

Κεφάλαιο 14

Οι Διεθνείς Χρηματαγορές και οι Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Στο κεφάλαιο αυτό αναλύουμε τη διάρθρωση των διεθνών χρηματαγορών, και τη σχέση μεταξύ επιτοκίων και ισοτιμιών σε ανοικτές οικονομίες.

Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες προσδιορίζονται στις διεθνείς χρηματαγορές. Οι κυριότεροι παράγοντες που δραστηριοποιούνται σε αυτές είναι τραπεζικά ιδρύματα, πολυεθνικές επιχειρήσεις, μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κεντρικές τράπεζες.

Οι τράπεζες έχουν ένα κεντρικό ρόλο καθώς διευκολύνουν τις ανταλλαγές τραπεζικών καταθέσεων σε διάφορα νομίσματα, που αποτελούν το μεγαλύτερο όγκο των συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος. Η διεθνής αγορά συναλλάγματος είναι στην ουσία μία ενοποιημένη παγκόσμια αγορά που λειτουργεί σχεδόν 24 ώρες το 24ώρο.

Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα είναι τρέχουσες συναλλαγές, αλλά μεγάλο μέρος είναι συμφωνίες ανταλλαγών και προθεσμιακές συναλλαγές. Στις συμφωνίες ανταλλαγών και τις προθεσμιακές συναλλαγές έχουμε συμφωνία μεταξύ των μερών για μελλοντική ανταλλαγή νομισμάτων σε προκαθορισμένη τιμή. Αντίθετα, οι τρέχουσες συναλλαγές εκκαθαρίζονται άμεσα. Στις τρέχουσες συναλλαγές καθορίζεται η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία (spot), ενώ στις συμφωνίες ανταλλαγών και τις προθεσμιακές συναλλαγές καθορίζεται η προθεσμιακή συναλλαγματική ισοτιμία.

Καθώς η συναλλαγματική ισοτιμία είναι η σχετική τιμή δύο χρεογράφων (νομισμάτων), ο καθορισμός της πραγματοποιείται όπως και για όλα τα χρεόγραφα. Η ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος απαιτεί εξίσωση των αποδόσεων των χρεογράφων που είναι εκπεφρασμένα σε διαφορετικά νομίσματα, όταν οι αποδόσεις μετρούνται σε κοινή βάση. Αυτή είναι η βάση της ισοδυναμίας των επιτοκίων.

Για δεδομένα επιτόκια καταθέσεων εκπεφρασμένων σε διάφορα νομίσματα, και για δεδομένες προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξη της ισοτιμίας, η ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων προσδιορίζει την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία. Για παράδειγμα, όταν η σε κοινή βάση προσδοκώμενη απόδοση καταθέσεων σε ευρώ υπερβαίνει την προσδοκώμενη απόδοση καταθέσεων σε δολάρια, τότε υπάρχει

υπερβάλλουσα ζήτηση ευρώ και το ευρώ ανατιμάται άμεσα απέναντι στο δολάριο. Σε αντίθετη περίπτωση το ευρώ υποτιμάται απέναντι στο δολάριο.

Με σταθερά τα υπόλοιπα δεδομένα, μία αύξηση των επιτοκίων του δολαρίου προκαλεί ανατίμηση του δολαρίου. Μία αύξηση των επιτοκίων του ευρώ προκαλεί ανατίμηση του ευρώ. Τέλος, με τα υπόλοιπα δεδομένα σταθερά, μία προσδοκώμενη μελλοντική ανατίμηση (υποτίμηση) του ευρώ, οδηγεί άμεσα σε τρέχουσα ανατίμηση (υποτίμηση) του ευρώ.

14.1 Η Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος

Ξεκινούμε με μερικά βασικά χρηματοοικονομικά εργαλεία και τις αγορές στις οποίες είναι διαπραγματεύσιμα (βλ. Krugman and Obstfeld (2012) και Mark (2001) για σχετικές αναλύσεις).

Η διεθνής αγορά συναλλάγματος είναι στην ουσία ένα διεθνές αποκεντρωμένο δίκτυο διαπραγματευτών. Τα διάφορα νομίσματα αγοράζονται και πωλούνται από διαπραγματευτές που στεγάζονται σε μεγάλα διεθνή τραπεζικά ιδρύματα. Οι διαπραγματευτές διακρατούν αποθέματα νομισμάτων, και στόχος τους είναι να κάνουν κέρδη, αγοράζοντας φθηνά και πουλώντας ακριβά. Η αγορά συναλλάγματος χαρακτηρίζεται από μεγάλη ρευστότητα και το όγκος των συναλλαγών είναι τεράστιος. Ο όγκος των συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα είναι πολύ μεγαλύτερος από τον όγκο των συναλλαγών που είναι απαραίτητες για το διεθνές εμπόριο. Αυτό συμβαίνει διότι το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών γίνεται για κερδοσκοπικούς λόγους.

Η τιμή του δολαρίου σε ξένο συνάλλαγμα (π.χ 0,77 ευρώ ανά δολάριο) καλείται η *συναλλαγματική ισοτιμία* (σε Ευρωπαϊκούς όρους). Το αντίστροφο, δηλαδή η τιμή ενός νομίσματος σε δολάρια (π.χ 1,3 δολάρια ανά ευρώ) είναι η *συναλλαγματική ισοτιμία* σε Αμερικανικούς όρους. Μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε ευρωπαϊκούς όρους σημαίνει ότι το ξένο συνάλλαγμα υποτίμηθηκε έναντι του δολαρίου, ενώ μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε αμερικανικούς όρους σημαίνει ότι το ξένο συνάλλαγμα ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου. Γενικώς υποτίμηση ενός νομίσματος έχουμε όταν χρειάζονται περισσότερες μονάδες του νομίσματος για την αγορά ενός δολαρίου, και ανατίμηση όταν χρειάζονται λιγότερες μονάδες.

Στη συνέχεια, θα χρησιμοποιήσουμε τον ορισμό της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε αμερικανικούς όρους, δηλαδή δολάρια ανά ευρώ. Αυτό σημαίνει ότι μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας ισοδυναμεί με ενίσχυση του ευρώ και αποδυνάμωση του δολαρίου, καθώς χρειάζονται περισσότερα δολάρια ανά ευρώ. Η καθημερινή εξέλιξη της ισοτιμίας του δολαρίου απέναντι στο ευρώ (σε Αμερικανικούς όρους) παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 14.1.

Από το Διάγραμμα 14.1 διαφαίνεται η μεγάλη καθημερινή μεταβλητότητα της ισοτιμίας, καθώς και οι κύκλοι ανατίμησης και υποτίμησης του ευρώ. Όταν δημιουργήθηκε το ευρώ, στις αρχές του 1999, η ισοτιμία του απέναντι στο δολάριο ήταν 1,179 δολάρια ανά ευρώ. Για τα πρώτα δύο χρόνια, το ευρώ υποτιμήθηκε απέναντι στο δολάριο, με κατώτατο σημείο στις 26 Οκτωβρίου 2000, όταν έφθασε τα 0,825 δολάρια ανά ευρώ. Από τις αρχές του 2002 το ευρώ άρχισε να ανατιμάται απέναντι στο δολάριο, αν η ανατίμηση αυτή είχε πολλές διακυμάνσεις. Ο πρώτος κύκλος της ανατίμησης του ευρώ ολοκληρώθηκε στα τέλη του 2004, όταν η ισοτιμία του ευρώ έφθασε το 1,363 δολάρια ανά ευρώ. Ένας δεύτερος τριετής κύκλος ανατίμησης του ευρώ ξεκίνησε στις αρχές του 2006. Στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008, ημέρα κατάρρευσης της Lehman Brothers και ημερομηνία κλειδί για τη διεθνή νομισματική κρίση του 2008, η ισοτιμία του ευρώ βρισκόταν στο ιστορικά υψηλότερο σημείο της, 1,599 δολάρια ανά ευρώ. Μέσα σε ένα μήνα η ισοτιμία του ευρώ είχε καταρρεύσει στα 1,246 δολάρια ανά ευρώ (27 Οκτωβρίου 2008). Έκτοτε, η ισοτιμία ευρώ δολαρίου διακυμαίνεται σε ένα εύρος μεταξύ 1,5 και 1,2 δολαρίων ανά ευρώ.

14.1.1 Το Δολάριο και Τριγωνικές Συναλλαγές στην Αγορά Συναλλάγματος

Για το μεγαλύτερο μέρος της μεταπολεμικής περιόδου, οι συναλλαγές για τα περισσότερα διεθνώς διαπραγματεύσιμα νομίσματα ελάμβαναν χώρα μέσω του δολαρίου των ΗΠΑ. Το δολάριο των ΗΠΑ θεωρείται το νόμισμα όχημα για τις συναλλαγές στην αγορά συναλλάγματος. Για παράδειγμα, για να μετατρέψει κανείς στερλίνες σε γιεν χρειάζονται δύο συναλλαγές. Μία για να μετατραπούν οι στερλίνες σε δολάρια, και μία για να μετατραπούν τα δολάρια σε γιέν. Λόγω του βάθους (μεγάλου όγκου συναλλαγών) της αγοράς του δολαρίου, το κόστος αυτής της τριγωνικής συναλλαγής είναι συνήθως μικρότερο από την απευθείας συναλλαγή των στερλινών σε γιέν. Με την εισαγωγή του ευρώ, υπάρχει σήμερα και ένα δεύτερο νόμισμα όχημα στην παγκόσμια οικονομία, αλλά το δολάριο παραμένει το κυρίαρχο διεθνές νομισματικό όχημα.

Στην αγορά συναλλάγματος, δεν μπορεί να υπάρχουν μη αξιοποιημένες δυνατότητες κερδών από τριγωνικές συναλλαγές στα διάφορα νομίσματα. Για παράδειγμα, αν S_1 είναι ισοτιμία της στερλίνας σε δολάρια, S_2 η ισοτιμία του ευρώ σε δολάρια και S_3 η ισοτιμία της στερλίνας σε ευρώ, και οι συναλλαγές είναι χωρίς κόστος, στην ισορροπία δεν μπορεί παρά να ισχύει,

$$S_1 = S_3 \times S_2 \quad (14.1)$$

Αν η (14.1), που υποδεικνύει την απουσία δυνατότητας κερδών από τριγωνικές συναλλαγές (arbitrage) παραβιάζεται, οι διαπραγματευτές θα μπορούσαν να κάνουν κέρδη από τριγωνικές συναλλαγές.

Για παράδειγμα, στις 16 Μαΐου 2012 στις 11:00 πμ ώρα Ελλάδος, οι ισοτιμίες αυτές ήταν,

$$S_1 = 1,5958$$

$$S_2 = 1,2701$$

$$S_3 = 1,2560$$

Το γινόμενο των δύο τελευταίων ισοτιμιών είναι 1,5952 που διαφέρει από την πρώτη ισοτιμία μόλις στο τέταρτο δεκαδικό. Οι συνεχείς αγοραπωλησίες στην αγορά συναλλάγματος εξαφανίζουν όλες τις δυνατότητες κέρδους από τριγωνικές συναλλαγές μεταξύ νομισμάτων.

14.1.2 Κατηγορίες Συναλλαγών στην Αγορά Συναλλάγματος

Οι συναλλαγές στην αγορά συναλλάγματος διακρίνονται σε τρεις βασικές κατηγορίες.

Η πρώτη είναι οι *τρέχουσες συναλλαγές (spot)*, όπου η αγοραπωλησία κλείνει άμεσα (στην πραγματικότητα εντός δύο ημερών). Αυτές προσδιορίζουν τις *τρέχουσες ισοτιμίες*.

Η δεύτερη κατηγορία είναι οι *συναλλαγές ανταλλαγών (swap)*, στις οποίες το νόμισμα που αγοράζεται (πωλείται) σήμερα θα επαναπωληθεί (επαναγοραστεί) σε μία μελλοντική ημερομηνία. Η τιμή τόσο της τρέχουσας όσο και της μελλοντικής αγοραπωλησίας προσδιορίζεται σήμερα. Η ισοτιμία ανταλλαγής (*swap rate*) είναι η διαφορά μεταξύ της ισοτιμίας επαναγοράς (επαναπώλησης) και της ισοτιμίας της αρχικής πώλησης (αγοράς). Η τρέχουσα ισοτιμία και η ισοτιμία ανταλλαγής προσδιορίζουν την *προθεσμιακή ισοτιμία (forward exchange rate)*.

Η τρίτη κατηγορία είναι οι *προθεσμιακές συναλλαγές (forward transactions)*. Αυτές είναι σημερινές συμφωνίες, για μελλοντική αγοραπωλησία ενός νομίσματος. Η τιμή, η ποσότητα και η ημερομηνία της ανταλλαγής (προθεσμία) προσδιορίζονται σήμερα. Τέτοιες συναλλαγές γίνονται για 1 και 2 εβδομάδες, καθώς και για 1, 3, 6 και 12 μήνες. Λέμε ότι ένα νόμισμα συναλλάσσεται με υπερίτιμημα (*premium*) όταν η προθεσμιακή ισοτιμία είναι υψηλότερη από την τρέχουσα ισοτιμία (με τον Αμερικανικό ορισμό). Στην αντίθετη περίπτωση συναλλάσσεται με έκπτωση (*discount*).

Η μεγάλη πλειοψηφία των συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος είναι τρέχουσες συναλλαγές μεταξύ διαπραγματευτών. Οι συναλλαγές ανταλλαγών είναι περίπου το 1/3 του όγκου των συνολικών συναλλαγών. Οι προθεσμιακές συναλλαγές είναι πολύ μικρό ποσοστό του συνολικού όγκου.

Σημαντικό ρόλο στην αγορά συναλλάγματος παίζουν οι ευρωκαταθέσεις, ή *καταθέσεις σε ευρωνομίσματα*. Ευρωνόμισμα είναι μία κατάθεση σε ξένο νόμισμα, εκτός της χώρας έκδοσης αυτού του νομίσματος. Αν και καλούνται ευρωνομίσματα για ιστορικούς λόγους, οι καταθέσεις αυτές δεν είναι απαραίτητα στην Ευρώπη. Μία κατάθεση σε δολάρια σε μία τράπεζα του Λονδίνου είναι μία κατάθεση ευρωδολαρίων, ενώ μία κατάθεση σε γιεν σε μία τράπεζα της Νέας Υόρκης είναι μία

κατάθεση ευρώγιέν. Οι περισσότερες ευρωκαταθέσεις είναι καταθέσεις σταθερού επιτοκίου με προθεσμίες που αντανακλούν αυτές που είναι διαθέσιμες για προθεσμιακές αγοραπωλησίες συναλλάγματος.

Το LIBOR (London Interbank Offer Rate) είναι το επιτόκιο στο οποίο οι τράπεζες είναι διατεθειμένες να δανείσουν κυρίως δολάρια και στερλίνες στις πιο αξιόπιστες τράπεζες και επιχειρήσεις που μετέχουν στην διατραπεζική αγορά του Λονδίνου. Δάνεια σε λιγότερο αξιόπιστες τράπεζες και επιχειρήσεις, έχουν υψηλότερο επιτόκιο από το LIBOR (premium).

Αντίστοιχα, το EURIBOR (Euro Interbank Offer Rate) είναι το επιτόκιο στο οποίο οι τράπεζες είναι διατεθειμένες να δανείσουν ευρώ στις πιο αξιόπιστες τράπεζες και επιχειρήσεις που μετέχουν στην διατραπεζική αγορά του ευρώ (στη Φρανκφούρτη, το Παρίσι, το Μιλάνο και αλλού). Δάνεια σε λιγότερο αξιόπιστες τράπεζες και επιχειρήσεις, έχουν υψηλότερο επιτόκιο από το EURIBOR (premium).

Η εξέλιξη του EURIBOR από το 1999 για δάνεια μίας εβδομάδας, τριών μηνών και δώδεκα μηνών παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 14.2.

Η εξέλιξη των βραχυχρόνιων (τρίμηνων) επιτοκίων του δολαρίου και του μάρκου από το 1964 (ευρώ από το 1999) παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 14.3.

14.2 Η Καλυμμένη Ισοδυναμία των Επιτοκίων

Οι τρέχουσες ισοτιμίες, οι προθεσμιακές ισοτιμίες και τα επιτόκια των ευρωκαταθέσεων εξαρτώνται μεταξύ τους, μέσω της καλυμμένης ισοδυναμίας των επιτοκίων.

Αν i είναι το επιτόκιο μίας κατάθεσης ευρωδολαρίων για μία περίοδο t , i^* το επιτόκιο μίας κατάθεσης ευρώ-ευρώ, S είναι η τρέχουσα ισοτιμία (δολάρια ανά ευρώ) και F η προθεσμιακή ισοτιμία για μία περίοδο, τότε πρέπει να ισχύει η καλυμμένη ισοδυναμία των επιτοκίων. Δηλαδή, ότι οι αποδόσεις των δύο ευρωκαταθέσεων (που έχουν τον ίδιο κίνδυνο, γιατί εκδίδονται από την ίδια τράπεζα), πρέπει να είναι ισοδύναμες όταν εκφράζονται σε κοινό νόμισμα. Σε αντίθεση περίπτωση, κανείς δεν θα ήταν διατεθειμένος να διακρατήσει την ευρωκατάθεση με τη μικρότερη απόδοση. Στην ισορροπία, οι ευρωκαταθέσεις θα πρέπει να έχουν τις ίδιες αποδόσεις σε κάθε νόμισμα, ανεξαρτήτως του αν είναι εκπεφρασμένες σε δολάρια ή σε ευρώ. Αυτό σημαίνει ότι,

$$1 + i_t = (1 + i_t^*) \frac{F_t}{S_t} \quad (14.2)$$

Αν η (14.2) παραβιάζεται, όπως και για τις τριγωνικές συναλλαγές, υπάρχουν περιθώρια συναλλαγών εξισορρόπησης (arbitrage) που θα εξαφανίσουν τα όποια περιθώρια κέρδους και θα οδηγήσουν στην (14.2).

Η (14.2) συνεπάγεται ότι,

$$F_t = \frac{1+i_t}{1+i_t^*} S_t = \left(1 + \frac{i_t - i_t^*}{1+i_t^*}\right) S_t \quad (14.3)$$

Η διαφορά των επιτοκίων προσδιορίζει το αν η προθεσμιακή ισοτιμία θα συνεπάγεται υπερτίμημα (premium) ή έκπτωση (discount) σε σχέση με την τρέχουσα ισοτιμία. Αν το επιτόκιο των ευρωκαταθέσεων σε δολάρια είναι υψηλότερο από το επιτόκιο των καταθέσεων σε ευρώ, τότε το ευρώ ανταλλάσσεται με υπερτίμημα στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος, δηλαδή η προθεσμιακή του ισοτιμία είναι υψηλότερη από την τρέχουσα ισοτιμία. Σε αντίθετη περίπτωση το ευρώ ανταλλάσσεται με έκπτωση στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος.

Για παράδειγμα, στις 15 Μαρτίου 2012, η τρέχουσα ισοτιμία του ευρώ ήταν 1,2775 δολάρια ανά ευρώ, η προθεσμιακή ενός μηνός ήταν 1,2776 (υπερτίμημα 0,1% σε ετήσια βάση), και η προθεσμιακή ενός έτους ήταν 1,2842 (υπερτίμημα 0,5% σε ετήσια βάση).

Η (14.2) πολλές φορές εκφράζεται με βάση τη λογαριθμική της προσέγγιση,

$$i_t \approx i_t^* + f_t - s_t \quad (14.5)$$

όπου $f = \ln(F)$, $s = \ln(S)$.

14.3 Η Ακάλυπτη Ισοδυναμία των Επιτοκίων

Το κέρδος από μία προθεσμιακή συναλλαγή στην αγορά συναλλάγματος ισούται με τη διαφορά της προθεσμιακής ισοτιμίας από την τρέχουσα ισοτιμία, τη στιγμή λήξης της προθεσμίας. Κατά συνέπεια, τη στιγμή της σύναψης της προθεσμιακής συναλλαγής, με τη υπόθεση της ουδετερότητας απέναντι στον κίνδυνο (risk neutrality), θα πρέπει να ισχύει,

$$F_t = E_t(S_{t+1}) \quad (14.6)$$

όπου E είναι ο τελεστής μαθηματικών προσδοκιών. Η (14.6) λέει ότι κάτω από συνθήκες ουδετερότητας απέναντι στον κίνδυνο, η προθεσμιακή ισοτιμία θα πρέπει να ισούται με τη μαθηματική (ορθολογική) προσδοκία για την τιμή της τρέχουσας ισοτιμίας τη στιγμή της λήξης της προθεσμίας.

Αντικαθιστώντας την (14.6) στην (14.2), έχουμε την *ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων*.

$$1 + i_t = (1 + i_t^*) \frac{E_t(S_{t+1})}{S_t} \quad (14.7)$$

Η συνθήκη αυτή συχνά γράφεται και με τη λογαριθμική της προσέγγιση,

$$i_t \approx i_t^* + E_t(s_{t+1}) - s_t \quad (14.8)$$

ή ως,

$$i_t \approx i_t^* + \frac{E_t(S_{t+1}) - S_t}{S_t} \quad (14.9)$$

Αν η (14.7) παραβιάζεται, θα υπάρχει η δυνατότητα πραγματοποίησης προδοκωμένων κερδών, μέσω της στρατηγικής να δανείζεσαι σε ένα νόμισμα και να δανείζεις ακάλυπτα σε ένα άλλο. Αυτά τα προσδοκώμενα κέρδη θα οδηγήσουν σε εξισοροπητικές συναλλαγές (arbitrage) που θα οδηγήσουν στην (14.7).

Η συνθήκη της *ακάλυπτης ισοδυναμίας των επιτοκίων* χρησιμοποιείται ευρέως στη διεθνή μακροοικονομική, ως μία πρώτη προσέγγιση στις συνθήκες ισορροπίας των διεθνών χρηματαγορών και στο προσδιορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

14.4 Ο Προσδιορισμός των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.

Μπορούμε τώρα να χρησιμοποιήσουμε την συνθήκη ισορροπίας στις διεθνείς χρηματαγορές προκειμένου να αναλύσουμε το βραχυχρόνιο προσδιορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Από την (14.7), επιλύοντας για τη συναλλαγματική ισοτιμία, έχουμε,

$$S_t = \frac{1 + i_t^*}{1 + i_t} E_t S_{t+1} \quad (14.10)$$

Για παράδειγμα, αν S είναι η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ (\$ ανά €), i^* το επιτόκιο της Ευρωζώνης και i το επιτόκιο των ΗΠΑ, η (14.10) συνεπάγεται,

$$S_{\$/\epsilon,t} = \frac{1 + i_{EU,t}}{1 + i_{US,t}} E_t S_{\$/\epsilon,t+1} \quad (14.11)$$

Η (14.11) μας υποδεικνύει τους τρεις παράγοντες που προσδιορίζουν την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ.

Πρώτον, το επιτόκιο του δολαρίου. Όσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο του δολαρίου, τόσο μικρότερη είναι η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ σε σχέση με την προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία. Με άλλα λόγια, άνοδος των επιτοκίων του δολαρίου βελτιώνει τη σχέση ανταλλαγής του δολαρίου με το ευρώ, και μειώνει τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ σε δολάρια.

Δεύτερος παράγων είναι τα ευρωπαϊκά επιτόκια. Όσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο του ευρώ, τόσο υψηλότερη είναι η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ σε σχέση με την προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία. Με άλλα λόγια, άνοδος των επιτοκίων του ευρώ επιδεινώνει τη σχέση ανταλλαγής του δολαρίου με το ευρώ, και αυξάνει τη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ.

Τρίτος παράγων είναι η προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία. Όσο υψηλότερη είναι η προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία, τόσο υψηλότερη είναι και η τρέχουσα ισοτιμία. Παράγοντες, εκτός των επιτοκίων, που οδηγούν σε προσδοκώμενη μελλοντική ενίσχυση του ευρώ, ενισχύουν το ευρώ αμέσως, μέσω της ακάλυπτης ισοδυναμίας των επιτοκίων. Παράγοντες που οδηγούν σε προσδοκώμενη μελλοντική υποτίμηση του ευρώ αποδυναμώνουν το ευρώ αμέσως.

Οι επιπτώσεις αυτών των τριών παραγόντων μπορούν να αναλυθούν και διαγραμματικά. Για να κάνουμε κάτι τέτοιο, θα χρησιμοποιήσουμε τη (14.9).

Η αριστερή πλευρά της (14.9) υποδεικνύει την απόδοση σε δολάρια μιας ευρωκατάθεσης δολαρίων, ενώ η δεξιά πλευρά την απόδοση σε δολάρια μιας ευρωκατάθεσης σε ευρώ. Με δεδομένες τις προσδοκίες για τη μελλοντική τιμή της ισοτιμίας, η δεξιά πλευρά της (14.9) συνεπάγεται μία αρνητική σχέση μεταξύ της τρέχουσας συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου και της απόδοσης σε δολάρια μιας ευρωκατάθεσης σε ευρώ.

Όσο υψηλότερο είναι το S , τόσο μικρότερη είναι η προσδοκώμενη υποτίμηση του δολαρίου για δεδομένες προσδοκίες για τη μελλοντική τιμή της ισοτιμίας.

Η (14.9) αναπαρίσταται στο Διάγραμμα 14.3, το οποίο βοηθά στην κατανόηση του βραχυχρόνιου προσδιορισμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η προσδοκώμενη απόδοση μιας ευρωκατάθεσης δολαρίων σε δολάρια παρίσταται από την κάθετη γραμμή, καθώς η απόδοση αυτή είναι ανεξάρτητη από τη συναλλαγματική ισοτιμία. Η προσδοκώμενη απόδοση μιας ευρωκατάθεσης ευρώ σε δολάρια παρίσταται από την καμπύλη με την αρνητική κλίση, καθώς όσο υψηλότερη είναι η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία, τόσο μικρότερη είναι η προσδοκώμενη μελλοντική ανατίμηση του ευρώ, για δεδομένες προσδοκίες για την τιμή της μελλοντικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας προσδιορίζεται στο σημείο S_i στο οποίο η προσδοκώμενη απόδοση μιας ευρωκατάθεσης δολαρίων (σε δολάρια) ισούται με την προσδοκώμενη απόδοση μιας ευρωκατάθεσης ευρώ (σε δολάρια). Οποιαδήποτε άλλη ισοτιμία δεν είναι ισοτιμία ισορροπίας και προκαλεί

άμεσα κινήσεις από το ένα νόμισμα στο άλλο που οδηγούν στη συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας S_1 .

Για παράδειγμα, στην ισοτιμία S_2 η απόδοση καταθέσεων σε ευρώ είναι μικρότερη από την απόδοση καταθέσεων σε δολάρια, με αποτέλεσμα να μετακινήθούν καταθέσεις από το ευρώ στο δολάριο και να ενισχυθεί η ισοτιμία του δολαρίου.

Αντίθετα, στην ισοτιμία S_3 η απόδοση καταθέσεων σε ευρώ είναι μεγαλύτερη από την απόδοση καταθέσεων σε δολάρια, με αποτέλεσμα να μετακινήθούν καταθέσεις από το δολάριο στο ευρώ και να ενισχυθεί η ισοτιμία του ευρώ. Η μόνη ισορροπία είναι στην ισοτιμία S_1 .

Στο Διάγραμμα 14.4 εξετάζουμε τις επιπτώσεις μιας μείωσης του επιτοκίου του δολαρίου. Αυτή μετακινεί την απόδοση του δολαρίου προς τα αριστερά, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Στο Διάγραμμα 14.5 εξετάζουμε τις επιπτώσεις μιας μείωσης του επιτοκίου του ευρώ. Αυτή μετακινεί την καμπύλη προσδοκώμενης απόδοσης του ευρώ προς τα αριστερά, με αποτέλεσμα την πτώση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ.

Τέλος, στο Διάγραμμα 14.6 εξετάζουμε τις επιπτώσεις μιας προσδοκώμενης μελλοντικής πτώσης του ευρώ (για παράδειγμα λόγω των δημοσιονομικών προβλημάτων της ευρωζώνης). Αυτή μετακινεί την καμπύλη προσδοκώμενης απόδοσης του ευρώ προς τα αριστερά, με αποτέλεσμα την πτώση της τρέχουσας συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ. Οι προσδοκίες για μελλοντικές μεταβολές της ισοτιμίας είναι βασικός προσδιοριστικός παράγων της τρέχουσας συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οποιαδήποτε εξέλιξη δημιουργεί προσδοκίες για μελλοντική μεταβολή της ισοτιμίας, οδηγεί άμεσα σε μεταβολή της τρέχουσας ισοτιμίας προς την ίδια κατεύθυνση.

14.5 Συμπεράσματα

Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες προσδιορίζονται στις διεθνείς χρηματαγορές. Οι κυριότεροι παράγοντες που δραστηριοποιούνται σε αυτές είναι τραπεζικά ιδρύματα, πολυεθνικές επιχειρήσεις, μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κεντρικές τράπεζες.

Οι τράπεζες έχουν ένα κεντρικό ρόλο καθώς διευκολύνουν τις ανταλλαγές τραπεζικών καταθέσεων σε διάφορα νομίσματα, που αποτελούν το μεγαλύτερο όγκο των συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος. Η διεθνής αγορά συναλλάγματος είναι στην ουσία μία ενοποιημένη παγκόσμια αγορά που λειτουργεί σχεδόν 24 ώρες το 24ώρο.

Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα είναι τρέχουσες συναλλαγές, αλλά μεγάλο μέρος είναι συμφωνίες ανταλλαγών και ένα μικρό μέρος προθεσμιακές συναλλαγές. Στις συμφωνίες ανταλλαγών και τις προθεσμιακές

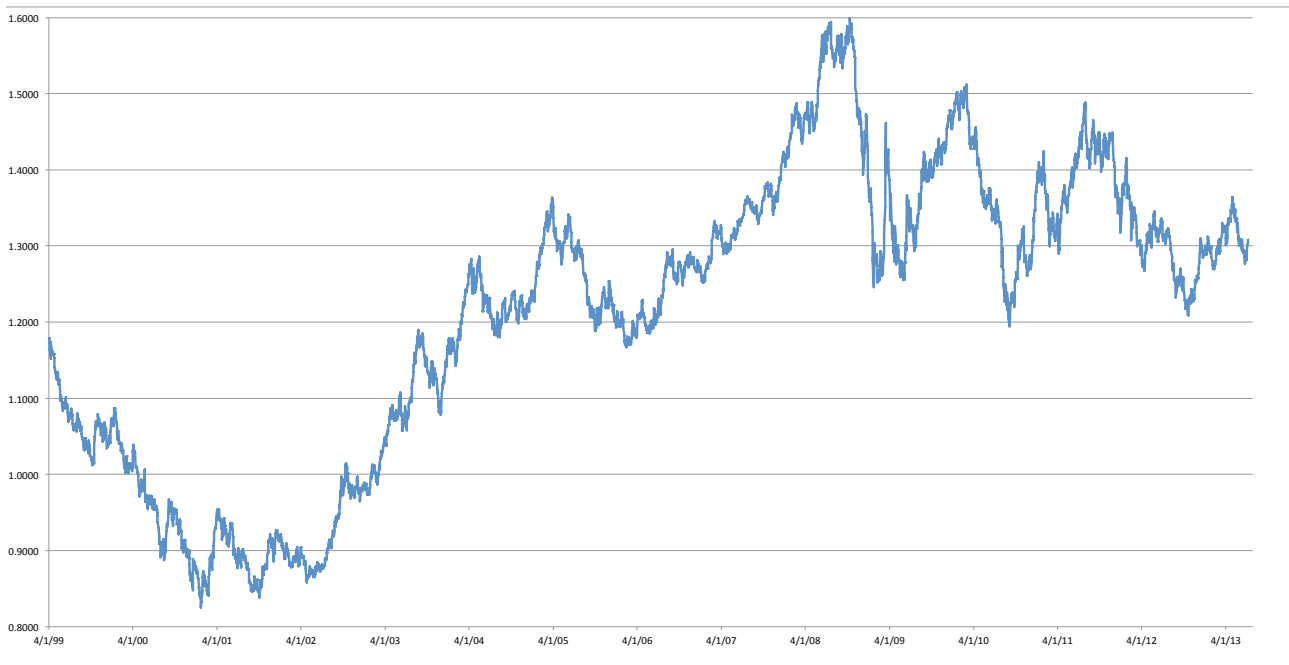
συναλλαγές έχουμε συμφωνία μεταξύ των μερών για μελλοντική ανταλλαγή νομισμάτων σε προκαθορισμένη τιμή. Αντίθετα, οι τρέχουσες συναλλαγές εκκαθαρίζονται άμεσα.

Καθώς η συναλλαγματική ισοτιμία είναι η σχετική τιμή δύο χρεογράφων (νομισμάτων), ο καθορισμός της πραγματοποιείται όπως και για όλα τα χρεόγραφα. Η ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος απαιτεί εξίσωση των αποδόσεων των χρεογράφων που είναι εκπεφρασμένα σε διαφορετικά νομίσματα, όταν οι αποδόσεις μετρούνται σε κοινή βάση. Αυτή είναι η βάση της ισοδυναμίας των επιτοκίων.

Για δεδομένα επιτόκια καταθέσεων εκπεφρασμένων σε διάφορα νομίσματα, και για δεδομένες προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξη της ισοτιμίας, η ισοδυναμία των επιτοκίων προσδιορίζει την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία. Για παράδειγμα, όταν η σε κοινή βάση προσδοκώμενη απόδοση καταθέσεων σε ευρώ υπερβαίνει την προσδοκώμενη απόδοση καταθέσεων σε δολάρια, τότε το ευρώ ανατιμάται άμεσα απέναντι στο δολάριο. Σε αντίθετη περίπτωση το ευρώ υποτιμάται απέναντι στο δολάριο.

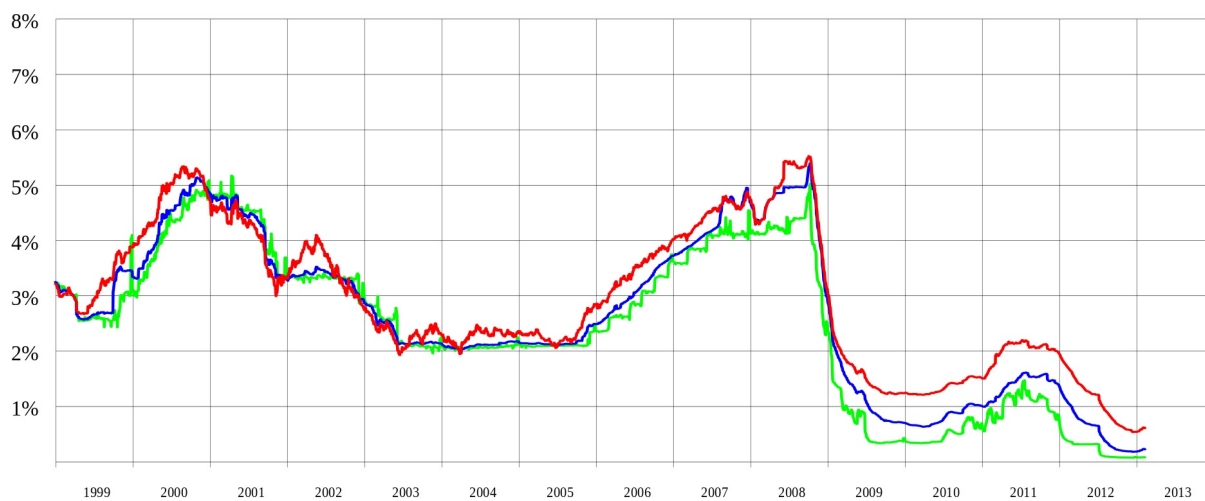
Με τα υπόλοιπα δεδομένα σταθερά, μία αύξηση των επιτοκίων του δολαρίου προκαλεί ανατίμηση του δολαρίου. Μία αύξηση των επιτοκίων του ευρώ προκαλεί ανατίμηση του ευρώ. Τέλος, με τα υπόλοιπα δεδομένα σταθερά, μία προσδοκώμενη μελλοντική ανατίμηση (υποτίμηση) του ευρώ, οδηγεί άμεσα σε τρέχουσα ανατίμηση (υποτίμηση) του ευρώ.

Διάγραμμα 14.1
Η Εξέλιξη της Ισοτιμίας του Ευρώ απέναντι στο Δολλάριο
(\$ ανά €)

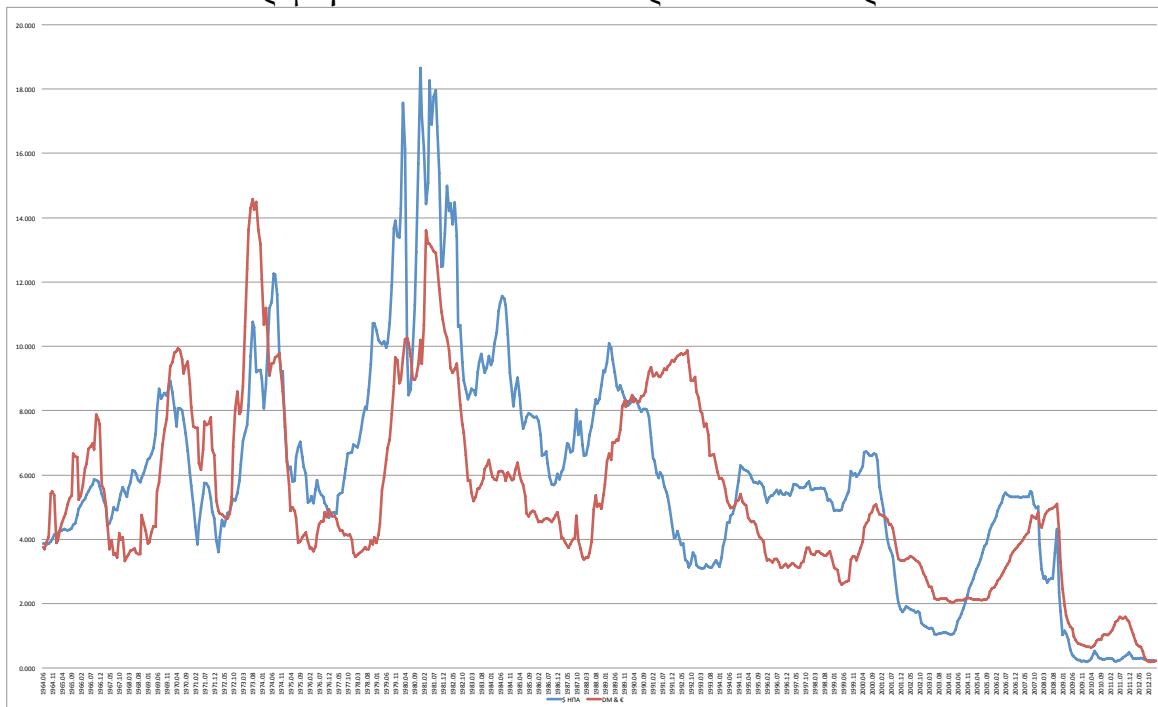


Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Διάγραμμα 14.2
Επιτόκια EURIBOR

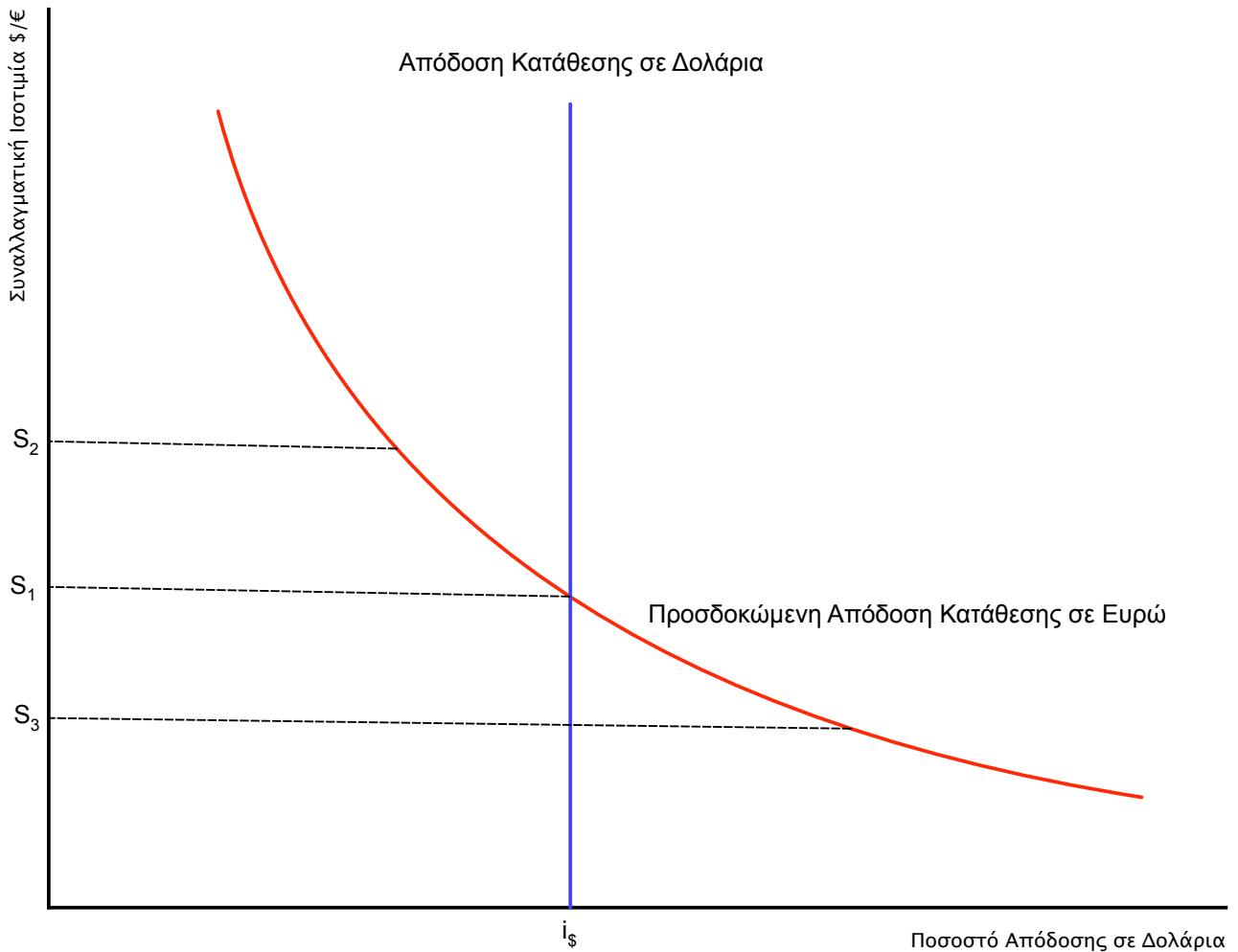


Διάγραμμα 14.2
Τριμηνιαία Επιτόκια Ευρώ και Δολαρίου

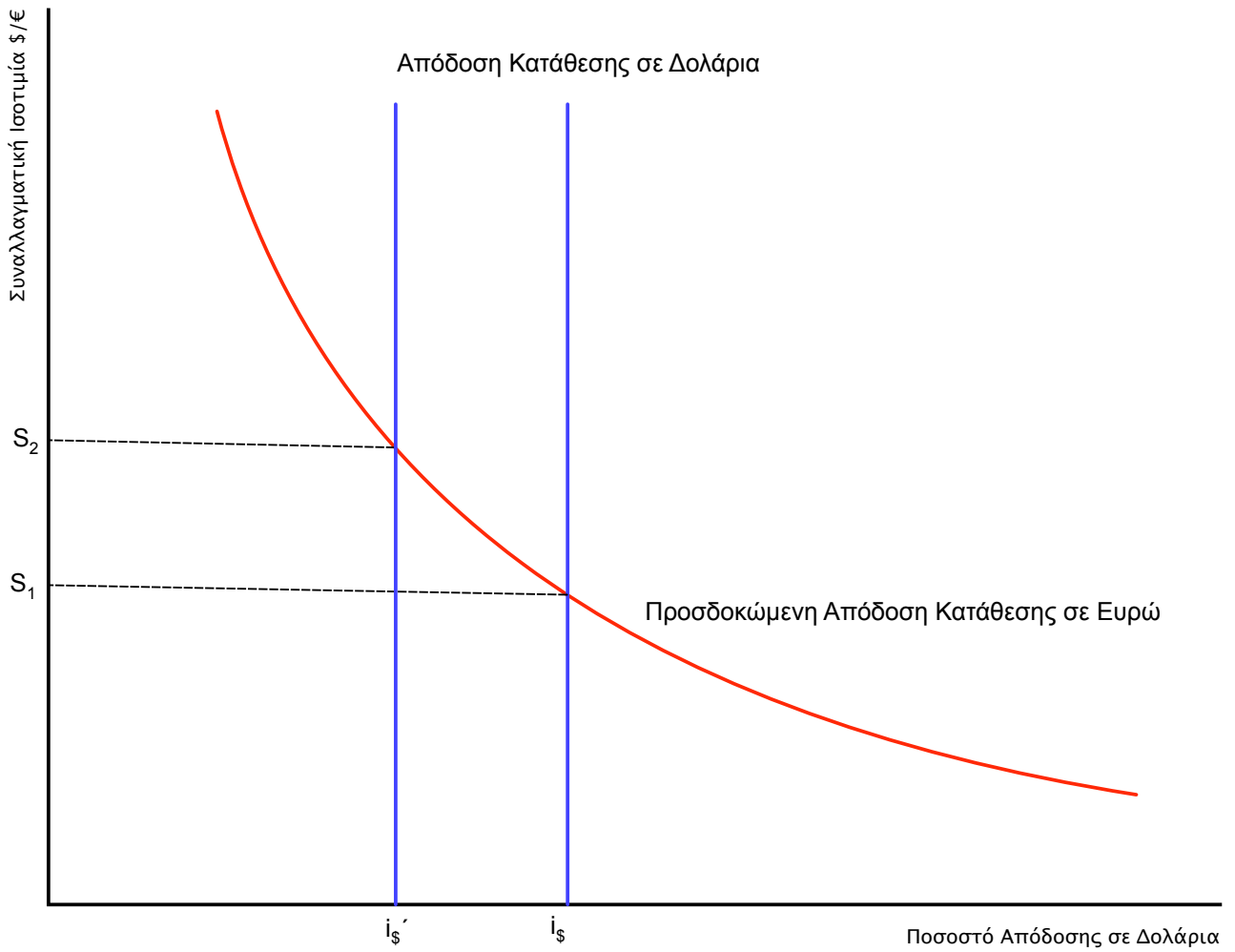


Πηγή: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ).

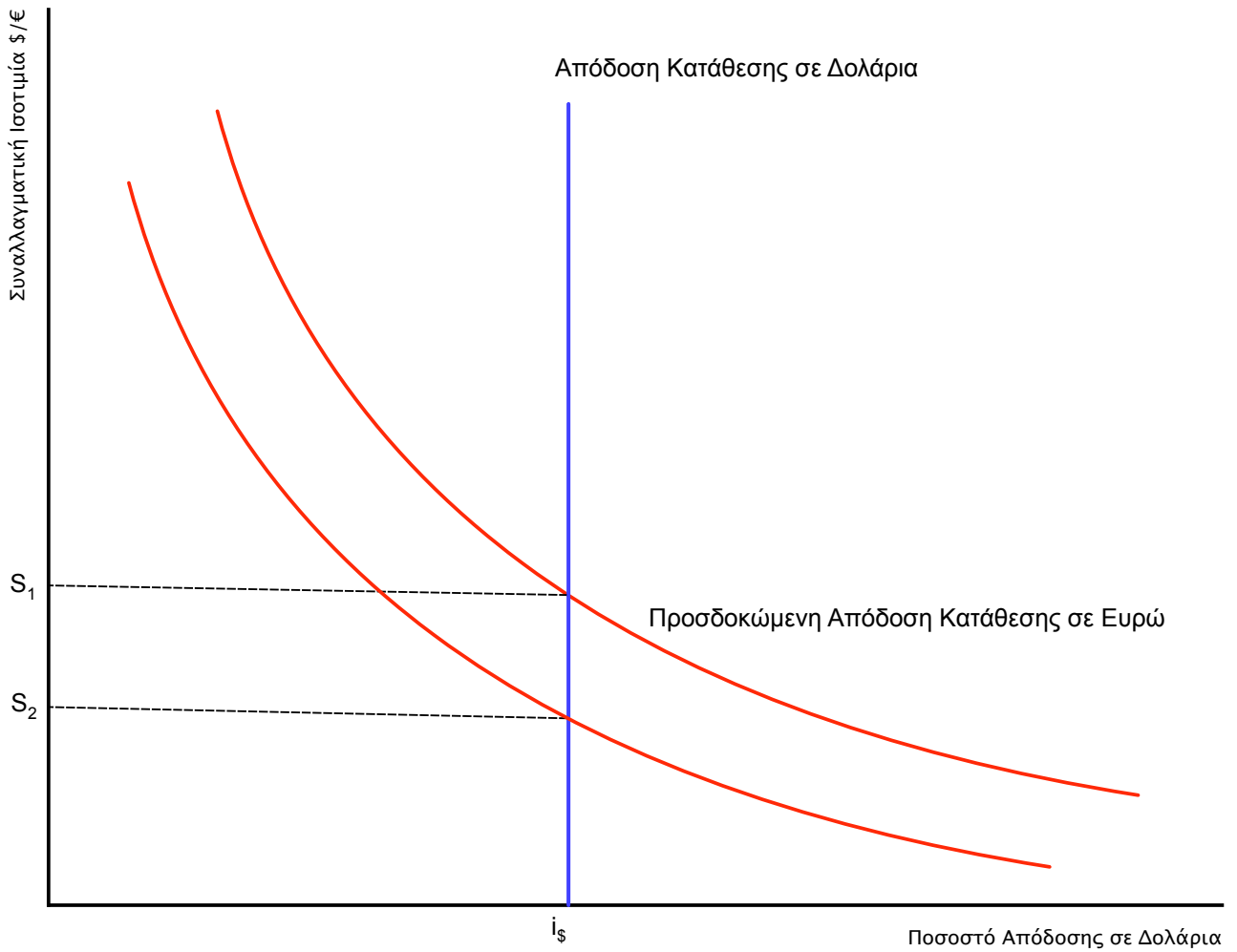
Διάγραμμα 14.3
 Ο Προσδιορισμός της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας Ευρώ και Δολαρίου



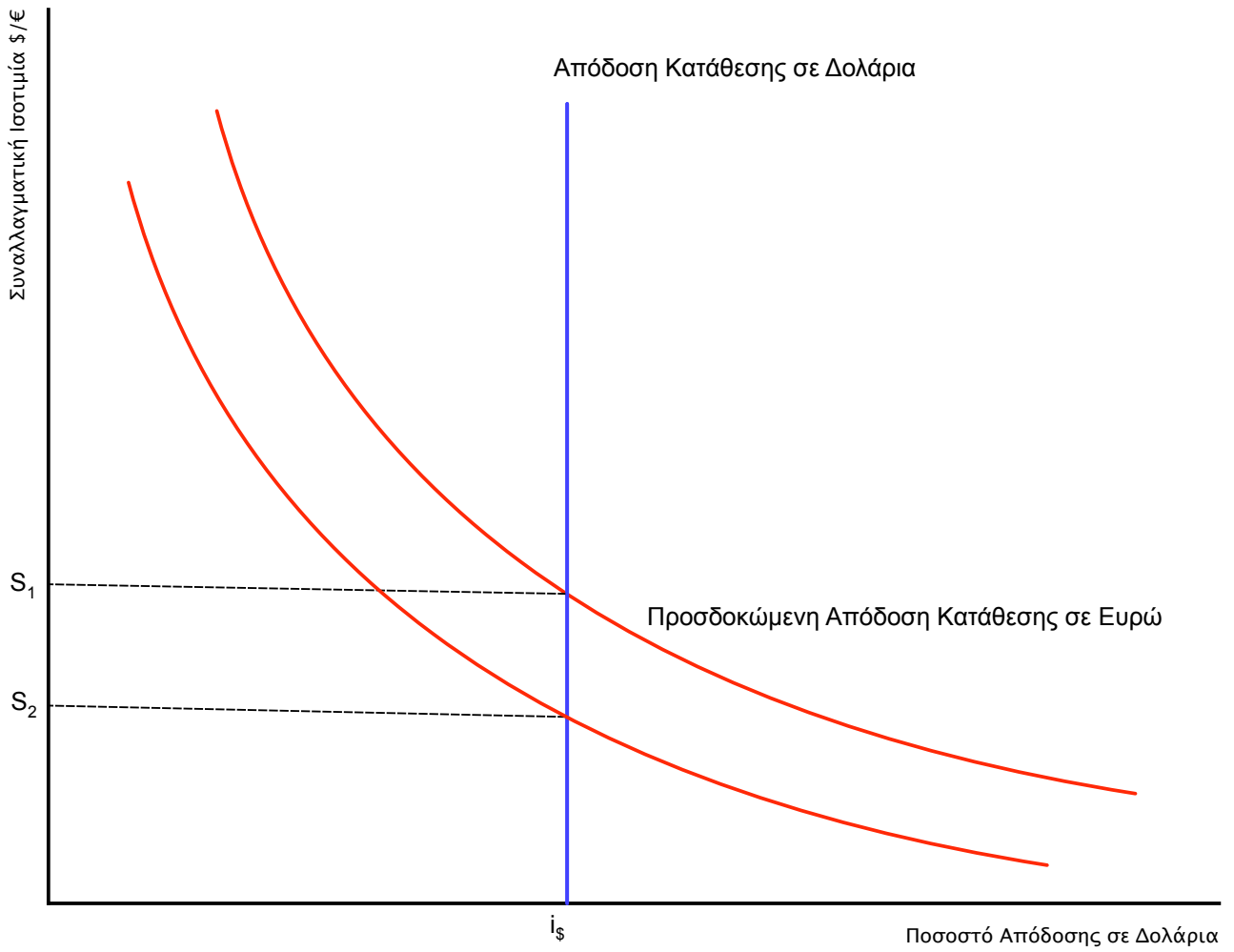
Διάγραμμα 14.4
Μείωση των Επιτοκίων Δολαρίου



Διάγραμμα 14.5
Μείωση των Επιτοκίων Ευρώ



Διάγραμμα 14.6
 Προσδοκώμενη Μελλοντική Υποτίμηση του Ευρώ



Βιβλιογραφία

Krugman P. and M. Obstfeld (2012), *International Economics: Theory and Policy*, Pearson, London.

Mark Nelson (2001), *International Macroeconomics and Finance*, Blackwell, Oxford.