

ΕΙΡΗΝΗ ΒΛΑΧΑΚΗ
ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΚΑΛΥΒΙΤΗΣ

ΔΙΕΘΝΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΚΑΙ
ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ



ΕΚΔΟΣΕΙΣ GUTENBERG

*Ειρήνη Βλαχάκη
Σαράντης Καλυβίτης*

ΔΙΕΘΝΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ
ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

(Σχήμα 17×24 εκ., σσ. 16...)

Αριθμός έκδοσης: 2.....

Κωδικός Καταλόγου: 95.....

ISBN 978-9.....



© Copyright 2011

Εκδόσεις Gutenberg

Ειρήνη Βλαχάκη - Σαράντης Καλυβίτης

ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑ ΚΕΙΜΕΝΟΥ - ΣΕΛΙΔΟΠΟΙΗΣΗ

Πολύτυπο - Α. Μητάκου

ΔΙΟΡΘΩΣΕΙΣ

Κ.....

ΜΕΛΕΤΗ ΕΞΟΦΥΛΛΟΥ

Ελένη Γράτσου

ΕΚΔΟΣΕΙΣ - ΒΙΒΛΙΟΠΩΛΕΙΟ

Διδότου 37 - 106 80, Αθήνα

Τηλ.: 210 3642003 - 210 3641996

210 3611404 - Fax: 210 3642030

ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΗΜΑ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ

Ιασωνίδου 13 - 546 35

Τηλ.-Fax: 2310 271147



www.dardanosnet.gr – e-mail: info@dardanosnet.gr

e-shop: www.dardanosnet.gr

Απαγορεύεται η αναδημοσίευση και γενικά η ολική, μερική ή περιληπτική αναπαραγωγή και μετάδοση έστω και μιας σελίδας του παρόντος βιβλίου, κατά παράφραση ή διασκευή με οποιονδήποτε τρόπο (μηχανικό, ηλεκτρονικό, φωτοτυπικό κ.λπ. - Ν. 2121/93, άρθρο 51). Η απαγόρευση αυτή ισχύει και για τις δημόσιες υπηρεσίες, βιβλιοθήκες, οργανισμούς κ.λπ. (άρθρο 18). Οι παραβάτες διώκονται (άρθρο 13) και τους επιβάλλονται κατάσχεση, αστικές και ποινικές κυρώσεις σύμφωνα με το νόμο (άρθρα 64-660).

Περιεχόμενα

Πρόλογος	11
----------------	----

ΕΙΣΑΓΩΓΗ: *Νομισματικές Σχέσεις και Μακροοικονομική Ισορροπία στην Ανοικτή Οικονομία*

Εισαγωγή	15
Η αγορά συναλλάγματος	16
Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και Ισοδυναμία Αγοραστικής Δύναμης .	19
Ακάλυπτη Ισοδυναμία Επιτοκίων	24
Κεντρική Τράπεζα και συναλλαγματική πολιτική	26
Καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών	30
Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	35
Σύνοψη	36

ΜΕΡΟΣ Α: ΔΙΕΘΝΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: *Το Νομισματικό Υπόδειγμα Ανοικτής Οικονομίας*

1.1 Εισαγωγή	41
1.2 Το υπόδειγμα Mundell – Fleming	42
1.3 Το νομισματικό υπόδειγμα ανοικτής οικονομίας: Η νεοκλασική προσέγγιση	48
1.4 Σύνοψη	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: *Ανοικτή Οικονομία με Ευκαμψία Τιμών*

2.1 Εισαγωγή	53
2.2 Το νομισματικό υπόδειγμα στην ανοικτή οικονομία με ευκαμψία τιμών . . .	54
2.3 Προσδιορισμός συναλλαγματικής ισοτιμίας	55
2.4 Νομισματική πολιτική, προσδοκίες και συναλλαγματική ισοτιμία	61
2.5 Σύνοψη	66

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Ανοικτή Οικονομία με Δυσκαμψία Τιμών

3.1 Εισαγωγή	67
3.2 Το νομισματικό υπόδειγμα με δυσκαμψία τιμών: Υπόδειγμα Dornbusch	70
3.3 Νομισματική πολιτική και μακροχρόνια συναλλαγματική ισοτιμία	74
3.4 Βραχυχρόνιες επιδράσεις: Υπερακόντιση συναλλαγματικής ισοτιμίας	77
3.5 Σύνοψη	82

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Συναλλαγματικές Κρίσεις

4.1 Εισαγωγή	85
4.2 Υποδείγματα πρώτης γενιάς: Μακροοικονομική ανισορροπία	86
4.3 Συναλλαγματικές κρίσεις και υπερβάλλουσα υποτίμηση	90
4.4 Υποδείγματα δεύτερης γενιάς: Προσδοκίες υποτίμησης και κερδοσκοπία	94
4.5 Υποδείγματα τρίτης γενιάς: Χρηματοπιστωτικές κρίσεις	100
4.6 Μηχανισμοί αποτροπής συναλλαγματικών κρίσεων	101
4.7 Σύνοψη	103

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Συναλλαγματική Πολιτική

5.1 Εισαγωγή	105
5.2 Προσδοκίες και άριστη συναλλαγματική πολιτική	106
5.3 Κεντρική Τράπεζα και αξιοπιστία	112
5.4 Σύνοψη	115

ΜΕΡΟΣ Β: ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και Διαχρονικό Εμπόριο**

6.1 Εισαγωγή	119
6.2 Ένα υπόδειγμα δύο περιόδων για το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	121
6.3 Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και οφέλη διεθνούς εμπορίου	125
6.4 Επιτόκιο αντάρκειας και συγκριτικό πλεονέκτημα	128
6.5 Σύνοψη	131

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Δημοσιονομική Πολιτική και Εξωτερική Ισορροπία

7.1 Εισαγωγή	133
7.2 Δημόσιες δαπάνες σε μικρή ανοικτή οικονομία	134
7.3 Μεγάλη ανοικτή οικονομία και δημοσιονομική πολιτική	136
7.4 Ρικαρδιανή Ισοδυναμία	139
7.5 Δίδυμα ελλείμματα	143
7.6 Σύνοψη	147

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: *Επικαλυπτόμενες Γενεές και Δημοσιονομική Πολιτική*

8.1 Εισαγωγή	149
8.2 Το υπόδειγμα των επικαλυπτόμενων γενεών	150
8.3 Φορολογική πολιτική με επικαλυπτόμενες γενεές	154
8.4 Φορολογία και Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών με επικαλυπτόμενες γενεές	159
8.5 Σύνοψη	161

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9: *Εξωτερικό Χρέος*

9.1 Εισαγωγή	163
9.2 Εξωτερικό χρέος σε οικονομία δύο περιόδων και αύξηση επιτοκίων	164
9.3 Η δυναμική του εξωτερικού χρέους	166
9.4 Εξωτερικό χρέος και Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	169
9.5 Διατηρησιμότητα εξωτερικού χρέους	171
9.6 Διακανονισμός εξωτερικού χρέους	174
9.7 Σύνοψη	178

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ	181
----------------------	-----

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	185
------------------------	-----

Πρόλογος

Το βιβλίο *Διεθνής Νομισματική και Μακροοικονομική Ανοικτής Οικονομίας* απευθύνεται σε τελειόφοιτους φοιτητές Οικονομικών Επιστημών, οι οποίοι ενδιαφέρονται να εμβαθύνουν στις μακροοικονομικές πτυχές των διεθνών συναλλαγών. Στα Κεφάλαια του βιβλίου καλύπτονται οι νομισματικές σχέσεις μεταξύ των οικονομιών, με κύριο άξονα τον προσδιορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της οικονομίας, αλλά και τις προσδοκίες για τις μελλοντικές εξελίξεις. Επίσης, παρουσιάζεται η θεωρία για τον καθορισμό των πραγματικών μεγεθών που προσδιορίζουν την εξωτερική μακροοικονομική ισορροπία, όπως το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, χρησιμοποιώντας απλά υποδείγματα βελτιστοποίησης της συμπεριφοράς. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στο ρόλο της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην ανοικτή οικονομία. Κύριος στόχος του βιβλίου και της παρουσίασης των θεμάτων είναι η σύνδεση μεταξύ των εισαγωγικών προπτυχιακών εγχειριδίων στα Διεθνή Οικονομικά, όπως το δημοφιλές *Διεθνής Οικονομική* των P. Krugman και M. Obstfeld (Εκδόσεις Κριτική) ή το νεότερο *International Economics* των R. Feenstra και A. Taylor (Worth Publishers), και του κλασσικού μεταπτυχιακού εγχειριδίου *Foundations of International Macroeconomics* των M. Obstfeld και K. Rogoff (MIT Press). Το πρώτο μέρος του βιβλίου καλύπτει τα κύρια θέματα θεωρίας και μεθοδολογίας των διεθνών νομισματικών σχέσεων με βάση

το νομισματικό υπόδειγμα ανοικτής οικονομίας. Ειδικότερα, αντικείμενο της ανάλυσης είναι ο προσδιορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών με ευκαμψία και δυσκαμψία τιμών, οι επιδράσεις της νομισματικής πολιτικής στην ανοικτή οικονομία, οι βασικές θεωρίες εμφάνισης συναλλαγματικών κρίσεων και ο ρόλος της αξιοπιστίας των νομισματικών αρχών. Τα περισσότερα θέματα καλύπτονται με τρόπο που συμβαδίζει με μια σειρά από διεθνή συγγράμματα, όπως τα *Exchange Rates and International Finance* (L. Copeland, Financial Times/Prentice Hall), *International Money and Finance* (C. Hallwood και R. MacDonald, Blackwell), *International Macroeconomics and Finance* (N. Mark, Blackwell), ενώ δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στο ρόλο των προσδοκιών για το σχηματισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ώστε να γίνεται κατανοητή η σημασία τους για τις δυναμικές εξελίξεις στην οικονομία.

Το δεύτερο μέρος του βιβλίου επικεντρώνεται στην παρουσίαση της εξωτερικής ισορροπίας της οικονομίας από την πλευρά της μακροοικονομικής ισορροπίας. Για το σκοπό αυτό, εισάγονται τα δύο βασικά μακροοικονομικά υποδείγματα αριστοποίησης συμπεριφοράς, το υπόδειγμα του αντιπροσωπευτικού ατόμου και το υπόδειγμα των επικαλυπτόμενων γενεών. Με βάση αυτά τα υποδείγματα παρουσιάζεται ο καθορισμός του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, που αντανακλά την εξωτερική θέση της οικονομίας, η επίδραση της δημοσιονομικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία και, τέλος, ο καθορισμός του εξωτερικού χρέους. Εφόσον ένας από τους στόχους του βιβλίου είναι η εισαγωγή στην ανάλυση των διεθνών μακροοικονομικών συναλλαγών, όπως αυτή διδάσκεται σε μεταπτυχιακό επίπεδο, το δεύτερο μέρος του βιβλίου ακολουθεί σε διάφορα σημεία το σύγγραμμα *Foundations of International Macroeconomics* των M. Obstfeld και K. Rogoff.

Παρότι επιδιώκεται η αυτοτελής παρουσίαση των παραπάνω θεμάτων, για την καλύτερη κατανόησή τους είναι χρήσιμη η

γνώση των εννοιών της Μακροοικονομικής, όπως αυτές παρουσιάζονται στα βασικά εγχειρίδια, για παράδειγμα των A. Abel, B. Bernanke και D. Croushore *Μακροοικονομική: Νέα Αναθεωρημένη Έκδοση* (2010, Εκδόσεις Κριτική) και G. Man-kiw, *Μακροοικονομική Θεωρία* (2002).

Η ολοκλήρωση του βιβλίου δεν θα ήταν δυνατή χωρίς τη συμβολή πολλών συναδέλφων, οι οποίοι με τις χρήσιμες παρατηρήσεις τους βελτίωσαν το τελικό κείμενο. Ιδιαίτερες ευχαριστίες οφείλουμε στις Μ. Κατσίμη και Ε. Παππά, και στους Θ. Μούτο, Γ. Οικονομίδα, Ν. Πιττή, Α. Φιλιππόπουλο για τα σχόλιά τους σε διάφορα σημεία του βιβλίου. Φυσικά, η ευθύνη για τυχόν λάθη ή παραλείψεις βαρύνει αποκλειστικά τους συγγραφείς.

Ειρήνη Βλαχάκη
Σαράντης Καλυβίτης

Νομισματικές Σχέσεις και Μακροοικονομική Ισορροπία στην Ανοικτή Οικονομία

Εισαγωγή

Το μέγεθος των διεθνών οικονομικών συναλλαγών τις τελευταίες δεκαετίες έχει θέσει στο επίκεντρο του επιστημονικού ενδιαφέροντος τη μελέτη της διεθνούς νομισματικής και μακροοικονομικής θεωρίας. Για την κατανόηση της λειτουργίας των σύγχρονων ανοικτών οικονομιών είναι απαραίτητη η μελέτη των διεθνών νομισματικών σχέσεων, δηλαδή των οικονομικών σχέσεων με βάση τα εθνικά νομίσματα των χωρών και τις διεθνείς επενδυτικές συναλλαγές, του ρόλου της Κεντρικής Τράπεζας στην ανοικτή οικονομία, καθώς και του καθορισμού των εξωτερικών συναλλαγών.

Στην Εισαγωγή διατυπώνονται αρχικά οι βασικές έννοιες που αφορούν στη θεωρία και στην πρακτική των διεθνών νομισματικών σχέσεων, όπως η αγορά συναλλάγματος και η συναλλαγματική ισοτιμία, και θεμελιώνονται οι συνθήκες ισορροπίας της ανοικτής οικονομίας στα πλαίσια της διεθνούς αγοράς αγαθών, της διεθνούς χρηματοοικονομικής αγοράς και της εγχώριας αγοράς χρήματος. Επίσης, παρουσιάζονται συνοπτικά η λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας στην ανοικτή οικονομία, καθώς και η κρατική παρέμβαση στην αγορά συναλλάγματος, ενώ εξετάζονται οι τρόποι με τους οποίους οι κυβερνήσεις μπορούν να επηρεάσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία, για να εξυ-

πηρετήσουν τους στόχους της οικονομικής πολιτικής. Τέλος, παρουσιάζονται οι κύριες σχέσεις στις εξωτερικές συναλλαγές της οικονομίας με βάση το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών.

Η αγορά συναλλάγματος

Το κύριο χαρακτηριστικό γνώρισμα και πλεονέκτημα των ανοικτών έναντι των κλειστών οικονομιών είναι η δυνατότητα διεξαγωγής διεθνούς εμπορίου αγαθών, υπηρεσιών και πιστωτικών τίτλων, καθώς και η διεθνής διακίνηση κεφαλαίων. Εφόσον οι παραπάνω οικονομικές δραστηριότητες συνεπάγονται διεθνείς συναλλαγές σε διαφορετικά εθνικά νομίσματα, είναι αναγκαία η ύπαρξη μιας αγοράς συναλλάγματος (*foreign exchange market*), δηλαδή μιας διεθνούς αγοράς χρήματος, που θα διευκολύνει τη μεταφορά αγοραστικής δύναμης εκφρασμένη σε διαφορετικά νομίσματα. Επιπλέον, η αγορά συναλλάγματος συνδέει το εγχώριο με το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και επιτρέπει τις διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων. Έτσι, χάρη στην αγορά συναλλάγματος είναι εφικτή, για παράδειγμα, η απόκτηση ξένων ομολόγων ή η διενέργεια άμεσων ξένων επενδύσεων.

Η αγορά συναλλάγματος περιλαμβάνει χρηματοοικονομικά κέντρα σε όλο τον κόσμο, όπου πραγματοποιούνται σε καθημερινή βάση συμφωνίες αγοράς και πώλησης των εθνικών νομισμάτων. Αποτελείται κυρίως από εμπορικές τράπεζες, διεθνείς χρηματιστές και εξουσιοδοτημένους πράκτορες, που διεξάγουν συναλλαγές κατ' εντολή των πελατών τους και που βρίσκονται σε συνεχή επικοινωνία, προκειμένου να λαμβάνουν άμεσα όλες τις νέες πληροφορίες αναφορικά με την προσφορά και τη ζήτηση των νομισμάτων. Στην αγορά συναλλάγματος μπορεί να συμμετέχουν ιδιώτες που χρειάζονται συνάλλαγμα (π.χ. για ταξιδιωτικούς λόγους), πολυεθνικές επιχειρήσεις (π.χ. για τη χρηματοδότηση διεθνών εμπορικών δραστηριοτήτων), εμπορικές τράπεζες και εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων (π.χ. για τη διε-

νέργεια διεθνών επενδύσεων), καθώς και νομισματικές αρχές (κυβερνήσεις, Κεντρικές Τράπεζες) που επιχειρούν να επηρεάσουν την τιμή του εγχώριου νομίσματος έναντι των ξένων νομισμάτων.

Το ευρύτερα χρησιμοποιούμενο νόμισμα στην αγορά συναλλάγματος είναι το δολάριο των Η.Π.Α. (USD), το οποίο συχνά αποτελεί ενδιάμεσο νόμισμα ανταλλαγής άλλων νομισμάτων. Ένας λόγος είναι ότι πολλά πρωτογενή αγαθά, όπως το πετρέλαιο, τιμολογούνται σε δολάρια Η.Π.Α. Επιπλέον, λόγω της ευρείας χρήσης του δολαρίου στην αγορά συναλλάγματος είναι συχνά συμφέρον για κάποιον που ενδιαφέρεται να αγοράσει ένα ξένο νόμισμα, να αποκτήσει πρώτα δολάρια και στη συνέχεια να τα πουλήσει προκειμένου να αγοράσει το νόμισμα που τον ενδιαφέρει. Σημαντικός όγκος συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος πραγματοποιείται σε ευρώ (EUR), ιαπωνικό γιεν, βρετανική στερλίνα και ελβετικό φράγκο.

Η αγορά συναλλάγματος αποτελείται κυρίως από την αγορά *όψης* (*spot market*), όπου πραγματοποιούνται συμφωνίες αγοραπωλησίας νομισμάτων άμεσης παράδοσης με βάση τις τρέχουσες τιμές της αγοράς και όπου καθορίζεται η συναλλαγματική ισοτιμία, δηλαδή η τιμή του ξένου νομίσματος σε όρους εγχώριου νομίσματος. Η αγορά *όψης* αφορά κυρίως στη χρηματοδότηση εισαγωγών και στην αγορά ξένων πιστωτικών τίτλων, όπως ομολόγων και ακίνητης περιουσίας. Ένα τμήμα των συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος αφορά κερδοσκοπία, για παράδειγμα την αγορά ενός φθηνού νομίσματος και την πρόθεση μελλοντικής πώλησής του σε υψηλότερη τιμή.

Επίσης, υπάρχει η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος (*forward market*) που αφορά σε ανταλλαγές νομισμάτων σε μελλοντική χρονική στιγμή (μήνας, τρίμηνο, εξάμηνο, έτος) και προκαθορισμένη τιμή. Οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος αποτελούν τη συνηθέστερη μέθοδο αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου, δηλαδή του κινδύνου μεταβολής της συ-

ναλλαγματικής ισοτιμίας προς μια μη επιθυμητή κατεύθυνση στο μέλλον. Ωστόσο, οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος συνεπάγονται κόστη συναλλαγών, που περιορίζουν το όφελος από την εξάλειψη της αβεβαιότητας.

Η *συναλλαγματική ισοτιμία (exchange rate)* είναι η σχετική τιμή δύο νομισμάτων που ανταλλάσσονται στην αγορά συναλλάγματος. Η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία (*nominal exchange rate*) ορίζεται ως η τρέχουσα τιμή μίας μονάδας ξένου νομίσματος (για παράδειγμα, ενός δολαρίου Η.Π.Α.) εκφρασμένη σε εγχώριο νόμισμα (για παράδειγμα, ευρώ) και συνήθως συμβολίζεται με S . Έτσι, γράφοντας $USD1 = EUR0.80$ δηλώνει ότι 1 δολάριο Η.Π.Α. ανταλλάσσεται με 0.80 ευρώ, και άρα η συναλλαγματική ισοτιμία ισούται με 0.80 ($S = 0.80$).

Σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό, μια αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας συνεπάγεται ότι απαιτούνται περισσότερες μονάδες εγχώριου νομίσματος για να αγοραστεί μία μονάδα ξένου νομίσματος, συνεπώς, το ξένο νόμισμα ακριβαίνει και το εγχώριο νόμισμα γίνεται πιο φθηνό. Σε αυτή την περίπτωση το εγχώριο νόμισμα *υποτιμάται* (διολισθαίνει) ή, ισοδύναμα, το ξένο νόμισμα *ανατιμάται*. Αντίθετα, μια μείωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας δηλώνει ότι απαιτούνται λιγότερες μονάδες εγχώριου νομίσματος για την αγορά μίας μονάδας ξένου νομίσματος, συνεπώς, το ξένο νόμισμα γίνεται πιο φθηνό και το εγχώριο νόμισμα ακριβαίνει. Σε αυτή την περίπτωση το εγχώριο νόμισμα *ανατιμάται* ή, ισοδύναμα, το ξένο νόμισμα *υποτιμάται*. Όπως θα φανεί στα επόμενα Κεφάλαια, η υποτίμηση ενός εθνικού νομίσματος μπορεί να γίνει εκούσια από τις νομισματικές αρχές και αποτελεί τακτική τόνωσης της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων αγαθών και βελτίωσης του εξωτερικού τομέα της οικονομίας, καθώς οι εξαγωγές γίνονται φθηνότερες για τους ξένους αγοραστές και οι εισαγωγές ακριβότερες για τους εγχώριους αγοραστές.

Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και Ισοδυναμία Αγοραστικής Δύναμης

Η συναλλαγματική ισοτιμία είναι η τιμή του ξένου νομίσματος εκφρασμένη σε εγχώριο νόμισμα, χωρίς ωστόσο αναφορά στην πραγματική αγοραστική δύναμη αγαθών και υπηρεσιών. Συνεπώς, μια αύξηση ή μείωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η εγχώρια οικονομία γίνεται περισσότερο ή λιγότερο ανταγωνιστική στις διεθνείς αγορές σε σχέση με τις άλλες οικονομίες, δηλαδή ότι τα προϊόντα της είναι λιγότερο ή περισσότερο ακριβά. Για παράδειγμα, μια υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου της τάξης του 5% δεν θα οδηγήσει σε αύξηση της συνολικής ζήτησης για τα προϊόντα της Ευρωζώνης από τις Η.Π.Α. αν ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη υπερβαίνει τον πληθωρισμό των Η.Π.Α. κατά ένα μεγαλύτερο ποσοστό. Για να αναλυθούν τα πραγματικά αποτελέσματα των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην ανταγωνιστικότητα των οικονομιών θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι διαφορές των τιμών των αγαθών στις επιμέρους αγορές.

Έστω, για παράδειγμα ότι το χρόνο t η συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου έναντι του ευρώ είναι $S_t = 1.2$ (1 ευρώ ανταλλάσσεται με 1.20 δολάρια) και ένα όμοιο αγαθό που παράγεται στις Η.Π.Α. και την Ευρωζώνη, έστω αυτοκίνητο, κοστίζει (υποθέτοντας μηδενική φορολογία, δασμούς και κόστη μεταφοράς) 15000 ευρώ στην Ευρωζώνη (εγχώρια αγορά) και 20000 δολάρια στις Η.Π.Α. (ξένη αγορά). Για να φανεί σε ποια αγορά είναι συμφέρουσα η αγορά του αυτοκινήτου, αρκεί να μετατραπούν οι παραπάνω τιμές στο ίδιο νόμισμα, έστω δολάρια. Η τιμή του ευρωπαϊκού αυτοκινήτου σε δολάρια (P_t) είναι ίση με τον αριθμό των δολαρίων που απαιτούνται για την αγορά ενός ευρώ, δηλαδή με την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία (S_t), επί τον αριθμό των ευρώ που κοστίζει το αυτοκίνητο στην Ευρωζώνη (P_t^*) δηλαδή $S_t P_t^* = 1.2 = 15000 = 18000$.

Άρα, η σχετική τιμή του αυτοκινήτου είναι $\frac{S_t P_t^*}{P_t} = \frac{18000}{20000} = 0.9$

Αυτός ο λόγος δηλώνει ότι το αυτοκίνητο είναι κατά 10% φθηνότερο στην Ευρωζώνη σε σχέση με τις Η.Π.Α. και άρα δηλώνει ότι τα αυτοκίνητα της Ευρωζώνης είναι πιο ανταγωνιστικά από τα αντίστοιχα των Η.Π.Α.

Η σχετική τιμή ενός αγαθού, ή ενός καλαθιού αγαθών, σε δύο διαφορετικές αγορές είναι η *πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία (real exchange rate)* και δίνεται από τη σχέση:

$$Q_t = \frac{S_t P_t^*}{P_t}$$

όπου Q_t είναι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, S_t η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία, και P_t^* και P_t είναι η τιμή του αγαθού στην ξένη και στην εγχώρια αγορά αντίστοιχα ή γενικότερα το επίπεδο τιμών των αγαθών στις δύο αγορές.

Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία αποτελεί το βασικό δείκτη ανταγωνιστικότητας μιας οικονομίας και, ουσιαστικά, είναι η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία σταθμισμένη με το σχετικό επίπεδο τιμών. Όταν η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ισούται με τη μονάδα, τα εγχώρια αγαθά είναι εξίσου ανταγωνιστικά με τα ξένα και δεν υπάρχουν ευκαιρίες κερδοσκοπίας στη διεθνή αγορά αγαθών. Εάν η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία υπερβεί τη μονάδα τότε τα αγαθά της εγχώριας αγοράς είναι φθηνότερα για τους ξένους αγοραστές από τα αντίστοιχα της ξένης αγοράς, υπάρχει *πραγματική υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος*, η οποία ενισχύει την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων αγαθών. Η πραγματική υποτίμηση εμφανίζεται όταν το επίπεδο τιμών των αγαθών της εγχώριας αγοράς μειωθεί ή/και το επίπεδο τιμών των αγαθών της ξένης αγοράς αυξηθεί ή/και η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία αυξηθεί, δηλαδή υποτιμηθεί το εγχώριο νόμισμα. Στην αντίθετη περί-

πτώση, που η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία μειωθεί κάτω από τη μονάδα, υπάρχει *πραγματική ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος* και άρα μείωση της ανταγωνιστικότητας των εγχώριων αγαθών.

Στο προηγούμενο παράδειγμα, εφόσον η σχετική τιμή του αυτοκινήτου διαφέρει από τη μονάδα, υπάρχουν *ευκαιρίες κερδοσκοπίας (αρμπιτράζ)*: τα αυτοκίνητα θα αγοράζονται στην Ευρωζώνη (ανταγωνιστική αγορά) και θα πωλούνται στις Η.Π.Α., προκαλώντας αύξηση της ζήτησης για ευρώ, και άρα της προσφοράς δολαρίων, από τους Αμερικανούς που επιθυμούν να αγοράσουν ευρωπαϊκά αυτοκίνητα και ζητούν ευρώ διαθέτοντας δολάρια. Αυτή η διαδικασία θα επηρεάσει τόσο τη διεθνή αγορά αυτοκινήτων όσο και την αγορά συναλλάγματος. Υποθέτοντας πλήρη ευκαμψία τιμών, θα οδηγήσει σε αύξηση της τιμής των αυτοκινήτων στην Ευρωζώνη και μείωση της τιμής τους στις Η.Π.Α., μέσω των δυνάμεων της προσφοράς και της ζήτησης, καθώς και σε υποτίμηση της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας δολαρίου/ευρώ, λόγω της αυξημένης προσφοράς δολαρίων. Οι παραπάνω επιδράσεις θα συνεχίζονται μέχρι η σχετική τιμή του αυτοκινήτου να εξισωθεί με τη μονάδα, οπότε η αγορά θα βρίσκεται σε ισορροπία.

Επομένως, με βάση τον ορισμό της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, όταν η τελευταία ισούται με τη μονάδα η διεθνής αγορά αγαθών βρίσκεται σε κατάσταση ισορροπίας και δεν υπάρχουν ευκαιρίες κερδοσκοπίας. Σε αυτή την περίπτωση ισχύει η Ισοδυναμία Αγοραστικής Δύναμης (*Purchasing Power Parity*), σύμφωνα με την οποία η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία ισούται με το σχετικό επίπεδο τιμών των αγαθών σε δύο αγορές, προκειμένου μία μονάδα εγχώριου νομίσματος να έχει την ίδια αγοραστική δύναμη στην εγχώρια και στην ξένη αγορά. Η Ισοδυναμία Αγοραστικής Δύναμης (ΙΑΔ) δίνεται από τον τύπο:

$$S_t = \frac{P_t}{P_t^*}$$

Η ιδέα ότι η ΙΑΔ ισχύει εξαιτίας των κερδοσκοπικών δυνάμεων συνδέεται άμεσα με το *Νόμο της Μίας Τιμής (Law of One Price)*, που διατυπώθηκε από τον Βρετανό οικονομολόγο David Ricardo τον 19ο αιώνα, σύμφωνα με τον οποίο η τιμή ενός διεθνώς εμπορεύσιμου αγαθού εξισώνεται διεθνώς, όταν εκφραστεί στο ίδιο νόμισμα. Η θεωρία της ΙΑΔ αποτελεί στην ουσία την πιο απλή θεωρία προσδιορισμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η βασική ιδέα του Νόμου της Μίας Τιμής είναι ότι οι κερδοσκοπικές δυνάμεις μιας παγκόσμιας ανταγωνιστικής αγοράς αγαθών οδηγούν στην εξίσωση των τιμών των αγαθών διεθνώς, υποθέτοντας όμοια αγαθά, τέλεια πληροφόρηση, απουσία δασμών και μηδενικά κόστη μεταφοράς. Εάν το επίπεδο τιμών σε δύο αγορές προκύπτει από το ίδιο καλάθι αγαθών, στο οποίο επιπλέον τα αγαθά συμμετέχουν με την ίδια βαρύτητα, τότε ο Νόμος της Μίας Τιμής θα εξασφαλίσει την ισχύ της ΙΑΔ ανάμεσα στις αγορές.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η εγχώρια τιμή ενός καλαθιού αγαθών θα πρέπει να ισούται με την τιμή του ίδιου καλαθιού αγαθών σε οποιαδήποτε άλλη χώρα, όταν η τιμή αυτή εκφραστεί σε ένα κοινό νόμισμα χρησιμοποιώντας την τρέχουσα ισοτιμία μεταξύ εγχώριου και ξένου νομίσματος. Εάν, για παράδειγμα, ένα καλάθι αγαθών κοστίζει EUR100 στην Ευρωζώνη και USD200 στις Η.Π.Α., τότε η συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου θα πρέπει να είναι $EUR100/USD200 = 0.5$, ώστε να μην υπάρχουν ευκαιρίες κερδοσκοπίας. Σύμφωνα με το Νόμο της Μίας Τιμής, εάν το επίπεδο τιμών στην Ευρωζώνη αυξηθεί, π.χ. από EUR100 σε EUR120, τότε η συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου θα πρέπει να αυξηθεί σε $EUR120/USD200 = 0.6$, προκειμένου να εξασφαλιστεί η ισχύς της ΙΑΔ στις δύο αγορές. Η περίπτωση αυτή ισοδυναμεί με ονομαστική υ-

ποτίμηση του ευρώ (ανατίμηση του δολαρίου) της τάξης του 20%.

Η ΙΑΔ συνεπάγεται ότι όταν η διεθνής αγορά αγαθών βρίσκεται σε ισορροπία ισχύει $Q_t = \frac{S_t P_t^*}{P_t} = 1$. Λογαριθμίζοντας

κατά μέλη προκύπτει $\ln Q_t = \ln S_t + \ln P_t^* - \ln P_t = \ln 1$, που μπορεί να γραφτεί ως $q_t = s_t + p_t^* - p_t = 0$, οπότε τελικά ισχύει:

$$s_t = p_t - p_t^*$$

Η σχέση αυτή αποτελεί τη λογαριθμική έκφραση της ΙΑΔ. Αν η ΙΑΔ ισχύει και το χρόνο $t-1$, τότε $s_{t-1} = p_{t-1} - p_{t-1}^*$ και αφαιρώντας από την τελευταία σχέση κατά μέλη προκύπτει ότι:

$$(s_t - s_{t-1}) = (p_t - p_{t-1}) - (p_t^* - p_{t-1}^*)$$

Λαμβάνοντας υπόψη ότι οι διαφορές των λογαρίθμων μιας μεταβλητής ισούνται κατά προσέγγιση με το ρυθμό μεταβολής της, τότε $\ln S_t - \ln S_{t-1} \equiv s_t - s_{t-1} \approx \frac{(S_t - S_{t-1})}{S_{t-1}}$ είναι η ποσοστιαία μεταβολή της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενώ $p_t - p_{t-1} \equiv \pi_t$ και $p_t^* - p_{t-1}^* \equiv \pi_t^*$ είναι οι ρυθμοί μεταβολής του επιπέδου των τιμών (πληθωρισμός) της εγχώριας και της ξένης αγοράς, αντίστοιχα. Άρα, τελικά:

$$\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \pi_t - \pi_t^*$$

Δηλαδή, η μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας θα πρέπει να ισούται με τη διαφορά των πληθωρισμών ανάμεσα σε δύο αγορές. Η πρόταση αυτή αποτελεί τη *Σχετική Ισοδυναμία Αγοραστικής Δύναμης (Relative Purchasing Power Parity)*, σύμφωνα με την οποία, εφόσον ο εγχώριος πληθωρισμός υπερβαίνει τον εξωτερικό πληθωρισμό, το εγχώριο νόμισμα πρέπει να υποτιμάται κατά ποσοστό ίσο με τη διαφορά των πληθωρισμών,

προκειμένου να διατηρείται σταθερή η ανταγωνιστικότητα της εγχώριας οικονομίας.

Από την παραπάνω ανάλυση φαίνεται ότι στην περίπτωση

που ισχύει $\frac{(S_t - S_{t-1})}{S_{t-1}} > \pi_t - \pi_t^*$, το εγχώριο νόμισμα είναι υπο-

τιμημένο σε πραγματικούς όρους, γεγονός που ενισχύει την ανταγωνιστικότητα της εγχώριας οικονομίας. Στην αντίθετη

περίπτωση, κατά την οποία $\frac{(S_t - S_{t-1})}{S_{t-1}} < \pi_t - \pi_t^*$, το εγχώριο νό-

μισμα είναι υπερτιμημένο σε πραγματικούς όρους, με αποτέλεσμα τη μείωση της εγχώριας ανταγωνιστικότητας. Έτσι, σύμφωνα με τη Σχετική ΙΑΔ, εάν ο πληθωρισμός στις Η.Π.Α. είναι 4% και στην Ευρωζώνη 10%, τότε το ευρώ (δολάριο) θα πρέπει να υποτιμηθεί (ανατιμηθεί) κατά 6%, προκειμένου να διατηρηθεί η ανταγωνιστικότητα των αγαθών της Ευρωζώνης.

Ακάλυπτη Ισοδυναμία Επιτοκίων

Η ΙΑΔ αποδίδει τη συμπεριφορά της συναλλαγματικής ισοτιμίας δύο νομισμάτων στις αποκλίσεις των τιμών των αγαθών ανάμεσα σε δύο αγορές. Στην ουσία, θεωρεί ότι οι κερδοσκοπικές δυνάμεις της αγοράς αγαθών αποτελούν τον κύριο μηχανισμό διαμόρφωσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας και αγνοεί τις διεθνείς ροές κεφαλαίων. Ωστόσο, τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρήθηκε αλματώδης ανάπτυξη της παγκόσμιας αγοράς κεφαλαίων και χρήματος, μέσω της αγοραπωλησίας μεγάλων ποσοτήτων συναλλάγματος από διεθνείς επενδυτές.

Εφόσον το κριτήριο των επενδυτικών αποφάσεων είναι η αναμενόμενη απόδοση των διατιθέμενων ομολόγων, όταν τα εγχώρια και τα ξένα ομόλογα είναι μεταξύ τους τέλεια υποκατάστατα οι διεθνείς επενδυτές επιλέγουν ομόλογα σε νομίσματα που τους εξασφαλίζουν την υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση.

Η αναμενόμενη απόδοση δύο ομολόγων διαφορετικών νομισμάτων, αλλά ίδιου επιτοκίου και κινδύνου, είναι η αναμενόμενη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αν, για παράδειγμα, υπάρχουν προσδοκίες στην αγορά ότι το ευρώ θα υποτιμηθεί έναντι του δολαρίου, τότε οι διεθνείς επενδυτές που έχουν αγοράσει ομόλογα σε ευρώ θα τα πουλήσουν, προκειμένου να αποφύγουν απώλειες στην αξία του χαρτοφυλακίου τους, και θα στραφούν στην αγορά ομολόγων σε δολάρια.

Έστω, για παράδειγμα, ότι ένας επενδυτής επενδύει την περίοδο t ένα ευρώ για περίοδο ενός έτους με ετήσιο επιτόκιο i_t . Άρα, η απόδοσή του ισούται με $1 + i_t$ ευρώ. Εναλλακτικά, μπορεί να μετατρέψει το ευρώ σε δολάρια στην αγορά όψης με βάση την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία S_t που ισχύει το χρόνο λαμβάνοντας $\frac{1}{S_t}$ δολάρια. (Αν δηλαδή η ισοτιμία ευρώ/δολαρίου είναι 0.83 ή, ισοδύναμα, η ισοτιμία δολαρίου/ευρώ είναι 1.2, θα λάβει $\frac{1}{0.83} = 1.2$ δολάρια). Επενδύοντας τα $\frac{1}{S_t}$ δολάρια στις Η.Π.Α. για το ίδιο χρονικό διάστημα με επιτόκιο i_t^* , στο τέλος του έτους θα έχει αποκομίσει $\frac{1}{S_t}(1 + i_t^*)$ δολάρια. Αν το χρόνο $t + 1$ μετατρέψει τα $\frac{1}{S_t}(1 + i_t^*)$ δολάρια σε ευρώ με βάση την αναμενόμενη συναλλαγματική ισοτιμία όψης ευρώ/δολαρίου την περίοδο t για την περίοδο $t + 1$, $E_t[S_{t+1}]$, θα λάβει $\frac{E_t[S_{t+1}]}{S_t}(1 + i_t^*)$ ευρώ. Εξισώνοντας τις αποδόσεις στην Ευρώπη και στις Η.Π.Α. προκύπτει ότι στην ισορροπία πρέπει να ισχύει $1 + i_t = \frac{E_t[S_{t+1}]}{S_t}(1 + i_t^*)$. Αντικαθιστώντας στην παραπάνω σχέση ισορροπίας με $\frac{E_t[S_{t+1}]}{S_t} = 1 + \frac{E_t[S_{t+1}] - S_t}{S_t}$ και αγνοώντας τον

όρο $\left(\frac{E_t[S_{t+1}] - S_t}{S_t} \right) i_t^*$, καθώς αφορά γινόμενο ποσοστιαίων μεταβολών και άρα υπό κανονικές συνθήκες αναφέρεται σε έναν μικρό αριθμό, η σχέση ισορροπίας γράφεται προσεγγιστικά ως:

$$i_t - i_t^* = \frac{E_t[S_{t+1}] - S_t}{S_t}$$

Η σχέση αυτή είναι γνωστή ως *Ακάλυπτη Ισοδυναμία των Επιτοκίων (AIE)*, σύμφωνα με την οποία η διαφορά στα επιτόκια δύο νομισμάτων ισούται με την αναμενόμενη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η AIE δηλώνει ότι στην ισορροπία η απόδοση των τίτλων σε εγχώριο νόμισμα πρέπει να είναι ίδια με την απόδοση των τίτλων σε ξένο νόμισμα και αποτελεί θεμελιώδη συνθήκη ισορροπίας των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών, με την προϋπόθεση ότι οι εγχώριοι και οι ξένοι πιστωτικοί τίτλοι είναι τέλεια υποκατάστατα.

Κεντρική Τράπεζα και συναλλαγματική πολιτική

Η τιμή ισορροπίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας εξαρτάται από τους παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση και την προσφορά συναλλάγματος (ξένου νομίσματος). Επομένως, η προσφορά συναλλάγματος εξαρτάται από τις Κεντρικές Τράπεζες των κρατών που προσφέρουν ξένο νόμισμα, ενώ αντίστοιχα η εγχώρια Κεντρική Τράπεζα προσφέρει εγχώριο νόμισμα (που αποτελεί συνάλλαγμα για την αλλοδαπή οικονομία).

Στο βαθμό που η προσφορά και η ζήτηση συναλλάγματος εξαρτώνται από τις Κεντρικές Τράπεζες των κρατών, αυτές μπορούν να παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος ώστε, για παράδειγμα, να περιορίσουν τη συναλλαγματική αστάθεια ή να επηρεάσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία προς μια επιθυμητή

κατεύθυνση. Η παρεμβατική πολιτική των Κεντρικών Τραπεζών στην πράξη γίνεται με την αγοραπωλησία συναλλάγματος έναντι εγχώριου νομίσματος και μπορεί να ασκηθεί είτε μονομερώς, είτε συντονισμένα, δηλαδή σε συνεργασία με άλλες Κεντρικές Τράπεζες. Έτσι, αν μια Κεντρική Τράπεζα επιθυμεί να αυξήσει την αξία του νομίσματός της ή να αποτρέψει επικείμενη υποτίμησή του, παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος και το αγοράζει προσφέροντας συνάλλαγμα. Εάν αντίθετα η Κεντρική Τράπεζα επιθυμεί να μειώσει την αξία του νομίσματός της ή να εμποδίσει επικείμενη ανατίμησή του, για παράδειγμα προκειμένου να τονώσει την ανταγωνιστικότητά της, παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος και το πουλά έναντι συναλλάγματος, συντελώντας έτσι στην υποτίμησή του.

Για την ανάλυση της παρεμβατικής πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας είναι σκόπιμο να εξεταστεί με ποιο τρόπο η Κεντρική Τράπεζα επηρεάζει γενικά την προσφορά χρήματος, δηλαδή ασκεί τη νομισματική πολιτική. Η λειτουργία της Κεντρικής Τράπεζας αποτυπώνεται στο ενεργητικό και στο παθητικό σκέλος του Ισολογισμού της, όπου καταγράφονται αντίστοιχα οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις της.

Συγκεκριμένα, το ενεργητικό αποτελείται από τις απαιτήσεις της Κεντρικής Τράπεζας σε εγχώριους και ξένους πιστωτικούς τίτλους που έχει στην κατοχή της. Οι *εγχώριες πιστώσεις* (*domestic credit*) είναι κρατικά ομόλογα που κατέχει η εθνική νομισματική αρχή και μπορούν, για παράδειγμα, να χρησιμοποιηθούν από το κράτος για τη χρηματοδότηση δημοσίων δαπανών. Τα *συναλλαγματικά αποθέματα* (*reserves*) είναι ξένο συνάλλαγμα ή ξένα ομόλογα, που η Κεντρική Τράπεζα κάθε κράτους (ή νομισματικής ένωσης κρατών) συσσωρεύει και διατηρεί για την πραγματοποίηση πληρωμών σε διεθνείς εμπορικές συναλλαγές.

Το παθητικό σκέλος του Ισολογισμού της Κεντρικής Τράπεζας συνιστά τις υποχρεώσεις της Τράπεζας και αποτελείται κυρίως από τις καταθέσεις που τηρούν οι ιδιωτικές τράπεζες στην

Κεντρική Τράπεζα και το χρήμα που έχει ήδη εκδοθεί και βρίσκεται σε κυκλοφορία στην οικονομία σε μορφή χαρτονομισμάτων και κερμάτων. Οι καταθέσεις των ιδιωτικών τραπεζών αποτελούν υποχρέωση για την Κεντρική Τράπεζα, επειδή μπορούν να ζητηθούν οποιαδήποτε στιγμή και, άρα, καταγράφονται στο παθητικό της, όπως επίσης και η ποσότητα του χρήματος με μορφή ρευστών διαθεσίμων. Οι υποχρεώσεις της Κεντρικής Τράπεζας συνιστούν τη νομισματική βάση της οικονομίας (*monetary base*). Υποθέτοντας, για λόγους απλοποίησης, ότι ο πολλαπλασιαστής χρήματος της οικονομίας ισούται με τη μονάδα, η νομισματική βάση ισοδυναμεί με την προσφορά χρήματος.

Στον Ισολογισμό της Κεντρικής Τράπεζας η προσφορά χρήματος εξισώνεται με το άθροισμα των εγχώριων πιστώσεων και των συναλλαγματικών αποθεμάτων και ισχύει:

$$\begin{aligned} & \text{Εγχώριες Πιστώσεις} + \text{Συναλλαγματικά Αποθέματα} \\ & = \text{Προσφορά Χρήματος} \end{aligned}$$

Έστω, για παράδειγμα, ότι η Κεντρική Τράπεζα πουλά ομόλογα. Εάν πουλήσει ένα ξένο ομόλογο τότε θα μειώσει τα συναλλαγματικά αποθέματα. Εάν πουλήσει ένα εγχώριο κρατικό ομόλογο τότε θα μειώσει τις εγχώριες πιστώσεις. Το αποτέλεσμα και στις δύο περιπτώσεις θα είναι να περιοριστεί η νομισματική βάση της οικονομίας (*περιοριστική νομισματική πολιτική*), εφόσον θα μειωθεί η ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία κατά το ποσό της αγοράς. Επιπλέον, η αυξημένη προσφορά ομολόγων θα μειώσει την τιμή τους και θα αυξήσει το επιτόκιο. Αντίθετα, αν η Κεντρική Τράπεζα αγοράσει ομόλογα, εκδίδοντας νέο χρήμα, τότε θα επεκταθεί η νομισματική βάση της οικονομίας (*επεκτατική νομισματική πολιτική*), εφόσον θα αυξηθεί η ποσότητα του χρήματος που βρίσκεται σε κυκλοφορία στην οικονομία. Η αυξημένη ζήτηση ομολόγων θα αυξήσει την τιμή τους και θα μειώσει το επιτόκιο.

Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να πουλά και να αγοράζει συνάλλαγμα και κρατικά ομόλογα προκειμένου να επηρεάσει τη συναλλαγματική ισοτιμία προς την επιθυμητή κατεύθυνση. Για να ανατιμήσει το εγχώριο νόμισμα (ή να αποτρέψει την υποτίμησή του) η Κεντρική Τράπεζα πουλά συνάλλαγμα (ξένα ομόλογα) έναντι εγχώριου νομίσματος στη αγορά συναλλάγματος. Η αυξημένη προσφορά συναλλάγματος μειώνει τη συναλλαγματική ισοτιμία οδηγώντας σε ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος. Σε αυτή την περίπτωση τα συναλλαγματικά αποθέματα μειώνονται και η νομισματική βάση (προσφορά χρήματος) περιορίζεται. Αντίστοιχα, για να υποτιμήσει το εγχώριο νόμισμα (ή να αποτρέψει επικείμενη ανατίμηση του) η Κεντρική Τράπεζα αγοράζει συνάλλαγμα (ξένα ομόλογα) έναντι εγχώριου νομίσματος στη αγορά συναλλάγματος. Η αυξημένη ζήτηση συναλλάγματος αυξάνει τη συναλλαγματική ισοτιμία οδηγώντας σε υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Σε αυτή την περίπτωση τα συναλλαγματικά αποθέματα αυξάνονται και η νομισματική βάση (προσφορά χρήματος) διευρύνεται.

Ανάλογα με τα αποτελέσματα που επιφέρουν στην προσφορά χρήματος, οι στρατηγικές παρέμβασης των Κεντρικών Τραπεζών διακρίνονται σε *μη αποστειρωμένη* και *αποστειρωμένη παρέμβαση*. Η μη αποστειρωμένη παρέμβαση συνδέεται με την αγορά συναλλάγματος και αφορά στην αγορά ή πώληση συναλλάγματος από την Κεντρική Τράπεζα, που επηρεάζει την εγχώρια προσφορά χρήματος. Επειδή η άσκηση μη αποστειρωμένης παρέμβασης συνεπάγεται κάποιο κόστος για την εγχώρια οικονομία, καθώς η αύξηση της προσφοράς χρήματος προκαλεί κατά κανόνα πληθωριστικές πιέσεις, ενώ η μείωση της προσφοράς χρήματος εγκυμονεί τον κίνδυνο οικονομικής ύφεσης, είναι συχνά σημαντικό να μην μεταβληθεί η προσφορά χρήματος από την παρεμβατική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας. Γι' αυτό το σκοπό, η Κεντρική Τράπεζα μπορεί να παρέμβει στην αγορά χρήματος μεταβάλλοντας ισόποσα τις εγχώριες πιστώσεις με

την πώληση ή την αγορά κρατικών ομολόγων. Η αντίστροφη αυτή συναλλαγή εξουδετερώνει πλήρως (αποστειρώνει) τη μεταβολή της προσφοράς χρήματος από τη μεταβολή των συναλλαγματικών αποθεμάτων, και συνιστά αποστειρωμένη παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας.

Για παράδειγμα, έστω ότι η Κεντρική Τράπεζα αγοράζει συνάλλαγμα και η νομισματική βάση αυξάνεται κατά το ποσό αγοράς. Ενδεικτικά, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. (Fed) παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος και αγοράζει 500 εκατ. ευρώ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR1/USD1 = 1. Στην περίπτωση της μη αποστειρωμένης παρέμβασης τα συναλλαγματικά αποθέματα της Fed θα αυξηθούν κατά 500 εκατ. ευρώ. Ισοδύναμα, η νομισματική βάση των Η.Π.Α. θα αυξηθεί κατά 500 εκατ. δολάρια. Το επιτόκιο των Η.Π.Α. θα μειωθεί σαν αποτέλεσμα της αυξημένης προσφοράς χρήματος, η οποία επιπλέον θα οδηγήσει σε αύξηση του επιπέδου των τιμών στις Η.Π.Α. Τέλος, η συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου/ευρώ θα αυξηθεί (το δολάριο θα υποτιμηθεί έναντι του ευρώ), όπως προκύπτει από τη σχετική εκδοχή της ΙΑΔ. Στην περίπτωση της αποστειρωμένης παρέμβασης, η οποία επιτυγχάνεται με ανάλογη μεταβολή των εγχώριων πιστώσεων προς αποφυγή πληθωριστικών πιέσεων, η Fed θα πουλήσει ομόλογα αξίας 500 εκατ. δολαρίων. Κατά συνέπεια, η νομισματική βάση θα μειωθεί και η προσφορά χρήματος στις Η.Π.Α. θα επανέλθει στο αρχικό επίπεδο, ενώ η αυξημένη προσφορά ομολόγων θα μειώσει την τιμή τους και θα αυξήσει το επιτόκιο.

Καθεστώςτα συναλλαγματικών ισοτιμιών

Ανάλογα με το είδος της συναλλαγματικής πολιτικής που ακολουθεί η Κεντρική Τράπεζα, καθορίζεται και η μορφή του καθεστώτος της συναλλαγματικής ισοτιμίας, στο οποίο βρίσκεται το εγχώριο νόμισμα. Εάν η Κεντρική Τράπεζα δεν παρεμβαίνει

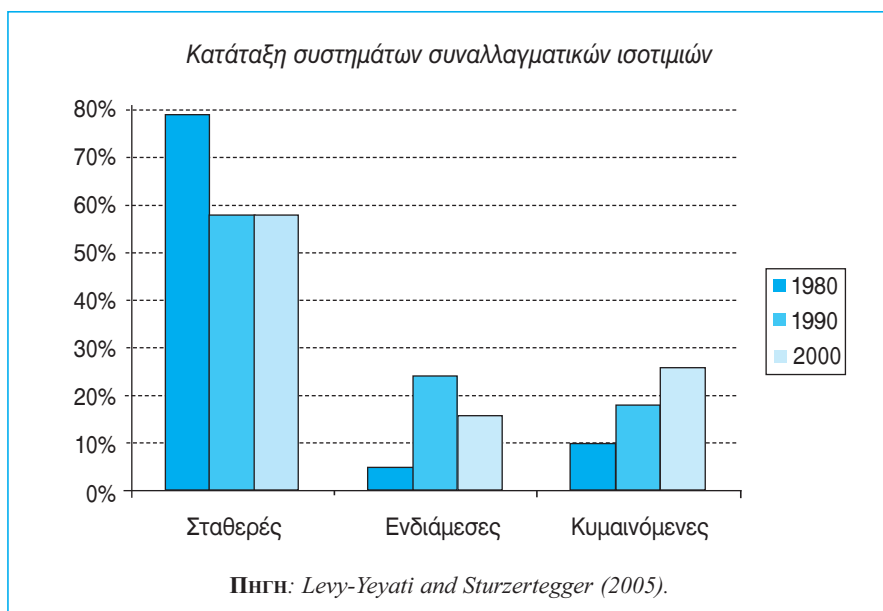
στην αγορά συναλλάγματος για να επηρεάσει την τιμή του νομίσματός της, η συναλλαγματική ισοτιμία προσδιορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης στην αγορά συναλλάγματος, οπότε το εγχώριο νόμισμα βρίσκεται σε *καθεστώς κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας (flexible exchange rate regime)*. Σε αυτή την περίπτωση, τα συναλλαγματικά αποθέματα, και άρα η προσφορά χρήματος, καθορίζονται ελεύθερα από την Κεντρική Τράπεζα. Η νομισματική πολιτική είναι επομένως ανεξάρτητη και μπορεί να εξυπηρετεί εσωτερικούς στόχους της οικονομικής πολιτικής, όπως τη χρηματοδότηση δημοσιονομικών ελλειμμάτων ή τον έλεγχο του πληθωρισμού.

Αντίθετα, όταν η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος για να διατηρήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία, το εγχώριο νόμισμα βρίσκεται σε *καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας (fixed exchange rate regime)*. Σε αυτή την περίπτωση, η νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας δεν είναι ανεξάρτητη, μια και η ποσότητα των συναλλαγματικών αποθεμάτων εξυπηρετεί αποκλειστικά τη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επομένως, η Κεντρική Τράπεζα δεν ελέγχει τη νομισματική πολιτική, ωστόσο ο έλεγχος της συναλλαγματικής ισοτιμίας συνεπάγεται διάφορα πλεονεκτήματα, με κυριότερο τη σταθερότητα στις διεθνείς οικονομικές συναλλαγές.

Ένα ενδιάμεσο καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι το καθεστώς των *ελεγχόμενα κυμαινόμενων ισοτιμιών (managed floating)*. Σε αυτό το καθεστώς επιτρέπεται η ελεγχόμενη υποτίμηση των νομισμάτων από τις Κεντρικές Τράπεζες, με στόχο κατά κανόνα την τόνωση της ανταγωνιστικότητας, όταν υπονομεύεται από υπερβολικό πληθωρισμό. Ένα άλλο ενδιάμεσο καθεστώς είναι το καθεστώς των *συναλλαγματικών ισοτιμιών ζώνης (target zones)*. Σε αυτό το καθεστώς η συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να κυμαίνεται ελεύθερα σε ένα εύρος τιμών γύρω από μια κεντρική συναλλαγματική ισοτιμία. Όταν όμως πλησιάζει τα ακραία όρια οι νομισματικές αρχές υποχρεούνται να παρεμβαί-

νουν με την πώληση ή την αγορά συναλλάγματος, ώστε η ισοτιμία να διατηρηθεί στο εύρος γύρω από την κεντρική τιμή.

Να σημειωθεί ότι ο χαρακτηρισμός ενός συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν είναι πάντα ξεκάθαρος. Ένας βασικός λόγος είναι, για παράδειγμα, ότι οι κυβερνήσεις ανακοινώνουν ότι θα ακολουθήσουν πολιτική κυμαινόμενων ισοτιμιών, αλλά στην πράξη παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος με στόχο να επηρεάσουν την ισοτιμία. Παρότι το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δημοσιεύει την κατάταξη των συστημάτων συναλλαγματικών ισοτιμιών για κάθε χώρα, ο διαχωρισμός τους είναι πολύ πιο σύνθετος. Στο επόμενο Διάγραμμα αποτυπώνεται η πραγματική (*de facto*) κατάταξη των συστημάτων συναλλαγματικών ισοτιμιών κατά την περίοδο 1980-2000 σε τρία συστήματα, δηλαδή σταθερών, ενδιάμεσων και κυμαινόμενων ισοτιμιών, ενώ ένας αριθμός χωρών δεν κατατάσσεται σε καμία από αυτές τις κατηγορίες.



Η πλειοψηφία των χωρών ακολουθεί συστήματα σταθερής ισοτιμίας, αν και το ποσοστό τους έχει μειωθεί σε σχέση με το 1980. Αντίθετα, αυξάνεται το ποσοστό των κρατών που αφήνουν τη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματός τους να κυμαίνεται ελεύθερα στην αγορά συναλλάγματος.

Η επιλογή του συστήματος συναλλαγματικών ισοτιμιών εξαρτάται από τις ιδιαιτερότητες κάθε οικονομίας, αλλά ακόμα και από τις πολιτικές και γεωγραφικές συνθήκες που επικρατούν. Έτσι, έχει παρατηρηθεί ότι ομάδες χωρών που βρίσκονται σε μια περιοχή δημιουργούν μεταξύ τους ένα σύστημα ισοτιμιών που διευκολύνει τις μεταξύ τους συναλλαγές, αλλά ακολουθούν διαφορετική συναλλαγματική πολιτική σε σχέση με τα υπόλοιπα νομίσματα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα, που οδήγησε στη δημιουργία του ευρώ.

ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Μετά την κατάργηση του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών Bretton Woods το 1973, τα κράτη-μέλη της ΕΕ αποφάσισαν να δημιουργήσουν μια νομισματική ένωση για να αποτρέψουν τις διακυμάνσεις των τιμών του συναλλάγματος μεταξύ των ευρωπαϊκών νομισμάτων. Έτσι, το Μάρτιο του 1979 εγκαθιδρύθηκε το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ), που αποτελείται από το Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ), ένα νόμισμα αναφοράς που ονομαζόταν Ευρωπαϊκή Νομισματική Μονάδα (ΕCU) και έναν πιστωτικό μηχανισμό. Το ΕCU περιλάμβανε ένα «καλάθι» στο οποίο υπήρχαν νομίσματα από όλα τα κράτη μέλη. Ο Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών αποτελούσε ένα σύστημα σταθερών ισοτιμιών με ευελιξία, σύμφωνα με το οποίο τα κράτη-μέλη ανέλαβαν την υποχρέωση να διατηρούν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες των νομισμάτων τους έναντι του ΕCU σε περιθώριο διακύμανσης $\pm 2.25\%$. Ο πιστωτικός μηχανισμός προέβλεπε ότι κάθε χώρα θα μετέφερε το 20% του συναλλάγματός της και των αποθεμάτων της σε χρυσό σε ένα κοινό ταμείο.

Στην πορεία του ΜΣΙ, αξιοσημείωτες ήταν οι συναλλαγματικές κρίσεις του 1992 και του 1993, που οδήγησαν τον Αύγουστο του 1993 στην αύξηση του εύρους της διακύμανσής του σε $\pm 15\%$, και η κατάργησή του το 1999. Η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων στα πλαίσια της εσωτερικής αγοράς, ο έλεγχος των οποίων αποτέλεσε καθοριστικό παράγοντα διατήρησης του ΜΣΙ, σε συνδυασμό με την απόφαση για μετάβαση στη Οικονομική και Νομισματική Ένωση και μια σειρά άλλων παραγόντων, όπως η ενοποίηση της Γερμανίας και η αποχώρηση της στερλίνιας και της ιταλικής λιρέτας από το ΕΝΣ το 1992 λόγω κερδοσκοπικών πιέσεων, οδήγησαν τελικά στην κατάργηση του ΜΣΙ.

Στο Συμβούλιο της Μαδρίτης τον Ιούνιο του 1989, οι αρχηγοί των κρατών μελών της ΕΕ ενέκριναν ένα σχέδιο για την οικονομική και νομισματική ένωση, που περιλάμβανε τρία στάδια. Το σχέδιο εντάχθηκε στη συνθήκη του Μάαστριχτ για την Ευρωπαϊκή Ένωση που εγκρίθηκε το Δεκέμβριο του 1991.

Το πρώτο στάδιο, που ξεκίνησε την 1η Ιουλίου 1990, περιλάμβανε την απόλυτα ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων εντός της ΕΕ και την κατάργηση των συναλλαγματικών ελέγχων, καθώς και την οικονομική σύγκλιση μέσω διαφόρων δράσεων. Το δεύτερο στάδιο ξεκίνησε την 1η Ιανουαρίου 1994 και προέβλεπε την ίδρυση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ιδρύματος (ΕΝΙ) στη Φρανκφούρτη, που αποτελείται από τους διοικητές των Κεντρικών Τραπεζών των κρατών μελών της ΕΕ, την ανεξαρτησία των εθνικών Κεντρικών Τραπεζών, καθώς και οδηγίες για να μειωθούν τα δημοσιονομικά ελλείμματα των κρατών μελών.

Το τρίτο στάδιο ήταν η υιοθέτηση του ευρώ. Την 1η Ιανουαρίου 1999 έντεκα χώρες (Αυστρία, Βέλγιο, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία) υιοθέτησαν το ευρώ, ενώ ακολούθησε η Ελλάδα την 1η Ιανουαρίου 2001. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ανέλαβε την ευθύνη για τη νομισματική πολιτική, η οποία καθορίζεται και εφαρμόζεται σε ευρώ. Την 1η Ιανουαρίου 2002, τέθηκαν στις χώρες της ευρωζώνης σε κυκλοφορία χαρτονομίσματα και κέρματα του ευρώ, ενώ τα εθνικά νομίσματα αποσύρθηκαν από την κυκλοφορία δύο μήνες αργότερα. Το ευρώ αποτελεί το μοναδικό νόμισμα μέσο πληρωμής για όλες τις συναλλαγές στις χώρες της Ευρωζώνης, οι οποίες αντιπροσωπεύουν σήμερα πάνω από τα δύο τρίτα του πληθυσμού της ΕΕ.

Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών

Η ισορροπία μιας οικονομίας στις διεθνείς συναλλαγές της αποτυπώνεται στο εξωτερικό Ισοζύγιο. Σύμφωνα με τους εθνικούς λογαριασμούς, οι δαπάνες για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών στο εσωτερικό, Y , ισούνται με:

$$Y = C + I + G + NX$$

όπου Y είναι το εισόδημα, C η κατανάλωση του ιδιωτικού τομέα, I οι επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα, G οι δαπάνες του δημόσιου τομέα, ενώ ο όρος $NX = X - M$ δηλώνει τις καθαρές εξαγωγές, δηλαδή τη διαφορά μεταξύ εξαγωγών X και εισαγωγών M αγαθών και υπηρεσιών (Εμπορικό Ισοζύγιο). Στην πλευρά της αποταμίευσης το εισόδημα ισούται με:

$$Y = C + S + G - NFP$$

όπου S είναι η συνολική αποταμίευση και ο όρος NFP δηλώνει τις καθαρές αμοιβές των συντελεστών παραγωγής (Net Factor Payments). Από τις δύο παραπάνω σχέσεις προκύπτει ότι:

$$S - I = NX + NFP$$

Το δεξιό μέρος της τελευταίας σχέσης δίνει το *Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών* (*Current Account Balance*) της οικονομίας και δηλώνει τις τρέχουσες απαιτήσεις και υποχρεώσεις στις εξωτερικές συναλλαγές. Στην ανοικτή οικονομία οι καθαρές εξαγωγές και οι καθαρές αμοιβές των συντελεστών παραγωγής ισούνται πάντα με τη διαφορά μεταξύ εγχώριας αποταμίευσης και επένδυσης (καθαρή ξένη επένδυση). Όταν $(S - I) > 0$, τότε η εγχώρια οικονομία έχει πλεόνασμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών και είναι καθαρός δανειστής προς το εξωτερικό, ώστε να χρηματοδοτήσει την αγορά αγαθών και υπηρεσιών από τις άλλες χώρες. Αντίστοιχα, όταν $(S - I) < 0$, η εγχώρια οικονομία έχει έλλειμμα στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών

και δανείζεται από το εξωτερικό για να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις που υπερβαίνουν την εγχώρια αποταμίευση. Επομένως, το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών αποτελεί τον καθρέφτη της οικονομίας στις διεθνείς οικονομικές συναλλαγές της, καθώς ουσιαστικά δηλώνει τη θετική ή αρνητική μεταβολή του εγχώριου πλούτου και διαμορφώνει την εξωτερική ισορροπία της οικονομίας.

Σύνοψη

- Η αγορά συναλλάγματος εξασφαλίζει τη διενέργεια διεθνών εμπορικών και χρηματοοικονομικών συναλλαγών στην ανοικτή οικονομία.
- Η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία είναι η τιμή μίας μονάδας ξένου νομίσματος εκφρασμένη σε εγχώριο νόμισμα, ενώ η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία λαμβάνει υπόψη το σχετικό επίπεδο των τιμών και αποτελεί το βασικό δείκτη ανταγωνιστικότητας μιας οικονομίας.
- Η θεμελιώδης σχέση ισορροπίας της διεθνούς αγοράς αγαθών, σε περιβάλλον τέλειας πληροφόρησης, καθώς και μηδενικών δασμών, φορολογίας και κόστους μεταφοράς, είναι η ΙΑΔ, σύμφωνα με την οποία σε συνθήκες ανταγωνισμού η τιμή ενός καλάθιού αγαθών εξισώνεται διεθνώς όταν εκφραστεί σε κάποιο κοινό νόμισμα.
- Στη διεθνή αγορά κεφαλαίου, η συνθήκη ισορροπίας είναι η ΑΙΕ, με βάση την οποία η απόδοση από την επένδυση σε ένα νόμισμα ισούται με την απόδοση σε ξένο νόμισμα συν την αναμενόμενη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας.
- Η συναλλαγματική πολιτική ασκείται από τη νομισματική αρχή (Κεντρική Τράπεζα) και χαρακτηρίζεται από το βαθμό παρέμβασης στην αγορά συναλλάγματος.
- Όταν η Κεντρική Τράπεζα έχει ως στόχο τη διατήρηση μιας

σταθερής ισοτιμίας, παρεμβαίνει με αγοραπωλησίες συναλλάγματος ώστε να καλύψει την υπερβάλλουσα προσφορά ή ζήτηση στη συγκεκριμένη ισοτιμία είτε μεμονωμένα, είτε σε συνεργασία με τις νομισματικές αρχές άλλων κρατών. Η Κεντρική Τράπεζα δεν έχει τη δυνατότητα να ασκήσει ελεύθερα νομισματική πολιτική, καθώς αυτή καθορίζεται από το στόχο της διατήρησης της ισοτιμίας.

- Αντίθετα, σε ένα σύστημα ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών, όπου η ισοτιμία διαμορφώνεται από την προσφορά και τη ζήτηση στην αγορά συναλλάγματος, η Κεντρική Τράπεζα έχει πλήρη ελευθερία στη χάραξη της νομισματικής πολιτικής, ώστε να εξυπηρετεί, για παράδειγμα, εσωτερικούς στόχους.
- Οι σύγχρονες οικονομίες χαρακτηρίζονται σε μεγάλο βαθμό από τις συναλλαγές τους με το διεθνές περιβάλλον, οι οποίες επιτρέπουν στις χώρες να ανταλλάσσουν αγαθά και υπηρεσίες. Αυτές οι συναλλαγές αποτυπώνονται στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, που καθορίζει την εξωτερική ισορροπία της οικονομίας.