

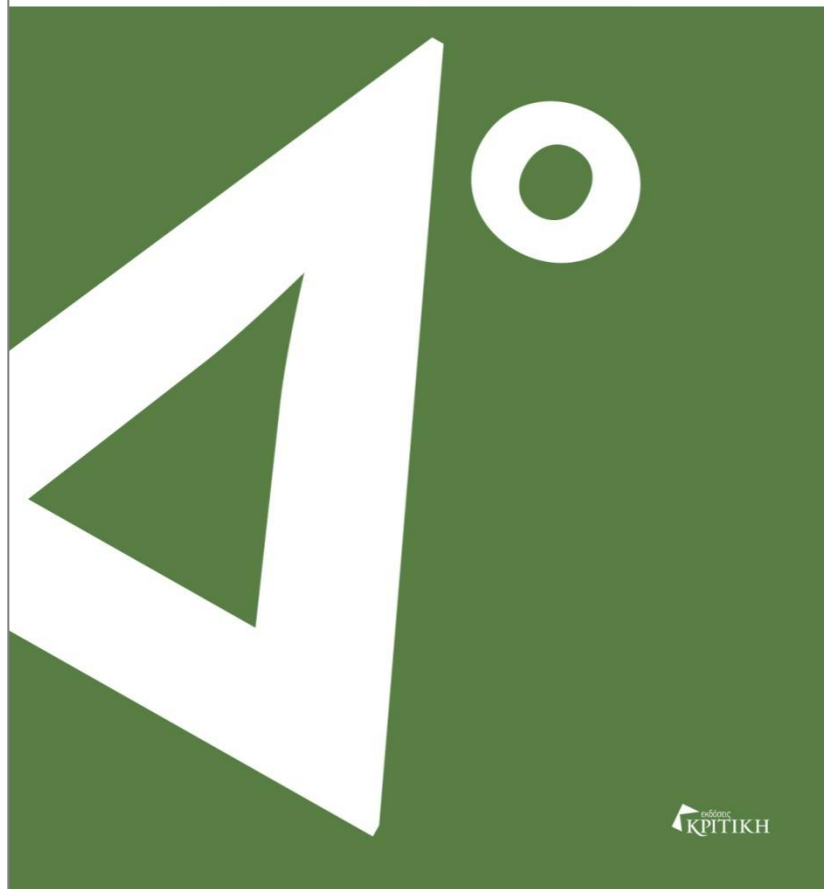
Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, Marc J. Melitz

ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Θεωρία και πολιτική

4η έκδοση

Πρόλογος-επιμέλεια: Νικολίνα Κωστέλετου



**PAUL R. KRUGMAN
MAURICE OBSTFELD,
MARC J. MELITZ**

Διεθνής οικονομική

Θεωρία και πολιτική

4η έκδοση

εκδόσεις
ΚΡΙΤΙΚΗ

Κεφάλαιο 18

Σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες και παρέμβαση στην αγορά συναλλάγματος

Περιγραμμά

- Ισολογισμός κεντρικής τράπεζας
- Παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος και προσφορά χρήματος
- Κεντρική τράπεζα και σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία
- Νομισματική και δημοσιονομική πολιτική με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία
- Χρηματοπιστωτικές κρίσεις και φυγή κεφαλαίων
- Συστήματα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών: αποθεματικό νόμισμα και χρυσός κανόνας
- Μηδενικά επιτόκια, αποπληθωρισμός και παγίδα ρευστότητας

Εισαγωγή

- Πολλές χώρες προσπαθούν να συνδέσουν ή να προσδέσουν τη συναλλαγματική τους ισοτιμία με ένα νόμισμα, ή μια ομάδα νομισμάτων, παρεμβαίνοντας στην αγορά συναλλάγματος.
- Πολλές χώρες με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες στην πραγματικότητα ακολουθούν μια **ελεγχόμενη διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας**.
 - Η κεντρική τράπεζα “ελέγχει” τη συναλλαγματική ισοτιμία αγοράζοντας και πωλώντας νομίσματα και περιουσιακά στοιχεία, ιδίως σε περιόδους μεταβλητότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας.
- Πώς παρεμβαίνουν οι κεντρικές τράπεζες στην αγορά συναλλάγματος;

Παρεμβάσεις κεντρικής τράπεζας και προσφορά χρήματος

- Για να μελετήσουμε τα αποτελέσματα των παρεμβάσεων της κεντρικής τράπεζας στις αγορές συναλλάγματος, κατασκευάζουμε πρώτα έναν απλοποιημένο ισολογισμό κεντρικής τράπεζας.
 - Ο ισολογισμός καταγράφει τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις της κεντρικής τράπεζας.
 - Οι ισολογισμοί χρησιμοποιούν τη διπλογραφική μέθοδο: κάθε συναλλαγή καταχωρίζεται δύο φορές στον ισολογισμό.

Ισολογισμός κεντρικής τράπεζας

- Απαιτήσεις (περιουσιακά στοιχεία)
 - Κρατικά ομόλογα άλλων χωρών (συναλλαγματικά διαθέσιμα)
 - Χρυσός (συναλλαγματικά διαθέσιμα)
 - Κρατικά ομόλογα της ίδιας χώρας
 - Δάνεια προς τις εγχώριες τράπεζες (στις ΗΠΑ ονομάζονται δάνεια προεξόφλησης)
- Υποχρεώσεις
 - Καταθέσεις εγχώριων τραπεζών
 - Νόμισμα σε κυκλοφορία (παλαιότερα, οι κεντρικές τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να ανταλλάσσουν τα εγχώρια νομίσματα με χρυσό, όταν το ζητούσαν οι πολίτες).

Ισολογισμός κεντρικής τράπεζας (συνέχεια)

- $\text{Απαιτήσεις} = \text{Υποχρεώσεις} + \text{Καθαρή θέση}$
 - Αν θεωρήσουμε ότι η καθαρή θέση παραμένει σταθερή, τότε
 - Μια αύξηση των απαιτήσεων οδηγεί σε ισόποση αύξηση των υποχρεώσεων.
 - Μια μείωση των απαιτήσεων οδηγεί σε ισόποση μείωση των υποχρεώσεων.
- Οι μεταβολές στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας οδηγούν σε μεταβολές του νομίσματος σε κυκλοφορία ή μεταβολές των καταθέσεων των τραπεζών, που οδηγούν σε μεταβολές της προσφοράς χρήματος.
 - Όταν οι τράπεζες έχουν μεγαλύτερες καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα, τότε συνήθως μπορούν να χρησιμοποιήσουν αυτά τα πρόσθετα κεφάλαια για να δανείσουν τους πελάτες τους, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ποσότητα του χρήματος σε κυκλοφορία.

Απαιτήσεις, υποχρεώσεις και προσφορά χρήματος

- Η αγορά οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου από την κεντρική τράπεζα θα πληρωθεί με χρήμα ή επιταγή έκδοσης της κεντρικής τράπεζας,
 - και οι δύο τρόποι πληρωμής γίνονται σε εγχώριο νόμισμα
 - και οι δύο τρόποι πληρωμής αυξάνουν τη νομισματική κυκλοφορία.
 - Η συναλλαγή οδηγεί στην ισόποση αύξηση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων.
- Όταν η κεντρική τράπεζα αγοράζει *εγχώρια ή ξένα ομόλογα*, η εγχώρια προσφορά χρήματος αυξάνεται.

Απαιτήσεις, υποχρεώσεις και προσφορά χρήματος (συνέχεια)

- Η πώληση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου από την κεντρική τράπεζα θα πληρωθεί με χρήμα ή με επιταγή σε διαταγή της κεντρικής τράπεζας,
 - και οι δύο τρόποι πληρωμής γίνονται σε εγχώριο νόμισμα.
 - Η κεντρική τράπεζα βάζει το χρήμα στο θησαυροφυλάκιό της ή μειώνει τις καταθέσεις των τραπεζών,
 - με αποτέλεσμα τη μείωση της νομισματικής κυκλοφορίας.
 - Η συναλλαγή οδηγεί στην ισόποση μείωση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων.
- Όταν η κεντρική τράπεζα πωλεί *εγχώρια ή ξένα ομόλογα*, η εγχώρια προσφορά χρήματος μειώνεται.

Πίνακας 18.1: Αποτελέσματα μιας συναλλαγματικής παρέμβασης ύψους \$100: Σύνοψη

Ενέργειες της εγχώριας κεντρικής τράπεζας	Αποτέλεσμα στην εγχώρια προσφορά χρήματος	Αποτέλεσμα στους εγχώριους τίτλους της κεντρικής τράπεζας	Αποτέλεσμα στους ξένους τίτλους της κεντρικής τράπεζας
Μη αδρανοποιημένη αγορά συναλλάγματος	+\$100	0	+\$100
Αδρανοποιημένη αγορά συναλλάγματος	0	-\$100	+\$100
Μη αδρανοποιημένη πώληση συναλλάγματος	-\$100	0	-\$100
Αδρανοποιημένη πώληση συναλλάγματος	0	+\$100	-\$100

Αγορές συναλλάγματος

- Οι κεντρικές τράπεζες αγοράζουν και πωλούν ξένα κρατικά ομόλογα στην αγορά συναλλάγματος.
 - Οι καταθέσεις σε ξένο νόμισμα και τα ξένα κρατικά ομόλογα είναι συνήθως υποκατάστατα: και τα δύο είναι σχετικά ρευστά περιουσιακά στοιχεία, εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα.
 - Οι ποσότητες των καταθέσεων σε ξένο νόμισμα και των ξένων ομολόγων που αγοράζονται και πωλούνται επηρεάζουν τη συναλλαγματική ισοτιμία.

Αδρανοποίηση

- Επειδή η αγορά και πώληση ξένων ομολόγων στην αγορά συναλλάγματος επηρεάζει την εγχώρια προσφορά χρήματος, μια κεντρική τράπεζα μπορεί να θέλει να εξουδετερώσει αυτό το αποτέλεσμα.
- Αυτή η εξουδετέρωση ονομάζεται **αδρανοποίηση**.
- Όταν η κεντρική τράπεζα πωλεί ξένα ομόλογα στις αγορές συναλλάγματος, μπορεί να αγοράσει εγχώρια ομόλογα στις αγορές ομολόγων, για να αφήσει την ποσότητα του χρήματος σε κυκλοφορία αμετάβλητη.

Σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες

- Για να κρατήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία, η κεντρική τράπεζα επηρεάζει την προσφερόμενη και ζητούμενη ποσότητα του νομίσματος, ανταλλάσσοντας εγχώρια και ξένα περιουσιακά στοιχεία, έτσι ώστε η συναλλαγματική ισοτιμία (η τιμή των ξένων νομισμάτων σε όρους του εγχώριου νομίσματος) να μένει σταθερή.
- Η αγορά συναλλάγματος βρίσκεται σε ισορροπία όταν
$$R = R^* + (E^e - E)/E$$
- Όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή σε κάποιο ύψος E_0 και η αγορά αναμένει να παραμείνει σταθερή σ' αυτό το ύψος, τότε

$$R = R^*$$

Σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες (συνέχεια)

- Για να κρατήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία, η κεντρική τράπεζα πρέπει να αγοράσει ή να πωλήσει ξένα και εγχώρια περιουσιακά στοιχεία στην αγορά συναλλάγματος μέχρι $R = R^*$.
- Εναλλακτικά, μπορούμε να πούμε ότι προσαρμόζει την ποσότητα των χρηματικών περιουσιακών στοιχείων στην αγορά χρήματος μέχρι το εγχώριο επιτόκιο να εξισωθεί με το ξένο επιτόκιο, με δεδομένα το μέσο επίπεδο τιμών και το πραγματικό προϊόν:

$$M^s/P = L(R^*, Y)$$

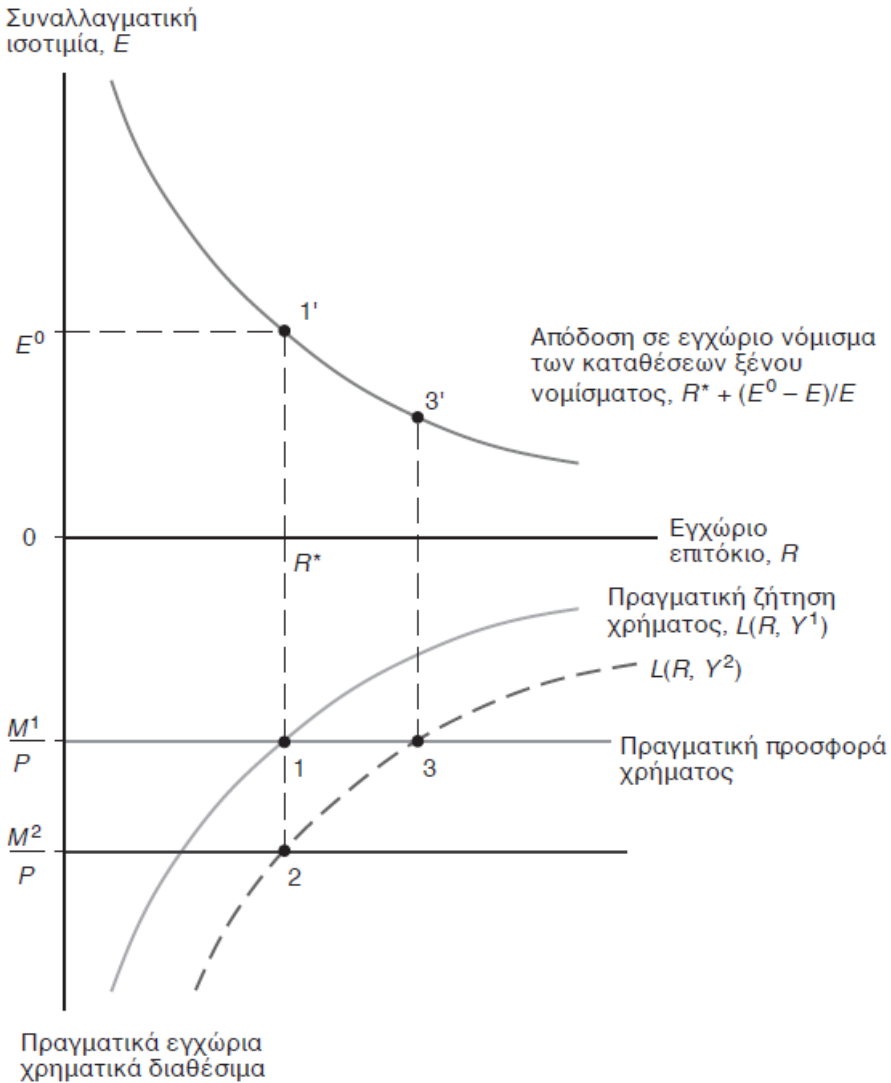
Σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες (συνέχεια)

- Υποθέστε ότι η κεντρική τράπεζα διατηρεί μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία E_0 αλλά αυξάνεται το προϊόν, αυξάνοντας τη ζήτηση για πραγματικά χρηματικά περιουσιακά στοιχεία.
- Αυτό αναμένεται να πιέσει προς τα πάνω τα επιτόκια και την αξία του εγχώριου νομίσματος.
- Πώς πρέπει να αντιδράσει η κεντρική τράπεζα αν θέλει να κρατήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία;

Σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες (συνέχεια)

- Η κεντρική τράπεζα πρέπει να **αγοράσει ξένα περιουσιακά στοιχεία** στην αγορά συναλλάγματος,
 - προκειμένου να **αυξήσει την εγχώρια προσφορά χρήματος**,
 - και να μειώσει βραχυχρόνια τα επιτόκια.
 - Εναλλακτικά, ζητώντας (αγοράζοντας) περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα και προσφέροντας (πουλώντας) εγχώριο νόμισμα, η τιμή/αξία του ξένου νομίσματος αυξάνεται και η τιμή/αξία του εγχώριου νομίσματος μειώνεται.

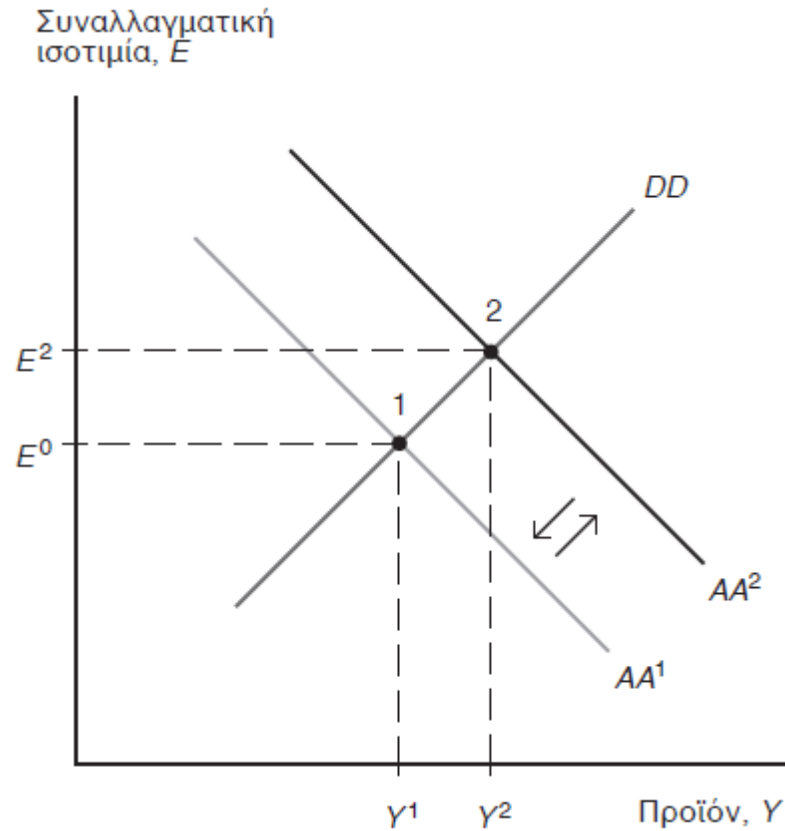
**Σχήμα 18.1:
Ισορροπία της
αγοράς
περιουσιακών
στοιχείων με
σταθερή
συναλλαγματική
ισοτιμία, $E0$**



Νομισματική πολιτική και σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες

- Όταν η κεντρική τράπεζα αγοράζει ή πωλεί ξένα περιουσιακά στοιχεία για να κρατήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή και τα εγχώρια επιτόκια ίσα με τα ξένα επιτόκια, δεν έχει τη δυνατότητα να προσαρμόσει τα εγχώρια επιτόκια για να επιτύχει άλλους στόχους.
 - Συγκεκριμένα, η νομισματική πολιτική είναι αναποτελεσματική και δεν μπορεί να επηρεάσει το προϊόν και την απασχόληση.

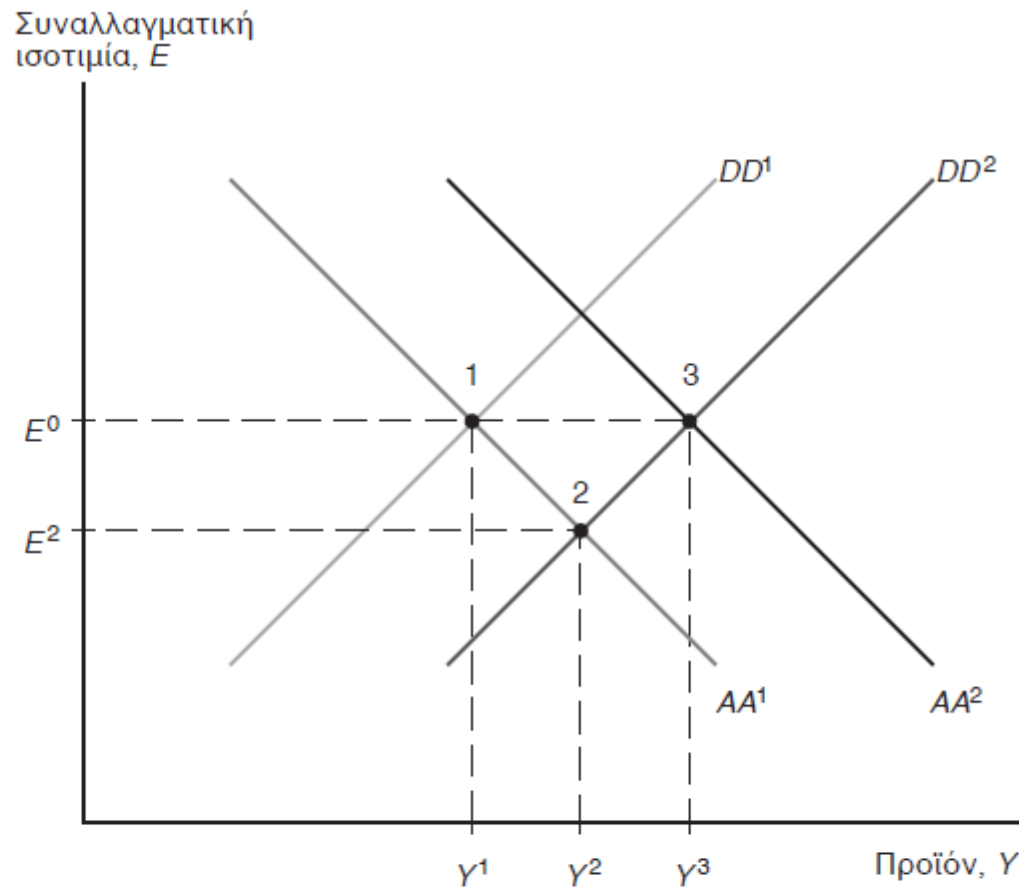
Σχήμα 18.2: Η νομισματική επέκταση είναι αναποτελεσματική σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών



Δημοσιονομική πολιτική και σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, βραχυχρόνια

- Οι προσωρινές μεταβολές της δημοσιονομικής πολιτικής έχουν πιο αποτελεσματική επίδραση στο προϊόν και την απασχόληση βραχυχρόνια:
 - Η αύξηση της συνολικής ζήτησης και του προϊόντος εξαιτίας της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, αυξάνει τη ζήτηση για πραγματικά χρηματικά περιουσιακά στοιχεία, πιέζοντας προς τα πάνω τα επιτόκια και την αξία του εγχώριου νομίσματος.
 - Για να αποτρέψει την ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, η κεντρική τράπεζα πρέπει ν' αγοράσει ξένα περιουσιακά στοιχεία, αυξάνοντας την προσφορά χρήματος και μειώνοντας τα επιτόκια.

Σχήμα 18.3: Δημοσιονομική επέκταση σε καθεστώς σταθερών ισοτιμιών



Δημοσιονομική πολιτική και σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, μακροχρόνια

- Όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή, δεν υπάρχει πραγματική ανατίμηση της αξίας των εγχώριων προϊόντων βραχυχρόνια.
- Αλλά όταν το προϊόν βρίσκεται πάνω από το δυνητικό του επίπεδο, οι μισθοί και οι τιμές τείνουν να αυξάνονται μακροχρόνια.
- Οι αυξανόμενες τιμές κάνουν τα εγχώρια προϊόντα πιο ακριβά: μια *πραγματική* ανατίμηση (EP^*/P μειώνεται).
 - Η συνολική ζήτηση και το προϊόν μειώνονται καθώς αυξάνονται οι τιμές: η καμπύλη DD μετατοπίζεται προς τα αριστερά.
 - Οι τιμές αυξάνονται μέχρι η απασχόληση, η συνολική ζήτηση και το προϊόν να πέσουν στο φυσιολογικό (δυνητικό ή φυσικό) τους επίπεδο.

Δημοσιονομική πολιτική και σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, μακροχρόνια (συνέχεια)

- Οι τιμές προβλέπεται ότι θα μεταβληθούν αναλογικά με τη μεταβολή της προσφοράς χρήματος, όταν η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος.
 - Η καμπύλη AA μετατοπίζεται προς τα κάτω (αριστερά) καθώς αυξάνονται οι τιμές.
 - Η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία θα είναι σταθερή (όσο διατηρείται η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία), αλλά η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία θα είναι χαμηλότερη (μια πραγματική ανατίμηση).

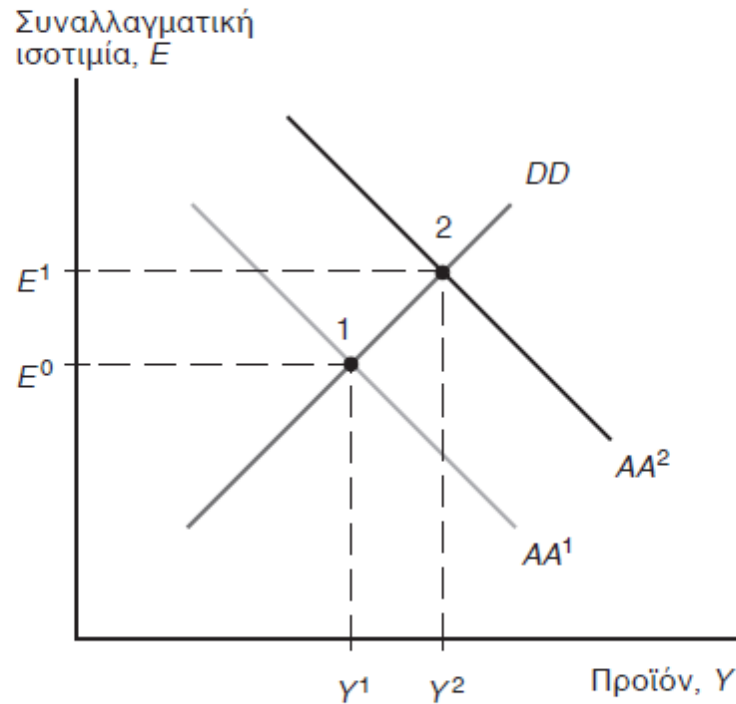
Υποτίμηση και ανατίμηση από την κεντρική τράπεζα

- Οι όροι υποτίμηση και ανατίμηση αναφέρονται σε μεταβολές της αξίας ενός νομίσματος λόγω μεταβολών στην αγορά.
- Οι όροι **υποτίμηση και ανατίμηση από την κεντρική τράπεζα**, αναφέρονται σε μεταβολές μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας μετά από απόφαση της κεντρικής τράπεζας.
 - Όταν το νόμισμα υποτιμάται από την κεντρική τράπεζα, μια μονάδα εγχώριου νομίσματος έχει μικρότερη αξία, δηλαδή πρέπει να ανταλλαχθούν περισσότερες μονάδες για 1 μονάδα ξένου νομίσματος.
 - Όταν το νόμισμα ανατιμάται από την κεντρική τράπεζα, μια μονάδα εγχώριου νομίσματος έχει μεγαλύτερη αξία, δηλαδή πρέπει να ανταλλαχθούν λιγότερες μονάδες για 1 μονάδα ξένου νομίσματος.

Υποτίμηση από την κεντρική τράπεζα

- Για την υποτίμηση του νομίσματος, η κεντρική τράπεζα αγοράζει ξένα περιουσιακά στοιχεία, ώστε να αυξηθούν τα εγχώρια χρηματικά περιουσιακά στοιχεία και να μειωθούν τα εγχώρια επιτόκια, προκαλώντας τη μείωση του ποσοστού απόδοσης των καταθέσεων σε εγχώριο νόμισμα.
 - Τα εγχώρια προϊόντα γίνονται λιγότερο ακριβά σε σχέση με τα ξένα προϊόντα, με αποτέλεσμα την αύξηση της συνολικής ζήτησης και του προϊόντος.
 - Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα (ξένα ομόλογα) αυξάνονται.

Σχήμα 18.4: Αποτέλεσμα της υποτίμησης του νομίσματος από την κεντρική τράπεζα



Χρηματοπιστωτικές κρίσεις και φυγή κεφαλαίων

- Όταν η κεντρική τράπεζα δεν έχει αρκετά συναλλαγματικά διαθέσιμα για να κρατήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή, προκύπτει μια **κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών**.
 - Για να κρατήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή, η κεντρική τράπεζα πρέπει να έχει αρκετά ξένα περιουσιακά στοιχεία για να πωλήσει, προκειμένου να ικανοποιήσει τη ζήτησή τους στη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.

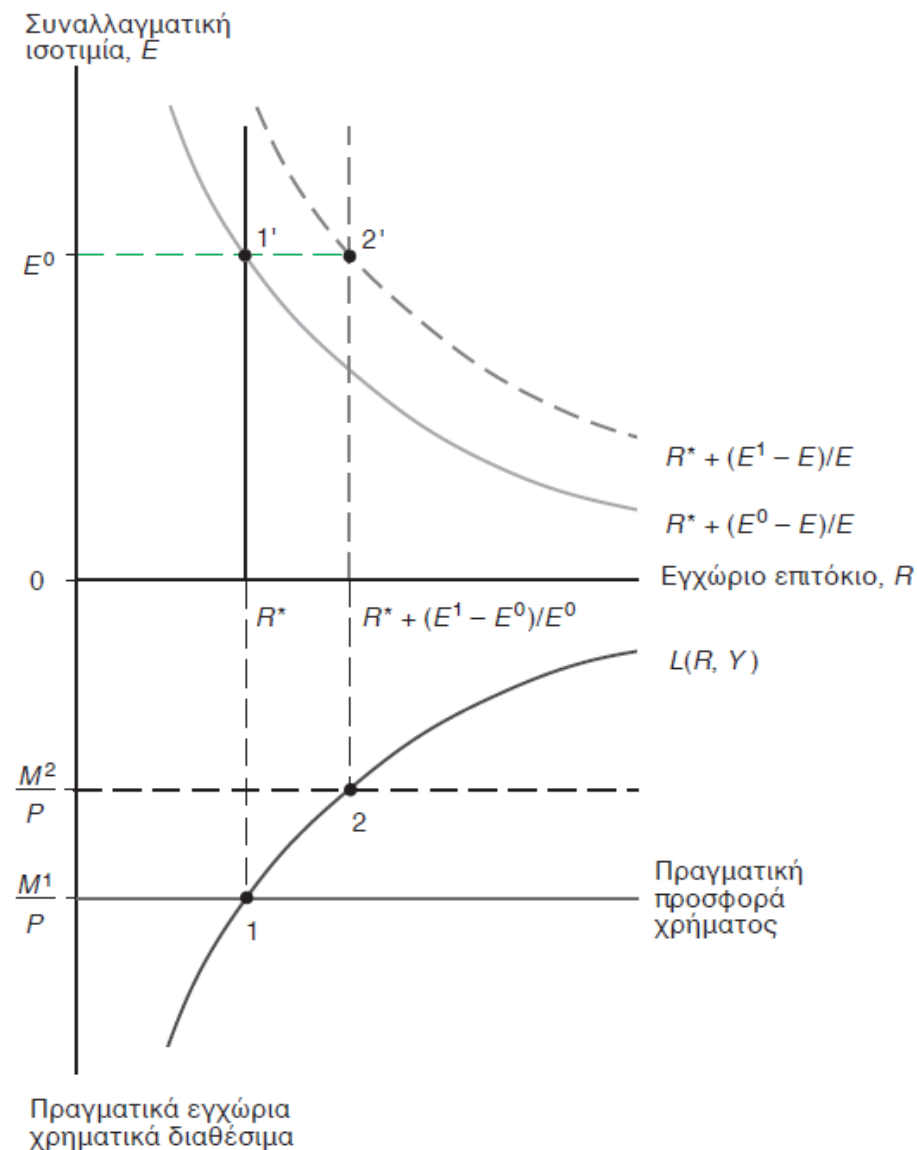
Χρηματοπιστωτικές κρίσεις και φυγή κεφαλαίων (συνέχεια)

- Οι επενδυτές μπορεί να αναμένουν την υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος από την κεντρική τράπεζα, με αποτέλεσμα να θέλουν ξένα περιουσιακά στοιχεία αντί για εγχώρια περιουσιακά στοιχεία, η αξία των οποίων αναμένεται να μειωθεί σύντομα.
- 1. Αυτές οι προβλέψεις (φόβοι) χειροτερεύουν την κρίση στο ισοζύγιο πληρωμών:
 - Οι επενδυτές σπεύδουν να ανταλλάξουν τα εγχώρια περιουσιακά τους στοιχεία με ξένα, εξαντλώντας τα συναλλαγματικά διαθέσιμα πιο γρήγορα.

Χρηματοπιστωτικές κρίσεις και φυγή κεφαλαίων (συνέχεια)

2. Ως αποτέλεσμα, τα χρηματοοικονομικά κεφάλαια μεταφέρονται γρήγορα από τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία σε ξένα περιουσιακά στοιχεία: **φυγή κεφαλαίων**.
 - Η εγχώρια οικονομία έχει έλλειψη χρηματοοικονομικών κεφαλαίων για επενδύσεις και χαμηλή συνολική ζήτηση.
3. Για να αποφευχθεί αυτό το αποτέλεσμα, τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία πρέπει να προσφέρουν υψηλότερα επιτόκια προκειμένου να δελεάσουν τους επενδυτές να τα διακρατήσουν.
 - Η κεντρική τράπεζα μπορεί να ωθήσει τα επιτόκια προς τα πάνω μειώνοντας την προσφορά χρήματος (μέσω της πώλησης εγχώριων και ξένων περιουσιακών στοιχείων).
4. Ως αποτέλεσμα, η εγχώρια οικονομία μπορεί να έρθει αντιμέτωπη με υψηλά επιτόκια, μειωμένη προσφορά χρήματος, χαμηλή συνολική ζήτηση, χαμηλή παραγωγή και χαμηλή απασχόληση.

Σχήμα 18.5: Φυγή κεφαλαίων, προσφορά χρήματος και επιτόκιο



Χρηματοπιστωτικές κρίσεις και φυγή κεφαλαίων (συνέχεια)

- Οι προβλέψεις για επικείμενη κρίση του ισοζυγίου πληρωμών επιδεινώνουν την κρίση και επισπεύδουν την υποτίμηση από την κεντρική τράπεζα.
 - Τι προκαλεί τη μεταβολή των προβλέψεων;
 - Οι προβλέψεις σχετικά με την ικανότητα και τη θέληση της κεντρικής τράπεζας να διατηρήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία.
 - Οι προβλέψεις για την οικονομία: η συρρικνούμενη ζήτηση για εγχώρια προϊόντα σε σχέση με τα ξένα προϊόντα σημαίνει ότι το εγχώριο νόμισμα πρέπει να χάσει ένα μέρος της αξίας του.
- Στην πραγματικότητα, οι προβλέψεις για υποτίμηση από την κεντρική τράπεζα μπορεί να προκαλέσουν υποτίμηση: μια **αυτοεκπληρούμενη κρίση**.

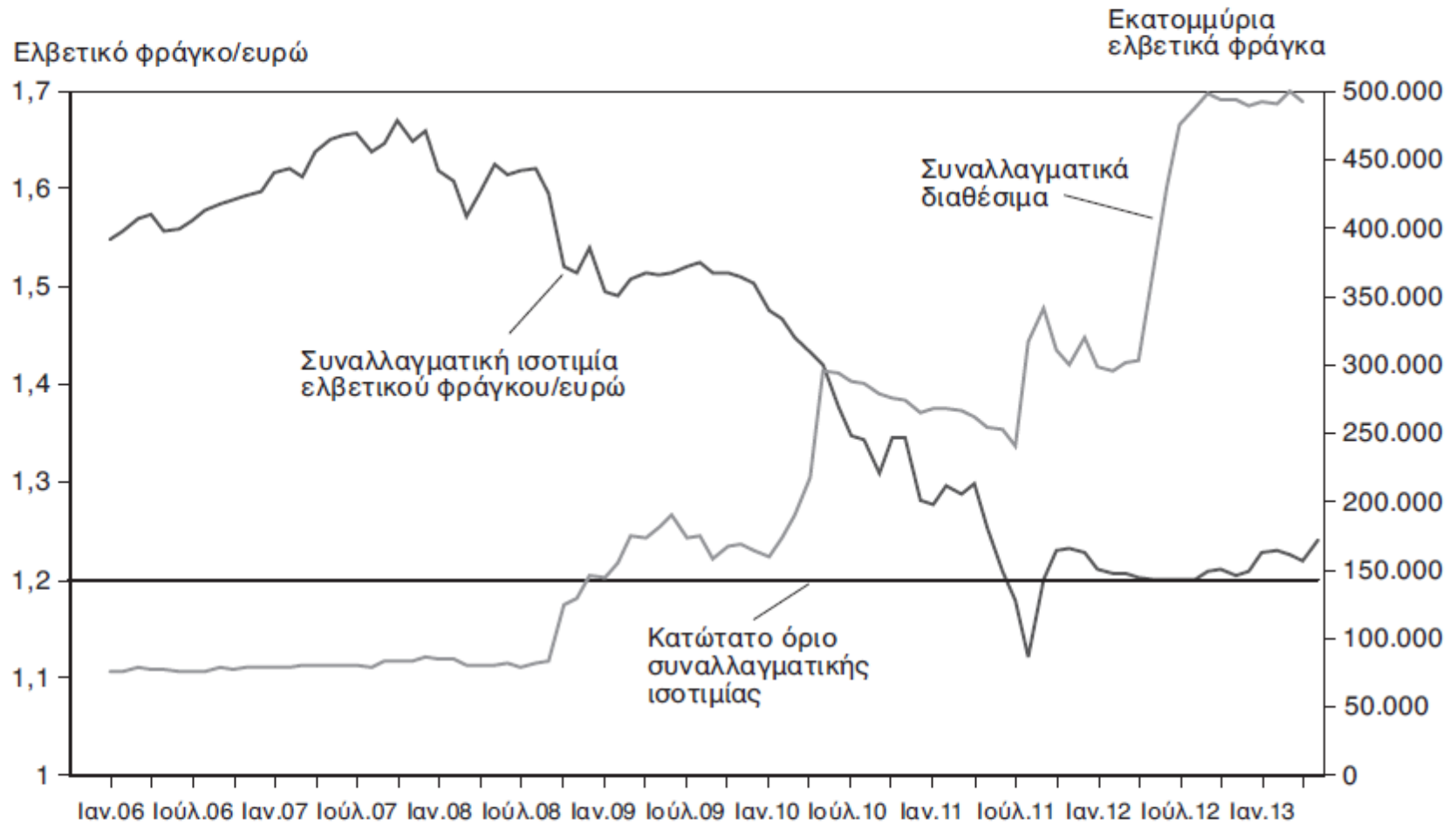
Χρηματοπιστωτικές κρίσεις και φυγή κεφαλαίων (συνέχεια)

- Τι συμβαίνει όταν η κεντρική τράπεζα εξαντλήσει τα συναλλαγματικά διαθέσιμά της (ξένα περιουσιακά στοιχεία);
- Πρέπει να υποτιμήσει το εγχώριο νόμισμα, δηλαδή θα χρειάζεται περισσότερο εγχώριο νόμισμα (περιουσιακά στοιχεία) για μια μονάδα ξένου νομίσματος (περιουσιακών στοιχείων).
 - Η υποτίμηση θα επιτρέψει στην κεντρική τράπεζα να αναπληρώσει τα ξένα περιουσιακά της στοιχεία αγοράζοντάς τα πίσω στη νέα ισοτιμία,
 - αυξάνοντας την προσφορά χρήματος,
 - μειώνοντας τα επιτόκια,
 - μειώνοντας την αξία των εγχώριων προϊόντων,
 - αυξάνοντας τη συνολική ζήτηση, το προϊόν και την απασχόληση με την πάροδο του χρόνου.

Χρηματοπιστωτικές κρίσεις και φυγή κεφαλαίων (συνέχεια)

- Σε μια κρίση του ισοζυγίου πληρωμών,
 - η κεντρική τράπεζα μπορεί να αγοράσει εγχώρια ομόλογα και να πωλήσει εγχώριο νόμισμα (να αυξήσει την προσφορά χρήματος) για να αποτρέψει την αύξηση των επιτοκίων, αλλά έτσι το εγχώριο νόμισμα υποτιμάται περισσότερο.
 - Η κεντρική τράπεζα γενικά δεν μπορεί να ικανοποιήσει τους στόχους των χαμηλών εγχώριων επιτοκίων (σε σχέση με τα ξένα επιτόκια) και των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, ταυτόχρονα.

Σχήμα 18.6: Η συναλλαγματική ισοτιμία του ελβετικού φράγκου έναντι του ευρώ και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Ελβετίας, 2006-13



Διαφορές επιτοκίων

- Για πολλές χώρες, το προσδοκώμενο ποσοστό απόδοσης δεν είναι το ίδιο: $R > R^* + (E^e - E)/E$.
Γιατί;
- **Κίνδυνος αθέτησης:**
Ο κίνδυνος ότι οι δανειολήπτες μιας χώρας δεν θα αποπληρώσουν τα δάνειά τους. Οι δανειστές ζητούν ένα υψηλότερο επιτόκιο για να αποζημιωθούν γι' αυτόν τον κίνδυνο.
- **Συναλλαγματικός κίνδυνος:**
Αν υπάρχει κίνδυνος υποτίμησης του νομίσματος μιας χώρας, τότε οι εγχώριοι δανειολήπτες πρέπει να πληρώσουν ένα υψηλότερο επιτόκιο για να αποζημιώσουν τους ξένους δανειστές.

Διαφορές επιτοκίων (συνέχεια)

- Εξαιτίας αυτών των κινδύνων, τα εγχώρια και τα ξένα περιουσιακά στοιχεία δεν έχουν την ίδια μεταχείριση.
 - Προηγούμενα, υποθέσαμε ότι οι καταθέσεις σε εγχώριο και ξένο νόμισμα ήταν **τέλεια υποκατάστατα**: όλες οι καταθέσεις *αντιμετωπίζονταν ως η ίδια* μορφή επένδυσης, γιατί θεωρούσαμε ότι τα περιουσιακά στοιχεία δεν διέφεραν ως προς τον κίνδυνο και τη ρευστότητα.
 - Γενικά, τα ξένα και τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία μπορεί να *διαφέρουν* ως προς τον κίνδυνο που έχουν: μπορεί να είναι **ατελή υποκατάστατα**.
 - Οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη αυτούς τους κινδύνους, όπως και το ποσοστό απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων, όταν αποφασίζουν να επενδύσουν.

Διαφορές επιτοκίων (συνέχεια)

- Οι διαφορές στον κίνδυνο των εγχώριων και των ξένων περιουσιακών στοιχείων είναι ένας από τους λόγους που τα αναμενόμενα ποσοστά απόδοσης μπορεί να διαφέρουν από χώρα σε χώρα:

$$R = R^* + (E^e - E)/E + \rho$$

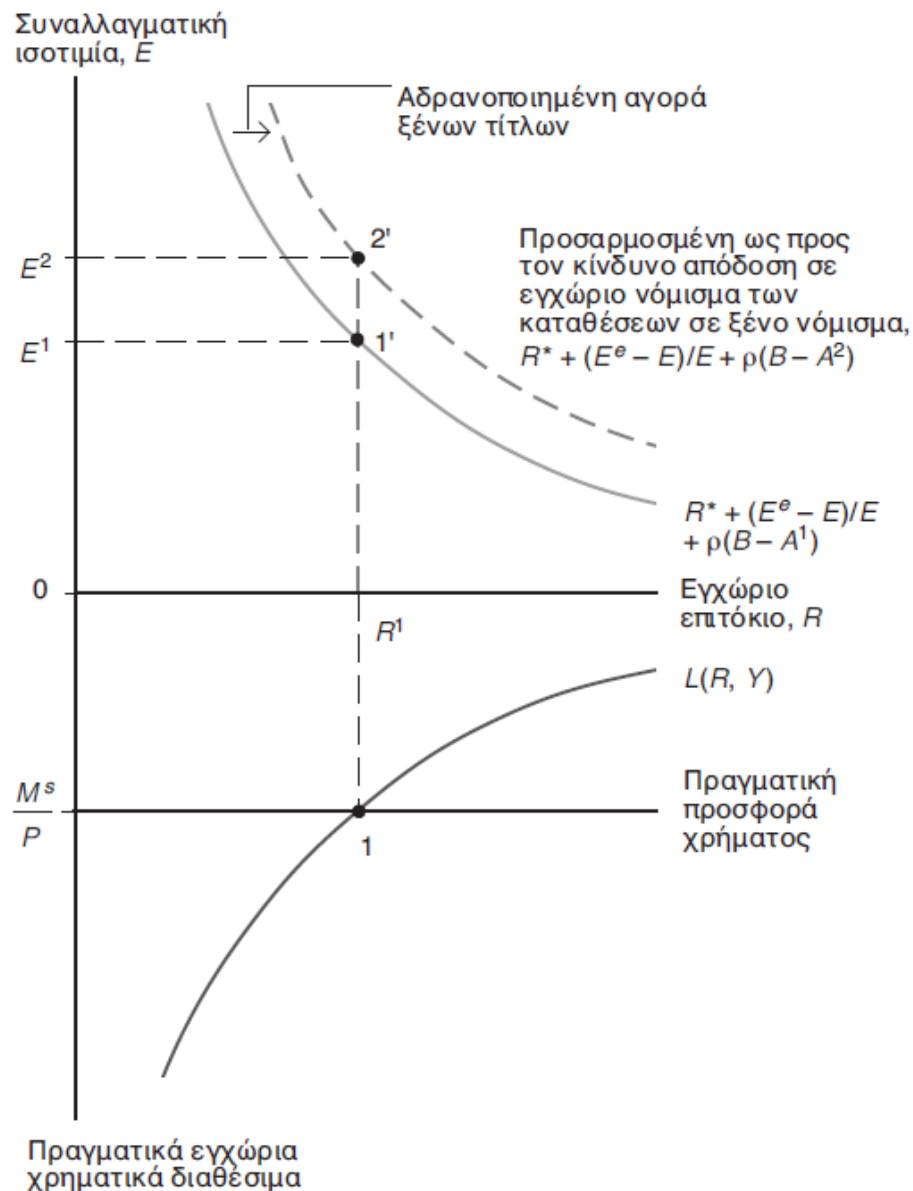
όπου ρ το **ασφάλιστρο κινδύνου**, ένα επιπρόσθετο ποσό που χρειάζεται για την αποζημίωση των επενδυτών που επενδύουν σε επικίνδυνα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία.

- Ο κίνδυνος μπορεί να οφείλεται στον κίνδυνο αθέτησης ή στον συναλλαγματικό κίνδυνο.

Το πακέτο διάσωσης: μειώνοντας το ρ

- Οι ΗΠΑ και το ΔΝΤ δημιούργησαν ένα κεφάλαιο \$50 δισεκατομμυρίων για να εγγυηθούν την αξία των δανείων της μεξικανικής κυβέρνησης,
 - περιορίζοντας τον κίνδυνο αθέτησης,
 - και μειώνοντας το συναλλαγματικό κίνδυνο, από τη στιγμή που τα δάνεια μπορούσαν να λειτουργήσουν ως συναλλαγματικά διαθέσιμα για τη σταθεροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αν ήταν απαραίτητο.
- Μετά από μια ύφεση το 1995, η οικονομία άρχισε να ανακάμπτει.
 - Τα μεξικανικά αγαθά ήταν σχετικά φθηνά, επιτρέποντας την αύξηση της παραγωγής.
 - Η αυξημένη ζήτηση για μεξικανικά προϊόντα σε σχέση με τη ζήτηση για ξένα προϊόντα σταθεροποίησε την αξία του πέσο και περιόρισε το συναλλαγματικό κίνδυνο.

Σχήμα 18.7: **Αποτέλεσμα της** **αδρανοποιημένης** **αγοράς ξένων τίτλων** **από την κεντρική** **τράπεζα σε** **συνθήκες ατελούς** **υποκατάστασης των** **περιουσιακών** **στοιχείων**



Συστήματα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών

1. Το **σύστημα του αποθεματικού νομίσματος**: ένα νόμισμα λειτουργεί ως επίσημο διεθνές αποθεματικό.
 - Το δολάριο ΗΠΑ ήταν το νόμισμα από το οποίο κυρίως αποτελούνταν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα των κεντρικών τραπεζών, στο σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που υπήρχε από το 1944 μέχρι το 1973.
 - Όλες οι χώρες, εκτός από τις ΗΠΑ, κρατούσαν δολάρια ΗΠΑ για να διενεργούν τις επίσημες διεθνείς συναλλαγές τους.
2. Το **σύστημα του χρυσού κανόνα**: ο χρυσός λειτουργεί ως επίσημο διεθνές αποθεματικό, που μπορούν να χρησιμοποιήσουν όλες οι χώρες για τις επίσημες διεθνείς συναλλαγές τους.

Σύστημα αποθεματικού νομίσματος

- Την περίοδο 1944–1973, οι κεντρικές τράπεζες σε όλο τον κόσμο διατηρούσαν σταθερή την αξία των νομισμάτων τους ως προς το δολάριο ΗΠΑ, αγοράζοντας ή πωλώντας εγχώρια περιουσιακά στοιχεία με αντάλλαγμα περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε δολάρια.
- Το αρμπιτράζ εξασφάλιζε ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ δύο οποιοδήποτε νομισμάτων θα παρέμεναν σταθερές.
 - Υποθέστε ότι η Τράπεζα της Ιαπωνίας καθόριζε τη συναλλαγματική ισοτιμία $360\text{¥}/\text{US\$}1$ και η Τράπεζα της Γαλλίας καθόριζε τη συναλλαγματική ισοτιμία $5\text{Ffr}/\text{US\$}1$.
 - Η ισοτιμία γιεν/γαλλικού φράγκου ήταν $(360\text{¥}/\text{US\$}1)/(5\text{Ffr}/\text{US\$}1) = 72\text{¥}/1\text{Ffr}$.
 - Αν όχι, τότε οι έμποροι νομισμάτων θα επιτύγχαναν εύκολο κέρδος αγοράζοντας νόμισμα όπου ήταν φθηνό και πουλώντας το όπου ήταν ακριβό.

Σύστημα αποθεματικού νομίσματος (συνέχεια)

- Επειδή οι περισσότερες χώρες διατηρούσαν τις συναλλαγματικές τους ισοτιμίες σταθερές αγοράζοντας ή πουλώντας (ξένα) περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε δολάρια, οι νομισματικές τους πολιτικές ήταν αναποτελεσματικές.
- Ωστόσο, επειδή η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ (η Fed) δεν χρειαζόταν να παρεμβαίνει στις αγορές συναλλάγματος, μπορούσε να ασκεί τη νομισματική της πολιτική για να επηρεάζει τη συνολική ζήτηση, το προϊόν και την απασχόληση.
 - Οι ΗΠΑ είχαν προνομιακή θέση γιατί μπορούσαν να χρησιμοποιούν τη νομισματική τους πολιτική όπως ήθελαν.

Σύστημα αποθεματικού νομίσματος (συνέχεια)

- Στην πραγματικότητα, η νομισματική πολιτική των ΗΠΑ επηρέαζε τις οικονομίες των άλλων χωρών.
- Υποθέστε ότι οι ΗΠΑ αύξαναν την προσφορά χρήματός τους
 - Αυτή η ενέργεια θα μείωνε τα επιτόκια των ΗΠΑ, πιέζοντας προς τα κάτω την αξία του αμερικανικού δολαρίου.
 - Αν οι άλλες κεντρικές τράπεζες διατηρούσαν τη συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή, θα έπρεπε να αγοράσουν (ξένα) περιουσιακά στοιχεία εκφρασμένα σε δολάρια, αυξάνοντας την προσφορά χρήματός τους.
 - Στην πραγματικότητα, οι νομισματικές πολιτικές των άλλων χωρών έπρεπε να ακολουθούν τη νομισματική πολιτική των ΗΠΑ, που δεν ήταν πάντα η καλύτερη για το ύψος της απασχόλησης και του προϊόντος τους.

Χρυσός κανόνας

- Στο σύστημα του χρυσού κανόνα την περίοδο 1870–1914 και μετά το 1918 για ορισμένες χώρες, κάθε κεντρική τράπεζα καθόριζε την αξία του νομίσματός της σε σχέση με μια ποσότητα χρυσού (σε ουγγιές ή γραμμάρια) αγοράζοντας ή πουλώντας εγχώρια περιουσιακά στοιχεία με αντάλλαγμα χρυσό.
 - Για παράδειγμα, αν η τιμή του χρυσού ήταν σταθερή στα \$35 ανά ουγγιά από τη Fed, ενώ η τιμή του χρυσού ήταν σταθερή στις £14,58 ανά ουγγιά από την Τράπεζα της Αγγλίας, τότε η συναλλαγματική ισοτιμία \$/£ ήταν σταθερή στα \$2,40 ανά λίρα.
 - Γιατί;

Χρυσός κανόνας (συνέχεια)

- Ο χρυσός κανόνας δεν έδινε στη νομισματική πολιτική των ΗΠΑ ή κάποιας άλλης χώρας προνομιακό ρόλο.
- Αν μια χώρα έχανε τα συναλλαγματικά διαθέσιμά της (χρυσό) και η προσφορά χρήματός της μειωνόταν, τότε κάποια άλλη χώρα τα κέρδιζε και η προσφορά χρήματός της αυξανόταν.
- Ο χρυσός κανόνας επίσης περιόριζε αυτόματα την απότομη αύξηση της προσφοράς χρήματος, εμποδίζοντας τις πληθωριστικές νομισματικές πολιτικές.

Χρυσός κανόνας (συνέχεια)

- Αλλά οι περιορισμοί στη νομισματική πολιτική δεν επέτρεπαν στην κεντρική τράπεζα την αύξηση της προσφοράς χρήματος για την ενίσχυση της συνολικής ζήτησης, του προϊόντος και της απασχόλησης.
- Επίσης, η τιμή του χρυσού σε σχέση με τα άλλα αγαθά και υπηρεσίες μεταβάλλεται, ανάλογα με την προσφορά και ζήτηση χρυσού.
 - Ένα καινούργιο κοίτασμα έκανε το χρυσό άφθονο (φθηνό) και οι τιμές των άλλων αγαθών και υπηρεσιών αυξάνονταν, γιατί η χρηματική αξία του χρυσού ήταν σταθερή.
 - Η ισχυρή ζήτηση για χρυσά κοσμήματα έκανε το χρυσό σπάνιο (ακριβό) και οι τιμές των άλλων αγαθών και υπηρεσιών μειώνονταν, γιατί η χρηματική αξία του χρυσού ήταν σταθερή.

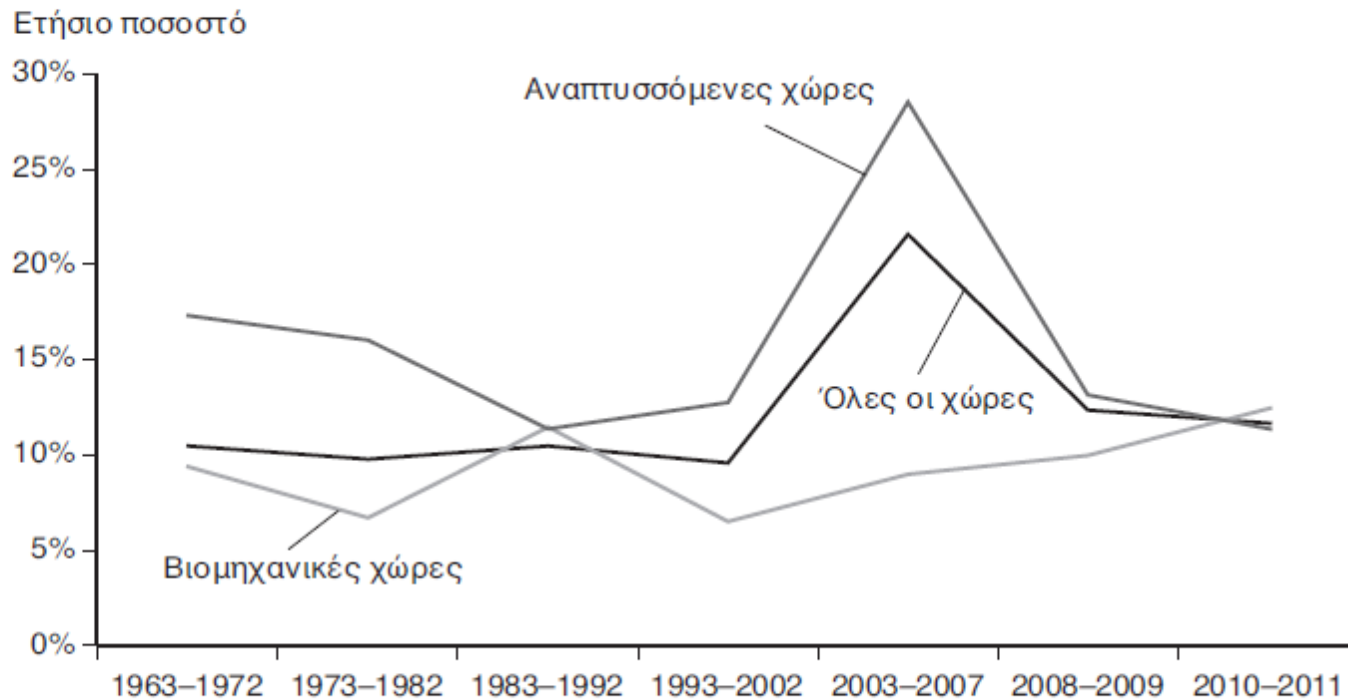
Χρυσός κανόνας (συνέχεια)

- Η επαναφορά του χρυσού κανόνα θα απαιτούσε νέες ανακαλύψεις χρυσού για την αύξηση της προσφοράς χρήματος, καθώς οι οικονομίες και οι πληθυσμοί μεγεθύνονται.
- Η επαναφορά του χρυσού κανόνα μπορεί να δώσει στη Ρωσία, τη Νότια Αφρική, τις ΗΠΑ ή άλλους παραγωγούς χρυσού μια αυξημένη δυνατότητα να επηρεάζουν τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές και μακροοικονομικές συνθήκες.

Χρυσός συναλλαγματικός κανόνας

- Ο **χρυσός συναλλαγματικός κανόνας**: ένα σύστημα συναλλαγματικών διαθεσίμων που χρησιμοποιεί τόσο μια ομάδα νομισμάτων (με σταθερές τιμές σε σχέση με το χρυσό) όσο και τον ίδιο το χρυσό.
 - Επιτρέπει μεγαλύτερη ελαστικότητα στην αύξηση των συναλλαγματικών διαθεσίμων, ανάλογα με τις μακροοικονομικές συνθήκες, γιατί στα συναλλαγματικά διαθέσιμα μπορούν να περιλαμβάνονται και περιουσιακά στοιχεία εκτός του χρυσού.
 - Οι οικονομίες δεν εξαρτώνται τόσο από την προσφορά και ζήτηση χρυσού.
 - Το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών της περιόδου 1944–1973 χρησιμοποιούσε το χρυσό και έτσι λειτουργούσε περισσότερο ως σύστημα του χρυσού συναλλαγματικού κανόνα, παρά ως σύστημα του αποθεματικού νομίσματος.

Σχήμα 18.8: Ρυθμοί αύξησης των συναλλαγματικών διαθεσίμων

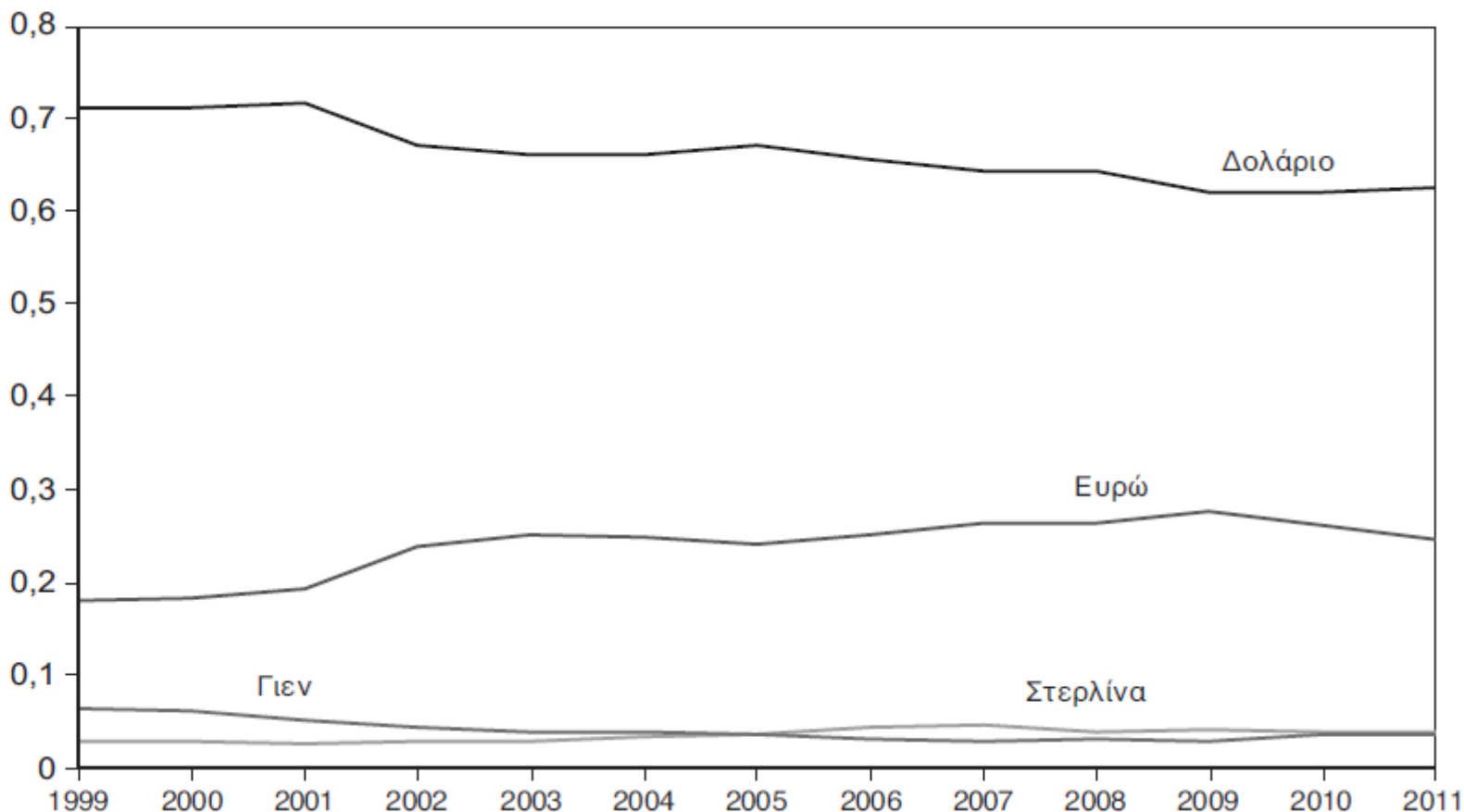


Χρυσός και αργυρός κανόνας

- **Διμεταλλικός κανόνας:** η αξία του νομίσματος βασίζεται τόσο στον άργυρο όσο και στο χρυσό.
- Οι ΗΠΑ χρησιμοποίησαν το διμεταλλικό κανόνα την περίοδο 1837–1861.
- Οι τράπεζες μετέτρεπαν στο εθνικό νόμισμα συγκεκριμένες ποσότητες χρυσού ή αργύρου.
 - 371,25 γκρέιν αργύρου ή 23,22 γκρέιν χρυσού ανταλλάσσονταν με 1 αργυρό ή χρυσό δολάριο.
 - Επομένως ο χρυσός άξιζε $371,25/23,22 = 16$ φορές περισσότερο από τον άργυρο.
 - Δείτε <http://www.micheloud.com/FXM/MH/index.htm> για μια διασκεδαστική περιγραφή του διμεταλλικού κανόνα, του χρυσού κανόνα μετά το 1873 και του *Μάγου του Οζ!*

Σχήμα 18.9: Νομισματική σύνθεση των παγκόσμιων συναλλαγματικών διαθεσίμων

Μερίδιο στα παγκόσμια συναλλαγματικά διαθέσιμα



Περίληψη

1. Οι μεταβολές του ισολογισμού των κεντρικών τραπεζών οδηγούν σε μεταβολές της εγχώριας προσφοράς χρήματος.
 - Αγοράζοντας εγχώρια ή ξένα περιουσιακά στοιχεία αυξάνουν την εγχώρια προσφορά χρήματος.
 - Πωλώντας εγχώρια ή ξένα περιουσιακά στοιχεία μειώνουν την εγχώρια προσφορά χρήματος.
2. Όταν οι αγορές περιμένουν ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες θα διατηρούνται σταθερές, τα εγχώρια και τα ξένα περιουσιακά στοιχεία έχουν τις ίδιες προσδοκώμενες αποδόσεις, εφόσον αντιμετωπίζονται ως τέλεια υποκατάστατα.

Περίληψη (συνέχεια)

3. Η νομισματική πολιτική είναι αναποτελεσματική και δεν μπορεί να επηρεάσει το προϊόν και την απασχόληση σε ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.
4. Η προσωρινή δημοσιονομική πολιτική είναι πιο αποτελεσματική ως προς το προϊόν και την απασχόληση σε ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών σε σύγκριση με ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Περίληψη (συνέχεια)

5. Μια κρίση του ισοζυγίου πληρωμών συμβαίνει όταν η κεντρική τράπεζα δεν έχει αρκετά συναλλαγματικά διαθέσιμα για να διατηρήσει τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.
6. Φυγή κεφαλαίων μπορεί να συμβεί όταν οι επενδυτές περιμένουν μια υποτίμηση του νομίσματος, γιατί θεωρούν ότι η κεντρική τράπεζα δεν μπορεί πλέον να διατηρεί τη συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή: μια αυτοεκπληρούμενη κρίση.
7. Τα εγχώρια και τα ξένα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να μην είναι τέλεια υποκατάστατα, εξαιτίας διαφορών στον κίνδυνο αθέτησης και το συναλλαγματικό κίνδυνο.

Περίληψη (συνέχεια)

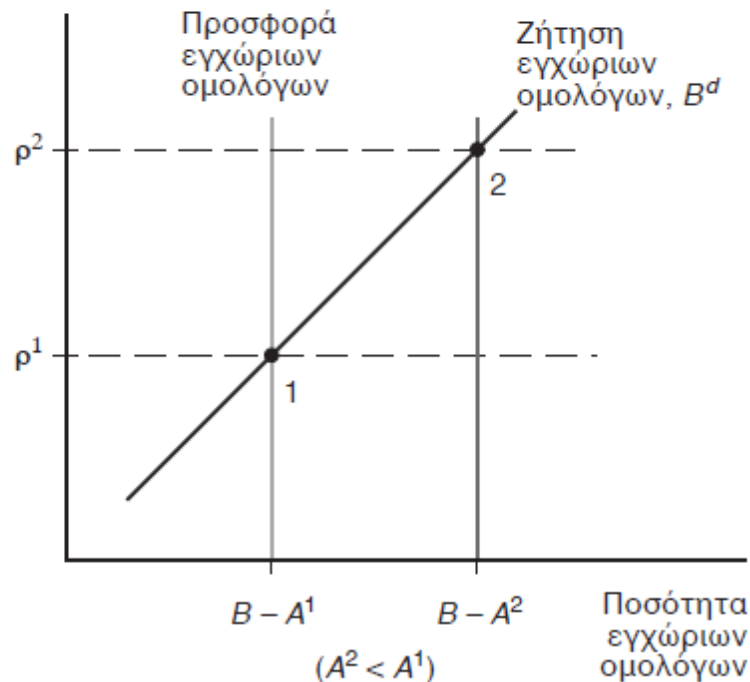
8. Στο σύστημα του αποθεματικού νομίσματος, όλες οι κεντρικές τράπεζες, εκτός απ' αυτήν που ελέγχει την προσφορά του αποθεματικού νομίσματος, αγοράζουν και πωλούν το αποθεματικό νόμισμα για να διατηρήσουν τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες.
9. Στο σύστημα του χρυσού κανόνα, όλες οι κεντρικές τράπεζες πωλούν και αγοράζουν χρυσό για να διατηρήσουν τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Κεφάλαιο 18

Παράρτημα 1: Ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος με ατελή υποκατάσταση περιουσιακών στοιχείων

Σχήμα 18Α1.1: Η εγχώρια προσφορά ομολόγων και το ασφάλιστρο κινδύνου συναλλάγματος σε συνθήκες ατελούς υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων

Ασφάλιστρο κινδύνου εγχώριων ομολόγων, $\rho (= R - R^* - (E^e - E)/E)$

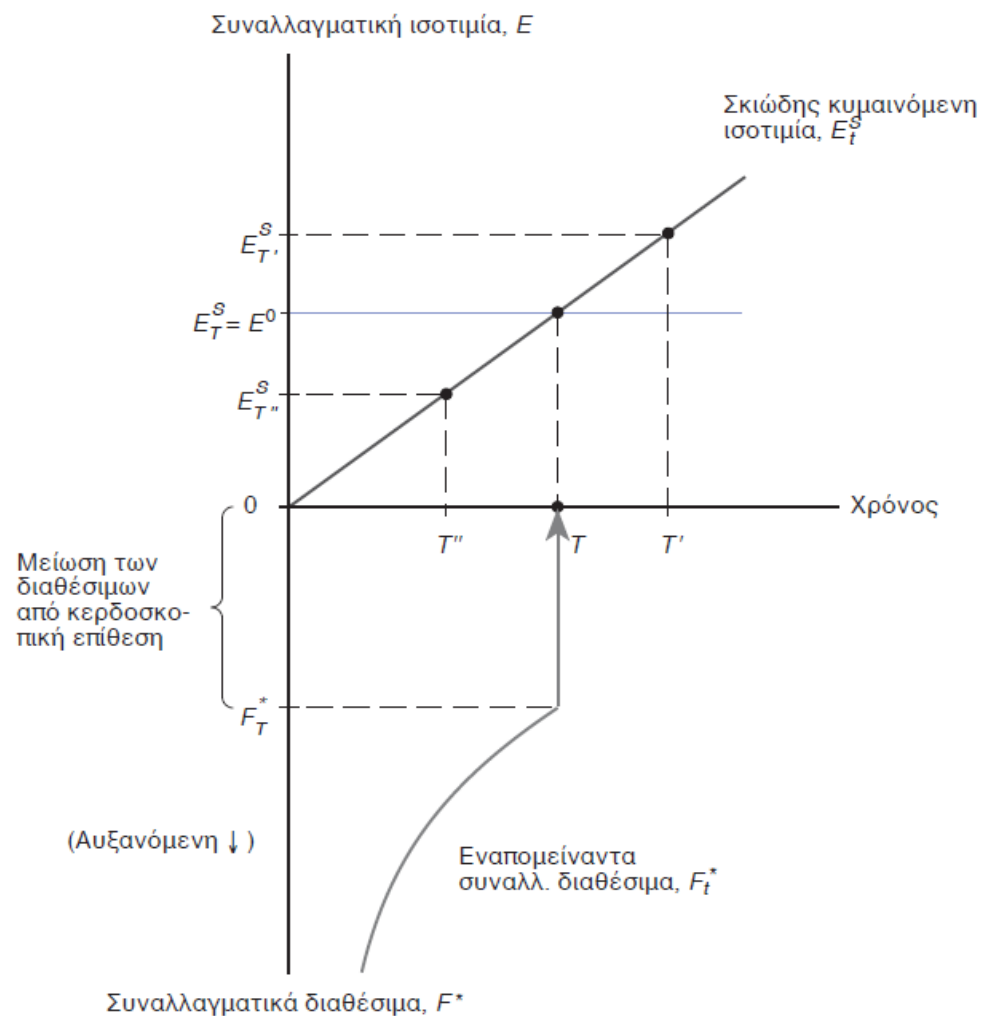


Κεφάλαιο 18

Παράρτημα 2:

**Ο χρόνος εμφάνισης των
κρίσεων του ισοζυγίου
εξωτερικών πληρωμών**

Σχήμα 18Α2.1: Πώς προσδιορίζεται ο χρόνος εκδήλωσης της κρίσης του σοζυγίου πληρωμών



Απαγορεύεται η αναδημοσίευση ή αναπαραγωγή του
παρόντος έργου με οποιονδήποτε τρόπο χωρίς γραπτή άδεια
του εκδότη, σύμφωνα με το Ν. 2121/1993 και τη Διεθνή
Σύμβαση της Βέρνης
(που έχει κυρωθεί με τον Ν. 100/1975)