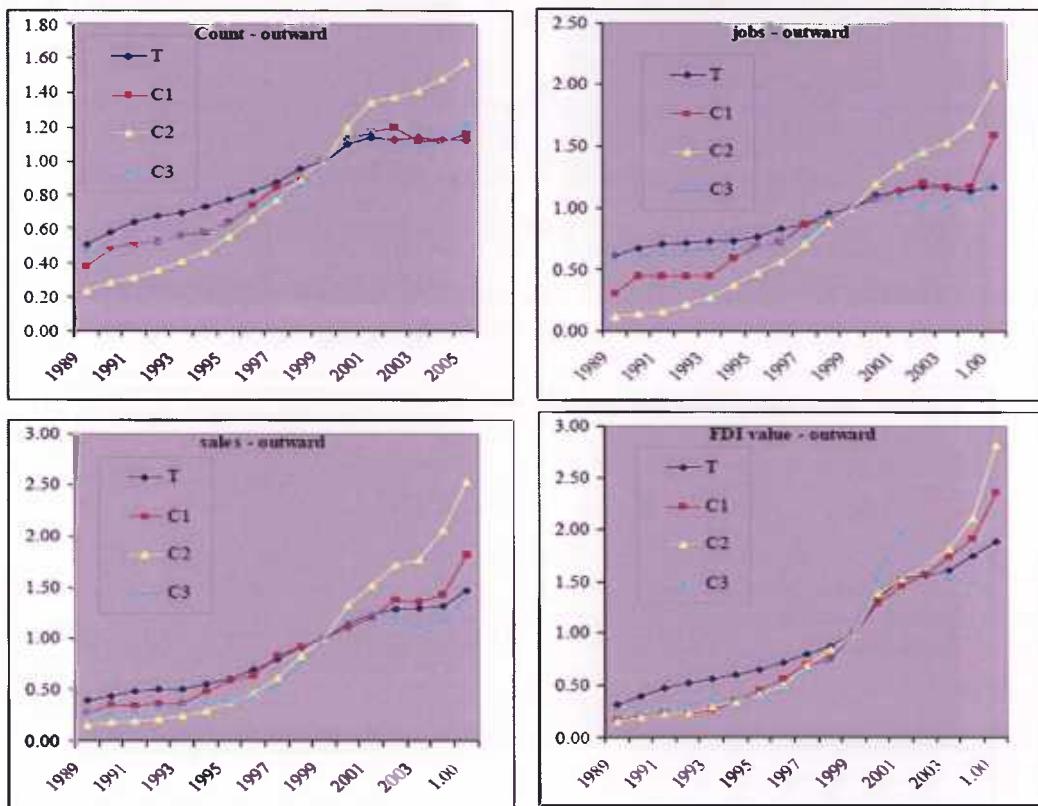
¹⁸ STUDY ON THE IMPACT OF THE EURO ON TRADE AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT

Richard Baldwin Virginia DiNino Lionel Fontagné Roberto A. De Santis and Daria Taglioni
(ECB)*, April 2008

2. BUCH-LIPPONER (2008)

Στην έκθεση τους για τη Γερμανία που θα παρουσιαστεί μέσα στο 2008 οι Buch και Lippuner χρησιμοποιούν ιδιαίτερα αξιόπιστα στοιχεία από μία υποχρεωτική έρευνα σε επίπεδο εταιριών οργανωμένη από τη Bundesbank (MiDi database).

Figure 29: German outward FDI by various measures to the treatment and control groups (index, 1999 = 1.0).



Source: Authors' calculations on Buch and Lippuner data

Notes: T is the 'treatment' group, i.e. the original Eurozone members; C1 is Britain, Sweden and Denmark; C2 is Switzerland, Norway and the new Member States; C3 is all other nations in the world.

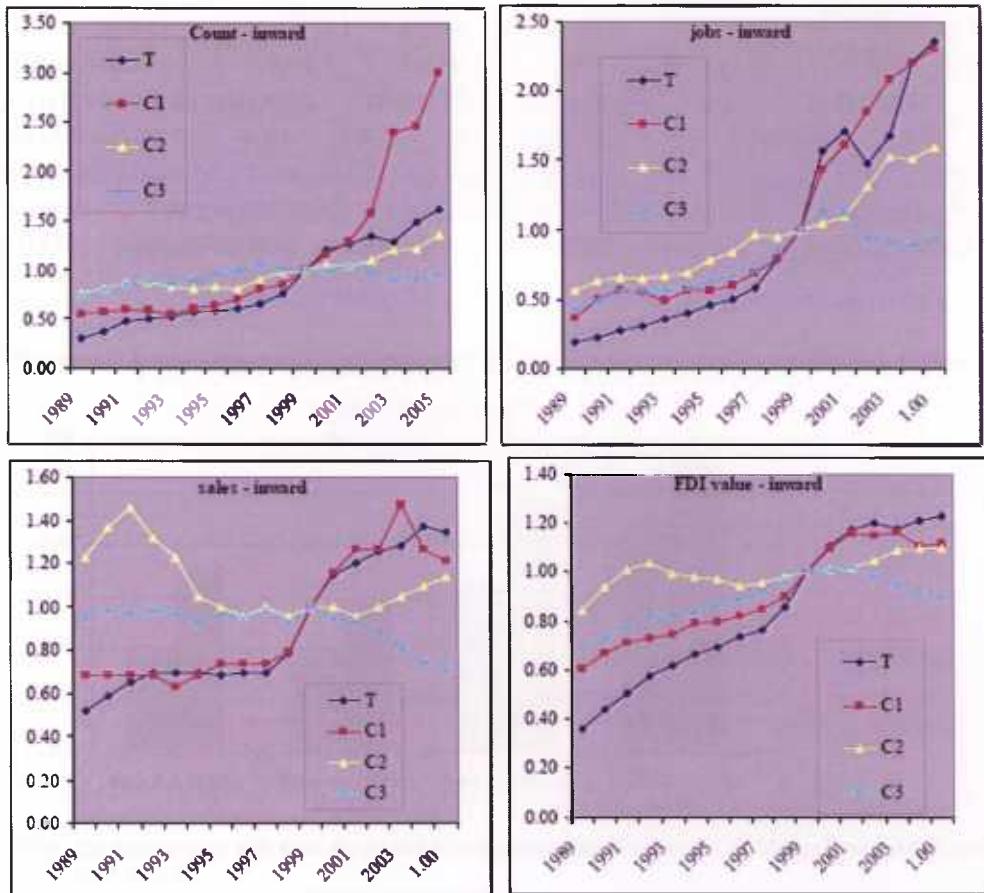
Χρησιμοποιώντας το παραπάνω διάγραμμα η βασική υπόθεση είναι ότι τα γερμανικά κεφάλαια θα πρέπει να προσελκύονται ιδιαίτερα από τα άλλα μέλη της Ευρωζώνης σε σχέση με άλλες ομάδες χωρών. Οι υπόλοιπες ομάδες είναι:

- T → Treatment group (Euro zone)
- C1 → UK, Sweden, Denmark
- C2 → Switzerland, Norway, New member states
- C3 → rest of the world

Ο πίνακας χρησιμοποιεί τις τρεις πιο αξιόπιστες πραγματικής FDI δραστηριότητας (αριθμός παραρτημάτων,

εργασίας, πωλήσεις) και ακόμη το book value. Παρατηρώντας τα δεδομένα καμία ένδειξη δεν επιβεβαιώνει την υπόθεση μας αφού το T και το C1 συμπεριφέρονται λίγο πολύ το ίδιο και το C1 αποδίδει κάπως καλύτερα. Οι Γερμανικές επενδύσεις είναι σαφώς προσανατολισμένες εκτός της Ευρωζώνης και ιδιαίτερα στην κεντρική Ευρώπη όπως φαίνεται και από την απόδοση του C2.

Figure 30: German inward FDI by various measures to the treatment and control groups (index, 1999 = 1.0).



Source: Authors' calculations on Buch and Lipponer data

Notes: T is the 'treatment' group, i.e. the original Eurozone members; C1 is Britain, Sweden and Denmark; C2 is Switzerland, Norway and the new Member States; C3 is all other nations in the world.

Κάνουμε τώρα μία αντίστοιχη υπόθεση για τις εισροές κεφαλαίων στη Γερμανία.

Εδώ τα αποτελέσματα είναι εμφανώς αντίθετα. Η Γερμανία αποτελεί ιδιαίτερα ελκυστικό τόπο προορισμού κεφαλαίων για την Ευρωζώνη και το C1 σε σχέση με τα C2 και C3. Μεταξύ όμως του T και του C1 τα αποτελέσματα δεν είναι ξεκάθαρα. Ενώ οι πωλήσεις και οι θέσεις εργασίας είναι περίπου ίδιες το T επενδύει ποσοτικά πολύ περισσότερα αλλά το C1 έχει σαφώς περισσότερα παραρτήματα.

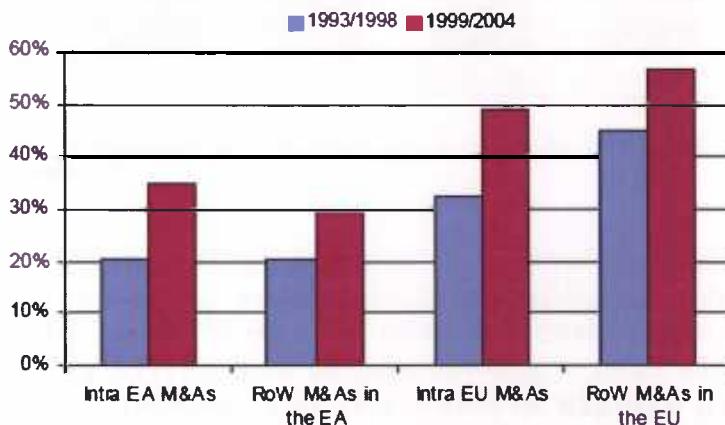
Όλα αυτά τα γεγονότα κάνουν ακόμη πιο μπερδεμένα τα συμπεράσματα. Προφανώς το πρόβλημα έγκειται στην ανάλυση των δεδομένων μόνο μιας χώρας. Γιατί κανείς δεν μπορεί να ξέρει αν τα δεδομένα αυτά οφείλονται σε ιδιοσυγκρατικές διαταραχές

αποτελούν χαρακτηριστικά γνωρίσματα παγιωμένων τάσεων. Η Γερμανία εξάλλου δεν αποτελεί ένα συνηθισμένο μέλος αλλά την μεγαλύτερη και ανταγωνιστικότερη χώρα μέλος. Επιπλέον την περίοδο αυτή οι Γερμανοί προέβησαν σε εκτεταμένο unbundling¹⁹ της παραγωγής τους προς την κεντρική Ευρώπη.

3. Coeurdacier, De Santis, Aviat (2008)

Οι ροές των FDI εκτός από τις νέες επενδύσεις (Greenfield investments) έχουν επίσης τη μορφή M&A όπου οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις από την εταιρία αγοραστή περιλαμβάνει και της αγοραζόμενης εταιρίας ενώ η κύρια δραστηριότητα των δύο καταγράφεται σε διαφορετικές χώρες. Ένας χρήσιμος διαχωρισμός των M&A είναι μεταξύ βιομηχανικού τομέα και τομέα υπηρεσιών, καθώς οι δύο τομείς αυτοί παρουσιάζουν διαφορετική ανάπτυξη.

Figure 31: Intra euro area (EA) cross-border manufacturing M&As compared, 1993-2004.



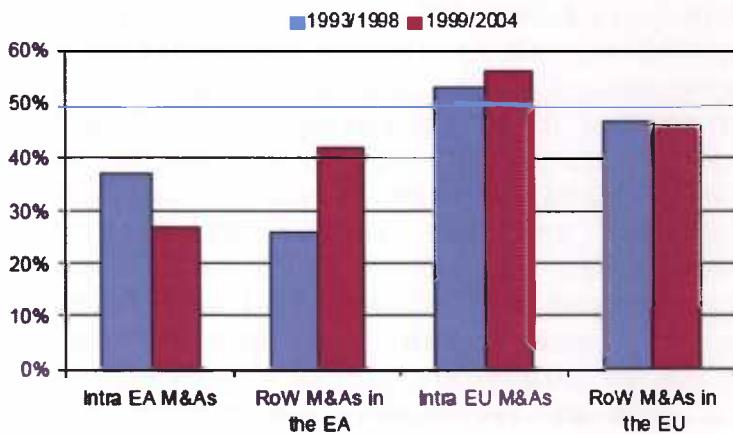
Notes: The data includes only cross-border M&A in manufacturing; EU refers to EU15; the figures reflect growth over the indicated periods.

Όπως παρατηρούμε από το διάγραμμα 31 το ποσοστό των διασυνοριακών M&A εντός της Ευρωζώνης ως προς το σύνολο τους είναι πολύ μεγαλύτερο μετά την ένταξη του Ευρώ. Σημαντική ένδειξη αποτελεί, μάλιστα, ότι η αύξηση αυτή είναι πολύ σημαντικότερη από ότι στην Ευρώπη των 15 (73% αντί 50%). Η διαφορά αυτή προδίδει υψηλότερους ρυθμούς FDI επενδύσεων μέσα στην Ευρωζώνη από ότι στην E.E-15. Είναι αξιοσημείωτο μάλιστα ότι η αύξηση στο σύνολο των M&A στην Ευρωζώνη σε σχέση με το σύνολο των M&A παγκοσμίως είναι επίσης σημαντική. Αυξήθηκε κατά 46% σε σχέση με 25% στην E.E-15.

¹⁹ Unbundling FDI είναι αυτό που αφορά εκροές κεφαλαίου με σκοπό τη διάσπαση της παραγωγής σε παραρτήματα άλλων χωρών για τη διαμόρφωση ενός τελικού προϊόντος από τη μητρική βιομηχανία. Δεν δημιουργούνται παράλληλες μονάδες παραγωγής του τελικού προϊόντος σε άλλες χώρες.

Τα αποτελέσματα αυτά είναι πολύ ενθαρρυντικά για τη θετική επίδραση του Ευρώ στα FDI. Εξάλλου η εμπειρία έχει δείξει ότι ο βιομηχανικός τομέας δίνει τις μεγαλύτερες δυνατότητες διάχυσης των θετικών αποτελεσμάτων αλλά και της τεχνολογίας, αναβαθμίζοντας έτσι την παραγωγικότητα της εργασίας και επηρεάζοντας τα επίπεδα ανεργίας. Τα αποτελέσματα αυτά έρχονται σε αντίθεση με αυτά του Taylor αλλά δεδομένου ότι αυτός χρησιμοποιούσε συνολικά στοιχεία και των αποτελεσμάτων που θα δούμε στον τομέα των υπηρεσιών ίσως τα συμπεράσματα να μην είναι τόσο αντιφατικά.

Figure 32: Intra euro area (EA) cross-border service-sector M&As compared, 1993-2004



Notes: The data includes only cross-border M&A in services; EU refers to EU15; the figures reflect growth over the indicated periods.

Παρατηρώντας, λοιπόν, τα αποτελέσματα στον τομέα υπηρεσιών της Ευρωζώνης παρατηρούμε ακριβώς τα αντίθετα αποτελέσματα με μείωση από 37% σε 27% μετά την ένταξη του Ευρώ στα διασυνοριακά M&A τη στιγμή που το μερίδιο της E.E-15 είναι πολύ μεγαλύτερο και ελαφρώς αυξάνει. Την ίδια μάλιστα περίοδο βλέπουμε τις άλλες χώρες να αυξάνουν το σύνολο των M&A στην Ευρωζώνη ως ποσοστό της παγκόσμιας δραστηριότητας ενώ είναι σχεδόν στάσιμο στην E.E-15. Τα αποτελέσματα αυτά μοιάζουν να συμφωνούν με αυτά του Taylor.

Συνολικά το υπόδειγμα αυτό φαίνεται να παρουσιάζει μία θετική επίδραση του Ευρώ μόνο στο βιομηχανικό τομέα.

3.3.2 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ

1^η προσέγγιση (Proximity vs. scale)

Δύο κύριες εμπειρικές προσεγγίσεις υπάρχουν στην οικονομετρική μελέτη των FDI. Η πρώτη απορρέει από τη θεωρία του επονομαζόμενου μοντέλου ανθρωπίνου κεφαλαίου των Markusen και Venables (1998) το οποίο βασίζεται στην αντιπαραβολή δύο βασικών δίλλημάτων όσον αφορά το κόστος παραγωγής.

Πρώτον, όσον αφορά τα FDI από Βορρά προς Βορρά²⁰ (ευφημισμός για τις ανεπτυγμένες χώρες), το βασικό δίλλημα προβάλλεται μεταξύ των οικονομιών κλίμακας που δημιουργούνται από τη μερική συγκέντρωση της παραγωγής και τη μείωση του κόστους μεταφορών από τον μερικό διαμελισμό της παραγωγής ώστε να βρίσκεται μέρος της παραγωγής κοντά στον πελάτη. Στα πλαίσια αυτού του υποδείγματος το όφελος από την εισαγωγή του Ευρώ γίνεται ξεκάθαρο. Αν το Ευρώ μειώνει τα μεταφορικά κόστη, θα έπρεπε να αποθαρρύνει τα FDI μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης υπέρ του εμπορίου. Ωστόσο, στο βαθμό που η Ευρωζώνη διαμορφώνεται περισσότερο ως μία ενιαία οικονομία, το δίλλημα υποδεικνύει πως το Ευρώ θα πρέπει να ενθαρρύνει τα FDI μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης.

Το δεύτερο δίλλημα στο μοντέλο αυτό αφορά τους συντελεστές παραγωγής όπως το εργασιακό κόστος και η διαμόρφωση οικονομιών κλίμακας. Τα λεγόμενα κάθετα FDI προσπαθούν να τοποθετήσουν κάθε σκέλος της παραγωγής στις χώρες που είναι φθηνότερα. Για παράδειγμα, η τοποθέτηση του μέρους της παραγωγής εντάσεως εργασίας σε μία χώρα όπου η εργασία είναι φτηνή ενώ ταυτόχρονα η διοίκηση της επιχείρησης τοποθετείται σε χώρες όπου η ειδικευμένη εργασία είναι σχετικά επαρκής. Χαρακτηριστικό παράδειγμα η κεντρική και ανατολική Ευρώπη όπου η ειδικευμένη και ταυτόχρονα φτηνή εργασία προσελκύει μεγάλα μεγέθη FDI. Οι επιπτώσεις του Ευρώ εδώ δεν είναι άμεσες αλλά υπάρχουν στο βαθμό που κάνουν το εμπόριο των προϊόντων από εταιρίες δημιουργημένες από FDI πιο εύκολο.

Οι Helpman, Melitz, και Yeaple, όπως θα δούμε παρακάτω, λαμβάνοντας υπόψιν ως δείγμα επιχειρήσεις με διαφορετικά μεγέθη παραγωγικότητας και σταθερού κόστους ίδρυσης ενός «προγεφυρώματος» (establishing beachhead) σε μία αγορά, έδειξαν ότι οι ανταγωνιστικότερες εταιρίες τείνουν να πωλούν περισσότερο και οπότε βρίσκουν την εξοικονόμηση στα μεταφορικά κόστη ιδιαίτερα ελκυστική. Ερμηνεύονταν έτσι την ύπαρξη πολλών FDI από

²⁰ Το μοντέλο αυτό θεωρείται από τους συγγραφείς της αναφοράς για την Κομισιόν ως το καλύτερο για να περιγράψει τις ροές FDI στο εσωτερικό της Ευρώπης. “the model most appropriate within Europe” - σελ.103 Baldwin R., DiNino V., Fontagne L., De Santis A.R, Taglioni D., “Study on the impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment”, European Commission, Economic papers 321/May 2008

τις μεγάλες εταιρίες εξελίσσοντας τη θεωρία για ομογενείς εταιρίες και συναρτώντας την ανταγωνιστικότητα με το μέγεθος, υπόθεση αρκετά ρεαλιστική.

Οι πρώτες εμπειρικές ενδείξεις πάνω στη θεωρία προέρχονται από τους Carr, Markusen και Maskus²¹. Ως δείγμα χρησιμοποιούν τα δεδομένα του υπουργείου οικονομικών των ΗΠΑ και συγκεκριμένα τις πωλήσεις των παραρτημάτων των αμερικανικών πολυεθνικών επιχειρήσεων. Η οικονομετρική προσέγγιση που χρησιμοποιούν λαμβάνει τις πωλήσεις των θυγατρικών ως συνάρτηση του ΑΕΠ των δύο χωρών, του μεταφορικού κόστους των δύο χωρών, του κόστους των FDI και τις διαφορές στα αποθέματα συντελεστών παραγωγής ανάμεσα στη χώρα προέλευσης και προορισμού. Υποθέτουν ότι τα οριζόντια FDI (παραγωγή παρόμοιων τελικών προϊόντων σε ξένες αγορές για τη μείωση του κόστους) συνδέονται θετικά με το άθροισμα των ΑΕΠ, αρνητικά με τη διαφορά των ΑΕΠ, και θετικά με το κόστος εμπορίου με τη χώρα προορισμού. Τα κάθετα FDI (διάσπαση της παραγωγής) υποδεικνύουν μία θετική σχέση αυτών και της διαφοράς στην ύπαρξη ειδικευμένης εργασίας. Χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις πωλήσεις ξένων θυγατρικών στις ΗΠΑ και των αμερικανικών θυγατρικών σε άλλες χώρες την περίοδο 1986-1994, βρίσκουν στοιχεία και για τα οριζόντια και για τα κάθετα FDI. Ωστόσο, οι Blonigen, Davies και Head²² παρουσιάζουν μία σημαντική κριτική των οικονομετρικών αυτών εκτιμήσεων, που όταν διορθωθούν δεν υπάρχουν πλέον ενδείξεις που να υποστηρίζουν τις υποθέσεις για τα κάθετα FDI των πολυεθνικών επιχειρήσεων.

2^η προσέγγιση (Gravity FDI models)

Η δεύτερη προσέγγιση εφαρμόζεται συχνότερα σε κεφαλαιακές ροές από δεδομένα ισοζυγίων πληρωμών. Η προσέγγιση αυτή βασίζεται στα λεγόμενα gravity models τα οποία αρχικά θεωρήθηκε ότι ταίριαζαν καλύτερα στα FDI. Πρόσφατες έρευνες, ωστόσο, έδειξαν ότι υπάρχουν στοιχεία μικροοικονομίας στα FDI. Οι Head και Ries²³ αναπτύσσουν ένα μοντέλο διασυνοριακών M&As όπου μία μητρική εταιρία έχει ένα τυχαίο πλεονέκτημα στον έλεγχο της εταιρίας στη χώρα προορισμού, αλλά και ένα συγκεκριμένο μειονέκτημα στον έλεγχο της διαχεύμενης τεχνολογίας το οποίο γίνεται ακόμη πιο δυσχερές με την απόσταση. Η πιθανότητα οι εταιρίες από μία συγκεκριμένη χώρα προέλευσης να επικρατήσουν σε μία συγκεκριμένη χώρα προορισμού συσχετίζεται θετικά με το

²¹ Carr, D.L., Markusen J.R and Maskus K.E, 2001, "Estimating the knowledge-capital model of the multinational enterprise", American Economic Review, Vol. 91, pp.693-708

²² Blonigen, B.A., Davies R.B and Head K., 2003 "Estimating the knowledge-capital model of the multinational enterprise: Comment", American Economic Review, Vol 93, pp 980-994

²³ Head, K. and Ries J., 2007, "FDI as an outcome of the market for corporate control: Theory and evidence", Journal of International Economics, 74, 2-20

μέγεθος των χωρών και αρνητικά με την μεταξύ τους απόσταση. Επίσης, ρόλο παίζει και η γεωγραφία της χώρας υποδοχής.

Οι Bergstrand και Egger²⁴ προσθέτουν διεθνώς μετακινούμενο κεφαλαίο στο μοντέλο ανθρώπινου κεφαλαίου και βρίσκουν ότι ένα gravity model ταιριάζει καλύτερα στα δεδομένα. Και αυτοί υπογραμμίζουν το ρόλο της απόστασης μεταξύ των δύο χωρών. Τη συγκρίνουν μάλιστα με την απόσταση με τις άλλες πηγές/προορισμούς FDI.

Ένα γενικό gravity model που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των επιδράσεων του Ευρώ στα FDI είναι το εξής:

$$FDI_{od,t} = \alpha_1 EZ11 + \alpha_2 D_d + \alpha_3 D_t + \alpha_4 D_o + \alpha_5 X_{od,t} + \varepsilon_{od,t}$$

Όπου η εξαρτώμενη μεταβλητή είναι οι ροές FDI από τη χώρα προέλευσης (origin) στη χώρα προορισμού (destination) το χρόνο t, τα D είναι ψευδομεταβλητές για τις χώρες προέλευσης, προορισμού και τον χρόνο (dummies), το X είναι ένα διάνυσμα άλλων μεταβλητών τα οποία μπορεί να επηρεάσουν τις ροές FDI, όπως το μέγεθος της αγοράς στις δύο χώρες, τα μεταφορικά κόστη, η απόσταση, δείκτες όπως το q του Tobin στη χώρα προέλευσης, οι διαφοροποιήσεις στις ισοτιμίες, η εμβάθυνση στο χρηματοπιστωτικό τομέα, τα ρυθμιστικά πλαισια των αγορών, η απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου, η ιδιωτικοποίηση κρατικών επιχειρήσεων κ.α.

Οι δύο κυριότερες και πιο πρόσφατες έρευνες που χρησιμοποιούν αυτή την προσέγγιση ανήκουν στον Pétroula²⁵ και στους Coeurdacier, De Santis και Aviat²⁶. Στην έρευνα του ο Pétroulaς χρησιμοποιεί ένα σύνολο FDI ροών (συμμετοχές και άλλων ειδών) μεταξύ 18 ανεπτυγμένων χωρών για την περίοδο 1992-2001.. Υπολογίζει τις επιδράσεις του Ευρώ στις συνολικές ροές μέσα στην Ευρωζώνη στο 14.6%. Η αντίστοιχη επίδραση που υπολογίζει για εισροές από χώρες εκτός Ευρωζώνης είναι 7.5%. Όσον αφορά τη συμμετοχή στην E.E δεν παρατηρεί κάποια σημαντική επίδραση στα FDI.

1. Coeurdacier, De Santis και Aviat

Οι Coeurdacier, De Santis και Aviat χρησιμοποιούν ένα σύνολο διασυνοριακών M&As ροών (1983-2004) με 21 ανεπτυγμένες χώρες ως χώρες προέλευσης και 31 χώρες προορισμού, 21 ανεπτυγμένες και 10 αναπτυσσόμενες, διαχωρίζοντας τη δραστηριότητα σε 10 βιομηχανικούς κλάδους και 10 υπηρεσιών.

Ο κύριος στόχος αυτής της έρευνας είναι να μελετήσει το ρόλο της Ευρωπαϊκής Ενοποίησης, του q του Tobin, της φορολογίας των επιχειρήσεων και των ρυθμιστικού πλαισίου των αγορών προϊόντων ως

²⁴ Bergstrand J. and Egger P., 2007, "A knowledge and physical capital model", Journal of International Economics, Volume 73, Issue 2, November 2007, Pages 278-308.

²⁵ Petroulas, P., 2007, "The effect of the euro on foreign direct investment", European Economic Review, 51; p.1468-1491

²⁶ Coeurdacier, N., De Santis, R.A and Aviat, A., 2008, "Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces", presented at the 47th Economic Policy Panel in Ljubljana, April 2008.

κύριες παραμέτρους των διασυνοριακών M&As χρησιμοποιώντας στοιχεία ανά τομέα.

Table 28: The impact of EMU and EU on cross-border M&As related to manufacturing in % (fixed effects)

	Total	within sectors	across sectors
<u>Euro impact</u>			
Among euro area countries	200.7***	296.3***	20.1
From non-euro to euro area countries	100.6***	114.5**	86.1**
<u>EU impact</u>			
Among EU countries	341.1***	329.3*	431.7***
From non-EU to EU countries	198.6**	167.5	313.7***
Source country dummies	yes	yes	yes
Target country dummies	yes	yes	yes
Time dummies	yes	yes	yes
Other gravity controls	yes	yes	yes

Source: Coeurdacier, De Santis and Aviat (2008), Tables 1 and 2.

Note: Estimation using Poisson-QMLE estimators. Country dummies of acquiring countries and target countries, sectoral dummies, and time-dummies are included but not reported. Standard errors in parentheses; statistical significance at the 10%, 5% and 1% levels denoted by *, ** and ***; estimation with robust standard errors; observations are clustered within country pairs.

Βασιζόμενοι στις συνολικές παλινδρομήσεις καταλήγουν στο ότι το Ευρώ αύξησε τα διασυνοριακά M&As μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης κατά 200%. Η αντίστοιχη αύξηση εισροών από άλλες χώρες είναι 100%. Επομένως το επιπλέον όφελος από τη χρήση του Ευρώ με βάση τους υπολογισμούς τους προκύπτει στο 50%.²⁷

Τα ετήσια M&A μεταξύ Γερμανίας και Γαλλίας λόγω της ένταξης σε επίπεδο EUR1 μέχρι το 1999, αυξήθηκαν σε επίπεδο EUR2 μετά το 1999 μόνο από το σχηματισμό της Ευρωζώνης, ενώ αυξήθηκαν σε EUR 3 λόγω της χρήσης του κοινού νομίσματος. Αντίθετα, η επίδραση του Ευρώ στα διασυνοριακά M&A στο τομέα των υπηρεσιών είναι μηδενική, ένα αποτέλεσμα που συμφωνεί με τα αποτελέσματα που εξήγησαν από τις απλές εμπειρικές μελέτες.. Αν και ο λόγος είναι άγνωστος φαίνεται πως ο τομέας των υπηρεσιών δεν εκμεταλλεύτηκε τις θετικές επιδράσεις του Ευρώ ή ότι δεν υπήρχαν τέτοιες για τον τομέα αυτό.

Από το πίνακα επίσης μπορούμε να μελετήσουμε τα αποτελέσματα της επίδρασης της συμμετοχής στην Ε.Ε. Υπενθυμίζεται ότι ο Πέτρουλας σε στοιχεία από το 1992-2006 βρίσκει μηδενική επίδραση. Αντίθετα στην παρούσα έρευνα, της οποίας η δειγματική περίοδος ξεκινά από το 1985, καταλήγουν στο ότι τα διασυνοριακά M&A μεταξύ των χωρών μελών της Ε.Ε στον βιομηχανικό τομέα αυξήθηκαν κατά 340%. Η αντίστοιχη αύξηση από χώρες μη μέλη είναι 200% Οπότε το αντίστοιχο όφελος για την Ε.Ε είναι πάλι περίπου 50%,

²⁷ Με βάση το Rose effect που αναλύεται στον πίνακα 1 στην αρχή της έκθεσης

Baldwin R., DiNino V., Fontagne L., De Santis A.R., Taglioni D., "Study on the impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment", European Commission, Economic papers 321/May 2008 σελ.25

παρόμοιο με την επίδραση του Ευρώ. Η επίδραση της Ε.Ε στον τομέα των υπηρεσιών είναι στατιστικά μη σημαντική.

Σε μία περαιτέρω εξέταση της επίδρασης της ευρωπαϊκής ενοποίησης στα διασυνοριακά M&A οι Coeurdacier, De Santis και Aviat διαχωρίζουν τα 20 χρόνια παρατηρήσεων που αφορούν το 74% των διασυνοριακών M&A στο κόσμο σε δύο κατηγορίες:

- i. Τα M&A μεταξύ του ίδιου τομέα, εάν ο επενδυτής και η εταιρία αποδέκτης ανήκουν στον ίδιο τομέα, υπολογίζοντας έτσι τα οριζόντια FDI
- ii. Τα M&A μεταξύ διαφορετικών τομέων, όταν ο επενδυτής επενδύει σε μία εταιρία της οποίας η δραστηριότητα δεν ανήκει σε διαφορετικό τομέα είτε υπηρεσιών είτε βιομηχανικό.

Σκοπός της ανάλυσης αυτής είναι να ερευνηθούν και να καθοριστούν με σαφήνεια τα αίτια των M&A. Συγκεκριμένα το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στα οριζόντια M&A και την δημιουργία παραρτημάτων με σκοπό τη διαφοροποίηση του κινδύνου ή τα κάθετα M&A με κίνητρα δημιουργίας μίας «αυτοκρατορίας» επιχειρήσεων. Στο δείγμα τα 2/3 των M&A σε αξία είναι οριζόντια. Η επίδραση του Ευρώ είναι καθαρά στοχευόμενη στα M&A μεταξύ του ίδιου τομέα καθώς είναι στατιστικά σημαντική για διασυνοριακά M&A μεταξύ του ίδιου τομέα ενώ το ίδιο αποτέλεσμα δεν επαληθεύεται για M&A μεταξύ τομέων.

Table 29: The impact of euro and EU on cross-border M&As in manufacturing in % (pair fixed effects)

	Total	within sectors <u>the euro impact</u>	across sectors
Among euro area countries	129.8**	158.1**	68.5
From non-euro to euro area countries	99.6**	97.8*	99.8*
		<u>EU impact</u>	
Among EU countries	148.2	83.1	267.3***
From non-EU to EU countries	334.5*	166.7	835.6***
Bilateral dummies	yes	yes	yes
Other gravity controls	yes	yes	yes

Source: Coeurdacier, De Santis and Aviat (2008).

Notes: Poisson maximum likelihood with bilateral fixed effects; statistical significance at the 10%, 5% and 1% levels denoted by *, ** and ***; estimation with robust standard errors.

Η επίδραση στα διασυνοριακά M&A μεταξύ του ίδιου τομέα είναι 300%. Όσον αφορά τις άλλες χώρες εκτός της Ευρωζώνης τα κάθετα και τα οριζόντια M&A είναι εξίσου σημαντικά. Η επίδραση του Ευρώ συνολικά φαίνεται να είναι η τυπική αντίδραση στην ενοποίηση και απελευθέρωση του χρηματοδοτικού τομέα. Και η επανατοποθέτηση κεφαλαίων σε μέρη όπου είναι πιο αποτελεσματικά. Τα αντίστοιχα αποτελέσματα για τον τομέα των υπηρεσιών είναι στατιστικά μη σημαντικά.

Μια συνήθης κριτική στη βιβλιογραφία γύρω από την επίδραση των νομισματικών ενώσεων όσον αφορά την κινητικότητα προϊόντων και συντελεστών είναι ότι οι συνήθεις παλινδρομήσεις δεν διεξάγουν έλεγχο για κάποιες μη παρατηρήσιμες παραμέτρους που εμφανίζονται ως διαταραχές αλλά εμμένουν διαχρονικά εμφανιζόμενες στην αμοιβαία διάσταση, δηλαδή και στις δύο χώρες κατά τη συναλλαγή ή το συνδυασμό τους στο υπόδειγμα.

Αν μία τέτοια παράμετρος αυξάνει την πιθανότητα της συμμετοχής στη νομισματική ένωση και την ένταση των συναλλαγών μεταξύ των δύο χωρών, η μεταβλητή που συσχετίζεται με την επίδραση του κοινού νομίσματος θα επηρεάζονται (μεροληπτούσε) ανοδικά.²⁸ Μία κλασσική λύση για να αντιμετωπιστεί αυτό το πρόβλημα είναι να προσαρμόσουμε την παλινδρόμηση υπολογίζοντας τη σημαντικότητα ανά ζευγάρι με δεδομένες επιδράσεις. Τα αποτελέσματα είναι περίπου ίδια, μόνο η στατιστική σημαντικότητα μειώνεται ελαφρώς λόγω του τεράστιου αριθμού υπολογιζόμενων αμοιβαίων δεδομένων επιδράσεων (bilateral fixed effects), κάτι που φαίνεται στον πίνακα 29.

Table 30: The time-dimension impact of the euro on intra-euro area M&As in manufacturing (%)

	Total	within sectors	across sectors
<u>the euro impact identified off the time dimension alone</u>			
Among euro area countries	171.8**	237.4**	44.2
From non-euro to euro area countries	116.0***	143.5**	82.8**
<u>the euro impact interacted with time dummies after 1999</u>			
1999	405.8**	439.8**	93.7
2000	48.4	93.5	-12.2
2001	114.5	534.7*	63.1
2002	496.0***	838.4***	44.2
2003	25.9	37.4	-45.6
2004	162.7**	263.3**	-10.8
Source country dummies	yes	yes	yes
Target country dummies	yes	yes	yes
Time dummies	yes	yes	yes
Other gravity controls	yes	yes	yes

Source: Coeurdacier, De Santis and Aviat (2008).

Notes: Statistical significance at the 10%, 5% and 1% levels denoted by *, ** and ***; estimation with robust standard errors.

Για να απαντήσουν ακόμη καλύτερα σε αυτές τις κριτικές οι Coeurdacier, De Santis και Aviat υπολογίζουν επιπλέον την επίδραση του Ευρώ και στη διάσταση του χρόνου, εισάγοντας μία ψευδομεταβλητή η οποία ισούται με ένα από το '85-'04 για ζευγάρια εντός της Ευρωζώνης και τρέχουν την ανάλογη παλινδρόμηση με ένα gravity model. Μπορούν έτσι να ανιχνεύσουν την επίδραση του Ευρώ διαχρονικά συγκρίνοντας διασυνοριακά M&A εντός της Ευρωζώνης πριν την έναρξη του Ευρώ.. Τα αποτελέσματα είναι ποιοτικά ίδια με αυτά των προηγούμενων παλινδρομήσεων και πράγματι η νέα

²⁸ Glick, Reuven and Andrew Rose, 2002, "Does a currency union affect trade? The time series evidence", European Economic Review, Vol. 46-6, pp. 1125-1151

μεταβλητή δεν είναι στατιστικά σημαντική, ενώ η επίδραση του Ευρώ, υπολογισμένη και ως προς τον χρόνο, παραμένει παρόμοια με τους προηγούμενους πίνακες.

Τέλος για να ερευνηθεί αν οι επιδράσεις του Ευρώ μεταξύ '99-04 οφείλονται σε μία μόνο χρονιά, εισάγεται μία ψευδομεταβλητή των χρόνων. Τα αποτελέσματα είναι ενθαρρυντικά καθώς η μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική για όλα τα έτη εκτός από 2000 και το 2003. Επομένως όλα τα προηγούμενα αποτελέσματα αποτελούν ενδείξεις ότι η άνοδος των FDI που ανιχνεύονται οι ερευνητές δεν είναι μία διαταραχή αλλά ένα διαχρονικό φαινόμενο με συγκεκριμένα αίτια.

2. De Sousa J., Lochard J.²⁹

Στο μοντέλο τους οι De Sousa και Lochard χρησιμοποιούν την πιο πρόσφατη βιβλιογραφία για να δημιουργήσουν μία παραλλαγή του κλασσικού gravity model το οποίο αφορά αμοιβαίες συναλλαγές FDI συσχετιζόμενες με το μέγεθος των οικονομιών και τη γεωγραφική απόσταση. Στο μοντέλο αυτό εισάγουν επίσης παραμέτρους όπως συναλλαγματικές ισοτιμίες, αποθέματα εξειδικευμένου ανθρωπίνου κεφαλαίου και καθορισμένα μεγέθη M&A. Συγκεκριμένα η εξίσωση που ακολουθούν περιλαμβάνει έξι ομάδες μεταβλητών οι οποίες είναι:

$$FDI_{ijt} = f(Size, Cost, ExcRate, SkDiff, Finance, EMU)$$

- i. (Size) Στην ομάδα αυτή των μεταβλητών περιλαμβάνεται το πραγματικό ΑΕΠ και των δύο χωρών. Ουσιαστικά το ΑΕΠ της οικονομίας επενδυτή αναπαριστά την προσφορά ενώ της χώρας αποδέκτη τη ζήτηση.
- ii. (Cost) Αν και στα πρώτα μοντέλα στην ομάδα αυτή των μεταβλητών περιλαμβάνονταν μόνο τα μεταφορικά κόστη ως ένδειξη της απόστασης στο μοντέλο αυτό περιλαμβάνονται επίσης σταθερά αμοιβαία κόστη παραγωγής (π.χ. υποδομές), κόστη τα οποία αλλάζουν με το χρόνο όπως δασμοί, διαφορετικοί για κάθε μία από τις δύο οικονομίες, μία ψευδομεταβλητή μέτρησης του εύρους οικονομικής ενοποίησης της Ε.Ε καθώς και το εργατικό κόστος ανά μονάδα παραγωγής στην χώρα αποδέκτη. Η προσδοκία από την τελευταία μεταβλητή είναι να συσχετίζεται αρνητικά με τα κάθετα FDI αφού αυξάνει το παραγωγικό κόστος.
- iii. (ExcRate) Αναγνωρίζοντας ότι οι ενδείξεις στη βιβλιογραφία για το ρόλο της μεταβλητότητας των

²⁹ De Sousa J., Lochard J., March 2006, "Does the single currency affect FDI?", University of Paris I Pantheon-Sorbonne

συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι αντιφατικές το μοντέλο αυτό εισάγει μία μεταβλητή αμοιβαίας διακύμανσης ισοτιμιών για να διαχωρίσει την επίδραση του φαινομένου αυτού από την επίδραση της νομισματικής Ένωσης.³⁰ Θεωρητικά, λοιπόν, η αυξανόμενη διακύμανση στις ισοτιμίες λειτουργεί θετικά για τα οριζόντια FDI και αποθαρρύνει τις κάθετες επενδύσεις λόγω της μεγαλύτερης αβεβαιότητας στις αποδόσεις του διεθνούς εμπορίου στα παραγόμενα ενδιάμεσα αγαθά.

- iv. (SkDiff) Με βάση τα εμπειρικά δεδομένα μία αύξηση στη διαφορά στα αποθέματα εξειδικευμένου ανθρωπίνου κεφαλαίου υποδεικνύει μεγαλύτερες ανισότητες στα σχετικά αποθέματα όταν η διαφορά αυτή είναι θετική. Αντίθετα όταν η διαφορά είναι αρνητική και αυξάνεται αυτό συνήθως αποτελεί ένδειξη σύγκλισης. Χρησιμοποιώντας την προτροπή των Blonigen, Davis και Head³¹ το μοντέλο χρησιμοποιεί απόλυτα μεγέθη θεωρώντας τις επιπτώσεις ίδιες.
- v. (Finance) Για να συνυπολογιστούν τα M&A και το μέγεθος των χρηματοοικονομικών αγορών στο μοντέλο περιλαμβάνεται και η κεφαλαιοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών ως ποσοστό του ΑΕΠ. Η συσχέτιση με την εξαρτημένη μεταβλητή αναμένεται να είναι θετική.
- vi. (EMU) Φυσικά οι ερευνητές περιλαμβάνουν και μία ψευδομεταβλητή EMUi,j,t, ίση με 1 όταν οι δύο χώρες ανήκουν στην ONE την περίοδο t.

Πρέπει να σημειωθεί ότι όπως και τα περισσότερα μοντέλα στη βιβλιογραφία έτσι και αυτό αναφέρεται σε λογαρίθμους. Η μετατροπή αυτή μη διακριτών μεταβλητών αποφέρει δύο βασικά πλεονεκτήματα. Πρώτον, αυξάνει την κανονικότητα της κατανομής, που δεν είναι ιδιαίτερα υψηλή καθώς επικρατούν πολλά μικρά μεγέθη στο δείγμα. Δεύτερον, επιτρέπει την ερμηνεία των μεταβλητών σε όρους ελαστικοτήτων.

$$\begin{aligned}
 \ln(FDI_{ijt}) = & \lambda + \beta_1 \ln(GDP_{it}) + \beta_2 \ln(GDP_{jt}) + \gamma_1 \ln(Tariff_{it}) + \gamma_2 \ln(Tariff_{jt}) + \gamma_3 EU_{ijt} \\
 & + \gamma_4 \ln(ULC_{jt}) + \eta_1 \ln(Volat_{ijt}) + \eta_2 \ln(RER_{it}) + \eta_3 \ln(RER_{jt}) + \delta \ln(SkDiff_{ijt}) \\
 & + \zeta \ln(Stock_{it}) + \mu EMU_{ijt} + \alpha_{ij} + \rho_t + \epsilon_{ijt}.
 \end{aligned} \tag{2}$$

³⁰ Σε κάθε μοντέλο στο οποίο εισάγεται μία παράμετρος για την εκτίμηση της συναλλαγματικής μεταβλητότητας αφαιρείται ουσιαστικά ένα μέρος της επίδρασης της μεταβλητής EMU. Αυτό δεν επισημαίνεται στα συμπεράσματα αυτών των μοντέλων, γεγονός με το οποίο ο γράφων διαφωνεί.

³¹ Blonigen, B., Davies, R. and K. Head, 2003, "Estimating the Knowledge-Capital model of the multinational enterprise: Comment", American Economic Review, 93(3), 980-994.

Το δείγμα των De Sousa και Lochard περιλαμβάνει 22 χώρες του ΟΟΣΑ: 14 μέλη της ΟΝΕ και 8 μη μέλη την περίοδο '82-'02 από πηγές του ΟΟΣΑ που χρησιμοποιούν στοιχεία από ισοζυγία πληρωμών.

-Αποτελέσματα

Table 1: EMU and FDI

Dependent variable	ln(Bilateral FDI Outstock)		ln(Bilateral FDI Outflows)	
Model	(1)	(2)	(3)	(4)
Ln(GDP Parent)	2.24 ^a (0.19)	2.24 ^a (0.19)	0.87 ^a (0.32)	0.83 ^b (0.32)
Ln(GDP Host)	0.99 ^a (0.15)	0.94 ^a (0.15)	1.36 ^a (0.25)	1.33 ^a (0.25)
Ln(Tariff Parent)	0.22 ^a (0.05)	0.24 ^a (0.05)	0.16 ^c (0.09)	0.20 ^b (0.09)
Ln(Tariff Host)	0.25 ^a (0.05)	0.27 ^a (0.05)	0.08 (0.09)	0.11 (0.09)
EU	0.40 ^a (0.05)	0.37 ^a (0.05)	0.17 ^b (0.08)	0.14 ^c (0.08)
Ln(ULC Host)	-0.41 ^a (0.09)	-0.44 ^a (0.09)	-0.45 ^a (0.12)	-0.47 ^a (0.12)
Exch. Rate Volatility	0.05 ^a (0.01)	0.06 ^a (0.01)	-0.07 ^a (0.02)	-0.06 ^b (0.02)
Ln(RER Parent)	-0.52 ^a (0.11)	-0.58 ^a (0.11)	-0.42 ^b (0.19)	-0.50 ^a (0.19)
Ln(RER Host)	-0.79 ^a (0.12)	-0.85 ^a (0.12)	-0.58 ^a (0.19)	-0.65 ^a (0.19)
Ln(Absolute Skill Diff.)	0.03 ^b (0.02)	0.03 ^b (0.02)	0.01 (0.03)	0.01 (0.03)
Ln(Stock Market Parent)	0.28 ^a (0.04)	0.26 ^a (0.04)	0.41 ^a (0.05)	0.38 ^a (0.05)
EMU		0.23 ^a (0.05)		0.33 ^a (0.09)
R ² -within	0.54	0.55	0.38	0.38
# of observations	4925	4925	5306	5306
Fixed Effects country-pairs	yes	yes	yes	yes
Fixed Effects years	yes	yes	yes	yes

Notes: Standard errors in parentheses. ^a, ^b and ^c denote significance at the 1%, 5% and 10% level respectively. Constant and fixed effects are not reported. Column (1) gives estimates of equation (2) without the EMU dummy. In column (2), we add the EMU dummy. Columns (3) and (4): id. for FDI outflows as the dependent variable.

Οι De Sousa και Lochard δίνουν μεγαλύτερη σημασία στα αποθέματα καθώς οι ροές εμπειρικά έχουν βρεθεί πιο ευμετάβλητες ενώ παρουσιάζουν περισσότερες αρνητικές τιμές από ότι τα αποθέματα. Εκτός από την μεταβλητή της EMU τα συμπεράσματα από την παλινδρόμηση πάνω στα αποθέματα είναι:

- i. Το μέγεθος των οικονομιών (GDP) είναι στατιστικά σημαντικό για όλα τα επίπεδα σημαντικότητας και συναρτάται θετικά με τα FDI.
- ii. Οι δασμοί επίσης είναι στατιστικά σημαντικοί και συναρτώνται θετικά με τα FDI. Μία αύξηση στο κόστος των δασμών, μάλιστα, δείχνει να αποθαρρύνει το εμπόριο και να αυξάνει τα οριζόντια FDI. Οι επενδύσεις αυτές είναι γνωστές και ως “tariff-jumping FDI”.
- iii. Η μεταβλητή οικονομικής ενοποίησης (EU) επίσης δείχνει να συναρτάται θετικά με τα FDI.
- iv. Η αύξηση του κόστους ανά μονάδα εργασίας δείχνει να αποθαρρύνει τα FDI.
- v. Καθώς η αμοιβαία συναλλαγματική ισοτιμία γίνεται πιο ευμετάβλητη, το εμπόριο αποθαρρύνεται και ευνοούνται τα οριζόντια FDI. Μία υποτίμηση στη χώρα επενδυτή μειώνει τα FDI γιατί τα προϊόντα από το εξωτερικό γίνονται ακριβότερα. Μία υποτίμηση στη χώρα αποδέκτη μειώνει τα FDI γιατί οι αποδόσεις από την οικονομία αυτή γίνονται μικρότερες.
- vi. Όσον αφορά το εξειδικευμένο ανθρώπινο κεφάλαιο η μεταβλητή είναι σημαντική σε επίπεδο 5%. Όπως έχει προαναφερθεί οι Carr, Markisen και Maskus³² έχουν προβλέψει ότι όταν τα επίπεδα μεταξύ των δύο χωρών αποκλίνουν, τα FDI αυξάνονται.
- vii. Τέλος, η κεφαλαιοποίηση των αγορών ερμηνεύει τα προχωρημένα στάδια χρηματοοικονομικής ενοποίησης της ONE και συναρτάται θετικά με τα FDI.

Όσον αφορά την επίδραση του Ευρώ στα αποθέματα, οι De Sousa και Lochard υπολογίζουν ότι η υιοθέτηση του Ευρώ αυξάνει τα αποθέματα από τις συναλλαγές μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης κατά 26% ($\exp[0.23]-1$). Η εισαγωγή, μάλιστα, της παραμέτρου EMU ελάχιστα επηρεάζει τις άλλες μεταβλητές. Μειώνει ελάχιστα την μεταβλητή EU, δείχνοντας ότι ίσως μέρος της επίδρασης του EMU ερμηνευόταν από την μεταβλητή EU πριν την εισαγωγή της πρώτης στην παλινδρόμηση.

Όταν η ίδια παλινδρόμηση πραγματοποιηθεί για τις ροές των FDI τα αποτελέσματα γίνονται πιο έντονα. Για τις ροές μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης, συγκεκριμένα, η αύξηση είναι της τάξεως του 39% ($\exp[0.33]-1$). Επιπλέον, οι εκτιμήσεις για την προσφορά (Parent GDP) και την οικονομική ενοποίηση (EU) είναι αρκετά χαμηλότερες

³² Carr, D.L., Markisen J.R and Maskus K.E, 2001, “Estimating the knowledge-capital model of the multinational enterprise”, American Economic Review, Vol. 91, pp.693-708

ενώ υψηλότερες είναι οι εκτιμήσεις για την ζήτηση (host GDP) και την κεφαλαιοποίηση των αγορών. Μειωμένη, ωστόσο, εμφανίζεται η στατιστική σημαντικότητα των παραμέτρων.

- Επίδραση του Ευρώ σε χώρες της Ε.Ε εκτός της Ευρωζώνης

Table 2: The impact of EMU on FDI for Denmark, Sweden and the UK

Dependent variable	ln(Bilateral FDI Outstock)		ln(Bilateral FDI Outflows)	
Model	(1)	(2)	(3)	(4)
Ln(GDP Parent)	2.32 ^a (0.19)	2.29 ^a (0.19)	0.83 ^b (0.32)	0.82 ^b (0.32)
Ln(GDP Host)	0.95 ^a (0.15)	0.98 ^a (0.15)	1.33 ^a (0.25)	1.37 ^a (0.25)
Ln(Tariff Parent)	0.28 ^a (0.05)	0.28 ^a (0.05)	0.22 ^b (0.09)	0.22 ^b (0.09)
Ln(Tariff Host)	0.26 ^a (0.05)	0.24 ^a (0.05)	0.10 (0.09)	0.09 (0.09)
EU	0.40 ^a (0.05)	0.37 ^a (0.05)	0.17 ^b (0.08)	0.14 ^c (0.08)
Ln(ULC Host)	-0.43 ^a (0.09)	-0.44 ^a (0.08)	-0.46 ^a (0.12)	-0.46 ^a (0.12)
Exch. Rate Volatility	0.06 ^a (0.01)	0.07 ^a (0.01)	-0.06 ^b (0.02)	-0.05 ^b (0.02)
Ln(RER Parent)	-0.65 ^a (0.11)	-0.67 ^a (0.11)	-0.53 ^a (0.19)	-0.54 ^a (0.19)
Ln(RER Host)	-0.82 ^a (0.12)	-0.89 ^a (0.12)	-0.64 ^a (0.19)	-0.67 ^a (0.19)
Ln(Absolute Skill Diff.)	0.03 ^c (0.02)	0.03 ^c (0.02)	0.01 (0.03)	0.01 (0.03)
Ln(Stock Market Parent)	0.20 ^a (0.04)	0.21 ^a (0.04)	0.36 ^a (0.06)	0.36 ^a (0.06)
EMU	0.35 ^a (0.06)	0.36 ^a (0.06)	0.37 ^a (0.10)	0.37 ^a (0.10)
EMU to non-EMU	0.29 ^a (0.06)	0.18 ^a (0.07)	0.10 (0.10)	0.00 (0.11)
EMU to DNK		0.66 ^a (0.15)		0.58 ^b (0.25)
EMU to SWE		0.91 ^a (0.15)		0.38 (0.26)
EMU to UK		0.16 (0.14)		0.02 (0.23)
R ² -within	0.55	0.55	0.38	0.38
# of observations	4925	4925	5306	5306
Fixed Effects country-pairs	yes	yes	yes	yes
Fixed Effects years	yes	yes	yes	yes

Notes: Standard errors in parentheses. ^a, ^b and ^c denote significance at the 1%, 5% and 10% level respectively. Constant and fixed effects are not reported. Column (1) includes Extra-EMU relationships. Column (2) breaks down these relationships for Denmark, the UK and Sweden. Columns (3)-(4): id. for FDI outflows as the dependent variable.

Στις χώρες μέλη της Ε.Ε που δεν υιοθέτησαν το Ευρώ υπάρχει σήμερα ο φόβος της εμφάνισης ενός φαινόμενου μεταστροφής των επενδύσεων προς τις χώρες της Ευρωζώνης. Για να εξετάσουν το φαινόμενο αυτό οι De Sousa και Lochard εκτιμούν μία νέα εκδοχή της λογαριθμικής εξίσωσης. Οι επιπρόσθετες πληροφορίες στον πίνακα είναι:

- i. Μία επιπλέον ψευδομεταβλητή για να υπολογίσουν τα αποθέματα και τις ροές των FDI από τις χώρες της Ευρωζώνης προς τις χώρες μη μέλη της, μετά την υιοθέτηση του Ευρώ (στήλες 1 κ' 3)
- ii. Μία ακόμη εκδοχή (στήλες 2 κ' 4) όπου αποσπώνται από την ψευδομεταβλητή τρεις χώρες μη μέλη (Δανία, Σουηδία και Ηνωμένο Βασίλειο)

Το βασικό συμπέρασμα της παλινδρόμησης είναι ότι οι χώρες εκτός Ευρωζώνης δεν λαμβάνουν λιγότερα FDI από την ίδια την Ευρωζώνη. Το γεγονός αυτό ενισχύεται όταν εξετάζουμε αναλυτικότερα τις ροές για τις τρίτες χώρες. Επιπλέον, από την δεύτερη αυτή εκδοχή του μοντέλου παρατηρείται ότι η επίδραση της Ευρωζώνης αλλάζοντας το γκρουπ των χωρών είναι ακόμα πιο ισχυρή. Σε επίπεδο αποθεμάτων οι χώρες εκτός Ευρωζώνης φαίνεται να έχουν σημαντική αύξηση εισροών από τα μέλη της Ευρωζώνης. Όσον αφορά τις τρεις χώρες ξεχωριστά (στήλες 2 κ' 4) διαπιστώνει κανείς ότι η Δανία λαμβάνει περισσότερες άμεσες επενδύσεις από την Ευρωζώνη από ότι το 1999. Ωστόσο, η χώρα αυτή ανήκει στο Ευρωπαϊκό νομισματικό σύστημα (EMS), γεγονός το οποίο εν μέρει μπορεί να εξηγεί τη μεταβολή αυτή. Οι εισροές στο Ηνωμένο Βασίλειο από την Ευρωζώνη παραμένουν αμετάβλητες μεν, αλλά η πορεία τους δεν φαίνεται να είναι αρνητική. Τα αποτελέσματα για την Σουηδία δεν είναι τόσο ξεκάθαρα. Σε επίπεδο αποθεμάτων η εκτίμηση είναι αρκετά υψηλή αλλά όσον αφορά τις ροές η εκτίμηση δεν είναι στατιστικά σημαντική. Το 1999, εξάλλου, η Σουηδία ήταν ο τρίτος μεγαλύτερος αποδέκτης FDI στον κόσμο σε απόλυτα μεγέθη (1^η σε %ΑΕΠ) εξαιτίας της εξαγοράς κάποιων μεγάλων εταιριών, γεγονός που δεν σχετίζεται με το κοινό νόμισμα.

3. Foad H.³³

Από το 1999, το μερίδιο των FDI των ΗΠΑ που κατευθύνεται στο Ηνωμένο Βασίλειο (H.B) έχει μειωθεί δραματικά, ενώ ταυτόχρονα το μερίδιο της Ευρωζώνης έχει αυξηθεί. Ο Foad δεν θεωρεί το φαινόμενο αυτό τυχαίο. Επιπρόσθετα, το H.B υπήρξε για πολλά χρόνια ο μεγαλύτερος αποδέκτης FDI από την Ένωση. Μεταξύ '90 και '98, το μέσο μερίδιο των H.B στις συνολικές ροές FDI της E.E ήταν 20%. Την ίδια περίοδο το αντίστοιχο ποσοστό της Ευρωζώνης ήταν 60%-75%. Από το '98, ωστόσο, το φαινόμενο αυτό έχει αντιστραφεί. Τη χρονιά αυτή το H.B είχε ποσοστό 25% ενώ η Ευρωζώνη είχε ποσοστό 56%. Τα αντίστοιχα ποσοστά το 2001 ήταν 13% και 73%, ενώ το 2003 7% και 84%. Όλα αυτά τα στοιχεία φανερώνουν κατά την έρευνα ένα αιτιώδες φαινόμενο και απόκλιση και όχι μία σειρά τυχαίων γεγονότων.

Πέρα από τις συνήθεις επιρροές (εξάλειψη συναλλαγματικού κινδύνου, μείωση εμπορικού κόστους κ.α.) ο Foad αναγνωρίζει ότι η δημιουργία μίας νομισματικής Ένωσης αυξάνει τις εξαγωγικές δυνατότητες των χωρών μελών εντός αλλά και εκτός της ζώνης. Συγκεκριμένα ο Foad πιστεύει ότι η εξάλειψη του νομισματικού κινδύνου προσελκύει τα FDI καθώς αυτά αποτελούν μία μορφή επένδυσης μη αποσβέσιμης στο σύνολο της σε περίπτωση αποτυχίας. Οπότε μία πολυεθνική που θέλει να επενδύσει σε μία χώρα είναι πιο πιθανό, όλων των άλλων παραγόντων δεδομένων, να το κάνει εκεί που υπάρχει η μικρότερη νομισματική αβεβαιότητα. Επιπλέον διαλέγοντας μία μεγάλη οικονομία στο γεωγραφικό κέντρο της ζώνης αυτής, η εταιρία μπορεί να καλύψει μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς αυτής αφού σε όλα τα μοντέλα της βιβλιογραφίας, όπως και σε αυτό, το εμπόριο είναι θετική συνάρτηση του ΑΕΠ των δύο οικονομιών και αρνητική συνάρτηση της απόστασης. Προσθέτοντας στα προηγούμενα αίτια το γεγονός ότι η αγορά της Ευρωζώνης είναι μεγαλύτερη από την υπόλοιπη Ευρώπη, γίνεται αντιληπτή η επιχειρηματολογία του Foad. Τέλος, πρέπει να προστεθεί ότι και εδώ η δυνατότητα του εξαγωγικού εμπορίου να αυξάνει τα FDI και αυτά με τη σειρά τους το εμπόριο, μας δίνει την προοπτική του αναπτυξιακού προφίλ που συναντάται και σε άλλα μοντέλα.

³³ Foad Hisham, May 2007, "Export-Oriented FDI, the Euro and EU enlargement", San Diego State University

-Μοντέλο και συμπεράσματα

Αρχικός στόχος, λοιπόν, του Foad είναι χρησιμοποιώντας ένα δείγμα των FDI των ΗΠΑ σε 30 ευρωπαϊκές χώρες την περίοδο '83-'04 να εξετάσει τις επιδράσεις ανάμεσα στην μεταβλητή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, των εξαγωγών των θυγατρικών και των ροών των FDI σε δύο στάδια, εκ των οποίων για τους λόγους της εργασίας το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στο δεύτερο, όπου με τη βοήθεια διαφόρων παραμέτρων ερμηνεύονται οι εισροές FDI. Χρησιμοποιώντας, λοιπόν, την παρακάτω εξίσωση:

$$\Delta FDI_{H,t} = \psi \Delta FDI_{H,t-1} + \beta_1 X^*_{H,t} + \beta_2 Euro_{H,t} + \gamma_1 V_{H,t} + \gamma_2 Y_{H,t} \\ + \gamma_3 Wage_{H,t} + \gamma_4 Tax_{H,t} + \gamma_5 Depr_{H,t} + \delta_H + \eta_t + u_{H,t}$$

Επικεντρώνουμε το ενδιαφέρον μας στην ψευδομεταβλητή EURO που λαμβάνει την τιμή 1 όταν η χώρα αποδέκτης την περίοδο t είναι μέλος της Ευρωζώνης.

Στον πίνακα 4 δίνονται τέσσερις παραλλαγές της προηγούμενης εξίσωσης:

- i. Η εξίσωση χωρίς την μεταβλητή των προβλεπόμενων εξαγωγών (X*, export share) της χώρας αποδέκτη
- ii. Η εξίσωση χωρίς την X* αλλά με την ψευδομεταβλητή Euro
- iii. Η εξίσωση με την X*
- iv. Η εξίσωση και με την X* και την EURO

Η πρώτη εκδοχή μπορεί να αποτελέσει ένα απλό σημείο αναφοράς. Το ενδιαφέρον μας, όμως, μπορεί να επικεντρωθεί στην στήλη 2 όπου φαίνεται ότι η συμμετοχή στην Ευρωζώνη αυξάνει τις εισροές FDI κατά 0,18% του ΑΕΠ³⁴. Δεδομένου της στατιστικής σημαντικότητας της μεταβλητής, κάθε μεταβολή στις άλλες μεταβλητές μπορεί να ερμηνευτεί στη συσχέτιση τους με τη ψευδομεταβλητή EURO.

Επαναλαμβάνοντας την εκτίμηση στην στήλη 4 όπου περιλαμβάνεται άμεσα ο έλεγχος για την μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου (μεταβλητή ERV) και έμμεσα για την αύξηση του εμπορίου (Export Share), το γεγονός ότι η παλινδρόμηση καταλήγει στην ίδια εκτίμηση οδηγεί τον Foad στο συμπέρασμα ότι υπάρχουν κάποια μη παρατηρήσιμα χαρακτηριστικά της συμμετοχής στην Ευρωζώνη τα οποία ασκούν δραστικές επιδράσεις στην αύξηση των FDI. Τέλος, αξιοσημείωτο είναι να παρατηρήσουμε ότι το 0,18% του ΑΕΠ των FDI που επανατοποθετούνται λόγω απόσβεσης, δείχνει πόσο σημαντικό

³⁴ “The results in the second column of Table 4 indicate that Euro-Zone membership is a key determinant of FDI.” Σελ.14 Foad Hisham, May 2007, “Export-Oriented FDI, the Euro and EU enlargement”, San Diego State University,

Table 4: The Determinants of Foreign Direct Investment

	(1)	(2)	(3)	(4)
Lagged Inflows	0.30 [0.00]	0.27 [0.00]	0.21 [0.00]	0.15 [0.01]
Export Share	-	-	6.82 [0.02]	7.16 [0.00]
Exchange Rate Volatility	-0.48 [0.29]	-0.34 [0.44]	-0.86 [0.09]	-0.43 [0.33]
EMU Membership	-	1.81 [0.00]	-	1.84 [0.00]
GDP Growth	10.16 [0.03]	9.73 [0.03]	11.30 [0.02]	10.88 [0.02]
Inflation	12.61 [0.03]	11.20 [0.04]	15.19 [0.01]	13.90 [0.01]
Taxes	-2.96 [0.10]	-3.67 [0.04]	-1.21 [0.40]	-0.97 [0.81]
Labor Cost	-1.22 [0.58]	1.41 [0.52]	-1.26 [0.56]	1.41 [0.16]
Depreciation	1.31 [0.03]	1.67 [0.00]	1.44 [0.02]	1.81 [0.00]

* GMM panel data estimation of the determinants of FDI inflows. Specification (1) estimates equation 3 without export forecasts or an indicator variable for Euro membership. Specification (2) includes the Euro dummy. Specification (3) estimates equation 3, including export forecasts as a regressor. Specification (4) augments (3) with the Euro dummy. FDI inflows, labor cost, and depreciation are measured as a percentage of host country GDP. Taxes are defined as reported affiliate tax payments as a share of affiliate sales. P-values are given in brackets and based on heteroskedasticity consistent standard errors. For clarity, the coefficients on export share, EMU, GDP growth rate, inflation, labor cost, taxes, and depreciation have been multiplied by 100.

κίνητρο για FDI είναι η αντικατάσταση του αποσβεσθέντος κεφαλαίου.

Ένας άλλος βασικός στόχος της μελέτης αυτής του Foad, είναι κατά πόσον το Ηνωμένο Βασίλειο (H.B), μία χώρα της Ε.Ε εκτός Ευρωζώνης «χάνει» FDI από την μη υιοθέτηση του Ευρώ. Για να πραγματοποιηθεί αυτή η σύγκριση όμως χρειάζεται κάποιες ισχυρές υποθέσεις.

Για να εκτιμηθεί, λοιπόν, ένα μοντέλο στο οποίο το H.B θα είχε υιοθετήσει το Ευρώ θα πρέπει στην εξίσωση ων μοντέλου να επανεκτιμήσουμε κάποια μεγέθη:

- i. Θα αλλάξει η μεταβλητή ERV καθώς με την υποθετική υιοθέτηση του Ευρώ και την αντικατάσταση της Λίρας αλλάζει το επίπεδο νομισματικού κινδύνου.
- ii. Θα πρέπει επίσης να αλλάξουν οι εκτιμήσεις για την μεταβλητή X*(export share), καθώς θα ήταν άλλη η δυναμική των εξαγωγών εντός μίας νομισματικής ένωσης.
- iii. Η ψευδομεταβλητή EURO θα πάρει την τιμή 1 για την Αγγλία από '98 και μετά

Με την μέθοδο αυτή καταλήγουμε στο επόμενο διάγραμμα. Η πρόβλεψη, λοιπόν, είναι ότι σε ένα κόσμο όπου το H.B θα είχε υιοθετήσει το Ευρώ οι εισροές των FDI θα ήταν πολύ υψηλότερες από ότι πραγματικά είναι. Η απόκλιση των δύο καμπυλών UK-OUT (εισροές στην παρούσα κατάσταση) και UK-IN (υποθετική ένταξη στο Ευρώ) δείχνει πόσο έχει «χάσει» το H.B σε FDI. Οι απώλειες αυτές αθροιστικά είναι περίπου \$32.9 δις, το 13,7% των συνολικών FDI των ΗΠΑ στο H.B ή το 2% του ΑΕΠ ύψους \$1.7 τρις του H.B. Δεδομένου ότι οι απώλειες αυτές υπολογίζονται για μία μόνο πηγή FDI, τις ΗΠΑ, και μία περίοδο μόλις 5 ετών, γίνεται αντιληπτή η σημαντικότητα του μεγέθους αυτού. Με μία ακόμη ισχυρή υπόθεση, ότι οι εισροές από τις άλλες χώρες ακολουθούν το ίδιο μοτίβο με αυτές των ΗΠΑ, με πρόχειρους υπολογισμούς οι απώλειες από αυτές τις χώρες είναι \$14.1 δις, ένα επίσης σημαντικό μέγεθος.

Figure 3: Estimated Inflows of FDI to the UK under two regimes: Out of the EMU and in the EMU



* Predicted inflows of FDI from the US to the UK under two regimes. UK-Out refers to the existing regime in which the UK did not adopt the euro in 1999. UK-In is a counterfactual regime that assumes the UK adopted the euro in 1999. We first adjust the exchange rate volatility variable and EMU dummy for the UK. The export share of sales is then forecasted recursively as in equation 1. These forecasts are included in equation 3 with a dummy for EMU membership (now equal to 1 for the UK from 1998-2002). Inflows of FDI are given as a percentage of UK GDP. The area between the two curves from 1998-2002 represents what the UK has "lost" by not adopting the euro.

3.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Επιγραμματικά τα συμπεράσματα της βιβλιογραφίας είναι τα εξής:

- i. Οι θετικές επιπτώσεις του Ευρώ στα FDI είναι πολύ μεγαλύτερες για τον βιομηχανικό τομέα παρά για τις υπηρεσίες. Το πιο πιθανό είναι ότι ο προστατευτισμός και άλλα παρόμοια εμπόδια λειτουργούν ως τροχοπέδη για διασυνοριακά M&A στον τομέα των υπηρεσιών. Ωστόσο, αυτό αναμένεται να αλλάξει με βάση τις προθέσεις των κατευθυντήριων πολιτικών της Ένωσης.
- ii. Οι θετικές επιπτώσεις του Ευρώ στα FDI είναι πολύ μεγαλύτερες για επενδύσεις μέσα στον ίδιο τομέα παρά διαμέσου τομέων. Είναι εμφανές, λοιπόν, ότι το Ευρώ διευκόλυνε την επανατοποθέτηση κεφαλαίων όπου αυτά είναι αποτελεσματικότερα, περισσότερο από ότι προώθησε την επιχειρηματική δραστηριοποίηση σε ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων (δημιουργία ομίλων).
- iii. Το Ευρώ προώθησε μία σειρά εγχώριων και διασυνοριακών M&A με τις μικρές επιχειρήσεις να επικεντρώνονται κυρίως στα διασυνοριακά.
- iv. Η υιοθέτηση του Ευρώ προώθησε τα FDI που προέρχονται εκτός της Ευρωζώνης, ενίσχυση η οποία συνέβη σε διπλάσιο βαθμό για τις ροές μεταξύ των χωρών της ζώνης.

Παρά την ξεκάθαρη ένδειξη για το θετικό των επιδράσεων του Ευρώ, ως τώρα υπάρχουν μόνο ενδείξεις που χωρίς την Γερμανία στην εξίσωση δεν θα ήταν και τόσο σαφείς. Ήα πρέπει να ακολουθήσουν και άλλες έρευνες στη βιβλιογραφία για να είμαστε σίγουροι για την αξιοπιστία των δεδομένων, όταν βέβαια περισσότερα και πιο αξιόπιστα στοιχεία θα είναι διαθέσιμα. Όπως άλλωστε και η έκθεση της Επιτροπής αναφέρει: «Δεν μπορούμε να παριστάνουμε ότι έχουμε δώσει οριστικές απαντήσεις σε ερωτήματα κλειδιά που περιβάλλουν τις επιδράσεις του Ευρώ στο εμπόριο και τις άμεσες ξένες επενδύσεις.»³⁵

³⁵ Baldwin R., DiNino V., Fontagne L., De Santis A.R, Taglioni D., "Study on the impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment", European Commission, Economic papers 321/May 2008 σελ. 130

4 EKT KAI FDI

ΓΕΝΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ

Οι απόψεις της ΕΚΤ για την πορεία των FDI εντός της Ευρωζώνης φαίνεται να βρίσκονται στην αισιόδοξη πλευρά της βιβλιογραφίας. Εξάλλου, σύμφωνα, με την τελευταία αναφορά της³⁶ οι διεθνείς θέσεις στην Ευρωζώνη ξεπερνούν το 150% του ΑΕΠ της για το 2006, σε αντιπαραβολή με 115% στις ΗΠΑ και 90% στην Ιαπωνία. Η αύξηση μάλιστα για την περίοδο '99-'06 των θέσεων αυτών ήταν θεαματική καθώς προσεγγίζει το 60%. Μάλιστα επειδή οι ροές μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης δεν αποτυπώνονται σε αυτά τα μεγέθη, η έκθεση καταλήγει στο ότι οι χώρες μέλη ξεχωριστά είναι ακόμη πιο ανοικτές από την Ευρωζώνη ως σύνολο στις ξένες επενδύσεις. Συγκεκριμένα τα μέλη της Ευρωζώνης είτε ως επενδυτές είτε ως αποδέκτες αντιστοιχούν στο 57% των παγκόσμιων ροών FDI για την περίοδο 2000-2005. Την περίοδο '01-'06 οι κάτοικοι της Ευρωζώνης αύξησαν το ποσοστό τους στα παγκόσμια κεφάλαια και ομολογιακά χαρτοφυλάκια από 34% σε 44%.. Δεδομένου ότι το ΑΕΠ της Ευρωζώνης αντιστοιχεί μόλις στο ¼ του παγκόσμιου ΑΕΠ γίνεται προφανής, με βάση την ΕΚΤ, η επίδραση των Ευρώ στο άνοιγμα των οικονομιών της Ευρωζώνης στη διεθνή επενδυτική δραστηριότητα.

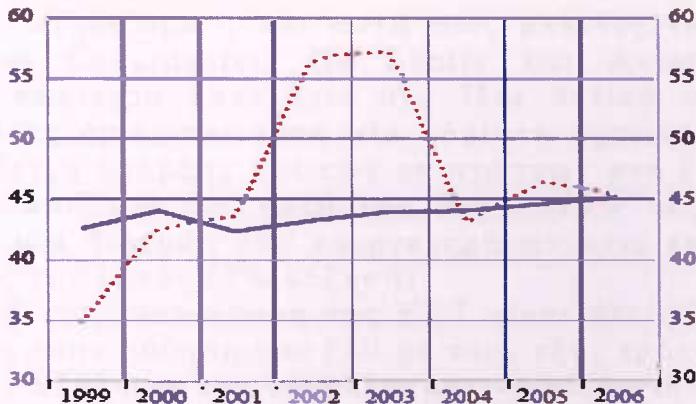
³⁶ 10th anniversary of the ECB, Monthly Bulletin, 2008

ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ ΣΤΑ FDI ΚΑΙ M&A

Chart 3 Intra-euro area FDI as a share of total euro area FDI, 1999-2006

(percentages)

— FDI stock
··· FDI flows



Source ECB

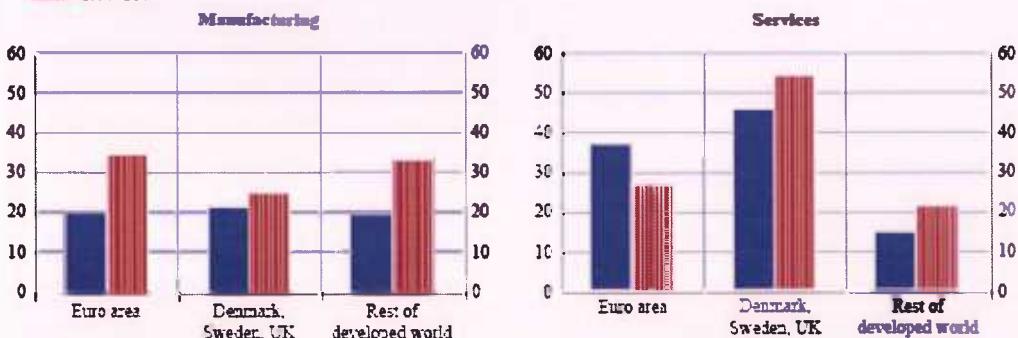
Note: Intra-FDI inflows (stocks) plus intra-FDI outflows (stocks) as a percentage of twice the total euro area FDI flows (stocks).

Τα ευρήματα της EKT είναι ότι η εισαγωγή του Ευρώ αποτέλεσε ένα μαγνήτη επενδύσεων για την Ευρωζώνη, ενώ την περίοδο από το 1999 έως το 2006 οι ροές επενδύσεων ανάμεσα στα μέλη της Ευρωζώνης αυξήθηκαν από 35% σε 45%, όπως γίνεται αντιληπτό και στο προηγούμενο διάγραμμα. Μικρή άνοδο παρουσίασαν και οι θέσεις των χωρών της Ευρωζώνης από 43% σε 46%.

Chart 4 Cross-border M&As in manufacturing and services purchasing euro area assets (1993-2004)

(percentages)

— 1993-1998
— 1999-2004



Source: Thomson Financial.

Note: "Euro area" is the ratio between intra-euro area cross-border M&As and the sum of intra and extra-euro area cross-border M&As. "Denmark, Sweden and UK" is the ratio between Denmark, Sweden and UK M&As vis-à-vis euro area firms divided by their total cross-border M&As. "Rest of developed world" is the ratio between Canada, Japan, Norway and US M&As vis-à-vis euro area firms divided by their total cross-border M&As.

Όσον αφορά τα M&A εντός της Ευρωζώνης, είναι χαρακτηριστικό ότι επιδεικνύεται αύξηση 35% την περίοδο '99-'04 σε αντιπαραβολή με 20% την εξαετία πριν την εισαγωγή του Ευρώ. Αντίθετα στον τομέα των υπηρεσιών η EKT πραγματοποιεί την ίδια διαπίστωση με την υπόλοιπη βιβλιογραφία, αφού για τις ίδιες περιόδους ο ρυθμός αύξησης εντός της Ευρωζώνης μειώθηκε από 37% σε 27%, ενώ άλλες χώρες αύξησαν το μερίδιο τους στον τομέα αυτό.

Η EKT, στηριζόμενη και αυτή στις μελέτες των Pétroula, Schiavo και Coeurdacier, De Santis και Aviat τις οποίες εξετάσαμε νωρίτερα καταλήγει στα ίδια θετικά συμπεράσματα διατυπώνοντας όμως και αυτή μία αόριστη σχετική ικανοποίηση για την ένδειξη ύπαρξης θετικών επιπτώσεων στα FDI εντός της Ευρωζώνης από την εισαγωγή του Ευρώ (15% αύξηση), καθώς επίσης και μία διάχυση των ευεργετημάτων στις επενδύσεις από χώρες εκτός της ζώνης (7% αύξηση).

Η γενικότερη διαπίστωση της EKT είναι ότι η εισαγωγή του Ευρώ βοηθά στην αύξηση των FDI με τους εξής τρόπους:

- i. Εξάλειψε τον συναλλαγματικό κίνδυνο
- ii. Μείωσε τα μεταφορικά και σταθερά κόστη εμπορίου
- iii. Μείωσε το κόστος κεφαλαίου καθώς και την ομολογιακή και τραπεζική χρηματοδότηση
- iv. Αύξησε τη συσχέτιση του εμπορίου και των FDI με αποτέλεσμα την έμμεση άνοδο των FDI και ενός σπιράλ ανάπτυξης και μεγέθυνσης

5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ

Μετά την μελέτη της υπάρχουσας βιβλιογραφίας και των θέσεων της EKT για την πορεία των FDI μετά τον σχηματισμό της Ευρωζώνης θα γίνει μία προσπάθεια να διερευνηθεί μέσα από τα ίδια τα στοιχεία η επενδυτική συμπεριφορά αλλά και η απόδοση των διαφόρων χωρών και της Ευρωζώνης σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους.

Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιηθούν τα στοιχεία της βάσης δεδομένων του ΟΟΣΑ όσον αφορά τα FDI των μελών της Ευρωζώνης των 11 καθώς επίσης και μίας ομάδας ανεπτυγμένων χωρών που επέλεξαν να μην προχωρήσουν στην υιοθέτηση του κοινού νομίσματος. Οι χώρες αυτές είναι το Ηνωμένο Βασίλειο (UK), η Δανία, η Σουηδία και η Νορβηγία. Τα στοιχεία περιλαμβάνουν τις εισερχόμενες και εξερχόμενες άμεσες επενδύσεις σε επίπεδο ροών και αποθεμάτων για δύο χρονικούς ορίζοντες:

- i. Από το 1991 ως το 2006 όσον αφορά τις επενδύσεις κάθε χώρας με όλες τις υπόλοιπες οικονομίες
- ii. Από το 1995 ως το 2005 όσον αφορά τις επενδύσεις κάθε χώρας με τις χώρες μέλη της Ευρωζώνης. Δυστυχώς τα στοιχεία αυτά είναι ελλειπή καθώς οι χώρες αρχίζουν να καταγράφουν αναλυτικά τις ροές από και προς την Ευρωζώνη, μόνο μετά τον σχηματισμό της.

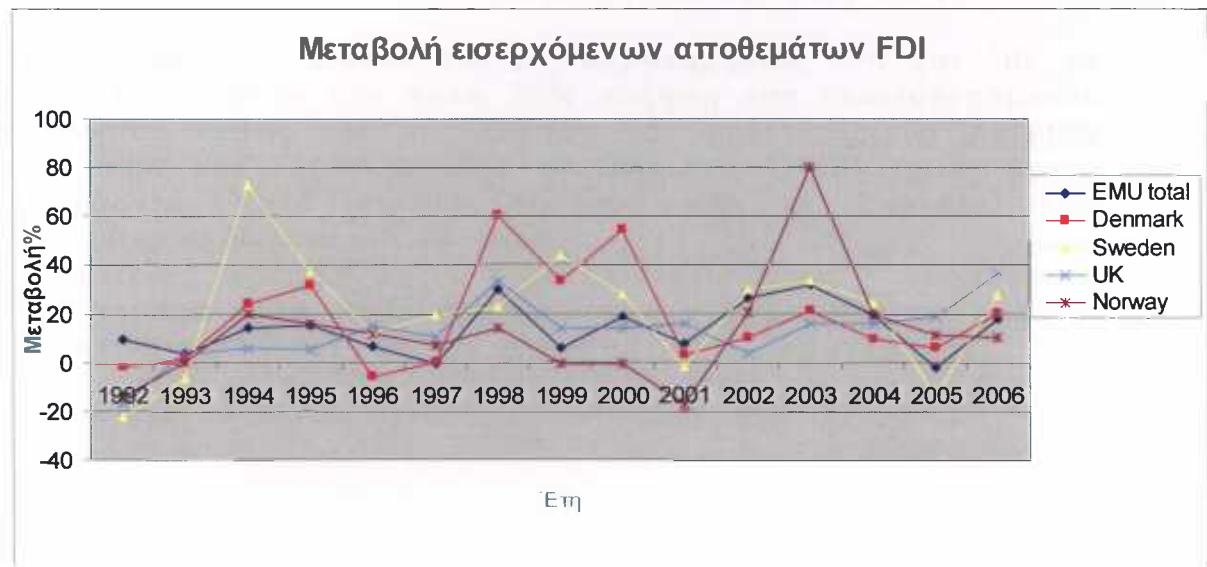
Έπειτα γίνεται διαχωρισμός των μελών χωρών σε δύο ομάδες:

- Στην ομάδα north που αποτελεί ευφημισμό για τις βορειοδυτικές οικονομίες της Ευρωζώνης με παρόμοια οικονομική δομή και πολιτικές επενδύσεων. Στις χώρες αυτές περιλαμβάνονται οι Αυστρία, Βέλγιο, Φιλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Λουξεμβούργο και Ολλανδία.
- Στην ομάδα south που αποτελεί ευφημισμό για τις μεσογειακές κυρίως οικονομίες των οποίων τα οικονομικά μεγέθη αλλά και η κεφαλαιακή διάρθρωση υστερεί σε σχέση με τις μεγάλες οικονομίες της ομάδας north. Στις χώρες Ελλάδα, Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία προστίθεται και η Ιρλανδία καθώς παρά την συνεχή και ραγδαία ανάπτυξη δεν έχει ακόμη αυτή την κεφαλαιακή διάρθρωση που να την εντάσσουν στην ομάδα north. Στο μέλλον όμως, λόγω και της πορείας των οικονομικών της μεγεθών, ίσως να είναι ορθότερο να εντάσσεται στην ομάδα north.

5.1 FDI και Ευρωζώνη

Στην ανάλυση των FDI είναι χρήσιμη η μελέτη και των ροών και των αποθεμάτων. Ωστόσο, οι ροές των FDI είναι αρκετά ευμετάβλητες, έτσι ώστε οι διαταραχές οι οποίες υπόκεινται σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα να τις καθιστούν επισφαλείς για την εξαγωγή συμπερασμάτων. Στην παρούσα εργασία, λοιπόν, θα χρησιμοποιηθούν διαγράμματα τα οποία θα παρουσιάζουν την επί τοις εκατό μεταβολή των αποθεμάτων. Ένας επιπρόσθετος λόγος είναι ότι μέρος των επενδύσεων αφορούν αποσβεσθέντα κεφάλαια, γεγονός το οποίο δεν μεταβάλει τα αποθέματα αλλά μελετώντας τις ροές εμφανίζεται ως νέα επένδυση.

- Εισερχόμενα αποθέματα FDI από τη παγκόσμια οικονομία



Διάγραμμα 1

Στο διάγραμμα 1 μπορεί κανείς να παρατηρήσει την επί τοις εκατό μεταβολή των εισερχόμενων αποθεμάτων FDI της Ευρωζώνης και των τεσσάρων ακόμη χωρών με τις οποίες γίνεται η σύγκριση. Όπως γίνεται φανερό η Ευρωζώνη, υπό την προοπτική μίας συνολικής οικονομίας παρουσιάζει λιγότερο απότομες μεταβολές στο ρυθμό μεταβολής των αποθεμάτων, ο οποίος φαίνεται να εδραιώνει κατά μέσο όρο μία ανοδική τάση της τάξης του 10%. Μάλιστα, με την εισαγωγή του Ευρώ η τάση αυτή φαίνεται να υπερδιπλασιάζεται μέχρι το 30%, γεγονός που συνάδει με τις υπάρχουσες έρευνες που συνηγορούν στην «έκρηξη» ελκυστικότητας της ΟΝΕ όσον αφορά τις άμεσες επενδύσεις. Εντούτοις, τα δεδομένα των δύο τελευταίων ετών

αφήνουν αμφιβολίες για το αν αυτή η τάση είναι ένα μόνιμο οικονομικό γεγονός ή οφείλεται σε κάποιο άλλο φαινόμενο. Συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες, ωστόσο, η ΟΝΕ δεν φαίνεται να αποδίδει καλύτερα. Μάλιστα η Δανία και η Σουηδία φαίνεται να ωφελήθηκαν πολύ περισσότερο από τις άλλες οικονομίες την περίοδο άνθησης του χρηματιστηρίου.

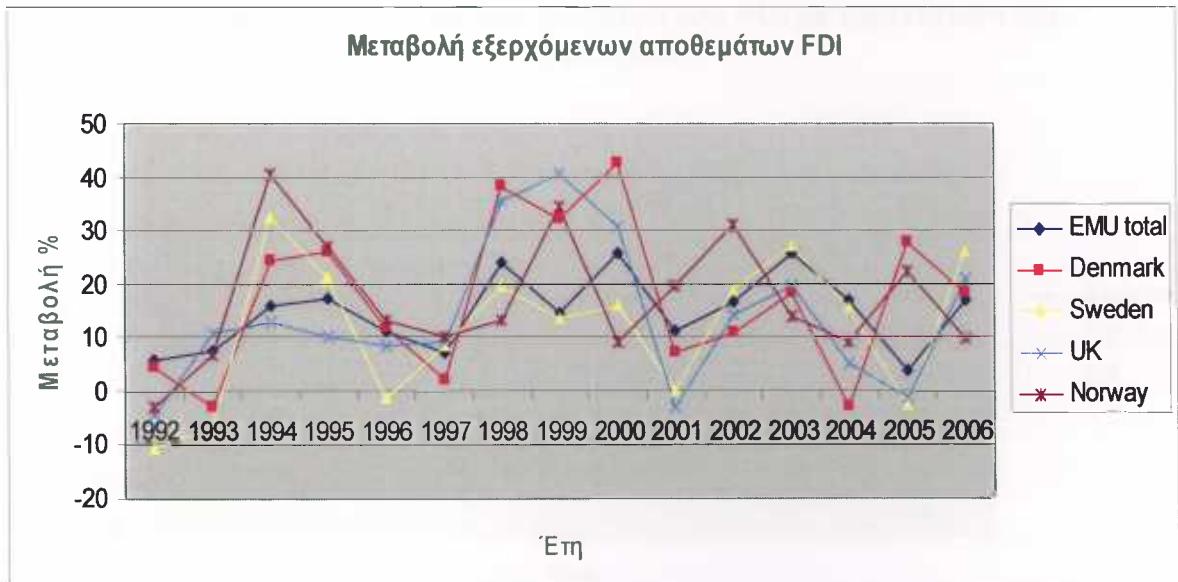
Μελετώντας τα προφίλ των χωρών που είναι διαθέσιμα στη βάση δεδομένων της UNCTAD μπορεί κανείς να βρει πιο συγκεκριμένα στοιχεία για τις επενδύσεις των χωρών. Συγκεκριμένα για τις τρεις παρατηρήσεις της Σουηδίας που υπερβαίνουν κατά πολύ το ρυθμό αύξησης αποθεμάτων που ως τότε παρουσιάζει υπάρχουν οι εξής παρατηρήσεις:

- i. Το 1994 παρουσιάζεται μία σημαντική αύξηση των επενδύσεων νέου κεφαλαίου καθώς και των ενδοεταιρικών δανείων τα οποία προέρχονται κυρίως από την Ολλανδία και τις ΗΠΑ.
- ii. Το 1999 η αύξηση αυτή αντιστοιχεί σε διπλασιασμό των ενδοεταιρικών δανείων και αύξηση νέου κεφαλαίου που προερχόταν από την Γερμανία.

Όσον αφορά την Δανία και τις παρατηρήσεις '99 και '00 οι αυξήσεις αφορούν μία κατά 70% αύξηση του νεοεισερχόμενου κεφαλαίου καθώς και μία αύξηση των ενδοεταιρικών δανείων κατά 50% και 110% περίπου τα δύο έτη. Οι αυξήσεις αυτές προέρχονται κατά μεγάλο ποσοστό από τη Σουηδία, την Ολλανδία, το Βέλγιο και τις ΗΠΑ.

Γενικά, όμως, δεν παρατηρείται καμία αντικυκλική συμπεριφορά αλλά ούτε και φαίνεται η Ευρωζώνη να αυξάνει θεαματικά τις εισροές της σε σχέση με τις χώρες αναφοράς.

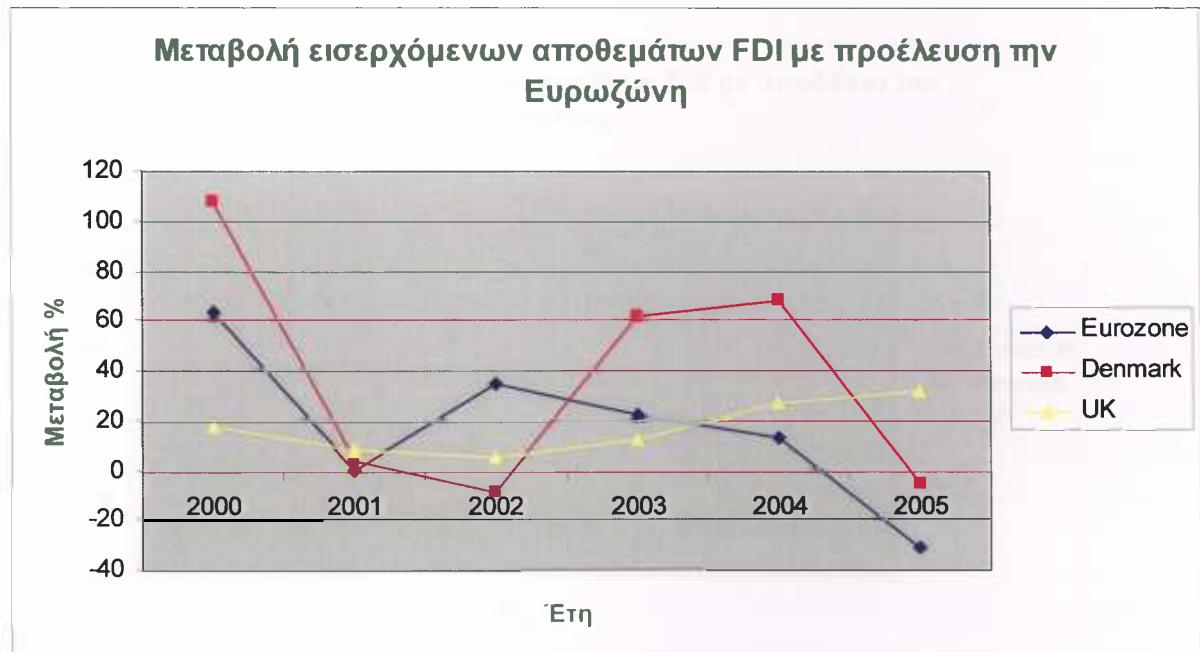
- Εξερχόμενα αποθέματα FDI προς την παγκόσμια οικονομία



Διάγραμμα 2

Στο διάγραμμα 2 όπως και στο προηγούμενο διάγραμμα οι χώρες παρουσιάζουν μία συγκυκλική συμπεριφορά. Μόνο η Νορβηγία φαίνεται να συμπεριφέρεται αντίθετα με τις υπόλοιπες οικονομίες μετά το 2001 αλλά αυτό δεν μπορεί να αποτελεί ένδειξη για ένα συγκεκριμένο γεγονός. Συλλήβδην, η Ευρωζώνη και με αυτό το διάγραμμα δείχνει τη μεγάλη συσχέτιση που έχει με τις υπόλοιπες οικονομίες της Ε.Ε. Η μοναδική αξιόλογη παρατήρηση, είναι ότι καθώς εξετάζουμε την συμπεριφορά μίας οικονομίας, αντίθετα με το πρώτο διάγραμμα, ο ρυθμός μεταβολής των αποθεμάτων αντιδρά με πολύ μεγαλύτερες αλλαγές από έτος σε έτος.

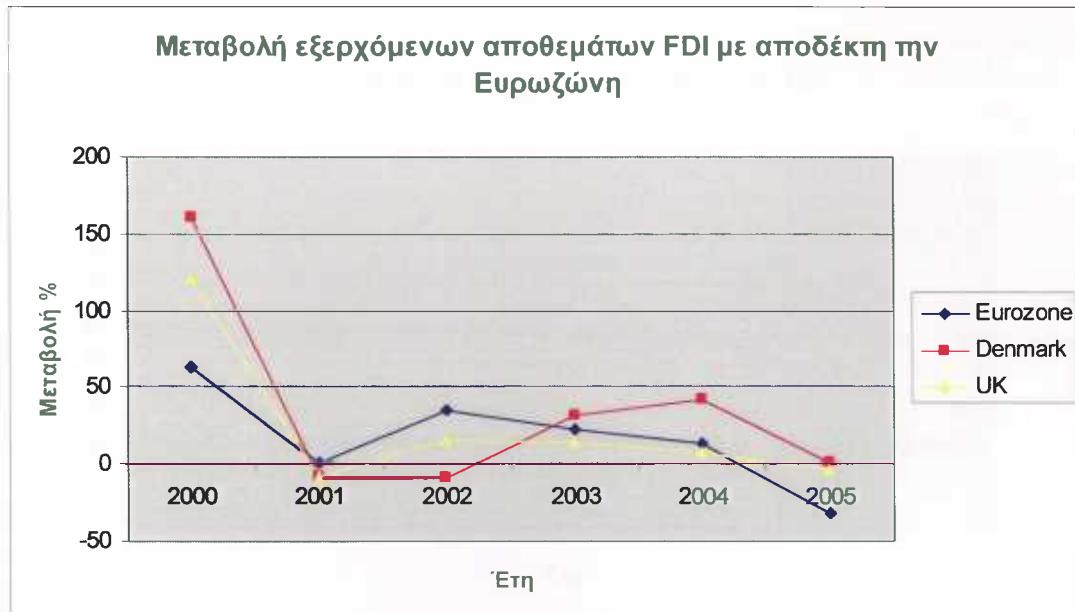
- Εισερχόμενα αποθέματα FDI από την Ευρωζώνη



Διάγραμμα 3

Όσον αφορά την μελέτη των άμεσων επενδύσεων από και προς την Ευρωζώνη, δυστυχώς, μόνο μερικές χώρες παρέχουν στοιχεία προς έρευνα και αξιολόγηση. Επιπλέον, ενώ ο σχηματισμός της Ευρωζώνης ξεκινάει ήδη σταδιακά από τις αρχές της δεκαετίας του '90 σε επίπεδο αποφάσεων και διαβουλεύσεων, οι περισσότερες χώρες παρέχουν στοιχεία μόνο μετά την εισαγωγή του κοινού νομίσματος δυσχεραίνοντας την έρευνα. Ήδη, όμως από την μελέτη του διαγράμματος 3 διαπιστώνονται ενδείξεις του επενδυτικού ανταγωνισμού των χωρών μελών της Ευρωζώνης και του Ηνωμένου Βασιλείου. Συγκεκριμένα από το 2001, οπότε και ομαλοποιείται η εισαγωγή στοιχείων, οι επενδύσεις που πραγματοποιεί η Ευρωζώνη προς την Ευρωζώνη και το Η.Β ακολουθούν αντίθετη φορά. Το στοιχείο αυτό στηριζόμενο και στις έρευνες της βιβλιογραφίας που έχουν προαναφερθεί μπορεί να αποτελεί μία ένδειξη επενδυτικού ανταγωνισμού που οφείλεται στην εισαγωγή του Ευρώ.

- Εξερχόμενα αποθέματα FDI προς την Ευρωζώνη

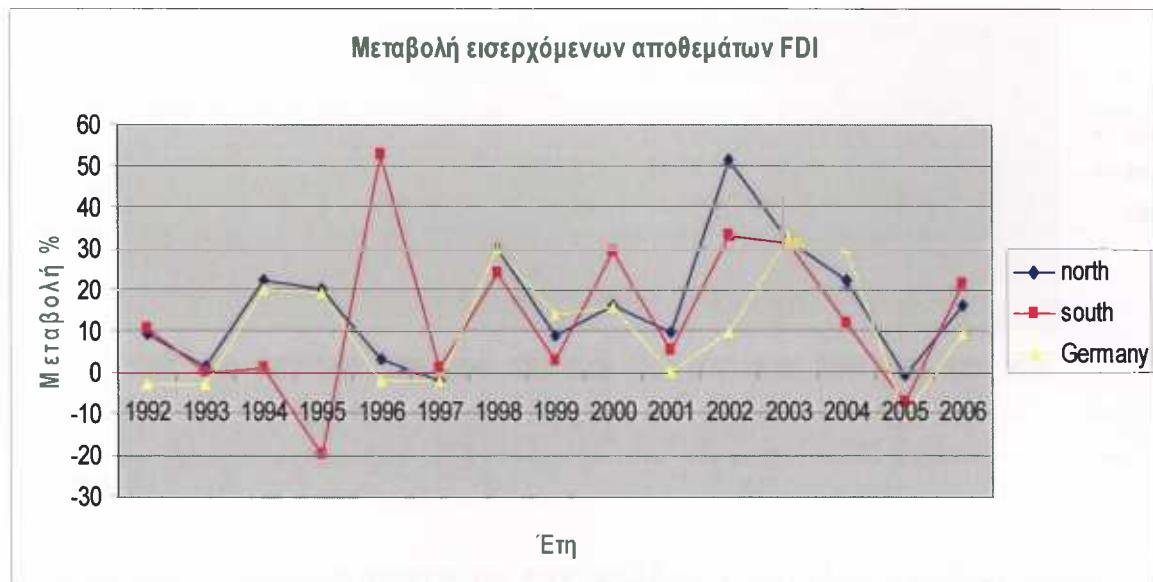


Διάγραμμα 4

Όσον αφορά τον ρυθμό μεταβολής των αποθεμάτων που έχουν προορισμό την Ευρωζώνη, η ίδια η Ευρωζώνη φαίνεται να επενδύει στον εαυτό της με τον ίδιο ρυθμό με τις άλλες χώρες. Γενικά τα περιορισμένα διαθέσιμα στοιχεία δεν δείχνουν εξαρχής κάποια διαφοροποίηση. Αντίθετα και η άνθηση των χρηματαγορών στα τέλη της δεκαετίας του '90 και η παρούσα ύφεση δείχνουν να επηρεάζουν την επενδυτική συμπεριφορά των χωρών. Η δυσχέρεια αυτή μάλιστα πιθανόν να καθυστερήσει ακόμη περισσότερο την διεξαγωγή των πρώτων ασφαλών συμπερασμάτων για την επίδραση του ευρώ στα FDI.

5.2 FDI σε ομάδες της Ευρωζώνης

- Εισερχόμενα αποθέματα FDI από τη παγκόσμια οικονομία

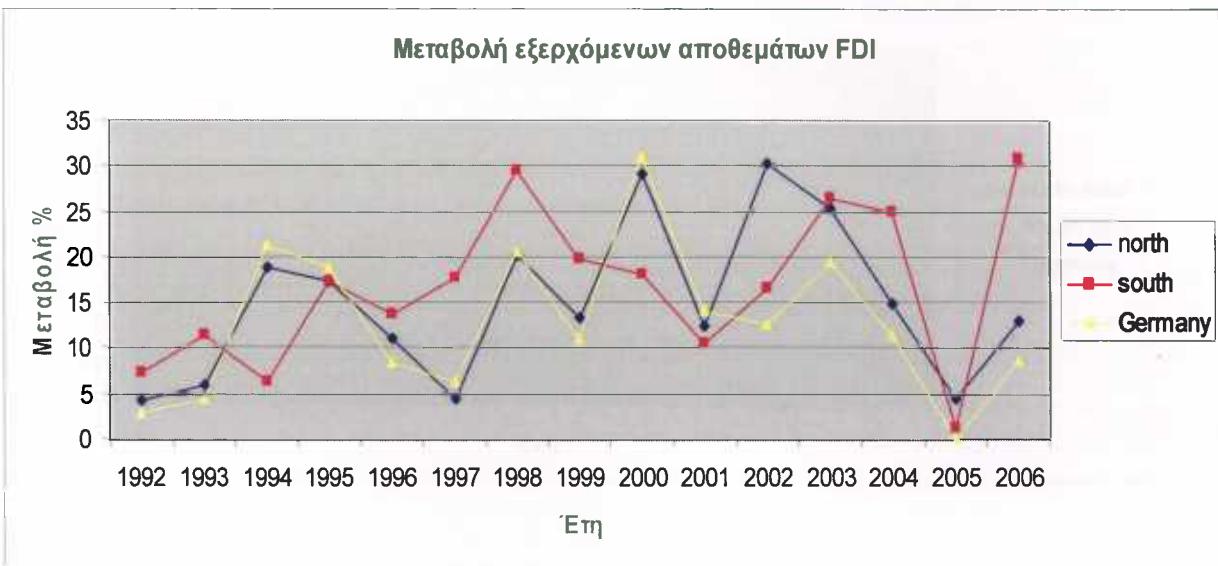


Διάγραμμα 5

Συχνά τίθεται το ερώτημα εάν μέσα στην Ευρωζώνη υπάρχουν διαφορετικές ταχύτητες όσον αφορά την απόδοση των οικονομιών στην προσέλκυση επενδύσεων. Γενικότερα υπάρχει η αίσθηση ότι οι βόρειες χώρες που εντάσσονται στην ομάδα north υπερέχουν λόγω της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης και σε επίπεδο φυσικού κεφαλαίου αλλά και ανθρώπινου. Μάλιστα κάποιες έρευνες για να εξακριβώσουν την επίδραση του ευρώ χρησιμοποιούν ως σημείο αναφοράς την γερμανική οικονομία αφού θεωρούν ότι αυτή επιφέρει τις καλύτερες επιδόσεις εντός της Ευρωζώνης σε πολλού τομείς.

Το διάγραμμα 5, ωστόσο, δεν επιβεβαιώνει τις προηγούμενες προβλέψεις. Όσον αφορά τη σύγκριση north-south εκτός από ελάχιστες παρατηρήσεις οι δύο ομάδες παρουσιάζουν σχεδόν ταυτόσημη συμπεριφορά με τη διαφορά στην απόδοση να μην υπερβαίνει το 5%. Μετά την εισαγωγή του ευρώ, εξαιρουμένου ενός ανοίγματος της διαφοράς κατά 20% το έτος 2002, καμία άλλη ένδειξη δεν υποδεικνύει την ύπαρξη ενός συγκριτικού πλεονεκτήματος συνδεδεμένου με το κοινό νόμισμα. Όσον αφορά την απόδοση της γερμανικής οικονομίας, μόνο σε δύο παρατηρήσεις καταφέρνει να ξεπεράσει την απόδοση της ομάδας north, της ίδιας συμπεριλαμβανομένης, κάτι που σημαίνει ότι οι υπόλοιπες οικονομίες της ομάδας τα καταφέρνουν εξίσου καλά αν όχι καλύτερα.

- Εξερχόμενα αποθέματα FDI προς την παγκόσμια οικονομία



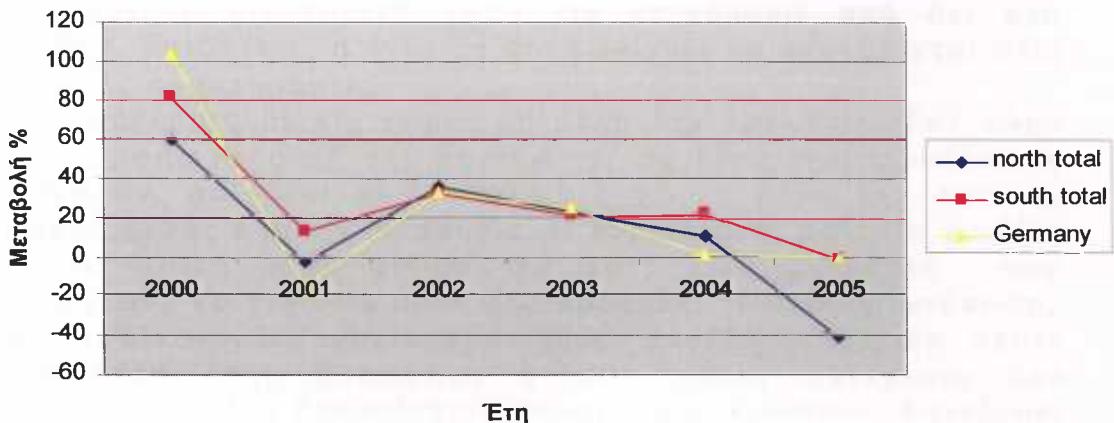
Διάγραμμα 6

Παρόμοια συμπεράσματα με την απόδοση των δύο ομάδων στην προσέλκυση επενδύσεων μπορούν να εξαχθούν και για τα μεγέθη των επενδύσεων τους σε άλλες οικονομίες. Η συμπεριφορά τους μετά την εισαγωγή του ευρώ μοιάζει να είναι ίδια ενώ οι διαφορές στην απόδοση τους δεν είναι σταθερά μονότονες στο σύνολο του εξεταζόμενου χρονικού διαστήματος. Όσον αφορά τη γερμανική οικονομία ο ρυθμός μεταβολής των επενδύσεων της είναι σχεδόν ταυτόσημος με της ομάδας north. Μάλιστα ενώ αρχικά το ποσοστό της στο σύνολο των επενδύσεων άγγιζε το 50%, σύντομα το ποσοστό αυτό υποχωρεί στο 30% με τις Γαλλία και Ολλανδία να αποτελούν εξίσου σημαντικούς παγκόσμιους επενδυτές.

- Εισερχόμενα αποθέματα FDI από την Ευρωζώνη

Στον τομέα των επενδύσεων που δέχονται από την Ευρωζώνη αν και το δείγμα είναι αρκετά μικρό για την διεξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων φαίνεται από το διάγραμμα 7 οι δύο ομάδες να έχουν παρόμοιες επιδόσεις και οι μεταβολές στα αποθέματα να έχουν κοινή κατεύθυνση.

Μεταβολή εισερχόμενων αποθεμάτων FDI με προέλευση την Ευρωζώνη

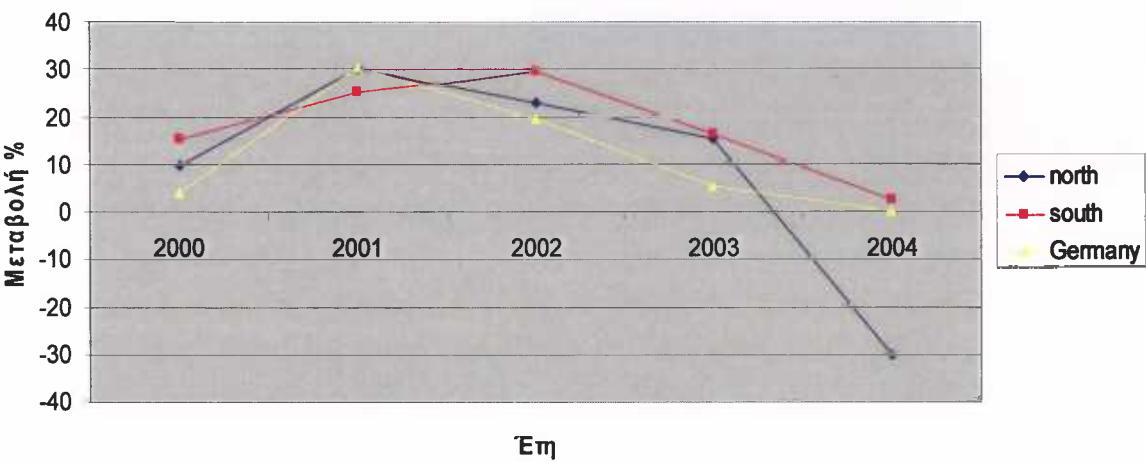


Διάγραμμα 7

- Εξερχόμενα αποθέματα FDI προς την Ευρωζώνη

Παρόμοια τα δεδομένα για τις επενδύσεις των δύο ομάδων προς την Ευρωζώνη δεν είναι επαρκή για να εξάγουμε κάποιο άλλο σαφές συμπέρασμα, πέρα από το ότι η συμπεριφορά των δύο ομάδων μοιάζει να είναι κοινή.

Μεταβολή εξερχόμενων αποθεμάτων με προορισμό την Ευρωζώνη



Διάγραμμα 8

5.3 Συμπεράσματα

Η σημαντικότερη ίσως ένδειξη που προκύπτει από τη μελέτη των στοιχείων του ΟΟΣΑ είναι ότι η Ευρωζώνη αποτελεί ένα ελκυστικότερο οικονομικό χώρο για επενδύσεις από ότι στο παρελθόν. Εντούτοις, η ένδειξη αυτή δείχνει να ανακόπτεται στις τελευταίες παρατηρήσεις.

Σε σύγκριση με τις χώρες μη μέλη δεν προκύπτει έως τώρα κάποια σαφής υπεροχή της Ευρωζώνης ως προς την προσέλκυση επενδύσεων, απέναντι στις υπόλοιπες χώρες μέλη της Δυτικής Ευρώπης καθώς και την Νορβηγία. Η πορεία τους μάλιστα μοιάζει να είναι κοινή όσον αφορά την κατ' έτος μεταβολή των αποθεμάτων. Το γεγονός αυτό δεν προκαλεί ιδιαίτερη αντύπωση, καθώς οι οικονομίες τους παρουσιάζουν μεγάλη συσχέτιση, οπότε η επένδυση στην Ευρωζώνη ή στις χώρες σύγκρισης δεν προσφέρει μεγάλες δυνατότητες αποστροφής κινδύνου. Επιπλέον, οι οικονομίες αυτές λειτουργούν κάτω από ένα κοινό πλαίσιο οικονομικής σταθερότητας. Οπότε η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου αντισταθμίζεται από το γεγονός ότι μεγάλο μέρος των επενδυτών αντιμετωπίζει τις οικονομίες της Ε.Ε ως μία μεγάλη οικονομία. Η παρούσα ύφεση, μάλιστα, φαίνεται να επιβεβαιώνει αυτή την άποψη μέσω της συνολικής αντιμετώπισης της με μία κοινή δέσμη μέτρων.

Τέλος όσον αφορά τον διαχωρισμό της Ευρωζώνης σε ομάδες αλλά και την γερμανική οικονομία, δεν φαίνεται να υπάρχει κάποια «ατμομηχανή» επενδύσεων στην Ευρωζώνη ενώ και οι μεσογειακές οικονομίες δεν φαίνεται να υστερούν σε ρυθμούς αύξησης αποθεμάτων στην προσέλκυση επενδύσεων.

Αναλύοντας διεξοδικά κανείς την βιβλιογραφία αλλά και τα υπάρχοντα στοιχεία, ο αναγνώστης διαπιστώνει ότι πριν από την διεξαγωγή οποιωνδήποτε συμπερασμάτων υπάρχουν δαιδαλώδη προβλήματα για να ξεπεραστούν.

Μεθοδολογικά είναι προφανής η διαπίστωση ότι τα σημερινά κριτήρια αξιολόγησης των άμεσων ξένων επενδύσεων είναι ανεπαρκή καθώς αφήνουν ένα μεγάλο μέρος τους να διαπερνά αδιόρατο το οικονομικό σύστημα, όπως για παράδειγμα συμβαίνει με τις συμμετοχές που είναι μικρότερες του 10%. Επιπρόσθετα, οι περίοδοι που εξετάζουν οι υπάρχουσες μελέτες είτε εκτείνονται σε ένα βάθος χρόνου στο παρελθόν όπου είναι αμφισβητήσιμο το γιατί θα πρέπει να διαφαίνεται η επίδραση της Ευρωζώνης είτε θα αφορούν σε πολύ περιορισμένα χρονικά διαστήματα όπου οι διαταραχές από άλλα οικονομικά φαινόμενα, όπως η άνθηση στα χρηματιστήρια στο τέλος της προηγουμένης δεκαετίας, επηρεάζουν σημαντικά τις αποφάσεις για επενδύσεις μέσω της οικονομικής ευφορίας και της αυξημένης ρευστότητας.

Κοινωνικό-οικονομικά, η ONE αποτελεί την αιχμή του δόρατος μιας ένωσης με μισό αιώνα ζωής. Η αλληλεπίδραση με τις οικονομίες εκτός Ευρωζώνης είναι μεγάλη και η συνειδητοποίηση του συσχετισμού αυτού κατά κάποιον τρόπο επιβάλλει την κοινή οικονομική πορεία τους, χωρίς όμως να αποκλείει την διαφορετικότητα των οικονομικών στόχων ακόμη και εντός της Ευρωζώνης. Είναι, επομένως, λογικό μία οικονομία σαν τη Γερμανία να προβαίνει σε ευρεία διάσπαση της βαριάς βιομηχανίας της ενώ ταυτόχρονα οικονομίες όπως η Ελλάδα να επιδιώκει την ανάδειξη εταιριών «εθνικών πρωταθλητών» που να είναι ικανές να ανταγωνιστούν πολυεθνικές σε παγκόσμιο επίπεδο.

Ερευνητικά, κάθε μελετητής έχει διαφορετικούς στόχους. Η έλλειψη αυτή συντονισμού στη μελέτη οδηγεί σε αντιφάσεις αλλά και μεγάλα κενά στην έρευνα. Η αναξιοπιστία, εξάλλου, ως προς τα μεγέθη εντυπώνεται σχεδόν σε όλα τα συμπεράσματα των ερευνών ενώ και ελάχιστοι είναι οι ερευνητές που επεξεργάζονται συνολικά οικονομικά μεγέθη και όχι μία απλώς υποκατηγορία των FDI που μπορεί και να δείχνει μία λανθασμένη εικόνα. Επιπλέον, πολλές από τις έρευνες καταφεύγουν σε ισχυρές υποθέσεις, οι οποίες εύκολα μπορούν να αμφισβηθούν.

Συνολικά, παρά τα προαναφερθέντα προβλήματα, η βιβλιογραφία και οι πίνακες μας οδηγούν με σχετική ασφάλεια στο συμπέρασμα ότι η Ευρωζώνη αύξησε τις εισροές επενδύσεων των μελών της από την παγκόσμια οικονομία. Το πιο ασφαλές συμπέρασμα ίσως να είναι οι μετριοπαθείς εκτιμήσεις που

υπολογίζουν την επίδραση αυτή σε 7%-15%. Γενικότερα, μπορούμε να κατατάξουμε τα συμπεράσματα από τη διερεύνηση του θέματος ως εξής:

- Η Ευρωζώνη έγινε παγκοσμίως ελκυστικότερη για τα FDI, σε ρυθμό που προσδιορίζεται περίπου στο διπλάσιο από τις υπόλοιπες χώρες της Ε.Ε
- Τα ευεργετικά αποτελέσματα της εισαγωγής του Ευρώ γίνονται κυρίως αντιληπτά στο βιομηχανικό τομέα και όχι σε αυτό των υπηρεσιών. Με βάση τις διατυπώσεις στη βιβλιογραφία αυτό πιθανόν οφείλεται σε φραγμούς και διαρθρωτικές αδυναμίες που παρουσιάζει ο τομέας αυτός σε διαφορετικές χώρες. Η αντίληψη του γράφοντα είναι εν μέρει αντίθετη με τη βιβλιογραφία. Ο τομέας των υπηρεσιών είναι από τους ανταγωνιστικότερους στο σύνολο των χωρών της Ευρώπης. Επιπλέον το προσφερόμενο προϊόν σε κάθε χώρα μέλος δεν διαφέρει σε τόσο μεγάλο βαθμό, ή τουλάχιστον δεν είναι τόσο προφανές, όσο ένα βιομηχανικό προϊόν. Ως αποτέλεσμα και από πλευράς κόστους αλλά και από πλευράς προσέλκυσης ενός μεριδίου αγοράς η εγκατάσταση ενός προγεφυρώματος σε μία νέα αγορά εντός της Ευρωζώνης είναι δυνατόν να αποδειχθεί πιο δαπανηρή και λιγότερο προσδοδοφόρα.
- Στον βιομηχανικό τομέα η εισαγωγή του Ευρώ βοήθησε περισσότερο το λεγόμενο «unbundling» FDI ή τη δημιουργία παραρτημάτων εντός του ίδιου τομέα και λιγότερο την δημιουργία ισχυρών ομίλων με πολλές και διαφορετικές επενδύσεις.
- Όσον αφορά το σύνολο των χωρών η Ευρωζώνη δεν φαίνεται να έχει καλύτερες επιδόσεις από οικονομίες με συναφείς οικονομικούς κύκλους και εξίσου ή και περισσότερο ανεπτυγμένες οικονομίες όπως η Σουηδία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Δανία. Μόνο με το Η. Βασίλειο παρατηρούνται κάποια σημάδια επενδυτικού ανταγωνισμού με προέλευση τα κεφάλαια της Ευρωζώνης.
- Όσον αφορά την ομαδοποίηση των χωρών μελών δεν παρατηρούνται σημαντικές διαφορές στις αποδόσεις. Αυτό όμως που χρήζει περαιτέρω έρευνας είναι το είδος των επενδύσεων που γίνεται σε κάθε ομάδα χωρών και κατά πόσο οι επενδύσεις αυτές έχουν σημαντικό πολλαπλασιαστή για το ΑΕΠ της χώρας.

Αντίθετα για τα υπόλοιπα ερωτήματα δεν υπάρχουν ασφαλή συμπεράσματα. Η Ευρωζώνη ίσως έδωσε μια ώθηση στις επενδύσεις ανάμεσα στις χώρες μέλη της αλλά υπάρχουν σοβαρές ενδείξεις ότι με την εξάλειψη των φορολογικών παραδείσων (βλ. Λουξεμβούργο), η επίδραση αυτή μπορεί να εξαλειφθεί.

Εν κατακλείδι, είναι αρκετά νωρίς για την εξαγωγή οποιωνδήποτε οριστικών συμπερασμάτων από ένα οικονομικό φαινόμενο όπως είναι η ONE. Η παρούσα ύφεση μάλιστα ίσως

καθυστερήσει τα όποια συμπεράσματα θα μπορούσαν να εξαχθούν για τις επιδράσεις στις άμεσες ξένες επενδύσεις με την ολοκλήρωση της πρώτης δεκαετίας της ύπαρξης της νομισματικής ζώνης. Η έρευνα, όμως, γύρω από την Ευρωζώνη και τα FDI δεν εξαντλείται σε αυτά τα σημεία καθώς συνεχώς προκύπτουν νέα ερευνητικά ζητήματα όπως η ενδογένεια των επιχειρηματικών κύκλων των μελών της ONE εξαιτίας του σχηματισμού αυτής, της ενδογένειας μεταξύ FDI και εμπορίου καθώς και της οικονομικής ολοκλήρωσης ως ένα πρωτοφανές σε μέγεθος και πολυπλοκότητα φαινόμενο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Baldwin R., DiNino V., Fontagne L., De Santis A.R., Taglioni D., "Study on the impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment", European Commission, Economic papers 321/May 2008
- Blonigen, B.A., Davies R.B and Head K., 2003 "Estimating the knowledge-capital model of the multinational enterprise: Comment", American Economic Review, Vol 93, pp 980-994
- Bergstrand J. and Egger P., 2007, "A knowledge and physical capital model", Journal of International Economics, Volume 73, Issue 2, November 2007, Pages 278-308.
- Carr, D.L., Markusen J.R and Maskus K.E, 2001, "Estimating the knowledge-capital model of the multinational enterprise", American Economic Review, Vol. 91, pp.693-708
- Coeurdacier, N., De Santis, R.A and Aviat, A., 2008, "Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces", presented at the 47th Economic Policy Panel in Ljubljana, April 2008
- De Sousa J., Lochard J., March 2006, "Does the single currency affect FDI?", University of Paris I Pantheon-Sorbonne
- ECB, 10th anniversary of the ECB, Monthly Bulletin, 2008
- Foad Hisham, May 2007, "Export-Oriented FDI, the Euro and EU enlargement", San Diego State University
- Fujita, Malachite. *Introduction to Major FDI Issues*. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Geneva, 2005.
- Glick, Reuven and Andrew Rose, 2002, "Does a currency union affect trade? The time series evidence", European Economic Review, Vol. 46-6, pp. 1125-1151
- Head, K. and Ries J., 2007, "FDI as an outcome of the market for corporate control: Theory and evidence", Journal of International Economics, 74, 2-20
- International Monetary Fund. *Foreign Direct Investment: How Countries Measure FDI 2001*. IMF. Washington D.C., 2003.
- Melitz, M., 2003, «The impact of trade on intraindustry reallocations and aggregate industry productivity," *Econometrica*, 71, pp 1695-1725
- United Nations Conference on Trade and Development. *World Investment Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, United Nations publication, New York and Geneva, 2007.
- Organization for Economic Co-operation and Development. *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*, third edition. OECD Publications. France, 1999
- Petroulas, P., 2007, "The effect of the euro on foreign direct investment", European Economic Review, 51; p.p1468-1491

- Russ, Katheryn N., 2007b, “Exchange rate volatility and first-time entry by multinational firms” NBER WP 13659, November.
- Schiavo S., 2007, “Common currencies and FDI flows”, Oxford Economic Papers, 59: 536-560.
- Taylor, Christopher (2008), “Foreign Direct Investment and the Euro: The First Five Years”, Cambridge Journal of Economics, 32(1): 1-28
- United Nations Conference on Trade and Development. *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and development*, United Nations publication, New York and Geneva, 2000.
- United Nations Conference on Trade and Development. *FDI Statistics: Data Compilation and Policy Issues*. Geneva, 2005.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *Accounting Practices*. United Nations, Geneva. Last accessed, 25 August 2006
- Zhan, J. Jimmy, October 2006, “FDI Statistics: A critical review and Policy Implications”,

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

- www.ecb.org
- www.oecd.org
- www.stats.oecd.org
- www.imf.org
- www.unctad.org
- www.europa.eu
- www.eurostat.eu
- www.wiki.org



