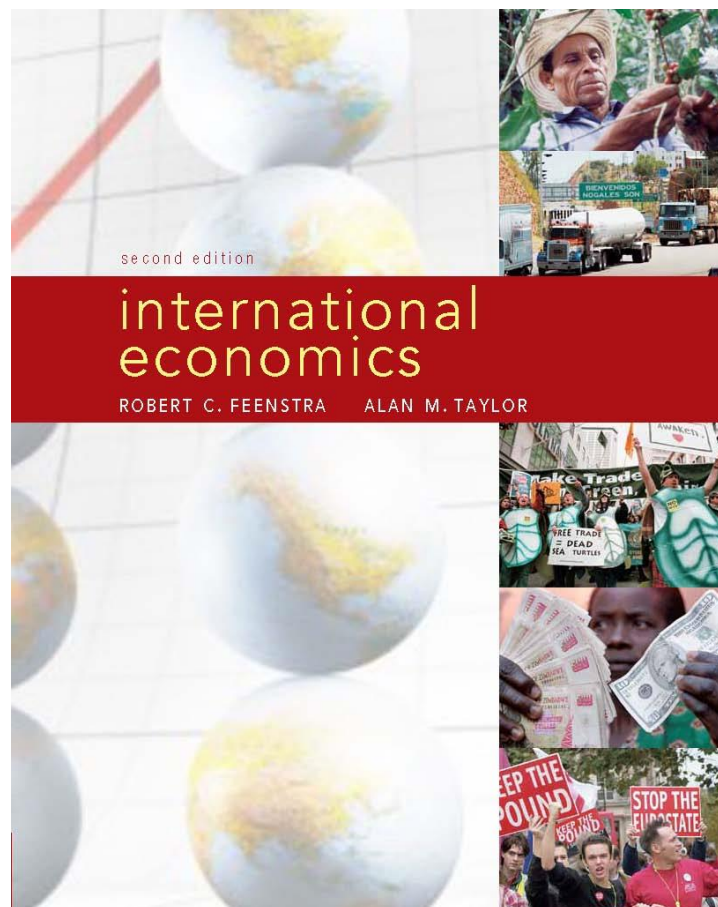


# Σταθερές έναντι Κυμαινόμενων Ισοτιμιών : Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

## 19



- 1 Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας: Βασικά Θέματα
- 2 Άλλα Οφέλη των Σταθερών Ισοτιμιών
- 3 Συστήματα Σταθερών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών
- 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία
- 5 Συμπεράσματα

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

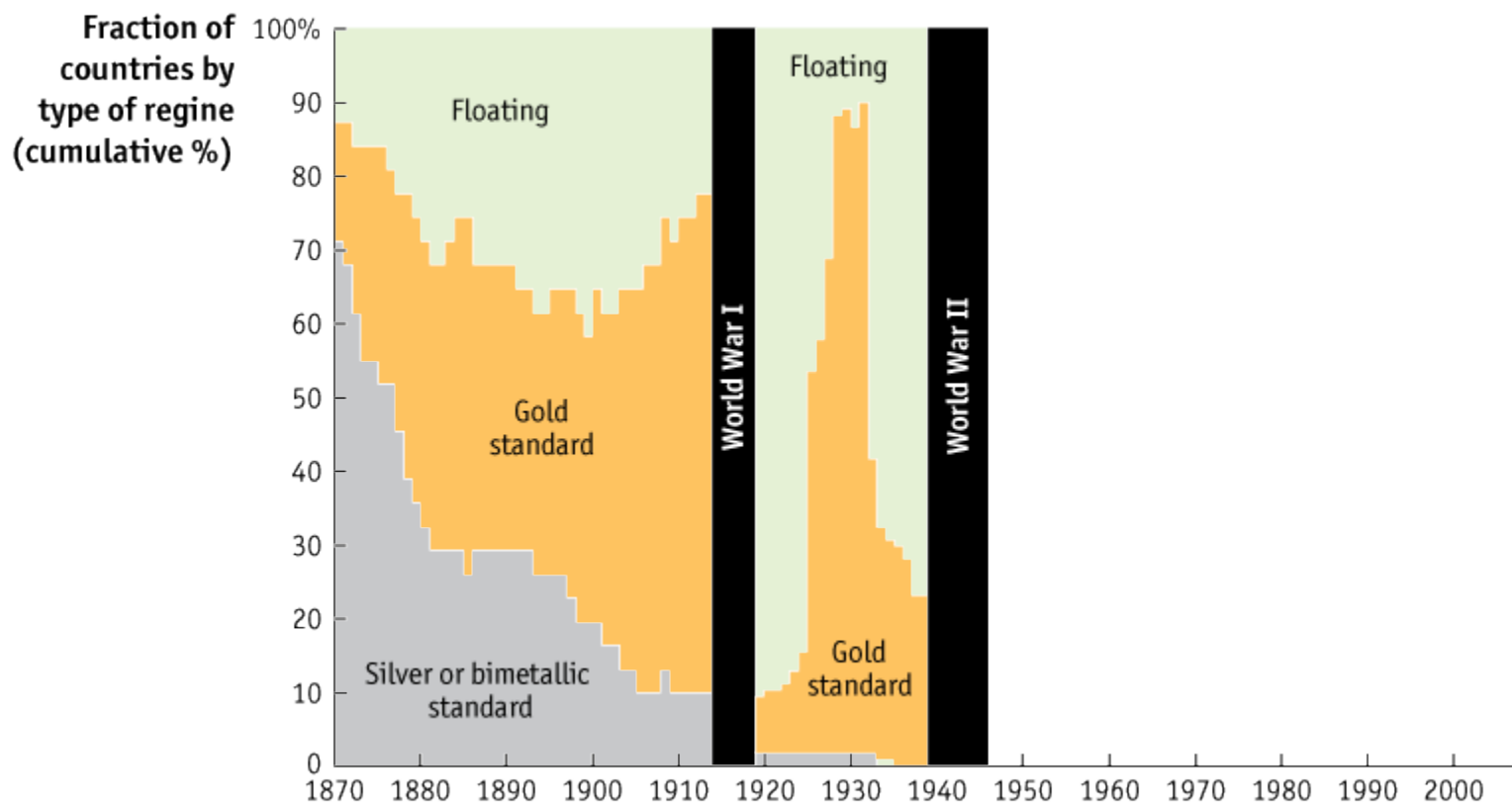
## Εισαγωγή



- Γιατί κάποιες χώρες επιλέγουν σταθερές και άλλες κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες; Γιατί κάποιες αλλάζουν γνώμη σε διάφορα χρονικά διαστήματα; Αυτές είναι τα βασικά ερωτήματα με τα οποία ερχόμαστε αντιμέτωποι στο κεφάλαιο αυτό. Είναι επίσης ανάμεσα στα πιο διαρκή και αμφιλεγόμενα θέματα στη διεθνή μακροοικονομία.
- Στο κεφάλαιο αυτό εξετάζουμε τα υπέρ και τα κατά των διαφορετικών καθεστώτων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

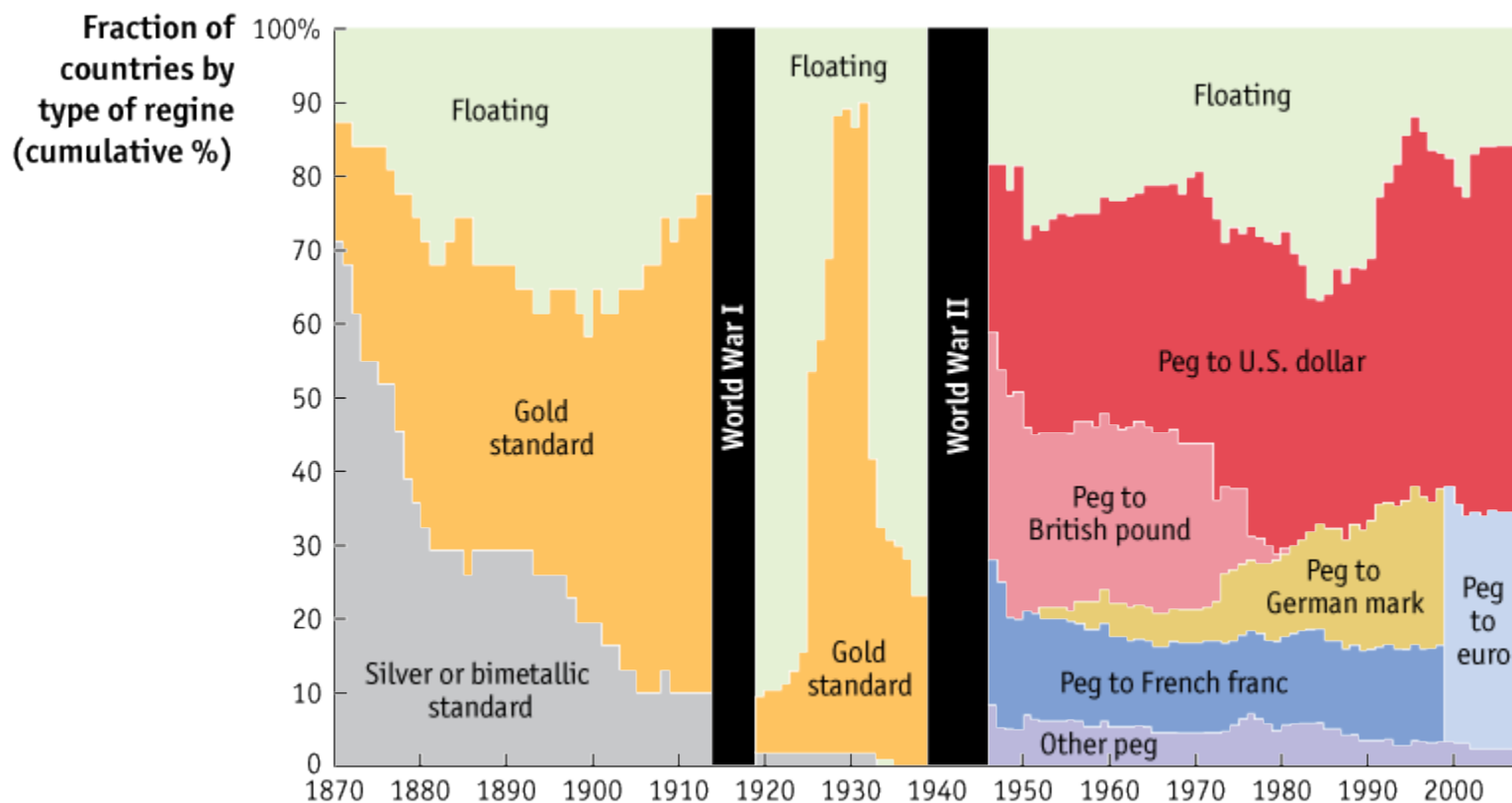
# Εισαγωγή

ΣΧΗΜΑ 19-1 (1 από 2)



**Καθεστώτα Συναλλαγματικών Ισοτιμιών στον Κόσμο, 1870–2007** Οι σκιασμένες περιοχές δείχνουν το ποσοστό των χωρών για κάθε τύπο καθεστώτος ανά έτος, και το άθροισμά τους καταλήγει στο 100%. Από το 1870 μέχρι το 1913, ο κανόνας του χρυσού κατέστη το κυρίαρχο καθεστώς. Κατά τον 1<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο (1914–1918), οι περισσότερες χώρες εγκατέλειψαν τον κανόνα του χρυσού, και η επιστροφή τους σε αυτόν στα τέλη της δεκαετίας του 1920 ήταν σύντομη.

ΣΧΗΜΑ 19-1 (2 από 2)



## Καθεστώτα Συναλλαγματικών Ισοτιμιών στον Κόσμο, 1870–2007 (συνέχεια)

Μετά κι από τη δεύτερη εγκατάλειψή του στον 2° Παγκόσμιο Πόλεμο (1939–1945), οι περισσότερες χώρες αποφάσισαν σταθερή ισοτιμία έναντι του δολαρίου ΗΠΑ (οι συνασπισμοί στερλίνας, φράγκου, και μάρκου ήταν αρχικά προσδεμένοι στο δολάριο). Αρχής γενομένης στη δεκαετία του 1970, οι περισσότερες χώρες επέλεξαν τη διακύμανση. Το 1999 το ευρώ αντικατέστησε το φράγκο και το μάρκο ως το βασικό νόμισμα για πολλές από τις προσδέσεις.

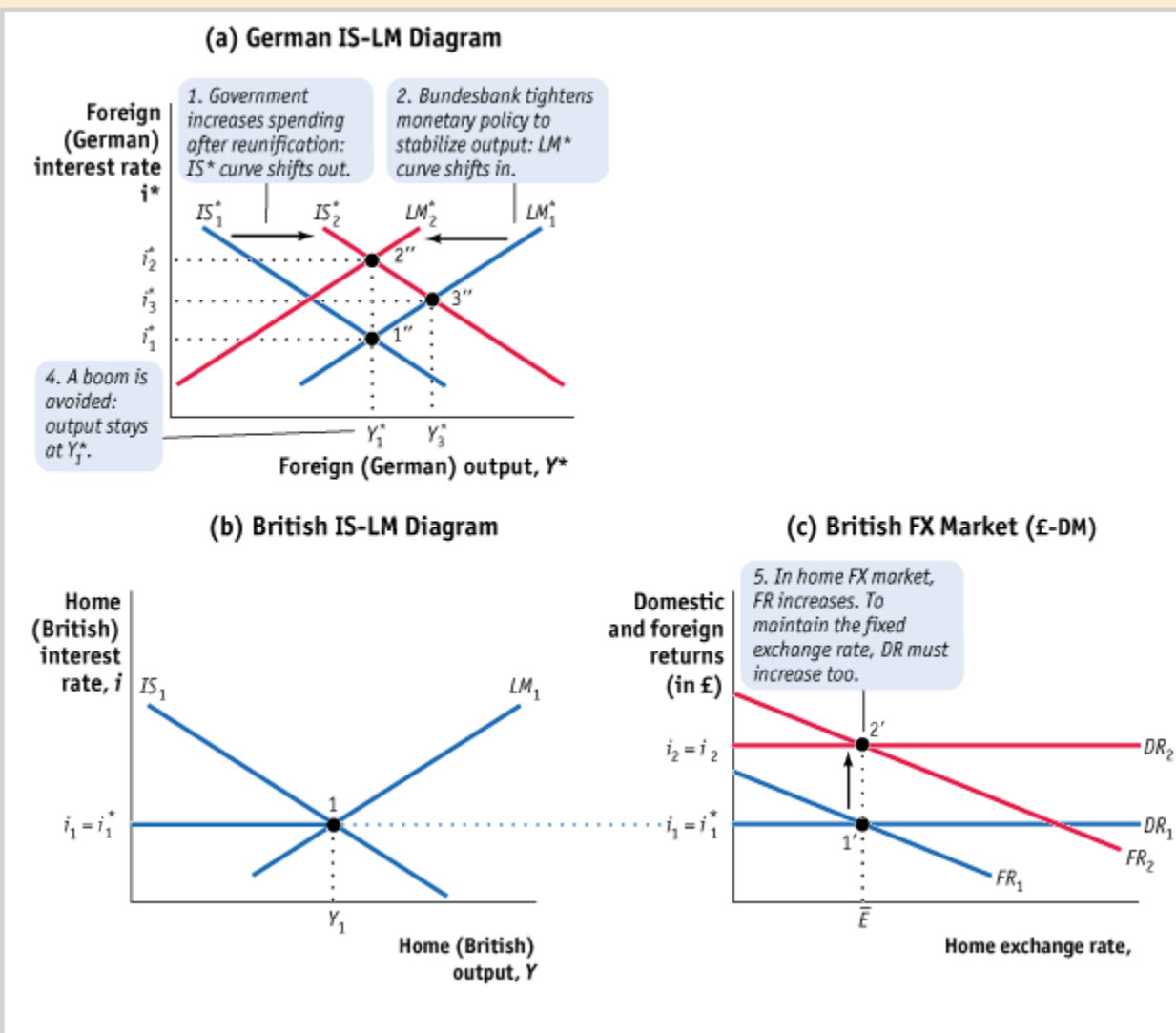
# 1 Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας: Βασικά Θέματα

- Ποια είναι η καλύτερη επιλογή καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας για μια δεδομένη χώρα σε μια δεδομένη στιγμή;
- Στην ενότητα αυτή εξερευνούμε τα υπέρ και τα κατά των σταθερών και κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών συνδυάζοντας τα υποδείγματα που έχουμε αναπτύξει με επιπλέον θεωρία και στοιχεία.
- Ξεκινούμε με μια εφαρμογή για τη Γερμανία και τη Βρετανία στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Η ιστορία αυτή αναδεικνύει τις επιλογές που αντιμετωπίζουν οι διαμορφωτές πολιτικής όταν αυτοί καλούνται να επιλέξουν μεταξύ σταθερών (προσδέσεις) και κυμαινόμενων (διακυμάνσεις) συναλλαγματικών ισοτιμιών.

### Βρετανία και Ευρώπη: Τα Μεγάλα Ζητήματα

- Σε αυτή την περιπτωσιολογική μελέτη κοιτάμε πίσω από την απόφαση της Βρετανίας να περάσει από μια προσδεμένη συναλλαγματική ισοτιμία σε μια κυμαινόμενη τον Σεπτέμβριο του 1992.
- Η πίεση για ένα κοινό νόμισμα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) αποτελούσε μέρος ενός ευρύτερου προγράμματος για τη δημιουργία μια κοινής αγοράς σε όλη την Ευρώπη.
- Ένα σημαντικό εφαλτήριο στην πορεία προς το ευρώ ήταν ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που δημιουργήθηκε το 1979 και ονομάστηκε Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERM).
- Το γερμανικό μάρκο (DM) ήταν το **νόμισμα βάσης** ή **κεντρικό νόμισμα** (ή η Γερμανία ήταν η *χώρα βάσης* ή *κεντρική χώρα*) στο σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

## ΣΧΗΜΑ 19-2 (1 από 3)



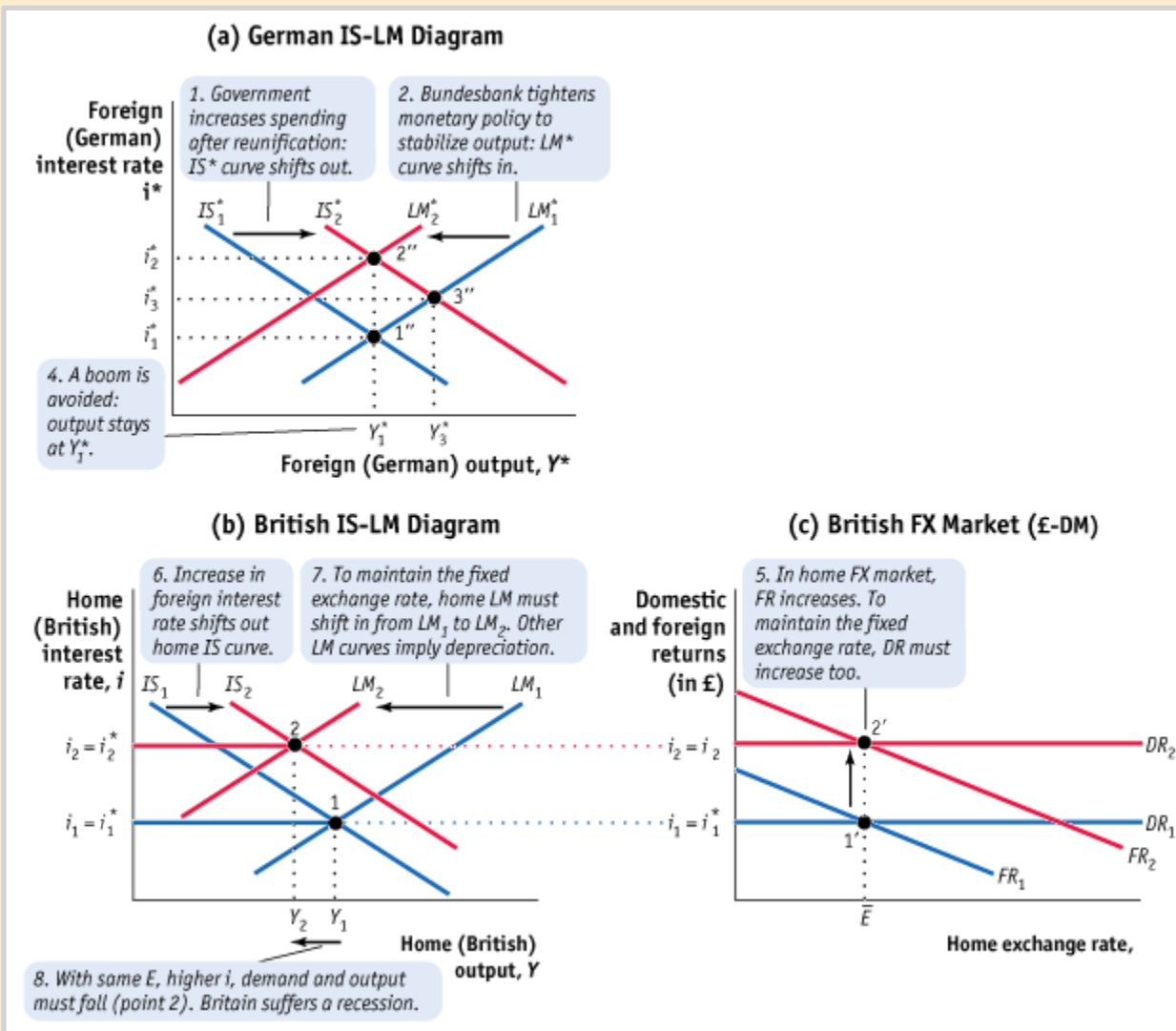
## Εκτός Μάρκου: Αποχώρηση της Βρετανίας από το ERM το 1992

Στο διάγραμμα (a), η επανένωση της Γερμανίας αυξάνει τις κρατικές δαπάνες και μετατοπίζει την  $IS^*$  προς τα έξω. Η γερμανική κεντρική τράπεζα περιορίζει τη νομισματική πολιτική, η  $LM^*$  μετατοπίζεται ανοδικά, και το προϊόν της Γερμανίας σταθεροποιείται στο  $Y_1$ . Η ισορροπία μετατοπίζεται από το σημείο 1'' στο σημείο 2'', και το γερμανικό επιτόκιο ανεβαίνει από  $i_1^*$  σε  $i_2^*$ .

Στη Βρετανία, υπό σύστημα πρόσδεσης, τα διαγράμματα (b) και (c) δείχνουν ότι οι ξένες αποδόσεις  $FR$  αυξάνουν και έτσι η βρετανική εγχώρια απόδοση  $DR$  πρέπει να αυξηθεί σε  $i_2 = i_2^*$ .



## ΣΧΗΜΑ 19-2 (2 από 3)

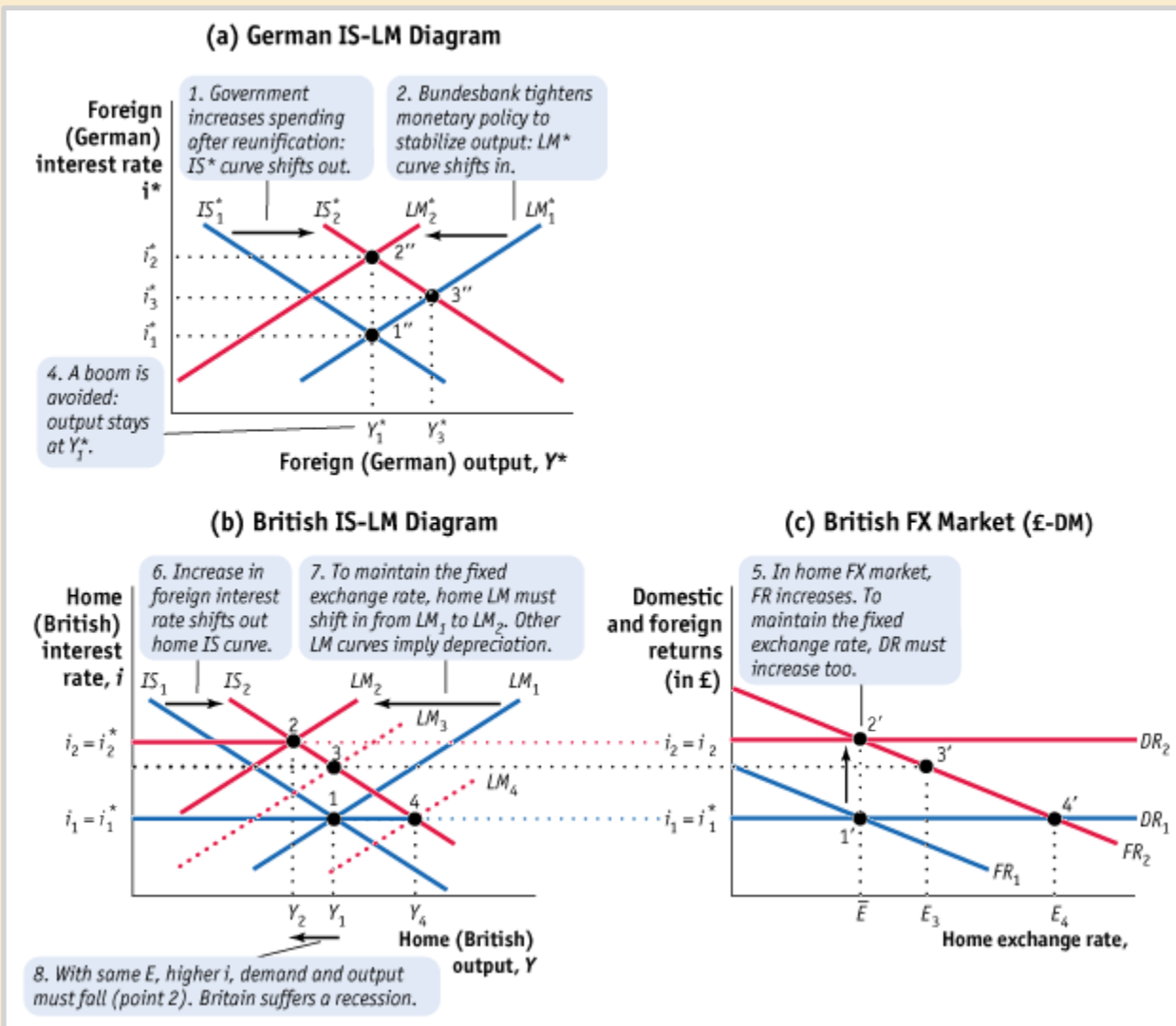


**Εκτός Μάρκου:**  
Αποχώρηση της  
Βρετανίας από το ERM  
το 1992 (συνέχεια)

Η άνοδος του γερμανικού επιτοκίου μετατοπίζει επίσης τη βρετανική καμπύλη IS ελαφρώς, από τη θέση  $IS_1$  στη θέση  $IS_2$ . Για να μείνει προσδεμένη, η βρετανική καμπύλη LM μετατοπίζεται ανοδικά, από τη θέση  $LM_1$  στη θέση  $LM_2$ . Με την ίδια ισοτιμία και με ένα υψηλότερο επιτόκιο η ζήτηση μειώνεται και το προϊόν πέφτει από  $Y_1$  σε  $Y_2$ . Η ισορροπία μετακινείται από το σημείο 1 στο σημείο 2.



## ΣΧΗΜΑ 19-2 (3 από 3)



## Εκτός Μάρκου: Αποχώρηση της Βρετανίας από το ERM το 1992 (συνέχεια)

Εάν η Βρετανία ήταν σε καθεστώς κυμαινόμενης ισοτιμίας, θα μπορούσε να τοποθετήσει την καμπύλη LM όπου ήθελε.

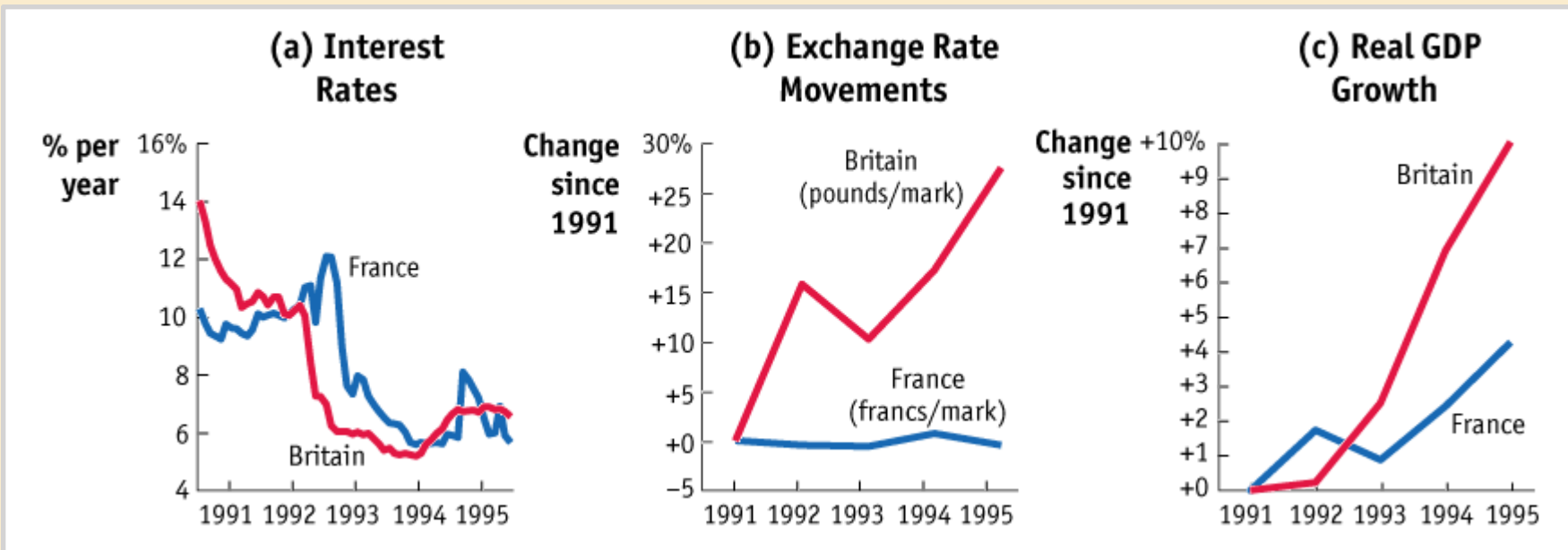
Για παράδειγμα, στη θέση  $LM_4$  τα βρετανικά επιτόκια διατηρούνται στο  $i_1$  και το προϊόν αυξάνει, όμως η αγορά ξένου συναλλάγματος καταλήγει στο σημείο 4' και υπάρχει μια υποτίμηση της στερλίνας σε  $E_4$ . Οι Βρετανοί θα μπορούσαν επίσης να επιλέξουν τη θέση  $LM_3$ , να σταθεροποιήσουν το προϊόν στο αρχικό επίπεδο  $Y_1$ , αλλά η πρόσδεση θα πρέπει να σπάσει με την  $E$  να αυξάνει σε  $E_3$ .

## Βρετανία και Ευρώπη: Τα Μεγάλα Ζητήματα

- **Τι Συνέβη στη Συνέχεια;** Μετά από μια οικονομική επιβράδυνση, το Σεπτέμβριο του 1992 η βρετανική κυβέρνηση των Συντηρητικών κατέληξε τελικά στο συμπέρασμα ότι τα οφέλη του να είναι μέλος του ERM και του εγχειρήματος του ευρώ ήταν μικρότερα από το κόστος που υφίστατο λόγω μιας μεταβολής του γερμανικού επιτοκίου και ότι αυτή ήταν μια αντίδραση σε γεγονότα που ίσχυαν ειδικά για τη Γερμανία. Δύο χρόνια μετά την ένταξή της στον ERM, η Βρετανία επέλεξε να αποσυρθεί.
- Έκανε η Βρετανία τη σωστή επιλογή; Στο Σχήμα 19-3 συγκρίνουμε την οικονομική απόδοση της Βρετανίας με αυτή της Γαλλίας, μιας μεγάλης οικονομίας της ΕΕ, που διατήρησε την πρόσδεσή της στον ERM.

## Βρετανία και Ευρώπη: Τα Μεγάλα Ζητήματα

**ΣΧΗΜΑ 19-3** (3 από 3)



**Αποχώρηση με Διακύμανση: Βρετανία έναντι Γαλλίας μετά το 1992** Η απόφαση της Βρετανίας να αποχωρήσει από τον ERM επέτρεψε την άσκηση πιο επεκτατικής νομισματικής πολιτικής μετά τον Σεπτέμβριο 1992. Σε άλλες χώρες του ERM που παρέμεινα προσδεμένες στο Μάρκο, όπως η Γαλλία, η νομισματική πολιτική έπρεπε να παραμείνει πιο σφικτή προκειμένου να διατηρήσει την πρόσδεση. Συνεπώς με το υπόδειγμά μας, τα στοιχεία δείχνουν χαμηλότερα επιτόκια, ένα πιο υποτιμημένο νόμισμα, και ταχύτερη αύξηση του προϊόντος στη Βρετανία συγκριτικά με τη Γαλλία μετά το 1992.

# 1 Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας:

## Βασικά Θέματα

### Βασικοί Παράγοντες στην Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας: Ενοποίηση και Ομοιότητα

- Η θεμελιώδης πηγή αυτής της απόκλισης μεταξύ του τι ήθελε η Βρετανία και τι ήθελε η Γερμανία ήταν ότι κάθε χώρα αντιμετώπιζε διαφορετικά σοκ.
- Το δημοσιονομικό σοκ που βίωσε η Γερμανία μετά την επανένωση δεν έγινε αισθητό στη Βρετανία ή σε άλλη χώρα του ERM.
- Τα ζητήματα που βρίσκονται στο επίκεντρο αυτής της απόφασης είναι: οικονομική *ενοποίηση* όπως αυτή μετράται από το εμπόριο και άλλες συναλλαγές, και οικονομική *ομοιότητα*, όπως αυτή μετράται από την ομοιότητα των σοκ.

# 1 Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας:

## Βασικά Θέματα

### Οικονομική Ενοποίηση και Κέρδη Αποδοτικότητας

- Ο όρος «οικονομική ενοποίηση» αναφέρεται στην ανάπτυξη διασυνδέσεων αγοράς σε προϊόντα, κεφάλαιο, και αγορές εργασίας ανάμεσα σε περιοχές και χώρες.
- Έχουμε υποστηρίξει ότι μειώνοντας το κόστος συναλλαγών, ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να προωθήσει την ενοποίηση και επομένως να αυξήσει την οικονομική αποτελεσματικότητα. Γιατί;
  - Το δίδαγμα: όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός οικονομικής ενοποίησης αγορών ανάμεσα στη χώρα μας και στη χώρα βάσης, τόσο μεγαλύτερος θα είναι ο όγκος των συναλλαγών μεταξύ των δύο, και τόσο μεγαλύτερα θα είναι τα οφέλη που αποκομίζει η εγχώρια οικονομία από την πρόσδεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας της με τη χώρα βάσης. Καθώς αυξάνει η ενοποίηση, τα οφέλη αποδοτικότητας ενός κοινού νομίσματος αυξάνουν.

# 1 Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας:

## Βασικά Θέματα

### Οικονομική Ομοιότητα και Κόστος Ασύμμετρων Σοκ

- Μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να οδηγήσει σε κόστη, όταν το σοκ μιας συγκεκριμένης χώρας ή **ασύμμετρο σοκ**, δεν ισχύει σε άλλη χώρα: τα σοκ ήταν διαφορετικά.
- Στο παράδειγμά μας, οι διαμορφωτές πολιτικής στη Γερμανία έσφιξαν τη νομισματική πολιτική για να αντισταθμίσουν μια έκρηξη, ενώ οι Βρετανοί διαμορφωτές πολιτικής δεν θέλησαν να εφαρμόσουν την ίδια πολιτική επειδή δεν είχαν βιώσει το ίδιο σοκ.
- Το απλό, γενικό συμπέρασμα στο οποίο μπορούμε να καταλήξουμε είναι ότι για την εγχώρια οικονομία, που μονομερώς προσδένεται σε μια ξένη χώρα, τα ασύμμετρα σοκ επιφέρουν κόστος σε όρους απώλειας προϊόντος.

# 1 Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας: Βασικά Θέματα

## Οικονομική Ομοιότητα και Κόστος Ασύμμετρων Σοκ

- Το δίδαγμα: *Εάν υπάρχει ένας μεγαλύτερος βαθμός οικονομικής ομοιότητας μεταξύ της χώρας μας και της χώρας βάσης, υπό την έννοια ότι οι χώρες αντιμετωπίζουν περισσότερα συμμετρικά σοκ και λιγότερα ασύμμετρα σοκ, τότε το κόστος οικονομικής σταθεροποίησης στη χώρα μας από την πρόσδεση της ισοτιμίας της με τη χώρα βάσης, γίνεται μικρότερο. Όσο αυξάνει η οικονομική ομοιότητα, το κόστος σταθεροποίησης του κοινού νομίσματος μειώνεται.*



# 1 Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας:

## Βασικά Θέματα

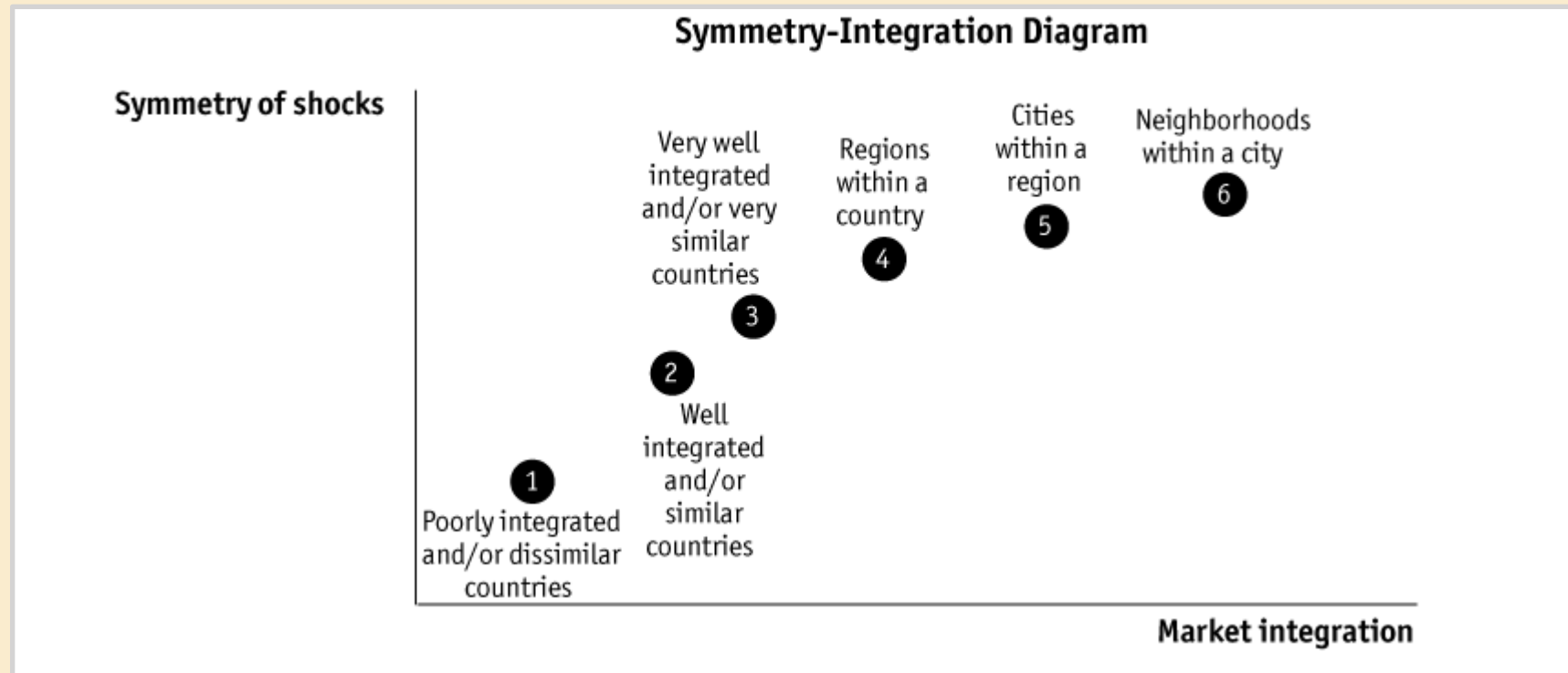
### Απλά Κριτήρια για Σταθερή Συναλλαγματική Ισοτιμία

- Οι συζητήσεις μας γύρω από την ενοποίηση και την ομοιότητα έδειξαν τα εξής:
  - Όσο αυξάνει η ενοποίηση, αυξάνουν και τα οφέλη αποδοτικότητας ενός κοινού νομίσματος.
  - Όσο αυξάνει η συμμετρία, μειώνεται το κόστος σταθερότητας ενός κοινού νομίσματος.
- Η βασική πρόβλεψη της θεωρίας μας είναι ότι: ζεύγη χωρών πάνω από τη γραμμή *FIX* (περισσότερο ενοποιημένες, περισσότερα παρόμοια σοκ) θα κερδίσουν σε οικονομικούς όρους από την υιοθέτηση μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Χώρες που είναι κάτω από τη γραμμή *FIX* (λιγότερο ενοποιημένες, λιγότερα παρόμοια σοκ) δεν θα κερδίσουν.

# 1 Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας:

## Βασικά Θέματα

ΣΧΗΜΑ 19-4 (1 από 2)



### Οικοδόμηση Μπλοκ: Επίπεδα Τιμών και Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

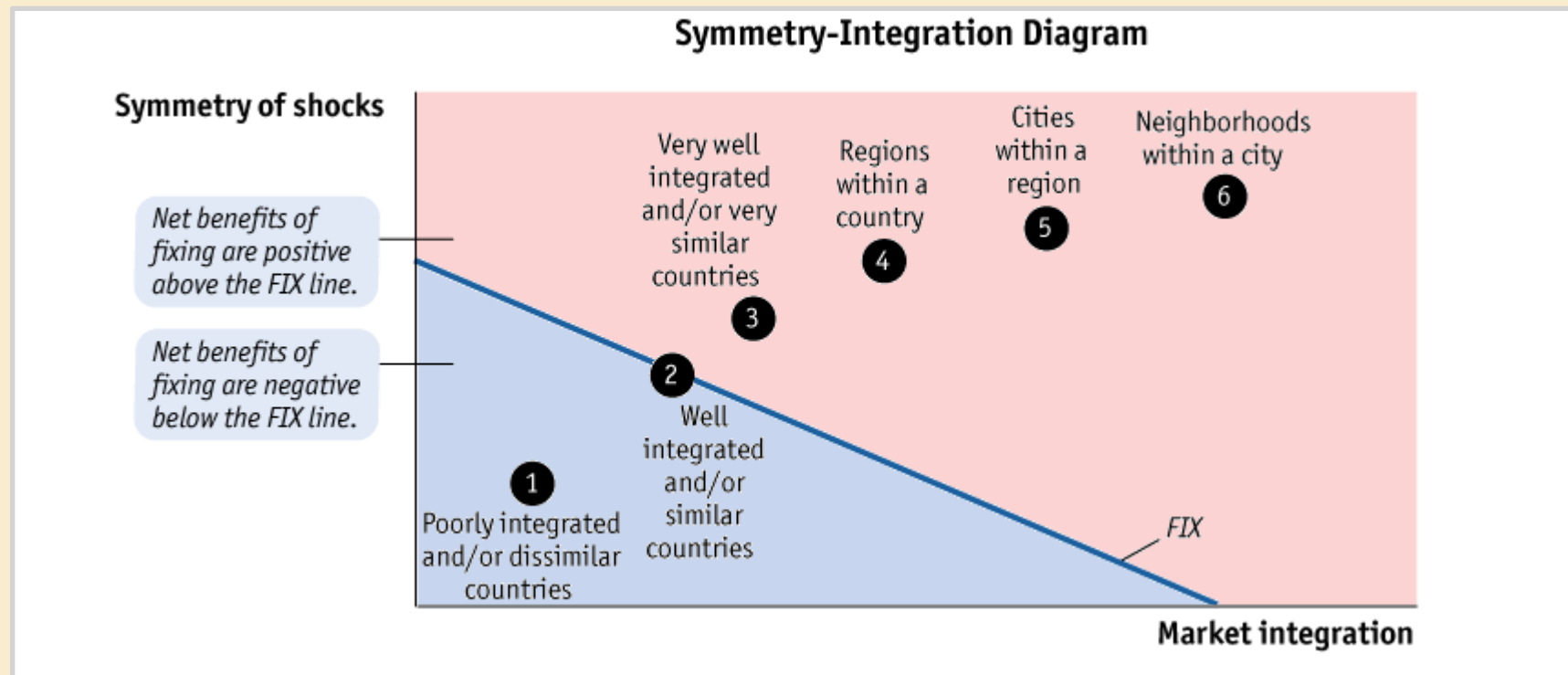
**Μακροπρόθεσμα Σύμφωνα με τη Θεωρία Σταθερών Ισοτιμιών** Τα σημεία 1 έως 6 στο σχήμα αυτό αντιπροσωπεύουν ένα ζεύγος περιοχών. Έστω ότι μια περιοχή σκέφτεται να προσδέσει τη συναλλαγματική ισοτιμία της με το εταίρο της.

Εάν οι αγορές τους γίνουν πιο ενοποιημένες (μια μετακίνηση προς τα δεξιά κατά μήκος του οριζόντιου άξονα) ή εάν τα οικονομικά σοκ που υφίστανται γίνουν πιο συμμετρικά (μια ανοδική μετακίνηση πάνω στον κάθετο άξονα), τα καθαρά οικονομικά οφέλη από την σταθερή ισοτιμία αυξάνουν.

# 1 Επιλογή Καθεστώτος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας:

## Βασικά Θέματα

ΣΧΗΜΑ 19-4 (2 από 2)



### Οικοδόμηση Μπλοκ: Επίπεδα Τιμών και Συναλλαγματικές Ισοτιμίες Μακροπρόθεσμα Σύμφωνα με τη Θεωρία Σταθερών Ισοτιμιών (συνέχεια)

Εάν το ζεύγος μετακινείται αρκετά μακριά ανοδικά ή προς τα δεξιά, τότε τα οφέλη της σταθερής ισοτιμίας υπερβαίνουν το κόστος (τα καθαρά οφέλη είναι θετικά), και το ζεύγος θα περάσει το κατώφλι της σταθερής ισοτιμίας που φαίνεται από τη γραμμή *FIX*.

Κάτω από τη γραμμή, η βέλτιστη επιλογή για την περιοχή είναι η διακύμανση.

Πάνω από τη γραμμή, η βέλτιστη επιλογή για την περιοχή είναι να προσδέσει το νόμισμά της.

## Πρωθούν το Εμπόριο οι Σταθερές Ισοτιμίες;

- Πιθανώς το ισχυρότερο επιχείρημα μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι ότι μπορεί να προκαλέσει αύξηση του εμπορίου της απαλείφοντας τις τριβές που αναχαιτίζουν το εμπόριο.

## Οφέλη Μετρούμενα από τα Επίπεδα Εμπορίου

- Τηρουμένων όλων των άλλων σταθερών, ένα ζεύγος χωρών υιοθετώντας τον κανόνα του χρυσού είχε επίπεδα διμερούς εμπορίου 30% έως 100% υψηλότερα από τα αντίστοιχα των χωρών που ήταν εκτός του κανόνα του χρυσού. Επομένως φαίνεται ότι ο κανόνας του χρυσού όντως προωθούσε το εμπόριο.
- Τι συμβαίνει με τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες σήμερα; Πρωθούν το εμπόριο; Οι οικονομολόγοι έχουν ελέγξει εξαντλητικά αυτή την υπόθεση.

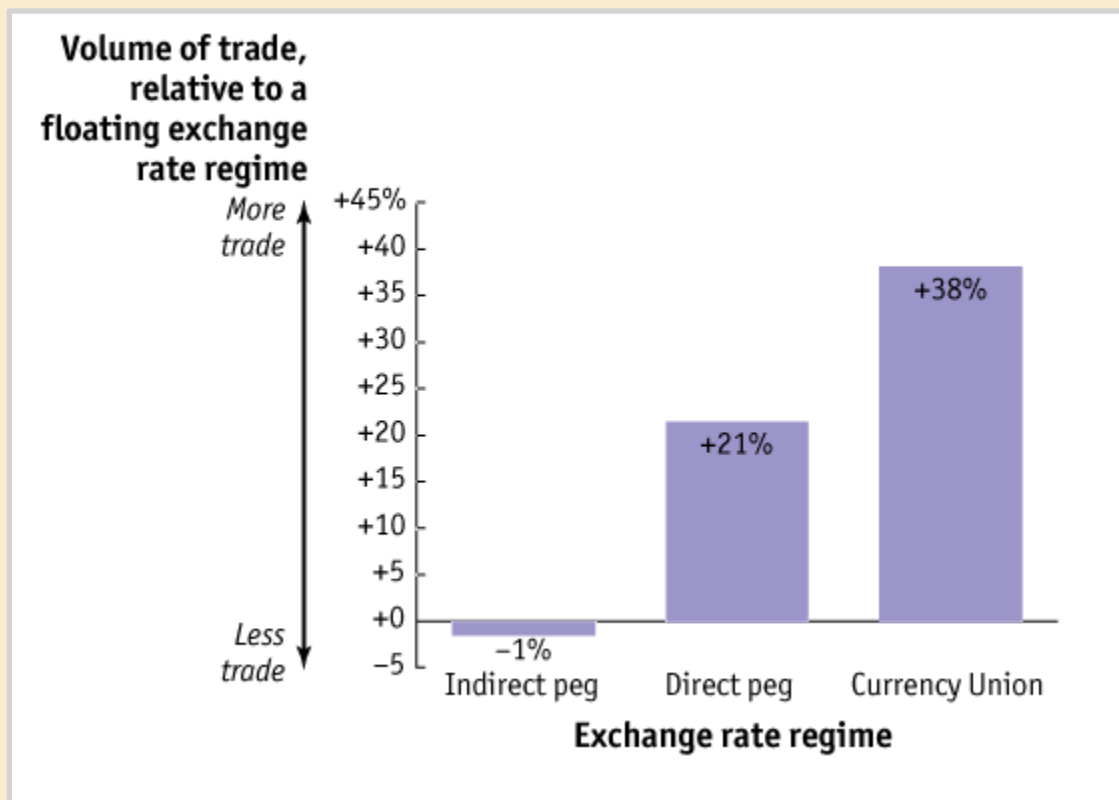
## Πρωθούν το Εμπόριο οι Σταθερές Ισοτιμίες;

Σε μια πρόσφατη μελέτη, τα ζεύγη χωρών Α-Β κατηγοριοποιήθηκαν με τέσσερις διαφορετικούς τρόπους:

- a. Οι δύο χώρες χρησιμοποιούν ένα *κοινό νόμισμα* (δηλαδή, οι χώρες Α και Β είναι σε μια νομισματική ένωση ή η Α έχει μονομερώς υιοθετήσει το νόμισμα της Β).
- b. Οι δύο χώρες συνδέονται με μια *άμεση* συναλλαγματική πρόσδεση (δηλαδή, το νόμισμα της χώρας Α είναι προσδεμένο στο νόμισμα της χώρας Β).
- c. Οι δύο χώρες συνδέονται μια *έμμεση* πρόσδεση συναλλαγματικής ισοτιμίας (δηλαδή, οι Α και Β έχουν τα νομίσματά τους προσδεμένα στο νόμισμα της χώρας C και όχι άμεσα μεταξύ τους).
- d. Οι δύο χώρες δεν συνδέονται με κανενός είδους πρόσδεση (δηλαδή, τα νομίσματά τους *κυμαίνονται* το ένα έναντι του άλλου, ακόμη κι αν το ένα ή και τα δύο είναι προσδεμένα σε κάποιο άλλο τρίτο νόμισμα).

## Πρωθούν το Εμπόριο οι Σταθερές Ισοτιμίες;

ΣΧΗΜΑ 19-5



### Πρωθούν οι Σταθερές Ισοτιμίες το Εμπόριο;

Το διάγραμμα δείχνει τις εκτιμήσεις μιας μελέτης για την επίπτωση πάνω στον όγκο εμπορίου διαφόρων τύπων καθεστώτων σταθερών ισοτιμιών σε σχέση με ένα καθεστώς κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι έμμεσες προσδέσεις βρέθηκε ότι έχουν μια μικρή αλλά στατιστικά ασήμαντη επίπτωση στο εμπόριο, αλλά το εμπόριο αύξανε σημαντικά υπό συνθήκες άμεσης πρόσδεσης κατά 21%, και υπό συνθήκες νομισματικής ένωσης κατά 38% σε σύγκριση με τις κυμαινόμενες ισοτιμίες.

## Πρωθούν το Εμπόριο οι Σταθερές Ισοτιμίες;

- **Οφέλη Μετρούμενα με Σύγκλιση Τιμών**
- Μελέτες που εξετάζουν τη σχέση μεταξύ καθεστώτων συναλλαγματικών ισοτιμιών και σύγκλισης τιμών χρησιμοποιούν το νόμο της μιας τιμής (LOOP) και την ισοτιμία αγοραστικών δυνάμεων (ΙΑΔ) ως βασικά κριτήρια για μια ενοποιημένη αγορά.
- Εάν οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες πρωθούν το εμπόριο, τότε θα αναμέναμε να βρούμε ότι οι διαφορές μεταξύ τιμών (μετρούμενων σε ένα κοινό νόμισμα) οφείλουν να είναι μικρότερες μεταξύ χωρών με προσδεμένες ισοτιμίες παρά μεταξύ χωρών με κυμαινόμενες ισοτιμίες.
- Με άλλα λόγια, θα πρέπει να βρούμε ότι ο LOOP και η ΙΑΔ είναι πιθανότερο να ισχύουν υπό σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία παρά υπό καθεστώς κυμαινόμενης ισοτιμίας.



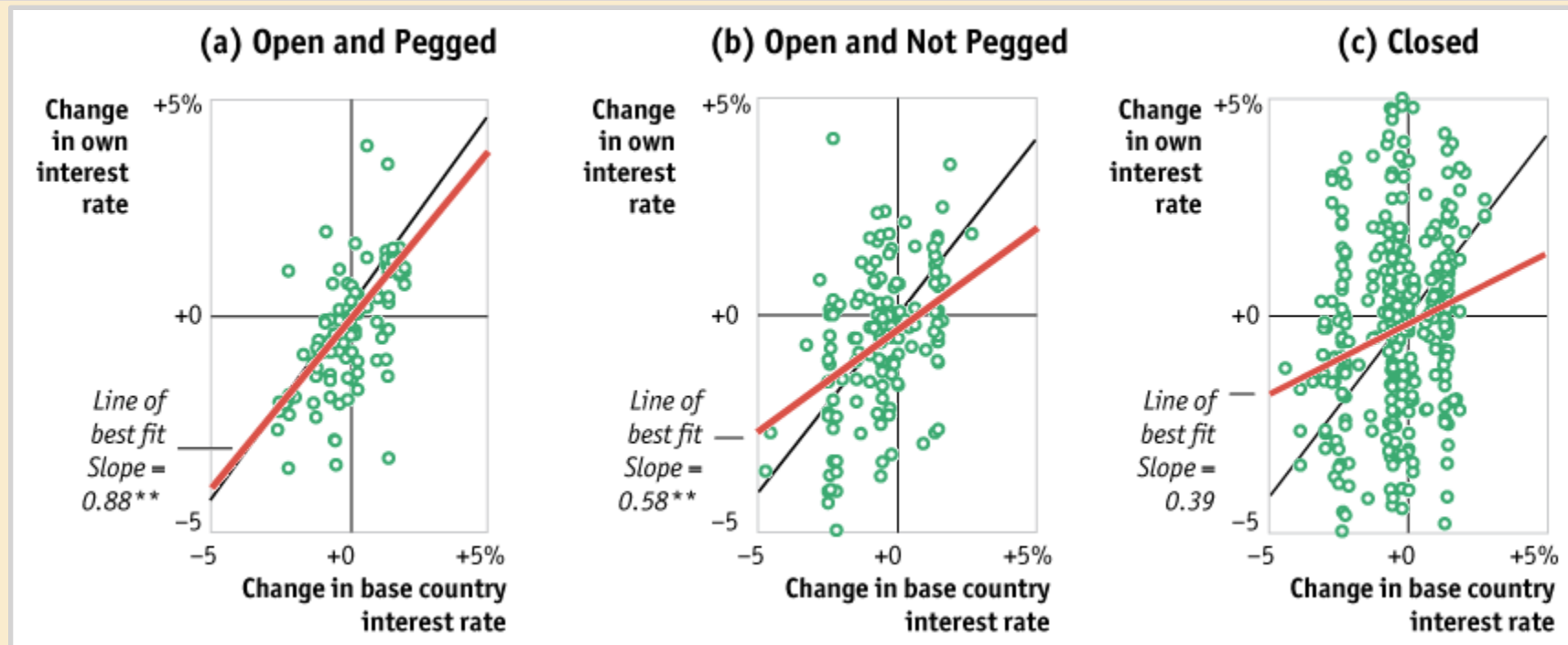
## Μειώνουν οι Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες τη Νομισματική Αυτονομία και Σταθερότητα;

- Όταν μια χώρα προσδένει το νόμισμά της, απεμπολεί την ανεξαρτησία της νομισματικής πολιτικής: πρέπει να προσαρμόζει την προσφορά χρήματος  $M$  σε κάθε στιγμή προκειμένου να διασφαλίζει ότι το εγχώριο επιτόκιο  $i$  είναι ίσο με το ξένο επιτόκιο  $i^*$  (συν οποιοδήποτε ασφάλιστρο κινδύνου).

### Τρίλημμα, Περιορισμοί Πολιτικής, και Συσχετίσεις Επιτοκίων

- Για να επιλύσει το τρίλημμα, μια χώρα μπορεί να κάνει τα εξής:
  1. Να επιλέξει ανοικτές αγορές κεφαλαίου με σταθερές ισοτιμίες («ανοικτή πρόσδεση»).
  2. Να επιλέξει να ανοίξει την αγορά κεφαλαίου της αλλά να επιτρέψει στο νόμισμα να κυμαίνεται («ανοικτή μη-πρόσδεση»).
  3. Να επιλέξει να κλείσει τις αγορές κεφαλαίου της («κλειστή»).

## ΣΧΗΜΑ 19-6



**Το Τρίλημμα στην Πράξη** Σύμφωνα με το τρίλημμα, αν η χώρα μας έχει ανοικτή πρόσδεση, θυσιάζει την αυτονομία της νομισματικής πολιτικής της επειδή οι μεταβολές στο επιτόκιο της πρέπει να συνάδουν με τις μεταβολές του επιτοκίου της χώρας βάσης. Το διάγραμμα (α) δείχνει ότι αυτό όντως συμβαίνει.

Το τρίλημμα λέει επίσης ότι υπάρχουν δύο τρόποι επανάκτησης αυτής της αυτονομίας: είτε με τη στροφή σε ένα σύστημα κυμαινομένων συναλλαγματικών ισοτιμιών είτε με την επιβολή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων. Τα διαγράμματα (b) και (c) δείχνουν ότι οποιαδήποτε από αυτές τις δύο πολιτικές επιτρέπει στα εγχώρια επιτόκια να κινηθούν ανεξάρτητα από τη χώρα βάσης.

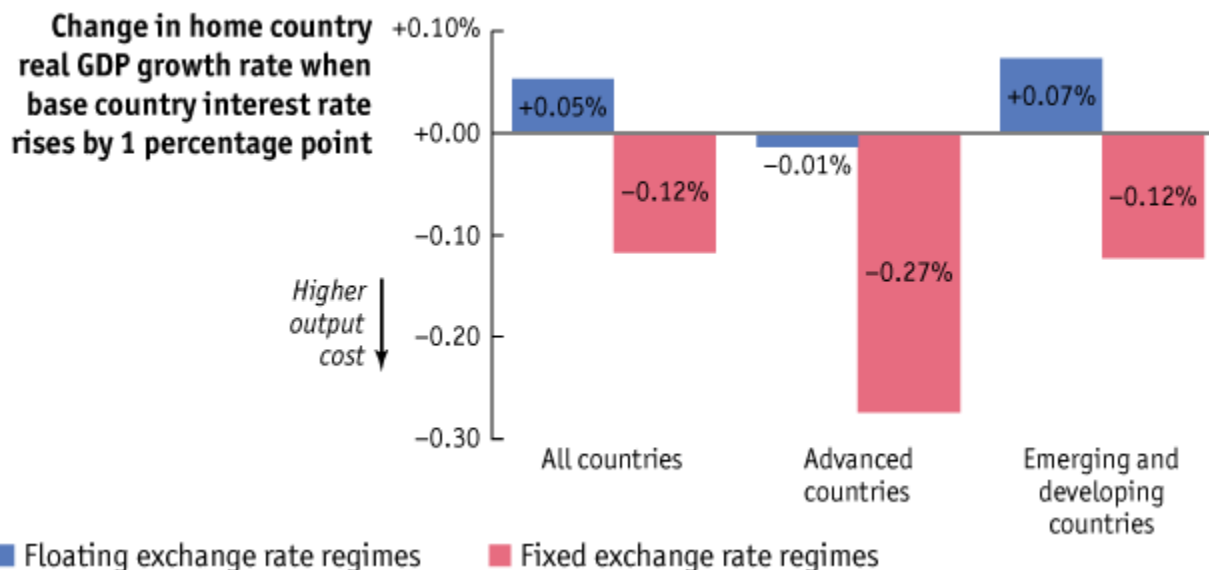
### Μειώνουν οι Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες τη Νομισματική Αυτονομία και Σταθερότητα;

### Κόστος Σταθερής Ισοτιμίας Μετρούμενο με τη Μεταβλητότητα του Προϊόντος

- Τηρουμένων όλων των άλλων σταθερών, μια αύξηση στο επιτόκιο της χώρας βάσης θα πρέπει να οδηγήσει στην πτώση του προϊόντος σε μια χώρα με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία ως προς τη χώρα βάσης.
- Αντιθέτως, χώρες που έχουν κυμαινόμενες ισοτιμίες δεν χρειάζεται να ακολουθούν την αύξηση επιτοκίου της χώρας βάσης και μπορούν να χρησιμοποιούν τη νομισματική πολιτική τους αυτόνομα προκειμένου να σταθεροποιούν την οικονομία.
- Ένα κόστος μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι η μεγαλύτερη μεταβλητότητα του επιπέδου προϊόντος. ■

## Κόστος Σταθερής Ισοτιμίας Μετρούμενο με τη Μεταβλητότητα του Προϊόντος

**ΣΧΗΜΑ 19-7**



**Κόστος σε όρους Προϊόντος υπό Σταθερές Ισοτιμίες** Πρόσφατες εμπειρικές εργασίες διαπιστώνουν ότι τα σοκ που αυξάνουν τα επιτόκια της χώρας βάσης συνδέονται με μεγάλες απώλειες προϊόντος σε χώρες που προσδένουν τα νομίσματά τους με αυτό της χώρας βάσης, αλλά όχι σε χώρες που έχουν κυμαινόμενες ισοτιμίες. Για παράδειγμα, όπως βλέπουμε εδώ, όταν μια χώρα βάσης αυξάνει το επιτόκιο της κατά μία ποσοστιαία μονάδα, μια χώρα με κυμαινόμενη ισοτιμία έχει μια μέση αύξηση στο πραγματικό ΑΕΠ της τάξης του 0,05% (στατιστικά όχι σημαντική διαφορά από το μηδέν), ενώ μια χώρα που έχει σταθερή ισοτιμία βλέπει το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ της να επιβραδύνεται σημαντικά κατά μέσο όρο 0,12%.

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Δημοσιονομική Πειθαρχία, Εκδοτικό Προνόμιο, και Πληθωρισμός

- Ένα κοινό επιχείρημα υπέρ των καθεστώτων σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών στις αναπτυσσόμενες χώρες είναι ότι μια πρόσδεση της ισοτιμίας εμποδίζει την κυβέρνηση να τυπώσει χρήμα για να χρηματοδοτήσει τις κρατικές δαπάνες.
- Υπό ένα τέτοιο χρηματοοικονομικό σχήμα, η κεντρική τράπεζα καλείται να *νομισματοποιήσει* το δημόσιο έλλειμμα (δηλαδή, να δώσει χρήματα στην κυβέρνηση σε αντάλλαγμα για το χρέος). Η διαδικασία αυτή αυξάνει την προσφορά χρήματος και οδηγεί σε υψηλό πληθωρισμό.
- Η πηγή εσόδων για την κυβέρνηση είναι, στην πραγματικότητα, ένας φόρος πληθωρισμού (που ονομάζεται *εκδοτικό προνόμιο*), η οποία επιβάλλεται στα μέλη της κοινωνίας που κατέχουν χρήματα.

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Δημοσιονομική Πειθαρχία, Εκδοτικό Προνόμιο, και Πληθωρισμός

Πλαγιότιτλος: Ο Φόρος Πληθωρισμού

- Σε κάθε στιγμή, το χρήμα αυξάνει κατά ένα ποσοστό  $\Delta M/M = \Delta P/P = \pi$ .
- Εάν ένα νοικοκυριό κατέχει  $M/P$  σε όρους πραγματικού χρήματος, τότε μια στιγμή αργότερα όταν οι τιμές έχουν αυξηθεί  $\pi$ , ένα τμήμα  $\pi$  της πραγματικής αξίας του αρχικού  $M/P$  χάνεται λόγω πληθωρισμού. Το κόστος του φόρου πληθωρισμού για το νοικοκυριό είναι  $\pi \times M/P$ .
- Το ποσό που ο φόρος πληθωρισμού μεταβιβάζει από το νοικοκυριό στην κυβέρνηση ονομάζεται εκδοτικό πρόνιο, το οποίο μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$\underbrace{\text{Seigniorage}}_{\text{Inflation tax}} = \underbrace{\pi}_{\text{Tax rate}} \times \underbrace{\frac{M}{P}}_{\text{Tax base}} = \pi \times L(r^* + \pi)Y$$

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Δημοσιονομική Πειθαρχία, Εκδοτικό Προνόμιο, και Πληθωρισμός

- Εάν το νόμισμα μιας χώρας κυμαίνεται, η κεντρική τράπεζά της μπορεί να τυπώσει πολύ ή λίγο χρήμα, με πολύ διαφορετικά αποτελέσματα πληθωρισμού. Εάν το νόμισμα μιας χώρας είναι προσδεμένο, η κεντρική τράπεζά της μπορεί να χειριστεί καλά αυτή την πρόσδεση, με σχετικά σταθερές τιμές, ή να χειριστεί τόσο άσχημα την πρόσδεση ώστε να προκύψει μια κρίση, το νόμισμα να καταλήξει σε ελεύθερη πτώση, και να ξεσπάσει πληθωρισμός.
- Οι ονομαστικές άγκυρες – είτε πρόκειται για νομισματικούς στόχους είτε για στόχους πληθωρισμού – υποδηλώνουν μια «δέσμευση» από την πλευρά της κυβέρνησης να διασφαλίσει συγκεκριμένα αποτελέσματα νομισματικής πολιτικής μακροπρόθεσμα.
- Ωστόσο, οι δεσμεύσεις αυτές δεν εγγυώνται ότι η χώρα θα πετύχει αυτά τα αποτελέσματα.



## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Δημοσιονομική Πειθαρχία, Εκδοτικό Προνόμιο, και Πληθωρισμός

#### ΣΧΗΜΑ 19-1

**Επιδόσεις Πληθωρισμού και Καθεστώς Συναλλαγματικής Ισοτιμίας** Τα ετήσια στοιχεία ανά χώρα για την περίοδο 1970-1999 μπορούν να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να διερευνήσουμε τη σχέση, εάν υπάρχει, μεταξύ καθεστώτος συναλλαγματικής ισοτιμίας και επιδόσεων πληθωρισμού σε μια οικονομία.

Η διακύμανση σχετίζεται με ελαφρώς χαμηλότερο πληθωρισμό παγκοσμίως συνολικά (9.9%) και για τις αναπτυγμένες χώρες (3.5%) (στήλες 1 και 2).

Στις αναδυόμενες αγορές και αναπτυσσόμενες χώρες, ένα καθεστώς σταθερών ισοτιμιών εντέλει αποδίδει χαμηλότερο πληθωρισμό, αλλά όχι άμεσα (στήλες 3 και 4).

Regime Type	Annual Inflation Rate (%)			
	World	Advanced Countries	Emerging Markets and Developing Countries	Emerging Markets and Developing Countries (Excluding the Year after a Regime Change)
Fixed	17.4%	4.8%	19.6%	8.8%
Limited flexibility	11.1	8.3	12.4	10.8
Managed floating	14.0	7.8	15.1	14.7
Freely floating	9.9	3.5	21.2	15.8
Freely falling	387.8	47.9	396.1	482.9

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Δημοσιονομική Πειθαρχία, Εκδοτικό Προνόμιο, και Πληθωρισμός

- Το δίδαγμα: φαίνεται ότι οι σταθερές ισοτιμίες δεν είναι ούτε αναγκαία ούτε ικανή συνθήκη για τη διασφάλιση καλών επιδόσεων του πληθωρισμού σε πολλές χώρες. Η μόνη εξαίρεση φαίνεται να είναι στις αναπτυσσόμενες χώρες που αντιμετωπίζουν υψηλό πληθωρισμό, όπου μια πρόσδεση της ισοτιμίας μπορεί να αποτελεί τη μοναδική αξιόπιστη ονομαστική άγκυρα.



## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Αποσταθεροποιητικά Σοκ Πλούτου

- Είναι εύκολο να φανταστούμε πιο πολύπλοκα βραχυπρόθεσμα υποδείγματα της οικονομίας, στα οποία ο πλούτος επηρεάζει τη ζήτηση προϊόντων. Για παράδειγμα,
  - Οι καταναλωτές θα δαπανούσαν περισσότερα όταν έχουν περισσότερο πλούτο. Στην περίπτωση αυτή, η συνάρτηση κατανάλωσης θα γινόταν  $C(Y - T, \text{Συνολικός πλούτος})$ .
  - Οι επιχειρήσεις θα διευκολύνονταν στο δανεισμό τους εάν ο πλούτος τους αυξανόταν. Η συνάρτηση επένδυσης θα γινόταν τότε  $I(i, \text{Συνολικός πλούτος})$ .

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

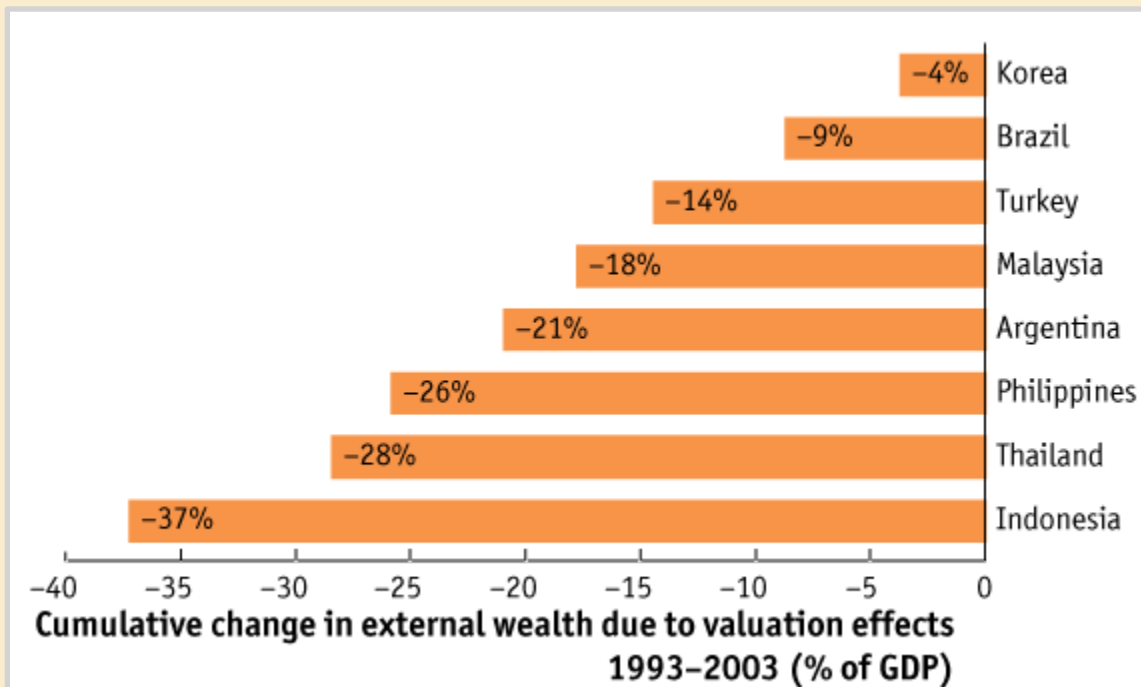
### Αποσταθεροποιητικά Σοκ Πλούτου

- Εάν τα σε ξένο νόμισμα εξωτερικά περιουσιακά στοιχεία δεν είναι ίσα με τις σε ξένο νόμισμα εξωτερικές υποχρεώσεις, τότε λέμε ότι χώρα έχει *αναντιστοιχία νομίσματος* στο εξωτερικό της ισοζύγιο, και οι μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία θα επηρεάζουν τον εθνικό πλούτο.
  - Εάν τα περιουσιακά στοιχεία σε ξένο νόμισμα υπερβαίνουν τις υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα, τότε η χώρα βιώνει μια *αύξηση* στον πλούτο όταν το νόμισμά της υποτιμάται.
  - Εάν οι υποχρεώσεις σε ξένο συνάλλαγμα υπερβαίνουν τα περιουσιακά στοιχεία σε ξένο νόμισμα, τότε η χώρα βιώνει μια *μείωση* στον πλούτο της όταν το νόμισμά της ανατιμάται.
- Κατ' αρχήν, εφόσον τα αποτελέσματα αποτίμησης είναι αρκετά μεγάλα, η συνολική επίπτωση μιας υποτίμησης μπορεί να είναι περιοριστική!

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Στοιχεία Βασισμένα σε Μεταβολές του Πλούτου

ΣΧΗΜΑ 19-8



#### Υποτιμήσεις Νομίσματος και Μεταβολές του Πλούτου

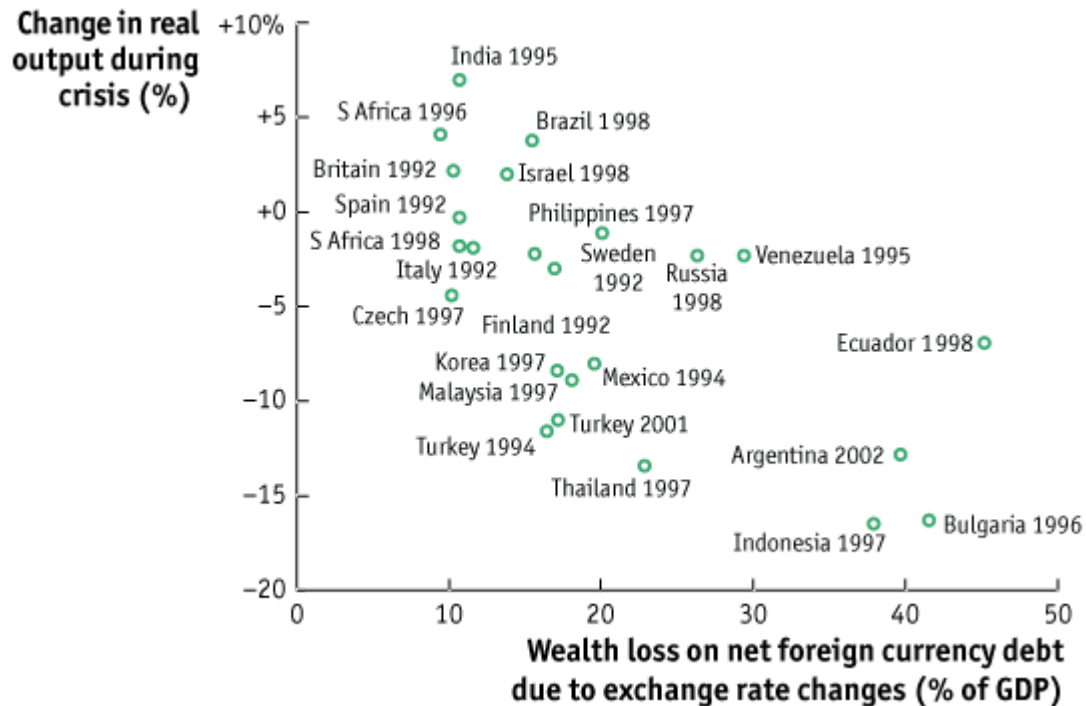
Οι χώρες αυτές βίωσαν κρίσεις και μεγάλες υποτιμήσεις μεταξύ 50% και 75% έναντι του δολαρίου ΗΠΑ και άλλων βασικών νομισμάτων από το 1993 μέχρι το 2003.

Επειδή μεγάλα τμήματα του εξωτερικού χρέους τους ήταν εκφρασμένα σε ξένα νομίσματα, όλες υπέστησαν αρνητικές επιπτώσεις αποτίμησης που προκάλεσαν μείωση του εξωτερικού πλούτου τους, σε κάποιες περιπτώσεις (όπως στην Ινδονησία) αρκετά δραματικές.

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Στοιχεία Βασισμένα στη Συρρίκνωση Προϊόντος

ΣΧΗΜΑ 19-9 (1 από 2)



#### Χρέος Εκφρασμένο σε Ξένο Νόμισμα και Κόστος Κρίσεων

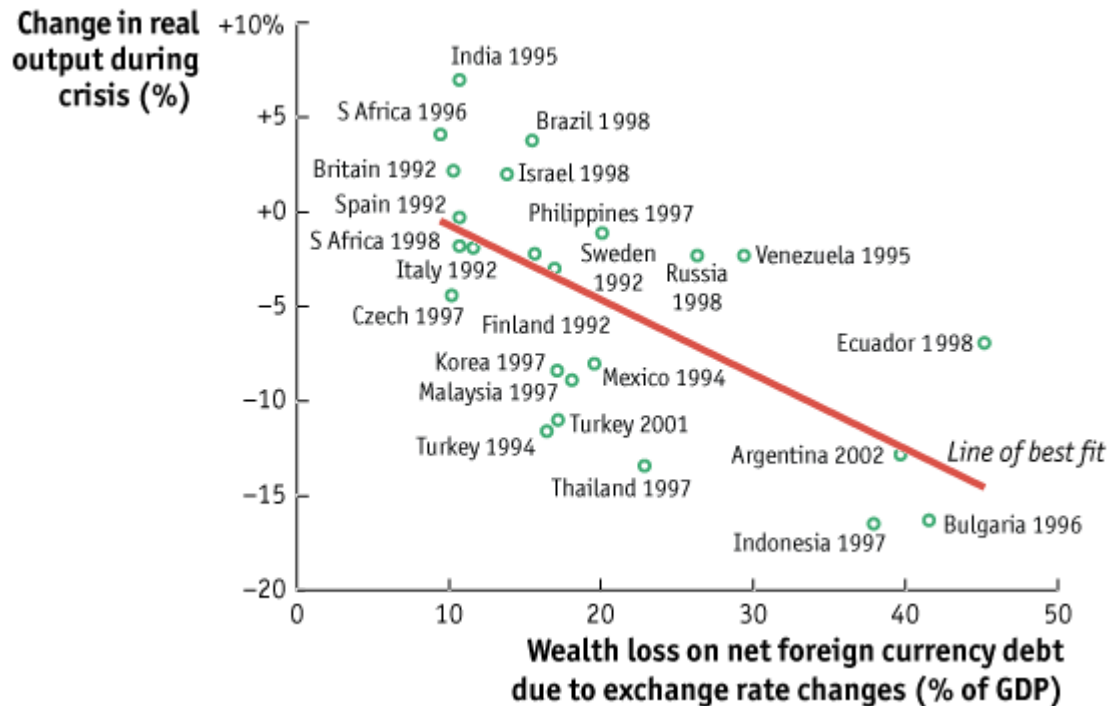
Το διάγραμμα αυτό δείχνει τη συσχέτιση μεταξύ μιας μέτρησης της επίπτωσης του αρνητικού πλούτου μιας πραγματικής υποτίμησης και του πραγματικού κόστους σε όρους προϊόντος μετά από μια κρίση συναλλαγματικής ισοτιμίας (μια μεγάλη υποτίμηση).

Στον οριζόντιο άξονα, η επίπτωση του πλούτου υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το καθαρό χρέος εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα (ως ποσοστό του ΑΕΠ) με το μέγεθος της πραγματικής υποτίμησης.

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Στοιχεία Βασισμένα στη Συρρίκνωση Προϊόντος

ΣΧΗΜΑ 19-9 (2 από 2)



**Χρέος Εκφρασμένο σε Ξένο Νόμισμα και Κόστος Κρίσεων (συνέχεια)**

Η αρνητική συσχέτιση δείχνει ότι οι μεγαλύτερες απώλειες στο σε ξένο νόμισμα χρέος λόγω μεταβολών στη συναλλαγματική ισοτιμία συνδέονται με μεγαλύτερες απώλειες σε όρους πραγματικού προϊόντος.



## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Προπατορικό Αμάρτημα

- Στη μακρά ιστορία των διεθνών επενδύσεων, ένα εντυπωσιακά σταθερό χαρακτηριστικό είναι ανέκαθεν η αδυναμία των περισσότερων χωρών – ιδιαίτερα των φτωχών χωρών στην περιφέρεια των παγκόσμιων αγορών κεφαλαίου – να δανείζονται από το εξωτερικό στο δικό τους νόμισμα.
- Ο όρος «προπατορικό αμάρτημα» αναφέρεται στην αδυναμία μιας χώρας να δανειστεί στο δικό της νόμισμα.
- Τα χρέη σε εγχώριο νόμισμα συχνά εξανεμιζόταν σε πραγματική αξία σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού. Οι δανειστές επομένως ήταν απρόθυμοι να κατέχουν τα τέτοιο χρέος, εμποδίζοντας την ανάπτυξη μιας αγοράς ομολόγων σε εγχώριο νόμισμα. Οι δανειστές ήταν πρόθυμοι να δανείσουν μόνο σε ξένο νόμισμα, δηλαδή να κατέχουν χρέος που υπόσχεται μια πιο σταθερή μακροπρόθεσμη αξία.

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Προπτατορικό Αμάρτημα

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 19-2

**Μετρήσεις του «Προπτατορικού Αμαρτήματος»** Μόνο λίγες αναπτυγμένες χώρες μπορούν να εκδώσουν χρεόγραφα εξωτερικού δανεισμού εκφρασμένα σε δικό τους νόμισμα. Στα χρηματοοικονομικά κέντρα και στην ευρωζώνη, το ποσοστό των εξωτερικών υποχρεώσεων εκφρασμένων σε ξένο νόμισμα είναι λιγότερο του 10%. Στις υπόλοιπες αναπτυγμένες χώρες είναι κατά μέσο όρο 70%. Στις αναπτυσσόμενες χώρες, οι εξωτερικές υποχρεώσεις εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα είναι κατά μέσο όρο κοντά στο 100%.

	External Liabilities Denominated in Foreign Currency (average, %)
Financial centers (United States, United Kingdom, Switzerland, Japan)	8%
Eurozone countries	9
Other developed countries	72
Eastern European countries	84
Middle East and African countries	90
Developing countries	93
Asia/Pacific countries	94
Latin American and Caribbean countries	100

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Προπατορικό Αμάρτημα

- Συνήθεις «αμαρτωλοί», όπως Μεξικό, Βραζιλία, Κολομβία, και Ουρουγουάη, πρόσφατα ήταν σε θέση να εκδώσουν κάποια χρεόγραφα σε δικό τους νόμισμα. Οι πρόσφατες τάσεις δείχνουν σημαντική πρόοδο στη μείωση του προβλήματος αυτού σε σχέση με τη δεκαετία του 1990.
- Μια πιο εφικτή – και ίσως η μόνη – εναλλακτική λύση για τις αναπτυσσόμενες χώρες είναι να ελαχιστοποιήσουν ή να εξαλείψουν τις επιπτώσεις αποτίμησης μειώνοντας τη διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.
  - Το δίδαγμα: σε χώρες που δεν μπορούν να δανειστούν στο δικό τους νόμισμα, οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι λιγότερο χρήσιμες ως εργαλείο σταθεροποίησης, και μπορεί να είναι και αποσταθεροποιητικές. Το αποτέλεσμα αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις αναπτυσσόμενες χώρες, και οι χώρες αυτές θα προτιμήσουν σταθερές ισοτιμίες αντί κυμαινόμενων, τηρουμένων όλων των άλλων σταθερών.

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

### Σύνοψη

Μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία ίσως είναι ο μόνος διαφανής και αξιόπιστος τρόπος επίτευξης και διατήρησης μιας ονομαστικής άγκυρας – η οποία μπορεί να είναι ιδιαίτερα σημαντική σε αναδυόμενες αγορές και αναπτυσσόμενες χώρες με αδύναμους θεσμούς, έλλειψη ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας, μεγάλους πειρασμούς για χρησιμοποίηση του πληθωριστικού φόρου, και κακή φήμη όσον αφορά τη νομισματική σταθερότητα.

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

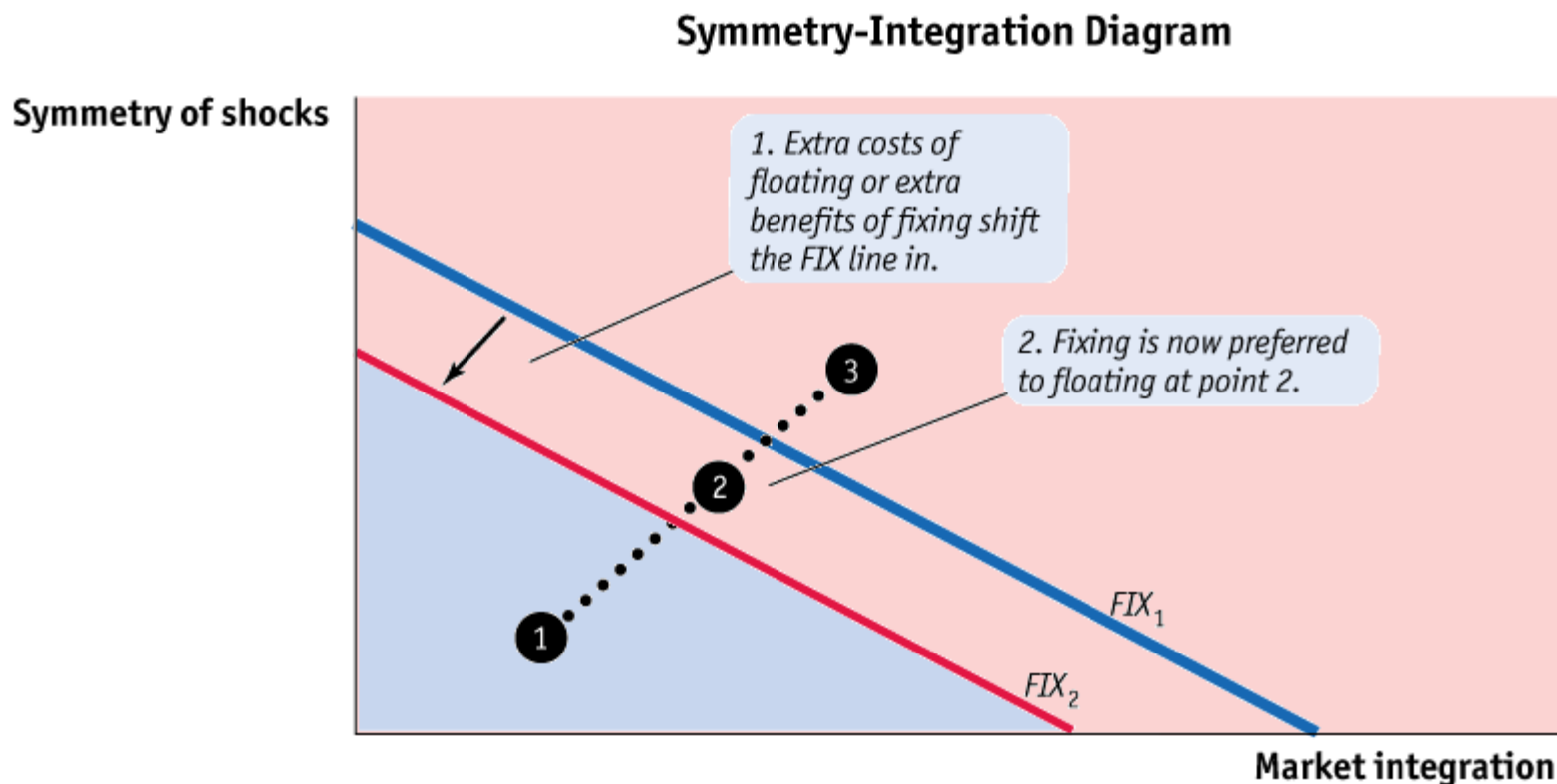
### Σύνοψη

Μια σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί επίσης να αποτελεί τον μοναδικό τρόπο αποφυγής μεγάλων διακυμάνσεων στον εξωτερικό πλούτο, κάτι που ενδέχεται να αποτελεί πρόβλημα σε αναδυόμενες αγορές και αναπτυσσόμενες χώρες με υψηλά επίπεδα δολαριοποίησης του χρέους.

Τέτοιες χώρες ίσως να είναι λιγότερο πρόθυμες να επιτρέψουν διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών τους – μια κατάσταση που κάποιοι οικονομολόγοι την περιγράφουν ως **φόβο διακύμανσης**.

## 2 Άλλα Οφέλη από τις Σταθερές Ισοτιμίες

ΣΧΗΜΑ 19-10



### Μετατόπιση της Γραμμής $FIX$

Τα επιπλέον οφέλη από τη σταθερή ισοτιμία ή το υψηλότερο κόστος από τη διακύμανση θα χαμηλώσουν το όριο επιλογής μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Η γραμμή  $FIX$  μετακινείται προς τα κάτω. Η επιλογή μιας σταθερής ισοτιμίας φαίνεται τώρα λογική ακόμα και για χαμηλότερα επίπεδα συμμετρίας ή ενοποίησης (π.χ., στο σημείο 2).

### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

- Τα **συστήματα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας** περιλαμβάνουν πολλές χώρες.
- Παραδείγματα αποτελούν το παγκόσμιο *σύστημα Bretton Woods* στις δεκαετίες του 1950 και 1960 και ο *Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Συναλλαγματικών Ισοτιμιών* (ERM) από τον οποίο πρέπει να περάσουν όλες οι υποψήφιες χώρες-μέλη του ευρώ.
- Τα συστήματα αυτά βασίζονται σε ένα **σύστημα αποθεματικού νομίσματος** στο οποίο υπάρχουν  $N$  χώρες  $(1, 2, \dots, N)$  που συμμετέχουν.
- Μία από τις χώρες, η κεντρική χώρα (η χώρα  $N$ ), παρέχει το αποθεματικό νόμισμα, που είναι το νόμισμα βάσης ή κεντρικό νόμισμα στο οποίο προσδένονται όλες οι άλλες χώρες.

### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

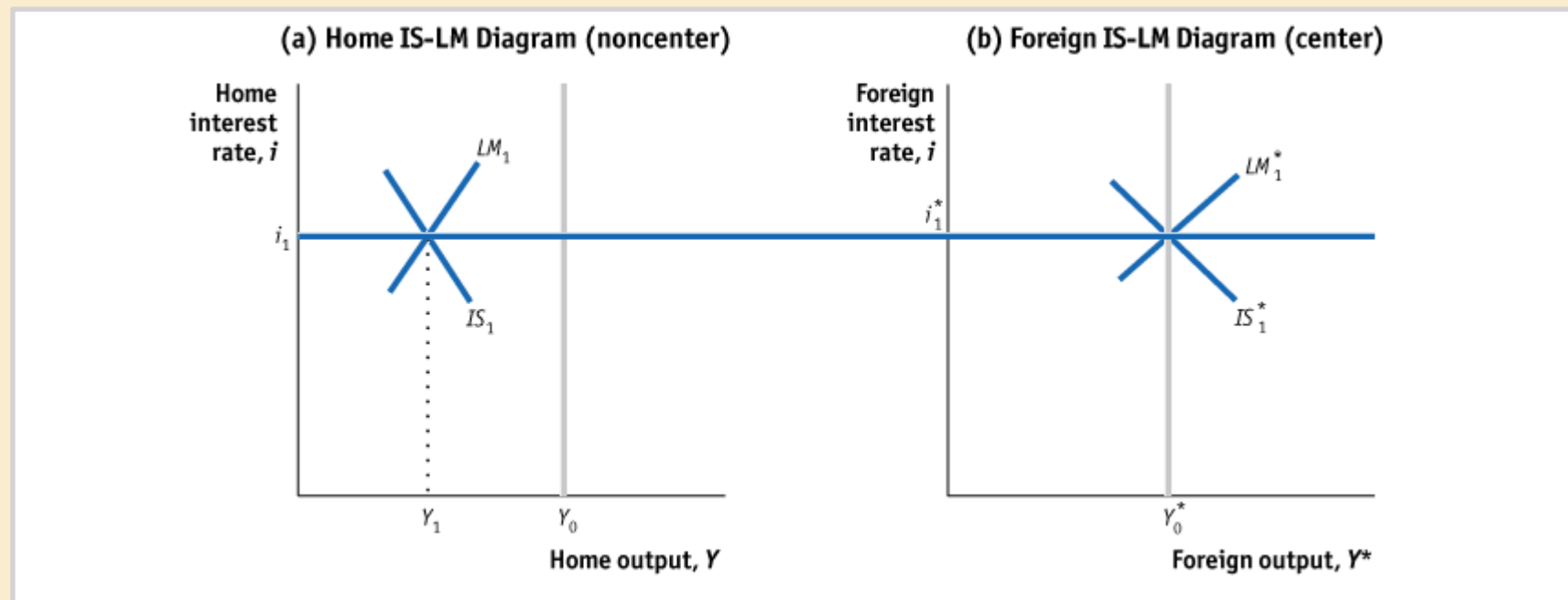
- Όταν η κεντρική χώρα έχει αυτονομία νομισματικής πολιτικής μπορεί να καθορίσει το δικό της επιτόκιο  $i^*$  όπως επιθυμεί. Η άλλη μη-κεντρική χώρα που προσδένεται πρέπει τότε να προσαρμόσει το επιτόκιο της με τέτοιο τρόπο ώστε το  $i$  να ισούται με  $i^*$  προκειμένου να διατηρηθεί η πρόσδεση.
- Η μη-κεντρική χώρα χάνει τη δυνατότητα άσκησης σταθεροποιητικής πολιτικής, αλλά η κεντρική χώρα διατηρεί αυτή τη δυνατότητα..
- Η ασυμμετρία μπορεί να είναι μια συνταγή για πολιτική σύγκρουση και ονομάζεται *πρόβλημα του Νιοστού νομίσματος*..
- Οι **συνεργατικοί διακανονισμοί** μπορούν να αποτελέσουν την απάντηση στο πρόβλημα.



### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

#### Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Επιτοκίων

ΣΧΗΜΑ 19-11 (1 από 3)



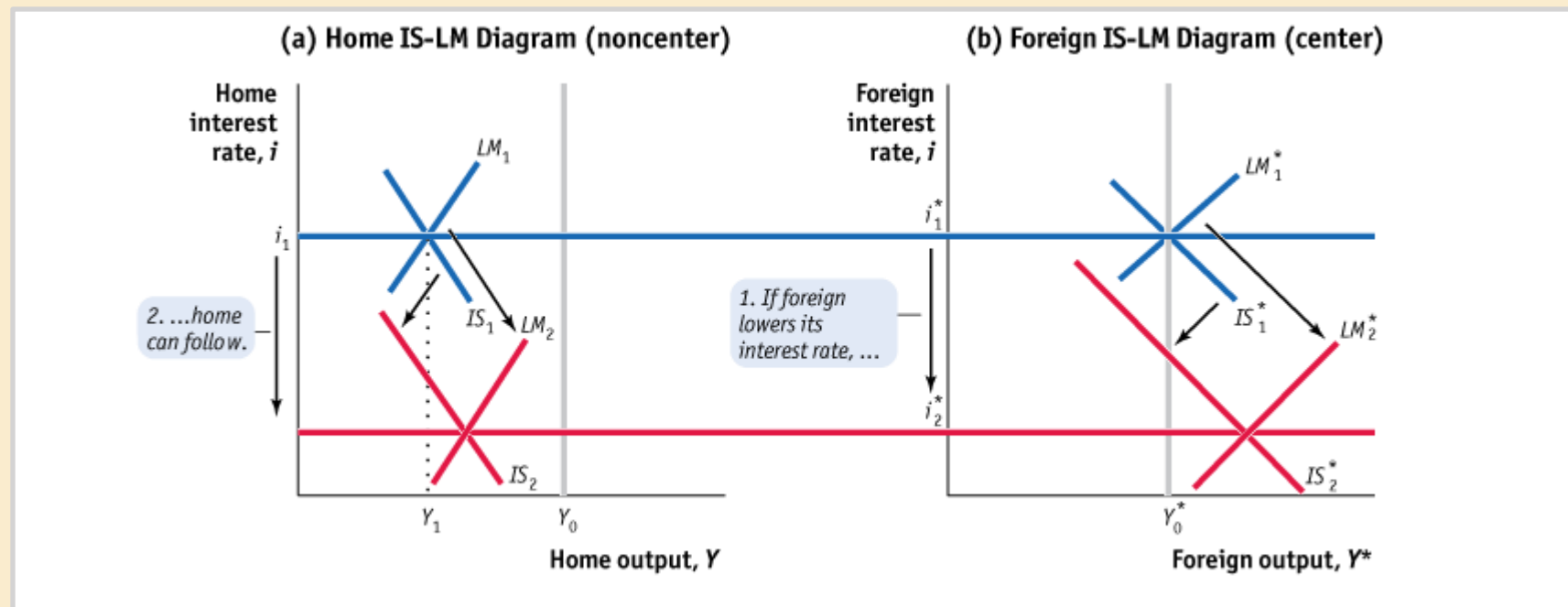
#### Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Πολιτικές Επιτοκίου από την Κεντρική Χώρα

Στο διάγραμμα (a), η μη-κεντρική χώρα βρίσκεται αρχικά σε ισορροπία στο σημείο 1 με προϊόν  $Y_1$ , το οποίο είναι χαμηλότερο από το επιθυμητό προϊόν  $Y_0$ . Στο διάγραμμα (b), η κεντρική χώρα είναι σε ισορροπία στο επιθυμητό επίπεδο προϊόντος της  $Y_0^*$  στο σημείο 1'. Το εγχώριο και το ξένο επιτόκιο είναι ίσα,  $i_1 = i_1^*$ , και η χώρα μας είναι μονομερώς προσδεμένη στην ξένη χώρα. Η ξένη χώρα έχει αυτονομία νομισματικής πολιτικής. Εάν η κεντρική χώρα δεν κάνει καμία πολιτική παραχώρηση, τότε πρόκειται για ένα μη-συνεργατικό αποτέλεσμα.

### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

#### Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Επιτοκίων

ΣΧΗΜΑ 19-11 (2 από 3)



#### Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Πολιτικές Επιτοκίου από την Κεντρική Χώρα

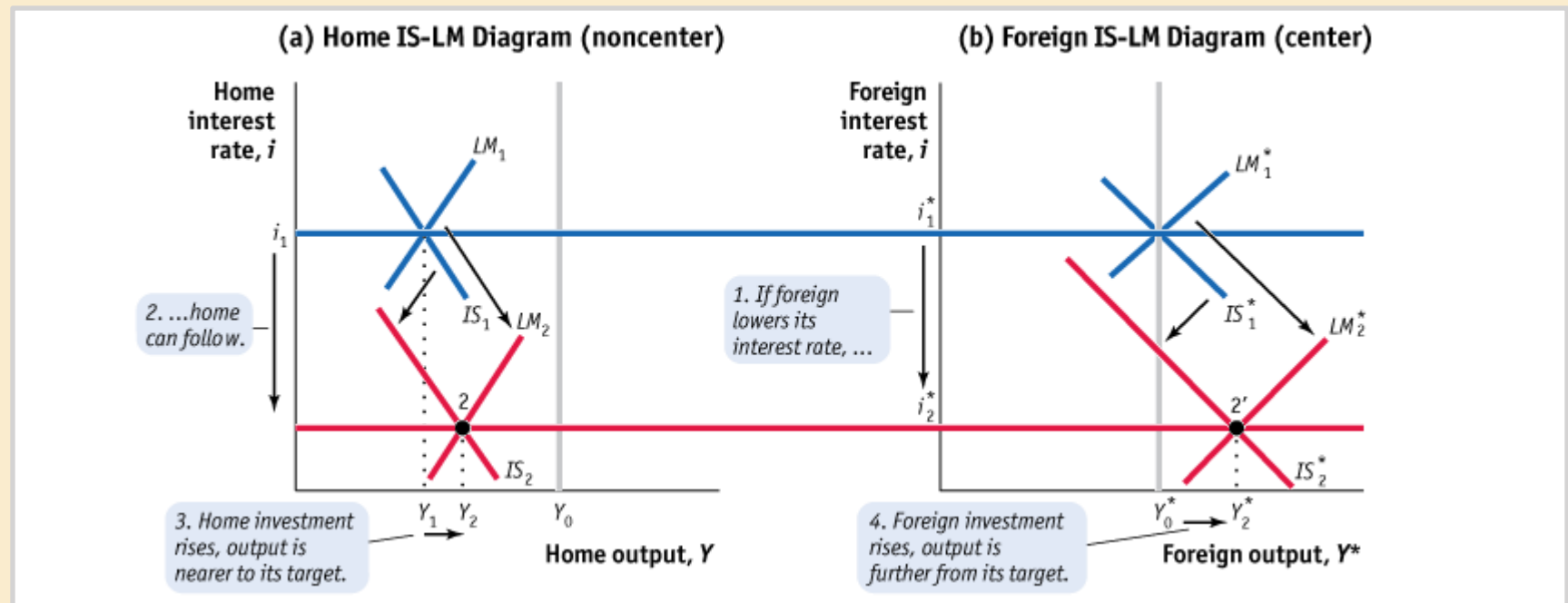
**(συνέχεια)** Με συνεργασία, η ξένη χώρα μπορεί να κάνει μια πολιτική παραχώρηση και να μειώσει το επιτόκιο της, και η χώρα μας μπορεί να κάνει το ίδιο και να διατηρήσει την πρόσδεση.

Τα χαμηλότερα επιτόκια στην άλλη χώρα μετατοπίζουν την καμπύλη IS της κάθε χώρας προς τα μέσα, αλλά η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής και στις δύο χώρες μετατοπίζει την καμπύλη LM κάθε χώρας προς τα κάτω. Η καθαρή επίπτωση είναι η αύξηση του προϊόντος και στις δύο χώρες.

### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

#### Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Επιτοκίων

ΣΧΗΜΑ 19-11 (3 από 3)



#### Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Πολιτικές Επιτοκίου από την Κεντρική Χώρα (συνέχεια)

Οι νέες ισορροπίες στα σημεία 2 και 2' βρίσκονται προς τα δεξιά των σημείων 1 and 1'. Υπό αυτό το συνεργατικό αποτέλεσμα, η ξένη κεντρική χώρα δέχεται μια αύξηση του προϊόντος της πέραν του επιθυμητού επιπέδου της, από  $Y_0^*$  σε  $Y_2^*$ . Στο μεταξύ, το εγχώριο προϊόν έρχεται πλησιέστερα στο δικό του επιθυμητό επίπεδο, αυξανόμενο από  $Y_1$  σε  $Y_2$ .

### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

#### Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Επιτοκίων Επισημάνσεις

- Μια μονομερής πρόσδεση παρέχει τα οφέλη της σταθερής ισοτιμίας και στις δύο χώρες, όμως επιβάλλει ένα κόστος σταθερότητας μόνο στη μη-κεντρική χώρα.
- Τα ιστορικά στοιχεία προκαλούν αμφιβολίες για την ικανότητα των χωρών να φθάσουν έστω μέχρι το σημείο να αναγγείλουν συνεργασία σε σταθερές ισοτιμίες, πόσο μάλλον να τη στηρίξουν στην πραγματικότητα με αληθινή συνεργατική συμπεριφορά.
- Ένα μεγάλο πρόβλημα είναι ότι, σε κάθε δεδομένη στιγμή, τα σοκ που πλήττουν μια ομάδα οικονομιών είναι συνήθως ασύμμετρα.
- Συμπερασματικά, η κεντρική χώρα σε ένα σύστημα αποθεματικού νομίσματος έχει τεράστια αυτονομία, την οποία ίσως να είναι απρόθυμη να απεμπολήσει, κάτι που καθιστά δύσκολη την επίτευξη συνεργατικών αποτελεσμάτων σε μόνιμη βάση.

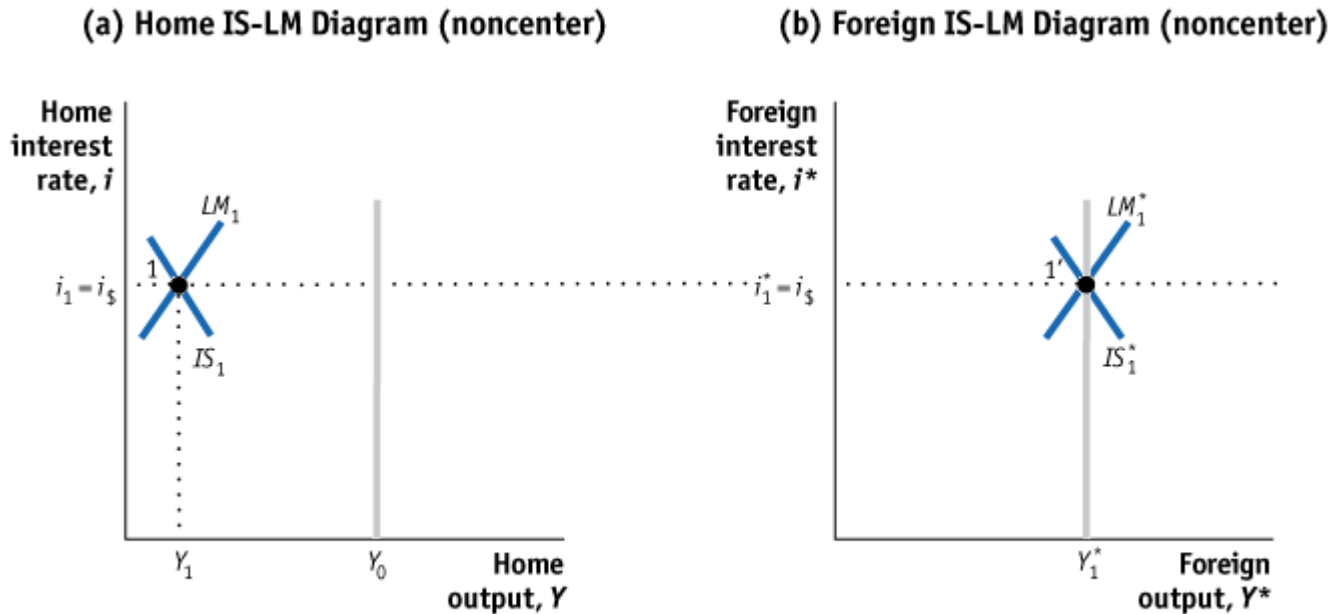
### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

#### Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

- Έστω ότι μια χώρα, που προηγουμένως ήταν προσδεμένη σε μια ισοτιμία  $\bar{E}_1$  ανακοινώνει ότι στο εξής θα είναι προσδεμένη σε μια διαφορετική ισοτιμία,  $\bar{E}_2 \neq \bar{E}_1$ .
- Εξ ορισμού, εάν  $\bar{E}_2 > \bar{E}_1$ , υπάρχει μια **υποτίμηση** του εγχώριου νομίσματος, ενώ εάν  $\bar{E}_2 < \bar{E}_1$ , υπάρχει μια **ανατίμηση** του εγχώριου νομίσματος.
- Υποθέτουμε ότι η κεντρική χώρα (ΗΠΑ) είναι μια μεγάλη χώρα με αυτονομία στη νομισματική πολιτική και έχει καθορίσει το επιτόκίό της στο  $i_\$$ . Η χώρα μας είναι προσδεμένη στο δολάριο ΗΠΑ με μια ισοτιμία  $\bar{E}_{\text{home}/\$}$  και η ξένη είναι προσδεμένη με μια ισοτιμία  $\bar{E}^*_{\text{foreign}/\$}$ .

### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

ΣΧΗΜΑ 19-12 (1 από 4)

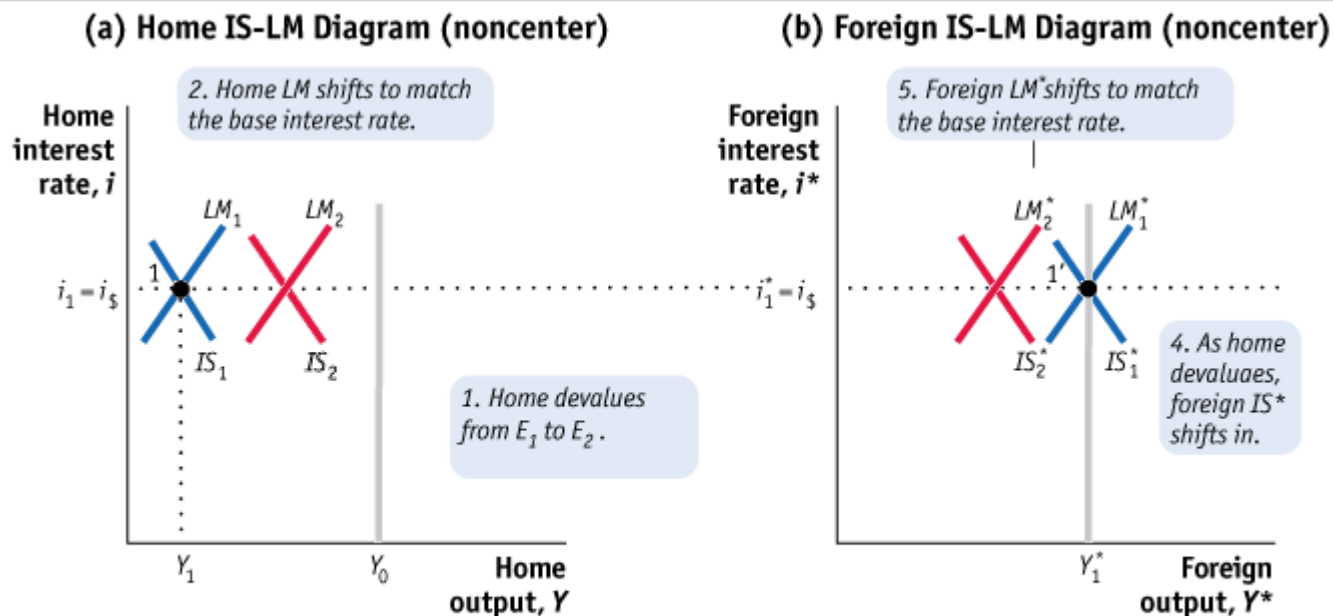


**Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Συναλλαγματικής Ισοτιμίας από Μη-Κεντρικές Χώρες** Στο διάγραμμα (a), η μη-κεντρική χώρα μας είναι αρχικά σε ισορροπία στο σημείο 1 με προϊόν  $Y_1$ , το οποίο είναι χαμηλότερο από το επιθυμητό προϊόν  $Y_0$ .

Στο διάγραμμα (b), η μη-κεντρική ξένη χώρα είναι σε ισορροπία στο επιθυμητό επίπεδο προϊόντος της  $Y_0^*$  στο σημείο 1n'. Το εγχώριο και το ξένο επιτόκιο είναι ίσο με το επιτόκιο βάσης (δολάριο) και ίσα μεταξύ τους,  $i_1 = i_1^* = i_{\$}$ , και η χώρα μας και η ξένη χώρα έχουν μονομερώς προσδέσει τα νομίσματά τους με αυτό της χώρας βάσης.

### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

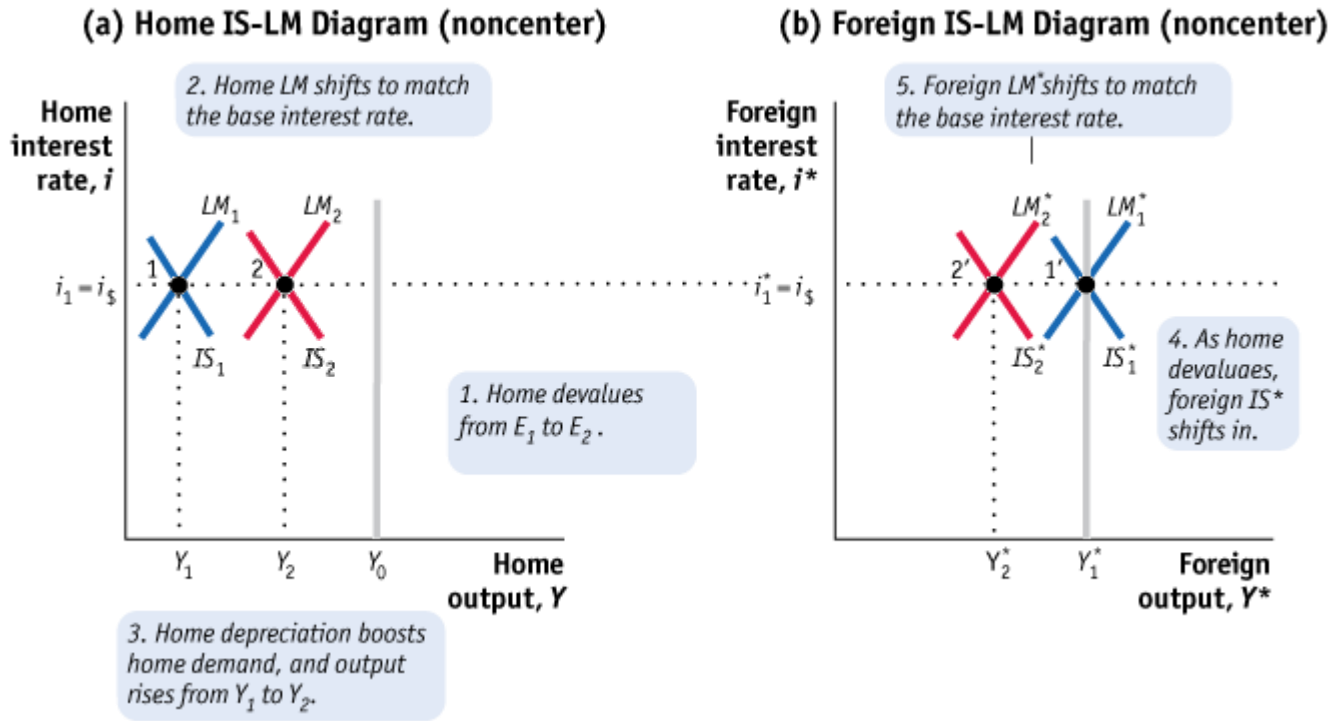
ΣΧΗΜΑ 19-12 (2 από 4)



**Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Συναλλαγματικής Ισοτιμίας από Μη-Κεντρικές Χώρες (συνέχεια)** Με συνεργασία, η χώρα μας υποτιμά ελαφρώς το νόμισμά της έναντι του δολαρίου (και έναντι του νομίσματος της ξένης χώρας) και διατηρεί μια πρόσδεση σε μια υψηλότερη συναλλαγματική ισοτιμία. Το εγχώριο και το ξένο επιτόκιο παραμένουν τα ίδια. Όμως η πραγματική υποτίμηση της χώρας μας προκαλεί μια αύξηση της εγχώριας ζήτησης, με την IS να μετατοπίζεται προς τα έξω στη θέση  $IS_2$ . Αυτό αποτελεί επίσης μια πραγματική ανατίμηση του ξένου νομίσματος, επομένως η ξένη ζήτηση αυξάνει: η  $IS^*$  μετατοπίζεται προς τα μέσα στη θέση  $IS_2^*$ .

### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

ΣΧΗΜΑ 19-12 (3 από 4)



**Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Συναλλαγματικής Ισοτιμίας από Μη-Κεντρικές Χώρες (συνέχεια)**

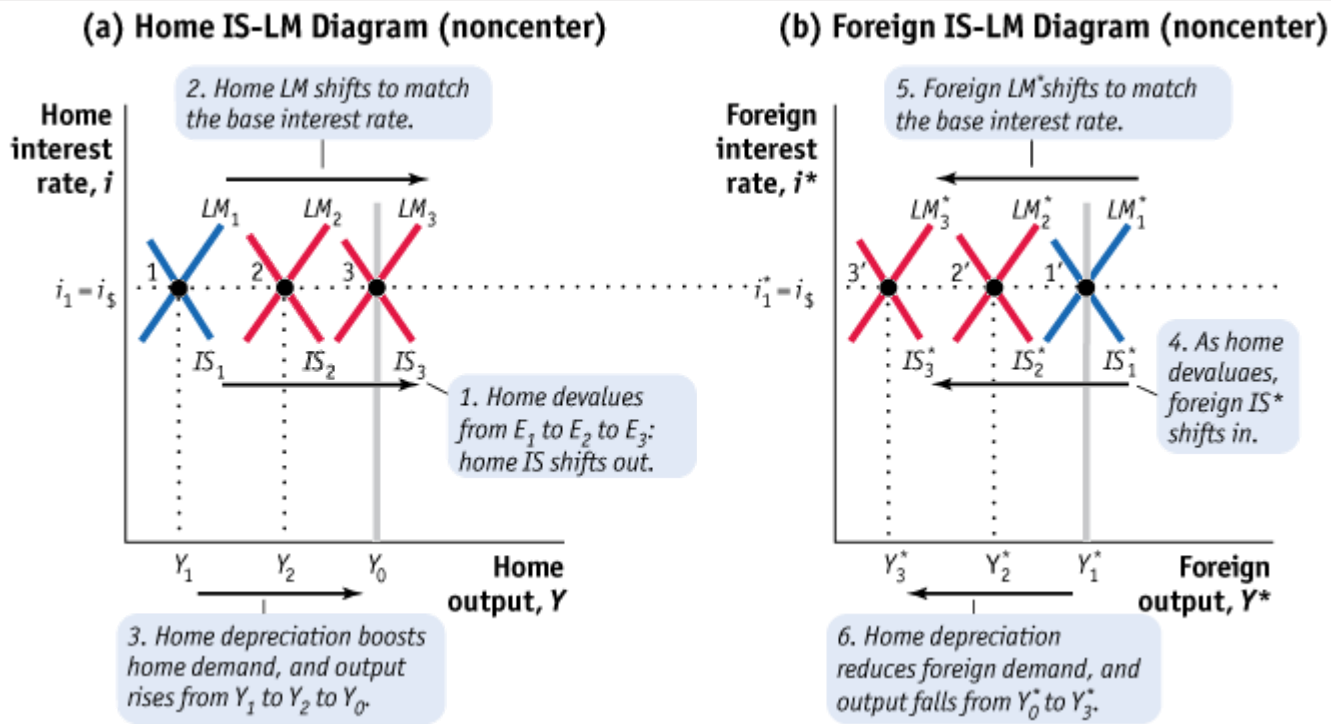
Υπό αυτό το συνεργατικό αποτέλεσμα στα σημεία 2 και 2', η ξένη χώρα δέχεται μια απόκλιση του προϊόντος της από το επιθυμητό επίπεδο, από τη θέση  $Y^*_0$  στη θέση  $Y^*_2$ .

Στο μεταξύ, το εγχώριο προϊόν πλησιάζει το επιθυμητό του επίπεδο, αυξανόμενο από  $Y_1$  σε  $Y_2$ .



### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

ΣΧΗΜΑ 19-12 (4 από 4)



#### Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Συναλλαγματικής Ισοτιμίας από Μη-Κεντρικές Χώρες (συνέχεια)

Χωρίς συνεργασία, η χώρα μας υποτιμά το νόμισμά της πιο επιθετικά έναντι του δολαρίου. Μετά από μια μεγάλη εγχώρια πραγματική υποτίμηση, η IS μετατοπίζεται προς τα έξω στη θέση  $IS_3$  και η  $IS^*$  μετατοπίζεται προς τα μέσα στη θέση  $IS_3^*$ .

Υπό αυτό το μη-συνεργατικό αποτέλεσμα στα σημεία 3 και 3', η χώρα μας επιτυγχάνει το επιθυμητό προϊόν  $Y_0$  «εξάγοντας» την ύφεση στην ξένη χώρα, όπου το προϊόν μειώνεται μέχρι του σημείου  $Y_3^*$ .

### 3 Συστήματα Σταθερής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

## Συνεργατικές και Μη-Συνεργατικές Προσαρμογές Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

### Επισημάνσεις

- Τώρα μπορούμε να δούμε ότι η προσαρμογή της πρόσδεσης είναι μια πολιτική που μπορεί να είναι συνεργατική ή μη-συνεργατική στη φύση της. Εάν είναι μη-συνεργατική, συχνά αναφέρεται ως **πολιτική ισχυροποίησης σε βάρος του ανταγωνιστή [ζητιανεύοντας από το γείτονα]**: Η χώρα μας μπορεί να βελτιώσει τη θέση της σε βάρος της ξένης χώρας και χωρίς τη συναίνεσή της.
- Εάν η χώρα μας εμπλακεί σε μια τέτοια πολιτική, είναι πιθανό η ξένη χώρα να αντιδράσει με μια δική της υποτίμηση, εφαρμόζοντας το οφθαλμό-αντί-οφθαλμού.
- Η συνεργασία μπορεί επίσης να είναι άκρως απαραίτητη για να διατηρηθεί ένα σύστημα σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας με προσαρμοζόμενες προσδέσεις, ώστε να περιορίζονται οι υποτιμήσεις του είδους οφθαλμό-αντί-οφθαλμού.

## Κανόνας Χρυσού

- Ιστορικά, τα μόνα πραγματικά συμμετρικά συστήματα είναι αυτά στα οποία οι χώρες σταθεροποιούσαν την αξία του νομίσματός τους σε σχέση με κάποιο προϊόν.
- Το πιο διάσημο και σημαντικό από τα συστήματα αυτά ήταν το σύστημα του χρυσού κανόνα, και στο σύστημα αυτό δεν υπήρχε κεντρική χώρα επειδή οι χώρες δεν πρόσδεσαν τη συναλλαγματική ισοτιμία τους στην  $\bar{E}$ , την τιμή του εγχώριου νομίσματος μιας χώρας βάσης, αλλά αντιθέτως ήταν προσδεμένες στην  $P_g$ , την εγχώρια τιμή του χρυσού.

## Κανόνας Χρυσού

- Για παράδειγμα, πάρτε δύο χώρες, τη Βρετανία προσδεμένη στο χρυσό σε τιμή  $\bar{P}_g$  (στερλίνες ανά ουγκιά χρυσού) και τη Γαλλία προσδεμένη στο χρυσό στην τιμή  $\bar{P}_g^*$  (φράγκα ανά ουγκιά χρυσού).
- Υπό το σύστημα αυτό, μια στερλίνα κόστιζε  $1/\bar{P}_g$  ουγκιές χρυσού, και κάθε ουγκιά χρυσού κόστιζε  $\bar{P}_g$  φράγκα, σύμφωνα με τις σταθερές τιμές χρυσού που καθορίζονταν από την κεντρική τράπεζα κάθε χώρας. Επομένως, μια στερλίνα κόστιζε  $E_{\text{par}} = \bar{P}_g^* / \bar{P}_g$  φράγκα, και ο λόγος αυτός όριζε την *ονομαστική* συναλλαγματική ισοτιμία που προσδιοριζόταν από τις τιμές χρυσού σε κάθε χώρα.
- Ο κανόνας του χρυσού στηριζόταν στην αρχή της ελεύθερης μετατρεψιμότητας. Αυτό σήμαινε ότι οι κεντρικές τράπεζες και στις δύο χώρες ήταν έτοιμες να αγοράσουν και πωλήσουν χρυσό σε αντάλλαγμα χαρτονομισμάτων σε αυτές τις καθορισμένες τιμές, και οι εξαγωγές και εισαγωγές χρυσού δεν είχαν κανένα περιορισμό.

## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

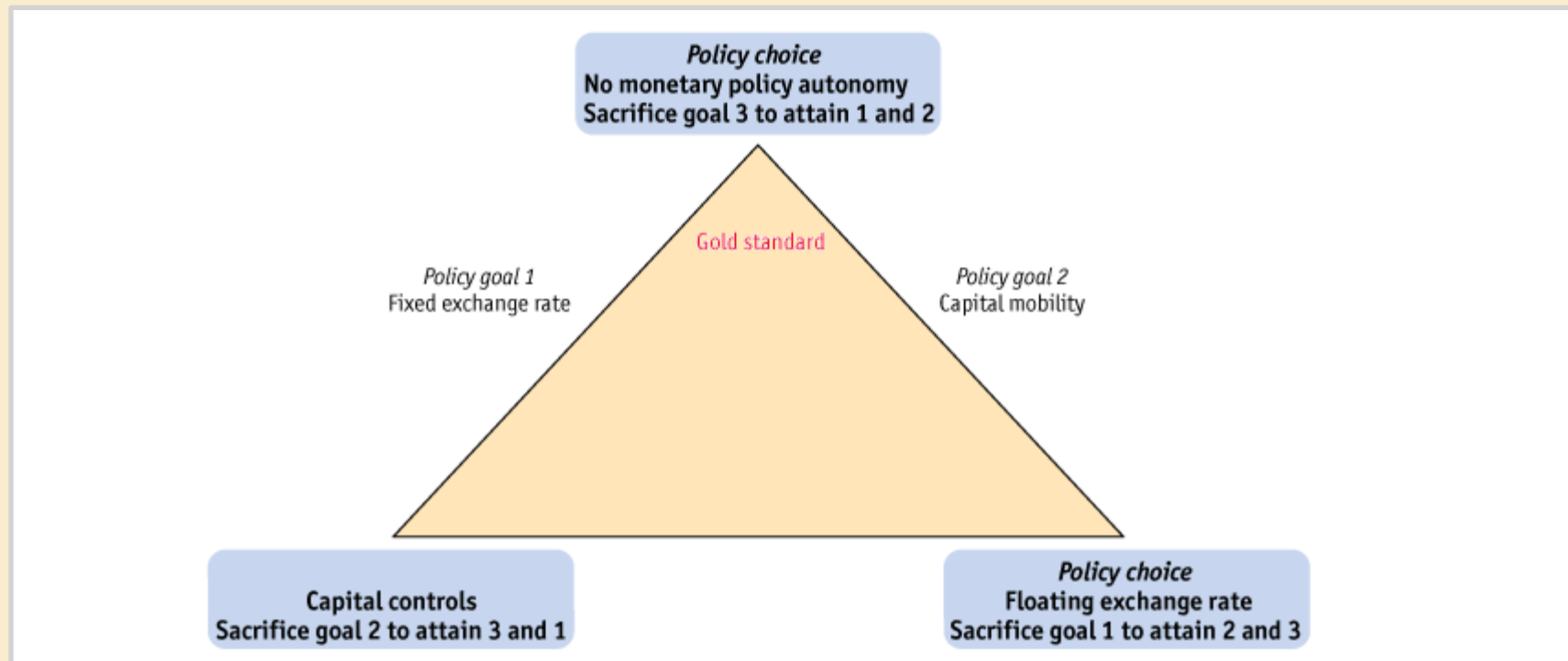
### Άνοδος και Πτώση του Χρυσού Κανόνα

- Το υπόδειγμά μας υποθέτει ότι καθώς αυξάνοντας ο όγκος του εμπορίου και άλλες οικονομικές συναλλαγές μεταξύ των χωρών, υπήρχαν περισσότερα οφέλη από την υιοθέτηση μιας σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας.
- Επομένως, καθώς προχωρούσε η παγκοσμιοποίηση του δέκατου ένατου αιώνα, είναι πιθανό ότι περισσότερες χώρες περνούσαν τη γραμμή FIX και ικανοποιούσαν τα οικονομικά κριτήρια για σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.
- Υπήρχαν επίσης κι άλλες δυνάμεις που ενθάρρυναν τη στροφή προς την πρόσδεση στο χρυσό πριν το 1914.
- Τα οφέλη όμως ήταν συχνά λιγότερο απτά από τα κόστη, ιδιαίτερα σε καιρούς αντιπληθωρισμού ή υφέσεων.
- Στη δεκαετία του 1930, το παγκόσμιο εμπόριο είχε μειωθεί περίπου στο ήμισυ των επιπέδων του 1914 και η λογική της σταθερής ισοτιμίας που βασιζόταν σε οφέλη από το εμπόριο αποδυναμωνόταν.

## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

### Άνοδος και Πτώση του Χρυσού Κανόνα

ΣΧΗΜΑ 19-13 (1 από 2)



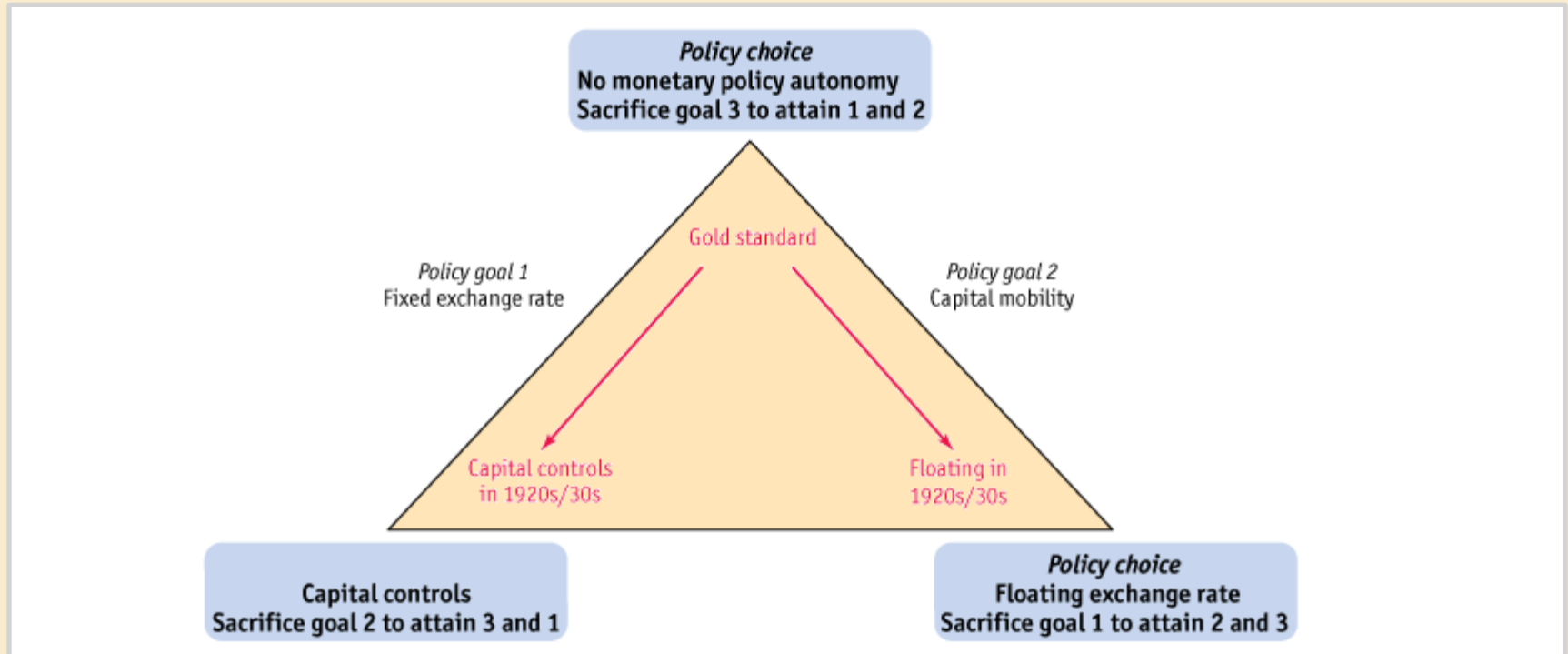
**Λύσεις στο Τρίλημμα πριν και μετά τον 1<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο** Κάθε γωνία του τριγώνου αντιπροσωπεύει μια βιώσιμη επιλογή πολιτικής. Οι επιγραφές στις δύο γωνίες της βάσης του τριγώνου είναι οι στόχοι που μπορούν να επιτευχθούν. Η επιγραφή στην γωνία της κορυφής είναι ο στόχος που πρέπει να θυσιαστεί.

Τα οφέλη από το εμπόριο και η έλλειψη (ή πολιτική αδιαφορία) κόστους σταθερότητας βοηθά στην εξήγηση του πώς ο χρυσός κανόνας χρησιμοποιήθηκε πριν το 1914 (γωνία κορυφής).

## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

### Άνοδος και Πτώση του Χρυσού Κανόνα

ΣΧΗΜΑ 19-13 (2 από 2)



#### Λύσεις στο Τρίλημμα πριν και μετά τον 1<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο (συνέχεια)

Στη συνέχεια, τα μειωμένα κέρδη από το εμπόριο και τα μεταλύτερα πραγματικά (ή πολιτικά) κόσθη σταθεροποίησης βοηθούν στην εξήγηση της τελικής κατάρρευσης του χρυσού κανόνα στις δεκαετίες του 1920 και του 1930. Οι χώρες αναζήτησαν νέες λύσεις στο τρίλημμα προκειμένου να πετύχουν πολιτική αυτονομία, είτε αφήνοντας τις ισοτιμίες τους να κυμαίνονται (κάτω δεξιά γωνία) είτε υιοθετώντας ελέγχους στο κεφάλαιο (κάτω αριστερή γωνία).

## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

### Το Bretton Woods μέχρι Σήμερα

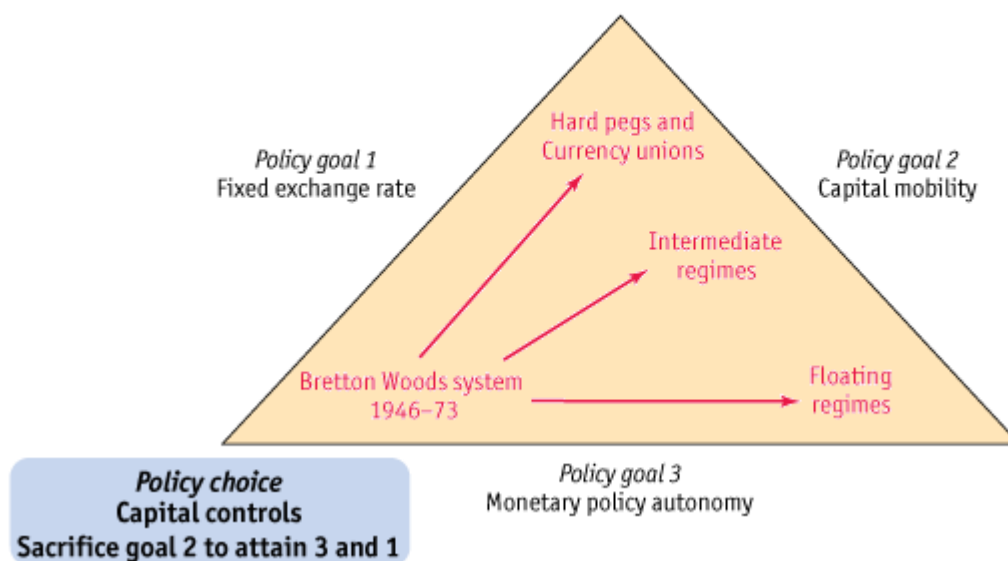
- Οι αρχιτέκτονες της μεταπολεμικής τάξης, ιδιαίτερα ο Harry Dexter White και ο John Maynard Keynes, δημιούργησαν ένα σύστημα που κράτησε ένα βασικό δόγμα του καθεστώτος του χρυσού κανόνα – τη διατήρηση σταθερών ισοτιμιών – αλλά καταργώντας όλα τα άλλα επιβάλλοντας ελέγχους στην κίνηση κεφαλαίων.
- Το τρίλημμα επιλύθηκε υπέρ της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών προκειμένου να ενθαρρυνθεί η αναδόμηση του εμπορίου στη μεταπολεμική περίοδο. Οι χώρες θα πρόσδεσαν τα νομίσματά τους στο δολάριο ΗΠΑ. Αυτό κατέστησε το δολάριο κεντρικό νόμισμα και τις ΗΠΑ κεντρική χώρα. Το δολάριο ΗΠΑ, με τη σειρά του, προσδέθηκε στο χρυσό σε μια σταθερή τιμή, ένα τελευταίο κατάλοιπο του χρυσού κανόνα.



## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

### Άνοδος και Πτώση του Χρυσού Κανόνα

ΣΧΗΜΑ 19-14 (1 από 3)



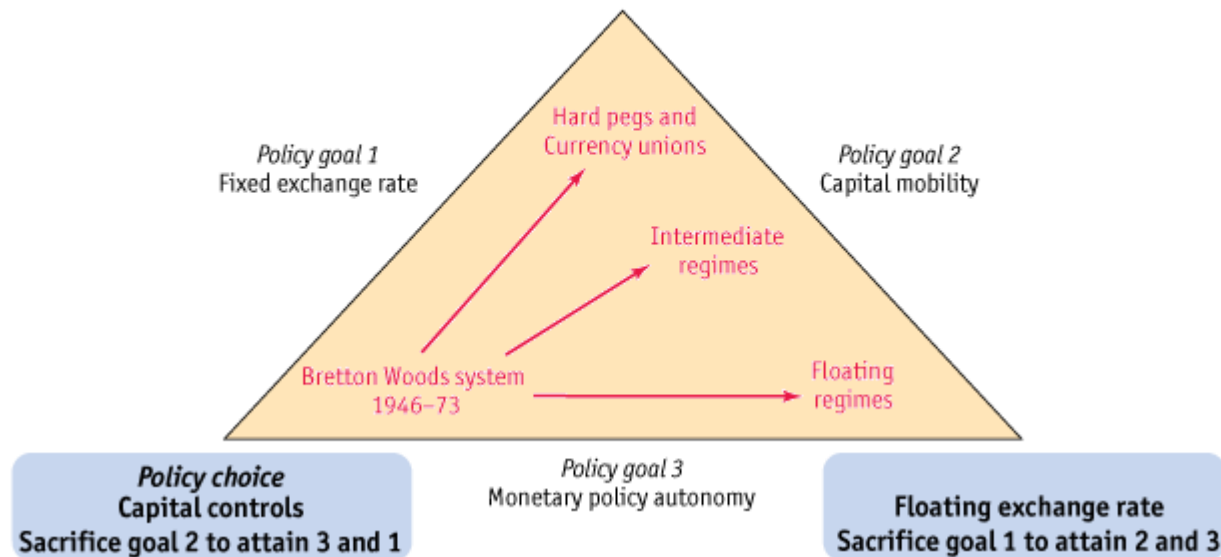
#### Λύσεις στο Τρίλημμα μετά τον 2<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο

Στη δεκαετία του 1960, το σύστημα Bretton Woods κατέστη μη βιώσιμο επειδή η κινητικότητα του κεφαλαίου δεν μπορούσε να συμπεριληφθεί. Επομένως, οι χώρες δεν μπορούσαν να συνεχίσουν να έχουν σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες και νομισματική αυτονομία (κάτω αριστερή γωνία).

## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

### Άνοδος και Πτώση του Χρυσού Κανόνα

ΣΧΗΜΑ 19-14 (2 από 3)



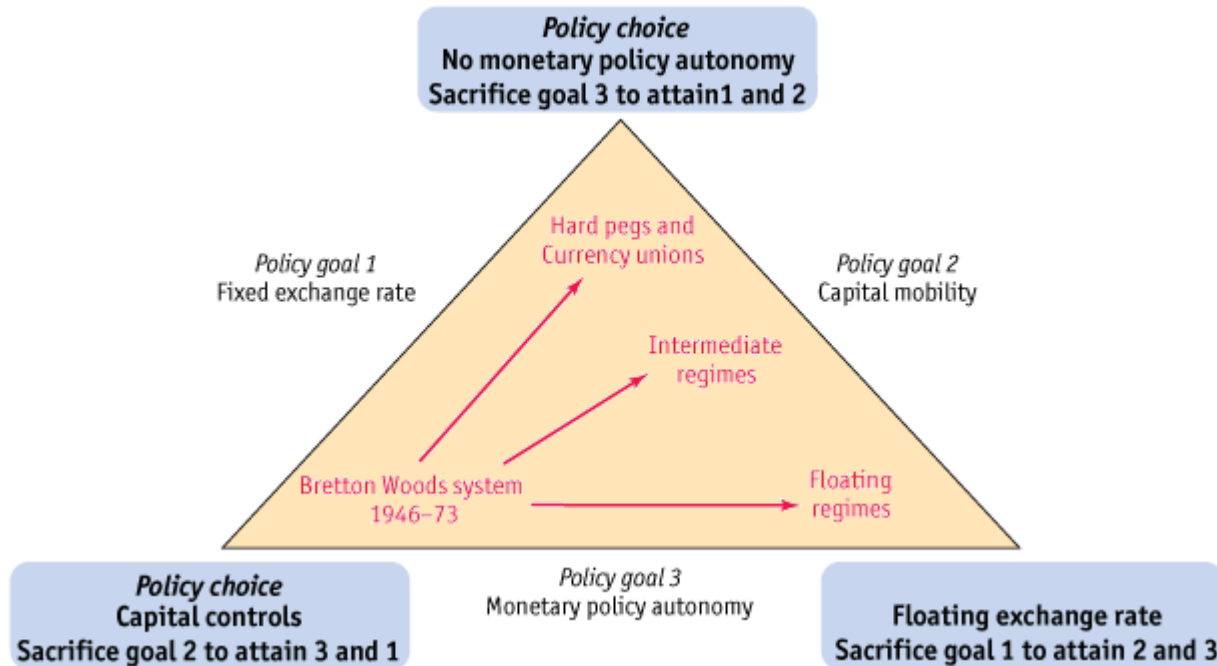
#### Λύσεις στο Τρίλημμα μετά τον 2<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο (συνέχεια)

Στις αναπτυσσόμενες χώρες, το τρίλημμα επιλύθηκε με μια μεταστροφή στις κυμαινόμενες ισοτιμίες, οι οποίες διατηρούσαν την αυτονομία και λάμβαναν υπόψη την παρούσα εποχή της κινητικότητας του κεφαλαίου (κάτω δεξιά γωνία).

## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

### Άνοδος και Πτώση του Χρυσού Κανόνα

ΣΧΗΜΑ 19-14 (3 από 3)



#### Λύσεις στο Τρίλημμα μετά τον 2<sup>ο</sup> Παγκόσμιο Πόλεμο (συνέχεια)

Η κύρια εξαίρεση ήταν η νομισματική ένωση της Ευρωζώνης. Στις αναπτυσσόμενες χώρες και στις αναδυόμενες αγορές, ο «φόβος διακύμανσης» ήταν ισχυρότερος. Όταν άνοιξαν οι αγορές κεφαλαίων, η αυτονομία της νομισματικής πολιτικής θυσιάζόταν πιο συχνά και οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες διατηρούνταν (γωνία κορυφής).

## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

### Άνοδος και Πτώση του Χρυσού Κανόνα

- Όσο η κινητικότητα του κεφαλαίου αύξανε και οι έλεγχοι δεν μπορούσαν να ισχύσουν, το τρίλημμα μας λέει ότι οι χώρες που προσδέθηκαν στο δολάριο κινδύνευαν να χάσουν την αυτονομία της νομισματικής πολιτικής τους.
- Η επιλογή της υποτίμησης έφθασε να θεωρείται ως ο πλέον σημαντικός τρόπος επίτευξης πολιτικού συμβιβασμού μέσα σε ένα σύστημα «σταθερής αλλά προσαρμοζόμενης» συναλλαγματικής ισοτιμίας. Όμως οι αυξανόμενες όλο και συχνότερα υποτιμήσεις (και κάποιες ανατιμήσεις) υπονόμευσαν την έννοια ενός πραγματικού συστήματος σταθερών ισοτιμιών, και το έκαναν πιο ασταθές.
- Θεωρήθηκε επίσης ότι ο πληθωρισμός αυτός θα ερχόταν τελικά σε σύγκρουση με το στόχο της σταθερής τιμής του δολαρίου σε όρους χρυσού και ότι οι ΗΠΑ τελικά θα εγκατέλειπαν τη δέσμευσή τους να μετατρέπουν δολάρια σε χρυσό, γεγονός που συνέβη τον Αύγουστο του 1971.

## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

### Άνοδος και Πτώση του Χρυσού Κανόνα

- Πώς αντέδρασε ο κόσμος στην κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods;
  - Οι περισσότερες αναπτυγμένες χώρες επέλεξαν τη διακύμανση και τη διατήρηση της αυτονομίας στη νομισματική πολιτική.
  - Μια ομάδα ευρωπαϊκών χωρών αποφάσισαν να προσπαθήσουν να διατηρήσουν ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταξύ τους.
  - Κάποιες αναπτυσσόμενες χώρες διατήρησαν τους ελέγχους κεφαλαίου, αλλά πολλές εξ αυτών (ιδιαίτερα οι αναδυόμενες αγορές) άνοιξαν τις αγορές κεφαλαίων τους.

## 4 Διεθνής Νομισματική Εμπειρία

### Άνοδος και Πτώση του Χρυσού Κανόνα

- Πώς αντέδρασε ο κόσμος στην κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods;
  - Κάποιες χώρες, τόσο αναπτυγμένες όσο και αναπτυσσόμενες, «κατασκήνωσαν» κάπου στη μέση: προσπάθησαν να διατηρήσουν ενδιάμεσα καθεστώτα, όπως «ελεγχόμενη διακύμανση» ή προσδέσεις με «περιορισμένη ευελιξία».
  - Τέλος, κάποιες χώρες εξακολουθούν να επιβάλλουν κάποιους ελέγχους κεφαλαίων προτιμώντας να μην ενστερνιστούν την παγκοσμιοποίηση.

## ΣΗΜΕΙΑ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

1. Υπάρχει μια μεγάλη ποικιλία από συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών που έχουν χρησιμοποιηθεί από τα βάθη των αιώνων μέχρι σήμερα.

## ΣΗΜΕΙΑ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

2. Τα οφέλη για την εγχώρια οικονομία από ένα σύστημα σταθερών ισοτιμιών περιλαμβάνουν χαμηλότερο κόστος συναλλαγών και αυξημένο εμπόριο, επενδύσεις, και μετανάστευση με τη χώρα βάσης ή κεντρική χώρα.



## ΣΗΜΕΙΑ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

3. Το κόστος για την εγχώρια οικονομία από ένα σύστημα σταθερών ισοτιμιών προκύπτει κυρίως όταν δύο χώρες έχουν την εμπειρία διαφορετικών οικονομικών σοκ και η εγχώρια οικονομία επιθυμεί να ασκήσει νομισματικές πολιτικές διαφορετικές από εκείνες της χώρας βάσης ή κεντρικής χώρας.

## ΣΗΜΕΙΑ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

4. Το κόστος και τα οφέλη από τις σταθερές ισοτιμίες μπορούν να αθροιστούν σε ένα διάγραμμα συμμετρίας-ενοποίησης. Σε υψηλά επίπεδα συμμετρίας ή/και ενοποίησης, πάνω από τη γραμμή FIX, είναι λογικό να σταθεροποιούμε τις ισοτιμίες. Σε χαμηλά επίπεδα συμμετρίας ή/και ενοποίησης, κάτω από τη γραμμή FIX, είναι λογικό να επιλέξουμε τη διακύμανση.

## ΣΗΜΕΙΑ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

5. Μια σταθερή ισοτιμία μπορεί να προσφέρει επιπλέον οφέλη εάν είναι μια βιώσιμη ονομαστική άγκυρα σε μια χώρα με υψηλό πληθωρισμό και εάν αποτρέπει αρνητικά σοκ πλούτου, τα οποία προκαλούνται από υποτίμηση σε χώρες όπου υπάρχει νομισματική αναντιστοιχία.

6. Χρησιμοποιώντας αυτά τα εργαλεία και το τρίλημμα μπορούμε να καταλάβουμε καλύτερα τα συστήματα συναλλαγματικών ισοτιμιών και τις επιλογές που υπήρχαν στο παρελθόν και υπάρχουν στο παρόν. Πριν το 1914, φαίνεται ότι ο κανόνας του χρυσού όντως προωθούσε την ενοποίηση και οι πολιτικές ανησυχίες για την απώλεια των πολιτικών σταθεροποίησης ήταν περιορισμένες. Στις δεκαετίες του 1920 και 1930 ο αυξημένος απομονωτισμός, η οικονομική αστάθεια και οι πολιτικές ανακατατάξεις υπονόμευσαν τον κανόνα του χρυσού. Μετά το 1945 και μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 1960 το σύστημα Bretton Woods, ένα σύστημα βασισμένο στη σταθερή ισοτιμία έναντι του δολαρίου, έγινε εφικτό με αυστηρούς ελέγχους στην κινητικότητα των κεφαλαίων και παρέμεινε ελκυστικό όσο οι πολιτικές των ΗΠΑ δεν ερχόταν σε αντίθεση με αυτές του υπόλοιπου κόσμου. Από το 1973, διαφορετικές χώρες και ομάδες χωρών έχουν ακολουθήσει το δικό τους δρόμο και τα συστήματα των ισοτιμιών αντανakλούν την κυρίαρχη επιλογή κάθε χώρας.

# ΟΡΟΙ-ΚΛΕΙΔΙΑ

---

**Κανόνας χρυσού**  
**Νόμισμα βάση**  
**Κεντρικό νόμισμα**  
**Ασύμμετρο σοκ**

**Διάγραμμα συμμετρίας-  
ενοποίησης**  
**Φόβος διακύμανσης**  
**Συστήματα σταθερής  
 συναλλαγματικής  
ισοτιμίας**  
**Συστήματα αποθεματικού  
νομίσματος**

**Συνεργατικοί  
διακανονισμοί**  
**υποτίμηση**  
**Ανατίμηση**  
**Πολιτική  
ισχυροποίησης σε  
βάρος ανταγωνιστών  
(ζητιανεύοντας από το  
γείτονα)**