

Κεφάλαιο 1

Η Ανοιχτή Οικονομία και η Αγορά Συναλλάγματος

1.1 Σύνοψη

Στο πρώτο κεφάλαιο αυτού του συγγράμματος περιγράφεται αρχικά η αγορά συναλλάγματος, ενώ προσδιορίζεται η έννοια του αρμπιτράζ συναλλάγματος. Στη συνέχεια, έμφαση δίνεται στον προσδιορισμό της τιμής του συναλλάγματος (δηλαδή, της συναλλαγματικής ισοτιμίας) μέσω της προσφοράς και της ζήτησης. Τέλος, προσδιορίζεται η ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος, ενώ αναλύεται ο τρόπος παρέμβασης της Κεντρικής Τράπεζας μιας χώρας, προκειμένου να διατηρήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος ή να περιορίσει τις διακυμάνσεις της.

1.2 Εισαγωγή

Κάθε χώρα έχει το δικό της εθνικό νόμισμα, στο οποίο εκφράζονται οι τιμές των αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων. Όμως τα παραπάνω είναι αντικείμενο διεθνών ανταλλαγών που απαιτούν τη μετατροπή του νομίσματος μιας χώρας σε νομίσματα άλλων χωρών, δηλαδή την **ανταλλαγή νομισμάτων**. Αν, για παράδειγμα, ένας Έλληνας εισαγωγέας Η/Υ θέλει να εισάγει τα συγκεκριμένα αγαθά από τις ΗΠΑ, θα πρέπει πρώτα να μετατρέψει τα ευρώ (€) που απαιτούνται σε δολάρια ΗΠΑ (\$) σε μια

εμπορική τράπεζα, και στη συνέχεια να πραγματοποιήσει τη συγκεκριμένη συναλλαγή με τον εξαγωγέα από τις ΗΠΑ. Γενικά, οι διεθνείς συναλλαγές δημιουργούν την ανάγκη για ανταλλαγές νομισμάτων. Οι ανταλλαγές νομισμάτων πραγματοποιούνται στην αγορά συναλλάγματος, η οποία καθιστά δυνατή τη μεταφορά αγοραστικής δύναμης από τη μία χώρα στην άλλη.

Παρόλο που στη διεθνή οικονομία υπάρχει ένας πολύ μεγάλος αριθμός νομισμάτων, η ανταλλαγή των περισσότερων νομισμάτων γίνεται συνήθως έμμεσα με τη μεσολάβηση ενός κοινού νομίσματος. Τέτοιο ρόλο σήμερα παίζει κυρίως το δολάριο, το οποίο επίσης χρησιμοποιείται ως νόμισμα τιμολόγησης αγαθών, υπηρεσιών και περιουσιακών στοιχείων, ως νόμισμα επενδύσεων και χρηματοδοτήσεων στις διεθνείς αγορές, καθώς και ως διεθνές αποθεματικό νόμισμα (δηλαδή ως μέσο διακράτησης πλούτου). Οργανωμένες αγορές συναλλάγματος υπάρχουν σήμερα στα μεγάλα χρηματοπιστωτικά κέντρα του κόσμου, όπως το Λονδίνο, η Νέα Υόρκη, το Παρίσι, το Τόκιο και η Φρανκφούρτη. Στην αγορά συναλλάγματος ο μεγάλος όγκος των συναλλαγών διεξάγεται από τις εμπορικές τράπεζες και γενικά τους διεθνείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τις μεγάλες επιχειρήσεις και τις κεντρικές τράπεζες.

Η συναλλαγματική ισοτιμία S ορίζεται ως **η τιμή του συναλλάγματος σε μονάδες εγχώριου νομίσματος**. Δηλαδή οι μονάδες εγχώριου νομίσματος που απαιτούνται για να αγοραστεί μια μονάδα ξένου νομίσματος. Λέμε δηλαδή ότι η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου είναι $S=0,75$. Αυτό σημαίνει ότι απαιτούνται 0,75 ευρώ, για να αγοραστεί ένα δολάριο. Φυσικά είναι το ίδιο σαν να λέμε ότι χρειάζονται 1,33 δολάρια, για να αγοραστεί ένα ευρώ. Όμως η σύμβαση είναι να χρησιμοποιούμε ως σημείο αναφοράς το συνάλλαγμα και όχι το εγχώριο νόμισμα. (Εξάιρεση αποτελεί το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου η συναλλαγματική ισοτιμία ορίζεται ως η τιμή του εγχώριου νομίσματος εκφρασμένη σε μονάδες του συναλλάγματος). Με βάση το συνήθη ορισμό, αν αυξηθεί το S , δηλαδή το ξένο νόμισμα γίνει ακριβότερο, τότε έχουμε υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος (κάτι που σημαίνει και ανατίμηση του ξένου νομίσματος). Αν μειωθεί το S , δηλαδή το ξένο νόμισμα γίνει φθηνότερο, τότε έχουμε ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος (κάτι που σημαίνει και υποτίμηση του ξένου νομίσματος).

1.3 Τρέχουσα (spot) και Προθεσμιακή (forward) αγορά συναλλάγματος

Η ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται κυρίως στα βιβλία των Krugman, Obstfeld and Melitz (2012) και Feenstra and Taylor (2014). Η αγορά συναλλάγματος διακρίνεται σε τρέχουσα και προθεσμιακή. Στην τρέχουσα αγορά συναλλάγματος γίνονται πράξεις αγοράς και πώλησης συναλλάγματος με υποχρέωση **άμεσης παράδοσης**. Στην προθεσμιακή αγορά οι συναλλασσόμενοι καθορίζουν σήμερα την τιμή του συναλλάγματος για **μελλοντική παράδοση** σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (για παράδειγμα μετά από τρεις μήνες, ένα χρόνο, κλπ.).

Προσέξτε ότι και στις δυο περιπτώσεις **η τιμή καθορίζεται την ώρα της συμφωνίας**, ωστόσο η βασική διαφορά είναι η χρονική στιγμή της παράδοσης. Για το λόγο αυτό, η τιμή δεν θα είναι απαραίτητα ίδια. Διακρίνουμε λοιπόν μεταξύ της τρέχουσας συναλλαγματικής ισοτιμίας S (spot exchange rate) και της προθεσμιακής συναλλαγματικής ισοτιμίας F (forward exchange rate).

Η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος προσφέρει αφενός τη δυνατότητα εξασφάλισης από τον κίνδυνο πιθανών διακυμάνσεων της ισοτιμίας και αφετέρου τη δυνατότητα κερδοσκοπίας με τις διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ο λόγος είναι η αβεβαιότητα σχετικά με την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία που θα επικρατήσει στο μέλλον. Ενώ δηλαδή γνωρίζουμε την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία που επικρατεί τώρα και την προθεσμιακή ισοτιμία για κάθε δεδομένη μελλοντική στιγμή, δεν γνωρίζουμε την τρέχουσα ισοτιμία για καμία μελλοντική στιγμή.

Για να καταλάβουμε την εξασφάλιση από τον κίνδυνο των διακυμάνσεων, ας φανταστούμε έναν Ευρωπαίο εισαγωγέα που κάνει μια παραγγελία Η/Υ από τις ΗΠΑ και αναμένει να του παραδοθεί – και να πληρώσει σε δολάρια – σε τρεις μήνες. Είναι εύκολο να καταλάβουμε τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει ο εισαγωγέας: αν μέσα στο επόμενο τρίμηνο υποτιμηθεί το ευρώ έναντι του δολαρίου, δηλαδή αυξηθεί η συναλλαγματική ισοτιμία, το αποτέλεσμα θα είναι η ίδια παραγγελία να αντιστοιχεί σε περισσότερα ευρώ, δηλαδή να αυξηθεί το κόστος του. Ένας τρόπος να καλυφθεί από αυτόν τον κίνδυνο είναι να αγοράσει από τώρα τα δολάρια και να τα παραλάβει σε τρεις μήνες. Η τιμή στην οποία θα αγοράσει τα δολάρια είναι η ισχύουσα προθεσμιακή ισοτιμία τριών μηνών. Έτσι, ο εισαγωγέας γνωρίζει με βεβαιότητα το ποσό σε εγχώριο

νόμισμα που θα χρειαστεί να πληρώσει τη στιγμή της παράδοσης.

Για παράδειγμα, υποθέστε ότι η τρέχουσα ισοτιμία είναι ίση με την προθεσμιακή τριών μηνών και ισχύει $S = F = 0,75$.

Υποθέστε ακόμα ότι η παραγγελία του εισαγωγέα είναι αξίας 10.000 δολαρίων, δηλαδή σε τρέχουσα ισοτιμία 7.500 ευρώ. Αν δεν καλυφθεί στην προθεσμιακή αγορά, τότε αν για κάποιο λόγο μετά από τρεις μήνες η τρέχουσα ισοτιμία διαμορφωθεί σε $S' = 0,8$, η ίδια παραγγελία θα ισοδυναμεί με 8.000 ευρώ και θα επιβαρυνθεί το κόστος του κατά 500 ευρώ.

Αντίστοιχα, μπορούμε να φανταστούμε έναν Ευρωπαϊκό εξαγωγέα τροφίμων προς τις ΗΠΑ που έχει να παραδώσει μια παραγγελία σε τρεις μήνες και θα πληρωθεί σε δολάρια. Σε αντίθεση με τον εισαγωγέα, αυτός κινδυνεύει από μια ανατίμηση του ευρώ, δηλαδή μείωση της ισοτιμίας, που σημαίνει ότι τα δολάρια που θα εισπράξει αντιστοιχούν σε λιγότερα ευρώ. Για να καλυφθεί από αυτόν τον κίνδυνο, θα πουλήσει από τώρα στην προθεσμιακή αγορά τα δολάρια που πρόκειται να εισπράξει με συμφωνία παράδοσης σε τρεις μήνες.

Αν ισχύουν και πάλι οι παραπάνω ισοτιμίες και η παραγγελία που θα παραδώσει ο εξαγωγέας είναι αξίας 10.000 δολαρίων, το ποσό που περιμένει να εισπράξει σε ευρώ είναι 7.500. Αν δεν καλυφθεί, σε περίπτωση ανατίμησης του ευρώ στο επόμενο τρίμηνο, έστω $S' = 0,7$, η εισπραχτή του θα ισοδυναμεί με 7.000 ευρώ, δηλαδή θα χάσει 500 ευρώ.

Όμως η ίδια αβεβαιότητα που δημιουργεί κινδύνους για τους εισαγωγείς και εξαγωγείς, δημιουργεί ευκαιρίες για τους κερδοσκόπους. Τέτοιες ευκαιρίες προκύπτουν, όταν κάποιος αναμένει ότι η τρέχουσα ισοτιμία που θα επικρατήσει σε κάποια μελλοντική στιγμή είναι διαφορετική από την προθεσμιακή ισοτιμία της ίδιας χρονικής στιγμής. Αν για παράδειγμα αναμένει ότι η τρέχουσα ισοτιμία ευρώ/δολαρίου σε τρεις μήνες θα είναι υψηλότερη από την προθεσμιακή ισοτιμία τριών μηνών, τότε θα αγοράσει δολάρια στην προθεσμιακή αγορά προσδοκώντας να τα πουλήσει ακριβότερα στην τρέχουσα. Αντίθετα, αν αναμένει ότι η τρέχουσα ισοτιμία ευρώ/δολαρίου σε τρεις μήνες θα είναι χαμηλότερη από την προθεσμιακή ισοτιμία τριών μηνών, τότε θα πουλήσει δολάρια στην προθεσμιακή αγορά με την προσδοκία να τα αγοράσει φθηνότερα στην τρέχουσα. Αν οι προσδοκίες του επαληθευτούν, τότε θα βγάλει κέρδος αγοράζοντας φθηνά και πουλώντας ακριβά.

Υποθέστε πάλι τις παραπάνω ισοτιμίες. Αν ο κερδοσκόπος αναμένει να

επικρατήσει $S' = 0,8$ τότε θα αγοράσει ως πούμε 10.000 δολάρια έναντι 7.500 ευρώ στην προθεσμιακή αγορά, με σκοπό να τα πουλήσει στην τρέχουσα έναντι 8.000 ευρώ. Αντίθετα, αν αναμένει να επικρατήσει $S' = 0,7$, τότε θα πουλήσει τα 10.000 δολάρια στην προθεσμιακή αγορά έναντι 7.500 ευρώ, τα οποία όμως θα αγοράσει στην τρέχουσα έναντι μόνο 7.000 ευρώ.

1.4 Αρμπιτράζ Συναλλάγματος

Η συναλλαγματική ισοτιμία τείνει να είναι ενιαία σε όλες τις αγορές συναλλάγματος. Όταν υπάρχουν διαφορές στην ισοτιμία νομισμάτων στα διάφορα χρηματοπιστωτικά κέντρα, τότε δημιουργούνται ευκαιρίες κέρδους. Αν, για παράδειγμα, το δολάριο στην αγορά της Νέας Υόρκης πωλείται 0,79 ευρώ, ενώ στη Φρανκφούρτη πωλείται 0,72 ευρώ, τότε υπάρχει κίνητρο να αγοράσει κάποιος δολάρια στη Φρανκφούρτη και να τα πουλήσει στη Νέα Υόρκη. Τέτοιες ευκαιρίες κέρδους κάποιος θα σπεύσουν να εκμεταλλευτούν αγοράζοντας από τη φθηνή αγορά και πουλώντας στην ακριβή. Η συμπεριφορά αυτή όμως θα αυξήσει τη ζήτηση στη φθηνή αγορά (αυξάνοντας την τιμή) και θα αυξήσει την προσφορά στην ακριβή αγορά (μειώνοντας την τιμή). Αυτή η διαδικασία ονομάζεται **αρμπιτράζ** και εξασφαλίζει την εξίσωση των τιμών του ίδιου πράγματος σε όλες τις αγορές.

1.5 Προσδιορισμός της τιμής συναλλάγματος

Η τιμή του ξένου νομίσματος, δηλαδή η συναλλαγματική ισοτιμία, καθορίζεται ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση συναλλάγματος στις διεθνείς αγορές.

Η **ζήτηση συναλλάγματος** (ξένου νομίσματος) αφορά την επιθυμία διακράτησης ξένου νομίσματος και μπορεί να οφείλεται στους παρακάτω λόγους:

- Αγορά ξένων αγαθών και υπηρεσιών (εισαγωγές).
- Αγορά ξένων χρεογράφων (ομόλογα και μετοχές).
- Πραγματοποίηση επενδύσεων στο εξωτερικό.
- Κερδοσκοπία (προσδοκία υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος – αύξησης της ισοτιμίας).

Αντίστοιχα, η **προσφορά συναλλάγματος** αφορά την επιθυμία διακράτησης εγχώριου νομίσματος και μπορεί να οφείλεται στους παρακάτω λόγους:

- Αγορά εγχώριων αγαθών και υπηρεσιών (εξαγωγές).
- Αγορά εγχώριων χρεογράφων (ομόλογα και μετοχές).
- Πραγματοποίηση επενδύσεων στο εσωτερικό.
- Κερδοσκοπία (προσδοκία ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος – μείωσης της ισοτιμίας).

Για να απλουστεύσουμε την ανάλυσή μας θα υποθέσουμε, πρώτον ότι η ζήτηση και προσφορά συναλλάγματος οφείλονται μόνο στις εισαγωγές και τις εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών και δεύτερον, ότι υπάρχουν δυο μόνο οικονομίες, η Ευρωζώνη (εγχώρια) με νόμισμα το ευρώ και οι ΗΠΑ (ξένη) με νόμισμα το δολάριο.

1.6 Η Ζήτηση Συναλλάγματος

Εφόσον υποθέσαμε ότι η ζήτηση συναλλάγματος προκύπτει μόνο για να αγοραστούν ξένα αγαθά και υπηρεσίες, η ποσότητα ξένου νομίσματος που ζητείται είναι ίση με την **αξία των εισαγωγών μας σε ξένο νόμισμα**.

Η εγχώρια ζήτηση για εισαγωγές – όπως κάθε ζήτηση – είναι μια αρνητική συνάρτηση της τιμής των ξένων αγαθών και υπηρεσιών σε εγχώριο νόμισμα

$$M(P)$$

όπου P η τιμή των ξένων αγαθών σε εγχώριο νόμισμα. Η τελευταία ισούται με την τιμή των ίδιων αγαθών σε ξένο νόμισμα P^* πολλαπλασιασμένη με τη συναλλαγματική ισοτιμία S , δηλαδή:

$$P = SP^*$$

Δηλαδή, η ζήτησή μας για εισαγωγές είναι:

$$M(SP^*)$$

Και η αξία τους σε ξένο νόμισμα, δηλαδή η ζήτηση συναλλάγματος είναι:

$$P^*M(SP^*)$$

Η επίπτωση μιας μεταβολής της ισοτιμίας στη ζήτηση συναλλάγματος δίνεται από την παράγωγο:

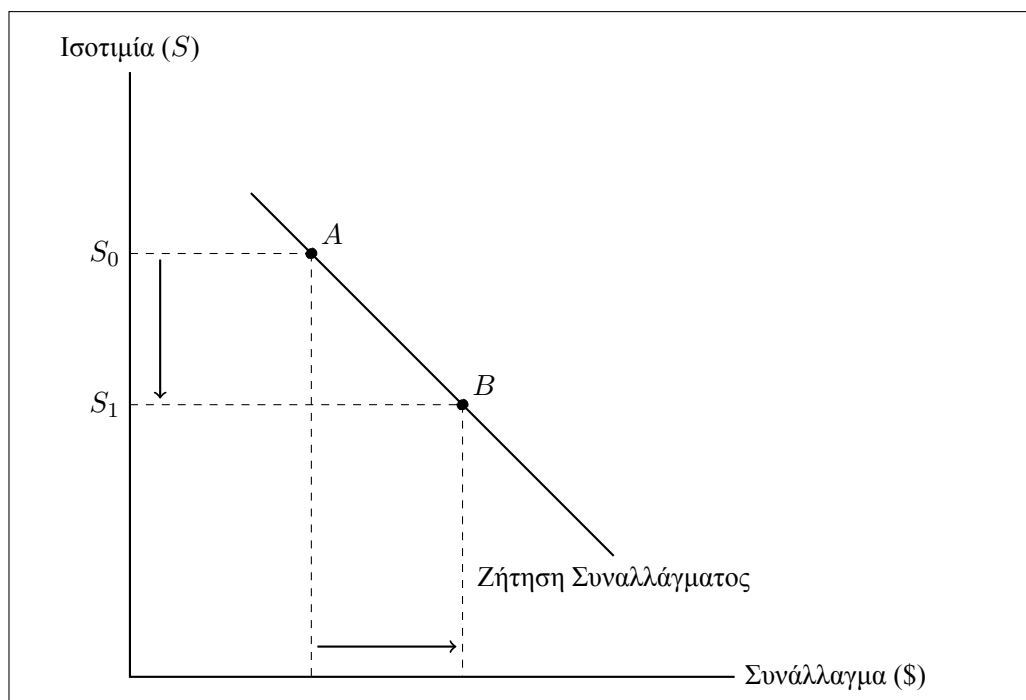
$$\frac{d[P^*M(SP^*)]}{dS} = P^*M'(P)P^*$$

που είναι φυσικά αρνητική, αφού $M'(P) < 0$. Δηλαδή, η καμπύλη ζήτησης εισαγωγών είναι αρνητική συνάρτηση της τιμής τους σε εγχώριο νόμισμα.

Αν το P^* είναι σταθερό (δηλαδή η καμπύλη προσφοράς εξαγωγών των ΗΠΑ είναι πλήρως ελαστική), τότε μια ανατίμηση του δολαρίου θα αυξήσει την τιμή σε ευρώ των εισαγόμενων αγαθών, ενώ μια υποτίμηση του δολαρίου θα μειώσει την τιμή σε ευρώ των εισαγόμενων αγαθών. Οι μεταβολές όμως των τιμών των εισαγόμενων αγαθών επηρεάζουν τη ζήτηση τους και άρα και τη ζήτηση συναλλάγματος. Στο διάγραμμα 1.1 παρουσιάζεται η αρνητική σχέση μεταξύ τιμής και ποσότητας συναλλάγματος (δολαρίων), με την προϋπόθεση ότι οι υπόλοιποι παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση συναλλάγματος παραμένουν σταθεροί. Αύξηση του S συνεπάγεται ανατίμηση του δολαρίου και άρα αύξηση των τιμών σε ευρώ των εισαγόμενων αγαθών. Αυτό συνεπάγεται μείωση της ζήτησης για εισαγωγές και άρα μείωση της ζητούμενης ποσότητας δολαρίων. Αντίθετα, μια υποτίμηση του δολαρίου (μείωση του S) θα οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης για εισαγωγές, καθώς τα εισαγόμενα αγαθά από τις ΗΠΑ θα γίνουν φτηνότερα, και άρα σε αύξηση της ζήτησης συναλλάγματος.

Αν ένα εισαγόμενο αγαθό κοστίζει 100 δολάρια και η ισοτιμία είναι 0,75 ευρώ ανά δολάριο, τότε η τιμή του ίδιου αγαθού σε ευρώ είναι 75 (100 επί 0,75). Αν αυξηθεί η συναλλαγματική ισοτιμία (δηλαδή το ευρώ υποτιμηθεί) και γίνει 0,8, τότε το ίδιο αγαθό θα κοστίζει 80 ευρώ. Αν λοιπόν υποθέσουμε ότι η τιμή σε ξένο νόμισμα μένει σταθερή, τότε μια αύξηση της ισοτιμίας οδηγεί σε αύξηση της τιμής σε εγχώριο νόμισμα και συνεπώς μείωση της ζητούμενης ποσότητας εισαγωγών.

Η θέση της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος προσδιορίζεται από παράγοντες όπως το εισόδημα, οι τιμές των εγχώριων αγαθών και υπηρεσιών σε σχέση με τις τιμές των ξένων αγαθών και υπηρεσιών, και τα εγχώρια και ξένα επιτόκια. Αύξηση του εισοδήματος στην Ευρωζώνη θα μετατοπίσει την καμπύλη ζήτησης συναλλάγματος



Διάγραμμα 1.1: Ζήτηση Συναλλάγματος

προς τα δεξιά καθώς θα αυξηθεί η ζήτηση για εισαγωγές. Αύξηση των τιμών των εγχώριων αγαθών και υπηρεσιών στην Ευρωζώνη σε σχέση με τις τιμές των ξένων αγαθών και υπηρεσιών, θα μετατοπίσει την καμπύλη ζήτησης συναλλάγματος προς τα δεξιά καθώς η εσωτερική ζήτηση θα στραφεί από τα εγχωρίως παραγόμενα στα εισαγόμενα αγαθά. Τέλος, μείωση του επιτοκίου στην Ευρωζώνη σε σχέση με αυτό των ΗΠΑ θα οδηγήσει σε εκροές κεφαλαίου, οι οποίες θα αυξήσουν τη ζήτηση συναλλάγματος σε κάθε επίπεδο συναλλαγματικής ισοτιμίας και, κατά συνέπεια, η καμπύλη ζήτησης συναλλάγματος θα στραφεί προς τα δεξιά.

1.7 Η Προσφορά Συναλλάγματος

Αντίστοιχα με τη ζήτηση, υποθέσαμε ότι η προσφορά συναλλάγματος προκύπτει από τη ζήτηση για τις εξαγωγές μας, δηλαδή ισούται με την **αξία των εξαγωγών μας σε**

ξένο νόμισμα.

Η ζήτηση εξαγωγών μας από τους κάτοικους του εξωτερικού εξαρτάται από την τιμή τους σε ξένο νόμισμα:

$$X(P^*)$$

Αυτή η ποσότητα αντιστοιχεί σε κάποια αξία σε ξένο νόμισμα:

$$P^* X(P^*)$$

που ισοδυναμεί με την προσφορά συναλλάγματος.

Προφανώς η τιμή των εξαγωγών μας σε ξένο νόμισμα P^* είναι ίση με την τιμή σε εγχώριο νόμισμα, P , επί το αντίστροφο της συναλλαγματικής ισοτιμίας $1/S$ προκειμένου να μετατραπεί σε ξένο). Δηλαδή:

$$P^* = \frac{P}{S}$$

Οπότε, η προσφορά συναλλάγματος γίνεται:

$$\frac{P}{S} X\left(\frac{P}{S}\right)$$

Στην περίπτωση που μεταβληθεί η συναλλαγματική ισοτιμία, η παράγωγος ως προς S είναι:

$$\frac{d\left[\frac{P}{S} X\left(\frac{P}{S}\right)\right]}{dS} = -\frac{P}{S^2} X\left(\frac{P}{S}\right) + \frac{P}{S} X'\left(\frac{P}{S}\right)\left(-\frac{P}{S^2}\right)$$

Αντικαθιστώντας το $P/S = P^*$ και βγάζοντας κοινό παράγοντα το $-(P^*/S)X(P^*)$, θα έχουμε:

$$-\frac{P^*}{S} X(P^*)\left(1 + \frac{P^*}{X(P^*)} X'(P^*)\right)$$

Η απόλυτη τιμή της ελαστικότητας ζήτησης δίνεται από την έκφραση:

$$\epsilon = -\frac{P^*}{X(P^*)} X'(P^*)$$

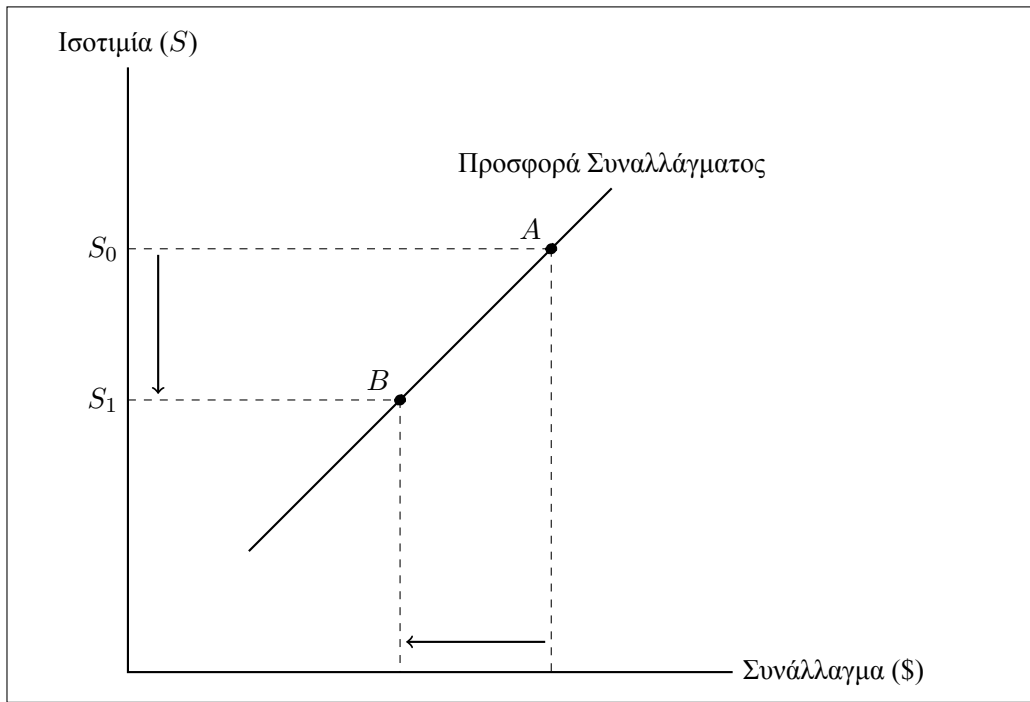
οπότε, η παράγωγος γίνεται:

$$-\frac{P^*}{S} X(P^*)(1 - \epsilon)$$

που είναι προφανώς θετική για $\epsilon > 1$ και αρνητική για $\epsilon < 1$.

Βλέπουμε λοιπόν ότι η κλίση της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος δεν είναι δεδομένη. Συγκεκριμένα, αν το P είναι σταθερό (δηλαδή η καμπύλη προσφοράς εξαγωγών της Ευρωζώνης είναι πλήρως ελαστική), τότε μια αύξηση της ισοτιμίας του ευρώ (υποτίμηση) θα έχει τα ακόλουθα δύο αποτελέσματα: Από τη μία μεριά θα οδηγήσει σε μείωση των τιμών σε δολάρια των εξαγόμενων αγαθών από την Ευρωζώνη, πράγμα που συνεπάγεται αύξηση της ζήτησης εξαγωγών άρα και αύξηση της προσφερόμενης ποσότητας δολαρίων στην αγορά συναλλάγματος. Από την άλλη μεριά, η υποτίμηση του ευρώ σημαίνει ότι χρειάζονται λιγότερα δολάρια για να αγοραστεί κάθε δεδομένη ποσότητα εξαγωγών, πράγμα που μειώνει την προσφερόμενη ποσότητα συναλλάγματος. Συνεπώς, η κλίση της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος εξαρτάται από τη σχετική ισχύ των δύο παραπάνω αποτελεσμάτων. Αν το πρώτο αποτέλεσμα υπερισχύει του δεύτερου, τότε η καμπύλη προσφοράς συναλλάγματος θα έχει θετική κλίση (στην περίπτωση αυτή η ελαστικότητα ζήτησης εξαγωγών είναι μεγαλύτερη της μονάδας). Αντίθετα, αν το δεύτερο αποτέλεσμα υπερισχύει του πρώτου, τότε η καμπύλη προσφοράς συναλλάγματος θα έχει αρνητική κλίση (στην περίπτωση αυτή η ελαστικότητα ζήτησης των εξαγωγών είναι μικρότερη της μονάδας).

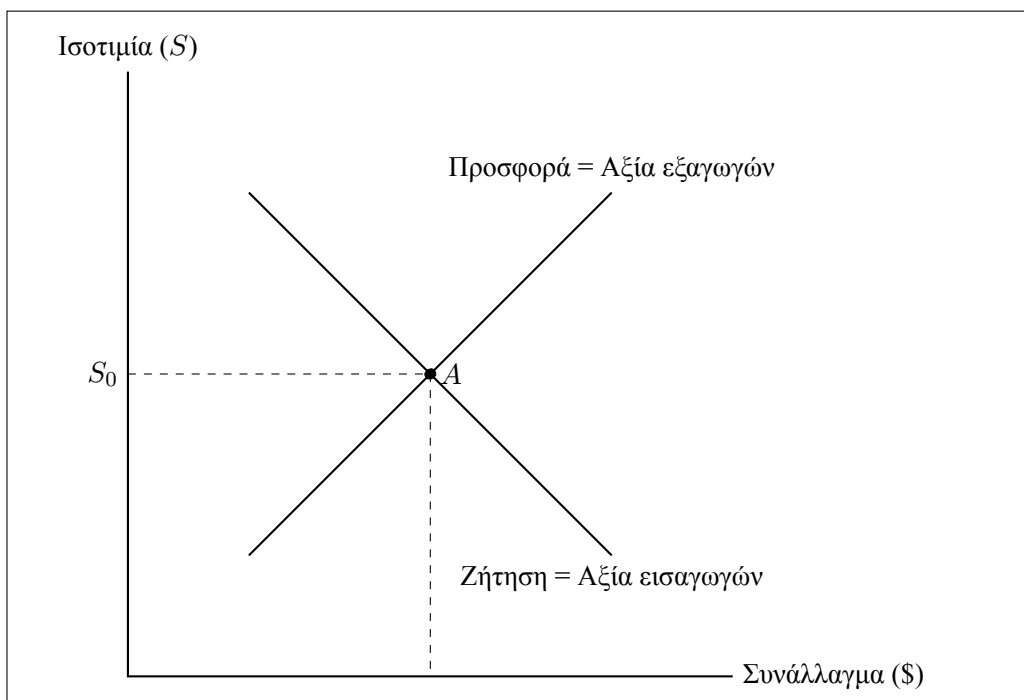
Από εδώ και πέρα θα υποθέτουμε ότι η προσφορά συναλλάγματος έχει θετική κλίση. Αυτό είναι ρεαλιστικό γιατί δεν αντανακλά μόνο τη ζήτηση για τις εξαγωγές, αλλά κυρίως τη ζήτηση εγχώριων περιουσιακών στοιχείων που είναι σχεδόν πάντα ιδιαίτερα ελαστική. Αυτή η συμβατική καμπύλη προσφοράς συναλλάγματος φαίνεται στο διάγραμμα 1.2



Διάγραμμα 1.2: Προσφορά Συναλλάγματος

1.8 Ισορροπία στην Αγορά Συναλλάγματος

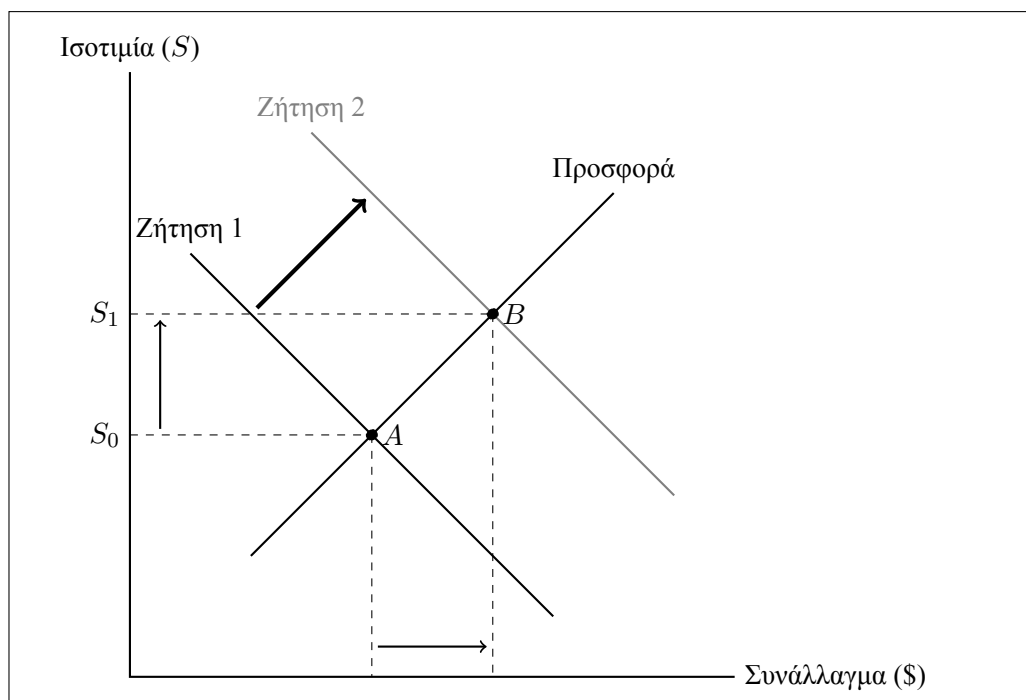
Στο σύστημα των ελεύθερα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, ο μηχανισμός της αγοράς καθορίζει τη συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας, στην οποία η ζητούμενη ποσότητα είναι ίση με τη προσφερόμενη ποσότητα συναλλάγματος. Η ισορροπία των καμπυλών ζήτησης και προσφοράς δολαρίων παρουσιάζεται στο διάγραμμα 1.3.



Διάγραμμα 1.3: Ισορροπία στην Αγορά Συναλλάγματος

Μια μεταβολή των συνθηκών στην αγορά συναλλάγματος μεταβάλλει το σημείο ισορροπίας. Αν για κάποιο λόγο αυξηθεί η ζήτηση για συνάλλαγμα (λόγω π.χ. αύξησης της ζήτησης για εισαγωγές αγαθών) η καμπύλη ζήτησης θα μετατοπιστεί προς τα δεξιά και με αμετάβλητη την καμπύλη προσφοράς, η νέα ισορροπία θα διαμορφωθεί σε διαφορετικό σημείο που αντιστοιχεί σε υψηλότερη συναλλαγματική ισοτιμία (δηλαδή υποτιμημένο νόμισμα) όπως δείχνει το διάγραμμα 1.4.

Οι νομισματικές αρχές (Κεντρική Τράπεζα) μπορούν να παρέμβουν στην

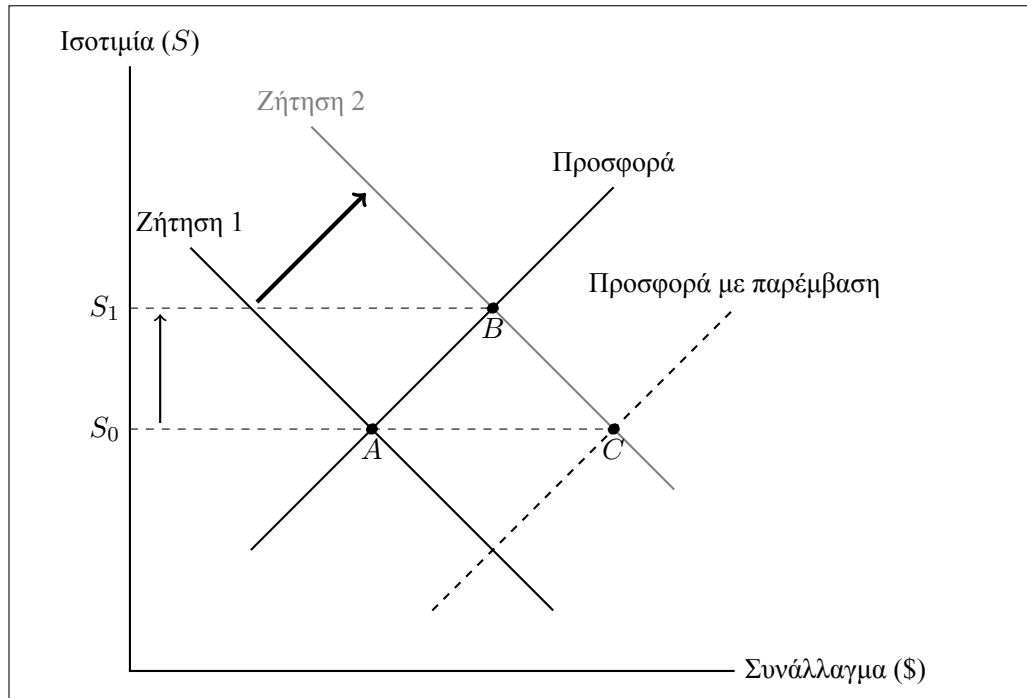


Διάγραμμα 1.4: Αύξηση της Ζήτησης Συναλλάγματος

αγορά συναλλάγματος πουλώντας και αγοράζοντας ξένο νόμισμα προκειμένου να επηρεάσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία αν υπάρχει σε ισχύ (α) σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, ή (β) σύστημα ελεγχόμενων διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η δυνατότητα παρέμβασης της ΚΤ προϋποθέτει φυσικά την ύπαρξη αρκετά μεγάλου αποθέματος συναλλαγματικών διαθεσίμων, προκειμένου να μπορεί να προβεί σε αγοραπωλησίες στην αγορά συναλλάγματος.

Ένας τρόπος να δούμε την παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας είναι να υποθέσουμε μια αύξηση της ζήτησης εισαγωγών που προκαλεί υποτίμηση του νομίσματος. Αν η Κεντρική Τράπεζα θέλει να αποφύγει αυτή την υποτίμηση, τότε μπορεί να αυξήσει την προσφορά συναλλάγματος χρησιμοποιώντας τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα, με αποτέλεσμα να κρατήσει την ισοτιμία σταθερή στο αρχικό σημείο, όπως δείχνει το διάγραμμα 1.5. Με άλλα λόγια η Κεντρική Τράπεζα καλύπτει ολόκληρη την υπερβάλλουσα ζήτηση ξένου νομίσματος πουλώντας από τα

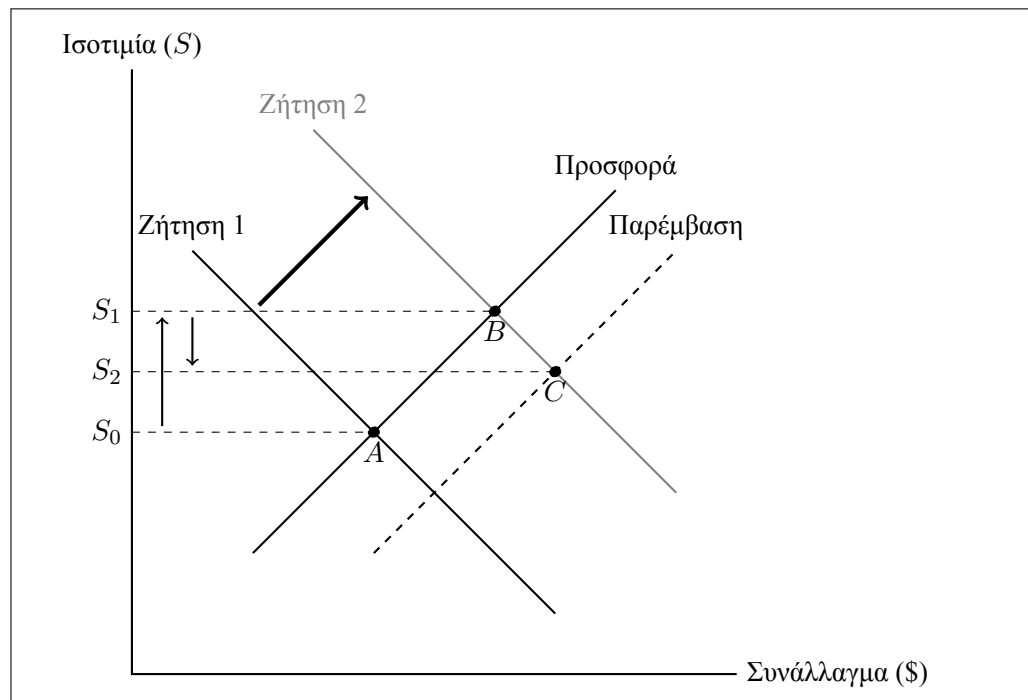
συναλλαγματικά της διαθέσιμα.



Διάγραμμα 1.5: Παρέμβαση για διατήρηση της ισοτιμίας

Ένα ενδιάμεσο καθεστώς είναι εκείνο της ελεγχόμενης διακύμανσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Σε μια τέτοια περίπτωση, η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει για να περιορίσει τις μεγάλες διακυμάνσεις της ισοτιμίας. Σε ένα τέτοιο σύστημα, η ισοτιμία διαμορφώνεται ελεύθερα στην αγορά, αλλά η Κεντρική Τράπεζα παρεμβαίνει για να μετριάσει απότομες και έντονες διακυμάνσεις στην ισοτιμία, οι οποίες είναι δυνατόν να δημιουργήσουν κλίμα αβεβαιότητας στις διεθνείς συναλλαγές.

Μια τέτοιου είδους παρέμβαση φαίνεται στο διάγραμμα 1.6, όπου υποθέτουμε την ίδια διαταραχή (αύξηση εισαγωγών που πιέζει για υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος), αλλά η Κεντρική Τράπεζα θέλει να μετριάσει την υποτίμηση. Συγκεκριμένα, θα προσφέρει τόσο συνάλλαγμα ώστε η ισοτιμία να διαμορφωθεί σε S_2 αντί για S_1 που θα κατέληγε χωρίς παρέμβαση.



Διάγραμμα 1.6: Παρέμβαση για συγκράτηση της υποτίμησης

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να γίνει διάκριση σχετικά με το αν μια διαταραχή στην

ισορροπία της αγοράς συναλλάγματος είναι προσωρινή ή μόνιμη. Αν η μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης είναι προσωρινή, τότε σε σύντομο χρονικό διάστημα θα επιστρέψει στην αρχική της θέση και η συναλλαγματική ισοτιμία θα επανέλθει στο αρχικό σημείο. Αν όμως η διαταραχή είναι μόνιμη, τότε η παρέμβαση της Κεντρικής Τράπεζας μπορεί να συγκρατήσει μόνο προσωρινά τη συναλλαγματική ισοτιμία. Το εγχώριο νόμισμα θα συνεχίσει να δέχεται πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος και η Κεντρική Τράπεζα θα πρέπει να παρεμβαίνει συνέχεια. Προφανώς, αυτό δεν μπορεί να συμβαίνει εσαεί, καθώς θα οδηγήσει σε εξάλειψη των συναλλαγματικών αποθεμάτων της Κεντρικής Τράπεζας. Σε μια τέτοια περίπτωση, η Κεντρική Τράπεζα εγκαταλείπει συνήθως την πολιτική στήριξης του εγχώριου νομίσματος, αφήνοντας τη συναλλαγματική ισοτιμία να διαμορφωθεί ελεύθερα στην αγορά. Τις περισσότερες φορές ωστόσο, δεν γνωρίζουμε εκ των προτέρων αν η διαταραχή είναι προσωρινή ή μόνιμη.

Βεβαίως, η τεράστια αύξηση της διεθνούς κίνησης κεφαλαίων στις μέρες μας επηρεάζει σε πολύ μεγάλο βαθμό την άσκηση νομισματικής πολιτικής και, κατά συνέπεια, και τη διαμόρφωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας μιας χώρας. Αυτές οι διεθνείς κινήσεις κεφαλαίων (δηλαδή οι αποφάσεις των επενδυτών σχετικά με το που θα επενδύσουν τα κεφάλαια τους) επηρεάζονται σε σημαντικό βαθμό από τη διαφορά των επιτοκίων μεταξύ δύο χωρών, τις προσδοκίες σχετικά με τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς επίσης και από τη συμπεριφορά των επενδυτών απέναντι στον κίνδυνο.

Επεξήγηση Συμβόλων και Ακρωνύμια

S: Τρέχουσα Συναλλαγματική Ισοτιμία

F: Προθεσμιακή Συναλλαγματική Ισοτιμία

P: Εγχώριο Επίπεδο Τιμών

*P**: Ξένο επίπεδο τιμών

M: Ζήτηση Εισαγωγών

X: Ζήτηση Εξαγωγών

ΚΤ: Κεντρική Τράπεζα

Ευρετήριο Αντιστοίχισης Επιστημονικών Όρων

Αρμπιτράζ Συναλλάγματος: Foreign Currency Arbitrage
Ανατίμηση Νομίσματος: Currency Appreciation
Διακύμανση Συναλλαγματικής Ισοτιμίας: Exchange Rate Fluctuation
Διεθνής Κίνηση Κεφαλαίων: International Capital Mobility
Εγχώριο Επίπεδο Τιμών: Domestic Price Level
Εγχώριο Νόμισμα: Domestic Currency
Ζήτηση Συναλλάγματος: Foreign Currency Demand
Ζήτηση Εισαγωγών: Import Demand
Ζήτηση Εξαγωγών: Export Demand
Κεντρική Τράπεζα: Central Bank
Κυμαινόμενες Συναλλαγματικές Ισοτιμίες: Flexible Exchange Rates
Ξένο Επίπεδο Τιμών: Foreign Price Level
Ξένο Νόμισμα: Foreign Currency
Προθεσμιακή Συναλλαγματική Ισοτιμία: Forward Exchange Rate
Προσφορά Συναλλάγματος: Foreign Currency Supply
Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες: Fixed Exchange Rates
Συναλλαγματική Ισοτιμία: Exchange Rate
Τρέχουσα Συναλλαγματική Ισοτιμία: Spot Exchange Rate
Υποτίμηση Νομίσματος: Currency Depreciation

Βιβλιογραφικές Αναφορές

1. Feenstra, R.C. and Taylor, A.M. (2014), *Essentials of International Economics* (3rd edition), Worth Publishers, USA.
2. Krugman, P.R., Obstfeld, M. and Melitz, M.J. (2012), *International Economics: Theory and Policy* (9th edition), Pearson, USA.