

DOMINICK SALVATORE

ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

12η Έκδοση

Επιστημονική Επιμέλεια:
Γρηγόριος Σιουρούνης
Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Παν/μίου



ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΤΖΙΟΛΑ

Διεθνής Οικονομική

12^η Έκδοση

Αγορές Συναλλάγματος και Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Dominick Salvatore

ΜΑΘΗΣΙΑΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ

Μετά την ανάγνωση αυτού του κεφαλαίου, θα πρέπει να είστε σε θέση να:

- Κατανοήσετε την έννοια και τις λειτουργίες της αγοράς συναλλάγματος
- Γνωρίζετε ποια είναι η στιγμιαία, η προθεσμιακή, η σταυρωτή και η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία
- Κατανοήσετε την έννοια του κινδύνου ξένου συναλλάγματος, της αντιστάθμισης, της κερδοσκοπίας και του αρμπιτράζ επιτοκίου

14.1 Εισαγωγή

■ Αγορά συναλλάγματος

- Είναι η αγορά στην οποία τα άτομα, οι επιχειρήσεις και οι τράπεζες αγοράζουν και πωλούν ξένα νομίσματα ή ξένο συνάλλαγμα.
 - Αποτελείται από όλες τις τοποθεσίες (όπως το Λονδίνο, το Παρίσι, τη Ζυρίχη, τη Φρανκφούρτη, τη Σιγκαπούρη, το Χονγκ Κονγκ, το Τόκιο και τη Νέα Υόρκη), όπου τα δολάρια αγοράζονται και πωλούνται για άλλα νομίσματα.
 - Αυτά τα διαφορετικά νομισματικά κέντρα συνδέονται με ηλεκτρονικά μέσα και είναι σε συνεχή επαφή το ένα με το άλλο, σχηματίζοντας έτσι μια ενιαία διεθνή αγορά συναλλάγματος.

14.2 Λειτουργίες των Αγορών Συναλλάγματος

Η κύρια λειτουργία των αγορών συναλλάγματος είναι η μεταφορά κεφαλαίων ή αγοραστικής δύναμης από μια χώρα και ένα νόμισμα σε μια άλλη χώρα και σε ένα άλλο νόμισμα.

- Η ζήτηση για ξένα νομίσματα προκύπτει όταν:
 - τουρίστες επισκέπτονται μια άλλη χώρα
 - μια εγχώρια επιχείρηση επιθυμεί να εισάγει από άλλες χώρες
 - ένα άτομο ή μια επιχείρηση θέλει να επενδύσει στο εξωτερικό και ούτω καθεξής
- Η προσφορά ξένων νομισμάτων από μια χώρα προέρχεται από:
 - τις ξένες τουριστικές δαπάνες στη χώρα
 - τα έσοδα από τις εξαγωγές
 - τη λήψη ξένων επενδύσεων

14.2 Λειτουργίες των Αγορών Συναλλάγματος

- Οι εμπορικές τράπεζες μιας χώρας λειτουργούν ως γραφεία συμψηφισμού για το συνάλλαγμα που ζητείται και που προσφέρεται κατά τη διάρκεια των ξένων συναλλαγών από τους κατοίκους της χώρας.
- Οι εμπορικές τράπεζες των ΗΠΑ που βρίσκονται με μια υπερπροσφορά λιρών θα πουλήσουν τις πλεονάζουσες λίρες τους (μέσω μεσιτών ξένου συναλλάγματος) στις εμπορικές τράπεζες.
- Εάν η συνολική ζήτηση της χώρας για συνάλλαγμα κατά τις εξωτερικές συναλλαγές της, υπερβαίνει το σύνολο των εσόδων της σε ξένο συνάλλαγμα, θα πρέπει να αλλάξει ο ρυθμός με τον οποίο ανταλλάσσονται τα νομίσματα μεταξύ τους.

14.2 Λειτουργίες των Αγορών Συναλλάγματος

- **Τέσσερα επίπεδα συναλλασσομένων**
 - Παραδοσιακοί χρήστες
 - Τουρίστες, εισαγωγείς, εξαγωγείς, επενδυτές και ούτω καθεξής
 - Εμπορικές τράπεζες
 - Δρουν ως γραφεία εκκαθάρισης συναλλαγών μεταξύ των χρηστών και όσων κερδίζουν ξένο συνάλλαγμα
 - Μεσίτες συναλλάγματος
 - Μέσω αυτών οι εμπορικές τράπεζες της χώρας εξισορροπούν τις εισροές και τις εκροές τους σε συνάλλαγμα μεταξύ τους
 - Κεντρικές τράπεζες
 - Πωλητής ή αγοραστής έσχατης ανάγκης όταν τα συνολικά έσοδα της χώρας σε ξένο συνάλλαγμα και οι δαπάνες της δεν ισοούνται

14.2 Λειτουργίες των Αγορών Συναλλάγματος

- Το δολάριο είναι ένα **νόμισμα-όχημα**.
 - Χρησιμοποιείται για συναλλαγές που δεν αφορούν καθόλου τις Ηνωμένες Πολιτείες.
 - Οι Ηνωμένες Πολιτείες λαμβάνουν το όφελος του **εκδοτικού προνομίου**, όταν το δολάριο χρησιμοποιείται ως νόμισμα-όχημα. Αυτό προκύπτει από και ισοδυναμεί με άτοκο δάνειο από ξένους προς τις Ηνωμένες Πολιτείες σε σχέση με την ποσότητα των δολαρίων που διατηρούνται στο εξωτερικό.
 - Περισσότερο από το 60% του νομίσματος των ΗΠΑ πλέον διατηρείται στο εξωτερικό.
- Ο παγκόσμιος «κύκλος εργασιών» ήταν κατά μέσο όρο \$5,3 τρισεκατομμύρια ανά ημέρα, στο τέλος του 2013, από \$4,0 τρισεκατομμύρια το 2010.

14.2 Λειτουργίες των Αγορών Συναλλάγματος

Άλλες λειτουργίες των αγορών συναλλάγματος

- Λειτουργία πίστωσης
 - Η πίστωση χρειάζεται συνήθως όταν τα προϊόντα βρίσκονται υπό διαμετακόμιση και επίσης για να δοθεί ο χρόνος στον αγοραστή να μεταπωλήσει τα αγαθά και να κάνει την πληρωμή.
 - Μια άλλη λειτουργία των αγορών συναλλάγματος είναι να παρέχουν τις εγκαταστάσεις για την αντιστάθμιση και την κερδοσκοπία.
- Σήμερα, περίπου το 90% των συναλλαγών ξένου συναλλάγματος αντανακλά καθαρά τις οικονομικές συναλλαγές και μόνο περίπου το 10% της χρηματοδότησης του εμπορίου.

14.3 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

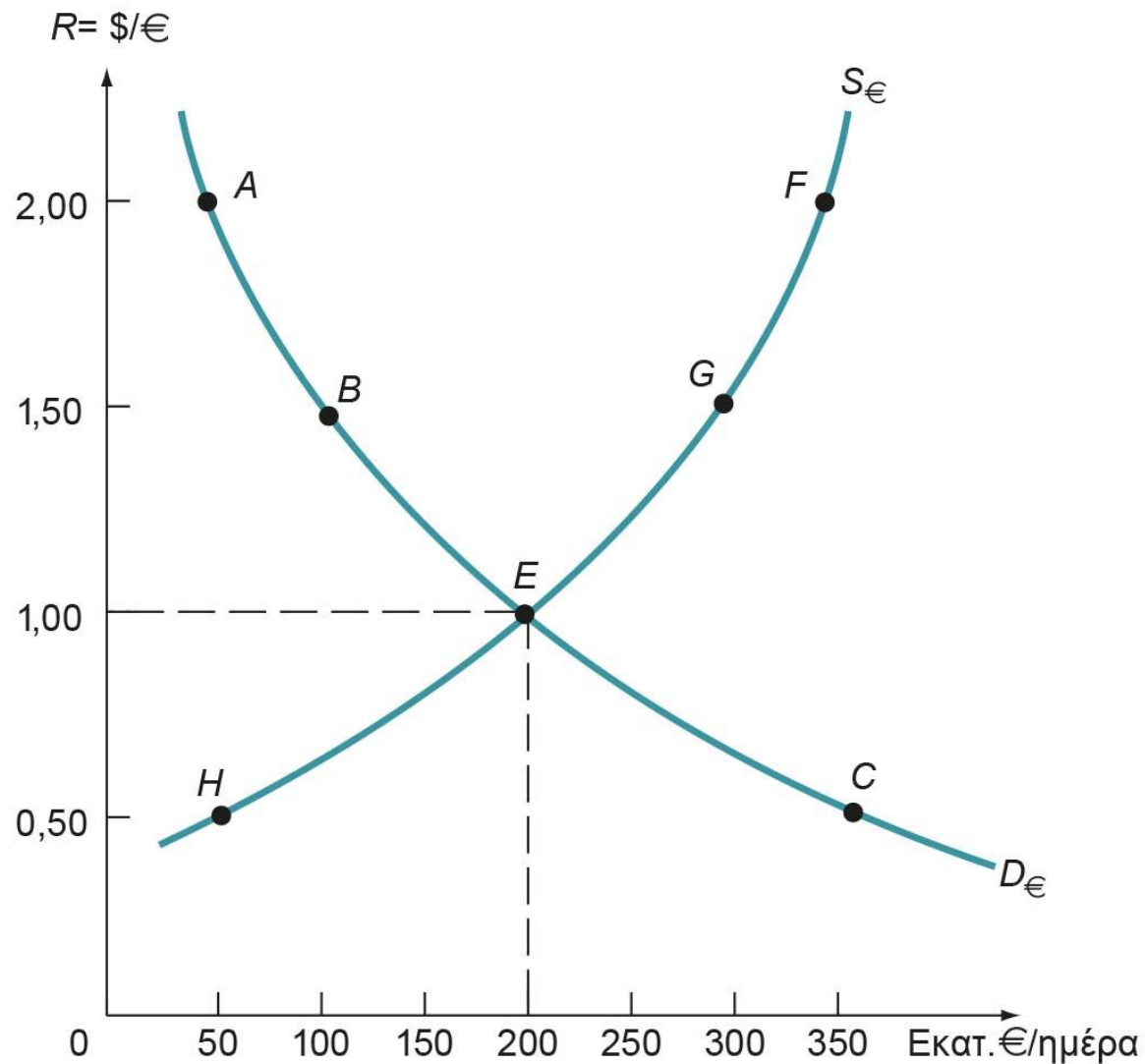
- Ας υποθέσουμε για λόγους απλότητας ότι υπάρχουν μόνο δύο οικονομίες, οι Ηνωμένες Πολιτείες και η Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ).
 - Δολάριο (\$) = εγχώριο νόμισμα
 - Ευρώ (€) = ξένο νόμισμα
- Η **συναλλαγματική ισοτιμία** (R) μεταξύ του δολαρίου και του ευρώ ισούται με τον αριθμό των δολαρίων που απαιτούνται για την αγορά ενός ευρώ.

$$R = \$/\epsilon$$

Αν $R = \$/\epsilon = 1$, σημαίνει ότι απαιτείται ένα δολάριο για την αγορά ενός ευρώ.

14.3 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

- Στο πλαίσιο ενός συστήματος ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών του τύπου που έχουμε σήμερα, η τιμή του ευρώ σε δολάρια (R) καθορίζεται, όπως ακριβώς και η τιμή του κάθε προϊόντος, από το σημείο τομής των καμπυλών ζήτησης και προσφοράς στην αγορά ευρώ.
- Η **υποτίμηση** αναφέρεται επομένως σε μια αύξηση στην εγχώρια τιμή του ξένου νομίσματος.
 - Αν η τιμή του ευρώ σε δολάρια αυξάνεται από \$1 σε \$1.50, το δολάριο έχει υποτιμηθεί.
- Η **ανατίμηση** αναφέρεται έτσι σε μείωση της εγχώριας τιμής του ξένου νομίσματος.
 - Αν η τιμή του ευρώ σε δολάρια μειώνεται από \$1 σε \$0.50, το δολάριο έχει ανατιμηθεί.



ΣΧΗΜΑ 14.1. Η Συναλλαγματική Ισοτιμία στο Πλαίσιο ενός Συστήματος Ευέλικτων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.

14.3 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

■ Σταυρωτή συναλλαγματική ισοτιμία

- Μόλις καθιερωθεί η συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ του κάθε ζεύγους νομισμάτων σε σχέση με το δολάριο, όμως, η ισοτιμία μεταξύ των ίδιων των νομισμάτων, ή **σταυρωτή συναλλαγματική ισοτιμία**, μπορεί εύκολα να προσδιοριστεί.
- Παράδειγμα:

- Έστω η συναλλαγματική ισοτιμία \$/€ είναι \$1.25 και η συναλλαγματική ισοτιμία είναι \$/£ \$2.

$$R = \text{€/£} = \frac{\text{\$ τιμή του £}}{\text{\$ τιμή του €}} = \frac{2}{1.25} = 1.60$$

14.3 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

- **Σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία**
 - Είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος των συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ του εγχώριου νομίσματος και εκείνου της χώρας που αποτελεί το σημαντικότερο εμπορικό εταίρο, με βάρη που αποδίδονται βάσει της σχετικής σημασίας του εμπορίου της χώρας με τον καθένα από αυτούς τους εμπορικούς εταίρους.

14.3 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

■ Αρμπιτράζ

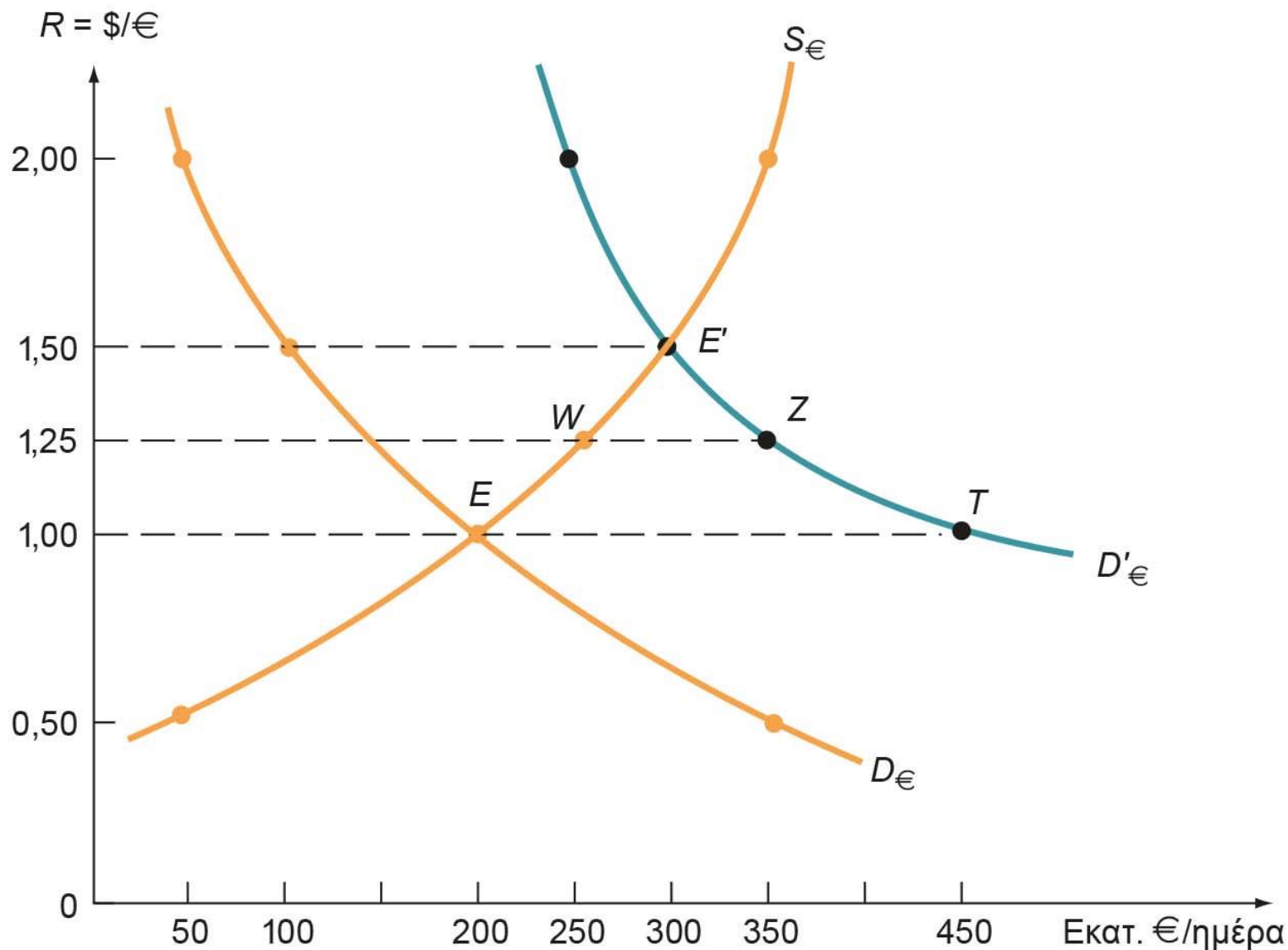
- Αναφέρεται στην αγορά ενός νομίσματος στο νομισματικό κέντρο όπου είναι φθηνότερο, προκειμένου να μεταπωληθεί άμεσα στο νομισματικό κέντρο όπου είναι πιο ακριβό, προκειμένου να πραγματοποιηθεί κέρδος.
- Καθώς συμβαίνει το αρμπιτράζ, η ισοτιμία μεταξύ των δύο νομισμάτων τείνει να εξισώνεται στα δύο νομισματικά κέντρα.
- Όταν εμπλέκονται μόνο δύο νομίσματα και δύο νομισματικά κέντρα στο αρμπιτράζ, όπως και στο προηγούμενο παράδειγμα, έχουμε αρμπιτράζ δύο σημείων.

14.3 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

- **Η Συναλλαγματική Ισοτιμία και το Ισοζύγιο Πληρωμών**
 - Στο Σχήμα 14.2, υποθέτουμε ότι η ζήτηση για ευρώ αυξάνεται.
 - Εάν οι νομισματικές αρχές των ΗΠΑ θέλουν να διατηρήσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία στο επίπεδο του \$1/€, πρέπει να προσφέρουν €250 από τα αποθεματικά συναλλάγματός τους.
 - Εναλλακτικά, οι νομισματικές αρχές της ΟΝΕ θα πρέπει να αγοράσουν δολάρια (αυξάνοντας έτσι τα επίσημα αποθέματά τους σε δολάρια) και προσφέροντας ευρώ στην αγορά συναλλάγματος για να αποφευχθεί η ανατίμηση του ευρώ.
 - Σε κάθε περίπτωση, το ισοζύγιο επίσημων διακανονισμών των ΗΠΑ θα παρουσιάζει μια απώλεια διεθνών αποθεμάτων ύψους €250 εκατομμυρίων.

14.3 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

- Η Συναλλαγματική Ισοτιμία και το Ισοζύγιο Πληρωμών
 - Στο Σχήμα 14.2, υποθέτουμε ότι η ζήτηση για ευρώ αυξάνεται.
 - Στο πλαίσιο ενός συστήματος εύελικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών, η ισοτιμία θα αυξανόταν (δηλαδή, το δολάριο θα γνώριζε μια υποτίμηση) από $R = 1,00$ σε $R = 1,50$.
 - Στην περίπτωση αυτή, οι Ηνωμένες Πολιτείες δε θα χάσουν κανένα από τα επίσημα αποθέματά τους σε ευρώ. Πράγματι, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα θα ήταν εντελώς περιττά στο πλαίσιο ενός τέτοιου συστήματος.
 - Η τάση για μια υπερβάλλουσα ζήτηση για ευρώ στις ιδιωτικές συναλλαγές θα εξαλειφθεί πλήρως από μια επαρκή υποτίμηση του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ.



ΣΧΗΜΑ 14.2. Ανισορροπία Στο Πλαίσιο ενός Συστήματος Σταθερών και Ευέλικτων Συναλλαγματικών Ισοτιμιών.

14.3 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

- **Η Συναλλαγματική Ισοτιμία και το Ισοζύγιο Πληρωμών**
 - Από το 1976 οι Ηνωμένες Πολιτείες έχουν αναστείλει τον υπολογισμό του ελλείμματος ή πλεονάσματος του ισοζυγίου πληρωμών.
 - Ωστόσο, η έννοια και η μέτρηση των διεθνών συναλλαγών και του ισοζυγίου πληρωμών εξακολουθεί να είναι πολύ σημαντική και χρήσιμη για διάφορους λόγους.
 - Η ροή του εμπορίου αποτελεί το συνδετικό κρίκο μεταξύ των διεθνών συναλλαγών και του εθνικού εισοδήματος.
 - Πολλές αναπτυσσόμενες χώρες εξακολουθούν να λειτουργούν στο πλαίσιο ενός συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών και προσδένουν το νόμισμά τους σε ένα ισχυρό νόμισμα.
 - Το ΔΝΤ απαιτεί από όλα τα κράτη-μέλη να υποβάλλουν σε αυτό μια δήλωση του ισοζυγίου πληρωμών τους κάθε χρόνο.
 - Η ισορροπία στα επίσημα αποθεματικά δίνει μια ένδειξη του βαθμού παρέμβασης από τις νομισματικές αρχές της χώρας στην αγορά συναλλάγματος.

14.4 Στιγμαιαίες και Προθεσμιακές Ισοτιμίες, Συμφωνίες Ανταλλαγής Ξένου Συναλλάγματος, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης (Αγοράς) Ξένου συναλλάγματος

■ Στιγμαιαία ισοτιμία

- Η προθεσμία των δύο ημερών δίνει επαρκή χρόνο στα εμπλεκόμενα μέρη να στείλουν τις κατάλληλες οδηγίες για να χρεωθούν και να πιστωθούν οι κατάλληλοι τραπεζικοί λογαριασμοί στο εσωτερικό και στο εξωτερικό. Αυτό το είδος συναλλαγής ονομάζεται στιγμαιαία συναλλαγή και η συναλλαγματική ισοτιμία στην οποία λαμβάνει χώρα η συναλλαγή ονομάζεται στιγμαιαία ισοτιμία.

■ Προθεσμιακή ισοτιμία

- Μια προθεσμιακή συναλλαγή περιλαμβάνει μια συμφωνία σήμερα για την αγορά ή την πώληση ενός ορισμένου ποσού ενός ξένου νομίσματος σε καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία σε ισοτιμία που συμφωνήθηκε σήμερα.

14.4 Στιγμαιαίες και Προθεσμιακές Ισοτιμίες, Συμφωνίες Ανταλλαγής Ξένου Συναλλάγματος, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης (Αγοράς) Ξένου συναλλάγματος

■ Προθεσμιακή προεξόφληση

- Εάν η προθεσμιακή ισοτιμία είναι κάτω από τη στιγμιαία ισοτιμία, το ξένο νόμισμα λέγεται ότι είναι σε **προθεσμιακή προεξόφληση** σε σχέση με το εγχώριο νόμισμα.

■ Προθεσμιακό ασφάλιστρο

- Αν η προθεσμιακή ισοτιμία είναι πάνω από τη στιγμιαία ισοτιμία, το ξένο νόμισμα λέγεται ότι είναι σε **προθεσμιακό ασφάλιστρο**,

$$FD \text{ or } FP = \frac{FR - SR}{SR} \times 4 \times 100$$

όπου FR = η προθεσμιακή ισοτιμία και SR = η στιγμιαία ισοτιμία

14.4 Στιγμαιαίες και Προθεσμιακές Ισοτιμίες, Συμφωνίες Ανταλλαγής Ξένου Συναλλάγματος, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης (Αγοράς) Ξένου συναλλάγματος

- **Συμφωνία Ανταλλαγής Ξένου Συναλλάγματος**
 - Μια συμφωνία ανταλλαγής ξένου συναλλάγματος αναφέρεται σε μια στιγμιαία πώληση ενός νομίσματος που συνδυάζεται με την προθεσμιακή επαναγορά του ίδιου νομίσματος – ως μέρος μιας μεμονωμένης συναλλαγής.
 - Το επιτόκιο ανταλλαγής (συνήθως εκφράζεται σε ετήσια βάση) είναι η διαφορά μεταξύ της άμεσης και της προθεσμιακής ισοτιμίας του νομίσματος στις συμφωνίες ανταλλαγής ξένου συναλλάγματος.
 - Οι περισσότερες διαπραπειακές συναλλαγές που αφορούν την αγορά ή την πώληση νομισμάτων για μελλοντική παράδοση δε γίνονται μόνο με προθεσμιακές συμβάσεις συναλλάγματος, αλλά σε συνδυασμό με στιγμιαίες συναλλαγές με τη μορφή συμφωνιών ανταλλαγής ξένου συναλλάγματος.

14.4 Στιγμαιαίες και Προθεσμιακές Ισοτιμίες, Συμφωνίες Ανταλλαγής Ξένου Συναλλάγματος, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης (Αγοράς) Ξένου συναλλάγματος

■ Προθεσμιακή Σύμβαση Ξένου Συναλλάγματος

- Η διαπραγμάτευση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης ξεκίνησε το 1972 από τη Διεθνή Νομισματική Αγορά (IMM) του Χρηματιστηρίου Εμπορευμάτων του Σικάγο (CME).
- Το μέγεθος των καθημερινών διακυμάνσεων είναι περιορισμένο.
- Τα νομίσματα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης:
 - Δολάριο, ιαπωνικό γεν, δολάριο Καναδά, βρετανική λίρα, ελβετικό φράγκο, δολάριο Αυστραλίας, μεξικανικό πέσο και ευρώ

14.4 Στιγμαϊκές και Προθεσμιακές Ισοτιμίες, Συμφωνίες Ανταλλαγής Ξένου Συναλλάγματος, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης (Αγοράς) Ξένου συναλλάγματος

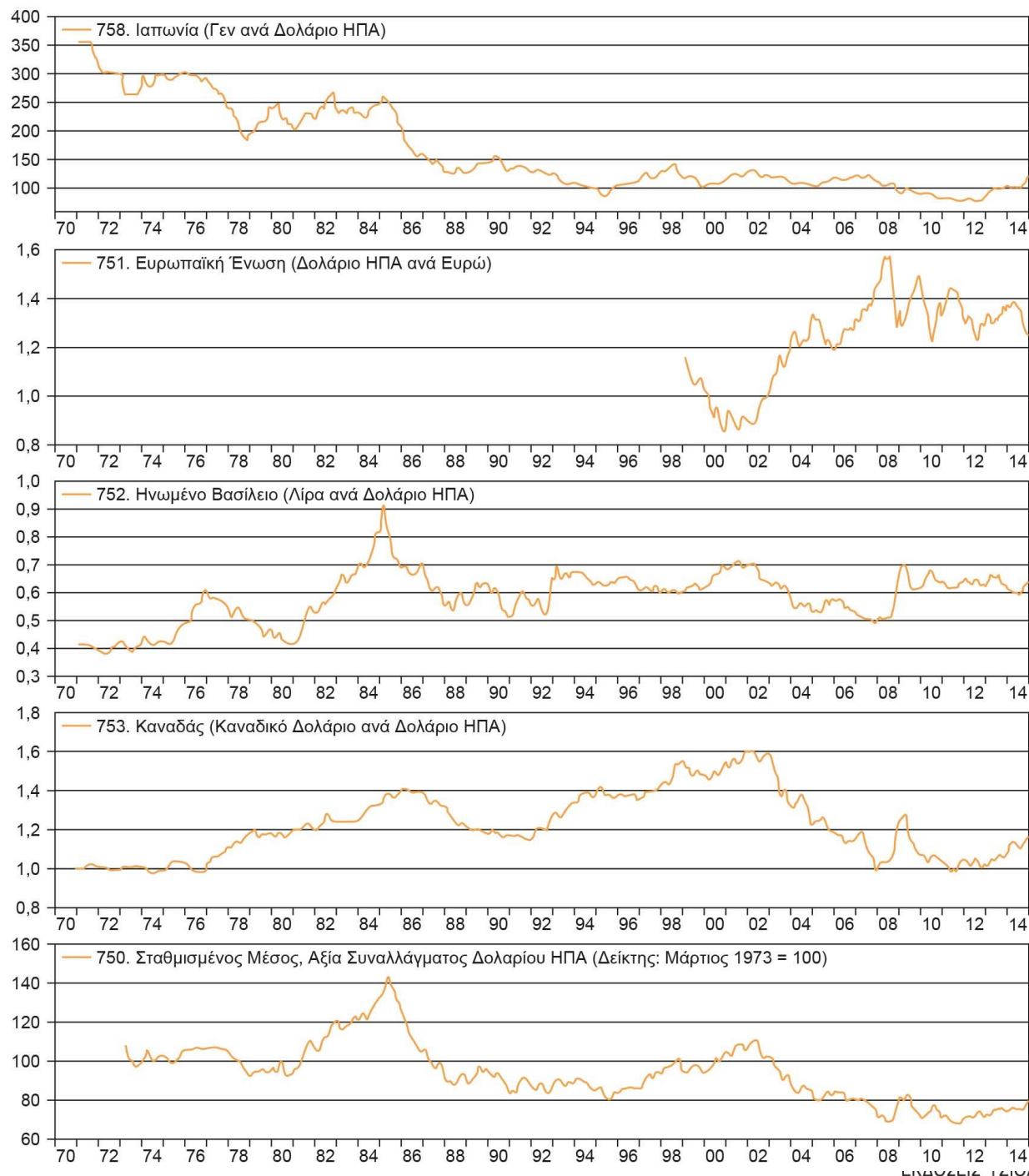
■ Αγορά Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

- Ένα δικαίωμα προαίρεσης (αγοράς) ξένου συναλλάγματος είναι μια σύμβαση που δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει (ένα δικαίωμα αγοράς) ή να πουλήσει (ένα δικαίωμα πώλησης) ένα συγκεκριμένο ποσό ενός διαπραγματεύσιμου νομίσματος σε μια καθορισμένη ημερομηνία (Ευρωπαϊκό δικαίωμα) ή ανά πάσα στιγμή πριν από την καθορισμένη ημερομηνία (Αμερικανικό δικαίωμα) και σε ορισμένη τιμή (η τιμή άσκησης).

14.5 Συναλλαγματικοί Κίνδυνοι, Αντιστάθμιση και Κερδοσκοπία

- Κάθε φορά που πρέπει να γίνει μια μελλοντική πληρωμή ή μια είσπραξη σε ξένο νόμισμα, υπάρχει **συναλλαγματικός κίνδυνος**, ή η λεγόμενη ανοιχτή θέση, επειδή οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταβάλλονται με το χρόνο.
 - Το Σχήμα 14.3 δείχνει τη μεγάλη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών του αμερικανικού δολαρίου σε σχέση με το ιαπωνικό γεν, το ευρώ, τη βρετανική λίρα και το καναδικό δολάριο από το 1971 έως το 2014.

ΣΧΗΜΑ 14.3.
Συναλλαγματική
Ισοτιμία των
Κυριότερων
Νομισμάτων και
Σταθμισμένη
Συναλλαγματική
Ισοτιμία του Δολαρίου,
1970-2014.



14.5 Συναλλαγματικοί Κίνδυνοι, Αντιστάθμιση και Κερδοσκοπία

- Οι συχνές και σχετικά μεγάλες διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες που παρατίθενται στο Σχήμα 14.3 επιβάλλουν κινδύνους συναλλάγματος σε όλα τα άτομα, τις επιχειρήσεις και τις τράπεζες που πρέπει να κάνουν ή να λάβουν μελλοντικές πληρωμές σε ξένο νόμισμα.
 - Παράδειγμα:
 - Έστω ότι ένας εισαγωγέας των ΗΠΑ αγοράζει αγαθά αξίας €100.000 από την ΟΝΕ και πρέπει να πληρώσει μέσα σε τρεις μήνες σε ευρώ. Εάν η στιγμιαία ισοτιμία της λίρας είναι $SR = \$1/€1$, η πληρωμή στην τρέχουσα αξία του δολαρίου που πρέπει να γίνει μέσα σε τρεις μήνες είναι \$100.000. Ωστόσο, μέσα σε τρεις μήνες η ισοτιμία μπορεί να αλλάξει σε $SR = \$1,10/€1$. Στη συνέχεια, ο εισαγωγέας θα πρέπει να πληρώσει \$110.000.

14.5 Συναλλαγματικοί Κίνδυνοι, Αντιστάθμιση και Κερδοσκοπία

■ Παράδειγμα:

- Ένας εξαγωγέας των ΗΠΑ που αναμένει να λάβει μια πληρωμή των €100.000 σε τρεις μήνες θα λάβει μόνο \$90.000 (αντί για τα \$100.000 που αυτός ή αυτή αναμένει στη σημερινή ισοτιμία του $SR = \$1/€1$), αν η στιγμιαία ισοτιμία σε τρεις μήνες είναι $SR = \$0,90/€1$.
- Για άλλη μια φορά, η στιγμιαία ισοτιμία θα μπορούσε να είναι υψηλότερη σε τρεις μήνες από ό,τι είναι σήμερα, με αποτέλεσμα ο εξαγωγέας να λάβει περισσότερο από το αναμενόμενο.

14.5 Συναλλαγματικοί Κίνδυνοι, Αντιστάθμιση και Κερδοσκοπία

- Η **αντιστάθμιση** αναφέρεται στην αποφυγή ενός κινδύνου ξένου συναλλάγματος, ή στην κάλυψη μιας ανοικτής θέσης.
- **Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς ξένου συναλλάγματος:**
 1. Αγοράζεις στην τρέχουσα στιγμιαία ισοτιμία και καταθέτεις τις εισπράξεις σε έναν επιτοκιακό λογαριασμό έως ότου χρειαστείς τα χρήματα.
 2. Αγοράζεις ένα προθεσμιακό συμβόλαιο
 - Συνήθως αφορά την πληρωμή ενός προθεσμιακού ασφαλίστρου, που αυξάνει το κόστος της συναλλαγής.
 3. Αγοράζεις ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς ξένου συναλλάγματος
 - Αν δεν το εξασκήσεις, το ασφάλιστρο χάνεται.

14.5 Συναλλαγματικοί Κίνδυνοι, Αντιστάθμιση και Κερδοσκοπία

- Η **κερδοσκοπία** είναι το αντίθετο της αντιστάθμισης. Λαμβάνοντας υπόψη ότι εκείνος που προχωρά σε αντιστάθμιση επιδιώκει να καλύψει έναν κίνδυνο ξένου συναλλάγματος, ένας κερδοσκόπος όχι μόνο δέχεται αλλά αναζητά ένα κίνδυνο ξένου συναλλάγματος, ή μια ανοικτή θέση, με την ελπίδα να πραγματοποιήσει ένα κέρδος.
 - Παράδειγμα:
 - Ο κερδοσκόπος (πιστεύει ότι το ευρώ θα υποτιμηθεί) θα μπορούσε να έχει αγοράσει το δικαίωμα προαίρεσης να πουλήσει ένα συγκεκριμένο ποσό ευρώ σε τρεις μήνες στην ισοτιμία \$1,01/€1.
 - Αν έχει προβλέψει σωστά και η ισοτιμία του ευρώ σε τρεις μήνες είναι πράγματι \$0,99/€1, όπως αναμενόταν, αυτός ή αυτή θα εξασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης, θα αγοράσει ευρώ στη στιγμιαία αγορά σε \$0,99/€1 και θα λάβει \$1,01/€1 εξασκώντας το δικαίωμα προαίρεσης.
 - Με τον τρόπο αυτό, κερδίζει 2 σεντς ανά ευρώ (από τα οποία αυτός ή αυτή αφαιρεί το ασφάλιστρο ή την τιμή του δικαιώματος προαίρεσης για να καθορίσει το καθαρό κέρδος).

14.5 Συναλλαγματικοί Κίνδυνοι, Αντιστάθμιση και Κερδοσκοπία

■ Σταθεροποιητική Κερδοσκοπία

- Αναφέρεται στην αγορά ενός ξένου νομίσματος, όταν η εγχώρια τιμή του ξένου νομίσματος (δηλαδή, η συναλλαγματική ισοτιμία) μειώνεται ή είναι χαμηλή, με την προσδοκία ότι θα αυξηθεί σύντομα, οδηγώντας έτσι σε ένα κέρδος.
- Ή αναφέρεται στην πώληση του ξένου νομίσματος όταν η συναλλαγματική ισοτιμία αυξάνεται ή είναι υψηλή, με την προσδοκία ότι σύντομα θα μειωθεί.
- Η σταθεροποιητική κερδοσκοπία εξομαλύνει τις διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες με την πάροδο του χρόνου και εκτελεί μια χρήσιμη λειτουργία.

14.5 Συναλλαγματικοί Κίνδυνοι, Αντιστάθμιση και Κερδοσκοπία

■ Αποσταθεροποιητική Κερδοσκοπία

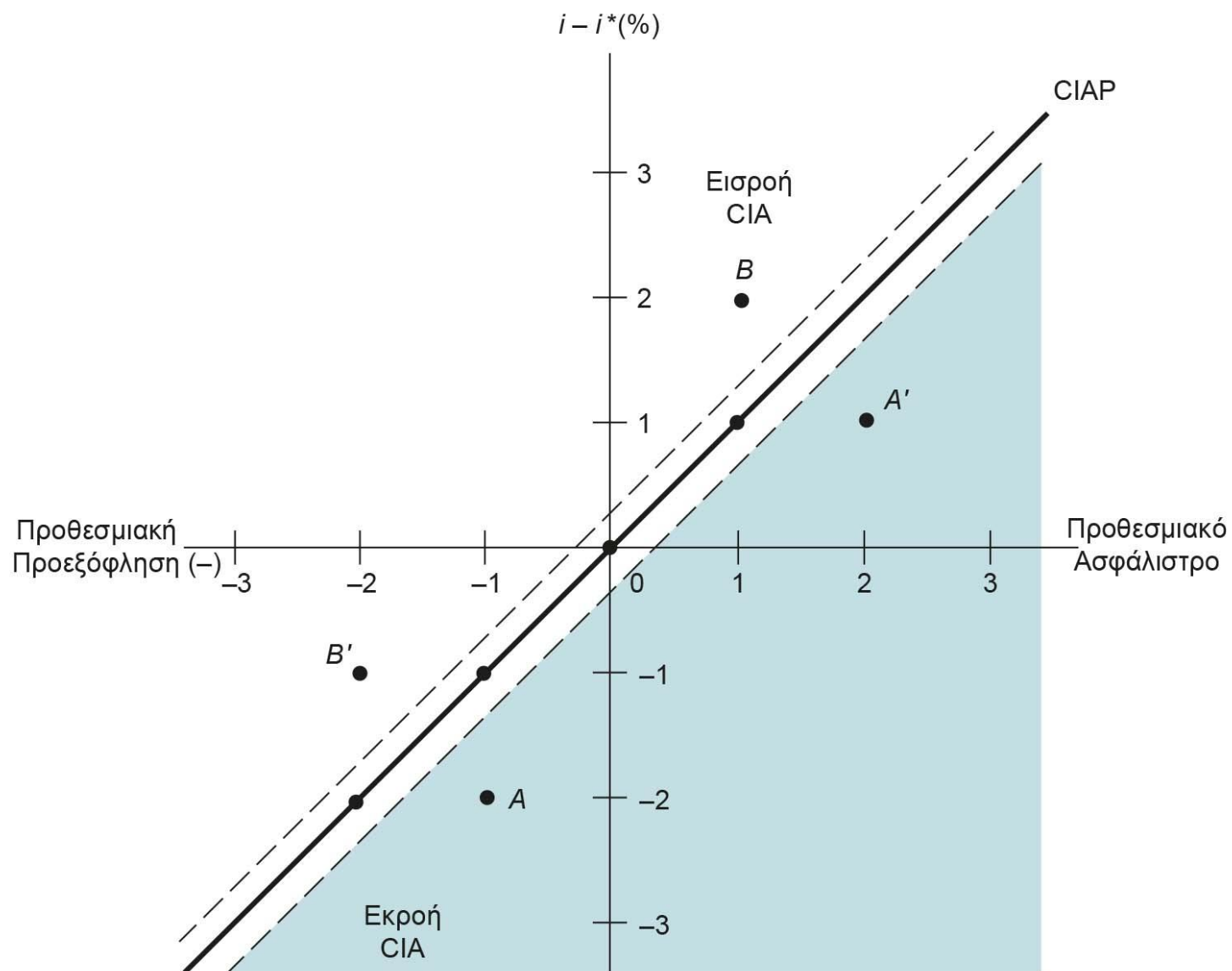
- Πώληση ενός ξένου νομίσματος όταν η συναλλαγματική ισοτιμία μειώνεται ή είναι χαμηλή, με την προσδοκία ότι θα πέσει ακόμη χαμηλότερα στο μέλλον,
 - Αγορά ενός ξένου νομίσματος, όταν η συναλλαγματική ισοτιμία αυξάνεται ή είναι υψηλή, με την προσδοκία ότι θα φτάσει σε ακόμη υψηλότερα επίπεδα στο μέλλον.
- Η αποσταθεροποιητική κερδοσκοπία μεγεθύνει έτσι τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών με την πάροδο του χρόνου και μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα αποσταθεροποιητική για τη διεθνή ροή του εμπορίου και των επενδύσεων.

14.6 Το Αρμπιτράζ Επιτοκίου και η Αποτελεσματικότητα των Αγορών Ξένου Συναλλάγματος

- Το **αρμπιτράζ επιτοκίου** αναφέρεται στη διεθνή ροή βραχυπρόθεσμου κεφαλαίου με έντονη ρευστότητα για την πραγματοποίηση υψηλότερων αποδόσεων στο εξωτερικό.
 - *Αρμπιτράζ ακάλυπτου επιτοκίου* έχουμε όταν η μεταφορά στο εξωτερικό αφορά κίνδυνο ξένου συναλλάγματος λόγω πιθανής υποτίμησης του ξένου νομίσματος κατά τη διάρκεια της περιόδου της επένδυσης.
 - Η **τοποθέτηση επιτοκιακού πλεονεκτήματος** αναφέρεται στη στρατηγική στην οποία ένας επενδυτής δανείζεται νομίσματα χαμηλής απόδοσης και δανείζει (επενδύει σε) νομίσματα υψηλής απόδοσης.

14.6 Το Αρμπιτράζ Επιτοκίου και η Αποτελεσματικότητα των Αγορών Ξένου Συναλλάγματος

- Το αρμπιτράζ καλυμμένου επιτοκίου αναφέρεται στη στιγμιαία αγορά του ξένου νομίσματος προκειμένου να γίνει η επένδυση, οπότε και σε ταυτόχρονη εξισορροπητική προθεσμιακή αγορά (συμφωνία ανταλλαγής) του ξένου νομίσματος για την κάλυψη του κινδύνου ξένου συναλλάγματος.
- Η ισοτιμία αρμπιτράζ καλυμμένου επιτοκίου (CIAP) αναφέρεται στη διαφορά επιτοκίου υπέρ του ξένου νομισματικού κέντρου που είναι ίση με την προθεσμιακή προεξόφληση στο ξένο νόμισμα (και τα δύο εκφράζονται σε ετήσια βάση).



ΣΧΗΜΑ 14.4. Αρμπιτράζ Καλυμμένου Επιτοκίου.

14.6 Το Αρμπιτράζ Επιτοκίου και η Αποτελεσματικότητα των Αγορών Ξένου Συναλλάγματος

- Στο Σχήμα 14.4, Η συνεχής διαγώνια γραμμή δείχνει όλα τα σημεία της ισοτιμίας καλυμμένου αρμπιτράζ επιτοκίου (CIAP). Σε αυτά τα σημεία, $(i - i^*) = FD$ ή FP .
 - If $i < i^*$, $(i - i^*) = FD$
 - If $i > i^*$, $(i - i^*) = FP$
- FD ή FP εκφράζονται ως $(FR - SR)/SR$.
- Τότε $(i - i^*) = (FR - SR)/SR$.
- Μπορούμε τώρα να ορίσουμε το περιθώριο αρμπιτράζ καλυμμένου επιτοκίου (CIAM) ή το ποσοστό κέρδους από το αρμπιτράζ καλυμμένου επιτοκίου ως:

$$CIAM = (i - i^*) - (FR - SR)/SR.$$

14.6 Το Αρμπιτράζ Επιτοκίου και η Αποτελεσματικότητα των Αγορών Ξένου Συναλλάγματος

- Ή ακριβέστερα,

$$CIAM = (i - i^*) / (1 + i^*) - (FR - SR) / SR.$$

- Αν το CIAP ισχύει, το $CIAM = 0$ και αν όχι, οι νομισματικές ροές πρέπει να απαλείψουν γρήγορα την πιθανότητα αρμπιτράζ.
- Στον πραγματικό κόσμο, δεν υπάρχουν πραγματικά CIAM, λόγω άλλων δυνάμεων, όπως είναι οι κρατικοί κίνδυνοι, ή οι περιορισμένες ευκαιρίες επενδύσεων σε ορισμένες χώρες.

14.6 Το Αρμπιτράζ Επιτοκίου και η Αποτελεσματικότητα των Αγορών Ξένου Συναλλάγματος

- **Αποτελεσματικότητα της Αγοράς Ξένου Συναλλάγματος**
 - Μία αγορά λέγεται ότι είναι αποτελεσματική εάν οι τιμές αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες.
 - Η αγορά συναλλάγματος λέγεται ότι είναι αποτελεσματική αν τα προθεσμιακά επιτόκια προβλέπουν με ακρίβεια τις μελλοντικές στιγμιαίες ισοτιμίες.
 - Πολλές μελέτες φαίνεται να υποδεικνύουν ότι οι αγορές συναλλάγματος είναι αρκετά αποτελεσματικές, ενώ άλλες υποδεικνύουν το αντίθετο.
 - Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες φαίνεται να ανταποκρίνονται πολύ γρήγορα στις ειδήσεις, να είναι πολύ ασταθείς, να έχουν αψηφήσει όλες τις προσπάθειες ακριβούς πρόβλεψης, ενώ και η μεταβλητότητα της διακύμανσης τους είναι σχετικά μεγάλη

14.7 Αγορές Ευρωνομισμάτων ή Υπεράκτιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές

- Το **ευρωνόμισμα** αναφέρεται σε εμπορικές τραπεζικές καταθέσεις εκτός της χώρας έκδοσής τους.
 - Ευρωδολάρια, Ευρωστερλίνα, Ευρωκατάθεση
- Η αγορά στην οποία λαμβάνει χώρα αυτός ο δανεισμός ονομάζεται **αγορά ευρωνομισμάτων**.
- Η πρακτική της διατήρησης τραπεζικών καταθέσεων που εκφράζονται σε άλλο νόμισμα από εκείνο της χώρας στο οποίο πραγματοποιήθηκε η κατάθεση έχει εξαπλωθεί επίσης σε μη ευρωπαϊκά διεθνή νομισματικά κέντρα, όπως στο Τόκιο, το Χονγκ Κονγκ, τη Σιγκαπούρη και το Κουβέιτ, καθώς και στις Μπαχάμες και τα νησιά Κέιμαν στην Καραϊβική και ονομάζονται **υπεράκτιες καταθέσεις**.

14.7 Αγορές Ευρωνομισμάτων ή Υπεράκτιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές

- Λόγοι για την Ανάπτυξη και τη Μεγέθυνση της Αγοράς Ευρωνομισμάτων
 - Τα υψηλότερα επιτόκια που επικρατούν συχνά στο εξωτερικό για τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις.
 - Οι διεθνείς εταιρείες το θεωρούσαν συχνά πολύ βολικό να διατηρούν λογαριασμούς στο εξωτερικό για σύντομα χρονικά διαστήματα στο νόμισμα στο οποίο έπρεπε να κάνουν τις πληρωμές.
 - Οι διεθνείς εταιρείες μπορούν να ξεπεράσουν τους εγχώριους πιστωτικούς περιορισμούς δανειζόμενες στην αγορά ευρωνομισμάτων.

14.7 Αγορές Ευρωνομισμάτων ή Υπεράκτιες Χρηματοπιστωτικές Αγορές

- Τα **ευρωμόλογα** είναι μακροπρόθεσμα χρεόγραφα που πωλούνται εκτός της χώρας του δανειολήπτη προκειμένου να συγκεντρωθούν μακροπρόθεσμα κεφάλαια σε ένα νόμισμα διαφορετικό από το νόμισμα της χώρας, στην οποία πωλούνται τα ομόλογα.
- Τα **ευρωγραμμάτια** είναι μεσοπρόθεσμα χρηματοοικονομικά εργαλεία που αποτελούν κάτι ενδιάμεσο μεταξύ βραχυπρόθεσμων τραπεζικών δανείων σε ευρωνόμισμα και μακροπρόθεσμων διεθνών ομολόγων.

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ 14-1 Το Δολάριο ΗΠΑ ως το Κυρίαρχο Διεθνές Νόμισμα

ΠΙΝΑΚΑΣ 14.1. Σχετική Διεθνής Σημασία των Κυριότερων Νομισμάτων το 2013 (σε ποσοστά)

	Εμπόριο Ξένου Συναλλάγματος ^a	Διεθνή Δάνεια Τραπεζών ^a	Διεθνής Προσφορά Ομολόγων ^a	Εμπορική Τιμολόγηση ^b	Αποθεματικά Ξένου Συναλλάγματος ^c
Δολάριο ΗΠΑ	43,5	58,7	35,9	44,6	62,9
Ευρώ	16,7	19,6	45,3	28,3	22,3
Γεν	11,5	3,1	2,2	2,7	4,0
Στερλίνα	5,9	5,1	9,3	7,9	3,8
Ελβετικό φράγκο	2,6	2,4	1,6	1,4	0,3
Άλλα νομίσματα	19,8	11,1	5,7	15,7	6,7

^a Bank of International Settlements, *Triennial Central Bank Survey* (Basel: BIS, February 2014) and BIS data set.

^b 2014, http://www.swift.com/products_services/renminbi_reports.

^c 2014, IMF, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (Washington, D.C.: IMF, March 2015).

ΠΙΝΑΚΑΣ 14.2. Συναλλαγματικές Ισοτιμίες, 21 Ιανουαρίου 2015

Νομίσματα							
Συναλλαγματικές Ισοτιμίες δολαρίου ΗΠΑ σε συναλλαγές στη Νέα Υόρκη							
Χώρα/νόμισμα	-Τετ- σε US	ανά \$US	\$ΗΠΑ έναντι ΔΥΤΔ (%)	Χώρα/νόμισμα	-Τετ- σε \$US	ανά \$US	\$ΗΠΑ έναντι ΔΥΤΔ (%)
Αμερική				Μπατ Ταϊλάνδης	0,03069	32,580	-1,0
Πέσο Αργεντινής	0,1161	8,6130	1,8	Ντονγκ Βιετνάμ	0,00004680	21366	-0,1
Ρεάλ Βραζιλίας	0,3896	2,6002	-2,2	Ευρώπη			
Δολάριο Καναδά	0,8104	1,2340	6,2	Κορώνα Τσεχίας	0,04153	24,081	5,3
Πέσο Χιλής	0,001592	628,20	3,5	Κορώνα Δανίας	0,1561	6,4042	4,0
Πέσο Κολομβίας	0,0004207	2376,92	αμετ	Ευρώ Ευρωζώνης	1,1611	0,8613	4,2
Δολάριο ΗΠΑ Εκουαδόρ	1	1	αμετ	Φιορίνι Ουγγαρίας	0,003681	271,67	3,8
Πέσο Μεξικού	0,0678	14,7546	0,1	Κορώνα Ισλανδίας	0,007586	131,82	3,3
Νέο Σολ Περού	0,3326	3,007	0,8	Κορώνα Νορβηγίας	0,1318	7,5872	1,8
Πέσο Ουρουγουάης	0,04065	24,6000	2,5	Ζλότι Πολωνίας	0,2700	3,7041	4,6
Μπ. Φουέρτε Βενεζουέλας	0,158885	6,2939	αμετ	Ρούβλι Ρωσίας	0,01530	65,352	7,9
Ασία-Ειρηνικός				Κορώνα Σουηδίας	0,1223	8,1736	4,7
Δολάριο Αυστραλίας	0,8085	1,2369	1,1	Φράγκο Ελβετίας	1,1629	0,8599	-13,5
Πιουάν Κίνας	0,1611	6,2080	αμετ	Λίρα Τουρκίας	0,4254	2,3506	0,7
Δολάριο Χονγκ Κονγκ	0,1290	7,7509	-1,1	Χρίβνια Ουκρανίας	0,0633	15,7895	-0,2
Ρουπία Ινδίας	0,01622	61,645	-2,2	Λίρα Αγγλίας	1,5143	0,6604	2,9
Ρουπία Ινδονησίας	0,0000801	12477	0,4				
Γεν Ιαπωνίας	0,008478	117,96	-1,5	Μέση Ανατολή/Αφρική			
Τένγκε Καζακστάν	0,005427	184,28	0,8	Δηνάριο Μπαχρέιν	2,6522	0,3771	αμετ
Πατάκα Μακάο	0,1252	7,9860	αμετ	Λίρα Αιγύπτου	0,1361	7,3490	2,8
Ρινγκίτ Μαλαισίας	0,2766	3,6159	5,2	Σέκελ Ισραήλ	0,2537	3,9409	1,1
Δολάριο Νέας Ζηλανδίας	0,7552	1,3242	3,2	Δηνάριο Κουβέιτ	3,3994	0,2942	0,4
Ρουπία Πακιστάν	0,00993	100,750	-0,1	Ριάλ Ομάν	2,5978	0,3849	αμετ
Πέσο Φιλιππινών	0,0225	44,408	-0,7	Ριάλ Κατάρ	0,2746	3,642	αμετ
Δολάριο Σιγκαπούρης	0,7491	1,3350	0,7	Ριάλ Σαουδικής Αραβίας	0,2662	3,7571	0,1
Γουόν Νοτίου Κορέας	0,0009240	1082,30	-1,1	Ραντ Νότιας Αφρικής	0,0869	11,5130	-0,4
Ρουπία Σρι Λάνκα	0,0075821	131,89	0,5	Νιρχάμ ΗΑΕ	0,2722	3,6731	αμετ
Δολάριο Ταϊβάν	0,03175	31,494	-0,5				
ΥΤΡ%							
				Κλείσιμο	Καθαρή Μετ%	%Μετ	Μετ
Δείκτης Δολαρίου WSJ				84,17	-0,16	-0,19	1,39

Πηγές: Tullett Prebon, WSJ Market Data Group

Πηγή: Αναδημοσίευση κατόπιν αδείας της Wall Street Journal, @ 2015 Dow Jones & Company, Inc. Με επιφύλαξη κάθε νόμιμου δικαιώματος.

ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ 14-4 Μέγεθος, Νόμισμα και Γεωγραφική Κατανομή της Αγοράς Συναλλάγματος

ΠΙΝΑΚΑΣ 14.3. Καθημερινός Μέσος Κύκλος Εργασιών της Παγκόσμιας Αγοράς Συναλλάγματος, Νομίσματα και Γεωγραφική Κατανομή, 2013

Κύκλος Εργασιών Αγοράς ^α	Κατανομή Νομισμάτων		Γεωγραφική Κατανομή			
	Αξία (δισ. \$)	% επί του Συνόλου	Νόμισμα	% Μεριδίο ^β	Χώρα	% Μεριδίο
Στιγμιαία συναλλαγή	2.046	38,3	Δολάριο ΗΠΑ	87,0	Ηνωμένο Βασίλειο	40,9
Προθεσμιακή	680	12,7	Ευρώ	33,4	Ηνωμένες Πολιτείες	18,9
Συμφωνίες ανταλλαγής ξένου συναλλάγματος	2.228	41,7	Ιαπωνικό γεν	23,0	Σιγκαπούρη	5,7
Συμφωνίες ανταλλαγής νομισμάτων	54	1,1	Βρετανική λίρα	11,8	Ιαπωνία	5,6
Δικαιώματα προαίρεσης	<u>337</u>	6,3	Δολάριο Αυστραλίας	8,6	Χονγκ Κονγκ	4,1
Σύνολο	5.345	100,0	Ελβετικό φράγκο	5,2	Ελβετία	3,2
			Καναδικό δολάριο	4,6	Γαλλία	2,8
			Μεξικανικό πέσο	2,5	Αυστραλία	2,7
			Κινεζικό γιουάν	2,2	Ολλανδία	1,7
			Λοιπά	<u>21,6</u>	Λοιπές	<u>14,2</u>
			Σύνολο	200,0	Σύνολο	100,0

^α Ημερήσιοι μέσοι τον Απρίλιο, σε δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ· τα σύνολα μπορεί να μην αθροίζονται ακριβώς λόγω στρογγυλοποιήσεων.

^β Τα συνολικά μερίδια αγοράς αθροίζονται σε 200% και όχι σε 100% επειδή κάθε συναλλαγή αφορά δύο νομίσματα.

Πηγή: Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey* (Basel: BIS, February 2014).

ΠΙΝΑΚΑΣ 14.4. Μέγεθος της Αγοράς Καταθέσεων Ευρωνομισμάτων (σε δισεκατομμύρια δολάρια)

Έτος	Ακαθάριστο Μέγεθος	Καθαρό Μέγεθος	Ευρωδολάρια ως Ποσοστό του Ακαθάριστου	Απόθεμα Χρήματος ΗΠΑ (Μ2)
1964	\$19	\$14	Δ/Υ	\$425
1968	46	34	79	567
1972	210	110	78	802
1976	422	199	69	1.152
1980	839	408	71	1.599
1984	1.343	667	78	2.310
1988	2.684	1.083	64	2.994
1992	3.806	1.751	59	3.431
1996	4.985	2.639	55	3.842
2000	6.077	3.532	63	4.949
2004	10.035	6.952	57	6.437
2006	14.168	9.604	59	7.094
2007	17.931	11.966	55	7.522
2008	16.668	10.928	58	8.269
2009	15.817	10.829	57	8.552
2010	16.014	10.983	58	8.849
2011	16.183	10.926	60	9.692
2012	15.776	11.598	57	10.491
2013	15.588	11.639	59	11.052
2014	15.465	11.843	61	11.720

Πηγές: Morgan Guaranty, *World Financial Markets*; BIS, *Quarterly Survey*; και IMF, *International Financial Statistics*. Διάφορα Τεύχη.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Παρουσίαση του Τύπου για το Περιθώριο Αρμπιτράζ Καλυμμένου Επιτοκίου

- Από τον Τύπο 14Α-1:

$$K(1 + \frac{i}{4}) < = > \left(\frac{K}{SR}\right) \left(1 + \frac{i^*}{4}\right) FR$$

- Διαιρώντας με K και απαλείφοντας τη διαίρεση με 4

$$1 + i = \left(\frac{FR}{SR}\right)(1 + i^*)$$

- Λύνουμε για FR και αντιμετωπίζουμε

$$CIAM = \frac{(i - i^*)}{(1 - i^*)} - \frac{(FR - SR)}{SR}$$