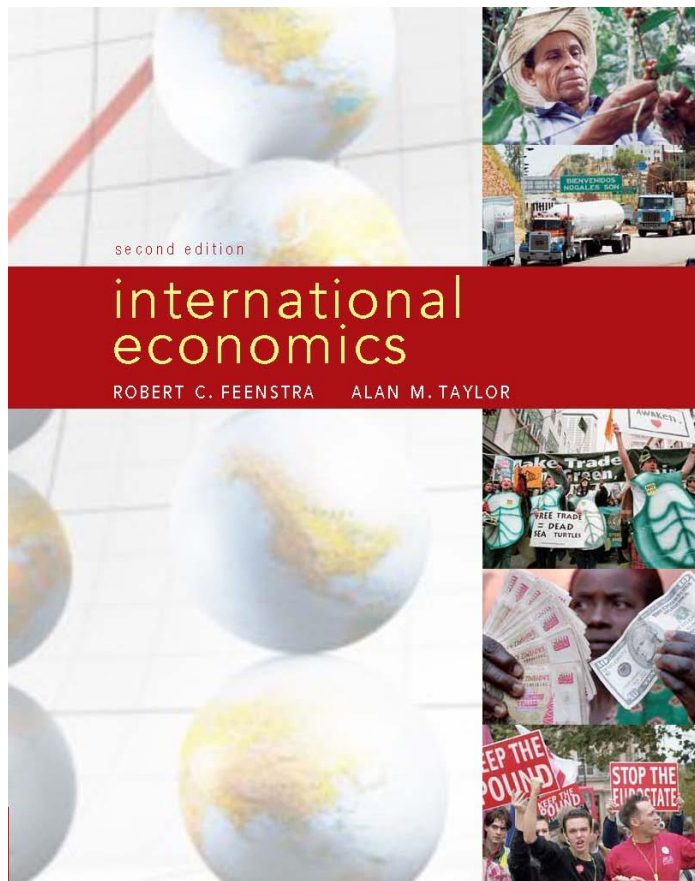


# Συναλλαγματικές Κρίσεις: Πώς Λειτουργούν οι Προσδεμένες Ισοτιμίες και Πώς Καταρρέουν

## 20



- 1 Γεγονότα Σχετικά με τις Συναλλαγματικές Κρίσεις
- 2 Πώς Λειτουργούν οι Προσδέσεις: Μηχανισμοί Σταθερών Ισοτιμιών
- 3 Πώς Καταρρέουν οι Προσδεμένες Ισοτιμίες I: Ασυνεπείς Δημοσιονομικές Πολιτικές
- 4 Πώς Καταρρέουν οι Προσδεμένες Ισοτιμίες II: Συγκρατημένες Νομισματικές Πολιτικές
- 5 Συμπεράσματα

Prepared by:  
**Fernando Quijano**  
 Dickinson State University

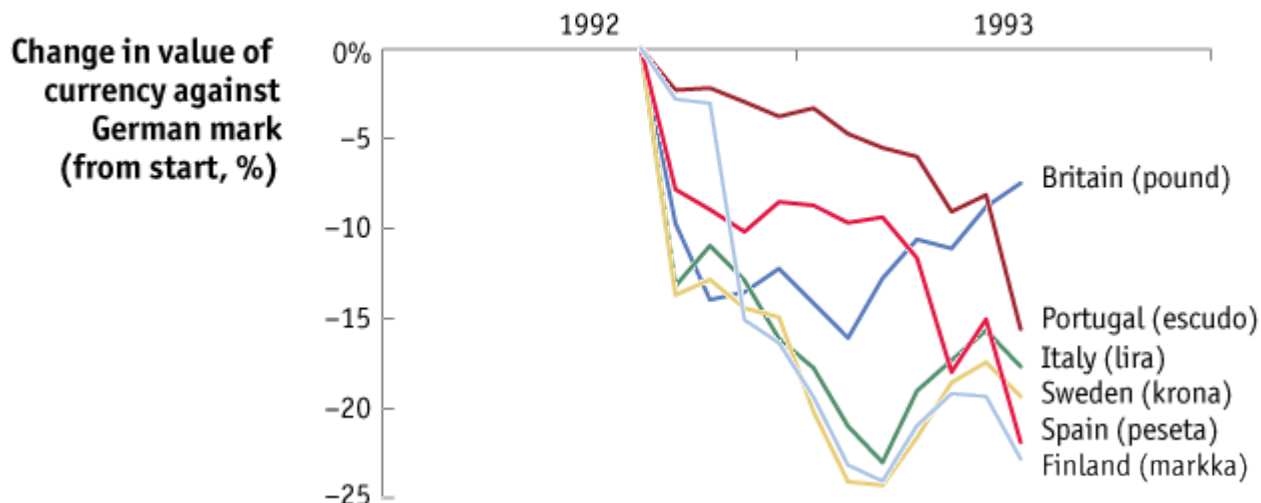
- Η τυπική σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία πετυχαίνει για λίγα χρόνια μέχρι να καταρρεύσει. Μια πρόσφατη μελέτη διαπίστωσε ότι η μέση διάρκεια οποιασδήποτε πρόσδεσης ήταν περίπου πέντε χρόνια.
- Όταν συμβεί η κατάρρευση υπάρχει συχνά μια μεγάλη και απότομη υποτίμηση. Μια τέτοια κατάρρευση είναι γνωστή ως *κρίση νομισματικής ισοτιμίας*.
- Η κατανόηση των αιτίων και των συνεπειών συναλλαγματικών κρίσεων είναι ένας βασικός στόχος της διεθνούς μακροοικονομικής λόγω της βλάβης που επιφέρουν.
- Υπάρχει μια σημαντική ασυμμετρία στις μεταβολές του καθεστώτος: η μετακίνηση από τις κυμαινόμενες στις σταθερές ισοτιμίες είναι γενικά ομαλή και προγραμματισμένη, αλλά η μετακίνηση από τις σταθερές στις κυμαινόμενες ισοτιμίες είναι συνήθως μη σχεδιασμένη και καταστροφική.

# 1 Γεγονότα Σχετικά με τις Συναλλαγματικές Κρίσεις

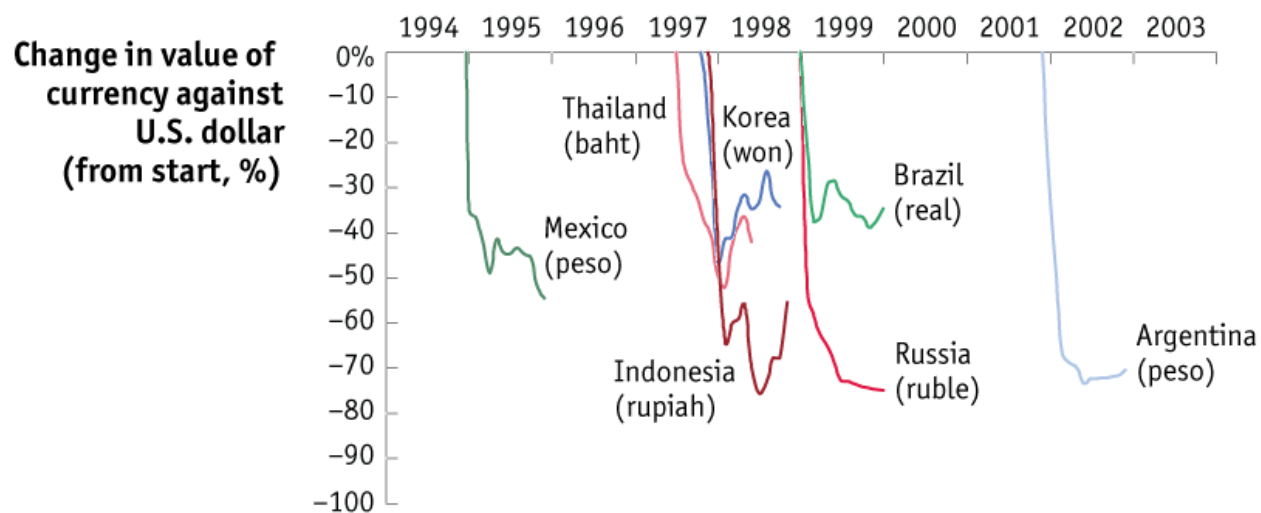
## Τι είναι συναλλαγματική κρίση;

- Ένας απλός ορισμός μιας **συναλλαγματικής κρίσης** θα ήταν ότι πρόκειται για μια «μεγάλη» υποτίμηση. Πόσο μεγάλη όμως θα πρέπει να είναι ώστε να θεωρηθεί κρίση; Στην πράξη, σε μια αναπτυσσόμενη χώρα, μια υποτίμηση 10% έως 15% θεωρείται μεγάλη. Στις αναδυόμενες αγορές, ο πήχης τοποθετείται υψηλότερα, ας πούμε 20% έως 25%. Παραδείγματα τέτοιων κρίσεων δίδονται στο Σχήμα 20-1.
- Συναλλαγματικές κρίσεις μπορούν να συμβούν σε αναπτυσσόμενες χώρες καθώς και σε αναδυόμενες αγορές και αναπτυσσόμενες χώρες.
- Το μέγεθος της κρίσης, μετρούμενο με την επακόλουθη υποτίμηση του νομίσματος, είναι συχνά πολύ μεγαλύτερο στις αναδυόμενες αγορές και στις αναπτυσσόμενες χώρες.

(a) Depreciation in Year after 6 European Exchange Rate Crises in 1992



(b) Depreciation in Year after 7 Emerging Market Crises in 1994–2002



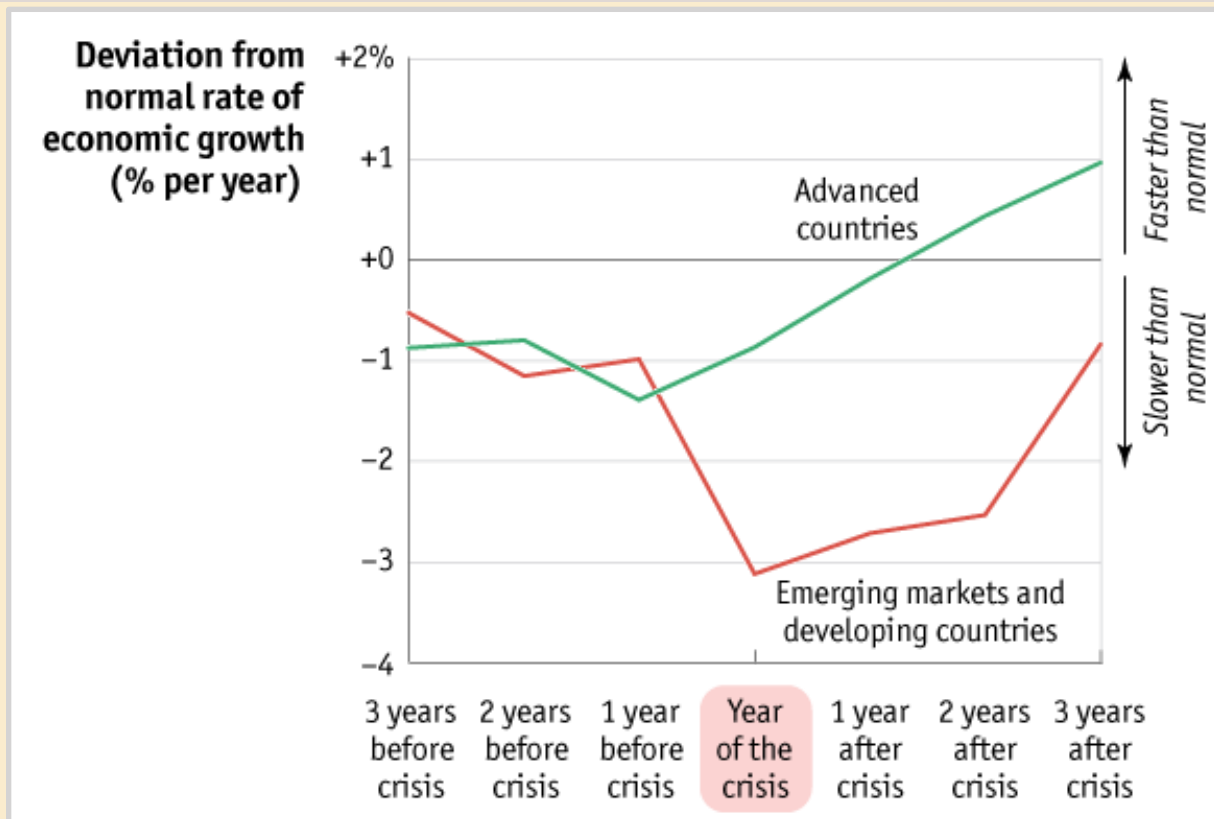
**Νομισματικές Καταρρεύσεις** Στα πρόσφατα χρόνια, αναπτυσσόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες έχουν βιώσει συναλλαγματικές κρίσεις.

Το διάγραμμα (a) δείχνει υποτιμήσεις σε έξι ευρωπαϊκά νομίσματα μετά τις κρίσεις το 1992.

Το διάγραμμα (b) δείχνει υποτιμήσεις σε επτά αναδυόμενες αγορές μετά τις κρίσεις μεταξύ 1994 και 2002.

# Ποιό το Κόστος των Συναλλαγματικών Κρίσεων;

ΣΧΗΜΑ 20-2 (1 από 2)



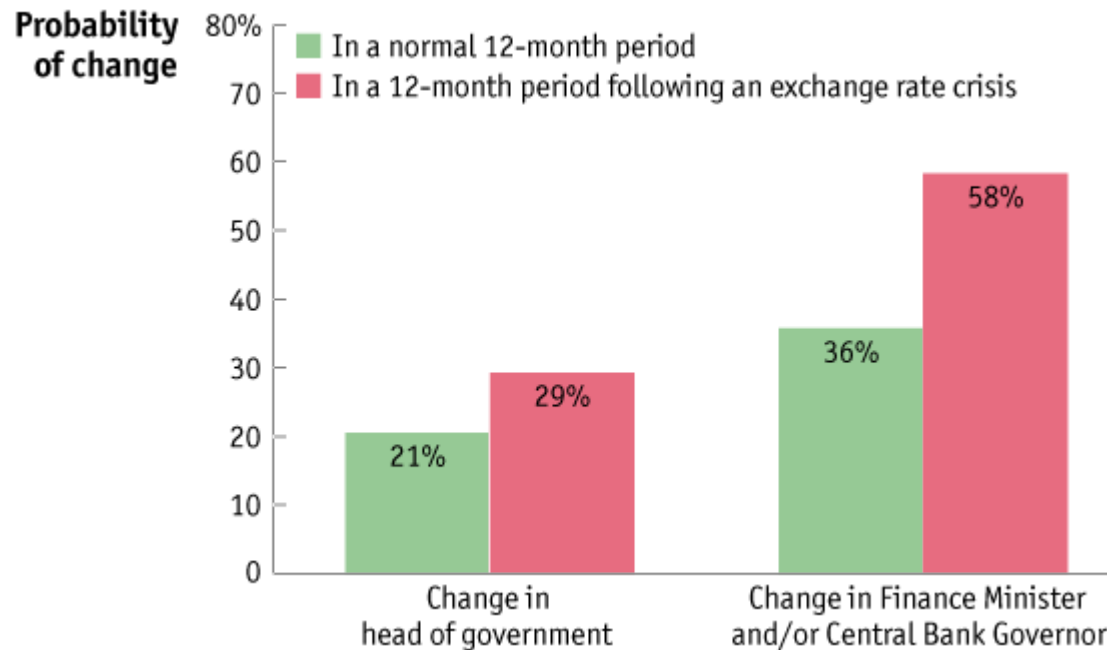
**Το Οικονομικό Κόστος των Κρίσεων** Οι συναλλαγματικές κρίσεις μπορούν να έχουν μεγάλο οικονομικό κόστος για μια χώρα.

Μετά από μια κρίση, οι ρυθμοί ανάπτυξης στις αναδυόμενες αγορές και στις αναπτυσσόμενες χώρες είναι, κατά μέσο όρο, δύο έως τρεις ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότεροι των κανονικών, μια επίπτωση που παραμένει για περίπου τρία χρόνια.

Στις αναπτυγμένες χώρες, μια υποτίμηση προκαλεί συνήθως αύξηση του προϊόντος και οικονομική ανάπτυξη, η οποία, κατά μέσο όρο, είναι ταχύτερη μετά την κρίση απ' ό τι πριν από αυτήν.

# Το Πολιτικό Κόστος των Κρίσεων

ΣΧΗΜΑ 20-3



**Το Πολιτικό Κόστος των Κρίσεων** Οι συναλλαγματικές κρίσεις συνήθως επιφέρουν μεγάλο πολιτικό κόστος στους κυβερνώντες. Σε σύγκριση με το τι είναι πιθανό να συμβεί στη διάρκεια φυσιολογικών περιόδων απουσία κρίσης, είναι 22% πιθανότερο ότι ο ένας από τους δύο βασικούς αξιωματούχους με οικονομικές ευθύνες (ο υπουργός Οικονομικών και ο διοικητής της κεντρικής τράπεζας) θα χάσει τη θέση του την επόμενη χρονιά της κρίσης. Είναι επίσης 9% πιθανότερο ότι ο επικεφαλής της κυβέρνησης (πρόεδρος ή πρωθυπουργός) να χρειαστεί να αποχωρήσει.



Πριν τις κρίσεις:  
Domingo Cavallo,  
Fernando de la Rúa,  
Norman Lamont, David  
Cameron.

## Αιτίες: Άλλες Οικονομικές Κρίσεις

- Οι συναλλαγματικές κρίσεις συνήθως πηγαίνουν χέρι-χέρι με άλλους τύπους οικονομικά επιβλαβών χρηματοοικονομικών κρίσεων, ιδιαίτερα στις αναδυόμενες αγορές.
- Εάν οι τράπεζες και άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα αντιμετωπίσουν αρνητικά σοκ, τότε ίσως να καταστούν αφερέγγυα, κάτι που θα προκαλέσει το κλείσιμο ή την κήρυξη πτώχευσης: αυτό είναι γνωστό ως **τραπεζική κρίση**.
- Στον δημόσιο τομέα, εάν η κυβέρνηση αντιμετωπίσει αρνητικά σοκ, μπορεί κι αυτή να χρεοκοπήσει και να μην είναι πλέον σε θέση ή να μην επιθυμεί να πληρώσει το κεφάλαιο ή τους τόκους του χρέους. Αυτό είναι γνωστό ως *κρίση δημοσίου χρέους* ή **κρίση χρεοκοπίας**.



Οι διεθνείς μακροοικονομολόγοι λαμβάνουν υπόψη τους τρεις τύπους κρίσεων: συναλλαγματικές κρίσεις, τραπεζικές κρίσεις, και κρίσεις χρεοκοπίας. Τα στοιχεία δείχνουν ότι είναι πιθανό αυτές οι κρίσεις να συμβούν ταυτόχρονα:

- *Η πιθανότητα μιας τραπεζικής κρίσης ή κρίσης δημοσίου χρέους αυξάνει σημαντικά όταν μια χώρα αντιμετωπίζει μια συναλλαγματική κρίση.*
- *Η πιθανότητα μιας συναλλαγματικής κρίσης αυξάνει σημαντικά όταν μια χώρα έχει τραπεζική κρίση ή κρίση δημοσίου χρέους.*

Τα ευρήματα αυτά δείχνουν γιατί οι κρίσεις είναι πιθανό να συμβαίνουν σε ζεύγη, φαινόμενο γνωστό ως **δίδυμες κρίσεις**, ή και τρεις ταυτόχρονα, φαινόμενο γνωστό ως **τριπλές κρίσεις**, οι οποίες μεγεθύνουν το κόστος οποιουδήποτε τύπου κρίσης.



**ΠΙΝΑΚΑΣ 20-1**

**Τραπεζικές Κρίσεις με Μεγάλο Κόστος** Ο πίνακας δείχνει το εκτιμώμενο κόστος μεγάλων τραπεζικών κρίσεων από τη δεκαετία του 1970, περιπτώσεις στις οποίες το κόστος υπερβαίνει το 5% του ΑΕΠ.

Country and Year(s)	Cost (% of GDP)	Country and Year(s)	Cost (% of GDP)
Indonesia 1997	55%	Benin 1988–1990	17%
Argentina 1980–1982	55	Senegal 1988–1991	17
China 1990s	47	Malaysia 1997	16
Jamaica 1995–2000	44	Mauritania 1984–1993	15
Chile 1981–1986	42	Paraguay 1995–1999	13
Thailand 1997	35	Czech Republic 1991	12
Macedonia 1993–1994	32	Taiwan 1997–1998	12
Turkey 2000	31	Finland 1991–1994	11
Israel 1977–1983	30	Hungary 1991–1995	10
South Korea 1997	28	Tanzania 1980s and 1990s	10
Côte d'Ivoire 1988–1991	25	Norway 1987–1993	8
Japan 1991	24	Philippines 1998	7
Uruguay 1981–1985	24	Russia 1998–1999	6
Ecuador 1988	20	Ghana 1982–1989	6
Mexico 1994–1997	19	Colombia 1982–1987	5
Venezuela 1994–1995	18	Sri Lanka 1989–1993	5
Spain 1977–1985	17	Malaysia 1985–1988	5

## 2 Πώς Λειτουργούν οι Προσδέσεις: Μηχανισμοί Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

### Προκαταρκτικά και Υποθέσεις

- Το εγχώριο νόμισμα ονομάζεται peso. Το νόμισμα στο οποίο αυτό προσδένεται είναι το δολάριο ΗΠΑ, και υποθέτουμε ότι οι αρχές διατηρούν μια σταθερή ισοτιμία, με την  $E$  να παραμένει σταθερή στο  $E = 1$  (ένα peso ανά δολάριο ΗΠΑ). —
- Η κεντρική τράπεζα της χώρας ελέγχει την προσφορά χρήματος  $M$  αγοράζοντας και πουλώντας περιουσιακά στοιχεία αντί ρευστού. Η κεντρική τράπεζα διαπραγματεύεται εγχώρια ομόλογα (εκφρασμένα σε pesos), και ξένα περιουσιακά στοιχεία (εκφρασμένα σε δολάρια).
- Η κεντρική τράπεζα είναι έτοιμη να αγοράσει και να πωλήσει αποθεματικά σε ξένο νόμισμα σε μια σταθερή ισοτιμία. Εάν δεν έχει αποθεματικά, δεν μπορεί να το κάνει και η συναλλαγματική ισοτιμία είναι ελεύθερη να κυμανθεί: η πρόσδεση έχει διαρραγεί.

## Προκαταρκτικά και Υποθέσεις

- Προς το παρόν υποθέτουμε ότι η πρόσδεση είναι αξιόπιστη. Η ακάλυπτη ισοτιμία επιτοκίων σημαίνει τότε ότι το εγχώριο και το ξένο επιτόκιο είναι ίσα:  $i = i^*$ .
- Το προϊόν ή το εισόδημα υποτίθεται ότι είναι εξωγενές και συμβολίζεται με  $Y$ .
- Υπάρχει ένα σταθερό ξένο επίπεδο τιμών  $P^* = 1$  που ισχύει πάντα. Βραχυπρόθεσμα, η εγχώρια τιμή είναι άκαμπτη και σταθερή σε ένα επίπεδο  $P = 1$ . Μακροπρόθεσμα, αν η συναλλαγματική ισοτιμία διατηρείται σταθερή στο 1, τότε το επίπεδο εγχώριων τα τιμών θα είναι σταθερό στο 1 ως αποτέλεσμα της ισοτιμίας αγοραστικών δυνάμεων.

## Προκαταρκτικά και Υποθέσεις

- Η εγχώρια ζήτηση πραγματικού χρήματος  $M/P$  καθορίζεται από το επίπεδο του προϊόντος  $Y$  και από το ονομαστικό επιτόκιο  $i$  και λαμβάνει τη συνήθη μορφή,  $M/P = L(i) Y$ . Η αγορά χρήματος βρίσκεται σε ισορροπία.
- Δεν υπάρχει χρηματοοικονομικό σύστημα και το μόνο χρήμα είναι το νόμισμα, επίσης γνωστό ως  $M_0$  ή νομισματική βάση. Η προσφορά χρήματος συμβολίζεται με  $M$ . Εξετάζουμε μόνο τις επιπτώσεις των δράσεων μιας κεντρικής τράπεζας.

## Ισολογισμός της Κεντρικής Τράπεζας

- Μοναδική υποχρέωση της εγχώριας κεντρικής τράπεζας είναι το χρήμα που βρίσκεται σε κυκλοφορία.
- Έστω ότι η κεντρική τράπεζα έχει αγοράσει μια ποσότητα  $B$  pesos σε εγχώρια ομόλογα. Δανείζοντας, στην πραγματικότητα, χρήματα στην εγχώρια οικονομία, οι αγορές της κεντρικής τράπεζας συνήθως αναφέρονται ως **εγχώρια πίστωση** που δημιουργείται από την κεντρική τράπεζα. Οι αγορές αυτές παράγουν μέρος της προσφοράς χρήματος και καλούνται επίσης και **εγχώρια περιουσιακά στοιχεία**.
- Το μέρος της εγχώριας προσφοράς χρήματος ως αποτέλεσμα της έκδοσης εγχώριας πίστωσης από την κεντρική τράπεζα συμβολίζεται με  $B$ .

## Ισολογισμός της Κεντρικής Τράπεζας

- Έστω τώρα ότι η κεντρική τράπεζα χρησιμοποιεί επίσης χρήμα για να αγοράσει μια ποσότητα  $R$  δολαρίων ξένων συναλλαγματικών αποθεματικών, που συνήθως αναφέρονται ως **αποθεματικά**.
- Επειδή η κεντρική τράπεζα κατέχει μόνο δύο τύπους περιουσιακών στοιχείων, οι τελευταίες δύο εξισώσεις προστίθενται για να λάβουμε τη συνολική προσφορά χρήματος στην εγχώρια οικονομία:

$$\underbrace{\Delta M}_{\text{Change in money supply}} = \underbrace{\Delta B}_{\text{Change in domestic credit}} + \underbrace{\Delta R}_{\text{Change in reserves}} \quad (20-1)$$

- Εκφρασμένη όχι σε επίπεδα αλλά σε μεταβολές:

$$\underbrace{M}_{\text{Money supply}} = \underbrace{B}_{\text{Domestic credit}} + \underbrace{R}_{\text{Reserves}} \quad (20-2)$$

# Ισολογισμός της Κεντρικής Τράπεζας

Ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας περιέχει τα **περιουσιακά στοιχεία**,  $B + R$ , της κεντρικής τράπεζας, και την προσφορά χρήματος, δηλαδή τις **υποχρεώσεις** της.

SIMPLIFIED CENTRAL BANK BALANCE SHEET (MILLIONS OF PESOS)			
Assets		Liabilities	
<b>Reserves <math>R</math></b>	<b>500</b>	<b>Money supply <math>M</math></b>	<b>1,000</b>
<i>Foreign assets (dollar reserves)</i>		<i>Currency in circulation</i>	
<b>Domestic credit <math>B</math></b>	<b>500</b>		
<i>Domestic assets (peso bonds)</i>			

## Σταθερότητα, Διακύμανση, και ο Ρόλος των Αποθεματικών

Υποθέτουμε ότι η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή εάν και μόνο εάν η κεντρική τράπεζα κατέχει αποθεματικά, και ότι η συναλλαγματική ισοτιμία είναι κυμαινόμενη εάν και μόνο εάν η κεντρική τράπεζα δεν κατέχει αποθεματικά.



## Πώς Προσαρμόζονται τα Αποθεματικά για να Διατηρήσουν την Πρόσδεση

- Τι επίπεδο αποθεματικών πρέπει να έχει η κεντρική τράπεζα για να διατηρήσει την πρόσδεση; Εάν η κεντρική τράπεζα μπορεί να διατηρεί ένα επίπεδο αποθεματικών πάνω από το μηδέν, γνωρίζουμε ότι η πρόσδεση θα διατηρηθεί. Εάν όχι, η πρόσδεση καταρρέει. Επιλύοντας ως προς το επίπεδο των αποθεματικών, έχουμε:

$$R = M - B$$

- Αφού η προσφορά χρήματος είναι ίση με τη ζήτηση χρήματος, που δίδεται από την ισότητα  $M/P = \bar{P}L(i)Y$ , τότε:

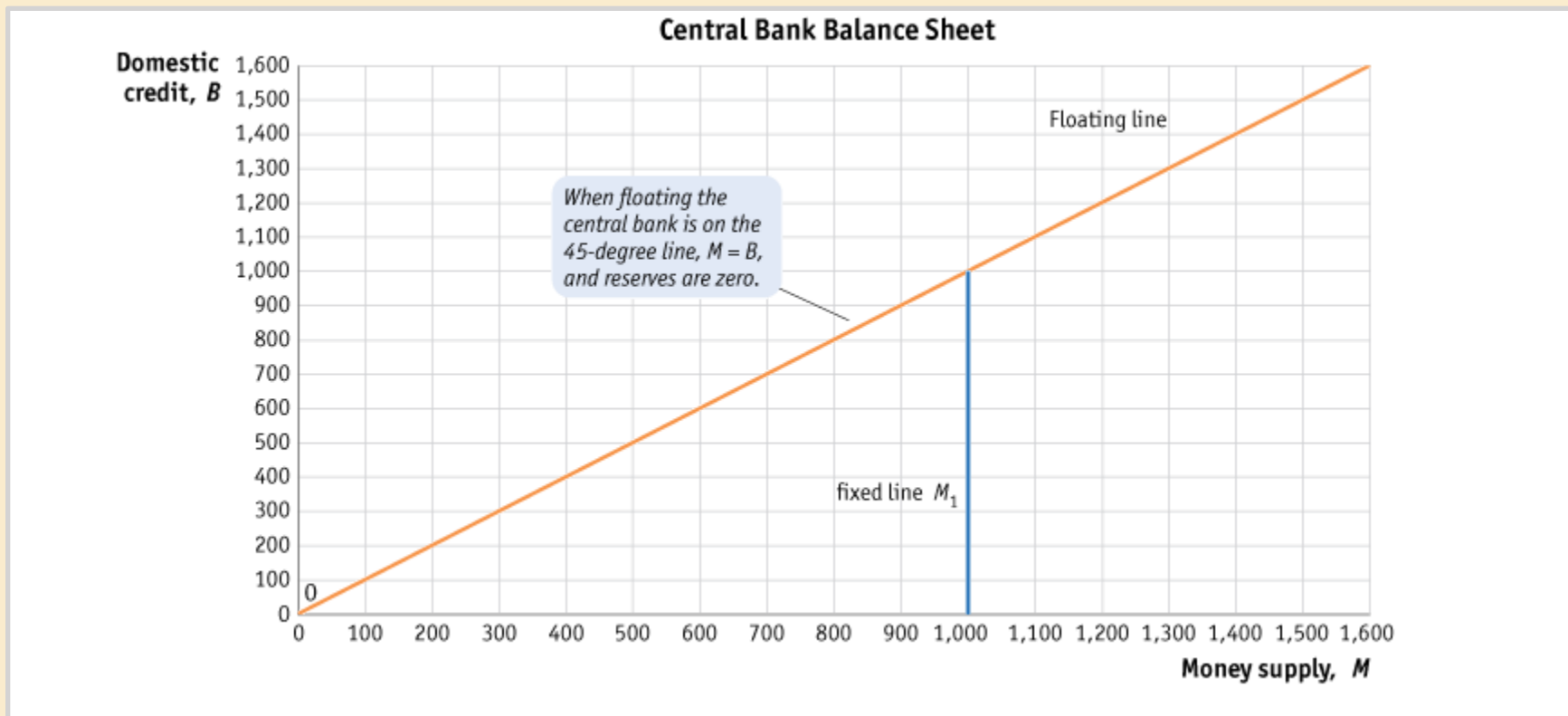
$$\underbrace{R}_{\text{Reserves}} = \underbrace{\bar{P}L(i)Y}_{\text{Money demand}} - \underbrace{B}_{\text{Domestic credit}} \quad (20-3)$$

## Πώς Προσαρμόζονται τα Αποθεματικά για να Διατηρήσουν την Πρόσδεση

- Εάν η κεντρική τράπεζα αγοράζε περισσότερα αποθεματικά απ' όσα απαιτούνταν από την Εξίσωση 20-3, τότε η εγχώρια προσφορά χρήματος θα διευρυνόταν και το εγχώριο ονομαστικό επιτόκιο θα έπεφτε, το peso θα υποτιμάτο, και η πρόσδεση θα κατέρρεε.
- Για να αποτρέψει κάτι τέτοιο, η κεντρική τράπεζα θα χρειαζόταν να επέμβει στην αγορά ξένου συναλλάγματος ώστε να αντισταθμίσει την αρχική της αγορά αποθεματικών, να διατηρήσει σταθερά την προσφορά pesos και τη συναλλαγματική ισοτιμία.
- Ομοίως, εάν η κεντρική τράπεζα πωλήσει αποθεματικά έναντι pesos, θα προκαλούσε ανατίμηση του peso και θα έπρεπε να ακολουθήσει την αντίστροφη πορεία και να επαναγοράσει τα αποθεματικά. Η πρόσδεση σημαίνει ότι η κεντρική τράπεζα πρέπει να διατηρεί αποθεματικά στο επίπεδο που καθορίζεται από την Εξίσωση (20-3).

# Γραφική Ανάλυση Ισολογισμού Κεντρικής Τράπεζας

ΣΧΗΜΑ 20-4 (1 από 2)



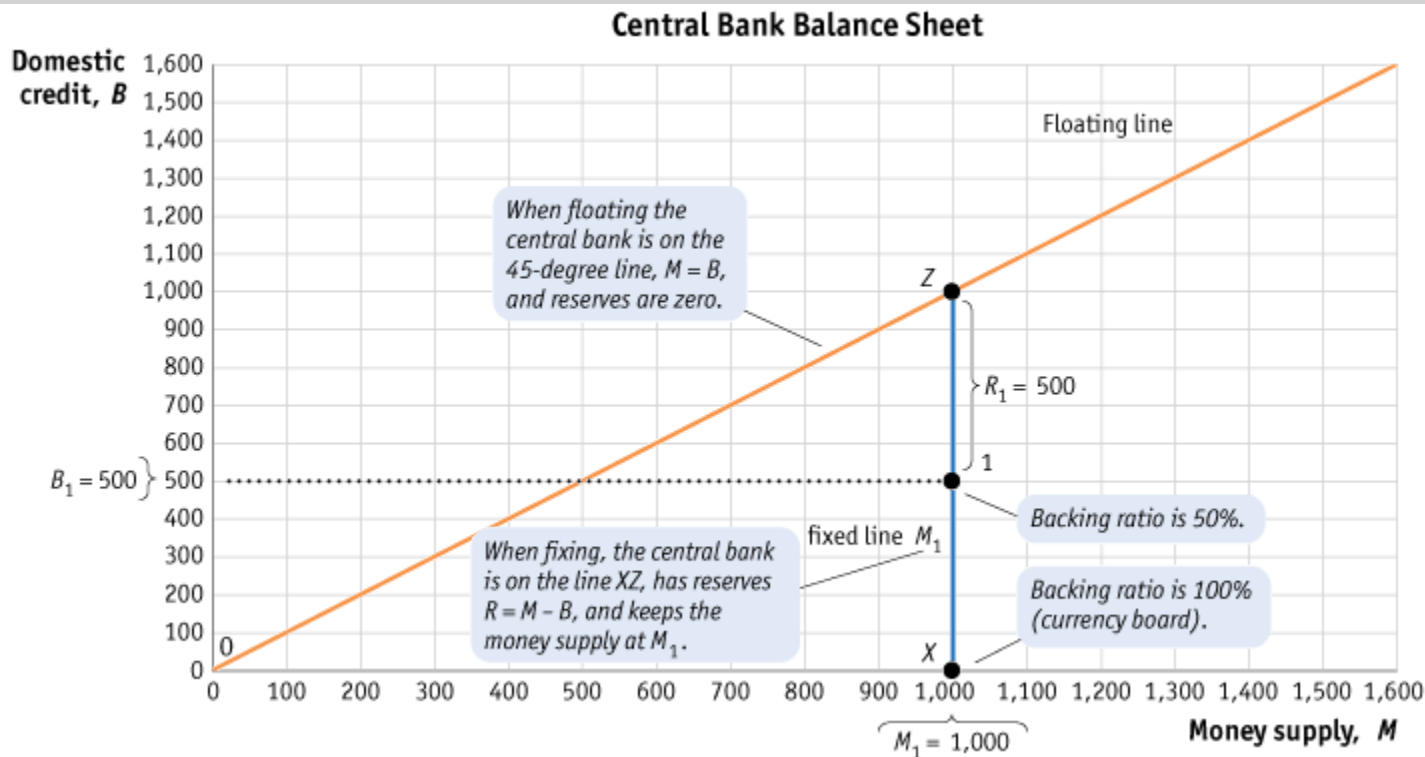
**Διάγραμμα Ισολογισμού Κεντρικής Τράπεζας** Το σχήμα αυτό παρουσιάζει μια απλουστευμένη άποψη των λειτουργιών της κεντρικής τράπεζας.

Στη γραμμή των 45 μοιρών, τα αποθεματικά είναι στο μηδέν, και η προσφορά χρήματος  $M$  ισούται με την εγχώρια πίστωση  $B$ . Διαφοροποιήσεις στην προσφορά χρήματος κατά μήκος αυτής της γραμμής θα προκαλούσαν διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Υπάρχει ένα μοναδικό επίπεδο προσφοράς χρήματος  $M_1$  (εδώ υποθέτουμε ότι ίσο με 1.000) που διασφαλίζει ότι η ισοτιμία παραμένει στην επιλεγμένη σταθερή τιμή.

# Γραφική Ανάλυση Ισολογισμού Κεντρικής Τράπεζας

ΣΧΗΜΑ 20-4 (2 από 2)



## Διάγραμμα Ισολογισμού Κεντρικής Τράπεζας (συνέχεια)

Για να σταθεροποιήσει την προσφορά χρήματος σε αυτό το επίπεδο, η κεντρική τράπεζα πρέπει να επιλέξει ένα μίγμα περιουσιακών στοιχείων στον ισολογισμό της που να ανταποκρίνεται στα σημεία πάνω στη γραμμή  $XZ$ , σημεία στα οποία η εγχώρια πίστωση  $B$  είναι μικρότερη από την προσφορά χρήματος  $M$ . Στο σημείο  $Z$ , τα αποθεματικά θα ήταν μηδενικά, ενώ στο σημείο  $X$  τα αποθεματικά θα είναι 100% της προσφοράς χρήματος.

Κάθε σημείο ανάμεσα σε αυτά πάνω στη γραμμή  $XZ$  είναι μια εφικτή επιλογή. Στο σημείο 1, για παράδειγμα, η εγχώρια πίστωση είναι  $B_1 = 500$ , τα αποθεματικά είναι  $R_1 = 500$ , και  $B_1 + R_1 = M_1 = 1,000$ .

# Γραφική Ανάλυση Ισολογισμού Κεντρικής Τράπεζας

Μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία που λειτουργεί πάντα με αποθεματικά ίσα με το 100% της προσφοράς χρήματος είναι γνωστή ως σύστημα **νομισματικού συμβουλίου**.

*Σύνοψη: εάν η ισοτιμία κυμαίνεται, τότε ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας πρέπει να αντιστοιχεί σε σημεία πάνω στην κυμαινόμενη γραμμή των 45 μοιρών. Εάν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή, ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας πρέπει να αντιστοιχεί σε σημεία πάνω στον κάθετο σταθερό άξονα.*

## Υπεράσπιση της Πρόσδεσης Ι: Μεταβολές στο Επίπεδο Ζήτησης Χρήματος

Θα εξετάσουμε πρώτα τα σοκ στη ζήτηση χρήματος και πώς αυτά επηρεάζουν τα αποθεματικά μεταβάλλοντας το επίπεδο προσφοράς χρήματος  $M$ .

### Ένα Σοκ στο Εγχώριο Προϊόν ή στο Ξένο Επιτόκιο Shock to

Έστω ότι το προϊόν μειώνεται ή το ξένο επιτόκιο ανεβαίνει. Και τα δύο αυτά γεγονότα τα χειριζόμαστε ως εξωγενή σοκ, τηρουμένων όλων των άλλων σταθερών.

Υποθέτουμε ότι το ενδογενές σοκ μειώνει τη ζήτηση χρήματος κατά 10% στο τρέχον επιτόκιο.

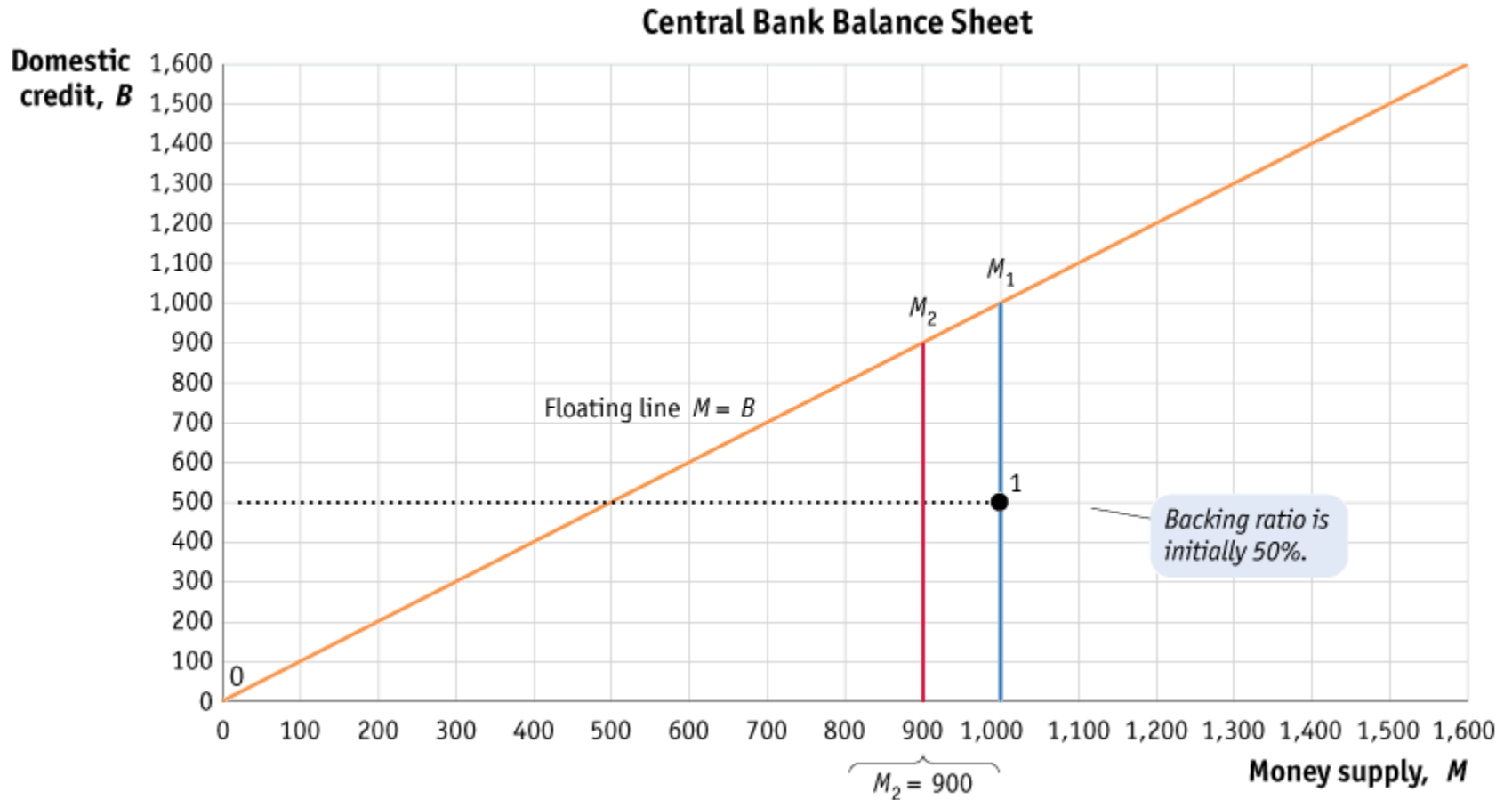
Μια πτώση στη ζήτηση χρήματος θα μείωνε το επιτόκιο στην αγορά χρήματος και θα έθετε τάσεις υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος. Για να διατηρήσει την πρόσδεση, η κεντρική τράπεζα πρέπει να διατηρήσει το επιτόκιο αμετάβλητο. Για να το πετύχει πρέπει να πουλήσει 100 εκατομμύρια pesos (\$100 εκατομμύρια) αποθεματικών, με αντάλλαγμα ρευστό, έτσι ώστε η προσφορά χρήματος να συρρικνωθεί όσο και ζήτηση χρήματος.

# Υπεράσπιση της Πρόσδεσης Ι: Μεταβολές στο Επίπεδο Ζήτησης Χρήματος

Ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας θα είναι τότε ως εξής:

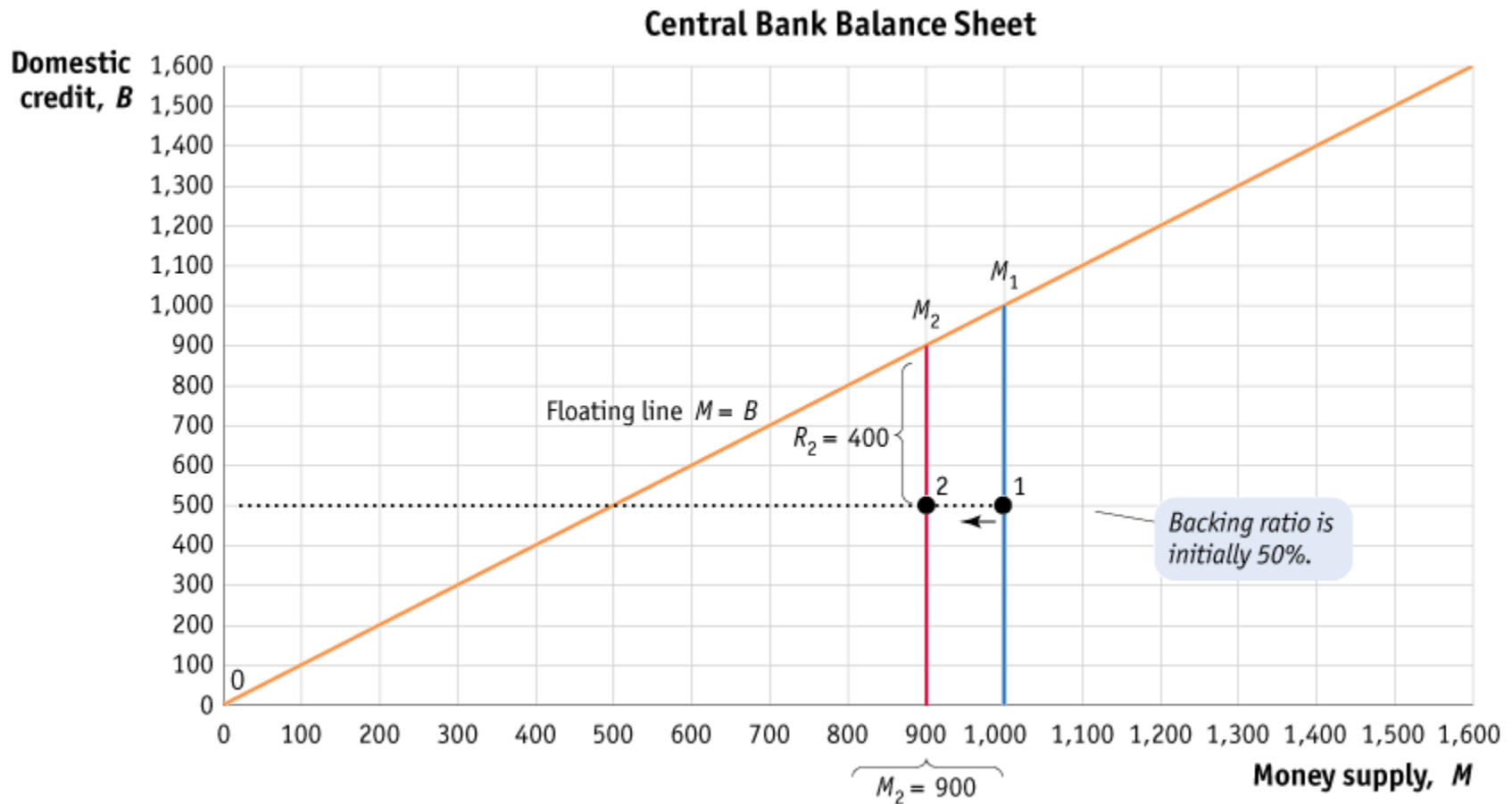
SIMPLIFIED CENTRAL BANK BALANCE SHEET AFTER MONEY DEMAND FALLS (MILLIONS OF PESOS)			
Assets		Liabilities	
<b>Reserves <math>R</math></b>	<b>400</b>	<b>Money supply <math>M</math></b>	<b>900</b>
<i>Foreign assets (dollar reserves)</i>		<i>Currency in circulation</i>	
<b>Domestic credit <math>B</math></b>	<b>500</b>		
<i>Domestic assets (peso bonds)</i>			





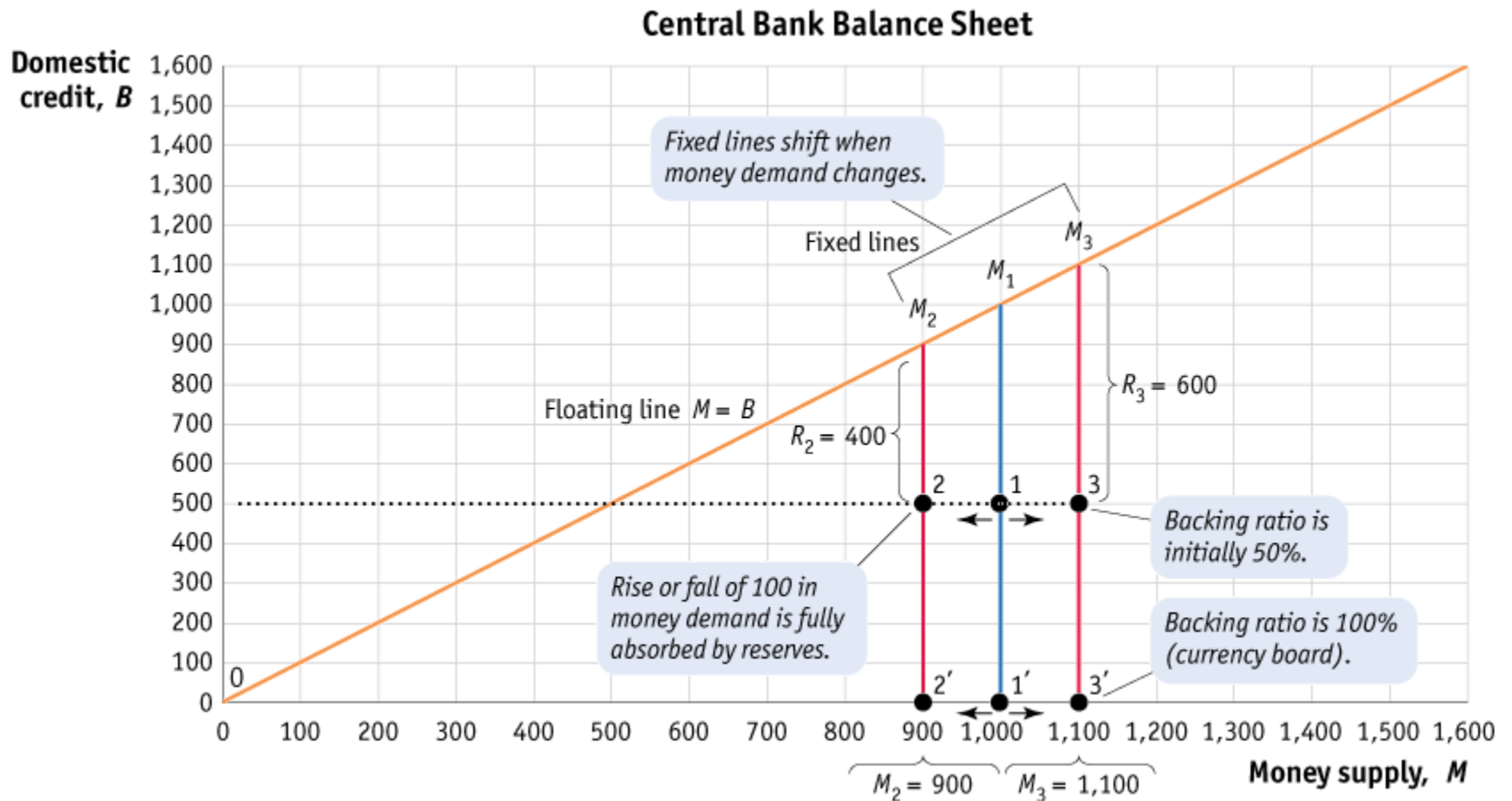
**Σοκ στη Ζήτηση Χρήματος** Εάν η ζήτηση χρήματος μειωθεί, τα επιτόκια τείνουν να πέσουν, με αποτέλεσμα μια πίεση υποτίμησης του νομίσματος. Για να το αποτρέψει αυτό, η κεντρική τράπεζα πρέπει να επέμβει στην αγορά ξένου συναλλάγματος και να υπερασπιστεί τη πρόσδεση πουλώντας αποθεματικά. Αυτό μειώνει την προσφορά χρήματος. Στόχος της τράπεζας είναι να διατηρήσει το επιτόκιο σταθερό και να διασφαλίσει ότι η προσφορά χρήματος είναι ίση με τη ζήτηση χρήματος.

Όπως φαίνεται εδώ, η προσφορά χρήματος μειώνεται από  $M_1 = 1.000$  σε  $M_2 = 900$ .



### Σοκ στη Ζήτηση Χρήματος (συνέχεια)

Εάν η εγχώρια πίστωση είναι αμετάβλητη στο επίπεδο  $B_1 = 500$ , η μεταβολή στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας φαίνεται από μια μετακίνηση από το σημείο 1 στο σημείο 2, και τα αποθεματικά απορροφούν το σοκ της ζήτησης χρήματος μειούμενα από  $R_1 = 500$  σε  $R_2 = 400$ .



### Σοκ στη Ζήτηση Χρήματος (συνέχεια)

Ένα αντίθετο θετικό σοκ φαίνεται από τη μετακίνηση από το σημείο 1 στο σημείο 3, όπου  $M_3=900$  και  $R_3 = 600$ .

Σε ένα σύστημα νομισματικού συμβουλίου, μια χώρα διατηρώντας 100% αποθεματικά θα βρίσκεται στον οριζόντιο άξονα με μηδενική εγχώρια πίστωση,  $B=0$ . Το νομισματικό συμβούλιο προσαρμόζει τα σοκ ζήτησης χρήματος με μετακίνηση από το σημείο 1' στα σημεία 2' ή 3'.

## Υπεράσπιση της Πρόσδεσης Ι: Μεταβολές στο Επίπεδο Ζήτησης Χρήματος

**Η Σημασία του Λόγου Στήριξης** Ο λόγος  $R/M$  ονομάζεται **δείκτης στήριξης**, και δείχνει το ποσοστό της προσφοράς χρήματος που στηρίζεται από τα αποθεματικά στον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας.

*Γενικώς, για ένα δεδομένο μέγεθος ενός σοκ στη ζήτηση χρήματος, ένας υψηλότερος δείκτης στήριξης θα στεγανοποιήσει καλύτερα μια οικονομία έναντι του κινδύνου εξάντλησης των αποθεματικών, τηρουμένων όλων των άλλων σταθερών.*

# Υπεράσπιση της Πρόσδεσης Ι: Μεταβολές στο Επίπεδο Ζήτησης Χρήματος

**Λειτουργία του Νομισματικού Συμβουλίου** Από ένα νομισματικό συμβούλιο διατηρείται πάντα ένας δείκτης στήριξης 100%..

Στο σχήμα 20-5, στα σημεία 2' ή 3' τα αποθεματικά είναι ίσα με την προσφορά χρήματος και ίσα με τη ζήτηση χρήματος.

Το νομισματικό συμβούλιο διατηρεί τα αποθεματικά σε ένα μέγιστο επίπεδο 100%, ώστε η κεντρική τράπεζα να μπορεί να αντιμετωπίσει κάθε σοκ στη ζήτηση χρήματος χωρίς να εξαντλήσει τα αποθεματικά.

Τα νομισματικά συμβούλια θεωρούνται ως σκληρή πρόσδεση, επειδή ο υψηλός δείκτης στήριξης τους προσδίδει μεγαλύτερη ανθεκτικότητα στην αντιμετώπιση σοκ στη ζήτηση χρήματος.

# Υπεράσπιση της Πρόσδεσης Ι: Μεταβολές στο Επίπεδο Ζήτησης Χρήματος

## Γιατί Κυμαίνεται το Επίπεδο Ζήτησης Χρήματος;

Έχουμε υποθέσει ότι τα σοκ στη ζήτηση χρήματος προέρχονται είτε από σοκ στο εγχώριο προϊόν  $Y$  είτε από σοκ στο ξένο επιτόκιο  $i^*$  (επειδή υπό συνθήκες αξιόπιστης πρόσδεσης,  $i = i^*$ ).

Από τη στιγμή που το επίπεδο προϊόντος είναι πιο ευμετάβλητο στις αναδυόμενες αγορές και τις αναπτυσσόμενες χώρες, το κατάλληλο επίπεδο αποθεματικών πιθανώς να είναι πολύ υψηλότερο στις χώρες αυτές.

Εάν η πρόσδεση δεν είναι απόλυτα αξιόπιστη και δεν μπορεί να διατηρηθεί μια απλή ισοτιμία επιτοκίων, τότε το εγχώριο επιτόκιο δεν θα είναι πλέον ίσο με το ξένο επιτόκιο, και μπορούν να προκληθούν επιπλέον διαταραχές στην εγχώρια ζήτηση χρήματος λόγω του ανοίγματος (spread) μεταξύ των δύο.

## Ασφάλιστρα Κινδύνου σε Αναπτυγμένες και Αναδυόμενες Αγορές

Η ακάλυπτη ισοτιμία επιτοκίων (UIP) απαιτεί, η εγχώρια απόδοση (το επιτόκιο των εγχώριων τραπεζικών καταθέσεων) να είναι ίσο με το ξένο επιτόκιο συν το αναμενόμενο ποσοστό υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος.

Όταν επιπλέον κίνδυνοι επηρεάζουν τις εγχώριες τραπεζικές καταθέσεις, τότε προστίθεται ένα **ασφάλιστρο κινδύνου** ως αποζημίωση για τους επενδυτές έναντι του αντιληπτού κινδύνου της κατοχής καταθέσεων σε εγχώριο νόμισμα.

$$\underbrace{i}_{\text{Peso interest rate}} = \underbrace{i^*}_{\text{Dollar interest rate}} + \underbrace{\frac{\Delta E_{\text{peso/\$}}^e}{E_{\text{peso/\$}}}}_{\substack{\text{Expected rate of} \\ \text{depreciation} \\ \text{of the peso}}} + \left[ \begin{array}{c} \text{Exchange rate} \\ \text{risk premium} \end{array} \right] + \left[ \begin{array}{c} \text{Default} \\ \text{risk premium} \end{array} \right]$$

1 4 4 4 4 4 4 4 2 4 4 4 4 4 4 4 3  
 Interest rate spread  
 (equal to zero if peg is credible and there are no risk premiums)



## Ασφάλιστρα Κινδύνου σε Αναπτυγμένες και Αναδυόμενες Αγορές

Το πρώτο μέρος του ανοίγματος [spread] επιτοκίων είναι το **ασφάλιστρο νομίσματος**:

$$\text{Currency premium} = \frac{\Delta E_{\text{peso}/\$}^e}{E_{\text{peso}/\$}} + \left[ \begin{array}{c} \text{Exchange rate} \\ \text{risk premium} \end{array} \right]$$

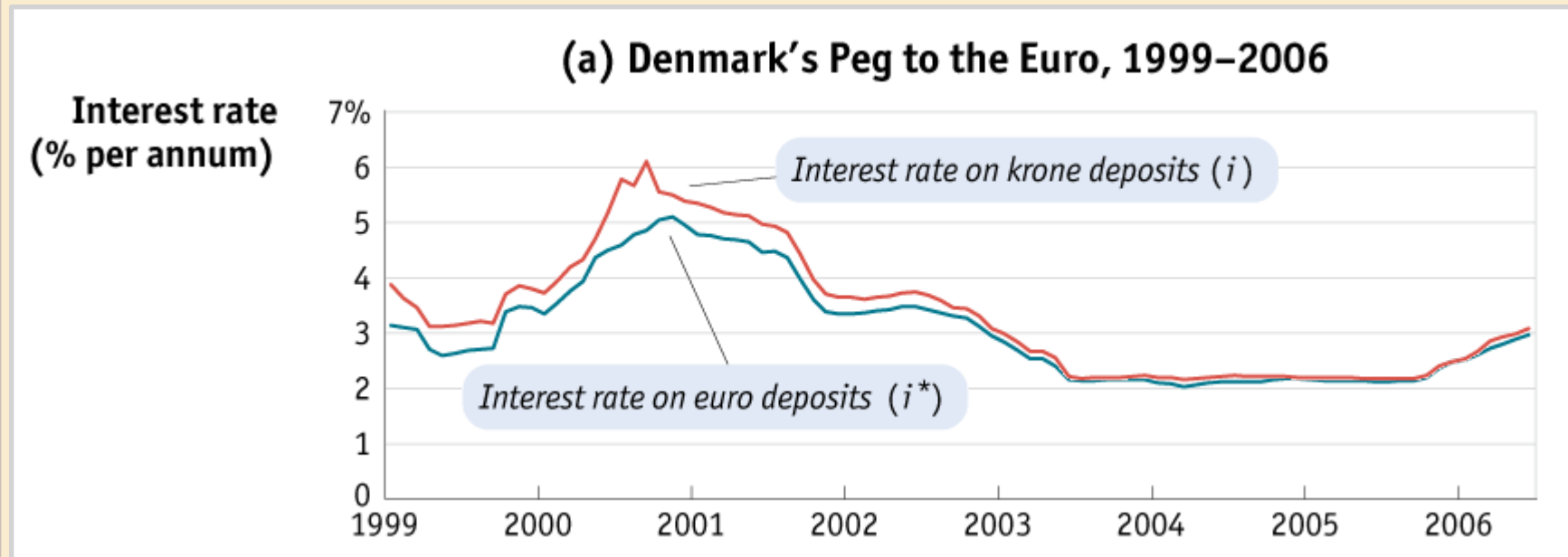
Το δεύτερο μέρος του ανοίγματος [spread] επιτοκίων είναι γνωστό ως **ασφάλιστρο χώρας**:

$$\text{Country premium} = \left[ \begin{array}{c} \text{Default} \\ \text{risk premium} \end{array} \right]$$

# ΕΦΑΡΜΟΓΗ

## Ασφάλιστρα Κινδύνου σε Αναπτυγμένες και Αναδυόμενες Αγορές

ΣΧΗΜΑ 20-6 (1 από 2)

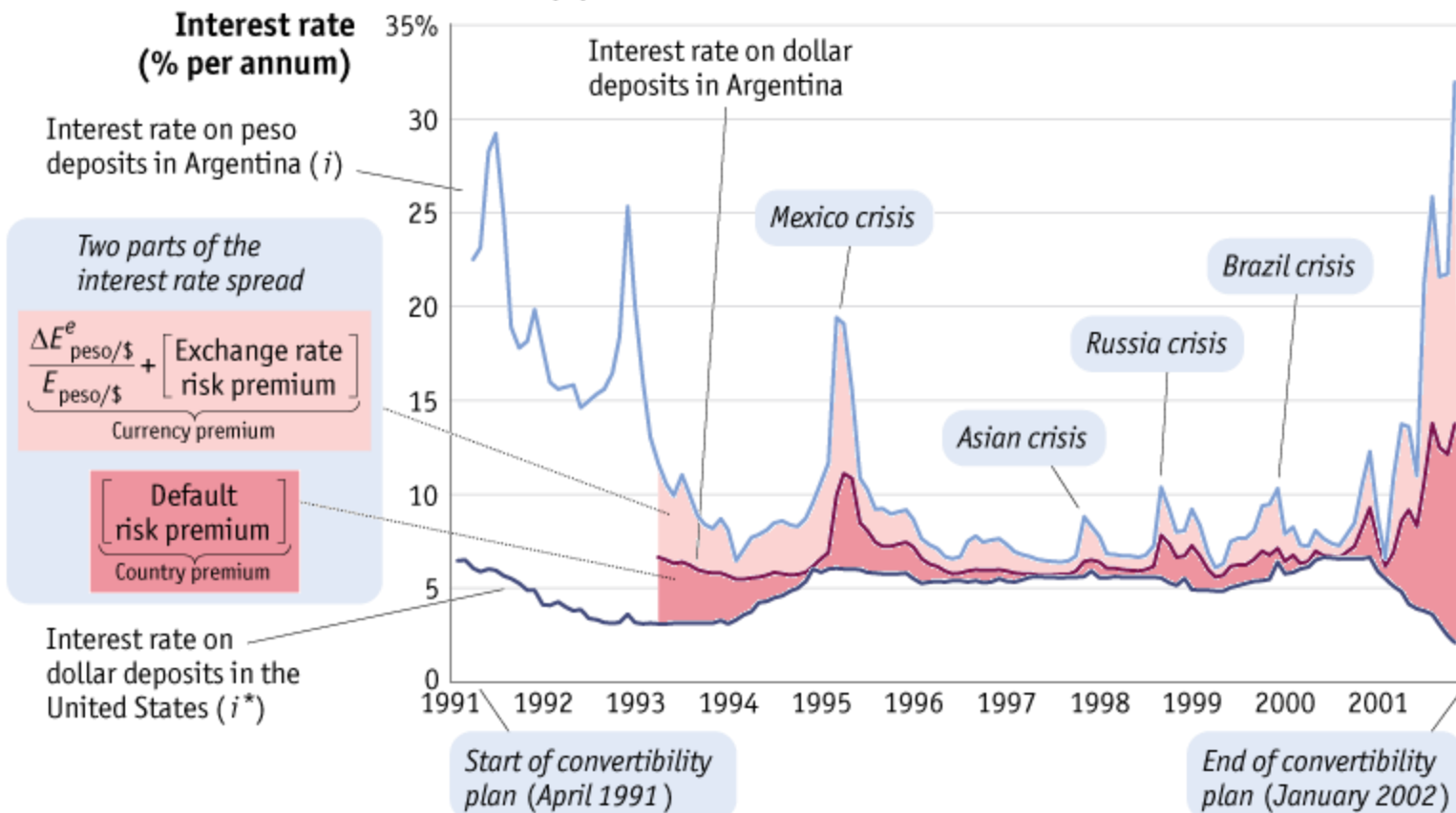


### Ανοίγματα [Spreads] Επιτοκίων: Ασφάλιστρα Νομίσματος και Ασφάλιστρα Χώρας

Όταν αναπτυγμένες χώρες προσδένουν το νόμισμά τους, το άνοιγμα των επιτοκίων είναι συνήθως κοντά στο μηδέν, και μπορούμε να υποθέσουμε ότι  $i = i^*$ . Ένα παράδειγμα είναι η πρόσδεση της Δανίας στο ευρώ στο διάγραμμα (a), όπου η συσχέτιση μεταξύ των επιτοκίων της κορώνας και του ευρώ είναι 0,99.

## ΣΧΗΜΑ 20-6 (2 από 2)

(b) Argentina's Peg to the U.S. Dollar, 1991–2001

**Spreads Επιτοκίων: Ασφάλιστρα Νομίσματος και Ασφάλιστρα Χώρας (συνέχεια)**

Όταν αναδυόμενες αγορές προσδένουν το νόμισμά τους, τα ανοίγματα επιτοκίων μπορεί να είναι μεγάλα και ευμετάβλητα. Ένα παράδειγμα είναι η πρόσδεση της Αργεντινής το δολάριο ΗΠΑ, όπου η συσχέτιση μεταξύ των επιτοκίων του peso και του δολαρίου ΗΠΑ ήταν μόλις 0,38.

## Ασφάλιστρα Κινδύνου σε Αναπτυγμένες και Αναδυόμενες Αγορές

### Σύνοψη

Λόγω των διακυμάνσεων στα ανοίγματα των επιτοκίων, οι προσδέσεις στις αναδυόμενες αγορές υπόκεινται σε ακόμα μεγαλύτερα σοκ επιτοκίων απ' ότι οι προσδέσεις των αναπτυγμένων χωρών, ως αποτέλεσμα προβλημάτων **αξιοπιστίας**.

Η αξιοπιστία της νομισματικής πολιτική και η αξιοπιστία των ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων προκαλούν διακυμάνσεις στα ασφάλιστρα νομίσματος.

Πολλοί οικονομολόγοι αναφέρονται σε **μόλυνση** στις παγκόσμιες αγορές όταν κρίσεις σε κάποια σημεία των παγκόσμιων αγορών κεφαλαίου προκαλούν ανεπιθύμητες αλλαγές στο κλίμα απομακρυσμένων αγορών. ■

## Το Σχέδιο Μετατρεψιμότητας της Αργεντινής πριν την Κρίση της Τεκίλας

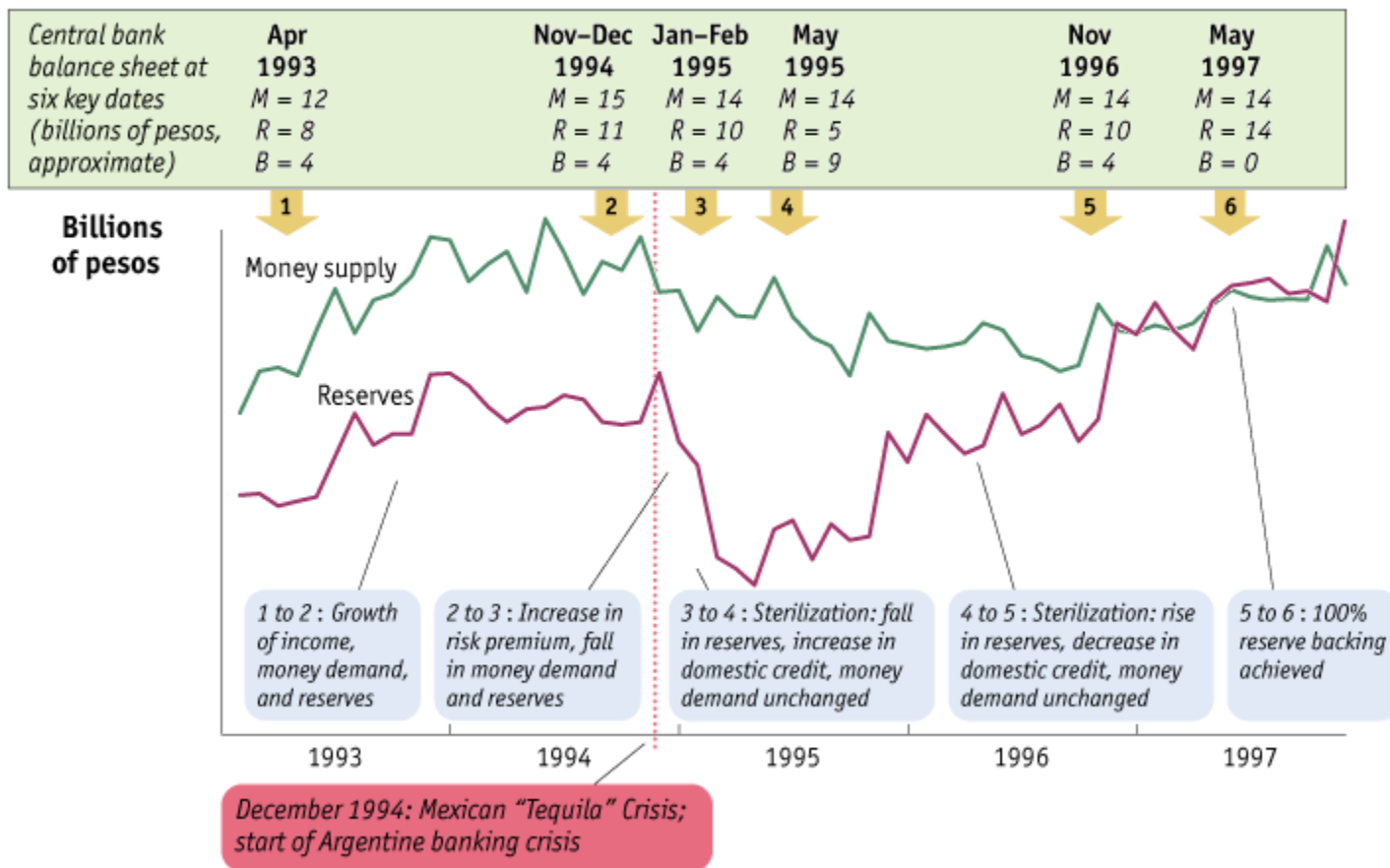
Το διάγραμμα ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας μας βοηθά να δούμε πώς μια κεντρική τράπεζα χειρίζεται μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία και ποιες προσαρμογές χρειάζεται να κάνει αντιδρώντας σε ένα σοκ στη ζήτηση χρήματος.

Με της συνδρομή του Σχήματος 20-7, θα εξετάσουμε το σύστημα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας της Αργεντινής, γνωστού ως Σχέδιο Μετατρεψιμότητας, το οποίο ξεκίνησε το 1991 και τελείωσε το 2002.

Στο σχέδιο αυτό διατηρείτο μια πρόσδεση ενός peso ανά δολάριο.

## ΣΧΗΜΑ 20-7 (1 από 5)

(a) Approximate Evolution of Money Supply and Reserves



**Λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας της Αργεντινής, 1993–1997** Στην περίοδο αυτή ένα peso άξιζε όσο ένα δολάριο ΗΠΑ. Το διάγραμμα (a) δείχνει την προσφορά χρήματος και τα αποθεματικά. Η διαφορά μεταξύ των δύο είναι η εγχώρια πίστωση. Έξι βασικές ημερομηνίες αναδεικνύονται πριν, κατά τη διάρκεια, και μετά την μεξικανική κρίση της τεκίλας.

## ΣΧΗΜΑ 20-7 (2 από 5)

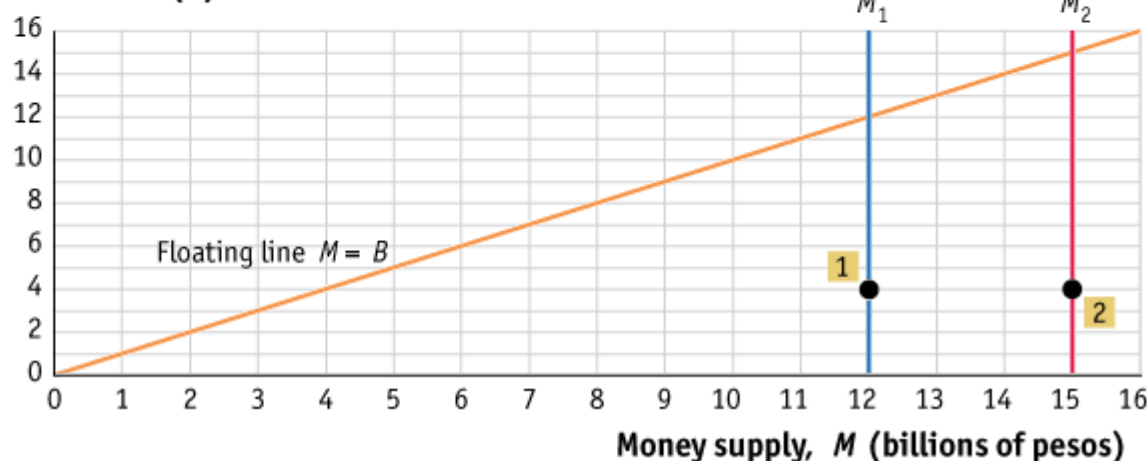
(a) Approximate Evolution of Money Supply and Reserves

Central bank balance sheet at six key dates (billions of pesos, approximate)	Apr 1993	Nov-Dec 1994
$M$	12	15
$R$	8	11
$B$	4	4

1

2

(b) Central Bank Balance Sheet

Domestic credit,  $B$   
(billions of pesos)

**Λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας της Αργεντινής, 1993–1997 (συνέχεια)** Στο διάγραμμα (b) εμφανίζεται ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας σε αυτές τις βασικές ημερομηνίες. Πριν την κρίση, η εγχώρια πίστωση ήταν ουσιαστικά αμετάβλητη και τα αποθεματικά αυξήθηκαν από \$8 δισεκατομμύρια σε \$11 δισεκατομμύρια καθώς η ζήτηση χρήματος αυξήθηκε από  $M_1$  σε  $M_2$  ευθυγραμμιζόμενη με την ραγδαία αύξηση στα εισοδήματα (μετακίνηση από το σημείο 1 στο 2).



## ΣΧΗΜΑ 20-7 (3 από 5)

(a) Approximate Evolution of Money Supply and Reserves

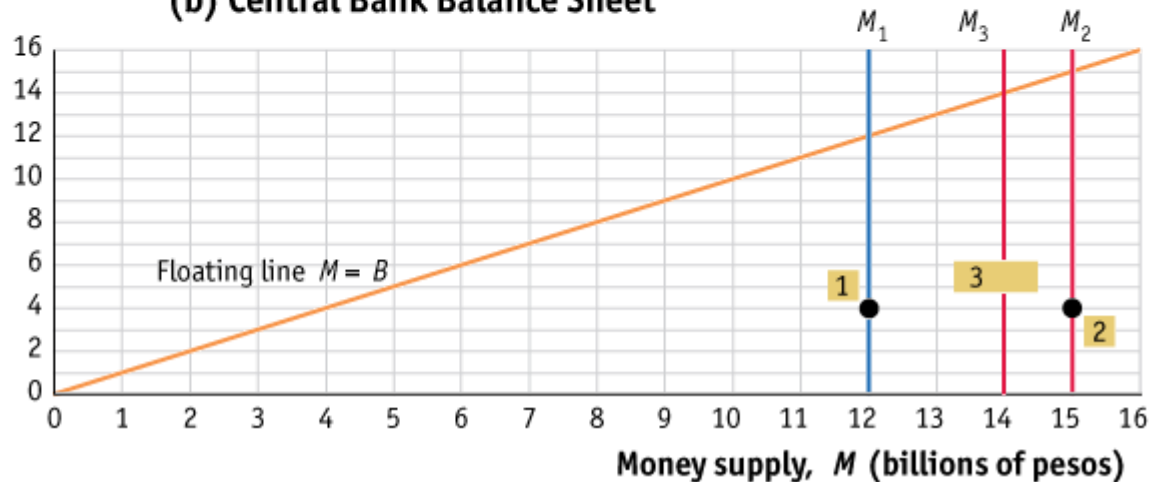
Central bank balance sheet at six key dates (billions of pesos, approximate)	Apr 1993	Nov-Dec 1994	Jan-Feb 1995
$M$	12	15	14
$R$	8	11	10
$B$	4	4	4

1

2

3

(b) Central Bank Balance Sheet

Domestic credit,  $B$   
(billions of pesos)

**Λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας της Αργεντινής, 1993–1997 (συνέχεια)** Μετά την κρίση που έπληξε τη χώρα το Δεκέμβριο του 1994, τα ανοίγματα των επιτοκίων διευρύνθηκαν, η ζήτηση χρήματος μειώθηκε από  $M_2$  σε  $M_3$ , αλλά η εγχώρια πίστωση παρέμεινε σταθερή (στο σημείο 3) και χάθηκε \$1 δισεκατομμύριο σε αποθεματικά.

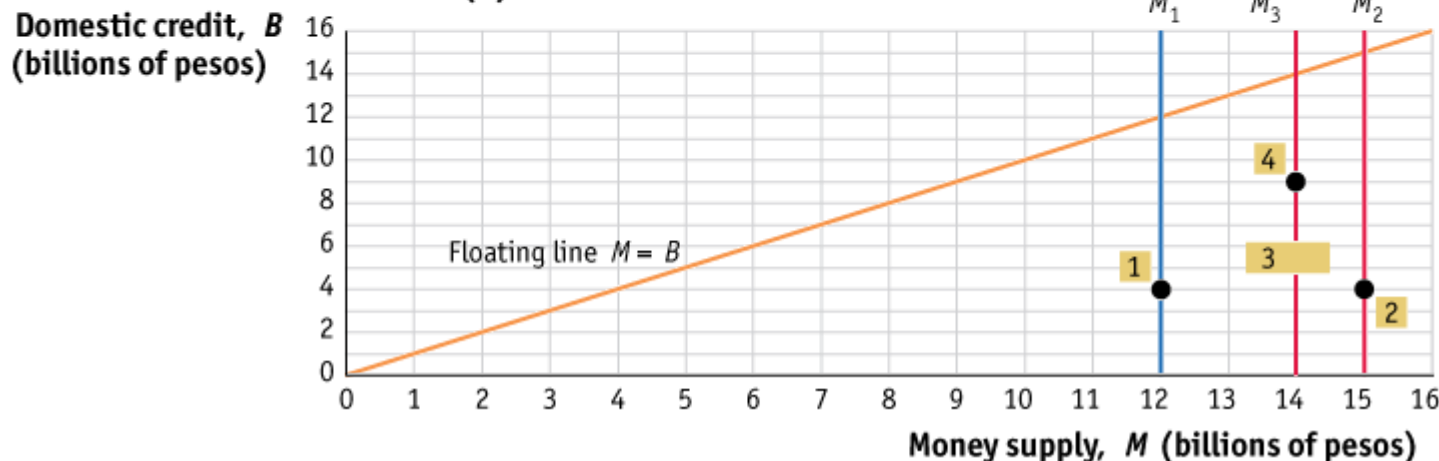
## ΣΧΗΜΑ 20-7 (4 από 5)

(a) Approximate Evolution of Money Supply and Reserves

Central bank balance sheet at six key dates (billions of pesos, approximate)	Apr 1993	Nov-Dec 1994	Jan-Feb 1995	May 1995
$M$	$M = 12$	$M = 15$	$M = 14$	$M = 14$
$R$	$R = 8$	$R = 11$	$R = 10$	$R = 5$
$B$	$B = 4$	$B = 4$	$B = 4$	$B = 9$

1 2 3 4

(b) Central Bank Balance Sheet

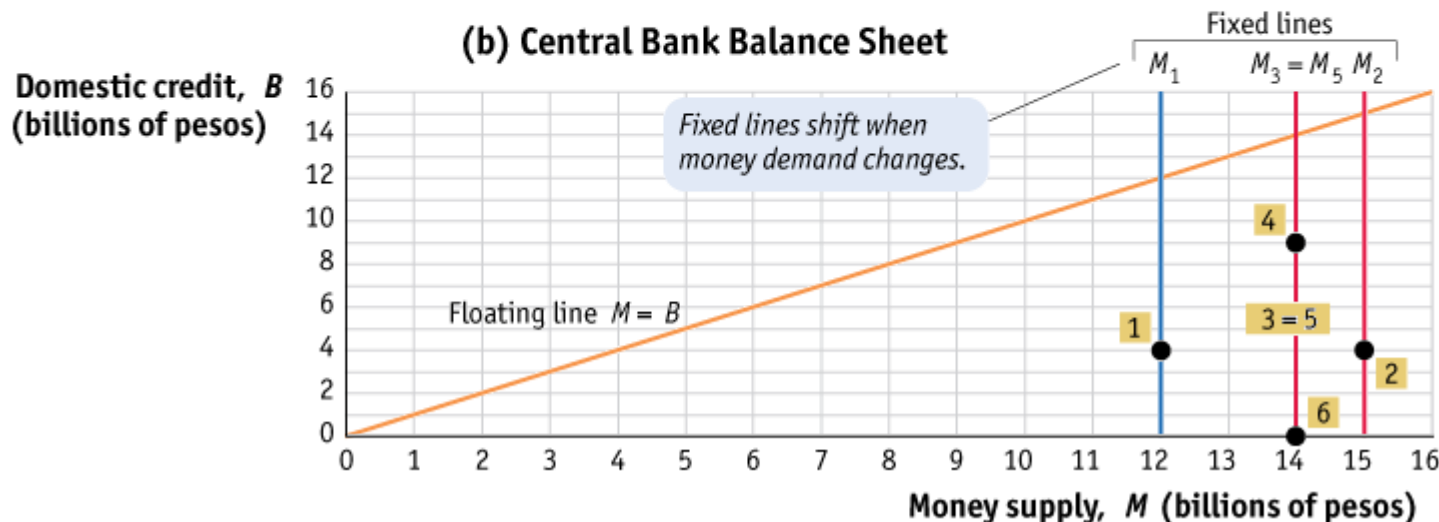


**Λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας της Αργεντινής, 1993–1997 (συνέχεια)** Το 1995 υπήρξε ένας πανικός στις τράπεζες και στο νόμισμα, και η κεντρική τράπεζα τον αποστείρωσε αυξάνοντας την εγχώρια πίστωση κατά 5 δισεκατομμύρια pesos και πουλώντας \$5 δισεκατομμύρια σε αποθεματικά καθώς η ζήτηση χρήματος παρέμεινε σταθερή (στο σημείο 4). Τα αποθεματικά έφθασαν σε ένα χαμηλό επίπεδο των \$5 δισεκατομμυρίων.

## ΣΧΗΜΑ 20-7 (5 από 5)

(a) Approximate Evolution of Money Supply and Reserves

Central bank balance sheet at six key dates (billions of pesos, approximate)	Apr 1993	Nov-Dec 1994	Jan-Feb 1995	May 1995	Nov 1996	May 1997
$M$	12	15	14	14	14	14
$R$	8	11	10	5	10	14
$B$	4	4	4	9	4	0



**Λειτουργίες της Κεντρικής Τράπεζας της Αργεντινής, 1993–1997 (συνέχεια)** Το 1996 η κεντρική τράπεζα επανέκτησε τα αποθεματικά της, αντιστρέφοντας την προηγούμενη αποστείρωση. Η εγχώρια πίστωση μειώθηκε κατά 5 δισεκατομμύρια pesos και τα αποθεματικά αυξήθηκαν κατά \$5 δισεκατομμύρια (στο σημείο 5, το ίδιο με το σημείο 3).

Επιπλέον αγορές αποστείρωσης \$4 δισεκατομμυρίων σε αποθεματικά επανέφεραν τον λόγο στήριξης στο 100% το 1997 (στο σημείο 6).

## Υπεράσπιση της Πρόσδεσης II: Μεταβολές στη Σύνθεση της Προσφοράς Χρήματος

Τώρα μελετάμε σοκ στην εγχώρια πίστωση  $B$ , τηρουμένων όλων των άλλων σταθερών, και για απομονώσουμε τις επιπτώσεις από τις μεταβολές στην εγχώρια πίστωση θα υποθέσουμε ότι η ζήτηση χρήματος είναι σταθερή.

Εάν η ζήτηση χρήματος είναι σταθερή, τότε το ίδιο ισχύει και για την προσφορά χρήματος. Επομένως, το βασικό δίδαγμα της ενότητας αυτής είναι ότι, από μόνη της, μια μεταβολή στην εγχώρια πίστωση δεν μπορεί να επηρεάσει το επίπεδο της προσφοράς χρήματος, μόνο τη σύνθεσή της σε όρους εγχώριας πίστωσης και αποθεματικών. Επομένως, χρειάζεται να σκεφθούμε γιατί ακολουθήθηκε μια τέτοια πολιτική.

# Υπεράσπιση της Πρόσδεσης II: Μεταβολές στη Σύνθεση της Προσφοράς Χρήματος

## Ένα Σοκ στην Εγχώρια Πίστωση

Εδώ υποθέτουμε ότι το εγχώριο προϊόν και το ξένο επιτόκιο παραμένουν αμετάβλητα. Η προσφορά χρήματος είναι  $M1 = 1.000$  εκατομμύρια pesos.

Τότε, η τράπεζα επεκτείνει την εγχώρια πίστωση από \$500 εκατομμύρια pesos αγοράζοντας  $\Delta B = \$100$  εκατομμύρια ομόλογα σε peso.

Με περισσότερο χρήμα σε κυκλοφορία, το επιτόκιο στην αγορά χρήματος μειώνεται, ασκώντας πιέσεις υποτίμησης στο νόμισμα.

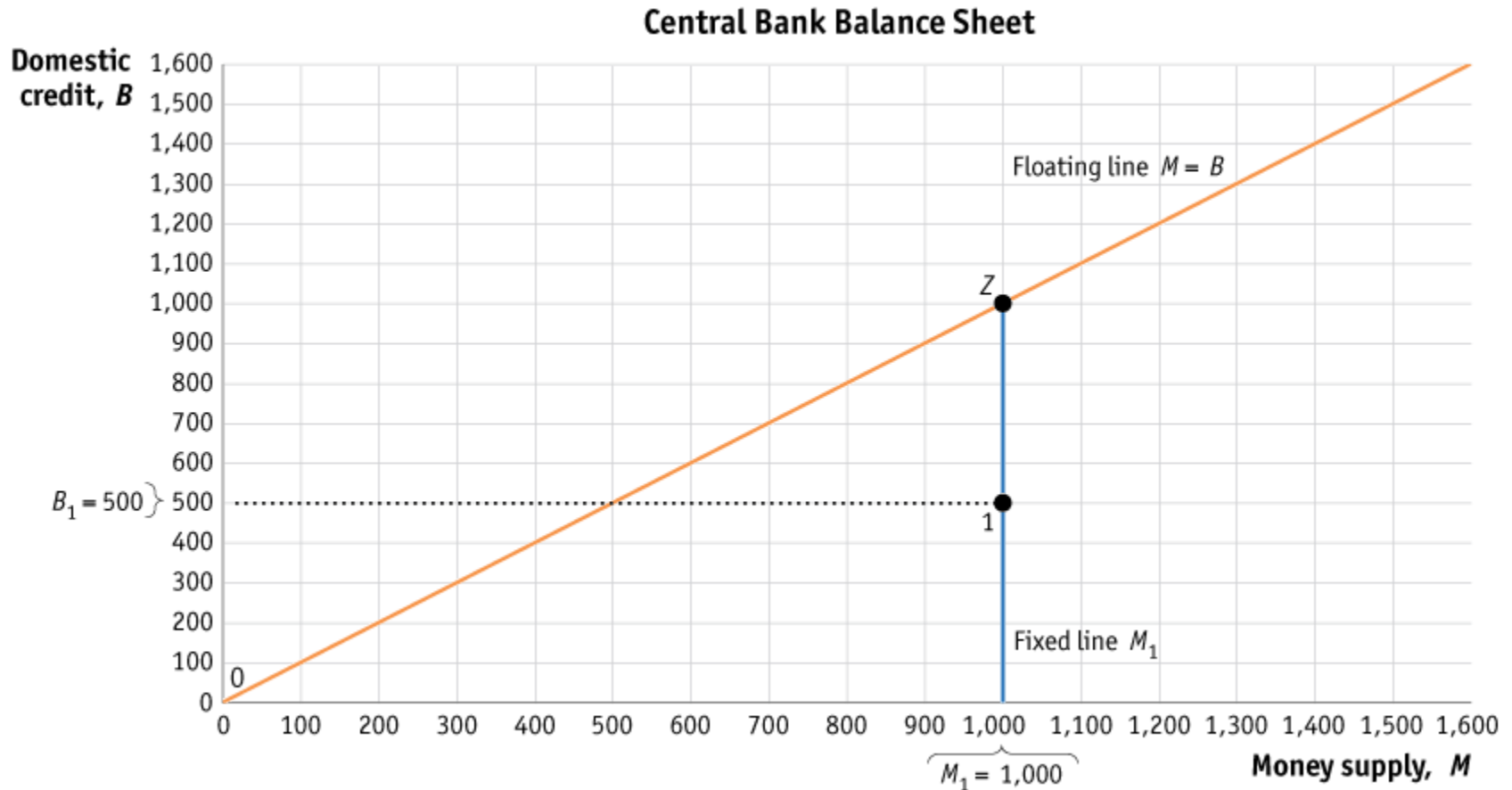
Για να υπερασπιστεί την πρόσδεση, η κεντρική τράπεζας πωλεί 100 εκατομμύρια pesos (\$100 εκατομμύρια) αποθεματικών έναντι ρευστού, έτσι ώστε η προσφορά χρήματος και το επιτόκιο παραμένουν αμετάβλητα.

# Υπεράσπιση της Πρόσδεσης II: Μεταβολές στη Σύνθεση της Προσφοράς Χρήματος

Ο ισολογισμός της κεντρικής τράπεζας θα είναι τότε ως εξής:

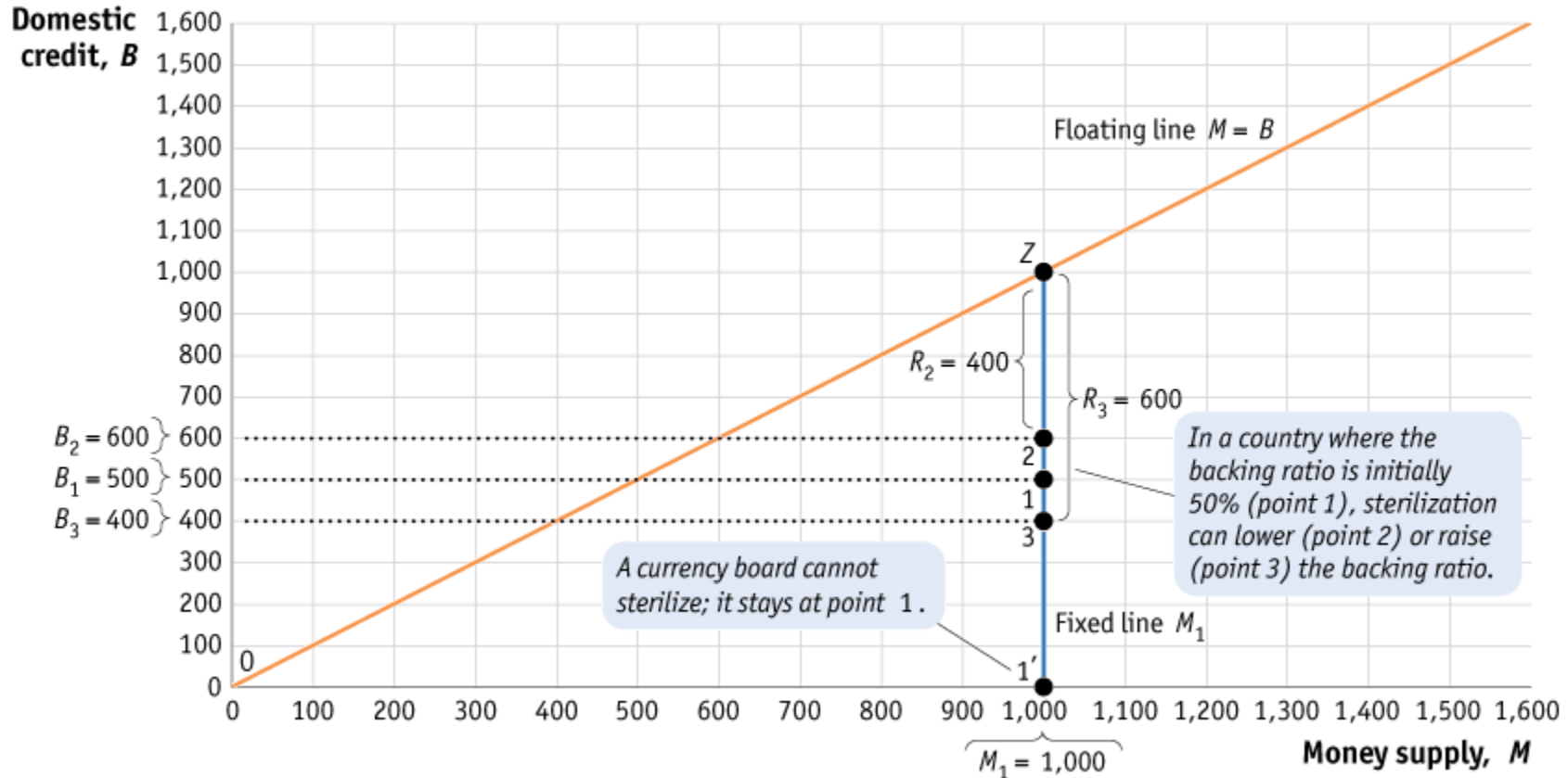
SIMPLIFIED CENTRAL BANK BALANCE SHEET AFTER EXPANSION OF DOMESTIC CREDIT (MILLIONS OF PESOS)			
Assets		Liabilities	
<b>Reserves <math>R</math></b>	<b>400</b>	<b>Money supply <math>M</math></b>	<b>1,000</b>
<i>Foreign assets (dollar reserves)</i>		<i>Money in circulation</i>	
<b>Domestic credit <math>B</math></b>	<b>600</b>		
<i>Domestic assets (peso bonds)</i>			

Δεν υπάρχει μεταβολή στη νομισματική πολιτική όπως μετράται από την εγχώρια προσφορά χρήματος (ή επιτόκια) επειδή οι δράσεις πώλησης και αγοράς από την κεντρική τράπεζα αντισταθμίζονται απόλυτα. Συνεπώς, αυτό το είδος δράσης της κεντρικής τράπεζας περιγράφεται **αποστείρωση** ή αποστειρωμένη παρέμβαση, ή αποστειρωμένη πώληση αποθεματικών.



**Αποστείρωση** Εάν η εγχώρια πίστωση αυξηθεί, η προσφορά χρήματος αυξάνει, τηρουμένων όλων των άλλων σταθερών, τα επιτόκια τείνουν να μειωθούν, ασκώντας πιέσεις υποτίμησης στην ισοτιμία. Για να αποφευχθεί αυτή η υποτίμηση, να διατηρηθεί η πρόσδεση, και να παραμείνει σε σταθερή γραμμή, η κεντρική τράπεζα πρέπει να παρέμβει και να υπερασπιστεί την πρόσδεση πωλώντας αποθεματικά ώστε να κρατήσει σταθερή την προσφορά χρήματος. Όπως φαίνεται εδώ, η προσφορά χρήματος είναι  $M_1 = 1.000$ .

Central Bank Balance Sheet



**Αποστείρωση** Εάν η εγχώρια πίστωση αυξηθεί από  $B_1 = 500$  σε  $B_2 = 600$ , τότε ο ισολογισμός κινείται από το σημείο 1 στο σημείο 2, και τα αποθεματικά μειώνονται από  $R_1 = 500$  σε  $R_2 = 400$ . Ένα αντίθετο σοκ φαίνεται από τη μετακίνηση από το σημείο 1 στο σημείο 3, όπου  $B_3 = 400$  και  $R_3 = 600$ .

Εάν η χώρα διατηρήσει το 100% των αποθεματικών, πρέπει να παραμείνει στο σημείο 1': ένα νομισματικό συμβούλιο δεν μπορεί να εμπλακεί σε αποστείρωση.



# Υπεράσπιση της Πρόσδεσης II: Μεταβολές στη Σύνθεση της Προσφοράς Χρήματος

Βλέπουμε επίσης στο Σχήμα 20-8 ότι η αποστείρωση είναι αδύνατη στην περίπτωση ενός νομισματικού συμβουλίου επειδή το νομισματικό συμβούλιο απαιτεί, η εγχώρια πίστωση να είναι πάντα μηδενική και τα αποθεματικά να είναι το 100% της προσφοράς χρήματος ανά πάσα στιγμή. Εάν η μεταβολή στη ζήτηση χρήματος είναι μηδενική, τότε  $\Delta M = 0$ . Επομένως, η μεταβολή στην εγχώρια πίστωση,  $\Delta B > 0$ , πρέπει να αντισταθμίζεται από μια ίση και αντίθετη μεταβολή στα αποθεματικά,  $\Delta R = -\Delta B < 0$  (βλέπε Εξισώσεις (20-2) and (20-3)).

*Διατηρώντας τη ζήτηση χρήματος σταθερή, μια μεταβολή στην εγχώρια πίστωση οδηγεί σε μια ίση και αντίθετη μεταβολή στα αποθεματικά, η οποία αποκαλείται αποστείρωση.*

# Υπεράσπιση της Πρόσδεσης II: Μεταβολές στη Σύνθεση της Προσφοράς Χρήματος

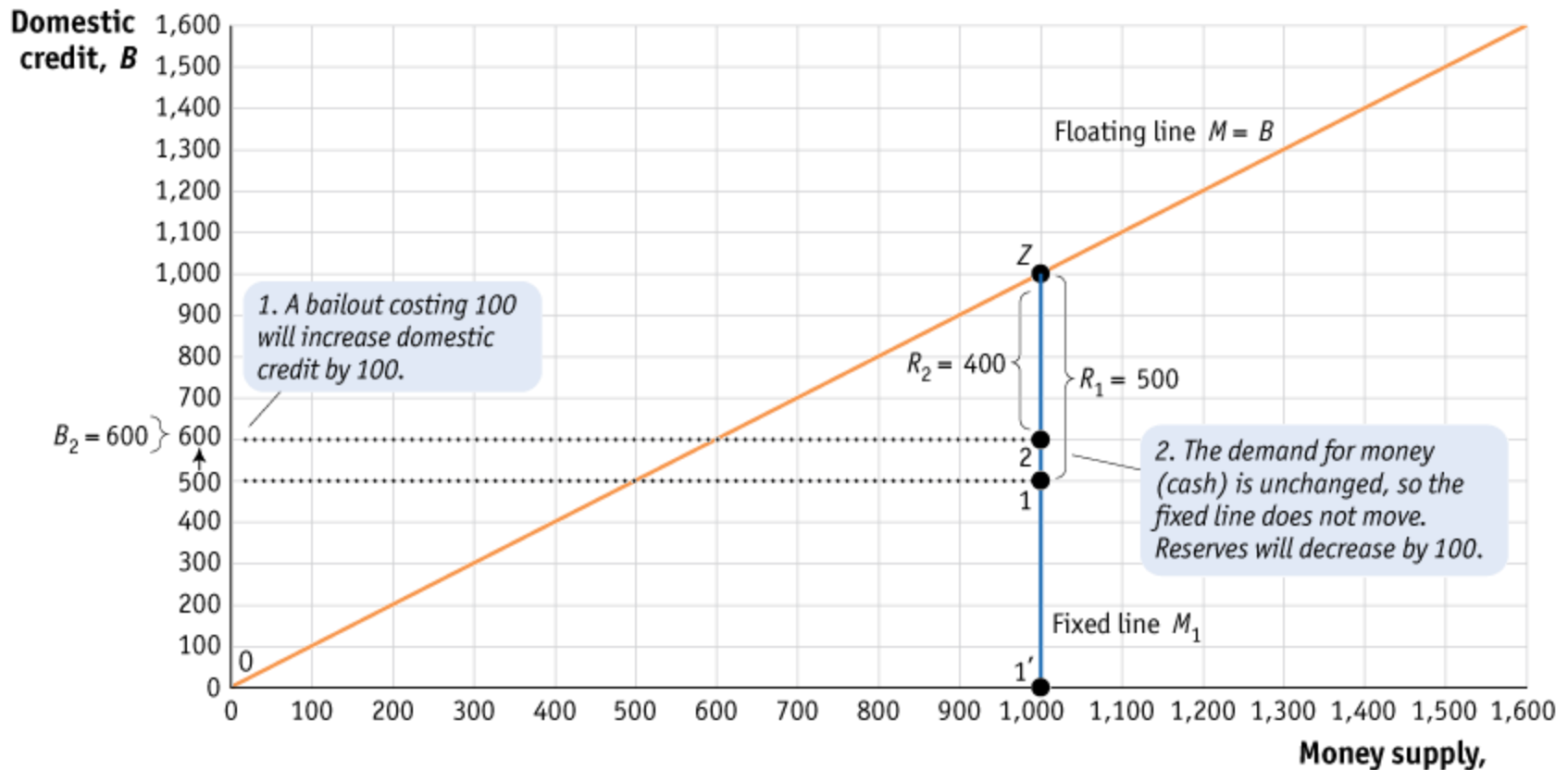
## Γιατί Κυμαίνεται η Σύνθεση της Προσφοράς Χρήματος;

Οι οικονομολόγοι διαχωρίζουν τις τράπεζες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας και τις τράπεζες που αντιμετωπίζουν ενδεχόμενο χρεοκοπίας.

- *Χρεοκοπία και διάσωση.* Μι ιδιωτική τράπεζα είναι σε κατάσταση **χρεοκοπίας** εάν η αξία των υποχρεώσεών της (π.χ., καταθέσεις πελατών) υπερβαίνει την αξία των περιουσιακών στοιχείων της (π.χ., δάνεια, άλλα χρεόγραφα, και ρευστό στη διάθεσή της).
- *Έλλειψη ρευστότητας και τραπεζικός πανικός.* Μια ιδιωτική τράπεζα μπορεί να μην αντιμετωπίζει το ενδεχόμενο χρεοκοπίας αλλά να έχει πρόβλημα **ρευστότητας**: Κατέχει κάποιο ρευστό, όμως τα δάνειά της δεν μπορούν να πουληθούν (να ρευστοποιηθούν) γρήγορα σε υψηλή τιμή και οι καταθέτες μπορούν να αποσύρουν τα χρήματά τους ανά πάσα στιγμή.

Το Σχήμα 20-9 δείχνει πώς δάνεια της κεντρικής τράπεζας προς ιδιωτικές εμπορικές τράπεζες επηρεάζουν τον ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας σε αυτές τις δύο σημαντικές περιπτώσεις.

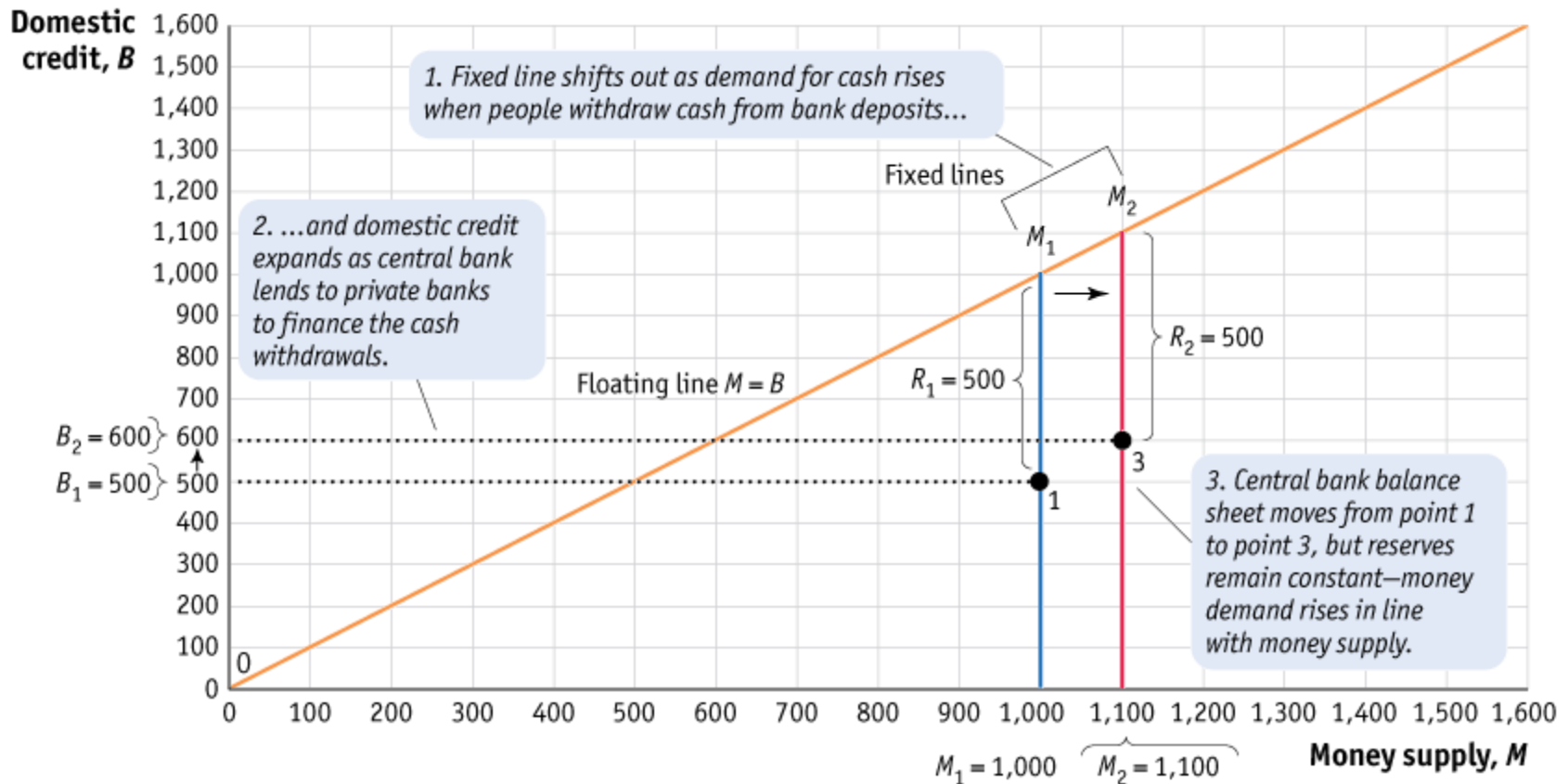
(a) Financial Sector Bailout Operation  
Central Bank Balance Sheet



### Κεντρική Τράπεζα και Χρηματοοικονομικός Τομέας

Στο διάγραμμα (a) προκύπτει μια διάσωση όταν η κεντρική τράπεζα τυπώνει χρήμα και αγοράζει εγχώρια περιουσιακά στοιχεία – τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία των υπό χρεοκοπία τραπεζών. Δεν υπάρχει μεταβολή στη ζήτηση για χρήμα βάσης (ρευστό), επομένως η επέκταση της εγχώριας πίστωσης οδηγεί σε μείωση των αποθεματικών.

(b) Lender of Last Resort Operation  
Central Bank Balance Sheet



### Κεντρική Τράπεζα και Χρηματοοικονομικός Τομέας (συνέχεια)

Στο διάγραμμα(b), οι καταθέτες στις ιδιωτικές τράπεζες θέλουν να μετατρέψουν τις καταθέσεις σε ρευστό. Εάν η κεντρική τράπεζα ενεργήσει ως δανειστής της έσχατης ανάγκης και προσωρινά δανείσει στις τράπεζες το ρευστό που χρειάζονται, τότε τόσο η ζήτηση όσο και η προσφορά χρήματος βάσης (ρευστού) αυξάνει, επομένως το επίπεδο των αποθεματικών παραμένει αμετάβλητο.

Εάν οι καταθέτες φοβούνται ότι οι τράπεζες αντιμετωπίζουν είτε ενδεχόμενο χρεοκοπίας είτε πρόβλημα ρευστότητας, μπορεί να προκληθεί τραπεζικός πανικός, και εάν το πρόβλημα διαχυθεί σε άλλες τράπεζες, τότε ο πανικός μπορεί να οδηγήσει σε φυγή των εγχώριων καταθέσεων προς τράπεζες του εξωτερικού.



Οι ηλικιωμένες κυρίες διαμαρτύρονται υπερβολικά: Το Σεπτέμβριο του 2007 η Τράπεζα της Αγγλίας διαβεβαίωσε τους καταθέτες της Northern Rock ότι η τράπεζα δεν θα χρεοκοπήσει. Ο ισολογισμός της τράπεζας θεωρείτο ευρέως ως υγιής, αλλά η τράπεζα παρουσίασε έλλειψη ρευστότητας για να χρηματοδοτήσει στεγαστικά δάνεια. Παρά τις επίσημες διαβεβαιώσεις, οι καταθέτες έσπευσαν ούτως ή άλλως, προτιμώντας το χρήμα στο χέρι από τις κυβερνητικές υποσχέσεις.

Καθώς οι καταθέτες ζητούν ξένο συνάλλαγμα, εξαντλούν τα αποθεματικά και καθιστούν πιθανότερη μια υποτίμηση. Η υποτίμηση οδηγεί σε ένα ασφάλιστρο υψηλού κινδύνου, επιδεινώνοντας τις οικονομικές συνθήκες και ενθαρρύνοντας μια απαξίωση του εθνικού νομίσματος.

## Το Σχέδιο Μετατρεψιμότητας της Αργεντινής μετά την Κρίση της Τεκίλα

**Τραπεζική κρίση Crisis, 1995** Μετά την μεξικανική κρίση της τεκίλα το Δεκέμβριο του 1994, τα υψηλότερα επιτόκια, ένα δημοσιονομικό έλλειμμα, και η ζημία στους ισολογισμούς εμπορικών τραπεζών έφεραν την Αργεντινή αντιμέτωπη με μια τραπεζική κρίση. Τα αποθεματικά εξανεμίστηκαν και αυτό δημιούργησε μεγαλύτερες αμφιβολίες για τη βιωσιμότητα της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, αυξάνοντας το ασφάλιστρο του νομίσματος της χώρας και απορροφώντας ακόμη περισσότερα αποθεματικά. Με δεδομένους τους φόβους μιας τραπεζικής κρίσης και μιας συναλλαγματικής κρίσης, το ρευστό και οι τραπεζικές καταθέσεις στράφηκαν σε δολάρια και μετακινήθηκαν σε τράπεζες σε εξωχώριες τοποθετήσεις. Οι άνθρωποι άρχισαν τώρα να σπεύδουν να απομακρυνθούν από το εγχώριο νόμισμα.

Η χώρα είχε φθάσει επικίνδυνα κοντά στη γραμμή διακύμανσης, στο επικίνδυνο πεδίο όπου τα αποθεματικά εξαντλούνται.

## Το Σχέδιο Μετατρεψιμότητας της Αργεντινής μετά την Κρίση της Τεκίλα

### Βοήθεια από το ΔΝΤ και Ανάκαμψη

Μετά την κρίση της τεκίλας, οι ΗΠΑ προώθησαν ένα μεγάλο πακέτο βοήθειας προς το Μεξικό, και το ΔΝΤ υιοθέτησε μια χαλαρή στάση απέναντι στην Αργεντινή, φοβούμενο την πιθανότητα μιας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης εάν κατέρρεε και η Αργεντινή.

Η οικονομία ανέκαμψε, οι εισροές κεφαλαίων επαναλήφθηκαν, και τελικώς τα δάνεια έκτακτης ανάγκης της κεντρικής τράπεζας αποπληρώθηκαν.

Το 1996 η οικονομική ανάπτυξη έφθασε στην κορύφωσή της, τα ανοίγματα των επιτοκίων μειώθηκαν, και η εμπιστοσύνη επέστρεψε.



# Ισολογισμός Κεντρικής Τράπεζας και Χρηματοοικονομικό Σύστημα

## Ένας πιο Γενικός Ισολογισμός

GENERAL CENTRAL BANK BALANCE (MILLIONS OF PESOS)			
Assets		Liabilities	
<b>Foreign assets</b>	<b>950</b>	<b>Foreign liabilities</b>	<b>50</b>
of which:		of which:	
<i>Foreign reserves (all currencies)</i>	950	<i>Foreign currency debt issued by the</i>	50
<i>Gold</i>	0	<i>central bank</i>	
<b>Domestic assets</b>	<b>500</b>	<b>Domestic liabilities</b>	<b>400</b>
of which:		of which:	
<i>Domestic government bonds bought</i>	300	<i>Domestic currency debt issued by the</i>	400
<i>Loans to commercial banks</i>	200	<i>central bank</i>	
		<b>Money supply <math>M</math></b>	<b>1,000</b>
		of which:	
		<i>Currency in circulation</i>	900
		<i>Reserve liabilities to commercial banks</i>	100

Γενικά, η προσφορά χρήματος είναι ίση με τα καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία συν τα καθαρά εγχώρια περιουσιακά στοιχεία. Η μόνη πραγματική διαφορά είναι η ικανότητα της κεντρικής τράπεζας να δανείζεται εκδίδοντας μη χρηματικά χρεόγραφα, είτε εγχώρια είτε ξένα. ,



## Ισολογισμός Κεντρικής Τράπεζας και Χρηματοοικονομικό Σύστημα

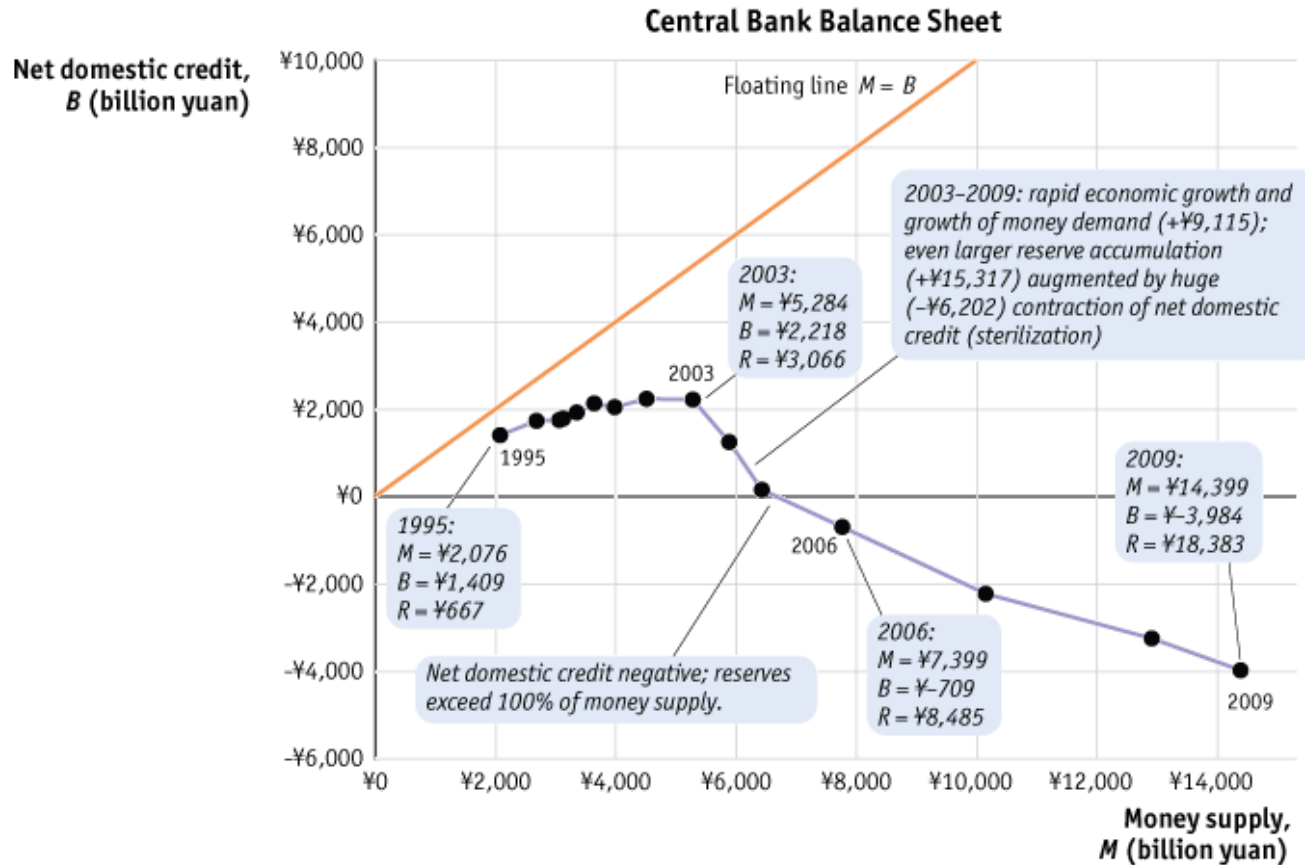
**Ομόλογα αποστείρωσης** Αυτό που επιτυγχάνει ο δανεισμός για την αγορά αποθεματικών δεν είναι μια μεταβολή στη νομισματική πολιτική (η προσφορά χρήματος και τα επιτόκια παραμένουν αμετάβλητα, με δεδομένη την πρόσδεση), αλλά μια αύξηση του δείκτη στήριξης.

*Η αποστείρωση είναι απλώς ένα τρόπος μεταβολής του δείκτη στήριξης, τηρουμένων όλων των άλλων σταθερών.*

Εκδίδοντας **ομόλογα αποστείρωσης**, οι κεντρικές τράπεζες μπορούν να δανειστούν από εγχώριους δανειστές για να αγοράσουν περισσότερα αποθεματικά. Με επαρκή δανεισμός αυτού του είδους, η κεντρική τράπεζα μπορεί να καταλήξει με αρνητική καθαρή εγχώρια πίστωση και αποθεματικά που να υπερβαίνουν το 100% της προσφοράς χρήματος.

Το σχήμα 20-10 δείχνει πώς συνέβη αυτό στην Κίνα τα τελευταία χρόνια.

## ΣΧΗΜΑ 20-10



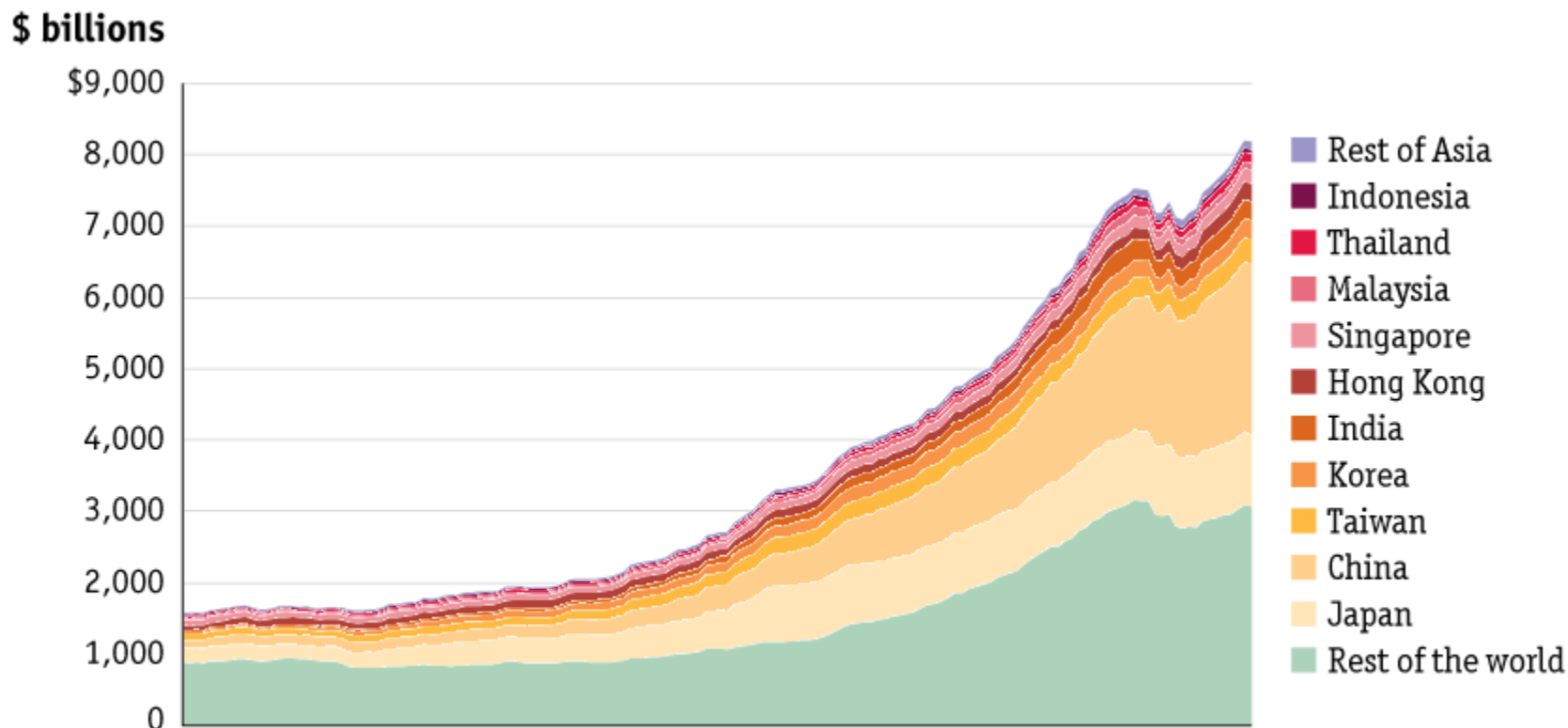
Τα αποθεματικά της Κίνας αυξανόταν ακόμη και κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης το 2008-2009, μια χρονική περίοδο κατά την οποία άλλες χώρες μείωσαν κάπως τα αποθεματικά τους.

## Λόγοι Συσσώρευσης Αποθεματικών

Υπάρχουν διάφορα κίνητρα γι' αυτή την αποθησαύριση αποθεματικών. Εκτός του ότι επιθυμούν μεγαλύτερο δείκτη στήριξης ώστε να απορροφούν μεγαλύτερα σοκ στη ζήτηση χρήματος, οι χώρες συσσωρεύουν μεγάλα αποθεματικά εάν:

- Φοβούνται ξαφνική παύση, όταν πάψει να υπάρχει πρόσβαση σε ξένες κεφαλαιαγορές. Εάν υπάρχουν αποθεματικά, η κεντρική τράπεζα μπορεί προσωρινά να καλύψει το έλλειμμα.
- Ο χρηματοοικονομικός τομέας είναι εύθραυστος. Εάν υπάρχει μια σοβαρή τραπεζική κρίση με μετακίνηση των καταθέσεων σε ξένες τράπεζες, τότε μια κεντρική τράπεζα ίσως χρειαστεί ένα πολύ μεγαλύτερο επίπεδο αποθεματικών, επαρκές για να καλύψει μέρος ή το σύνολο του M2.

ΣΧΗΜΑ 20-11



**Συσσώρευση Αποθεματικών, 1997–2009** Στα τέλη του 2009, η κατοχή αποθεματικών παγκοσμίως υπερέβαινε τα \$8.000 δισεκατομμύρια, περισσότερα από το πενταπλάσιο του επιπέδου τους το 1997. Το μεγαλύτερο μέρος αυτής της αύξησης συνέβη στις αναδυόμενες αγορές, ιδιαίτερα στην Ασία. Μεγάλο μέρος αυτών των επιπλέον αποθεματικών αποκτήθηκε μέσω αποστείρωσης, με αποτέλεσμα τα αποθεματικά σε ξένο συνάλλαγμα πολλών χωρών να υπερβαίνουν το 100% της νομισματικής βάσης.

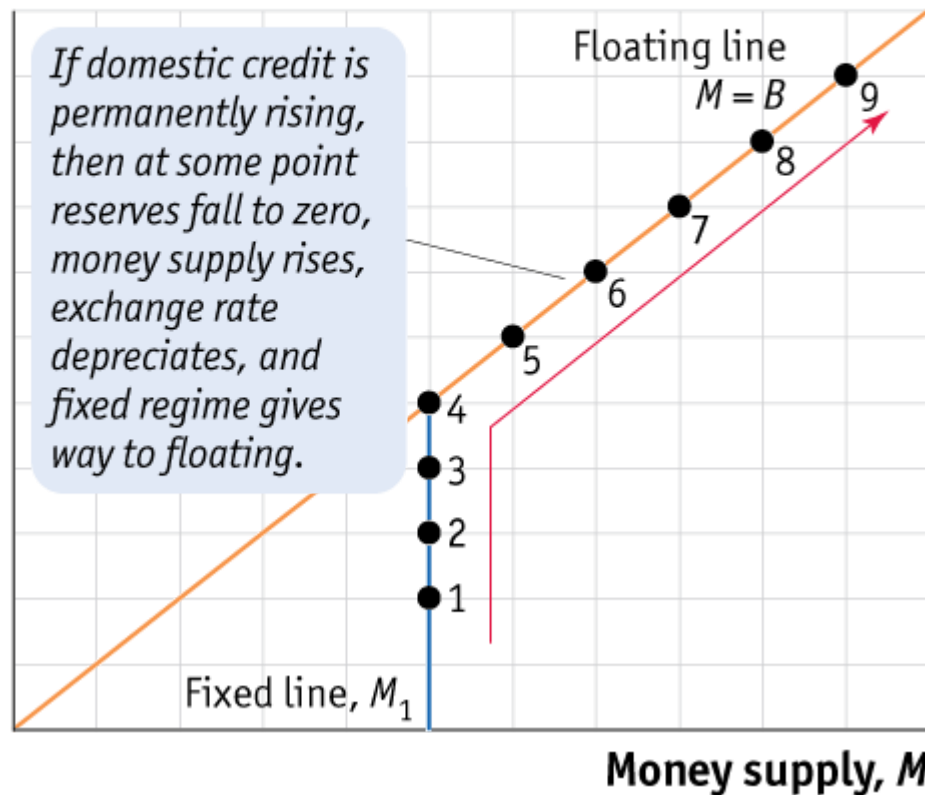
# Δύο Τύποι Συναλλαγματικής Κρίσης

ΣΧΗΜΑ 20-12 (1 από 2)

## (a) Permanently Rising Domestic Credit

Domestic credit,  $B$

*If domestic credit is permanently rising, then at some point reserves fall to zero, money supply rises, exchange rate depreciates, and fixed regime gives way to floating.*



## Δύο Τύποι Συναλλαγματικής Κρίσης

Το διάγραμμα ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας μια παρέχει ένα τρόπο σκέψης σχετικά με το ποιες ενέργειες θα προκαλέσουν την κατάρρευση μιας πρόσδεσης.

Στο διάγραμμα (a), μια μόνιμη και συνεχιζόμενη επέκταση της εγχώριας πίστωσης είναι ασύμβατη με ένα σύστημα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας επειδή, αργά ή γρήγορα, τα αποθεματικά θα μειωθούν στο μηδέν και τότε η προσφορά χρήματος θα αρχίσει να αυξάνει.

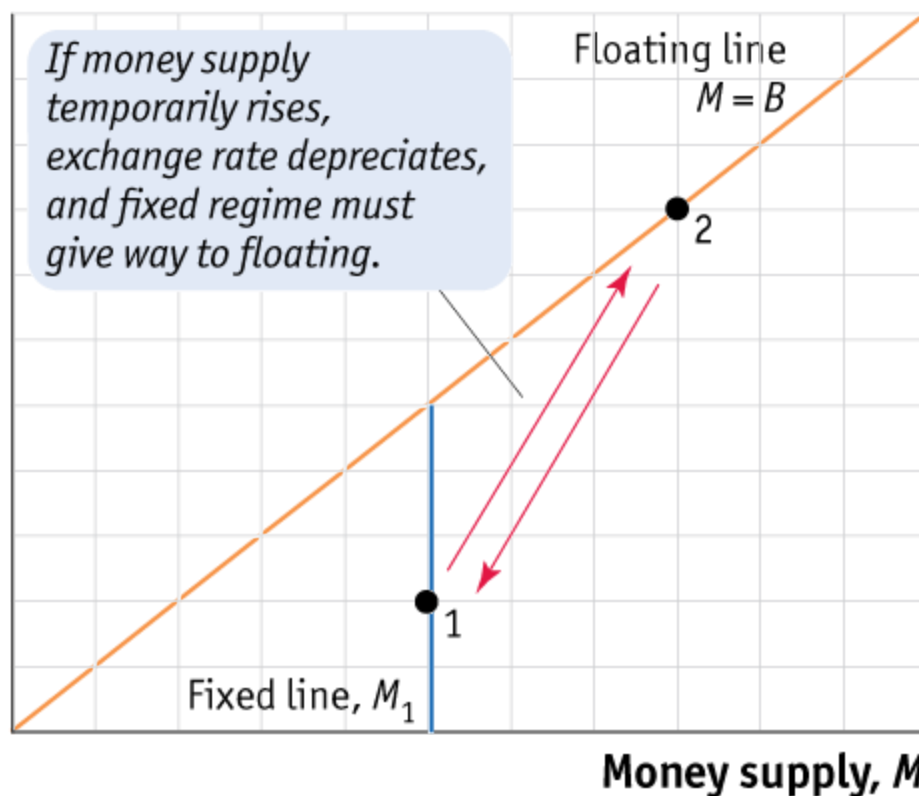
# Δύο Τύποι Συναλλαγματικής Κρίσης

ΣΧΗΜΑ 20-12 (2 από 2)

## (b) Temporary Expansion of Money Supply

Central bank balance sheet

Domestic credit,  $B$



## Δύο Τύποι Συναλλαγματικής Κρίσης (συνέχεια)

Στο διάγραμμα (b), μια προσωρινή επέκταση της εγχώριας πίστωσης και η προσφορά χρήματος θα μειώσουν τα επιτόκια, ακόμη κι αν η στο μέλλον αναμένεται αντιστροφή αυτής της πολιτικής. Και οι δύο πολιτικές μετακινούν τη χώρα από τη γραμμή σταθερών ισοτιμιών στη γραμμή κυμαινόμενων ισοτιμιών.

### 3 Πώς Καταρρέει η Πρόσδεση Ι: Ασυνεπείς Δημοσιονομικές Πολιτικές

#### Το Βασικό Πρόβλημα: Δημοσιονομική Κυριαρχία

Ξεκινάμε με ένα **υπόδειγμα κρίσης πρώτης γενιάς** ασυνεπών δημοσιονομικών πολιτικών.

Υποθέτουμε ότι το προϊόν είναι σταθερό, και επιτρέπουμε τη μεταβολή στο επίπεδο τιμών, σύμφωνα με την ισοτιμία αγοραστικών δυνάμεων (ΙΑΔ). Η κυβέρνηση έχει ένα μόνιμο έλλειμμα (DEF) και δεν είναι σε θέση να δανειστεί από κάποιον πιστωτή. Στρέφεται στην κεντρική τράπεζα για χρηματοδότηση.

Σε αυτό τον τύπο του περιβάλλοντος, οι οικονομολόγοι μιλούν για μια κατάσταση **δημοσιονομικής κυριαρχίας**, στην οποία οι νομισματικές αρχές τελικά δεν έχουν κανενός είδους ανεξαρτησία.

### 3 Πώς Καταρρέει η Πρόσδεση Ι: Ασυνεπείς Δημοσιονομικές Πολιτικές

#### Το Βασικό Πρόβλημα: Δημοσιονομική Κυριαρχία

Η εγχώρια πίστωση  $B$  αυξάνει κατά ένα μέγεθος  $\Delta B = DEF$  κάθε περίοδο και αυξάνει με ένα σταθερό θετικό ρυθμό,  $\Delta B/B = \mu$ .

Κάθε μεταβολή στο επίπεδο της εγχώριας πίστωσης οδηγεί σε μια ίση και αντίθετη μεταβολή στο επίπεδο των αποθεματικών. Τα αποθεματικά πρέπει τελικά να εξαντληθούν. Στο σημείο αυτό, η πρόσδεση καταρρέει και η κεντρική τράπεζα μετακινείται από ένα καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας σε ένα καθεστώς κυμαινόμενης ισοτιμίας, στην οποία η προσφορά χρήματος είναι ίση με την εγχώρια πίστωση,  $M = B$ .

Η κρίση προκύπτει επειδή οι αρχές είναι πρόθυμες να επιτρέψουν να συμβεί λόγω προτεραιότητας που δίνουν σε δημοσιονομικούς στόχους.



# Η Μυωπική Περίπτωση

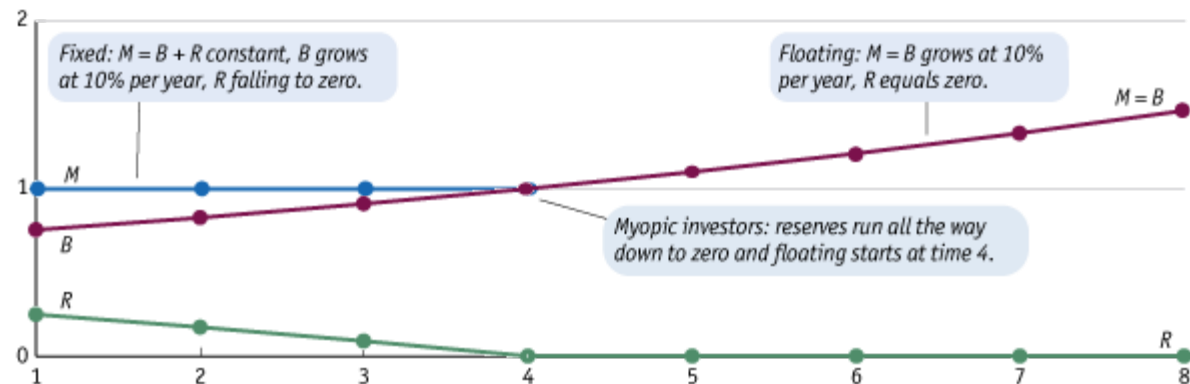
## ΣΧΗΜΑ 20-13 (1 από 3)

### Μια Κρίση Συναλλαγματικών Ισοτιμιών λόγω Ασυνεπών Δημοσιονομικών Πολιτικών: Η Μυωπική Περίπτωση

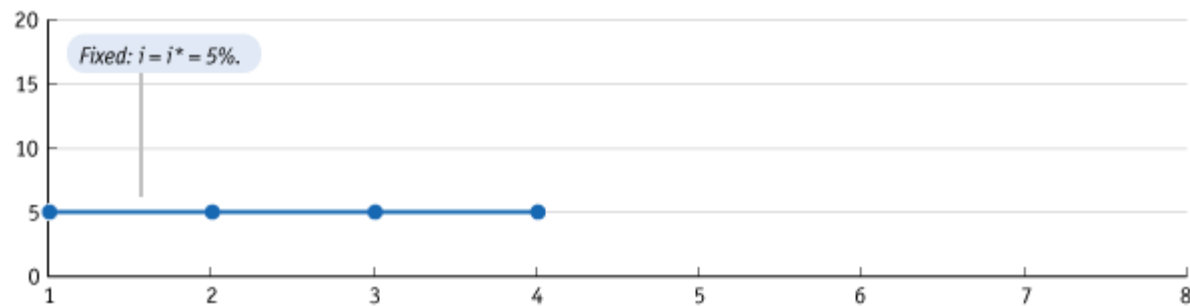
Στο καθεστώς σταθερών ισοτιμιών, η προσφορά χρήματος  $M$  είναι σταθερή, αλλά η αύξηση της εγχώριας πίστωσης  $B$  υποδηλώνει ότι τα αποθεματικά  $R$  μειώνονται στο μηδέν. Έστω ότι η μεταστροφή στην κυμαινόμενη ισοτιμία προκύπτει όταν τα αποθεματικά εξαντλούνται στη χρονική στιγμή 4.

Από εκεί και πέρα, το νομισματικό υπόδειγμα μας λέει ότι  $M$ ,  $P$ , και  $E$  θα αυξάνουν όλα σε ένα σταθερό ρυθμό (εδώ, 10% ανά περίοδο).

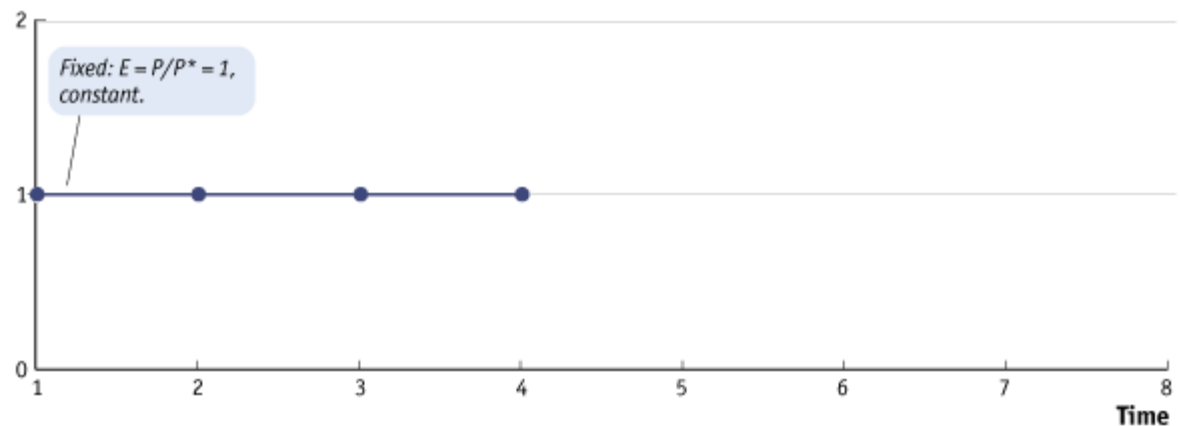
(a) Money, Domestic Credit, and Reserves (with myopia)



(b) Nominal Interest Rate (with myopia)



(c) Price Level and Exchange Rate (with myopia)

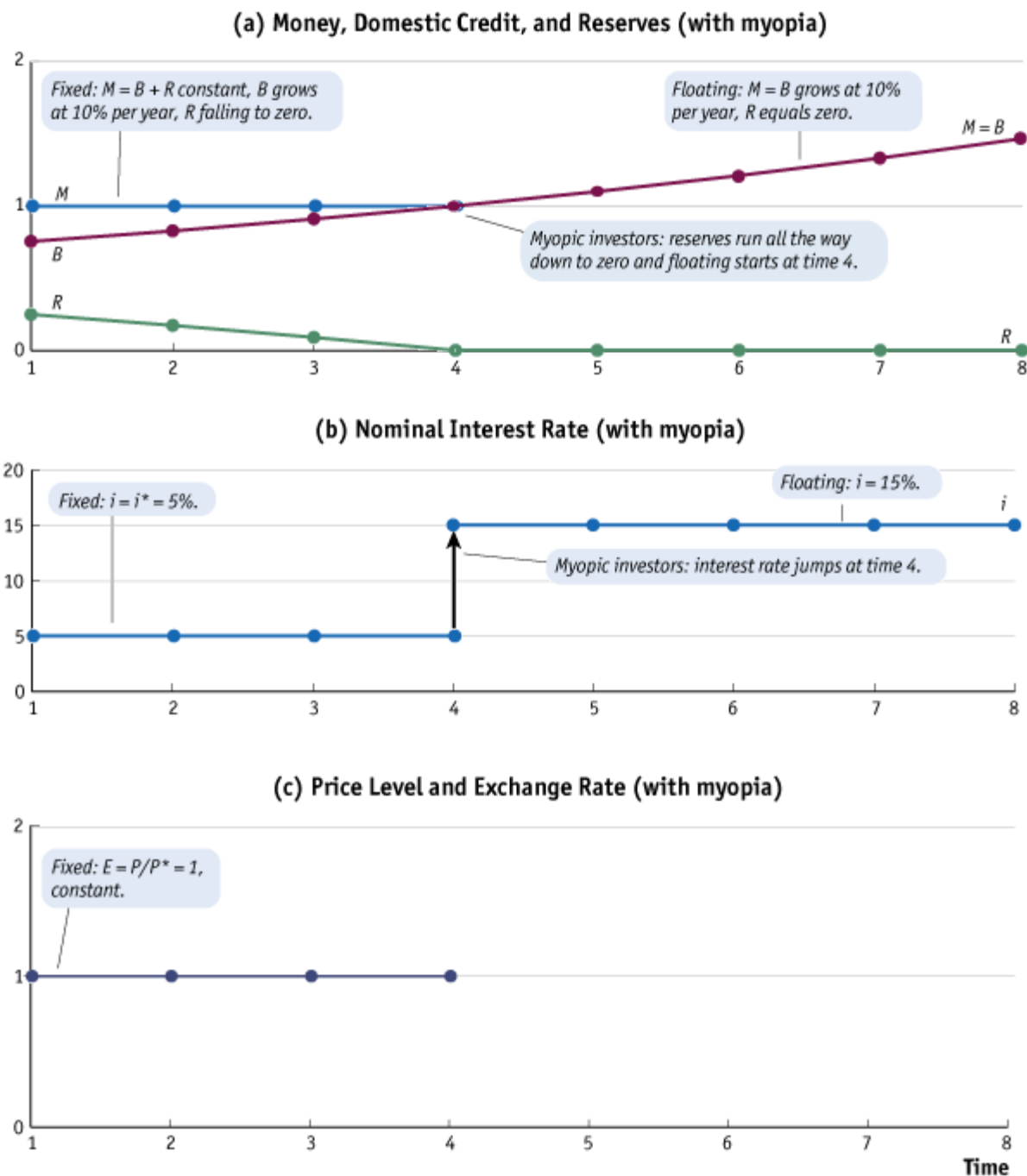


# Η Μυωπική Περίπτωση

## ΣΧΗΜΑ 20-13 (2 από 3)

Μια Κρίση  
Συναλλαγματικών  
Ισοτιμιών λόγω  
Ασυνεπών  
Δημοσιονομικών  
Πολιτικών: Η Μυωπική  
Περίπτωση (συνέχεια)

Οι αναμενόμενοι ρυθμοί πληθωρισμού και υποτίμησης είναι τώρα θετικοί και το φαινόμενο Fisher μας λέει ότι το επιτόκιο πρέπει να αυξηθεί στην περίοδο 4 κατά 10 ποσοστιαίες μονάδες). Η αύξηση του επιτοκίου σημαίνει ότι η ζήτηση πραγματικού χρήματος  $M/P = L(i)Y$  μειώνεται ακαριαία στην περίοδο 4.

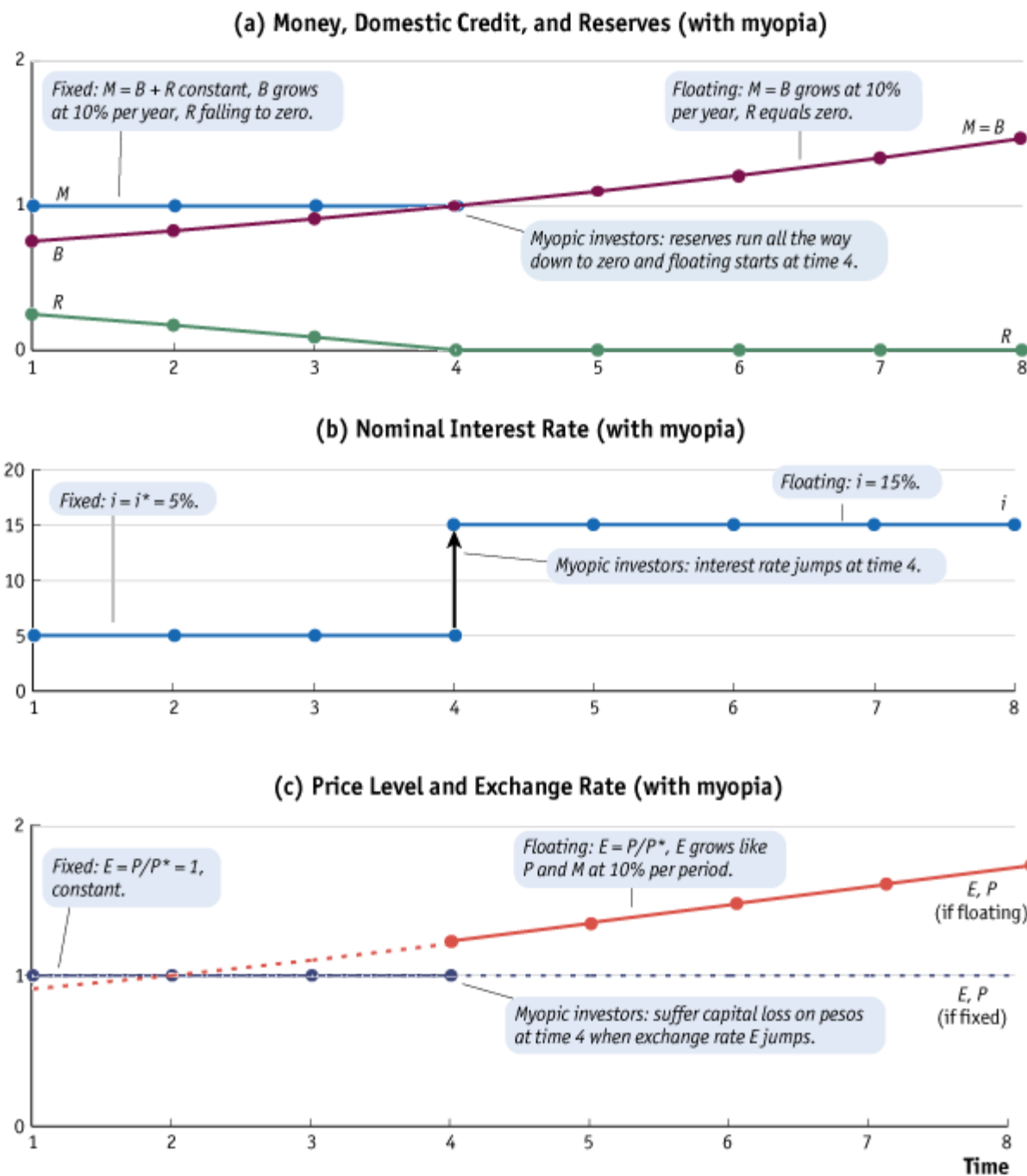


# Η Μυωπική Περίπτωση

## ΣΧΗΜΑ 20-13 (3 από 3)

Μια Κρίση  
Συναλλαγματικών  
Ισοτιμιών λόγω  
Ασυνεπών  
Δημοσιονομικών  
Πολιτικών: Η Μυωπική  
Περίπτωση (συνέχεια)

Η προσφορά χρήματος δεν προσαρμόζεται άμεσα, επομένως αυτό το άλμα στο  $M/P$  πρέπει να συνοδεύεται από ένα άλμα στις τιμές  $P$ . Για να διατηρηθεί η ισοτιμία αγοραστικών δυνάμεων, το  $E$  πρέπει επίσης να μεταβληθεί την ίδια στιγμή. Επομένως, οι μυωπικοί επενδυτές αντιμετωπίζουν μια απώλεια κεφαλαίου σε pesos στη χρονική στιγμή 4.



Πώς αυτό καθηλώνει την επίθεση τη χρονική στιγμή 2;

Σε κάθε χρονική στιγμή αργότερα από τη 2, πρέπει να υπάρχει ένα άλμα στη συναλλαγματική ισοτιμία, μια *ασυνεχής υποτίμηση*. Εάν περιμένουν να επιτεθούν μέχρι τη στιγμή 3, οι κάτοχοι peso υφίστανται μια απώλεια κεφαλαίου επειδή περίμεναν πάρα πολύ.

Μια επίθεση πριν τη στιγμή 2 σημαίνει μια *ασυνεχή ανατίμηση* του peso. Εάν όμως συνέβαινε κάτι τέτοιο, κάθε κάτοχος peso θα αποκόμιζε κέρδη κεφαλαίου (σε δολάρια) από την κατοχή pesos και όχι από την ανταλλαγή αυτών έναντι αποθεματικών στην κεντρική τράπεζα στην προηγούμενη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Τότε θα επιθυμούσαν να περιμένουν και να αφήσουν τους άλλους να επιτεθούν, προκειμένου αυτοί να καρπωθούν τα κέρδη. Εάν όμως κάποιος σκέπτεται με αυτόν τον τρόπο, το ίδιο θα σκεφθούν όλοι, και η επίθεση δεν θα μπορεί να υλοποιηθεί.

# Η Περίπτωση «Κοιτάμε Μπροστά»

## ΣΧΗΜΑ 20-14 (1 από 3)

### Συναλλαγματική Κρίση λόγω Ασυνεπών Δημοσιονομικών Πολιτικών: Περίπτωση της Τέλειας Πρόβλεψης

Εάν οι επενδυτές προβλέπουν μια κρίση, θα προσπαθήσουν να αποφύγουν ζημίες μετατρέποντας τα pesos σε δολάρια πριν την χρονική στιγμή 4.

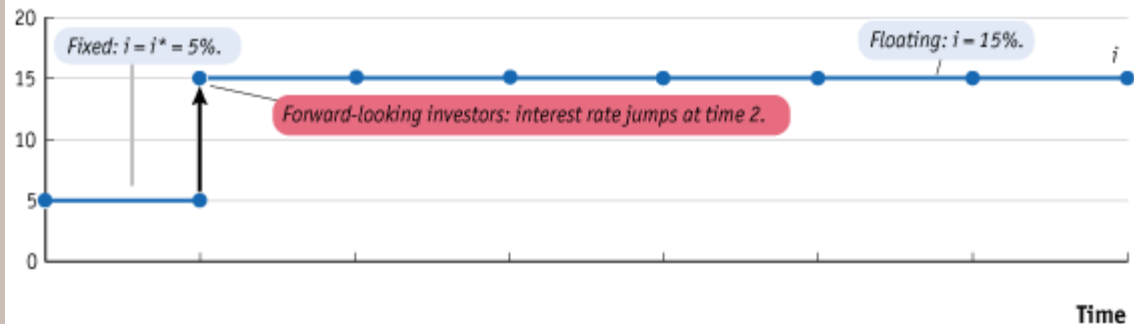
Η λογική στιγμή της επίθεσης είναι το χρονικό σημείο 2, σημείο στο οποίο πραγματοποιείται η μεταστροφή από σταθερή σε κυμαινόμενη ισοτιμία χωρίς άλματα στο  $E$  ή το  $P$ .

Τη χρονική στιγμή 2, η μείωση στη ζήτηση χρήματος (λόγω της αύξησης του επιτοκίου) είναι ακριβώς ίση με τη μείωση στην προσφορά χρήματος (απώλεια αποθεματικού), και η ισορροπία στην αγορά χρήματος διατηρείται χωρίς να χρειάζεται να μεταβληθεί το επίπεδο τιμών.

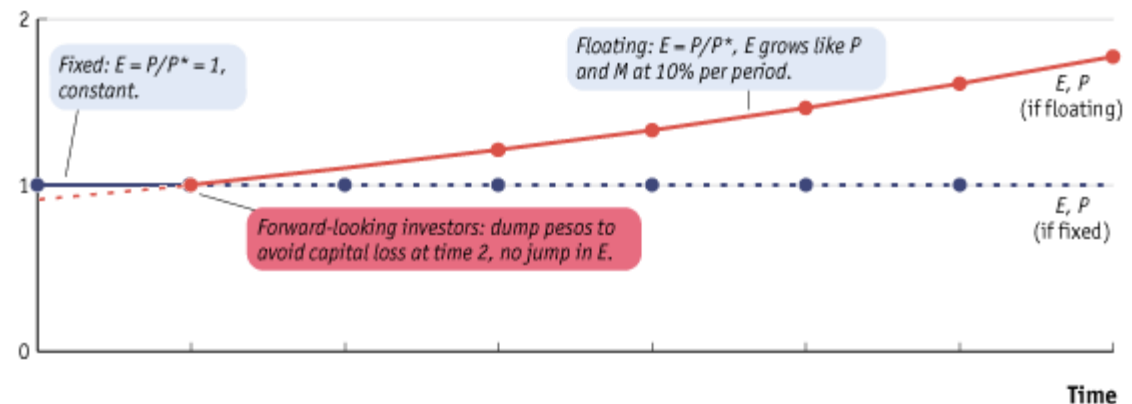
(a) Money, Domestic Credit, and Reserves (with perfect foresight)



(b) Nominal Interest Rate (with perfect foresight)



(c) Price Level and Exchange Rate (with perfect foresight)



Το υπόδειγμα της κερδοσκοπικής επίθεσης μας διδάσκει ένα σημαντικό μάθημα. Σε μια στιγμή, η κεντρική τράπεζα ίσως έχει ένα σωρό αποθεματικών στα χέρια της, το οποίο εξαντλείται αρκετά σιγά, δίδοντας την ψευδαίσθηση ότι δεν υπάρχει επικείμενος κίνδυνος.

Το υπόδειγμα μπορεί λοιπόν να εξηγήσει γιατί οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες κάποιες φορές παρουσιάζουν το φαινόμενο της αιφνίδιας κατάρρευσης παρά έναν μακρύ, παρατεταμένο θάνατο.

## Η Περουβιανή Κρίση το 1986

Ένα παράδειγμα κρίση που προκλήθηκε από ασυνεπείς δημοσιονομικές πολιτικές και υπερβολική επέκταση της εγχώριας πίστωσης δίδεται από τα γεγονότα στο Περού από το 1985 έως το 1986, που απεικονίζονται στο Σχήμα 20-25.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1980, οι πολιτικές και οικονομικές συνθήκες στο Περού ήταν εξαιρετικά δυσμενείς. Η κυβέρνηση είχε το βάρος ενός τεράστιου εξωτερικού χρέους. Τα ελλείμματα μεγάλωναν. Συγχρόνως, τα παγκόσμια επιτόκια αυξήθηκαν απότομα.

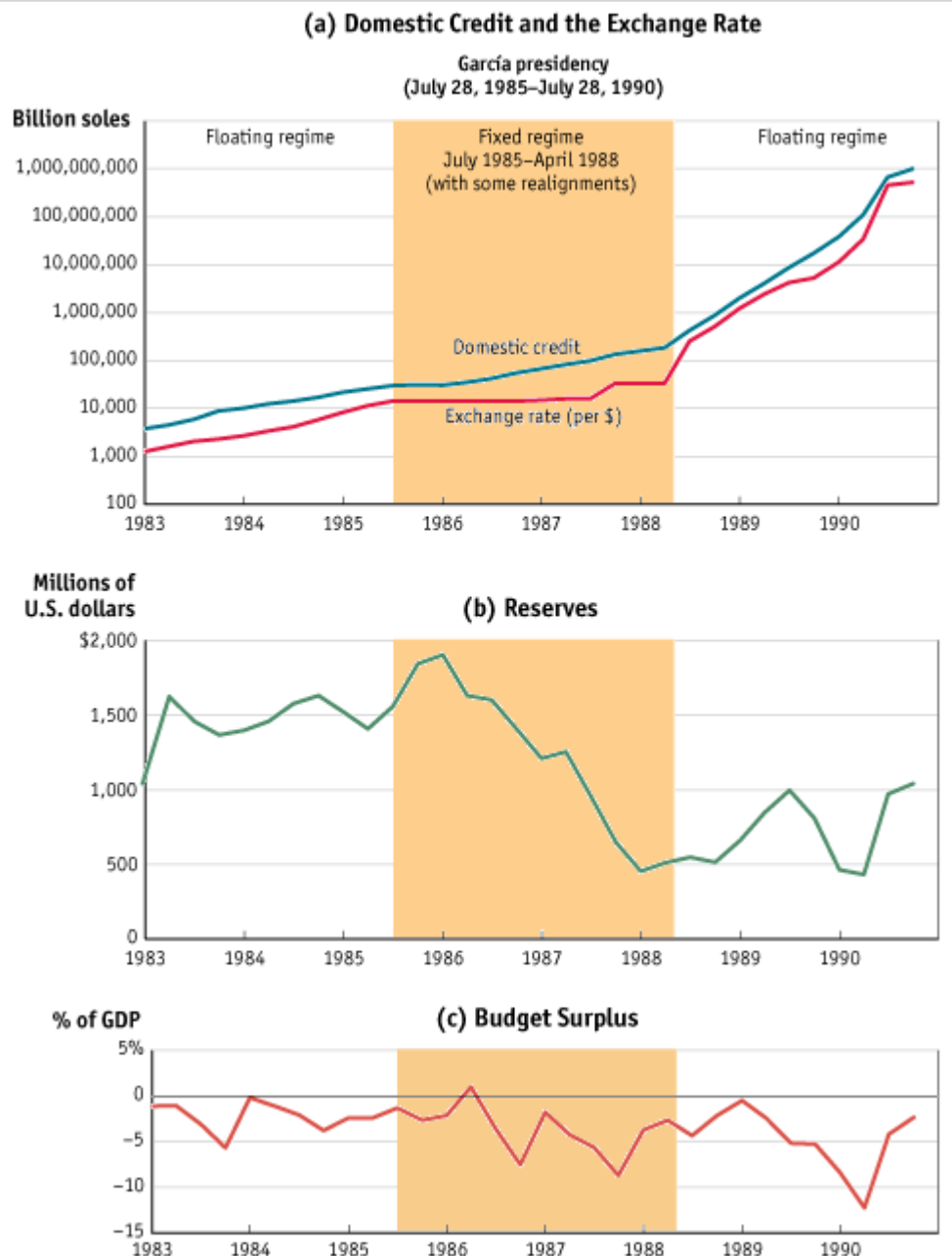
Ο Πρόεδρος Alan García Pérez εξελέγη στο αξίωμά του το 1985. Ένα σημαντικό οικονομικό μέτρο που θέσπισε άμεσα ήταν μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Με την εγχώρια πίστωση όμως σε κατάσταση έκρηξης, η κεντρική τράπεζα πουλούσε συνεχώς αποθεματικά για να υπερασπιστεί την πρόσδεση.

# ΕΦΑΡΜΟΓΗ Η Περουβιανή Κρίση του 1986

## ΣΧΗΜΑ 20-15

### Κρίση στο Περού: Ασυνεπείς Πολιτικές της Κυβέρνησης García

Τα προβλήματα στον κρατικό προϋπολογισμό απαιτούσαν σημαντική νομισματοποίηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η νομισματική και δημοσιονομική πολιτική ήταν ασυνεπείς: χρησιμοποιήθηκε μια πρόσδεση, όμως η εγχώρια πίστωση εκτινάχθηκε. Η κεντρική τράπεζα απώλεσε τα τρία τέταρτα των αποθεματικών της σε δύο χρόνια, και η πρόσδεση έπρεπε να εγκαταλειφθεί.





## Προσδοκίες και το Κρίσιμο Επίπεδο Αποθεματικών

Τι είναι αυτό που καθορίζει το *κρίσιμο επίπεδο αποθεματικών*  $R_c$  στο οποίο συμβαίνει μια κρίση;

Τα αποθεματικά  $R_c$  που χάνονται τη στιγμή της κρίσης θα εξαρτηθούν από το πόσα χρήματα επιθυμούν οι επενδυτές να μετατρέψουν σε αποθέματα όταν αυτοί επιτίθενται. Αυτό, με τη σειρά του, εξαρτάται από το πόσο θα συρρικνωθεί η ζήτηση χρήματος καθώς κινούμαστε από τη σταθερή στην κυμαινόμενη ισοτιμία, και αυτό καθορίζεται από τη μεταβολή στο επιτόκιο.

$$\underbrace{\frac{R_c}{M}}_{\substack{\text{Critical} \\ \text{backing ratio} \\ \text{when attack occurs}}} = \frac{-\Delta M}{M} = \underbrace{\varphi}_{\substack{\text{Responsiveness} \\ \text{of money demand} \\ \text{to interest rate changes}}} \times \underbrace{\mu}_{\substack{\text{Future} \\ \text{rate of growth of} \\ \text{domestic credit}}}$$

## Σύνοψη

Το υπόδειγμα κρίσεων πρώτης γενιάς μας λέει ότι ασυνεπείς δημοσιονομικές πολιτικές μπορούν να καταστρέψουν μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Ωστόσο, στην πραγματικότητα δεν είναι η δημοσιονομική πολιτική που έχει σημασία, αλλά οι *πεπποιθήσεις* και οι *προσδοκίες* σχετικά με το μέλλον της δημοσιονομικής πολιτικής. Οι πεπποιθήσεις όμως σχετικά με μελλοντικά ελλείμματα μπορούν να δικαιωθούν ή όχι, επομένως το υπόδειγμα αφήνει ανοικτό το ενδεχόμενο να τιμωρούνται οι χώρες για εγκλήματα που δεν είχαν την πρόθεση να διαπράξουν.

## 4 Πώς Καταρρέουν οι Προσδέσεις II: Έκτακτες Νομισματικές Πολιτικές

Σε χώρες με προφανώς υγιείς οικονομικές πολιτικές, κερδοσκοπτοι ξένου συναλλάγματος επιτέθηκαν και προκάλεσαν κατάρρευση της πρόσδεσης.

Ως εκ τούτου, οι οικονομολόγοι ανέπτυξαν εναλλακτικά υποδείγματα κρίσεων, με την πρωτοπόρο εργασία του **υποδείγματος κρίσεων δεύτερης γενιάς** να αποδίδεται στον Maurice Obstfeld. Αυτού του είδους τα υποδείγματα μπορούν να εξηγήσουν πώς ακόμα κι όταν η διαμόρφωση της πολιτικής είναι ορθολογική και στοχευμένη – και όχι ανίκανη και ασυνεπής – μπορεί να υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες οι προσδέσεις καταρρέουν χωρίς προφανή λόγο.

## Το Βασικό Πρόβλημα: Έκτακτη Δέσμευση

Η ουσία του υποδείγματος είναι ότι οι διαμορφωτές πολιτικές δεν δεσμεύονται να παραμείνουν στην πρόσδεση υπό οποιεσδήποτε περιστάσεις. Η υπεράσπιση της πρόσδεσης αποτελεί λοιπόν μια **έκτακτη δέσμευση**: εάν τα πράγματα πάνε «αρκετά άσχημα», η κυβέρνηση θα αφήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία να κυμανθεί παρά θα επιλέξει να αφήσουν τη χώρα να υποστεί σοβαρές οικονομικές κακουχίες. Το πρόβλημα είναι ότι ο καθένας – ιδιαίτερα οι επενδυτές στην αγορά ξένου συναλλάγματος – το γνωρίζουν αυτό και θα προσαρμόσουν τις προσδοκίες τους ανάλογα.

Το 1992, η γερμανική κεντρική τράπεζα αύξησε τα επιτόκια για να ανταποκριθεί σε ένα εγχώριο σοκ, δηλαδή τη δημοσιονομική επέκταση που προήλθε από την επανένωση της Γερμανίας μετά το 1989. Αυτό άφησε τη Βρετανία με ένα υψηλότερο επιτόκιο και με ένα χαμηλότερο επίπεδο προϊόντος από αυτό που επιθυμούσε. Τι θα μπορούσε να κάνει η Βρετανία ως απάντηση;

## Το Βασικό Πρόβλημα: Έκτακτη Δέσμευση

Εάν τα γερμανικά επιτόκια είναι σχετικά χαμηλά, το ίδιο συμβαίνει και με τα βρετανικά επιτόκια, το κόστος του προϊόντος στη Βρετανία είναι χαμηλό, και κανείς δεν περιμένει η Βρετανία να εγκαταλείψει την πρόσδεση. Η πρόσδεση είναι *αξιόπιστη*.

Εάν, όμως, τα γερμανικά επιτόκια αυξηθούν, το προϊόν στη Βρετανία μειώνεται σε ένα μη αποδεκτά χαμηλό επίπεδο, και κανείς δεν περιμένει η Βρετανία να παραμείνει στην πρόσδεση για καιρό. Αντιθέτως, όλοι πιστεύουν ότι η Βρετανία θα περάσει στη διακύμανση και θα χρησιμοποιήσει επεκτατική νομισματική πολιτική για να αυξήσει το προϊόν της και να υποτιμήσει τη στερλίνα. Η πρόσδεση *δεν είναι αξιόπιστη*, και η αγορά αναμένει τώρα μια υποτίμηση στο άμεσο μέλλον.

Το πρόβλημα για τη Βρετανία είναι ότι μια αναμενόμενη υποτίμηση θα οδηγήσει σε ένα *ασφάλιστρο νομίσματος*. Οι επενδυτές θα απαιτούν ολοένα και υψηλότερα επιτόκια στη Βρετανία ως αντιστάθμισμα της επαπειλούμενης υποτίμησης – και τούτο σημαίνει ακόμη χαμηλότερο προϊόν και ακόμα μεγαλύτερα προβλήματα για τη Βρετανία!

## Ένα Απλό Υπόδειγμα

Αναπτύσσουμε τώρα ένα οικονομικό υπόδειγμα με τέτοιες *αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες*. Στο υπόδειγμα αυτό μπορεί να μην βρίσκουμε πάντα μια και μόνη ισορροπία αλλά **πολλαπλές ισορροπίες**.

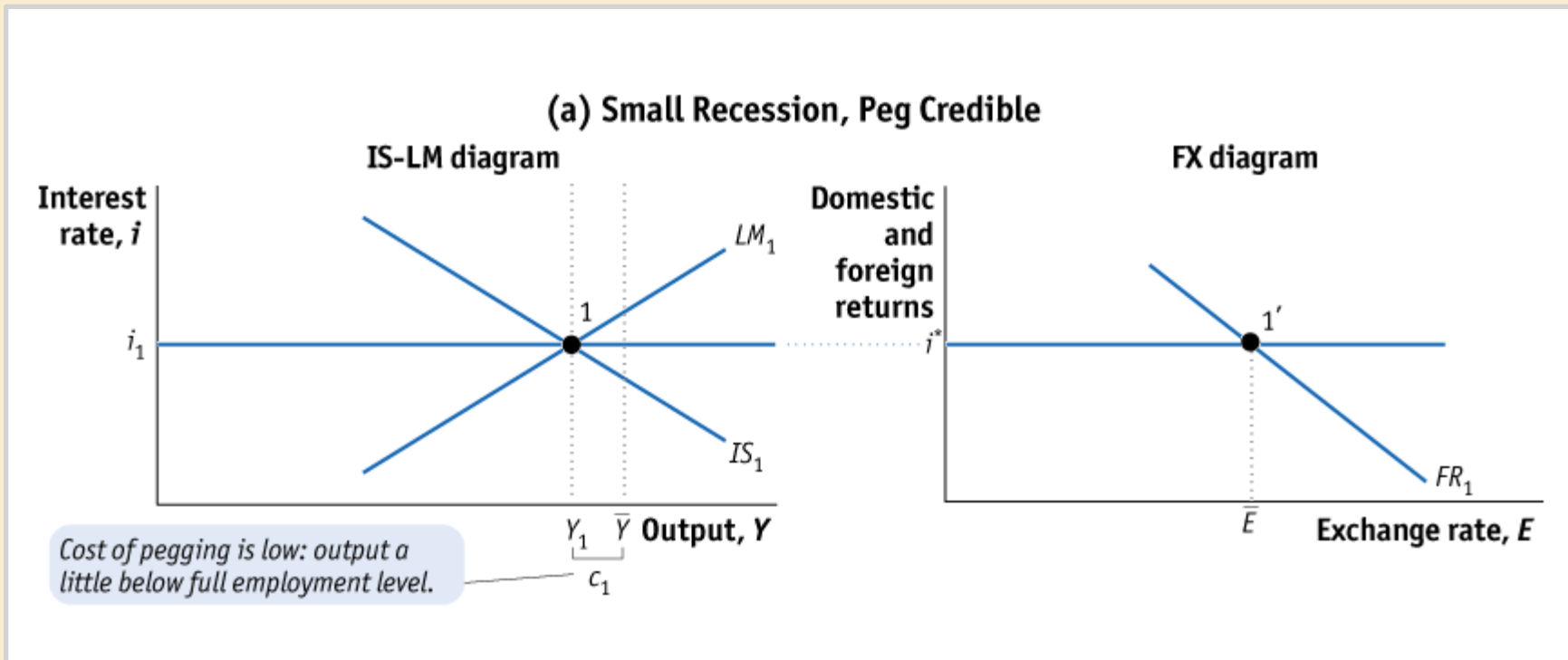
Το κόστος διατήρησης της πρόσδεσης είναι η απόκλιση του προϊόντος Υ βραχυπρόθεσμα κάτω από το επίπεδο πλήρους απασχόλησης. Το προϊόν θα είναι μεταβλητό, και οι τιμές θα είναι άκαμπτες και θα αντιμετωπίζονται ως δεδομένες.

Υπάρχουν *κάποια* οφέλη από την πρόσδεση, ας πούμε, τα κέρδη από το αυξημένο εμπόριο. Ας υποθέσουμε ότι τα οφέλη αυτά είναι  $b > 0$  και σταθερά.

Εάν το κόστος υπερβαίνει τα οφέλη, υποθέτουμε ότι η κυβέρνηση θα επιλέξει τη διακύμανση την επόμενη περίοδο και θα χρησιμοποιήσει νομισματική πολιτική για να επαναφέρει την κατάσταση στο προϊόν πλήρους απασχόλησης.

# Μικρή Ύφεση, Αξιοπίστη Πρόσδεση

ΣΧΗΜΑ 20-16 (1 από 4)

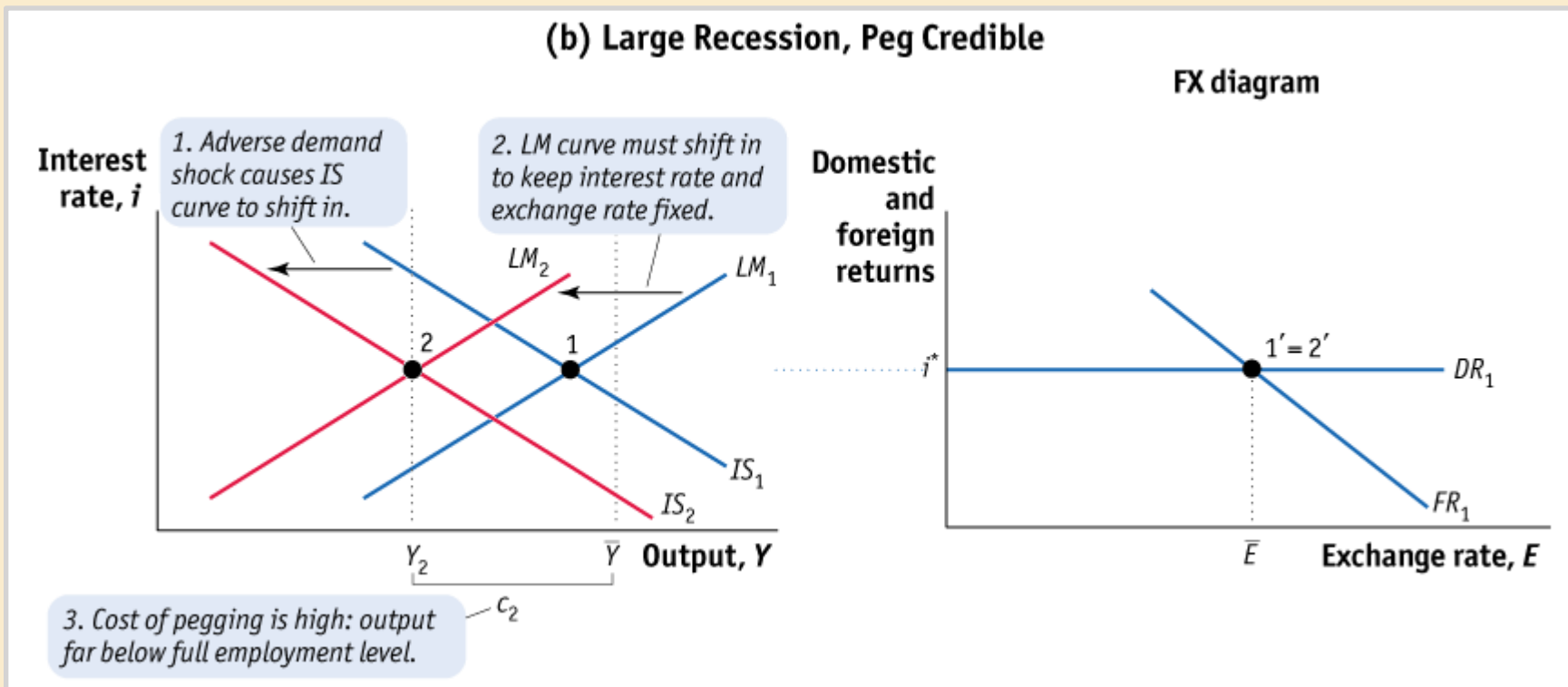


**Έκτακτες Δεσμεύσεις και το Κόστος Διατήρησης μιας Πρόσδεσης** Το σχήμα αυτό περιγράφει πώς μεταβάλλεται η ισορροπία IS-LM-FX όταν προκύπτουν σοκ στη ζήτηση και όταν εξασθενεί η αξιοπιστία της πρόσδεσης. Η οικονομία είναι προσδεμένη σε μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία  $E$ .

Στο διάγραμμα (a), η οικονομία βρίσκεται σε ισορροπία IS-LM στο σημείο 1, με την αγορά ξένου συναλλάγματος στο σημείο 1'. Το προϊόν είναι λίγο κάτω από το επιθυμητό επίπεδο, και επομένως το κόστος της πρόσδεσης  $c_1$  είναι μικρό.

# Μεγάλη Ύφεση, Αξιοπίστη Πρόσδεση

ΣΧΗΜΑ 20-16 (2 από 4)



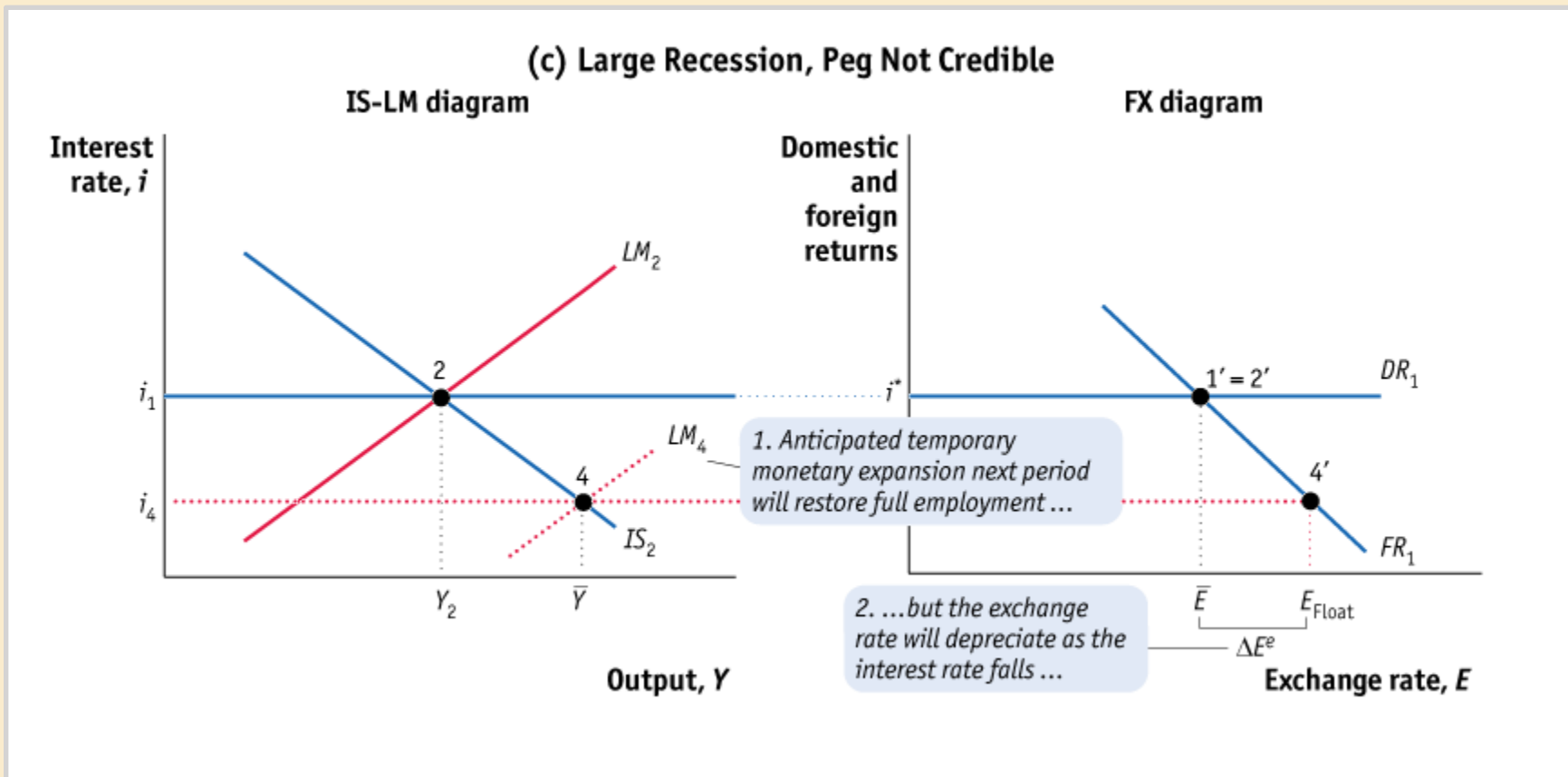
**Έκτακτες Δεσμεύσεις και το Κόστος Διατήρησης μιας Πρόσδεσης (συνέχεια)** Στο διάγραμμα (b), υπάρχει ένα αρνητικό σοκ στην εγχώρια ζήτηση, και η καμπύλη IS μετατοπίζεται προς τα μέσα. Η καμπύλη LM μετατοπίζεται επίσης προς τα μέσα, προκειμένου να διατηρηθεί η πρόσδεση.

Η νέα ισορροπία IS-LM προκύπτει στο σημείο 2, με την αγορά ξένου συναλλάγματος σε ισορροπία στο σημείο 2' (το ίδιο με το 1'). Το κόστος της πρόσδεσης  $c_2$  είναι υψηλότερο.



# Μεγάλη Ύφεση, η Πρόσδεση δεν είναι Αξιόπιστη

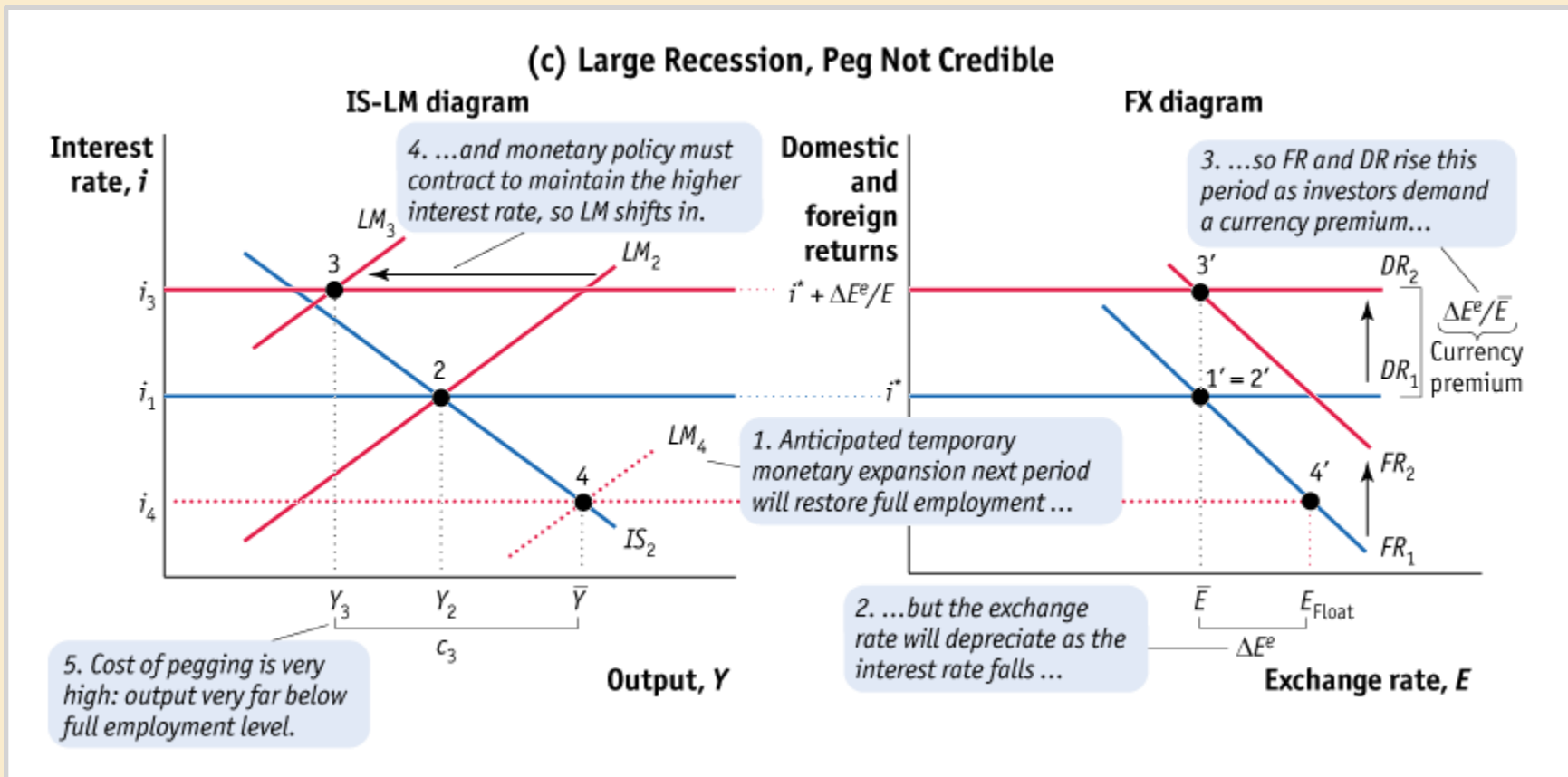
FIGURE 20-16 (3 of 4)



**Έκτακτες Δεσμεύσεις και το Κόστος Διατήρησης μιας Πρόσδεσης (συνέχεια)** Το διάγραμμα (c) δείχνει ότι εάν η χώρα επιθυμεί να επιτύχει προϊόν πλήρους απασχόλησης την επόμενη περίοδο, πρέπει να μετακινηθεί στο σημείο 4, μετατοπίζοντας την καμπύλη LM προς τα έξω και επιτρέποντας την αγορά ξένου συναλλάγματος να ισορροπήσει στο σημείο 4' με την συναλλαγματική ισοτιμία υποτιμούμενη σε  $E_{float}$ . Η πρόσδεση θα ήταν ακόμη σε λειτουργία σήμερα, όμως, εξ ορισμού, δεν θα ήταν πλέον αξιόπιστη εάν αναμένεται μια τέτοια μεταβολή πολιτικής.

# Μεγάλη Ύφεση, η Πρόσδεση δεν είναι Αξιόπιστη

ΣΧΗΜΑ 20-16 (4 από 4)

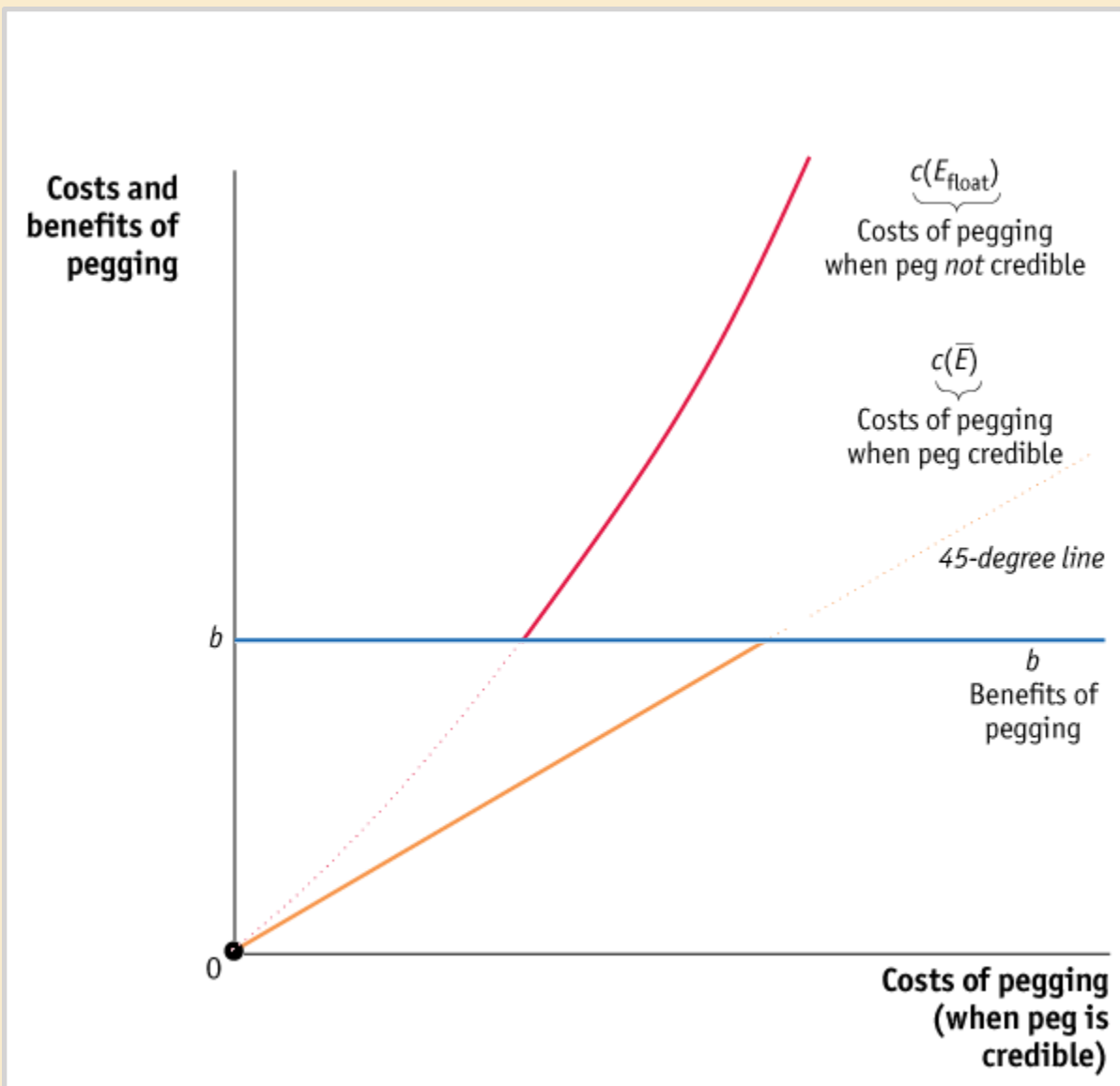


## Έκτακτες Δεσμεύσεις και το Κόστος Διατήρησης μιας Πρόσδεσης (συνέχεια)

Λόγω έλλειψης αξιοπιστίας, οι επενδυτές θα επιμένουν να εισπράξουν ένα θετικό ασφάλιστρο νομίσματος *σήμερα*, και το εγχώριο επιτόκιο θα αυξανόταν σε  $i_3$ , πιέζοντας ακόμη περισσότερο τη ζήτηση και μετακινώντας την ισορροπία IS-LM στο σημείο 2 και την αγορά ξένου συναλλάγματος στο σημείο 3'. Τώρα το κόστος της πρόσδεσης  $c_3$  είναι ακόμη υψηλότερο: μια μη αξιόπιστη πρόσδεση συνεπάγεται συχνά μεγαλύτερο κόστος από μια αξιόπιστη πρόσδεση.

# Κόστος και Οφέλη της Πρόσδεσης

ΣΧΗΜΑ 20-17 (1 από 4)



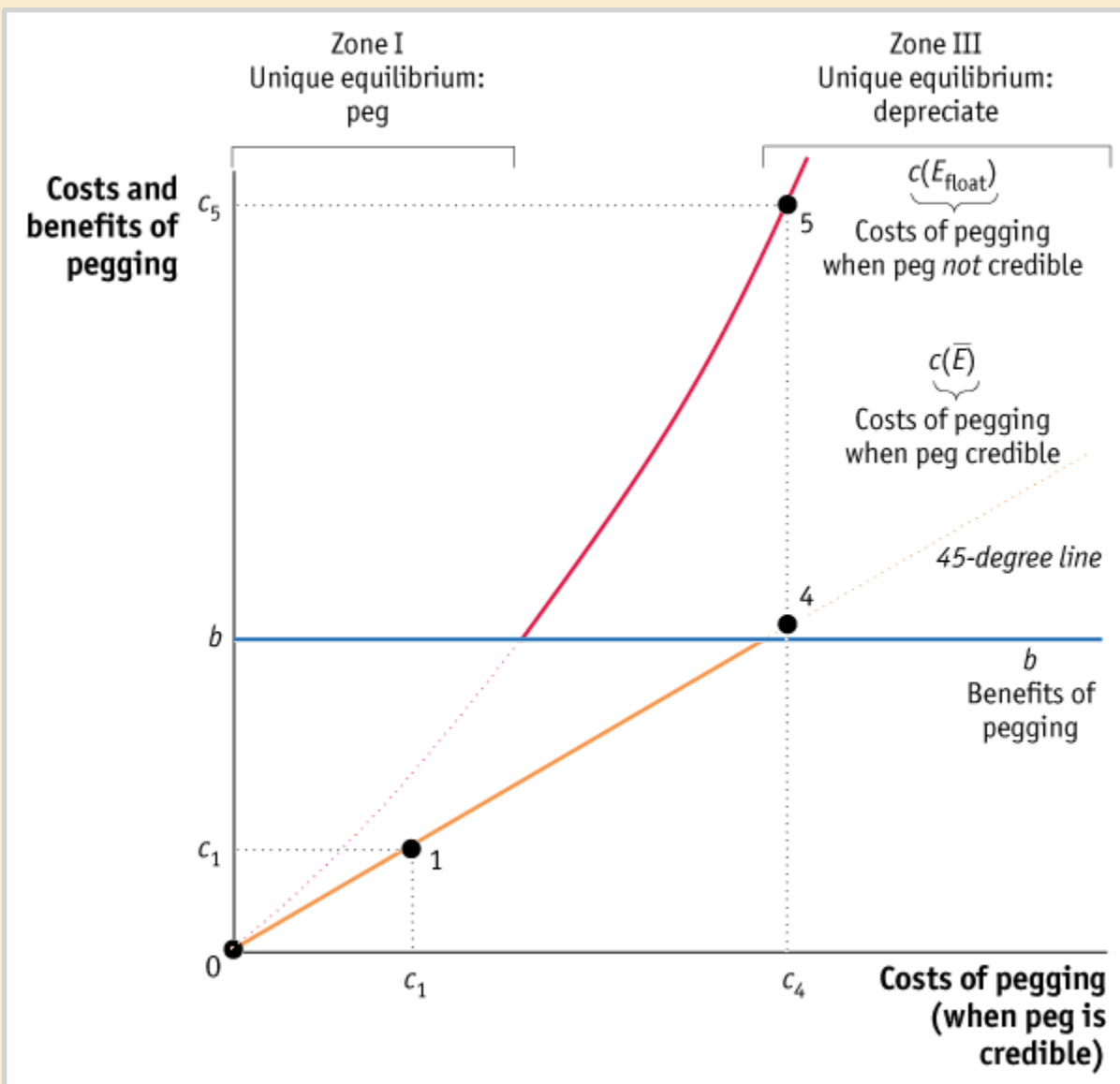
## Έκτακτες Πολιτικές και Πολλαπλές Ισορροπίες

Το κόστος της πρόσδεσης όταν αυτή δεν είναι αξιόπιστη θα είναι ακόμα υψηλότερο (κόκκινη γραμμή, διακεκομμένη ή συνεχής), επειδή το κόστος αυξάνει όταν οι επενδυτές δεν πιστεύουν στην πρόσδεση.

Υποθέτουμε ότι η κυβέρνηση πιστεύει ότι τα οφέλη της πρόσδεσης (π.χ., χαμηλότερο κόστος εμπορίου) είναι σταθερά και ίσα με  $b$ . Οι ισορροπίες σε αυτό τον κόσμο αντιστοιχούν σε σημεία πάνω στα **συνεχή τμήματα** της κόκκινης και της πορτοκαλί γραμμής κόστους.

# Κόστος και Οφέλη της Πρόσδεσης

ΣΧΗΜΑ 20-17 (2 από 4)



## Έκτακτες Πολιτικές και Πολλαπλές Ισορροπίες (συνέχεια)

Η σύνδεση είναι πάντα αξιόπιστη στη Ζώνη I, όπου τα οφέλη πάντα υπερβαίνουν το κόστος: η κυβέρνηση ποτέ δεν επιθυμεί να υποτιμήσει και οι επενδυτές το γνωρίζουν..

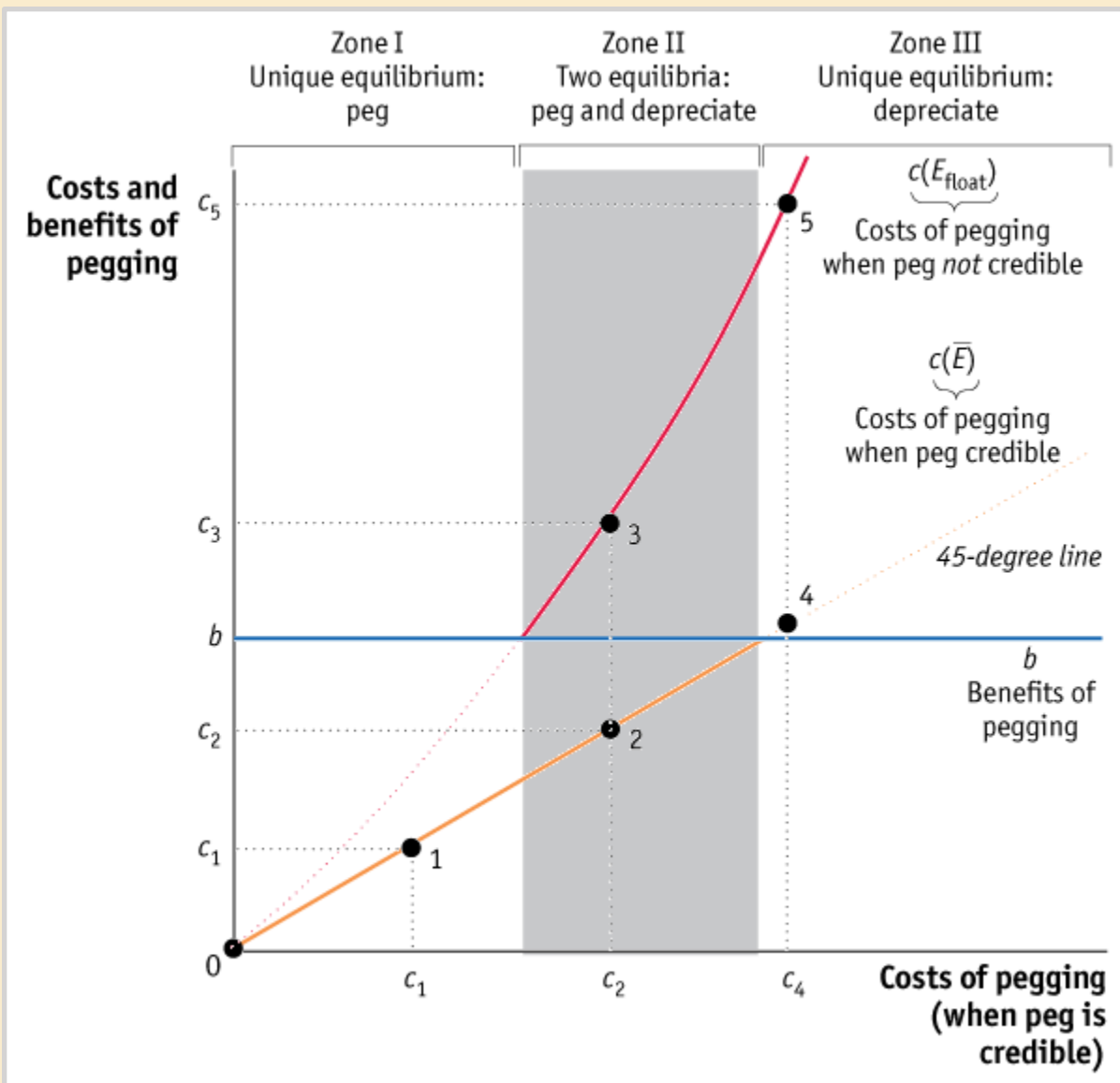
$$b > c(E_{\text{float}}) > c(\bar{E})$$

Η πρόσδεση είναι πάντα μη αξιόπιστη στη Ζώνη III, όπου το κόστος πάντα υπερβαίνει τα οφέλη: η κυβέρνηση επιθυμεί πάντα να υποτιμήσει και οι επενδυτές το γνωρίζουν.

$$c(E_{\text{float}}) > c(\bar{E}) > b$$

# Κόστος και Οφέλη της Πρόσδεσης

ΣΧΗΜΑ 20-17 (4 από 4)



## Έκτακτες Πολιτικές και Πολλαπλές Ισορροπίες (συνέχεια)

Η Ζώνη II είναι η γκρι περιοχή: εάν οι επενδυτές πιστεύουν ότι η πρόσδεση είναι αξιόπιστη, το κόστος είναι χαμηλό και η πρόσδεση θα διατηρηθεί. Εάν οι επενδυτές πιστεύουν ότι η πρόσδεση δεν είναι αξιόπιστη, το κόστος είναι υψηλότερο και η πρόσδεση θα καταρρεύσει

$$c(E_{float}) > b > c(\bar{E})$$

## ΕΦΑΡΜΟΓΗ

### Ο Άνθρωπος που Συνέτριψε την Τράπεζα της Αγγλίας

Οι μεταβολές στο κλίμα της αγοράς, που συχνά αποκαλούνται «ζωώδη ένστικτα», προκύπτουν από ένα υπόδειγμα που βασίζεται σε ορθολογικούς παράγοντες.

Σε κάποιες περιπτώσεις, το πρόβλημα της αστάθειας είναι πολύ χειρότερο του αναμενομένου. Ένας λόγος είναι ότι καθώς το χρονικό πλαίσιο συρρικνώνεται, το ασφάλιστρο νομίσματος εκρήγνυται. Ένας άλλος λόγος είναι ο τρόπος που διαμορφώνονται οι πεπτοιθήσεις εκ των προτέρων.

Ο επενδυτής George Soros αρέσκεται να χρησιμοποιεί τον όρο «αντανακλαστικότητα» για να περιγράψει πώς οι αγορές διαμορφώνουν γεγονότα, αλλά και αντιστρόφως.



George Soros: «Αντανακλαστικότητα» είναι, στην πραγματικότητα, ένας αμφίδρομος μηχανισμός ανάδρασης, στον οποίο η πραγματικότητα βοηθάει στη διαμόρφωση της σκέψης των συμμετοχών και η σκέψη των συμμετοχών βοηθάει στη διαμόρφωση της πραγματικότητας.

### Ο Άνθρωπος που Συνέτριψε την Τράπεζα της Αγγλίας

Η εταιρία του Soros δανείστηκε δισεκατομμύρια στερλίνες και τοποθέτησε όλα τα χρήματα σε καταθέσεις σε γερμανικά μάρκα. «Ήταν ένα ξεκάθαρο στοίχημα, ένα στοίχημα χωρίς επιστροφή», θυμόταν αργότερα.

Η Τράπεζα της Αγγλίας, με εντολές από το Υπουργείο Οικονομικών, παρενέβη λυσσαλέα, πουλώνοντας μάρκα για να στηρίξουν τη στερλίνα στα όρια διακύμανσης του ERM.

Η ξαφνική αύξηση του ασφάλιστρου νομίσματος προκάλεσε μια μαζική μείωση των αποθεμάτων. Το πρωί της 16<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου 1992, η πίεση στη στερλίνα έγινε έντονη. Μέχρι το μεσημέρι όλα είχαν τελειώσει, με τον μεγαλύτερο όγκο των αποθεματικών να έχει χαθεί, και με μια εκτιμώμενη δαπάνη 4 δισεκατομμυρίων στερλινών σε μια μάταιη άμυνα.

## Σύνοψη

Τα αποτελέσματά μας είναι εντυπωσιακά. Εάν οι κυβερνητικές πολιτικές είναι έκτακτες, τότε θα εξαρτώνται από το κλίμα στην αγορά. Όμως το κλίμα στην αγορά, με τη σειρά του, εξαρτάται από το τι οι αγορές πιστεύουν ότι θα κάνει η κυβέρνηση.

Εάν το κόστος πρόσδεσης είναι «χαμηλό», τότε οι προσδέσεις διατηρούνται όταν «θα πρέπει» – όταν οι κυβερνήσεις δεν επιθυμούν να εξέλθουν. Εάν το κόστος πρόσδεσης είναι «υψηλό», τότε συμβαίνουν κρίσεις όταν «θα πρέπει» – όταν η κυβέρνηση επιθυμεί ξεκάθαρα να εξέλθει.

Μεταξύ όμως αυτών των άκρων υπάρχει μια ασάφεια με τη μορφή των πολλαπλών ισορροπιών, επειδή για κάποιο «μεσαίο» κόστος, μια κρίση προκύπτει εάν και μόνο εάν η αγορά αναμένει μια κρίση.



## Συμπεράσματα

Στο κεφάλαιο αυτό μελετήσαμε δύο είδη κρίσεων σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Δυσμενείς δημοσιονομικές συνθήκες μπορούν να θέσουν την προσφορά χρήματος εκτός ελέγχου. Και μεταβολές στην πραγματική οικονομία μπορούν να αποδυναμώσουν τη δέσμευση σε μια πρόσδεση.

Οι προσδοκίες έχουν σημασία σε κάθε περίπτωση – οι μεταβολές στο επενδυτικό κλίμα μπορούν να «επιταχύνουν» την εμφάνιση κρίσεων (π.χ., όταν τα βασικά μεγέθη της οικονομίας είναι καλύτερα), οδηγώντας σε ανησυχίες ότι κάποιες από τις κρίσεις είναι μια μη απαραίτητη και άδικη τιμωρία.

## Συμπεράσματα

**Μπορούμε να Αποτρέψουμε τις Κρίσεις;** Παρακάτω δίνουμε κάποιες από τις προτεινόμενες λύσεις.

- *Το επιχείρημα υπέρ του ελέγχου κεφαλαίων.* Για κάποια παραδείγματα (Μαλαισία μετά το 1997, Ισπανία μετά το 1992), το επιχείρημα που μπορούμε να διατυπώσουμε είναι ότι οι έλεγχοι απέδωσαν θετικά αποτελέσματα σε μια περίοδο κρίσης, αλλά σε μεγάλα δείγματα, τα αποτελέσματα είναι μικρά ή αρνητικά.
- *Το επιχείρημα κατά ενδιάμεσων καθεστώτων.* Οι οικονομολόγοι καταλήγουν ότι τα ενδιάμεσα καθεστώτα είναι πολύ παρακινδυνευμένα. Χώρες θα πρέπει να βγουν από τη μέση και να μετακινηθούν στις γωνίες. Η άποψη αυτή είναι γνωστή ως **υπόθεση των γωνιών** ή το *ελλείπον μέσο*. Σε αυτή την «διπολική» άποψη, υπάρχουν μόνο τα δύο άκρα της σκληρής πρόσδεσης ή της πραγματικής διακύμανσης που προτείνονται.

## Συμπεράσματα

### Μπορούμε να Αποτρέψουμε τις Κρίσεις;

Παρακάτω δίνουμε κάποιες από τις προτεινόμενες λύσεις.

- *Το επιχείρημα υπέρ της διακύμανσης.* Μπορεί να υπάρχουν ισχυροί λόγοι να προσδέσουμε το νόμισμα εάν οι αναδυόμενες αγορές έχουν τον φόβο της διακύμανσης, αλλά εμπειρικά, η κυμαινόμενη γωνία δεν έχει προσελκύσει και πολλές χώρες στην πράξη.
- *Το επιχείρημα υπέρ της σκληρής πρόσδεσης.* Το δίδαγμα εδώ είναι ότι όλες οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορούν να καταλήξουν να είναι φθηνές κουβέντες, ανεξαρτήτως της «πανοπλίας» που φαίνεται να φέρουν.
- *Το επιχείρημα υπέρ της βελτίωσης των θεσμών της μακροοικονομικής πολιτικής και των χρηματοοικονομικών αγορών.* Οι βελτιώσεις στη μακροοικονομική και χρηματοοικονομική δομή μιας χώρας αποτελούν τα θεμέλια πάνω στα οποία πρέπει να οικοδομείται κάθε επιτυχημένο καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας.

## Συμπεράσματα

**Μπορούμε να Αποτρέψουμε τις Κρίσεις;** Παρακάτω δίνουμε κάποιες από τις προτεινόμενες λύσεις

- *Το επιχείρημα ενός διεθνή δανειστή έσχατης ανάγκης. Το **Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ)** μπορεί να βοηθά χώρες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες εάν πιστεύει ότι μπορούν να επαναφέρουν τη σταθερότητα μέσα σε ένα λογικό χρονικό διάστημα με τη βοήθεια ενός δανείου. Ωστόσο οι σωστές αξιολογήσεις δεν είναι καθόλου εύκολες.*  
Πολλοί ανησυχούν ότι η προοπτική των προγραμμάτων διάσωσης του ΔΝΤ, όπως και κάθε είδος ασφάλισης, μπορεί να ενθαρρύνει μια χαλαρή συμπεριφορά (*ηθικός κίνδυνος*), η οποία μπορεί να επιδεινώσει το πρόβλημα της κρίσης.



Μετά από αυτό που συνέβη το 1997, κάποιες ασιατικές χώρες μπορεί να μη στραφούν ξανά στο ΔΝΤ – και με τη συσσώρευση των αποθεματικών τους ίσως να μην υπάρχει ανάγκη γι' αυτό.

## Συμπεράσματα

**Μπορούμε να Αποτρέψουμε τις Κρίσεις;** Παρακάτω δίνουμε κάποιες από τις προτεινόμενες λύσεις.

- *Το επιχείρημα υπέρ της αυτασφάλισης.* Τι συμβαίνει εάν μια χώρα επιθυμεί να προσδέσει το νόμισμά της αλλά καμία από τις ιδέες αυτές δεν της φαίνεται ικανοποιητική; Τι συμβαίνει εάν οι έλεγχοι δεν είναι ελκυστικοί, η διακύμανση πολύ παρακινδυνευμένη, και τα νομισματικά συμβούλια μοιάζουν με ζουρλομανδύα;

Η μεγάλης κλίμακας δημιουργία αποθεματικών τα τελευταία χρόνια ίσως θεωρείται ως μια γιγαντιαία άσκηση αποταμίευσης για τις δύσκολες μέρες και για να προστατεύει τις αναδυόμενες αγορές από τα προβλήματα των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών.

## ΣΗΜΕΙΑ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

1. Μια συναλλαγματική κρίση είναι μια μεγάλη και ξαφνική υποτίμηση που σημαίνει το τέλος ενός καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.
2. Τέτοιες κρίσεις είναι συνήθεις. Η τυπική σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία διαρκεί μόνο λίγα χρόνια. Η ιστορία δείχνει ότι οι κρίσεις μπορούν να επηρεάσουν όλα τα είδη χωρών – αναπτυγμένες, αναδυόμενες, και αναπτυσσόμενες.
3. Οι κρίσεις έχουν οικονομικό κόστος που τείνει να είναι πολύ μεγάλα στις αναδυόμενες αγορές και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Το πολιτικό κόστος είναι επίσης μεγάλο.

## ΣΗΜΕΙΑ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

4. Για να αποφύγει μια κρίση, η κεντρική τράπεζα μιας χώρας υπό καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας πρέπει να έχει τη δυνατότητα να προσδένει την ισοτιμία της. Στην πράξη, αυτό σημαίνει ότι η κεντρική τράπεζα χρειάζεται αποθεματικά ξένου συναλλάγματος, τα οποία μπορούν να αγοράζονται και να πωλούνται στην αγορά ξένου συναλλάγματος σε μια σταθερή ισοτιμία.
5. Σε ένα απλό υπόδειγμα κεντρικής τράπεζας, η προσφορά χρήματος συνίσταται στην εγχώρια πίστωση και στα ξένα αποθεματικά. Η ζήτηση χρήματος είναι εξωγενής και καθορίζεται από τα επιτόκια και τα επίπεδα προϊόντος που υποθέτουμε ότι είναι εκτός του ελέγχου των αρχών, όταν η ισοτιμία είναι προσδεμένη. Στο υπόδειγμα αυτό, τα αποθεματικά είναι απλώς η ζήτηση χρήματος μείον την εγχώρια πίστωση.

## ΣΗΜΕΙΑ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

6. Εάν η ζήτηση χρήματος αυξηθεί (μειωθεί), τότε διατηρώντας την εγχώρια πίστωση σταθερή, τα αποθεματικά αυξάνουν (μειώνονται) κατά το ίδιο ποσό.
7. Εάν η εγχώρια πίστωση αυξάνει (μειώνεται), τότε διατηρώντας τη ζήτηση χρήματος σταθερή, τα αποθεματικά μειώνονται (αυξάνουν) κατά το ίδιο ποσό και η προσφορά χρήματος παραμένει αμετάβλητη. Το συνδυασμένο αποτέλεσμα ονομάζεται αποστείρωση.
8. Όταν η κεντρική τράπεζα παρέχει βοήθεια στον χρηματοοικονομικό τομέα αυξάνει την εγχώρια πίστωση. Εάν πρόκειται για χρήματα διάσωσης, η ζήτηση χρήματος παραμένει αμετάβλητη, και τα αποθεματικά εξαντλούνται. Εάν πρόκειται για δάνειο για να ικανοποιήσει τη ζήτηση καταθετών για ρευστό, τότε τα αποθεματικά παραμένουν σταθερά.



9. Μια κρίση πρώτης γενιάς συμβαίνει όταν η εγχώρια πίστωση αυξάνει σε ένα σταθερό ρυθμό για πάντα κυρίως λόγω νομισματοποίησης ενός χρόνιου δημοσιονομικού ελλείμματος. Τελικά, τα αποθεματικά εξαντλούνται και η προσφορά χρήματος αυξάνει κατά τον ίδιο ρυθμό, προκαλώντας πληθωρισμό και υποτίμηση. Οι μυωπικοί επενδυτές δεν προβλέπουν αυτή την εξάντληση, και όταν τα αποθεματικά εξαντλούνται, διαπιστώνουν ένα ξαφνικό άλμα (υποτίμηση) στη συναλλαγματική ισοτιμία. Επενδυτές με προβλεπτικότητα θα προσπαθήσουν να πουλήσουν εγχώριο νόμισμα πριν αυτό το άλμα συμβεί και κάνοντάς το αυτό θα προκαλέσουν μια κερδοσκοπική επίθεση και μια ξαφνική εξάντληση των αποθεματικών.

10. Μια επίθεση δεύτερης γενιάς συμβαίνει όταν η δέσμευση των αρχών στην πρόσδεση είναι έκτακτη. Εάν η εγχώρια οικονομία υφίσταται υπερβολικό κόστος από την πρόσδεση, οι αρχές θα σκεφθούν τη διακύμανση και θα χρησιμοποιήσουν επεκτατική νομισματική πολιτική για να αυξήσουν το προϊόν, επιτρέποντας το νόμισμα να υποτιμηθεί, σπάζοντας έτσι την πρόσδεση. Εάν οι επενδυτές προβλέπουν ότι η κυβέρνηση θα σπάσει την πρόσδεση, θα ζητήσουν ένα ασφάλιστρο νομίσματος, καθιστώντας το επιτόκιο ακόμη υψηλότερο υπό συνθήκες πρόσδεσης και αυξάνοντας το κόστος της πρόσδεσης ακόμη περισσότερο. Σε αυτό το πλαίσιο, σε κάποια ενδιάμεσα κόστη, οι αρχές θα διατηρήσουν την πρόσδεση όσο οι επενδυτές θεωρούν την πρόσδεση αξιόπιστη, αλλά θα επιτρέψουν την υποτίμηση εάν οι επενδυτές θεωρούν ότι η πρόσδεση δεν είναι αξιόπιστη. Αυτό δημιουργεί πολλαπλές ισορροπίες και αυτοεκπληρούμενες κρίσεις.

# ΟΡΟΙ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

Συναλλαγματική κρίση  
Τραπεζική κρίση  
Κρίση χρεοκοπίας  
Δίδυμες κρίσεις  
Τριπλή κρίση  
Εγχώρια πίστωση  
αποθεματικά  
Ισολογισμός κεντρικής  
τράπεζας  
Περιουσιακά στοιχεία  
υποχρεώσεις  
Γραμμή διακύμανσης  
Σταθερή γραμμή  
Νομισματικό  
συμβούλιο

Δείκτης στήριξης  
Ασφάλιστρο κινδύνου  
Άνοιγμα επιτοκίων  
Ασφάλιστρο νομίσματος  
Ασφάλιστρο χώρας  
αξιοπιστία  
μόλυνση  
αποστείρωση  
Χρεοκοπία τράπεζας  
διάσωση  
Πρόβλημα ρευστότητας  
Τραπεζικός πανικός  
Δανειστής εσχάτης  
ανάγκης

Ομόλογα  
αποστείρωσης  
Υπόδειγμα κρίσης  
πρώτης γενιάς  
Δημοσιονομική  
κυριαρχία  
Κερδοσκοπική επίθεση  
Υπόδειγμα κρίσης  
δεύτερης γενιάς  
Έκτακτη δέσμευση  
Πολλαπλές ισορροπίες  
Αυτοεπιβεβαιούμενη  
ισορροπία  
Υπόθεση γωνιών  
Διεθνές Νομισματικό  
Ταμείο (ΔΝΤ)