

ΤΕΙ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ
ΣΧΟΛΗ: ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ
ΤΜΗΜΑ: ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΩΣΕΩΝ ΚΑΙ
ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΝ

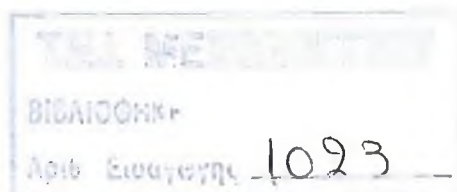
ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΤΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΣΤΙΣ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ



ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ
ΑΡΚΟΥΔΗ ΜΑΡΙΑ
ΤΣΟΥΦΗ ΜΑΡΙΑ

ΕΙΣΗΓΗΤΡΙΑ
κ.ΠΑΠΑΧΡΗΣΤΟΥ ΜΑΡΙΑ



ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2007

TEL REACTION

MEMORANDUM

APR 1933

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	4
---------------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: Η ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.

1.1 Ορισμός, Είδη και Σκοπός της Αγοράς Συναλλάγματος.....	6
1.2 Ζήτηση και Προσφορά Συναλλάγματος.....	7
1.3 Η Τιμή Συναλλάγματος.....	9

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.

2.1 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες.....	11
2.1.1 Τι καθορίζει τη Συναλλαγματική Ισοτιμία.....	12
2.1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη Συναλλαγματική Ισοτιμία.....	14
2.2 Ελεύθερα Κυμαινόμενες Συναλλαγματικές Ισοτιμίες.....	17
2.3 Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες.....	19
2.3.1 Προσαρμογές σε καθεστώς Σταθερών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών....	23
2.4 Μεταβολές της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας.....	24

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ-ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ.

3.1 Η αγορά Συναλλάγματος και οι Διεθνείς Πληρωμές.....	28
3.2 Τρέχουσα αγορά Συναλλάγματος (spot αγορά).....	28
3.2.1 Arbitrage (Συναλλαγματική Διαιτησία).....	29

3.3 Η Προθεσμιακή αγορά Συναλλάγματος.....	30
3.3.1 Πρακτική εφαρμογή του μηχανισμού.....	31
3.4 Διαταραχές εκ της αλληλεπίδρασεως των δύο αγορών Συναλλάγματος..	36
3.4.1 Παράδειγμα πράξεων ΠΑΣ από εισαγωγή.....	37
3.4.2 Σύμπτυξη των υπολογιστών.....	38
3.4.3 Πληρέστερη κάλυψη της Τράπεζας Β.....	38
3.4.4 Παράδειγμα πράξεων ΠΑΣ από εξαγωγή.....	39

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: ΤΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.

4.1 Γενικά.....	41
4.1.1 Ο Κανόνας Χρυσού.....	41
4.1.2 Ο Κανόνας των Ελεύθερων Ισοτιμιών.....	46
4.1.3 Ο Κανόνας των Προσαρμόσιμων Ισοτιμιών.....	51
4.2 Η Σημασία των Άμεσων Συναλλαγματικών Ελέγχων.....	53

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο: ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.

5.1 Η αγορά των Ευρωσυναλλαγμάτων.....	54
5.2 Τα Πιστοποιητικά Καταθέσεων.....	55
5.3 Η λειτουργία της Αγοράς Ευρωσυναλλάγματος.....	56
5.4 Η αγορά των Ευρωπιστώσεων.....	57
5.5 Η αγορά των Διεθνών Ομολόγων.....	58
5.6 Πλεονεκτήματα και πλεονεκτήματα του Ευρωσυναλλάγματος.....	60

ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....61

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....64

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία ασχολείται με το Συναλλάγμα και το ρόλο του στις Τραπεζικές Συναλλαγές. Γίνεται μια αναφορά στην Αγορά του Συναλλάγματος, στη Συναλλαγματική πολιτική, στις Διεθνής Συναλλαγές, στα Συστήματα Διενέργειας των Διεθνών Συναλλαγών και στο Ευρωσυναλλάγμα.

Πιο ειδικά στο 1^ο κεφάλαιο παρατίθενται ο ορισμός, τα είδη και ο σκοπός της αγοράς συναλλάγματος, παρουσιάζονται επίσης οι δυο βασικές κατηγορίες που αναφέρονται στη ζήτηση του συναλλάγματος καθώς και στοιχεία για τον καθορισμό τιμής του συναλλάγματος.

Στο 2^ο κεφάλαιο περιγράφονται οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, όπως παραδείγματος χάρη πως μετατρέπονται οι τιμές του ξένου νομίσματος σε δολάρια και το αντίστροφο. Εν συνεχεία παρουσιάζονται οι παράγοντες που καθορίζουν τη συναλλαγματική ισοτιμία καθώς και ο τρόπος που την επηρεάζουν, στο τέλος του κεφαλαίου πραγματοποιείται μια αναφορά στις ελεύθερα κυμαινόμενες και σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες και μια εκτενής αναφορά στις προσαρμογές σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών καθώς και των μεταβολών τους.

Στο 3^ο κεφάλαιο γίνονται σύντομες αναφορές στην αγορά συναλλάγματος και στις διεθνής συναλλαγές, στην τρέχουσα αγορά συναλλάγματος, στην συναλλαγματική “διατησία” ,στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος. Παρουσιάζεται επίσης μια πρακτική εφαρμογή του μηχανισμού του συναλλάγματος και οι διαταραχές που οφείλονται στην αλληλεπίδραση των δυο αγορών συναλλάγματος, συνοδευμένο από ένα παράδειγμα πράξεως προθεσμιακής αγοράς συναλλάγματος από εισαγωγές.

Όσον αφορά το 4^ο κεφάλαιο περιλαμβάνει τα συστήματα διενέργειας των διεθνών συναλλαγών που είναι: ο Κανόνας Χρυσού(Cold standard rule), σύμφωνα με τον οποίο η αξία του κάθε νομίσματος εκφράζεται σε αντίστοιχη ποσότητα χρυσού και υπάρχει πλήρης μετατρεψιμότητα οποιασδήποτε ποσότητας χρήματος σε χρυσό. Ο Κανόνας των Ελεύθερων Ισοτιμιών(Floating foreign exchange rate),η ισοτιμία των δύο νομισμάτων θα καθορίζεται ταυτόχρονα από την καμπύλη ζήτησης συναλλάγματος και την καμπύλη προσφοράς συναλλάγματος. Και ο κανόνας των Προσαρμόσιμων Ισοτιμιών(Adjustable floating foreign exchange rates), το βασικό μειονέκτημα του κανόνα αυτού είναι η απότομη μεταβολή της τιμής συναλλάγματος,

που μπορεί να οφείλεται τόσο από τις μεταβολές στο διεθνή εμπόριο, όσο και από την ανάπτυξη των κερδοσκοπικών συναλλαγών επί του συναλλάγματος.

Το 5^ο κεφάλαιο ,που είναι και το τελευταίο της συγκεκριμένης εργασίας, περιγράφει την αγορά και λειτουργία ευρωσυναλλάγματος ,πραγματεύεται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα ευρωσυναλλάγματος, καθώς και τα διεθνή ομόλογα.

Λίγο πριν το ολοκλήρωση του προλόγου οφείλουμε να ευχαριστήσουμε την κ.Παπαχρήστου Μαρία για τις εύστοχες υποδείξεις και την αμέριστη βοήθεια που μας προσέφερε.

Επιπλέον ευχαριστούμε την Εθνική Τράπεζα Ελλάδος (κατάστημα Βόνιτσας) και Εμπορική τράπεζα Κέρκυρας, για την πολύτιμη βοήθεια και συμπαράσταση που επέδειξαν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1. Η ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

1.1 Ορισμός, Είδη και Σκοπός της Αγοράς Συναλλάγματος

Ελεύθερη αγορά συναλλάγματος είναι ο χώρος τακτικής αντιπαραθέσεως της προσφοράς και της ζήτησεως νομισμάτων διαφόρων χωρών, όπου καθορίζονται οι μεταξύ τους ισοτιμίες.

Οι πράξεις συναλλάγματος διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: Τις μονόπλευρες (outright), που είναι αυτοτελής και τις συνδεδεμένες (swaps), που συνδυάζονται με πράξη αντιθέτου φοράς, συμφωνημένη ταυτοχρόνως για διαφορετική προθεσμία. Στις μονόπλευρες πράξεις, όταν η συναλλαγματική αγοραπωλησία είναι άμεση, δηλαδή τα νομισματικά ποσά “αλλάζουν χέρια” αμέσως μετά την παραγγελία, γίνεται λόγος για τρέχουσα αγορά συναλλάγματος (T.A.Σ.) ή αγορά τοις μετρητής (Spot market). Είναι όμως δυνατό να υπογραφεί σε δεδομένη στιγμή ένα συμφωνητικό μεταξύ μιας τράπεζας και ενός πελάτη για παράδοση ύστερα από μερικούς μήνες ποσότητας συναλλάγματος σε προκαθορισμένη τιμή. Εδώ συμφωνείται σήμερα το ποσόν και η ισοτιμία, αλλά η παράδοση θα γίνει στο μέλλον. Αυτή η αγορά καλείται προθεσμιακή (Forward market).

Οι τρέχουσες συναλλαγές εκτελούνται είτε με τη φυσική εμφάνιση των ποσών υπό τις μορφές χαρτονομισμάτων ή ταξιδιωτικών επιταγών (χειρωνακτικός τρόπος), είτε με την αντιπαραθήση δικαιωμάτων σε τραπεζικούς λογαριασμούς, οπότε πραγματοποιείται “μεταφορά και μετατροπή” ποσών μεταξύ των λογαριασμών που τηρούνται σε διαφορετικά νομίσματα. Ο κύριος όγκος των τρεχουσών συναλλαγών αντιστοιχεί στις εμπορικές και χρηματοοικονομικές συναλλαγές, οι οποίες υλοποιούνται με το σύστημα “μεταφοράς και μετατροπής”. Αυτές οι συναλλαγές καθορίζουν το επίπεδο των ισοτιμιών. Παρατηρείται όμως ότι οι τιμές των ξένων νομισμάτων είναι υψηλότερες στη “χειρωνακτική” ανταλλαγή. Αυτή η διαφορά απεικονίζει το υψηλότερο κόστος διατηρήσεως των αποθεμάτων σε χαρτονομίσματα

(μεταφορά, ασφάλιση, μη απόδοση κατά την αποθεματοποίηση κ.λ.π.), το οποίο επιβαρύνεται ακόμη λόγω του σχετικού μικρού ύψους των συναλλαγών.

Σε κάθε επίσημη εθνική αγορά συναλλάγματος συμμετέχουν σε καθημερινή βάση οι μεγάλες κυρίως τράπεζες, οι οποίες παρεμβαίνουν αμέσως (δια στελεχών τους) ή μέσω χρηματομεσιτών (brokers), κατόπιν εντολής πελατών ή εξ ίδιας πρωτοβουλίας. Οι τράπεζες διαθέτουν το παγκόσμιο δίκτυο ανταποκριτριών τραπεζών, στις οποίες διατηρούν λογαριασμούς για τη διεκπεραίωση των διεθνών συναλλαγών.

Ο ρόλος της αγοράς συναλλάγματος είναι ουσιαστικός στο Διεθνές Εμπόριο. Σ' αυτό είναι αποδεκτά προϊόντα από όλες τις χώρες, αλλά δεν συμβαίνει το ίδιο και με τα νομίσματά τους. Λίγα είναι τα νομίσματα που γίνονται διεθνώς αποδεκτά, οι δε ισοτιμίες τους καθορίζονται με τον αντικειμενικότερο τρόπο στη διεθνή αγορά συναλλάγματος.

Η διεθνής αγορά συναλλάγματος είναι μια αγορά χωρίς τοπικό προσδιορισμό, αφού λειτουργεί συνεχώς επί πέντε ημέρες της εβδομάδα σε πλανητική κλίμακα, ακολουθώντας την κίνηση του ηλίου και στηριζόμενη στις σύγχρονες μεθόδους τηλεπικοινωνιών μέσω δορυφόρων. Οι τράπεζες που τη διαμορφώνουν συνδέονται μεταξύ τους με δίκτυα αναμετάδοσης μηνυμάτων προφορικών, γραπτών ή οπτικών και ενημερώνονται διαρκώς για τις εξελίξεις στις ισοτιμίες των νομισμάτων.

1.2 Ζήτηση και Προσφορά Συναλλάγματος

α) Ζήτηση Συναλλάγματος. Οι πηγές ζήτησης συναλλάγματος είναι ποικίλες. Μπορούμε εντούτοις, για να διευκόλυνση να τις κατατάξουμε σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία είναι η διεθνής ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών, η οποία συνεπάγεται εμπορευματικές πληρωμές σε αλλοδαπά νομίσματα. Έτσι, για την εισαγωγή αγγλικού υφάσματος, π.χ., η Γαλλία έχει ανάγκη στερλινών, ενώ οι Βρετανοί θα χρειαστούν ευρώ για την αγορά γαλλικών κρασιών. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τις πηγές ζήτησης συναλλάγματος για μη εμπορευματικές πληρωμές όπως η χρήση συναλλάγματος για την απόκτηση περιουσιακών τίτλων στο εξωτερικό, για κερδοσκοπικούς σκοπούς, για εξόφληση δανείων κ.λπ. Εξάλλου οι εμπορευματικές πληρωμές για εισαγωγές, αντιπροσωπεύουν την κύρια πηγή ζήτησης

συναλλάγματος και γι' αυτό αποτελούν το κύριο αντικείμενο σπουδής στη ζήτηση των προβλημάτων της αγοράς συναλλάγματος.

Η σχέση μεταξύ τιμής και ποσότητας ζητούμενου συναλλάγματος, όπως και στην περίπτωση της αγοράς οποιουδήποτε άλλου προϊόντος, αποδίδεται από μια καμπύλη ζήτησης «ορθόδοξης» μορφής και σχήματος. Είναι εύλογο δηλαδή να υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ τιμής συναλλάγματος και της ζητούμενης ποσότητάς του, αν ληφθεί υπόψη ότι η κύρια πηγή ζήτησης συναλλάγματος είναι η εισαγωγή αγαθών από την αλλοδαπή. Αν υποθεθεί, π.χ., ότι οι εμπορευματικές πληρωμές και εισαγωγές αποτελούν τη μόνη πηγή ζήτησης αλλοδαπών χρηματικών κυκλοφοριών, η καμπύλη ζήτησης συναλλάγματος μπορεί να κατασκευαστεί από την καμπύλη ζήτησης εισαγωγών. Με αυτή την έννοια, η ζήτηση συναλλάγματος είναι παράγωγος της ζήτησης για εισαγωγές αγαθών και από αυτό προκύπτει σαν φυσικό επακόλουθο η αρνητική κλίση της καμπύλης.

β) Προσφορά Συναλλάγματος. Η χρηματική κυκλοφορία μιας χώρας, όπως είδαμε, αποτελεί συνάλλαγμα για τις άλλες χώρες. Αυτό σημαίνει ότι η ζήτηση από τη χώρα Α του νομίσματος της χώρας Β αποτελεί στην πραγματικότητα προσφορά συναλλάγματος για τη χώρα Β. Εξάλλου, δεδομένου ότι η ζήτηση του νομίσματος κάποιας χώρας είναι παράγωγος της ζήτησης για εισαγωγές από τη χώρα αυτή, βλέπουμε και εδώ ότι η προσφορά συναλλάγματος στην υπόψη χώρα είναι συνάρτηση των εξαγωγών της. Έτσι, όταν η Γερμανία, π.χ., ζητάει δολάρια για την αγορά αμερικάνικων προϊόντων, προβαίνει στην αγορά τους με ανταλλαγή ευρώ τα οποία αποτελούν προσφορά συναλλάγματος για την Αμερική. Η ανταλλαγή των νομισμάτων γίνεται στην αγορά συναλλάγματος και στις πιο πολλές περιπτώσεις αποβλέπει στην πραγματοποίηση εμπορευματικών πληρωμών.

Επομένως για τον καθορισμό της προσφοράς συναλλάγματος μιας χώρας, ιδιαίτερη σημασία έχει η αλλοδαπή ζήτηση για τα προϊόντα της χώρας αυτής. Η φύση της ζήτησης για τα εξαγωγίμα προϊόντα μιας χώρας θα καθορίσει την κλίση και την ακριβή θέση της καμπύλης προσφοράς. Αν η μείωση της τιμής του δολαρίου σε ευρώ οδηγήσει στη διάθεση μεγαλύτερου χρηματικού ποσού ευρώ για την αγορά αμερικάνικων προϊόντων, θα έχουμε αυξημένη προσφορά συναλλάγματος για την Αμερική, επομένως η καμπύλη προσφοράς ευρώ έχει θετική κλίση. Αν η ποσότητα ευρώ, ύστερα από μείωση της τιμής του δολαρίου, μειωνόταν η καμπύλη προσφοράς συναλλάγματος θα είχε αρνητική κλίση.

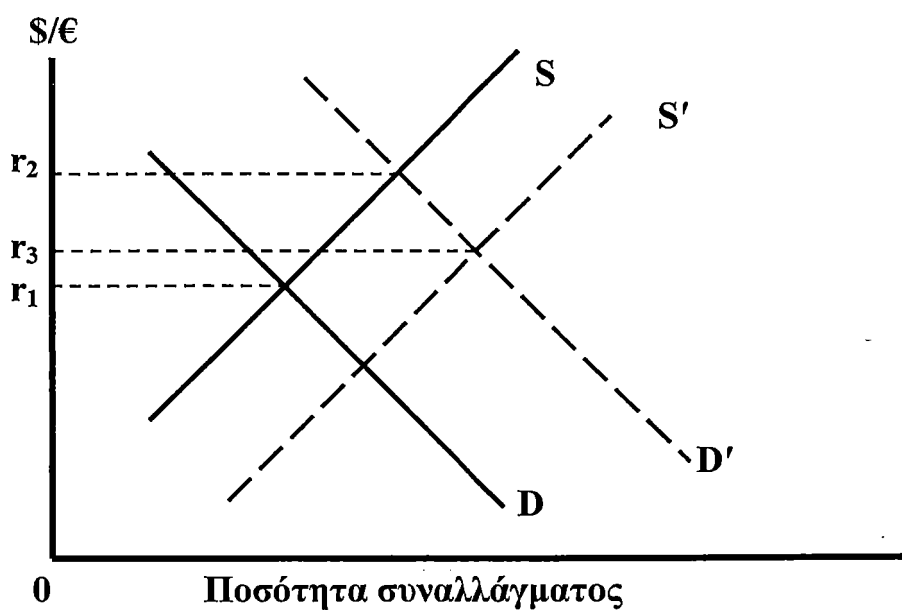
Αν υποθέσουμε εδώ ότι η καμπύλη της συνολικής προσφοράς συναλλάγματος έχει θετική κλίση, μπορούμε τώρα αντιπαραθέτοντας ζήτηση και προσφορά να καθορίσουμε την τιμή συναλλάγματος. Η ισοτιμία ορίζεται συμβατικά ως ο αριθμός των νομισματικών μονάδων της εγχώριας χρηματικής κυκλοφορίας που χρειάζονται για να αγοραστεί η νομισματική μονάδα μιας άλλης χώρας.

1.3 Η Τιμή Συναλλάγματος

Αν υποθέσουμε ότι η καμπύλη της προσφοράς συναλλάγματος έχει θετική κλίση, μπορούμε να αντιπαραθέσουμε ζήτηση και προσφορά για να καθορίσουμε την τιμή συναλλάγματος ή ισοτιμία δύο νομισμάτων.

Είδαμε παραπάνω ότι η τιμή συναλλάγματος, όπως και η τιμή κάθε άλλου αγαθού, καθορίζεται στην αγορά συναλλάγματος σύμφωνα με την προσφορά και τη ζήτησή του. Όπως δείχνουμε στο Σχήμα 14-1 ο μηχανισμός της προσφοράς και ζήτησης καθορίζει την τιμή, r_1 , του ευρώ σε δολάρια. Αν, στη συνέχεια, σημειωθεί μια αύξηση της ζήτησης από D σε D' , η ισοτιμία ευρώ – δολαρίου θα μεταβληθεί σε r_2 , ενώ αν μετατεθεί και η καμπύλη προσφοράς προς τα δεξιά, από S σε S' , η τομή των καμπυλών S' και D' καθορίζει τη νέα τιμή συναλλάγματος r_3 .

Ο καθορισμός της τιμής συναλλάγματος, σύμφωνα με τα παραπάνω, προϋποθέτει την ελεύθερη διακύμανση της τιμής συναλλάγματος στην αγορά. Ως τώρα, υποθέσαμε ότι η τιμή συναλλάγματος προσδιορίζεται στην ελεύθερη αγορά σε συνθήκες **συστήματος ελεύθερης διακύμανσης** της τιμής συναλλάγματος. Το σύστημα αυτό είχε χρησιμοποιηθεί περιορισμένα στο παρελθόν σε αντίθεση προς το **σύστημα των σταθερών ισοτιμιών**, το οποίο με διάφορες παραλλαγές χρησιμοποιήθηκε κατά το μεγαλύτερο μέρος της τελευταίας εκατονταετίας.



Σχήμα 14-1

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2.1 Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Σ' αυτό το κεφάλαιο, για να απλοποιήσουμε τα πράγματα, θα μιλήσουμε αποκλειστικά για ότι προσδιορίζει την αξία του δολαρίου. Η «αξία του δολαρίου» αναφέρεται στην **τιμή συναλλάγματος** για το δολάριο: πόσες μονάδες ξένου νομίσματος είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι αλλοδαποί για ένα δολάριο. Για παράδειγμα: αν η τιμή συναλλάγματος του δολαρίου σε σχέση με το ευρώ είναι 1,20, τότε με 1,20 ευρώ αγοράζετε ένα δολάριο. (Το σύμβολο του ευρώ είναι €, το σύμβολο του δολαρίου \$, επομένως αυτό το αναφέρουμε ως 1,20€/\$.)

1. Πώς μετατρέπουμε τιμές ξένου νομίσματος σε δολάρια:

Τιμή δολαρίου = Τιμή σε ξένο νόμισμα / Τιμή συναλλάγματος

Αν ένα ελβετικό ρολόι στοιχίζει 100 ευρώ και η τιμή συναλλάγματος είναι 1,20€/\$, τότε η τιμή σε δολάρια θα είναι 83,33\$.

2. Πώς μετατρέπουμε από τιμές σε δολάρια σε τιμές σε ξένο νόμισμα:

Τιμή σε ξένο νόμισμα = Τιμή σε δολάρια * Τιμή συναλλάγματος

Αν μια Σεβρολέτ στοιχίζει 12000 δολάρια και η τιμή συναλλάγματος είναι 1,20€/\$, τότε η Σεβρολέτ στοιχίζει 14400 ευρώ.

3. Πώς μετατρέπουμε τιμές συναλλάγματος για δολάρια σε τιμές συναλλάγματος για ξένα νομίσματα.

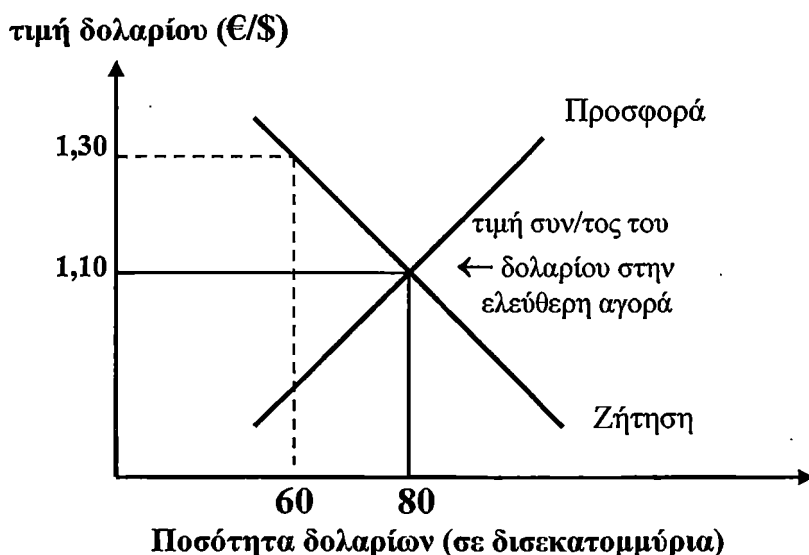
Ξένη τιμή συναλλάγματος = 1/Τιμή συναλλάγματος για δολάρια

Αν 1,20 ευρώ αγοράζουν ένα δολάριο, θα χρειαστούν 0,83 δολάρια για την αγορά ενός ευρώ.

2.1.1 Τι καθορίζει τη Συναλλαγματική Ισοτιμία

Οι ΗΠΑ έχουν κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Με ορισμένες εξαιρέσεις, η κυβέρνηση επιτρέπει να ορίζεται η τιμή συναλλάγματος του δολαρίου από τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης της ελεύθερης αγοράς.

Στην ενότητα αυτή θα εξετάσουμε τι καθορίζει την τιμή συναλλάγματος του δολαρίου ως προς το ευρώ. Η ζήτηση και προσφορά του δολαρίου ως συνάρτηση ως συνάρτηση της τιμής του σε ευρώ απεικονίζεται στο Σχήμα 14-2.



Σχήμα 14-2. Κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες: Ζήτηση και προσφορά δολαρίου

Τα βασικά που πρέπει να προσέξουμε είναι:

1. Η καμπύλη ζήτησης είναι η ζήτηση δολαρίων από τους αλλοδαπούς. Οι αλλοδαποί ζητούν δολάρια για να αγοράσουν (1) αγαθά και υπηρεσίες των ΗΠΑ, (2) φυσικά περιουσιακά στοιχεία (κατασκευάζοντας, π.χ., ένα εργοστάσιο στις ΗΠΑ) και (3) οικονομικά περιουσιακά στοιχεία των ΗΠΑ (όπως μετοχές, ομολογίες, και κρατικά χρεώγραφα).

2. Η καμπύλη ζήτησης έχει αρνητική κλίση: Όσο φτηνότερο γίνεται το δολάριο, τόσο περισσότερα δολάρια ζητούν οι πολίτες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Όταν η τιμή του δολαρίου πέφτει (όταν χρειάζονται

λιγότερα ευρώ για να αγοραστεί ένα δολάριο), η αξία του δολαρίου **μειώνεται**. Κατά συνέπεια, τα αγαθά, οι υπηρεσίες, και τα περιουσιακά στοιχεία των ΗΠΑ έχουν μικρότερη τιμή σε ευρώ. Για παράδειγμα: με 1,30 €/€, μια Σεβρολέτ 12000 δολαρίων κοστίζει 15600 ευρώ· με 1,10 €/€, μόνο 13200 ευρώ. Επομένως, η ζήτηση για Σεβρολέτ εξαγόμενες στην Ελβετία αυξάνεται όταν μειώνεται η αξία του δολαρίου. Όταν μειώνεται η αξία του δολαρίου, αυξάνεται η ζήτηση για όλες τις εξαγωγές των ΗΠΑ, όπως και η ζήτηση για δολάρια των ΗΠΑ προκειμένου να αγοραστούν αυτές οι εξαγωγές. Στο Σχήμα 14-2, το ποσό των δολαρίων που ζητούν οι Ελβετοί αυξάνεται από 60 σε 80 δισεκατομμύρια (κατ' έτος) όταν η αξία του δολαρίου μειώνεται από 1,30 σε 1,10 €/€.

3. Η καμπύλη προσφοράς είναι η προσφορά δολαρίων από τους πολίτες των ΗΠΑ με αντάλλαγμα ευρώ. Γιατί να θέλουν οι πολίτες των ΗΠΑ να δώσουν δολάρια για να αποκτήσουν ευρώ; Για να μπορούν να αγοράσουν αγαθά, υπηρεσίες, και περιουσιακά στοιχεία από την Ελβετία. Χρειάζονται ευρώ για να αγοραστούν ελβετικά αγαθά, επομένως οι πολίτες των ΗΠΑ πρέπει να θυσιάστουν (δηλαδή να προσφέρουν) δολάρια για να αποκτήσουν ευρώ.

4. Η καμπύλη προσφοράς έχει θετική κλίση. Όταν η αξία του δολαρίου ανέρχεται (οπότε το ένα δολάριο αγοράζει περισσότερα ευρώ), η αξία του δολαρίου **αυξάνεται**. Η θετική κλίση σημαίνει ότι, καθώς ανέρχεται η αξία του δολαρίου, οι πολίτες των ΗΠΑ επιθυμούν περισσότερα ευρώ και επομένως είναι διατεθειμένοι να προσφέρουν περισσότερα δολάρια. Γιατί; επειδή η τιμή των ελβετικών αγαθών σε δολάρια είναι τώρα χαμηλότερη. Για παράδειγμα, ένα ρολόι που κοστίζει 100 ευρώ κοστίζει 83,33 δολάρια όταν η τιμή συναλλάγματος είναι 1,20 €/€.

5. Σε ισορροπία, η ζήτηση είναι ίση με την προσφορά δολαρίων. Αυτό συμβαίνει στο Σχήμα 14-3 στα 1,10 €/€. Σ' αυτή την τιμή, οι Ελβετοί θέλουν 80 δις. δολάρια (το χρόνο) για να αγοράσουν αγαθά, υπηρεσίες, και περιουσιακά στοιχεία των ΗΠΑ. Οι πολίτες των ΗΠΑ είναι διατεθειμένοι να προσφέρουν 80 δις. δολάρια (το χρόνο) για να αγοράσουν από την Ελβετία αγαθά, υπηρεσίες, και περιουσιακά στοιχεία αξίας 80 δις. δολαρίων. Έχει επιτευχθεί ισορροπία της τιμής συναλλάγματος.

2.1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη Συναλλαγματική Ισοτιμία

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή συναλλάγματος φαίνονται στον Πίνακα 30-1.

Για παράδειγμα, αν οι πολίτες των ΗΠΑ επιθυμούν ξαφνικά περισσότερα ελβετικά ρολόγια και ελβετικό τυρί και αρχίζουν να ταξιδεύουν περισσότερο στην Ελβετία, η καμπύλη προσφοράς του Σχήματος 14-2 θα μετατοπιστεί προς τα δεξιά και η αξία του δολαρίου θα μειωθεί.

Οι συνδυασμένοι παράγοντες είναι:

1. Το σχετικό επίπεδο τιμών στις ΗΠΑ: Σύμφωνα με τη θεωρία της ισοτιμίας των αγοραστικών δυνάμεων:

$$\begin{array}{l} \text{Τιμή συναλλάγματος ΗΠΑ} \\ (\text{€} / \$) \end{array} = \frac{\text{Επίπεδο τιμών Ελβετίας}}{\text{Επίπεδο τιμών ΗΠΑ}}$$

Για να απεικονίσουμε τις δυνάμεις που κρύβονται πίσω από την ισοτιμία αγοραστικών δυνάμεων, υποθέτουμε ότι το μόνο αγαθό που αγοράζεται και πωλείται είναι ο χάλυβας και ότι η τιμή του χάλυβα στις ΗΠΑ είναι 100 δολάρια ο τόνος, ενώ η τιμή του ελβετικού χάλυβα είναι 120 ευρώ ο τόνος. Επιπλέον, υποθέτουμε ότι το κόστος μεταφοράς είναι μηδενικό. Οπότε η τιμή συναλλάγματος θα είναι 1,20. Με τιμή συναλλάγματος, 1,20, η τιμή του χάλυβα, ασχέτως του αν ο χάλυβας εισάγεται ή παράγεται στην ημεδαπή, θα παραμείνει αμετάβλητη (100 δολάρια) και άρα ανταγωνιστική. Αν η τιμή συναλλάγματος είναι μεγαλύτερη, ο ελβετικός χάλυβας θα είναι φτηνότερος. Για παράδειγμα: αν είναι 1,50, ο ελβετικός χάλυβας θα κοστίζει μόνο 80 δολάρια. Αυτό θα αυξήσει τη ζήτηση για ελβετικό χάλυβα από τους πολίτες των ΗΠΑ ώσπου η τιμή συναλλάγματος να επανέλθει στο 1,20. Αν είναι χαμηλότερη, ο χάλυβας των ΗΠΑ θα είναι φτηνότερος (π.χ., αν είναι 1, ο χάλυβας των ΗΠΑ θα κοστίζει 100 ευρώ). Η ελβετική ζήτηση για χάλυβα από τις ΗΠΑ θα ανέλθει ώσπου η τιμή συναλλάγματος να επανέλθει στο 1,20. Η θεωρία της ισοτιμίας των αγοραστικών δυνάμεων υποστηρίζει ότι οι τιμές συναλλάγματος μεταβάλλονται έτσι ώστε όλα τα αγαθά του εμπορίου να έχουν την ίδια τιμή (ασχέτως του αν εισάγονται ή παράγονται στην ημεδαπή). Γι' αυτόν τον λόγο η θεωρία είναι επίσης γνωστή ως νόμος της ενιαίας τιμής.

Αυτή η θεωρία λειτουργεί καλύτερα μακροχρονίως και όταν οι χώρες έχουν διαφορές στους δείκτες πληθωρισμού. Προβλέπει:

α. Η αξία του δολαρίου των ΗΠΑ αυξάνεται όταν ο δείκτης πληθωρισμού των ΗΠΑ είναι χαμηλότερος από τους δείκτες πληθωρισμού της αλλοδαπής (έτσι ώστε τα επίπεδα τιμών της αλλοδαπής να ανέλθουν σε συνάρτηση με το επίπεδο τιμών των ΗΠΑ).

β. Η αξία του δολαρίου των ΗΠΑ θα μειωθεί όταν ο δείκτης πληθωρισμού των ΗΠΑ είναι υψηλότερος των δεικτών πληθωρισμού της αλλοδαπής.

2. Σχετικά επιτόκια: Σύμφωνα με τη θεωρία της **ισοτιμίας των επιτοκίων**, το κεφάλαιο ρέει προς εκείνες τις χώρες που πληρώνουν τα υψηλότερα επιτόκια ώσπου, σε ισορροπία, όλες οι χώρες να πληρώνουν το ίδιο επιτόκιο με τις αναγκασίες αναπροσαρμογές για τον κίνδυνο μη πληρωμής και τον κίνδυνο να μειωθεί η αξία του νομίσματος της χώρας. Η θεωρία αυτή προβλέπει:

α. Όταν ανέρχονται τα επιτόκια των ΗΠΑ (ή κατέρχονται τα επιτόκια άλλων χωρών), το διεθνές κεφάλαιο εισρέει στις ΗΠΑ. Αυτό αυξάνει τη ζήτηση για περιουσιακά στοιχεία των ΗΠΑ και προκαλεί αύξηση της αξίας του δολαρίου.

β. Όταν κατέρχονται τα επιτόκια των ΗΠΑ, προκαλώντας αύξηση της προσφοράς δολαρίων: η αξία του δολαρίου θα μειωθεί.

Πίνακας 30-1. Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία του δολαρίου

Παράγοντας	Μεταβολή του παράγοντα	Επίδραση στο δολάριο
Μεμονωμένος παράγοντας Πού επηρεάζει τη ζήτηση Αλλοδαπή ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες των ΗΠΑ (δηλ. ζήτηση για εξαγωγές των ΗΠΑ)	Αύξηση Μείωση	Αύξηση της αξίας Μείωση της αξίας
Αλλοδαπή ζήτηση για φυσικά περιουσιακά στοιχεία των ΗΠΑ (όπως εργοστάσια στις ΗΠΑ) και οικονομικά περιουσιακά στοιχεία (όπως ομολογίες και μετοχές)	Αύξηση Μείωση	Αύξηση της αξίας Μείωση της αξίας
Πού επηρεάζει την προσφορά Ζήτηση ΗΠΑ για αγαθά και υπηρεσίες από την αλλοδαπή (δηλ. ζήτηση για εισαγωγές)	Αύξηση Μείωση	Μείωση της αξίας Αύξηση της αξίας
Ζήτηση ΗΠΑ για φυσικά περιουσιακά στοιχεία και οικονομικά περιουσιακά στοιχεία από το εξωτερικό	Αύξηση Μείωση	Μείωση της αξίας Αύξηση της αξίας
Συνδυασμένοι παράγοντες Επίπεδο τιμών των ΗΠΑ σε συνάρτηση με το επίπεδο τιμών της αλλοδαπής	Αύξηση Μείωση	Μείωση της αξίας Αύξηση της αξίας
Επιτόκια των ΗΠΑ σε συνάρτηση με τα επιτόκια της αλλοδαπής	Αύξηση Μείωση	Αύξηση της αξίας Μείωση της αξίας
Αναπτυξιακός ρυθμός των ΗΠΑ σε συνάρτηση με τον αναπτυξιακό ρυθμό της αλλοδαπής	Αύξηση Μείωση	Μείωση της αξίας Αύξηση της αξίας

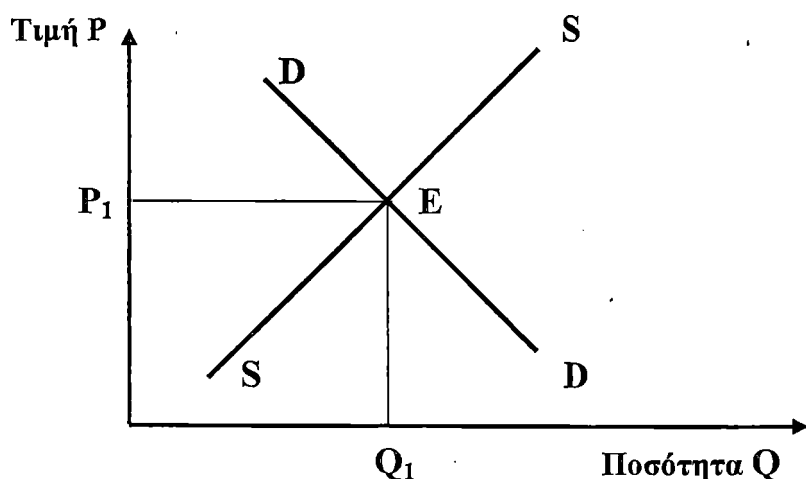
3. Σχετικοί ρυθμοί ανάπτυξης: Αν οι ΗΠΑ αναπτύσσονται ταχύτερα από άλλες χώρες, η ζήτηση των ΗΠΑ για εισαγωγές αυξάνεται ταχύτερα από τη ζήτηση των άλλων χωρών για εισαγωγές (οι οποίες είναι, φυσικά, εξαγωγές των ΗΠΑ): Η αξία του δολαρίου θα μειωθεί. Όταν οι ΗΠΑ αναπτύσσονται βραδύτερα (ή άλλες χώρες αναπτύσσονται ταχύτερα), η αξία του δολαρίου αυξάνεται.

2.2 Ελεύθερα Κυμαινόμενες Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Από τον πολύ βασικό νόμο της πολιτικής οικονομίας, το «νόμο προσφοράς-ζήτησης» μας είναι γνωστό ότι η τιμή του κάθε αγαθού σχηματίζεται σε εκείνο το σημείο (ισορροπίας), στο οποίο «συναντιούνται» οι επιθυμίες των αγοραστών με εκείνες των πωλητών, δηλαδή στο σημείο όπου τέμνονται οι δύο καμπύλες (ζήτησης και προσφοράς).

Το ίδιο βέβαια συμβαίνει και ως προς το συνάλλαγμα, το οποίο, όπως έχουμε πει, είναι και αυτό ένα αγαθό, όπως όλα τα άλλα και επομένως ο σχηματισμός της τιμής του υπακούει στο νόμο «προσφοράς-ζήτησης». Δηλαδή διαγραμματικά θα έχουμε:

Στο σημείο ισορροπίας E, οι δυνάμεις της αγοράς προσδιορίζουν το ύψος της τιμής συναλλάγματος, δηλαδή τις σχέσεις € / \$, € / γιέν κ.λπ.

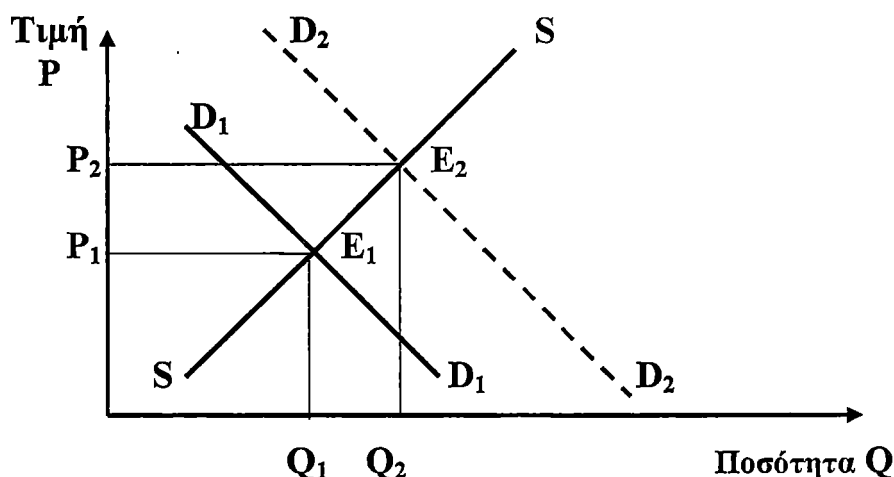


Σχήμα 14-3.

Τι θα συμβεί όμως στην αγορά συναλλάγματος αν για κάποιο λόγο παρουσιασθεί αύξηση της ζήτησης συναλλάγματος, δηλαδή έχουμε μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης προς τα δεξιά και άνω; (προφανώς αυτό σημαίνει αύξηση της ζήτησης για εισαγόμενα αγαθά και μπορεί να προέλθει, ας πούμε, από μια αύξηση του εισοδήματος).

Ας το δούμε διαγραμματικά.

Αν η καμπύλη ζήτησης μετατοπισθεί στη θέση D_2D_2 , έχουμε ένα άλλο σημείο ισορροπίας, το E_2 , το οποίο προσδιορίζει τιμή συναλλάγματος ίση με P_2 και είναι αποτέλεσμα της δράσης των δυνάμεων ζήτησης και προσφοράς στην αγορά. (θα μπορούσε βέβαια να υπάρξει και μετατόπιση της καμπύλης προσφοράς).

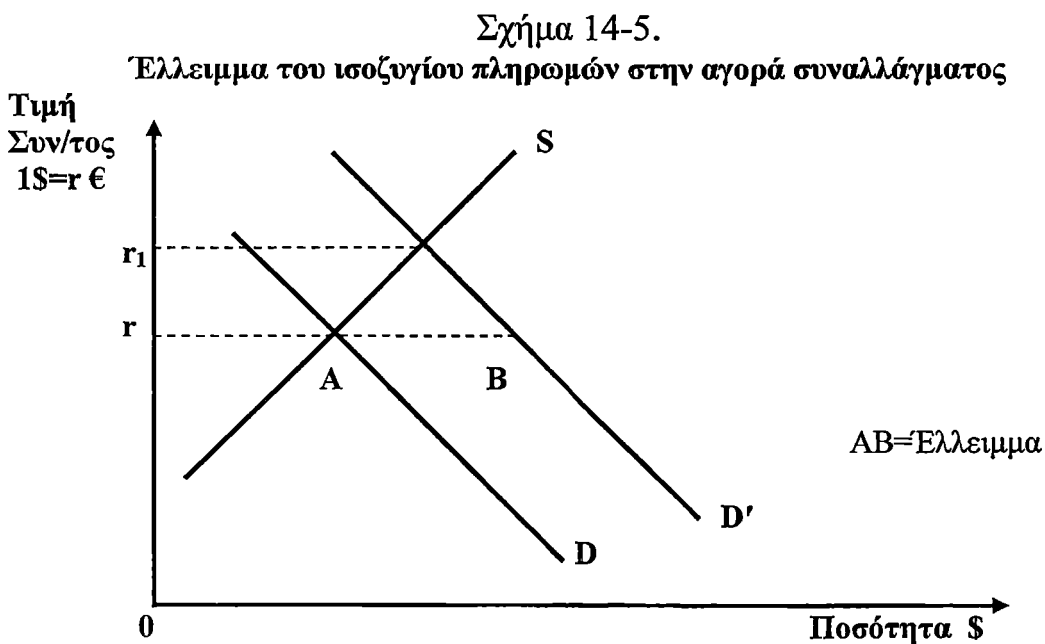


Σχήμα 14-4.

Το σύστημα αυτό ίσχυσε σε πολύ περιορισμένη έκταση διεθνώς και αυτό γιατί τα μειονεκτήματά του ήταν σοβαρότερα από τα πλεονεκτήματά του. Θα λέγαμε, ότι το κυριότερο πλεονέκτημα του συστήματος αυτού βρίσκεται στο ότι ο σχηματισμός της τιμής συναλλάγματος, γίνεται κατά ένα τρόπο αντικειμενικό (από την αγορά), χωρίς τις γραφειοκρατικού χαρακτήρα παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών' αντίθετα το σοβαρότερο μειονέκτημά του είναι ότι στερεί από τις διεθνείς συναλλαγές την εντελώς απαραίτητη σταθερή βάση που πρέπει να έχουν, αφού όταν έτσι διαμορφώνεται η τιμή συναλλάγματος, οι συναλλασσόμενοι κανενός είδους προγραμματισμό δεν μπορούν να κάνουν (ως προς τις εισαγωγές, τις εξαγωγές, το χρόνο πληρωμής κ.λπ.).

2.3 Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Στο σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών η τιμή του αλλοδαπού συναλλάγματος ορίζεται είτε από την κεντρική τράπεζα της χώρας, είτε είναι αποτέλεσμα ρυθμίσεων σε διεθνές επίπεδο. Η τιμή που ορίζεται ή συμφωνείται αναμένεται να είναι σταθερή τουλάχιστον για μια ικανοποιητική χρονική περίοδο. Ο καθορισμός της τιμής αποτελεί ένα σημαντικό πρόβλημα, αφού θα πρέπει να ανταποκρίνεται στα πραγματικά δεδομένα της αγοράς συναλλάγματος. Σε κάθε άλλη περίπτωση δημιουργούνται προβλήματα τα οποία αναγκάζουν τις νομισματικές αρχές να παρέμβουν.



Ας υποθέσουμε ότι η προσφορά και η ζήτηση συναλλάγματος ισορροπούν στο σημείο A όπου η τιμή ισορροπίας είναι η r , η οποία ακόμη αποτελεί και την καθορισμένη από τις νομισματικές αρχές τιμή συναλλάγματος. Αν τώρα για κάποιο λόγο αυξηθεί η ζήτηση συναλλάγματος τότε η καμπύλη θα μεταταθεί στη θέση D' ,

όπου χωρίς παρεμβάσεις των νομισματικών αρχών θα είχαμε μια καινούργια τιμή συναλλάγματος στο ύψος r_1 . Στα πλαίσια όμως του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών η υπερβάλλουσα ζήτηση που παρατηρείται είναι δυνατόν να αντιμετωπισθεί με τα εξής μέτρα:

1. Παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας με την πώληση των αναγκαίων ποσοτήτων συναλλάγματος.
2. Μείωση των συναλλαγών.
3. Εξισορροπητικός δανεισμός στο εξωτερικό.

Στην πρώτη περίπτωση η κεντρική τράπεζα στην προσπάθειά της να στηρίξει την τιμή του εγχώριου νομίσματος προσφέρει το αναγκαίο συνάλλαγμα στην αγορά για την κάλυψη του ελλείμματος. Συνήθως οι παρεμβάσεις αυτές γίνονται αφού η τιμή του συναλλάγματος ξεπεράσει προς τα πάνω ή προς τα κάτω τα καθορισμένα όρια παρέμβασης. Η κεντρική τράπεζα όμως δεν διαθέτει απεριόριστες ποσότητες συναλλάγματος ώστε να καλύψει κάθε έλλειμμα, αφού το μέσο αυτό δεν είναι δικό της δημιούργημα όπως το εγχώριο νόμισμα. Συνεπώς είναι δυνατό να βρεθεί μπροστά στο πρόβλημα διεθνούς ρευστότητας (Συνάλλαγμα, Χρυσό και Τραβηχτικά Δικαιώματα). Η κατάσταση είναι πιθανό να παρουσιάσει εκρηκτικές διαστάσεις ιδιαίτερα σε περίπτωση που η χώρα εφαρμόζει «ελεύθερη μετατρεσιμότητα» του νομίσματός της σε ξένο συνάλλαγμα, επειδή μια πτώση της συναλλαγματικής ισοτιμίας ακολουθείται και από έντονες κερδοσκοπικές ενέργειες.

Για την αντιμετώπιση του ελλείμματος είναι δυνατό εξάλλου να εφαρμοσθεί μια περιοριστική πολιτική στις συναλλαγές με το εξωτερικό. Η πολιτική αυτή μπορεί να αποσκοπεί στη μείωση των εισαγωγών προϊόντων αλλά και υπηρεσιών. Παρά την αμεσότητα του μέτρου όμως θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι η εφαρμογή της πολιτικής αυτής σε μέσο-μακροπρόθεσμη περίοδο είναι δύσκολη, αφού οι διεθνείς συμβάσεις και συνεργασίες της χώρας δεσμεύουν συνήθως και τη συμπεριφορά της.

Η εξαφάνιση του ελλείμματος μέσω του δανεισμού από το εξωτερικό είναι δυνατό να δώσει μια κάποια λύση βραχυπρόθεσμα, δεν μπορεί όμως να αποτελέσει μια μόνιμη πηγή για τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων. Όπως και τα συναλλαγματικά αποθέματα έτσι και ο εξωτερικός δανεισμός παρέχουν μια σχετική χρονική πίστωση στους φορείς της οικονομικής πολιτικής, ώστε να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα είτε στη ρίζα του, βελτιώνοντας τη θέση του ισοζυγίου πληρωμών, είτε μεταβάλλοντας την ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος.

Πριν όμως δούμε με ποιο τρόπο επιδρά μια υποτίμηση και πού στοχεύει η χρησιμοποίηση του μέτρου είναι χρήσιμο να αναφερθούμε στα βασικότερα στοιχεία του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες αποτελούν μια από τις βασικές αρχές του «συμφώνου του Bretton Woods» που επιτεύχθηκε στα πλαίσια της διεθνούς νομισματικής και οικονομικής διάσκεψης του ΟΗΕ τον Ιούλιο του 1944. Η δεύτερη εξίσου βασική αρχή που συμφωνήθηκε είναι η ελεύθερη μετατρεψιμότητα των νομισμάτων μεταξύ των κρατών – μελών του συμφώνου. Ταυτόχρονα ιδρύθηκε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Δ.Ν.Τ.) (λειτουργήσε το 1946) που απετέλεσε ένα όργανο εξασφάλισης της διεθνούς ρευστότητας.

Κοινός παρονομαστής όλων των νομισμάτων αναδείχθηκε το δολάριο, λόγω της σημαντικής οικονομικής και πολιτικής υπεροχής των Ηνωμένων Πολιτειών, το οποίο στη συνέχεια βρισκόταν σε μια σταθερή σχέση με το χρυσό (1 ουγγιά χρυσού = 35 Δολάρια). Σε χρυσό ήταν υποχρεωμένες οι ΗΠΑ να ανταλλάσσουν όλες τις απαιτήσεις των άλλων χωρών σε δολάρια εφόσον αυτές το απαιτούσαν. Όλες οι άλλες χώρες-μέλη του συμφώνου ήταν υποχρεωμένες να διατηρήσουν σταθερή την συναλλαγματική τους ισοτιμία σε σχέση με το δολάριο στα πλαίσια μιας μικρής διακύμανσης που ορίστηκε στο $\pm 1\%$. Μόνο σε περίπτωση που το ισοζύγιο πληρωμών μιας χώρας παρουσίαζε «θεμελιώδη ανισορροπία» το ΔΝΤ ενέκρινε την υποτίμηση ή ανατίμηση του νομίσματός της.

Η παρουσία του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι γεμάτη από νομισματικές αναταραχές, οι οποίες πολύ συχνά οδήγησαν τα εθνικά νομίσματα σε ανατιμήσεις και υποτιμήσεις. Το Μάρτιο του 1973 παρά τη συνέχιση της ισχύος του συμφώνου, στην πραγματικότητα το σύστημα κατέρρευσε. Η άρση της μετατρεψιμότητας σε χρυσό του δολαρίου στις 15.8.1971 αποτέλεσε την απαρχή μιας σειράς ενεργειών που τελικά οδήγησαν στην τροποποίηση του καταστατικού του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, το οποίο επιτρέπει πλέον και την καθιέρωση κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Πολλές χώρες προχώρησαν σε κυμαινόμενες ισοτιμίες ενώ οι ευρωπαϊκές χώρες σχημάτισαν στα πλαίσια της οικονομικής τους συνεργασίας και ένα ξεχωριστό νομισματικό σύστημα το λεγόμενο φίδι (Snake). το σύστημα αυτό προέβλεπε σταθερές ισοτιμίες μεταξύ των κρατών-μελών που προσχώρησαν με μια απόκλιση $\pm 2,25\%$ και κυμαινόμενες προς τα νομίσματα των τρίτων χωρών (Blockfloating). Μια βελτιωμένη έκδοση του

συστήματος αυτού αποτελεί και το ισχύον σήμερα Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα.

Η επιλογή του ενός ή του άλλου συστήματος στηρίζεται στις εκτιμήσεις που οι επιμέρους χώρες κάνουν για τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα που προσφέρουν. Από επιστημονική σκοπιά, θα πρέπει να αναφερθεί ότι δεν υπάρχει σαφής και ενιαία πρόταση που να ορίζει ποιο είναι το καλύτερο σύστημα. Το μόνο που διακρίνει κανείς στους περισσότερους θεωρητικούς είναι μια προτίμηση προς τις κυμαινόμενες ισοτιμίες οι οποίες προσιδιάζουν καλύτερα προς το μηχανισμό της αγοράς. Το κυριότερο επιχείρημα που προβάλλεται για την εισαγωγή του συστήματος αυτού είναι ότι φροντίζει για τον αυτόματο ισοσκελισμό του ισοζυγίου πληρωμών. Αυτό έχει ως προτέρημα, ότι η χώρα αυτή μπορεί πλέον απερίσπαστα να επιδιώκει την ικανοποίηση των υπόλοιπων στόχων της οικονομικής της πολιτικής στο εσωτερικό που είναι η εξασφάλιση πλήρους απασχόλησης, η σταθεροποίηση του επιπέδου των τιμών καθώς και η οικονομική της ανάπτυξη. Εξάλλου το προκάλυμμα που παρέχουν οι κυμαινόμενες ισοτιμίες εμποδίζει τις πληθωριστικές πιέσεις που προέρχονται από το εξωτερικό να εισέλθουν στο εσωτερικό και να επηρεάσουν το επίπεδο των τιμών. Για το λόγο αυτό οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν από πολλούς χαρακτηριστεί και ως «κυματοθραύστες».

Τα επιχειρήματα που αναφέρονται από την άλλη πλευρά υπέρ των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών αποτελούν συνήθως και σημεία κριτικής κατά των κυμαινόμενων. Τα σημαντικότερα από αυτά είναι:

Η λειτουργία του συστήματος των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών αποστερεί τις επιχειρήσεις από μια σταθερή υπολογιστική βάση στις συναλλαγές τους με το εξωτερικό και συνεπώς περιορίζει το διεθνές εμπόριο. Το επιχείρημα αυτό δεν ευσταθεί πλέον σε όλη του την έκταση, αφού στις περισσότερες χώρες είναι δυνατό έναντι μιας μικρής αμοιβής να εξασφαλίσει κανείς σταθερή τιμή συναλλάγματος για ένα διάστημα τουλάχιστον τριών μηνών.

Απότομες και ισχυρές διακυμάνσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία μιας χώρας δημιουργούν προβλήματα στις επιχειρήσεις με εξαγωγικό προσανατολισμό. Το υπαρκτό πράγματι αυτό πρόβλημα που είναι πολύ πιθανό να προκύψει στα πρώτα στάδια εφαρμογής ενός τέτοιου συστήματος πιστεύεται ότι με την εξομάλυνση των διακυμάνσεων χάνει τη σημασία του.

Οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες εκτρέφουν τον πληθωρισμό στο εσωτερικό της χώρας. Πράγματι η λειτουργία του συστήματος αυτού επιτρέπει στους

φορείς της οικονομικής πολιτικής να δημιουργήσουν πληθωρισμό κατά βούληση, αφού δεν υπάρχει κίνδυνος να σχηματισθούν ελλείμματα στο ισοζύγιο πληρωμών για τα οποία θα έπρεπε να υπάρχουν επαρκή συναλλαγματικά αποθέματα. Από την άποψη αυτή οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες αναγκάζουν τους φορείς να συμπεριφέρονται αντιπληθωριστικά αφού βρίσκονται διαρκώς υπό την πίεση των εξωτερικών ελλειμμάτων του ισοζυγίου πληρωμών.

Σε αντίθεση με τις κυμαινόμενες οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες προωθούν την υπόθεση της συνεργασίας των οικονομιών. Υπάρχει μια διαρκής πίεση για συνεργασία και συντονισμό της οικονομικής πολιτικής των επιμέρους χωρών. Διαφορετικά, όταν κάθε χώρα ακολουθεί τη δική της πολιτική θα εμφανισθούν με βεβαιότητα ανισοροπίες και προβλήματα στα ισοζύγια πληρωμών τους. Για το λόγο αυτό και η εφαρμογή ενός συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών στα πλαίσια της ΕΟΚ αποτελεί μια κίνηση προς την οικονομική ενοποίηση των χωρών, αφού είναι αναγκασμένες να ασκούν παράλληλη πολιτική.

2.3.1 Προσαρμογές σε καθεστώς Σταθερών Συναλλαγματικών Ισοτιμιών

Μια χώρα που έχει έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών της διαπιστώνει ότι μειώνονται τα διαθέσιμά της σε ξένο συνάλλαγμα. προσωρινά, μπορεί να δανειστεί αυτά τα διαθέσιμα από άλλες χώρες, αλλά μ' αυτόν τον τρόπο αναβάλλει απλώς την επίλυση του προβλήματος. Αν η χώρα δε θέλει να μεταβάλει τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία της, έχει δύο επιλογές: Μπορεί είτε (1) να επιβάλει **έλεγχο συναλλάγματος** και να απαγορεύσει στους πολίτες της να ανταλλάσσουν το νόμισμα της χώρας με ξένο συνάλλαγμα ή (2) να μειώσει την υπερβάλλουσα προσφορά του νομίσματός της.

Με την επιλογή (1), η κυβέρνηση μπορεί να μειώσει τη διαρροή των διαθεσίμων της σε ξένο συνάλλαγμα. Αλλά οι έλεγχοι του συναλλάγματος ζημιώνουν τη χώρα λόγω του ότι περιορίζουν το διεθνές εμπόριό της.

Με την επιλογή (2), η κυβέρνηση μπορεί να μειώσει την προσφορά του νομίσματός της μειώνοντας το πραγματικό εισόδημα (με περιοριστική δημοσιονομική πολιτική) ή μειώνοντας την προσφορά χρήματος. Η περιοριστική δημοσιονομική

πολιτική, λόγω του ότι μειώνει το εθνικό εισόδημα, μειώνει τη ζήτηση για εισαγωγές. Η περιοριστική νομισματική πολιτική μειώνει το γενικό επίπεδο τιμών. Τόσο η περιοριστική δημοσιονομική όσο και η περιοριστική νομισματική πολιτική μετατοπίζουν τη συναλλαγματική ισοτιμία της ελεύθερης αγοράς προς τα πάνω, προς την επίσημη τιμή, και έτσι απαλλάσσονται από το έλλειμμα.

2.4 Μεταβολές της Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

Η μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος μιας χώρας χρησιμοποιείται συχνά σαν ένα μέσο για την εξισορρόπηση του ισοζυγίου της πληρωμών (ιδιαίτερα όταν πρόκειται για ελλειμματικό ισοζύγιο) όπως και για την εξυπηρέτηση άλλων βασικών στόχων της οικονομικής πολιτικής στο εσωτερικό της χώρας, όπως είναι η αύξηση της παραγωγής και της απασχόλησης.

Πιο συγκεκριμένα η υποτίμηση οδηγεί στη μετατροπή των σχέσεων συναλλαγής μεταξύ του νομίσματος που υποτιμήθηκε ως προς τα άλλα νομίσματα, με αποτέλεσμα με την ίδια ποσότητα υποτιμημένων νομισμάτων να αγοράζονται λιγότερα ξένα νομίσματα. Επομένως, πριν από την υποτίμησή του ένα νόμισμα μετατρέπεται σε περισσότερα ξένα νομίσματα, ενώ μετά την υποτίμηση το ίδιο νόμισμα μετατρέπεται σε λιγότερα ξένα νομίσματα. Τα τελευταία ανατιμώνται σε σχέση με το υποτιμημένο νόμισμα.

Για παράδειγμα, στις 7/8/2004 η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ ήταν 1 δολάριο = 1,20 ευρώ. Αν υποθέσουμε ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση αποφασίζει να υποτιμήσει το νόμισμά της, το ευρώ, έναντι του δολαρίου ΗΠΑ κατά 20% (δηλαδή κατά 0,24 ευρώ το δολάριο), τότε η νέα συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου θα είναι 1 δολάριο = 1,44 ευρώ.

Με την υποτίμηση του νομίσματος, λοιπόν, επιδιώκεται η αύξηση των εξαγωγών, αφού τα προϊόντα του εσωτερικού μετά την υποτίμηση καθίστανται φθηνότερα στο εξωτερικό, καθώς και η μείωση των εισαγωγών, αφού τα προϊόντα του εξωτερικού ακριβαίνουν για τους κατοίκους του εσωτερικού. Η επιτυχία όμως μιας τέτοιας πολιτικής δεν είναι σε κάθε περίπτωση εξασφαλισμένη.

Για να έχει θετικά αποτελέσματα η υποτίμηση θα πρέπει στη χώρα που υποτιμά το νόμισμά της να υπάρχουν ελεύθερες ανεκμετάλλευτες παραγωγικές

δυνάμεις, ενώ στις χώρες με τις οποίες συναλλάσσεται θα πρέπει να επικρατεί πλήρης απασχόληση. Στην περίπτωση αυτή η ελαστικότητα προσφοράς της χώρας αυτής θα πρέπει να είναι αρκετή ώστε να καλύψει την αυξημένη ζήτηση για εξαγόμενα αγαθά που θα ασκηθεί από το εξωτερικό. Αντίθετα σε περίπτωση που η οικονομία βρίσκεται σε κατάσταση πλήρους απασχόλησης μια υποτίμηση μπορεί να οδηγήσει σε επιδείνωση του ισοζυγίου πληρωμών. Χωρίς τη μείωση της εγχώριας ζήτησης δεν είναι δυνατό να αυξηθεί η προσφορά σε εξαγόμενα αγαθά, ώστε να εξισορροπηθεί η πίεση που προέρχεται από την αύξηση των τιμών των εισαγόμενων προϊόντων. Για το λόγο αυτό αλλά και σε κάθε περίπτωση η συναλλαγματική πολιτική θα πρέπει να συνοδεύεται και με άλλα μέσα οικονομικής πολιτικής, ιδιαίτερα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτελεσματικότητα της υποτίμησης είναι, η άσκηση περιοριστικής πολιτικής στο εσωτερικό, η οποία να στοχεύει:

- α) στη σχετική μείωση του εθνικού εισοδήματος, και
- β) στη σχετική μείωση του επιπέδου των τιμών στο εσωτερικό.

Με τη μείωση του εισοδήματος επιτυγχάνεται ο περιορισμός των εισαγωγών, οι οποίες εξαρτώνται από το μέγεθός του, ενώ με τη μείωση του επιπέδου των τιμών βελτιώνεται η ανταγωνιστικότητα των προϊόντων στις αγορές του εξωτερικού και συνεπώς ενισχύεται η εξαγωγική προσπάθεια. Τα μέτρα περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στοχεύουν στη μείωση της ποσότητας του χρήματος ή και στην αύξηση του επιπέδου του τόκου, ενώ τα μέτρα περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής έχουν σαν στόχο τη μείωση των δαπανών ή και την αύξηση της φορολογίας.

Η πίεση που αισθάνομαι οι φορείς της οικονομικής πολιτικής να ακολουθήσουν υποχρεωτικά μια πολιτική που υπαγορεύεται από τα προβλήματα που υπάρχουν στο ισοζύγιο πληρωμών, είναι ακόμη μεγαλύτερη, όταν η χώρα αυτή αντιμετωπίζει και οξύ πρόβλημα ανεργίας. Η μείωση της ανεργίας με επεκτατικά μέσα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής θα έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση του ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών. Αντίθετα η μείωση του ελλείμματος με περιοριστικά μέτρα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής θα οδηγήσει στην αύξηση της ανεργίας.

Την ακριβώς αντίθετη πολιτική θα πρέπει να ακολουθήσει μια χώρα όταν εμφανίζει πλεόνασμα στο ισοζύγιο πληρωμών. Η επεκτατική πολιτική όμως που υπαγορεύεται στη χώρα αυτή από το ισοζύγιο πληρωμών της έρχεται σε αντίθεση με

το στόχο της σταθερότητας του επιπέδου των τιμών, που σημαίνει ότι πολύ δύσκολα θα ήταν πρόθυμη να την εφαρμόσει.

Η ανατίμηση επομένως, ενός νομίσματος συνεπάγεται αύξηση της αγοραστικής δύναμής του έναντι κάποιου άλλου νομίσματος.

Έτσι, με το ανατιμημένο νόμισμα αγοράζονται μεγαλύτερες ποσότητες υποτιμημένου νομίσματος. Για παράδειγμα, η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου ΗΠΑ στις 7/8/2004 ήταν 1 δολάριο = 1,20 ευρώ. Ας υποθέσουμε ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση αποφασίζει να υπερτιμήσει το ευρώ έναντι του δολαρίου κατά 20%, δηλαδή κατά 0,24 ευρώ ανά δολάριο. Τότε η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου θα είναι 1 δολάριο = 0,96.

Με τη νέα επίσημη ισοτιμία συναλλάγματος θα αυξηθούν οι εισαγωγές και θα μειωθούν οι εξαγωγές της χώρας που ανατίμησε το νόμισμά της, στην προκειμένη περίπτωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Σχετικά με τη μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών προκύπτουν ακόμη δύο ερωτήματα. Το πρώτο έχει σχέση με την επιλογή της κατάλληλης χρονικής στιγμής που θα γίνει η μεταβολή και το δεύτερο με το ύψος της μεταβολής. Σε ότι αφορά το πρώτο είναι γνωστό ότι μια χώρα δεν χρησιμοποιεί το μέτρο αυτό με μεγάλη ευκολία, όπως μπορεί να συμβαίνει με άλλα μέτρα οικονομικής πολιτικής. Πέρα από τις ουσιαστικές αντιρρήσεις που μπορεί να υπάρχουν αναφορικά με την αποτελεσματικότητά του, η υποτίμηση ιδιαίτερα του νομίσματος θεωρείται ως αποτυχία της εθνικής πολιτικής στον οικονομικό τομέα και συνεπώς αποφεύγεται να χρησιμοποιείται. Για να προχωρήσει τελικά μια χώρα στην υποτίμηση του νομίσματός της θα πρέπει να υπάρχουν πολύ σοβαρά προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών που δεν μπορούν διαφορετικά να αντιμετωπισθούν. Όπως είναι φυσικό, για την αποφυγή κερδοσκοπικών τάσεων (αλλαγή εγχώριου νομίσματος με ξένο συνάλλαγμα), η εφαρμογή του μέτρου γίνεται με απόλυτη μυστικότητα και χωρίς βέβαια προαναγγελία. Έτσι και κατά την περίοδο «ωριμότητας» του μέτρου συχνά παρουσιάζεται το φαινόμενο των αλλεπάλληλων διαψεύσεων της εφαρμογής του μέτρου από τους φορείς της οικονομικής πολιτικής πράγμα που θα πρέπει να θεωρείται λογικό. Το ύψος τώρα της μεταβολής που επιλεγεί εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Ιδιαίτερα θα πρέπει να ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι πρόκειται για την εφαρμογή ενός σπάνιου μέτρου και συνεπώς η δόση θα πρέπει να είναι ικανοποιητική, ώστε να μην χρειασθεί νέα παρέμβαση. Από την άλλη πλευρά όμως και η υπερβολή μπορεί να δημιουργήσει αντιδράσεις των χωρών που πλήττονται από

το μέτρο, οι οποίες είναι δυνατό να λάβουν αντίμετρα που να εξουδετερώνουν τα όποια θετικά αποτελέσματα προκύψουν για τη χώρα αυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ – ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

3.1 Η αγορά Συναλλάγματος και οι Διεθνείς Πληρωμές

Είναι ευνόητο, ότι οι άπειρες ανταλλαγές αγαθών και υπηρεσιών που συμβαίνουν κάθε στιγμή στην αγορά, προϋποθέτουν την ύπαρξη ενός μέσου πληρωμών, είτε στα πλαίσια μιας εθνικής οικονομίας αναφερόμαστε, είτε στα πλαίσια της διεθνούς οικονομίας. Και στην μεν πρώτη περίπτωση, το μέσο των πληρωμών είναι το εθνικό νόμισμα της κάθε χώρας στη δε δεύτερη το συνάλλαγμα, δηλαδή το ξένο για κάθε χώρα νόμισμα. Ακόμη είναι ευνόητο, ότι, με τη συνεχή αύξηση του όγκου του διεθνούς εμπορίου διαχρονικά, όλο και μεγαλύτερες ποσότητες μέσων πληρωμής (συναλλάγματος), είναι αναγκαίο να υπάρχουν στα χέρια των χωρών που συμμετέχουν στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, ώστε να πληρώνονται αμοιβαία οι εισαγωγές – εξαγωγές αγαθών, υπηρεσιών, τίτλων κ.λπ. Οπότε προκύπτει το ερώτημα: πως χρηματοδοτούνται όλες αυτές οι διεθνείς συναλλαγές και με ποια διαδικασία.

3.2 Τρέχουσα αγορά Συναλλάγματος (spot αγορά)

Η αγορά συναλλάγματος για τις άμεσες συναλλαγές, ονομάζεται τρέχουσα (spot) αγορά. Καλείται να καλύψει τις ανάγκες διεθνών πληρωμών (εισαγωγές – εξαγωγές αγαθών, υπηρεσιών κ.λπ.) που έχουν μικρό ή άμεσο χρονικό ορίζοντα, ή για να το πούμε διαφορετικά, οι αγορές και οι πωλήσεις ξένων νομισμάτων γίνονται για άμεση παράδοση (δύο ημέρες εργάσιμες από την ημέρα της συναλλαγής).

3.2.1 Arbitrage (συναλλαγματική διαιτησία)

Συχνά οι τράπεζες δεν περιορίζονται στην ευθεία μετατροπή και μεταφορά ποσών από ένα λογαριασμό σε άλλον, αλλά επιλέγουν την τεθλασμένη οδό, δηλαδή εκτελούν το λεγόμενο arbitrage.

Το arbitrage (διαιτησία συναλλαγής) είναι η πράξη της ταυτοχρόνου αγοράς αξιών (χρηματικά ποσά, τίτλοι) ή εμπορευμάτων σε μία αγορά και της πωλήσεώς τους σε μία άλλη αγορά, ώστε να προκύψει ωφέλεια από τη διαφορά τιμών. Το ενδιαφέρον της πράξεως απεικονίζεται στο ακόλουθο απλουστευμένο παράδειγμα.

Υποτίθεται ότι στις 16 Νοεμβρίου ένας εισαγωγέας ζητεί να του διαθέσει η Τράπεζα Α Αθηνών στο υποκατάστημά της στις ΗΠΑ 80000\$. Η Α πωλεί στην Αθήνα δολάρια στην τιμή $1\$=1,20\text{€}$ και εισπράττει από τον πελάτη της το αντίτιμο των 96000€. Διαπιστώνει όμως ότι η Τράπεζα Β- Αγγλίας πωλεί λίρες Αγγλίας (£) έναντι ευρώ στην τιμή $1\text{£}=0,65\text{€}$. Αγοράζει τις αναγκαίες λίρες Αγγλίας και τα μεταπωλεί έναντι δολαρίου στην τράπεζα Χ-Νέας Υόρκης με την ισοτιμία $1\text{£}=0,55\$$.

Τα \$ αγοράζονται στις ΗΠΑ, μέσω των λιρών Αγγλίας, στην τιμή

$$1\$ = \frac{0,65}{0,55} = 1,18\$, \text{ ήτοι τα } 80000\$ \text{ κοστίζουν στην Τράπεζα Α-Αθηνών}$$

94400€ και συνεπώς προκύπτει ένα θετικό υπόλοιπο

$$(96000 - 94400 =) 1600\text{€}.$$

Απ' αυτό το υπόλοιπο η Τράπεζα Α καλύπτει τα έξοδά της και αποκομίζει και κάποιο κέρδος, το οποίο είναι σαφώς υψηλότερο από εκείνο που θα απεκόμιζε αν προέβαινε στην απ' ευθείας και όχι στην τριγωνική διάθεση των \$. Εντός δύο ημερών μετά την εντολή τα 80000\$ θα είναι στη διάθεση του εισαγωγέα στη Νέα Υόρκη.

Το arbitrage απαιτεί μεγάλη επιδεξιότητα στην εφαρμογή του, επειδή οι ισοτιμίες των νομισμάτων αλλάζουν ταχύτητα και ενδέχεται π.χ. να παγιδευτεί ο εντολέας με τα £, αν ανεβεί η τιμή του \$, οπότε θα πρέπει να αγοράσει με ζημία ή να περιμένει τη βελτίωση της ισοτιμίας υπέρ των £. Το arbitrage συμβάλλει στην εναρμόνιση των ισοτιμιών μεταξύ των διαφόρων αγορών. Εν πάση περιπτώσει η προσφυγή στην τεχνική αυτή κρίνεται απωφελής, εφ' όσον υπερκαλύπτονται τουλάχιστον τα έξοδα.

3.3 Η Προθεσμιακή αγορά Συναλλάγματος

Η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος (ΠΑΣ) επιτρέπει τον άμεσο προσδιορισμό της ισοτιμίας, στην οποία θ' ανταλλαγούν αργότερα, στο μέλλον, συγκεκριμένα ποσά τραπεζικών λογαριασμών μεταξύ αγοραστή και πωλητή. Σκοπός της είναι η κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου, αφού κατά την υπογραφή, π.χ. ενός συμβολαίου εισαγωγής εμπορευμάτων για μελλοντική παράδοση, προσδιορίζεται και η τιμή σε συνάλλαγμα. Έτσι καλύπτεται ο εισαγωγέας με τον ταυτόχρονο προς την τιμή καθορισμό και της συνολικής αξίας σε εθνικό νόμισμα, που θα πρέπει να καταβάλει σε μελλοντική ημερομηνία για να εξοφλήσει την οφειλή του σε συνάλλαγμα, η οποία δεν είναι ακόμη απαιτητή. Η κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου παρουσιάζει ανάλογο ενδιαφέρον και για τον πωλητή, όταν η πώληση τιμολογείται σε νόμισμα τρίτης χώρας.

Η ΠΑΣ παίζει ένα σημαντικό οικονομικό ρόλο, διότι επιτρέπει τον άμεσο καθορισμό σε εθνικό νόμισμα του κόστους εισαγωγής των αγαθών ή των υπηρεσιών, καθώς και την αξία σε εθνικό νόμισμα των εμπορικών και χρηματο-οικονομικών απαιτήσεων επί του εξωτερικού. Δεν είναι βεβαίως απαραίτητο η ΠΑΣ να συνδέεται πάντοτε με συμβόλαια προθεσμιακής αγοράς προϊόντων. Υπάρχει και η κερδοσκοπία, η οποία επιδιώκει την πραγματοποίηση κέρδους εκ της μεταβολής των ισοτιμιών μεταξύ δύο ημερομηνιών, δηλαδή εδώ ο κίνδυνος αναλαμβάνεται εκουσίως. Ως κερδοσκοπική πράξη η ΠΑΣ δεν είναι επιτρεπτή σε πολλές χώρες.

Οι πράξεις ΠΑΣ εκτελούνται από τις τράπεζες κατ' εντολήν των πελατών τους ή εξ ίδιας πρωτοβουλίας προς βελτίωση των θέσεών τους σε συνάλλαγμα. Οι ισοτιμίες της ΠΑΣ προσδιορίζονται ελευθέρως με βάση την προσφορά και τη ζήτηση. Δεν υπάρχουν τιμές Fixing, όπως στην τρέχουσα αγορά συναλλάγματος, οι Δε τιμές που δημοσιεύονται στον τύπο έχουν ενδεικτική σημασία. Οι κεντρικές τράπεζες δεν παρεμβαίνουν στις προθεσμιακές αγορές, οι οποίες αυτορυθμίζονται μέσω των συνδέσεων τους με την τρέχουσα αγορά και έτσι αποτρέπονται οι ισχυρές διακυμάνσεις των ισοτιμιών.

Οι συνήθεις προθεσμίες στην ΠΑΣ είναι από 3 έως 7 ημέρες, 1 μήνας ή 2, 3, 6, 9, 12, 18 μήνες και 2, 3 ή 5 έτη.

Μέχρι 6 μηνών είναι γενικώς διαπραγματεύσιμα όλα τα νομίσματα που υπεισέρχονται σε διεθνή συμβόλαια. Για μεγαλύτερες διάρκειες περιορίζεται ο αριθμός τους και παραμένουν διαπραγματεύσιμα το δολάριο Αμερικής, το φράγκο Ελβετίας, η αγγλική λίρα.

3.3.1 Πρακτική εφαρμογή του μηχανισμού

Ο εισαγωγέας, για ν' αντιμετωπίσει τον κίνδυνο μεταβολής της ισοτιμίας κατά τη μελλοντική στιγμή πληρωμής, θα μπορούσε ν' αγοράσει αμέσως το ξένο νόμισμα, αλλά θα έπρεπε να καταβάλει και το αντίτιμό του.

Προς αποφυγήν της αμέσου εκταμιεύσεως προβαίνει στην προθεσμιακή αγορά, προσδιορίζοντας εκ των προτέρων την προθεσμία και την ισοτιμία και πληρώνοντας στην τράπεζα μια προμήθεια για την προσφορά αυτών των υπηρεσιών.

Η λογιστική εμφάνιση της καταστάσεως του εισαγωγέα θα έχει ως εξής:

Πίνακας 30-3. Λογιστική κατάσταση πράξεως ΠΑΣ εισαγωγέα

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ
Αγορασθέντα εμπορεύματα	Υποχρέωση σε συνάλλαγμα (στον προμηθευτή)
.....
ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ	ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ
Εισπρακτέο συνάλλαγμα	Πληρωτέα ευρώ
(εισαγωγέας από την τράπεζα)	(στην τράπεζα)

Έτσι, ο αγοραστής, χωρίς να έχει εξοφλήσει την αξία, γνωρίζει τη μελλοντική οφειλή του σε ευρώ και κατά συνέπεια το κόστος του εισαγομένου προϊόντος.

Την ασφάλεια εκ του συναλλαγματικού κινδύνου επιδιώκει και ένας εξαγωγέας από την ίδια ως ανωτέρω χώρα, που έκανε προθεσμιακή πώληση. Θα ζητήσει από την τράπεζά του ένα προθεσμιακό διακανονισμό, οπότε θα εμφανίζει την ακόλουθη λογιστική κατάσταση:

Πίνακας 30-4. Λογιστική κατάσταση πράξεως ΠΑΣ εξαγωγέα

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ
▶ Πωληθέντα εμπορεύματα (μείωση ενεργητικού) ▶ Εισπρακτέο συνάλλαγμα (εκ του αλλοδαπού αγοραστή) ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ Εισπρακτέα ευρώ (από την τράπεζα) ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ Πληρωτέο συνάλλαγμα (στην τράπεζα)

Με την υπογραφή της συμφωνίας του με την τράπεζα ο εξαγωγέας γνωρίζει επακριβώς το ποσό σε ευρώ που θα εισπράξει από αυτήν, έναντι της μελλοντικής αρίξεως του ποσού συναλλάγματος (πληρωτέο συνάλλαγμα) που θα καταθέσει ο αλλοδαπός αγοραστής (εισπρακτέο συνάλλαγμα).

Με τις προηγούμενες ενέργειες, ο αγοραστής και ο πωλητής μεταβίβασαν τον συναλλαγματικό κίνδυνο στις τράπεζες, οι οποίες θα μπορέσουν να καλυφθούν, αν εύρισκαν ταυτοχρόνως ισόποσα, αντιθέτου φοράς, συμβόλαια για ρύθμιση, πράγμα σπάνιο. Γι' αυτό οι τράπεζες, για κάθε κάλυψη που παρέχουν σε πελάτη τους, σπεύδουν να καλυφθούν και οι ίδιες, αγοράζοντας αμέσως το αναγκαίο συνάλλαγμα.

Η τράπεζα π.χ. που καλύπτει τον εισαγωγέα, αγοράζει αμέσως το αναγκαίο συνάλλαγμα, οπότε, γνωρίζοντας το κόστος αγοράς του και προσθέτοντας το κόστος διατήρησης του (τόκοι) μέχρι την προθεσμία διαθέσεώς του στον εισαγωγέα, κάνει γνωστό στον τελευταίο το ακριβές κόστος της πράξεως. Έτσι διασφαλίζεται και εκείνη από την ενδεχομένη μεταβολή των ισοτιμιών. Η λογιστική κατάστασή της θα έχει ως εξής:

Πίνακας 30-5. Λογιστική κατάσταση της τράπεζας του εισαγωγέα

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ
Διαθέσιμο συνάλλαγμα (αγορασθέν τοις μετρητοίς) ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ Εισπρακτέα ευρώ (από τον εισαγωγέα)	Υποχρέωση σε ευρώ (το δάνειο αγοράς του συναλλάγματος) ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ Πληρωτέο συνάλλαγμα (στον εισαγωγέα)

Παρομοίως, η τράπεζα του εξαγωγέα, για να είναι σε θέση να του προμηθεύσει στη συγκεκριμένη προθεσμία το ορισμένο σε ευρώ αντίτιμο του συναλλάγματος, θα πρέπει να ευρωπαϊήσει αντίστοιχο ποσόν συναλλάγματος κατά τη στιγμή της διασφάλισης του εξαγωγέα. Αυτό το ποσόν συναλλάγματος ή θα το αποσύρει από τα διαθέσιμά της ή θα το δανεισθεί. Έτσι, γνωρίζοντας ακριβώς πλέον η τράπεζα το κόστος δανεισμού (τόκοι) και ευρωπαϊήσεως του συναλλάγματος πληροφορεί τον εξαγωγέα για το ακριβές τίμημα της διασφάλισέως του.

Ταυτοχρόνως διασφαλίζεται και η ίδια έναντι ενδεχομένης μεταβολής της ισοτιμίας (διαθέτει ήδη το ευρωπαϊημένο ποσόν για τη μελλοντική χορήγηση στον εξαγωγέα). Η λογιστική κατάσταση της τράπεζας έχει ως εξής:

Πίνακας 30-6. Λογιστική κατάσταση της τράπεζας του εξαγωγέα

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	ΠΑΘΗΤΙΚΟ
<p>Διαθέσιμα ευρώ (από την άμεση ευρωπαϊήση του δανεισθέντος συναλλάγματος)</p> <p>.....</p> <p>ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ Εισπρακτέο συνάλλαγμα (από τον εξαγωγέα)</p>	<p>Δάνειο σε συνάλλαγμα</p> <p>.....</p> <p>ΕΚΤΟΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ Πληρωτέα ευρώ (στον εξαγωγέα)</p>

Οι τράπεζες που προαγοράζουν ή προπωλούν το συνάλλαγμα για να διασφαλίσουν το προθεσμιακό ποσόν σε ευρώ στον εισαγωγέα ή στον εξαγωγέα αντιστοίχως, υφίστανται μεταβολή στη ρευστότητά τους, την οποία επιδιώκουν να ισορροπήσουν μέσω των επιτοκίων τοποθετήσεως μέχρι την προθεσμία εκκαθαρίσεως της πράξεως. Τα ποσά που δανείζονται οι τράπεζες από την εγχώρια (εθνικό νόμισμα) ή τη διεθνή κεφαλαιαγορά (ευρωνομίσματα), τα τοποθετούν εντόκως μέχρι την ως άνω προθεσμία. Αν τα επιτόκια δανεισμού των τραπεζών είναι υψηλότερα από τα επιτόκια τοποθετήσεως, προκύπτει μια διαφορά τις βάρους των τραπεζών, την οποία βεβαίως οι τράπεζες ενσωματώνουν στην επιβάρυνση των πελατών. Αντιθέτως, όταν τα επιτόκια τοποθετήσεως είναι υψηλότερα από τα επιτόκια δανεισμού υπάρχει ωφέλεια επιτοκίου για τις τράπεζες.

Γενικότερα, η προθεσμιακή ισοτιμία ενός νομίσματος Β προς το εθνικό νόμισμα Α δεν είναι ποτέ ίση με την τρέχουσα ισοτιμία. Αν αυτό συμβεί, κατά τύχη, τότε η προθεσμιακή ισοτιμία αποκαλείται “εις το άρτιον”. Εάν με μία μονάδα του Β είναι δυνατή στο μέλλον η αγορά μεγαλύτερης ποσότητας εκ του Α τότε η ισοτιμία του Β ως προς το Α εμφανίζεται ανοδική (Premium). Η θετική διαφορά (prime) μεταξύ μελλοντικής και τρέχουσας ισοτιμίας εκφράζεται ως ποσοστό % της τρέχουσας ισοτιμίας επί ετησίας βάσεως. Αντιθέτως, όταν με τη μονάδα του Β αγοράζεται στο μέλλον μικρότερη ποσότητα εκ του Α, τότε λέγεται ότι το Β βρίσκεται σε καθοδική πορεία (Discount), η δε διαφορά μεταξύ της τρεχούσης και της προθεσμιακής ισοτιμίας εκφράζεται πάλιν σε ποσοστό % επί της τρεχούσης ισοτιμίας σε ετήσια βάση.

Από τον ανωτέρω τρόπο ρυθμίσεως των προθεσμιακών πράξεων διαφαίνεται η σύνδεσή τους με αντίστοιχες τρέχουσες πράξεις εκ μέρους των τραπεζών και γι’ αυτό γίνεται λόγος περί συνδεδεμένων πράξεων.

Η πολυπλοκότητα, λοιπόν, των προθεσμιακών συναλλαγματικών πράξεων έγκειται στην ταυτόχρονη εμπλοκή του εισαγωγέα ή εξαγωγέα, των τραπεζών τους και των εγχωρίων και των διεθνών κεφαλαιαγορών. Συνεπώς, η προθεσμιακή τιμή συναλλάγματος εξαρτάται τόσο από την τρέχουσα αγορά συναλλάγματος όσο και από την κεφαλαιαγορά, εσωτερική και διεθνή, οι οποίες ρυθμίζουν τα επιτόκια.

Στην Ελλάδα, ο αυστηρός έλεγχος των κινήσεων συναλλάγματος που εφημεύετο κατά τις περασμένες δεκαετίες δεν επέτρεψε την κανονική ανάπτυξη των προθεσμιακών συναλλαγών.

Οι οικονομικές εφημερίδες δημοσιεύουν καθημερινά τις προθεσμιακές ισοτιμίες των νομισμάτων κατά διαφόρους τρόπους. Στη Ναυτεμπορική π.χ. της 23/08/2004 (Πίνακας 30-7) δίδονται οι προθεσμιακές ισοτιμίες αγοράς και πωλήσεως για 1,2,3,6,9 και 12 μήνες. Στην Καθημερινή (25/08/2004, Πίνακας 30-8), δημοσιεύονται οι ημερήσιες (spot) και προθεσμιακές τιμές αγοράς και πωλήσεως για 4 νομίσματα και τα 4 εθνικά κέντρα διαπραγματεύσεώς τους. Οι ακριβείς προθεσμιακές τιμές πρέπει να υπολογισθούν αφού για κάθε προθεσμία δίδεται το αντίστοιχο ποσόν μεταβολής, με το πρόσημο πλην (-), όταν πρόκειται για μείωση (discount) και χωρίς πρόσημο όταν πρόκειται για αύξηση (premium). Έτσι η τρίμηνη προθεσμιακή τιμή αγοράς του δολαρίου στην Αθήνα υπολογίζεται ίση με $0,8163 + 0,001 = 0,8173\text{€}$ και η τρίμηνη προθεσμιακή τιμή αγοράς ευρώ στην Ιαπωνία είναι ίση με $134,55 - 0,74 = 133,81$ γιεν.

Πίνακας 30-7. Ενδεικτικές τιμές Προθεσμιακής Αγοράς Συναλλάγματος

	1 μήνας		2 μήνες		3 μήνες		6 μήνες		9 μήνες		12 μήνες	
	Αγορά	Πώληση	Αγορά	Πώληση	Αγορά	Πώληση	Αγορά	Πώληση	Αγορά	Πώληση	Αγορά	Πώληση
SD	1,2288	1,2286	1,2286	1,2283	1,2284	1,2273	1,2284	1,2275	1,2288	1,2276	1,2293	1,2278
BP	0,67599	0,67590	0,67747	0,67732	0,67917	0,68056	0,68409	0,68365	0,68904	0,68823	0,69368	0,69281
HF	1,5375	1,5373	1,5357	1,5353	1,5337	1,5306	1,5286	1,5274	1,5237	1,5220	1,5186	1,5165
Υ	134,51	134,50	134,30	134,28	134,06	134,01	133,36	133,27	132,65	132,52	131,95	131,74

- (USD – δολάριο Αμερικής, GBP – Αγγλική λίρα, CHF – Ελ. Φράγκο, JPY – Ιαπωνικό γιέν)

Πίνακας 30-8. ΗΜΕΡΗΣΙΕΣ (SPOT) ΚΑΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΤΙΜΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

	ΗΠΑ		ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ		ΙΑΠΩΝΙΑ		ΑΓΓΛΙΑ	
	Αγορά	Πώληση	Αγορά	Πώληση	Αγορά	Πώληση	Αγορά	Πώληση
ANA ΔΟΛΛΑΡΙΟ			0,8163	0,8167	109,88	109,93	0,5438	0,5439
SPOT			0,0005	0,0005	- 0,14	- 0,14	0,0015	0,0015
1 μήνας			0,001	0,0011	- 0,46	- 0,46	0,0044	0,0044
3 μήνες			0,0012	0,0013	- 1,07	- 1,06	0,0084	0,0084
6 μήνες			0,0001	0,0002	- 2,55	- 2,54	0,0151	0,0152
12 μήνες								
ANA ΕΥΡΩ	1,2245	1,225			134,55	134,66	0,6658	0,6663
SPOT	-0,0007	- 0,0007			- 0,25	- 0,24	0,0014	0,0014
1 μήνας	-0,0016	- 0,0015			- 0,74	- 0,73	0,0045	0,0045
3 μήνες	-0,0019	- 0,0018			-1,52	- 1,5	0,0092	0,0093
6 μήνες	-0,0003	- 0,0002			-3,15	- 3,13	0,0183	0,0186
12 μήνες								
ANA 100 ΓΙΕΝ	0,9097	0,9101	0,7426	0,7432			0,4946	0,495
SPOT	0,0011	0,0011	0,0013	0,0014			0,002	0,002
1 μήνας	0,0038	0,0039	0,0041	0,0041			0,0061	0,0061
3 μήνες	0,0089	0,009	0,0084	0,0085			0,0125	0,0126
6 μήνες	0,0215	0,0216	0,0177	0,0178			0,0257	0,0259
12 μήνες								
ANA ΣΤΕΡΛΙΝΑ	1,8385	1,839	1,5008	1,5018	202,01	202,16		
SPOT	-0,005	- 0,005	-0,0033	- 0,0032	- 0,81	- 0,8		
1 μήνας	-0,0147	- 0,0146	-0,0101	- 0,01	- 2,46	- 2,44		
3 μήνες	-0,0279	- 0,0279	-0,0206	- 0,0205	- 5,01	- 4,99		
6 μήνες	-0,0501	- 0,0496	-0,0407	- 0,0402	-10,07	-10		
12 μήνες								

Πηγή: HSBC Bank plc

Η τιμή spot είναι η τιμή που είχε το νόμισμα χθες στις 17.00 ώρα Ελλάδος.

Για να υπολογισθούν οι προθεσμιακές τιμές για 1 μήνα, 3 μήνες, και 12 μήνες, προσθέτουμε [ή αφαιρούμε αν έχει αρνητικό πρόσημο (-)] στις τιμές spot τα αντίστοιχα ψηφία.

Για να γίνονται συγκρίσεις, οι αυξήσεις ή μειώσεις που προστίθενται στις τρέχουσες ισοτιμίες, εκφράζονται, όπως προαναφέρθηκε, σε ετήσια ποσοστά % της τρεχούσης ισοτιμίας. Αν συμβολισθούν με T_0 η τρέχουσα ισοτιμία και με ΔT η αλγεβρική μεταβολή της τρεχούσης ισοτιμίας κατά το χρονικό διάστημα της προθεσμίας t ημερών, η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή υπολογίζεται ως εξής:

Στην ισοτιμία T_0 εντός t ημερών αντιστοιχεί μεταβολή ΔT

$$\gg \gg 100 \gg 360 \gg \gg \gg X;$$

$$X = \Delta T \times \frac{100}{T_0} \times \frac{360}{t} \quad (1)$$

Με βάση τα στοιχεία του Πίνακα 30-8 υπολογίζονται για την Ελλάδα και τις ΗΠΑ οι ακόλουθες επί ετήσιας βάσεως ποσοστιαίες μεταβολές των προθεσμιακών ισοτιμιών αγοράς του δολαρίου έναντι ευρώ.

Πίνακας 30-9. Ποσοστιαίες μεταβολές επί ετήσιας βάσεως των διαφορών των προθεσμιακών ισοτιμιών αγοράς έναντι της τρεχούσης ισοτιμίας δολαρίου προς το ευρώ.

Προθεσμία	Ελλάδα (1\$=0,8163€)	ΗΠΑ (1€=1,225\$)
1 μήνας	0,73%	-0,69%
3 μήνες	0,49%	-0,49%
6 μήνες	0,29%	-0,29%
12 μήνες	0,01%	-0,02%

3.4 Διαταραχές εκ της αλληλεπιδράσεως των δύο αγορών συναλλάγματος

Μία διαταραχή στην προθεσμιακή αγορά (η οποία, όπως προαναφέρθηκε μπορεί να έχει κερδοσκοπικά αίτια) μεταβιβάζεται στην τρέχουσα, λόγω της αλληλοσυνδέσεώς τους, με αποτέλεσμα την ανάγκη παρεμβάσεων των κεντρικών τραπεζών, ώστε να διατηρούνται οι ισοτιμίες σε ομαλά επίπεδα. Η εκταμίευση όμως σημαντικών ποσών από τα συναλλαγματικά αποθέματα των κεντρικών τραπεζών μεταβιβάζει τον κίνδυνο, έναντι του οποίου επιδιόκουν να διασφαλισθούν οι έμποροι και οι τράπεζες, στη σφαίρα της δημοσίας οικονομίας. Η απότομη αύξηση των

προθεσμιακών πράξεων επηρεάζει αμέσως τις ισοτιμίες στην τρέχουσα αγορά συναλλάγματος και τα επιτόκια, ενώ, υπό κανονικές συνθήκες, οι ισοτιμίες της τρέχουσας αγοράς επηρεάζουν τις ισοτιμίες της προθεσμιακής αγοράς.

Κατά κανόνα υπάρχει στενή σύνδεση μεταξύ της ισχύος ενός νομίσματος και της προθεσμιακής τιμής του, διότι τα ισχυρά νομίσματα ανήκουν σε χώρες όπου πληθωρισμός και επιτόκια διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα και κατά συνέπεια η επίπτωσή τους στην αύξηση των προθεσμιακών ισοτιμιών είναι εξ ίσου μικρής εντάσεων.

3.4.1 Παράδειγμα πράξεως ΠΑΣ από εισαγωγή

Στις 16 Νοεμβρίου ένας εισαγωγέας απευθύνεται στην Τράπεζα Β-Αθηνών για να διασφαλισθεί έναντι του συναλλαγματικού κινδύνου για οφειλή του μετά 3μηνο, ύψους 80000\$, στον αμερικανό προμηθευτή του. Αυτή την ημέρα ισχύουν:

- Τιμή Fixing αγοράς \$ = 1,2067€
- Τιμή Fixing πωλήσεως \$ = 1,2043€
- Επιτόκιο 3 μηνών καταθέσεως \$ = 1,66%
- Επιτόκιο 3 μηνών χορηγήσεως \$ = 1,78%
- Επιτόκιο 3 μηνών καταθέσεως € = 2,03%
- Επιτόκιο 3 μηνών χορηγήσεως € = 2,15%

Η τράπεζα Β εκτελεί τις ακόλουθες ενέργειες:

α) Πωλεί στον εισαγωγέα 80000 \$, παραδοτέα στις 18

Φεβρουαρίου, στην τιμή που καθορίζεται στις 16 Νοεμβρίου, ήτοι 1\$=1,2043€

β) Καλύπτεται η ίδια αγοράζοντας αμέσως στις 16 Νοεμβρίου 80000\$ στην τιμή πωλήσεως 1\$=1,2043€

γ) Καταθέτει τα 80000\$ με το επιτόκιο 1,66% για 3 μήνες, οπότε θα εισπράξει τόκον ίσον προς:

$$80000 \times \frac{1,66}{100} \times \frac{92}{360} = 339,38 \$ \quad (2)$$

ήτοι το ισοδύναμο ποσόν $339,38 \times 1,2043€ = 408,71€$

δ) Δανείζεται η ίδια το ποσόν σε ευρώ που απαιτείται για την αγορά των 80000\$ ως β) ανωτέρω, με επιτόκιο 2,15% για τρεις μήνες και υπολογίζει τόκο:

$$96344 \times \frac{2,15}{100} \times \frac{92}{360} = 529,36\text{€} \quad (3)$$

Τελικώς το κόστος δανεισμού της μειώνεται σε $529,36 - 408,71 = 120,65\text{€}$. Αυτό το ποσόν προστίθεται στο κόστος αγοράς των 80000\$ και προκύπτει $96344 + 120,65 = 96464,65\text{€}$. Αυτό το ποσόν δηλώνει η Τράπεζα Β στον εισαγωγέα ότι πρέπει να της καταβάλει στις 18 Φεβρουαρίου, συν κάποια προμήθειά της που δεν υπολογίζεται εδώ, για να λάβει τα 80000\$. Ο εισαγωγέας θα πληρώσει λοιπόν το \$ στην προθεσμιακή τιμή των 1,2058€.

3.4.2 Σύμπτυξη των υπολογισμών

Αν πολλαπλασιαστούν τα δύο μέλη της (2) επί την τιμή Fixing πωλήσεως \$ = 1,2043 και στη συνέχεια η ισότητα που προκύπτει αφαιρεθεί κατά μέλη από την (3) και γίνουν ορισμένες απλές πράξεις, προκύπτει:

$$\frac{2,15 - 1,66}{100} \times \frac{92}{360} \times 1,2043 = 0,0015 \quad (4)$$

ήτοι, το ανά \$ προθεσμιακό κόστος. Είναι δυνατόν λοιπόν να χρησιμοποιείται απ' ευθείας ο ακόλουθος τύπος:

$$\frac{\text{Προθεσμιακό επιτόκιο χορηγήσεως δανείου εθνικού νομίσματος}}{100} - \frac{\text{Προθεσμιακό επιτόκιο χορηγήσεως δανείου ξένου νομίσματος}}{100} \times \frac{\text{Ημέρες προθεσμίας}}{360} \times \frac{\text{Παρούσα τιμή ξένου νομίσματος}}{\text{Πρόσθετη επιβάρυνση για την τιμή του ξένου νομίσματος}} = \text{προθεσμιακή (5)}$$

3.4.3 Πληρέστερη κάλυψη της Τράπεζας Β

Κατά τους ανωτέρω υπολογισμούς εκαλύφθησαν το δάνειο σε συνάλλαγμα και οι τόκοι του με την ίδια ισοτιμία της πωλήσεως του δολαρίου. Για να καλυφθούν και οι τόκοι από τον συναλλαγματικό κίνδυνο, όταν πρόκειται για μεγάλη προθεσμία

ή για υψηλό επιτόκιο δανεισμού ή για σημαντικό δάνειο, θεωρείται ως προσωρινό το αποτέλεσμα της σχέσεως (4) και αναχρησιμοποιείται δε ελαφρώς διορθωμένη μορφή της (4), όπως φαίνεται στην ακόλουθη σχέση (6):

$$\left(\frac{2,15}{100} \times 1,2043 - \frac{1,66}{100} \times 1,2058 \right) \frac{92}{360} =$$

$$= (0,0259 - 0,02) \times 0,2556 = 0,0015 \quad (6)$$

Η προθεσμιακή τιμή του δολαρίου διαμορφώνεται τότε στα
 $1,2043 + 0,0015 = 1,2058\text{€}$.

3.4.4 Παράδειγμα πράξεως ΠΑΣ από εξαγωγή

Ανάλογα με την περίπτωση του εισαγωγέα αντιμετωπίζεται και η περίπτωση του εξαγωγέα. Αν εμφανισθεί στην Τράπεζα Β Αθηνών ένας εξαγωγέας με το δικαίωμα εισπράξεως 80000\$ σε 3 μήνες και θέλει να διασφαλίσει την ισοτιμία της ημέρας παρουσίας του $1\$ = 1,2067\text{€}$, η τράπεζα αναλαμβάνει το δικαίωμα αυτό και το θεωρεί ως δάνειο επιβαρυνόμενο με το επιτόκιο χορηγήσεως 1,78%. Ταυτοχρόνως δεσμεύει το αντίστοιχο ποσό σε ευρώ για τρεις μήνες με το επιτόκιο 2,03%.

Δι' αντικαταστάσεως των μεγεθών σε ανάλογη προς την (4) σχέση προκύπτει:

$$\frac{2,03 - 1,78}{100} \times \frac{92}{360} \times 1,2067 = 0,0008 \text{ €/\$} \quad (7)$$

ως πρώτη προσέγγιση της δαπάνης, η οποία ανεβάζει την προθεσμιακή τιμή του \$ σε 1,2075€ και τελικώς, για να συμπεριληφθεί η επίπτωση του κινδύνου επί των τόκων \$,

$$\left(\frac{2,03}{100} \times 1,2067 - \frac{1,78}{100} \times 1,2075 \right) \times \frac{92}{360} =$$

$$= (0,0244 - 0,0214) \times 0,2556 = 0,0007 \quad (8)$$

Ωστε για να εισπράξει ο εξαγωγέας μετά την τρίμηνη προθεσμία τα 1,2067€ ανά δολάριο θα πρέπει να προκαταβάλει 0,0008€/€ κατά την πρώτη προσέγγιση ή 0,0007€ κατά την πλέον τελειοποιημένη προσέγγιση.

Παρατήρηση: Αν ο πελάτης δεν προσδιορίζει στην τράπεζα ότι θα είναι προθεσμιακός αγοραστής ή πωλητής του συναλλάγματος, η τράπεζα υπολογίζει ως ανωτέρω και τις δύο περιπτώσεις στην πολυπλοκότερη μορφή τους και προτείνει τις δύο διαφορές τιμών 0,0007/0,0015.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4. ΤΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

4.1 Γενικά

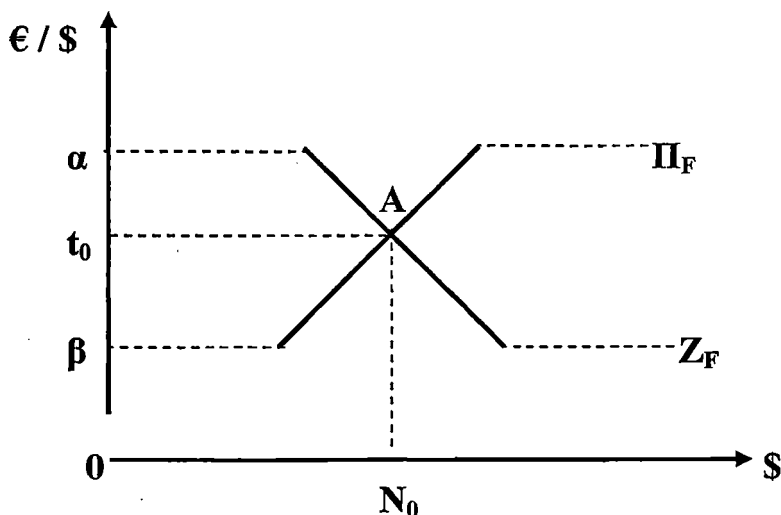
Τα συστήματα διενέργειας των διεθνών συναλλαγών, είναι:

1. Ο κανόνας χρυσού (Gold Standard Rule).
2. Ο κανόνας των ελεύθερων ισοτιμιών (Floating Foreign Exchange Rates).
3. Ο κανόνας των προσαρμόσιμων ισοτιμιών (Adjustable Floating Foreign Exchange Rates).

4.1.1 Ο Κανόνας Χρυσού

Σύμφωνα με τον κανόνα χρυσού, η αξία του κάθε νομίσματος εκφράζεται σε αντίστοιχη ποσότητα χρυσού και υπάρχει πλήρης μετατρεψιμότητα οποιασδήποτε ποσότητας χρήματος σε χρυσό. Κατ' αυτό τον τρόπο προσδιορίζεται και η ισοτιμία των διαφόρων νομισμάτων μεταξύ τους. Ο κανόνας χρυσού υπήρξε κεντρικό σημείο της κλασσικής οικονομικής θεωρίας για την εξισορροπητική διαδικασία του διεθνούς εμπορίου. Το γεγονός, ότι οποιαδήποτε ποσότητα κάθε νομίσματος είναι πλήρως μετατρέψιμη σε χρυσό συμβάλλει στην σταθερότητα των ισοτιμιών των διαφόρων νομισμάτων. Η σταθερότητα των ισοτιμιών των διαφόρων νομισμάτων θα διατηρείται, έως ότου, το κόστος εκμεταλλεύσεως του χρυσού στην κάθε χώρα παραμένει σταθερό, όπως επίσης και το μεταφορικό κόστος του χρυσού από την μία χώρα στην άλλη παραμένει σταθερό.

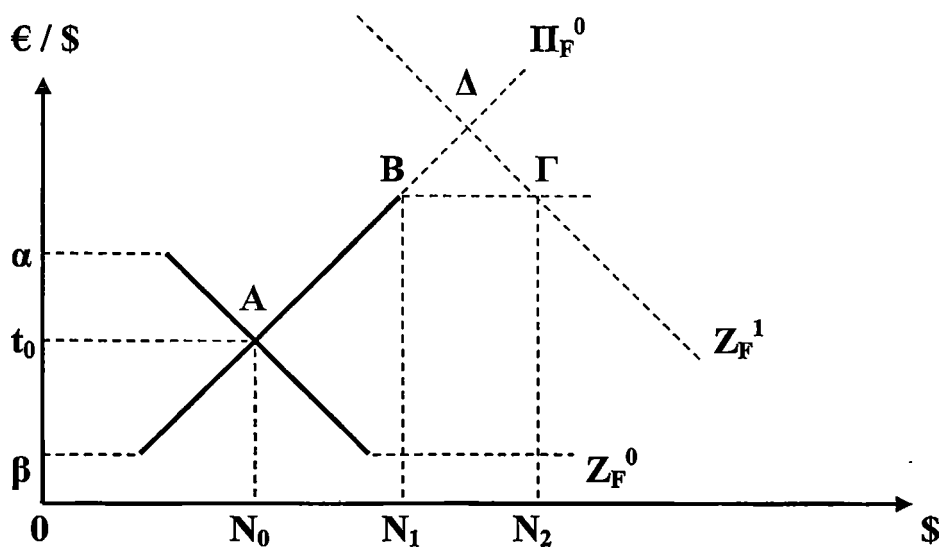
Το μεταφορικό κόστος μιας μονάδας χρυσού από την μια χώρα στην άλλη καθορίζει γύρω από την ισοτιμία των δυο νομισμάτων το ανώτατο χρυσό σημείο (maximum gold point) και το κατώτατο χρυσό σημείο (minimum gold point). Έτσι η αγορά συναλλάγματος μπορεί να παρουσιάζεται όπως στο Σχήμα 14-6.



Σχήμα 14-6.

Στο προηγούμενο σχήμα, ενώ η τιμή (t) είναι η ισοτιμία ευρώ – δολαρίου, σε κατάσταση ισορροπίας, η τιμή (α) αποτελεί το ανώτατο χρυσό σημείο και η τιμή (β) το κατώτατο χρυσό σημείο. Η τιμή συναλλάγματος, υπό τις συνθήκες του μεταφορικού κόστους που παρουσιάζονται στο Σχήμα 14-6, επιτρέπεται να κινείται εντός του διαστήματος των τιμών (α, β). κανένας κάτοικος της Ελλάδας, δεν θα ήταν διατεθειμένος να πληρώσει μια τιμή μεγαλύτερη από (α) για να αγοράσει (1\$). Αντίθετα, σε αυτή την περίπτωση, θα αγόραζε από την κεντρική τράπεζα της Ελλάδας ποσότητα χρυσού για την τιμή (t), θα τον μετέφερε στην Αμερική επιβαρυνόμενος με μεταφορικό κόστος ($\alpha - t$) και τον πουλούσε για (1\$). Παρομοίως, κανένας κάτοικος της Ελλάδας δεν θα ήταν διατεθειμένος να πουλήσει (1\$) σε τιμή μικρότερη από (β). αντίθετα, σε αυτή την περίπτωση, θα αγόραζε από την κεντρική τράπεζα της Αμερικής ποσότητα χρυσού για την τιμή (β), θα την μετέφερε στην Ελλάδα επιβαρυνόμενος με το μεταφορικό κόστος ($t - \beta$) και θα την μεταπωλούσε στην κεντρική τράπεζα της Ελλάδας για (t) ευρώ.

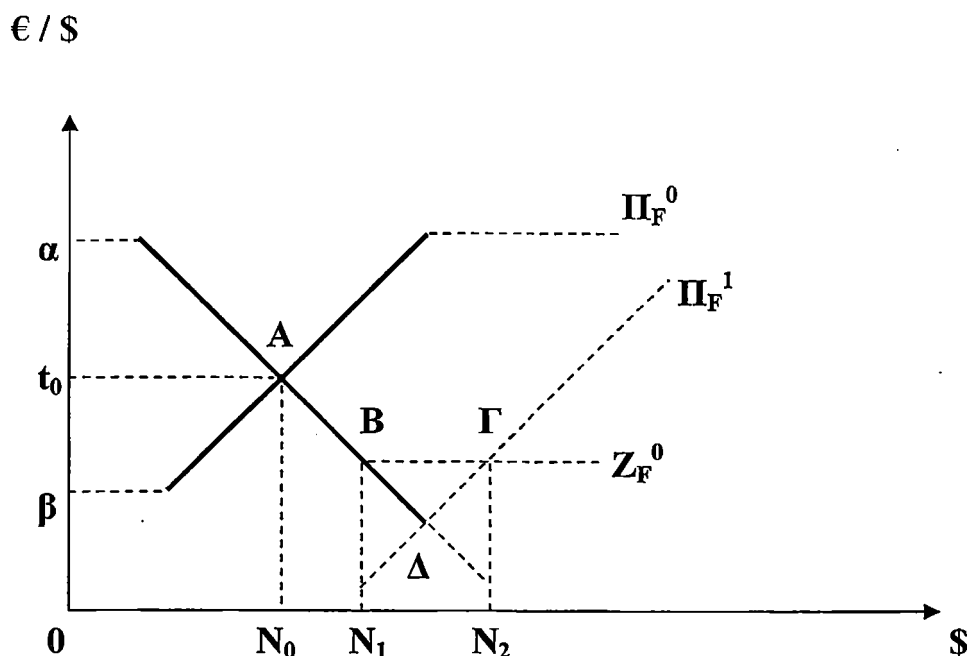
Υποθέτουμε τώρα, όπως φαίνεται στο Σχήμα 14-7, ότι η καμπύλη της ζήτησης συναλλάγματος (Z_0), μετατοπίζεται έστω στην θέση (Z_1).



Σχήμα 14-7.

Δεδομένης της καμπύλης της προσφοράς συναλλάγματος (Π_0), το νέο σημείο ισορροπίας είναι το σημείο (Δ), που αντιστοιχεί σε μια μεγαλύτερη τιμή συναλλάγματος από αυτή του ανώτατου χρυσού σημείου. Στο ανώτατο χρυσό σημείο (α), παρουσιάζεται μια υπερβάλλουσα ζήτηση (exceess demand) δολαρίων ίση με (BΓ). Αυτή η υπερβάλλουσα ζήτηση παρουσιάζει το έλλειμμα του ισοζυγίου της Ελλάδας και μπορεί να καλυφθεί από την εξαγωγή στην Αμερική ποσότητας χρυσού αξίας ίσης με (BΓ). Μια εναλλακτική λύση, στην περίπτωση αδυναμίας εξαγωγής χρυσού είναι η διόρθωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου.

Στο Σχήμα 14-8, υποθέτουμε ότι η καμπύλη προσφοράς συναλλάγματος μετατοπίζεται, έστω, στην θέση (Π_1)



Σχήμα 14-8.

Δεδομένης της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος (Z_0), το νέο σημείο ισορροπίας, θα είναι το σημείο (Δ), που αντιστοιχεί σε μια τιμή συναλλάγματος μικρότερη από το κατώτατο χρυσό σημείο. Στην τιμή συναλλάγματος (β), παρουσιάζεται μια υπερβάλλουσα προσφορά (excess supply) δολαρίων. Αυτή η υπερβάλλουσα προσφορά δολαρίων, παρουσιάζει το πλεόνασμα του εμπορικού ισοζυγίου της Ελλάδας και μπορεί να διορθωθεί με την εισαγωγή χρυσού στην Ελλάδα. Μια εναλλακτική λύση, έναντι της αύξησης των αποθεμάτων χρυσού της κεντρικής τράπεζας της Ελλάδας μπορεί να είναι η διόρθωση του εμπορικού της ισοζυγίου.

Από την ανάλυση των Σχημάτων (14-7) και (14-8), βλέπουμε ότι οι μεταβολές της τιμής συναλλάγματος εκτός του πεδίου των τιμών που καθορίζεται από τα δυο χρυσά σημεία, δημιουργεί συνέπειες στη λειτουργία του εγχώριου τομέα της κάθε μιας οικονομίας. Είτε την περίπτωση του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, είτε στην περίπτωση του πλεονάσματος του εμπορικού ισοζυγίου, θα

υπάρχουν μεταβολές στα αποθέματα χρυσού που διατηρεί η κεντρική τράπεζα, γεγονός που θα οδηγήσει σε μεταβολή της εγχώριας προσφοράς χρήματος.

Οι λόγοι που οδήγησαν τις χώρες να εγκαταλείψουν τον καθαρό κανόνα χρυσού, ήταν:

1. Τα περιορισμένα αποθέματά του και η άνιση κατανομή τους

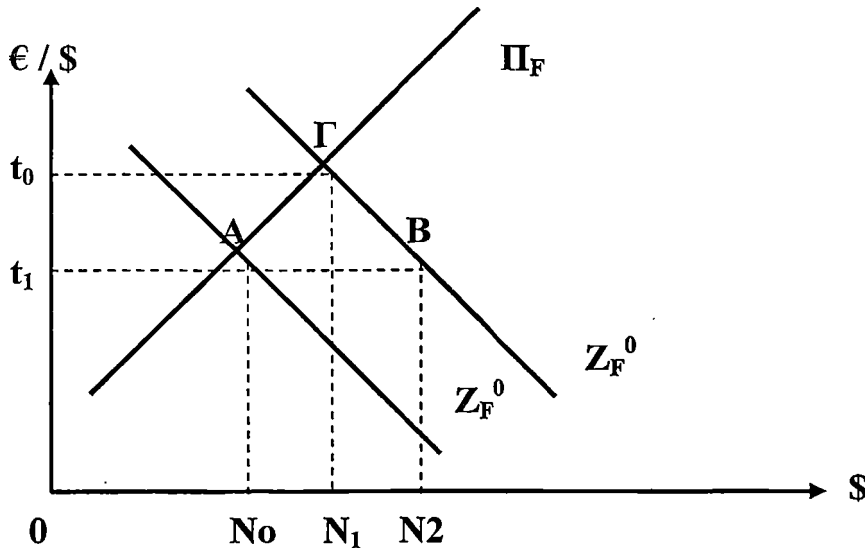
Τα φυσικά αποθέματα χρυσού, βρίσκονται σε περιορισμένη ποσότητα, εάν δε λάβουμε υπόψιν μας και το κόστος εκμεταλλεύσεώς του, βλέπουμε την σημασία που έχει για τη λειτουργία μιας οικονομίας υπό το σύστημα του κανόνα χρυσού. Επιπλέον, το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος της παγκόσμιας παραγωγής χρυσού, προέρχεται από ορισμένες χώρες (Ν. Αφρική, Σοβιετική Ένωση), δημιουργεί περιορισμούς στις υπόλοιπες χώρες του κόσμου, σε περιπτώσεις εκτάκτων καταστάσεων.

2. Η μεγάλη ανάπτυξη του παγκόσμιου όγκου των συναλλαγών.

Οι επιμέρους χώρες, στην προσπάθειά τους για οικονομική ανάπτυξη, περιορίζονται από τα διαθέσιμα αποθέματα χρυσού και από τα αποθέματα χρυσού που μπορούν να αποκτήσουν από τις εμπορικές τους ανταλλαγές. Οι περιορισμοί αυτοί οδήγησαν τις χώρες στην μετατροπή του καθαρού κανόνα χρυσού σε αντίστοιχο τροποποιημένο κανόνα χρυσού (amended gold standard). Σύμφωνα με αυτό το σύστημα, έχουμε μερική μετατροπή της οποιασδήποτε ποσότητας χρήματος σε χρυσό. Εάν επί παραδείγματι, αυτό το ποσοστό μετατροπής ήταν 50%, η κεντρική τράπεζα για οποιαδήποτε μεταβολή στα αποθέματα χρυσού, που διατηρεί, θα πρέπει να επιφέρει διπλάσια μεταβολή στην προσφορά του χρήματος. Το γεγονός αυτό, παρέχει την δυνατότητα στην κεντρική τράπεζα για άσκηση μιας περισσότερο αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής. Μια ειδική περίπτωση του καθαρού κανόνα χρυσού είναι ο κανόνας συναλλάγματος χρυσού (gold exchange standard). Σύμφωνα με αυτό το σύστημα, η κεντρική τράπεζα δεν μετατρέπει καμιά ποσότητα του νομίσματος που διαχειρίζεται με χρυσό. Αλλά με κάποιο άλλο νόμισμα που βρίσκεται σε κανόνα χρυσού. Η κεντρική τράπεζα, διατηρεί στα συναλλαγματικά της αποθέματα, αυτό το νόμισμα και το χρυσό της. Τα νομίσματα, που παίζουν αυτόν τον ρόλο είναι τα ισχυρά νομίσματα, σε κάθε εποχή. Μέχρι το 1931, τέτοιο νόμισμα ήταν η στερλίνα. Μετά, το 1931, το ρόλο αυτό, τον αναλαμβάνει το δολάριο των ΗΠΑ.

4.1.2 Ο Κανόνας των Ελεύθερων Ισοτιμιών

Στο Σχήμα 14-9, υποθέτουμε ότι έχουμε δυο νομίσματα, το ευρώ (€) και το δολάριο (\$).



Σχήμα 14-9.

Η ισοτιμία των δύο νομισμάτων θα καθορίζεται ταυτόχρονα από την καμπύλη ζήτησεως συναλλάγματος και την καμπύλη προσφοράς συναλλάγματος.

Έστω, ότι οι κάτοικοι της Ελλάδας αυξάνουν την ζήτηση για εισαγωγές από την Αμερική. Δεδομένων σταθερών όλων των υπόλοιπων προσδιοριστικών παραγόντων (*ceteris paribus*) που καθορίζουν την ζήτηση για εισαγωγές, θα έχουμε μετατόπιση της καμπύλης της ζήτησης συναλλάγματος προς τα δεξιά από τη θέση (Z_0Z_0), έστω, στην θέση (Z_1Z_1). Στην αρχική τιμή συναλλάγματος (t_0), θα παρουσιασθεί μια υπερβάλλουσα ζήτηση συναλλάγματος ίση με (ΑΒ). Εφόσον, η αγορά συναλλάγματος λειτουργεί με τον κανόνα των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών, η υπερβάλλουσα ζήτηση θα οδηγήσει σε αύξηση της τιμής συναλλάγματος, στην τιμή (t_1). Σε αυτή την τιμή συναλλάγματος, η ζήτηση συναλλάγματος και η προσφορά συναλλάγματος ισούνται, σε μια διαφορετική ποσότητα συναλλάγματος, από αυτή που αντιστοιχεί στο αρχικό σημείο ισορροπίας.

Η μεταβολή τόσο της τιμής συναλλάγματος όσο και της ποσότητας συναλλάγματος, θα εξαρτηθεί από τις τιμές της ελαστικότητας ζήτησεως συναλλάγματος και της προσφοράς συναλλάγματος ως προς την τιμή συναλλάγματος. Όσο μικρότερες από την μονάδα είναι αυτές οι ελαστικότητες, τόσο

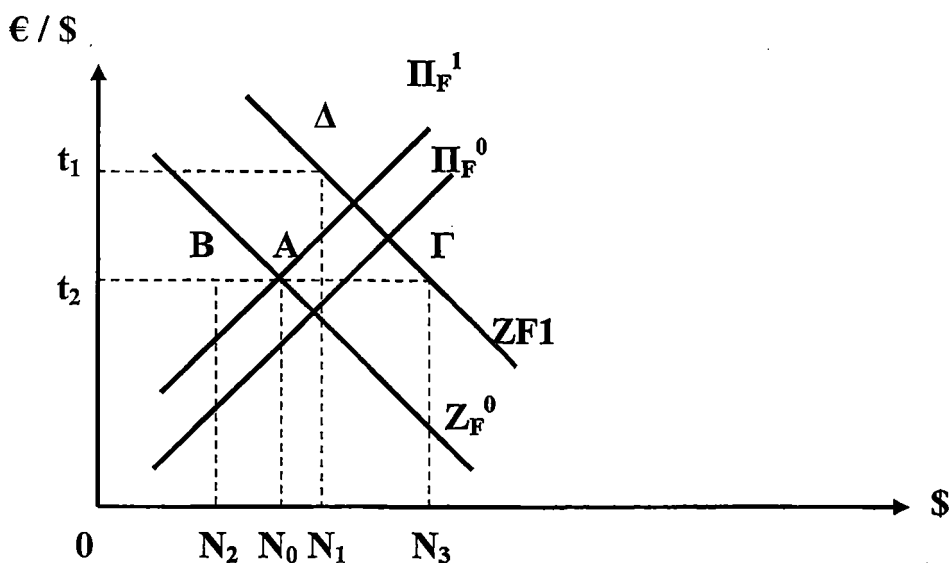
μεγαλύτερη θα είναι η μεταβολή της τιμής συναλλάγματος από την αντίστοιχη μεταβολή της ποσότητας συναλλάγματος. Το αντίθετο θα συμβαίνει στην περίπτωση που οι τιμές αυτών των ελαστικοτήτων είναι μεγαλύτερες της μονάδας. Την πρώτη περίπτωση τη συναντάμε όταν οι επιμέρους χώρες έχουν αδυναμία να υποκαταστήσουν τις εισαγωγές τους ή όταν το κόστος παραγωγής των υποκατάστατων των εισαγωγών είναι αρκετά υψηλό σε σχέση με εκείνο στις τρίτες χώρες. Την δεύτερη περίπτωση, την συναντάμε όταν οι επιμέρους χώρες έχουν ευκολία υποκαταστάσεως των εισαγωγών τους ή όταν το κόστος παραγωγής των υποκατάστατων των εισαγωγών είναι αρκετά χαμηλό σε σχέση με εκείνο των τρίτων χωρών.

Στη συνέχεια, θα εξετάσουμε τον τρόπο προσαρμογής της αγοράς συναλλάγματος που λειτουργεί με τον κανόνα των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών, για τις τρεις περιπτώσεις. Ήτοι,

1. Όταν, το γενικό επίπεδο των τιμών διαφέρει στις δυο χώρες.
2. Όταν, το εθνικό εισόδημα σε μια από τις δυο χώρες αυξάνεται.
3. Όταν, το επιτόκιο σε μια από τις δυο χώρες αυξάνεται.

Για την πρώτη περίπτωση, υποθέτουμε ότι το γενικό επίπεδο των τιμών στην Ελλάδα είναι μεγαλύτερο από το γενικό επίπεδο των τιμών στην Αμερική. Το γεγονός αυτό θα οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησεως για εισαγωγές εκ μέρους των κατοίκων της Ελλάδας από την Αμερική και παράλληλα σε μείωση της ζήτησεως για εισαγωγές εκ μέρους των κατοίκων της Αμερικής από την Ελλάδα.

Στο Σχήμα 14-10, θα έχουμε μετατόπιση προς τα δεξιά της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος από την αρχική της θέση (Z_0Z_0), έστω στη θέση (Z_1Z_1) και μετατόπιση προς τα αριστερά της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος από την αρχική της θέση ($\Pi_0\Pi_0$), έστω στη θέση ($\Pi_1\Pi_1$). (Οι μετατοπίσεις των καμπυλών, είναι υποθετικές). Στην αρχική τιμή συναλλάγματος (t_0), παρουσιάζεται μια υπερβάλλουσα ζήτηση συναλλάγματος, ίση με (ΒΓ), που θα οδηγήσει στην αύξηση της τιμής συναλλάγματος σε (t_1) στο νέο σημείο ισορροπίας (Δ).



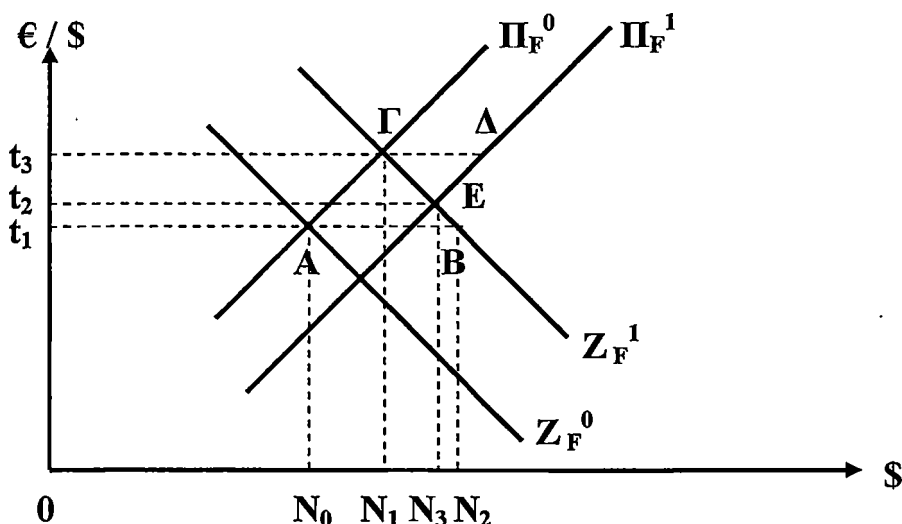
Σχήμα 14-10.

Στην προηγούμενη ανάλυση, ενώ ως τελικό αποτέλεσμα θα έχουμε την υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου, εάν η ποσότητα συναλλάγματος θα είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από αυτή που αντιστοιχεί στο αρχικό σημείο ισορροπίας, εξαρτάται από το μέγεθος της μετατόπισης της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος και της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος. Έτσι, εάν η μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος είναι μεγαλύτερη από αυτήν της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος, η νέα ποσότητα συναλλάγματος θα είναι μεγαλύτερη από την αρχική. Αντίθετα, εάν η μετατόπιση της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος είναι μεγαλύτερη από αυτήν της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος, η νέα ποσότητα συναλλάγματος θα είναι μικρότερη από την αρχική. Επιπλέον, η προσαρμογή της αγοράς συναλλάγματος θα εξαρτηθεί και από τον χρόνο αντιδράσεως της κάθε μιας χώρας.

Για τη δεύτερη περίπτωση, υποθέτουμε ότι το εθνικό εισόδημα στην Ελλάδα αυξάνεται, ενώ το εθνικό εισόδημα της Αμερικής παραμένει σταθερό. Το γεγονός αυτό θα οδηγήσει, ώστε οι κάτοικοι της Ελλάδας να αυξήσουν τη ζήτηση για εισαγωγές από την Αμερική (το μέγεθος της αυξήσεως της ζήτησεως για εισαγωγές, θα εξαρτηθεί από την οριακή ροπή για εισαγωγές).

Σε αυτήν την περίπτωση, η ανάλυση μπορεί να χωρισθεί σε βραχυχρόνια και σε μακροχρόνια. Στο Σχήμα 14-11, βραχυχρόνια, η αύξηση του εθνικού εισοδήματος της Ελλάδας θα οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησεως για εισαγωγές εκ μέρους των

κατοίκων της Ελλάδας από την Αμερική, τέτοια, ώστε η καμπύλη ζήτησεως συναλλάγματος να μετατεθεί από την αρχική της θέση (Z_0Z_0), έστω στη θέση (Z_1Z_1).

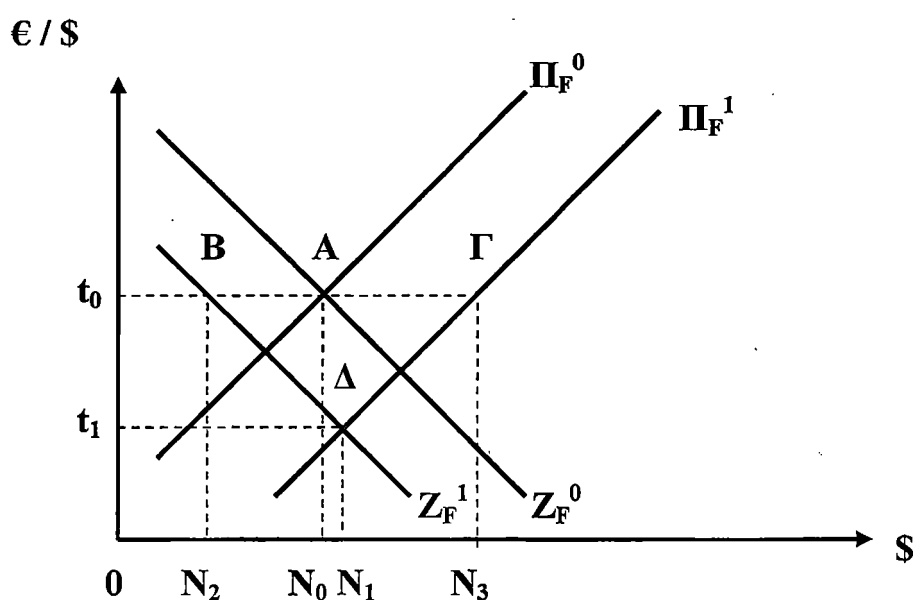


Σχήμα 14-11.

Βραχυχρόνια, στην αρχική τιμή συναλλάγματος (t_0), δημιουργείται μια υπερβάλλουσα ζήτηση δολαρίων ίση με το ευθύγραμμο τμήμα (AB), που θα οδηγήσει σε αύξηση της τιμής συναλλάγματος σε (t_1). Μακροχρόνια, το πλεόνασμα στο εμπορικό ισοζύγιο της Αμερικής, θα προκαλέσει ώστε να αυξηθεί το εθνικό εισόδημα της Αμερικής. Διαδοχικά, αυτή η αύξηση του εθνικού εισοδήματος της Αμερικής, θα συμβάλει ώστε οι κάτοικοί της να αυξήσουν την ζήτηση για εισαγωγές από την Ελλάδα (το μέγεθος της αύξησης της ζήτησης για εισαγωγές των κατοίκων της Αμερικής από την Ελλάδα, θα εξαρτηθεί από την τιμή της οριακής ροπής για εισαγωγές). Η αύξηση της ζήτησης για εισαγωγές εκ μέρους των κατοίκων της Αμερικής από την Ελλάδα – δεδομένων σταθερών όλων των υπόλοιπων προσδιοριστικών παραγόντων της συνάρτησης ζήτησης για εισαγωγές των κατοίκων της Αμερικής (*ceteris paribus*) – θα οδηγήσει σε μετατόπιση προς τα δεξιά της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος ($\Pi_0\Pi_0$), έστω, στη θέση ($\Pi_1\Pi_1$). Στην τιμή συναλλάγματος (t_1), θα παρουσιασθεί μια υπερβάλλουσα προσφορά συναλλάγματος, ίση με το ευθύγραμμο τμήμα (Δ), που θα οδηγήσει σε μείωση της τιμής συναλλάγματος στη θέση (t_2).

Και εδώ, ο βαθμός της βελτίωσης της αξίας του ευρώ έναντι της αξίας του δολαρίου – δεδομένης της αρχικής μετακίνησης της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος – θα εξαρτηθεί από το μέγεθος της μετατόπισης της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος. Με άλλα λόγια, μακροχρόνια, η αξία του ευρώ θα αυξάνεται έναντι της αξία του δολαρίου, εφόσον η οριακή ροπή για εισαγωγές της Αμερικής από την Ελλάδα είναι αρκετά μεγάλη.

Για την τρίτη περίπτωση, υποθέτουμε ότι στην Ελλάδα, αυξάνεται το επιτόκιο της αγοράς (υποθέτουμε ότι υπάρχει μια ενιαία αγορά κεφαλαίου). Οι συνέπειες, που παρουσιάζονται στο Σχήμα 14-12, θα είναι οι ακόλουθες. Ήτοι,



Σχήμα 14-12.

Πρώτον, θα δημιουργηθεί η τάση για μείωση των βραχυχρόνιων επενδύσεων των κατοίκων της Ελλάδας στην Αμερική είτε με την μορφή των τραπεζικών καταθέσεων είτε με τη μορφή των χρηματιστηριακών τίτλων. Δεδομένων όλων των υπόλοιπων προσδιοριστικών παραγόντων σταθερών (*ceteris paribus*), αυτό θα οδηγήσει σε μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος προς τα αριστερά της αρχικής της θέσεως (Z_0Z_0), έστω, στη θέση (Z_1Z_1).

Δεύτερον, θα δημιουργηθεί η τάση για αύξηση των βραχυχρόνιων επενδύσεων των κατοίκων της Αμερικής στην Ελλάδα, είτε με τη μορφή των τραπεζικών καταθέσεων είτε με τη μορφή της αγοράς χρηματιστηριακών τίτλων. Δεδομένων όλων των υπόλοιπων προσδιοριστικών παραγόντων σταθερών (*ceteris*

paribus), αυτό θα οδηγήσει σε μετατόπιση της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος προς τα δεξιά της αρχικής της θέσεως (ΠοΠο), έστω, στη θέση (Π₁Π₁).

Οι μετατοπίσεις αυτές των καμπυλών ζήτησης συναλλάγματος και προσφοράς συναλλάγματος, στο Σχήμα 14-12, θα δημιουργήσουν μια υπερβάλλουσα προσφορά συναλλάγματος ίση με το ευθύγραμμο τμήμα (ΒΓ), που θα οδηγήσει σε μείωση της τιμής συναλλάγματος σε (t_1), στο νέο σημείο ισορροπίας (Δ).

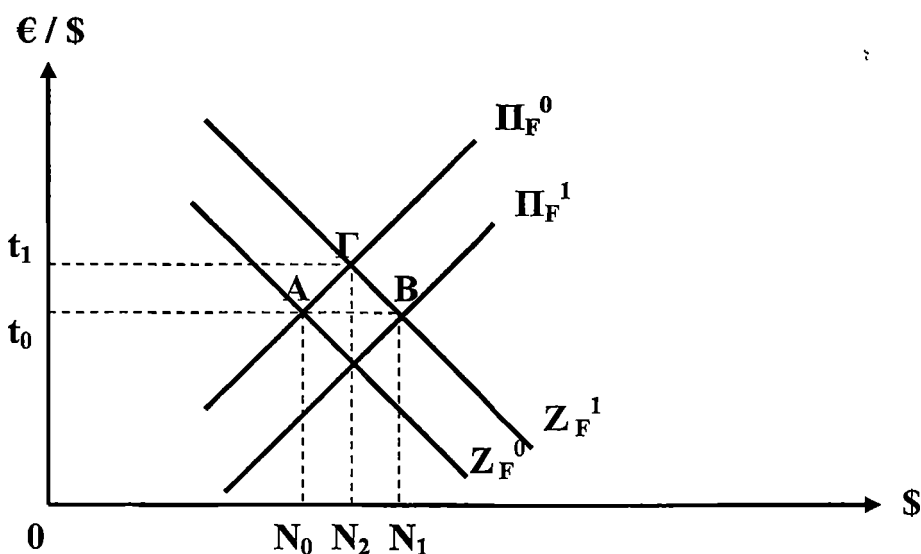
Σε αυτή την τρίτη περίπτωση, ενώ ως τελικό αποτέλεσμα θα έχουμε τη μείωση της τιμής συναλλάγματος, το μέγεθος της αύξησης της αξίας του ευρώ σε σχέση με την αξία του δολαρίου, θα εξαρτηθεί από την μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος και της καμπύλης προσφοράς συναλλάγματος. Εάν θεωρήσουμε το μέγεθος της μετατόπισης της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος ως δεδομένο, η αύξηση της αξίας του ευρώ σε σχέση με την αξία του δολαρίου, θα μεγαλώνει τόσο περισσότερο όσο μεγαλύτερη προτίμηση δείχνουν οι κάτοικοι της Αμερικής να επενδύσουν στην Ελλάδα.

4.1.3 Ο Κανόνας των Προσαρμόσιμων Ισοτιμιών

Το βασικό μειονέκτημα του κανόνα των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών είναι η απότομη και η απρόβλεπτη μεταβολή της τιμής συναλλάγματος που μπορεί να οφείλεται τόσο από τις μεταβολές στο διεθνές εμπόριο, όσο και από την ανάπτυξη των «κερδοσκοπικών συναλλαγών επί του συναλλάγματος». Το γεγονός αυτό οδήγησε ορισμένες χώρες να θεωρήσουν κάποια τιμή συναλλάγματος ως σταθερή και με την ανάπτυξη ορισμένων μηχανισμών να την προστατεύουν από ενδεχόμενες μεταβολές.

Βραχυχρόνια, ως μηχανισμός προστασίας της τιμής συναλλάγματος μπορεί να θεωρηθεί η παρέμβαση στην αγορά συναλλάγματος της κεντρικής τράπεζας με την εφαρμογή της πολιτικής της ανοικτής αγοράς (open market policy). Μακροχρόνια, ως μηχανισμός προστασίας της τιμής συναλλάγματος, μπορεί να θεωρηθεί η εφαρμογή της «κατάλληλης» οικονομικής πολιτικής για τον επηρεασμό των αποφάσεων των οικονομούντων ατόμων.

Στο Σχήμα 14-13, υποθέτουμε ότι οι κάτοικοι της Ελλάδας αυξάνουν την ζήτηση για εισαγωγές από την Αμερική.



Σχήμα 14-13.

Το γεγονός αυτό, θα οδηγήσει σε μετατόπιση της καμπύλης ζήτησης συναλλάγματος από την αρχική θέση (Z_0Z_0), έστω, στη θέση (Z_1Z_1). Εάν ίσχυε ο κανόνας των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών, η τιμή συναλλάγματος θα αυξανόταν σε (t_1) στο νέο σημείο ισορροπίας (Γ). Για την διατήρηση της τιμής συναλλάγματος στο αρχικό της επίπεδο, θα πρέπει να έχουμε την παρέμβαση των κεντρικών τραπεζών των δύο χωρών, είτε συνδυασμένα, είτε μεμονομένα. Έστω, ότι η κεντρική τράπεζα της Ελλάδας παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος, εφαρμόζοντας την πολιτική της ανοικτής αγοράς. Στην συγκεκριμένη περίπτωση, για να καλύψει την υπερβάλλουσα ζήτηση δολαρίων (AB), πουλάει το ποσό αυτό από τα συναλλαγματικά της αποθέματα, μετατοπίζοντας κατ' αυτό τον τρόπο την καμπύλη προσφοράς συναλλάγματος από την αρχική της θέση ($\Pi_0\Pi_0$), έστω στη νέα θέση ($\Pi_1\Pi_1$). Τελικά, στο νέο σημείο ισορροπίας, ενώ διατηρείται σταθερή η τιμή συναλλάγματος (t_0), η ποσότητα συναλλάγματος αυξάνεται από (N_0) σε (N_1).

Η διάθεση μέρους των συναλλαγματικών αποθεμάτων που διατηρεί η κεντρική τράπεζα για την εφαρμογή της πολιτικής της ανοικτής αγοράς, έναντι αντίστοιχης ποσότητας εγχώρου νομίσματος ή χρηματιστηριακών τίτλων, θα οδηγήσει σε αλλαγή της σύνθεσης της νομισματικής βάσης υπέρ του εγχωρίου τμήματός της. Η αλλαγή της σύνθεσης της νομισματικής βάσης, μέσω των πολλαπλασιαστών της νομισματικής βάσης θα οδηγήσει σε αύξηση της εγχώριας προσφοράς χρήματος και σε αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών βραχυχρόνια. Εάν τη χρονική περίοδο, που συμβαίνουν αυτές οι μεταβολές, το οικονομικό σύστημα

λειτουργεί υπό συνθήκες πλήρους απασχόλησης των διαθέσιμων παραγωγικών συντελεστών, η αύξηση της προσφοράς χρήματος θα προκαλέσει πληθωρισμό και δυνάμεις για νέα διαταραχή της σταθερής τιμής συναλλάγματος. Σε αυτήν την περίπτωση, η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να συνδυάσει την πολιτική της ανοικτής αγοράς με αντίστοιχη πολιτική άμεσων περιορισμών στη χρήση των συναλλαγματικών διαθέσιμων και στις χορηγήσεις των πιστώσεων στον εγχώριο τομέα του οικονομικού συστήματος.

Η μακροχρόνια λύση, θα ήταν να εφαρμοσθεί μια περιοριστική εισοδηματική και νομισματική – πιστωτική πολιτική, ώστε από την μια πλευρά να επηρεασθεί «κατάλληλα» η ενεργός ζήτηση των εγχώριων οικονομούντων ατόμων και από την άλλη πλευρά η παραγωγική ικανότητα των εγχώριων παραγωγών.

4.2 Η Σημασία των Άμεσων Συναλλαγματικών Ελέγχων

Οι άμεσοι συναλλαγματικοί έλεγχοι, αφορούν στην λήψη διοικητικών μέτρων εκ μέρους της κεντρικής τράπεζας που αποβλέπουν στην διόρθωση, κυρίως, του ελλείμματος του ισοζυγίου πληρωμών. Οι συνηθέστεροι έλεγχοι αφορούν στον περιορισμό χορηγήσεως συναλλάγματος για ορισμένες χρήσεις (π.χ., για φοιτητικά εμβάσματα, για ταξίδια, για περιορισμό των εισαγωγών).

Οι άμεσοι συναλλαγματικοί έλεγχοι, ως μέσο της νομισματικής πολιτικής, μπορούμε να πούμε ότι αποτελεί ένα υποκατάστατο της δυνατότητας της κεντρικής τράπεζας να χρησιμοποιεί την πολιτική της ανοικτής αγοράς. Σε περίπτωση ανεπάρκειας των συναλλαγματικών αποθεμάτων, η κεντρική τράπεζα συνήθως προσφεύγει στη λήψη των άμεσων συναλλαγματικών ελέγχων. Περίπτωση, που την συναντάμε σε χώρες με νόμισμα χαμηλής εξωτερικής αξίας και με μακροχρόνια προβλήματα στην διάρθρωση του ισοζυγίου πληρωμών τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5. ΕΥΡΩΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

5.1 Η αγορά των Ευρωσυναλλαγμάτων

Ευρωσυναλλάγματα είναι το νόμισμα που εγγράφεται στους λογαριασμούς μιας τράπεζας εγκατεστημένης εκτός της χώρας εκδόσεως του νομίσματος. Πρόκειται για καταθέσεις συναλλάγματος, χωρίς μετατροπή του στο νόμισμα της χώρας όπου εδρεύει η τράπεζα υποδοχής του. Το κύριο χαρακτηριστικό του ευρωσυναλλάγματος είναι ότι διαφεύγει από τον έλεγχο των κυβερνήσεων, όπου σταθμεύει (αγορά off shore). Συνεπώς, τα επιτόκιά του είναι συνάρτηση της κινήσεως των καταθέσεων και των δανείων, δηλαδή αποκλειστικώς του μηχανισμού της αγοράς, της προσφοράς και ζήτησεως. Επειδή το δολάριο αποτελεί το κυριότερο ευρωσυνάλλαγμα, επεκράτησε η ονομασία “ευρωδολάρια”.

Στην αφετηρία της δημιουργίας των ευρωδολαρίων τοποθετούνται οι δυσκολίες της στερλίνας από το 1957 ν’ ανταποκριθεί στις ανάγκες χρηματοδοτήσεως του Διεθνούς Εμπορίου. Λόγω των περιορισμών στην κυκλοφορία της στερλίνας (απαγόρευση χορηγήσεως δανείων σε στερλίνες προς μη βρετανούς), οι τράπεζες του Λονδίνου εξουσιοδοτήθηκαν να δέχονται καταθέσεις σε δολάρια, για να διατηρήσουν το ρόλο του Λονδίνου, ως του σπουδαιότερου διεθνούς χρηματιστικού κέντρου. Έτσι προσελκύστηκαν στο Λονδίνο μεγάλα ποσά που ζητούσαν ασφαλές καταφύγιο λόγω πολεμικών κρίσεων ή συγκρούσεων (π.χ. Κούβα, Κονγκό) κ.λπ. Τα δολάρια συνέρεαν στο Λονδίνο επίσης, λόγω της δυνατότητας μετατροπής των κατεχόμενων στερλινών στη ζώνη συναλλαγής της και εντόκου προθεσμιακής χρηματιστηριακής αγοράς εμπορευμάτων.

Σχετίζεται όμως η συσσώρευση των δολαρίων στο Λονδίνο και με την πολιτική. Συγκεκριμένα, στη δεκαετία του 1950 η πρώην ΕΣΣΔ άρχισε να καταθέτει

τα δολάρια της εκ των εμπορικών συναλλαγών σε δύο τράπεζές της στη Δυτική Ευρώπη, στη Moscow Narodny Bank του Λονδίνου και στη Banque Commerciale pour l' Europe du Nord των Παρισίων. Λόγω της τηλεγραφικής ονομασίας της τελευταίας ως “Ευρωτράπεζας”, οι καταθέσεις της έλαβαν την ονομασία του “ευρωσυναλλάγματος” και κυρίως των “ευρωδολαρίων”, επειδή τα δολάρια αποτελούσαν τον κύριο όγκο των καταθέσεων.

Στη συγκέντρωση δολαρίων στις τράπεζες της Ευρώπης συνέβαλαν και άλλα γεγονότα, όπως:

- ♦ Η γνωστή ως ρύθμιση Q στις ΗΠΑ, το 1960, με την οποία επεβάλλετο ανώτατο όριο στα επιτόκια των μακροπρόθεσμων καταθέσεων και απηγορεύετο η αμοιβή των καταθέσεων όψεως, που δημιούργησε τη φυγή των κεφαλαίων από τις ΗΠΑ και εξανάγκασε τις αμερικανικές τράπεζες, λόγω της πιστώτικής στενότητάς τους, να δανείζονται δολάρια από τις θυγατρικές εταιρείες τους στην Ευρώπη.

- ♦ Η αφθονία συναλλάγματος κυρίως δολαρίων, που διέθεταν μετά την πετρελαϊκή κρίση του 1973 οι χώρες εξαγωγής πετρελαίου (πετροδολάρια), καθώς και οι ασιατικές εξαγωγικές χώρες (ασιαδολάρια). Με την πάροδο των ετών την τροχιά του δολαρίου ακολούθησαν και άλλα νομίσματα σε μικρότερη βεβαίως κλίμακα. Γίνεται πλέον λόγος για καταθέσεις όψεως σε ευρωνομίσματα ή ευρωσυνάλλαγμα, για ευρωπιστώσεις από τις τράπεζες όταν χορηγούν βραχύ- ή μεσοπρόθεσμα δάνεια και για ευρω-ομολογίες ή ευρω-εκδόσεις, όταν επεκτείνονται σε μεγάλα χρονικά διαστήματα. Εξέλιπε επίσης και η ευρωπαϊκή αποκλειστικότητα στη διάθεση αυτών των κεφαλαίων.

Στην αγορά συναλλάγματος τα νομίσματα αποτελούν αντικείμενο αγοράς ή πωλήσεως, ενώ στην αγορά ευρωσυναλλάγματος τα νομίσματα αποτελούν αντικείμενο δανεισμού (αναλήψεως ή χορηγήσεως).

5.2 Τα Πιστοποιητικά Καταθέσεων

Για να προσελκύσουν καταθέσεις οι ευρωπαϊκές τράπεζες, με πρώτη την First National Bank το 1966, άρχισαν να εκδίδουν πιστοποιητικά καταθέσεων ευρωσυναλλάγματος, τα οποία ήταν διαπραγματεύσιμα στη δευτερογενή αγορά. Αφορούσαν κυρίως βραχυπρόθεσμες καταθέσεις (κάτω των 6 μηνών) και

χορηγούνται είτε κατά περίπτωση (On tap) για ποσά άνω των 30000 δολαρίων, είτε κατά τυποποιημένη μορφή με απόκομμα για ποσά από 10000 μέχρι 30 εκ. δολάρια. Αργότερα εμφανίστηκαν τα πιστοποιητικά καταθέσεων μεταβαλλόμενου επιτοκίου με βάση το LIBOR, διότι το Λονδίνο είναι η σημαντικότερη αγορά ευρωσυναλλάγματος.

5.3 Η λειτουργία της Αγοράς Ευρωσυναλλάγματος

Ο κύριος σκοπός της αγοράς ευρωσυναλλάγματος είναι να μετατρέπει τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις σε μέσο- και μακροπρόθεσμες πιστώσεις. Επί πλέον δρα συμπληρωματικά προς την κεφαλαιαγορά. Το επιτόκιο υποδοχής καταθέσεων βραχείας διάρκειας, π.χ. ενός μηνός, από τις τράπεζες (άλλως, αναλήψεως δανείων) αποκαλείται στην αγγλική Bid (π.χ. $5^2/8$) και εκείνο της χορηγήσεως δανείων καλείται Offer ή Ask (π.χ. $5^6/8$). Η διαφορά μεταξύ των δύο είναι μικρή, όπως περίπου συμβαίνει στην περίπτωση της αγοραπωλησίας συναλλάγματος και τούτο παρατηρείται διότι οι τράπεζες αντλούν την αμοιβή τους εκ του μεγάλου όγκου των συναλλαγών. Στο επιτόκιο προστίθεται η προμήθεια της τράπεζας, που είναι υψηλότερη στην περίπτωση χορηγήσεως παρά αναλήψεως, λόγω του κινδύνου. Η προμήθεια κυμαίνεται επίσης ανάλογα με τον πελάτη.

Η συναλλαγή αρχίζει τηλεφωνικώς, επιβεβαιώνεται με γραπτό τηλεμήνυμα και διεκπεραιώνεται εντός 48 ωρών. Λόγω του κινδύνου εκ του δανεισμού πράξεις γίνονται με αυστηρό αυτοέλεγχο μεταξύ των τραπεζών, διότι δικαιούνται ποσά της τάξεως εκατομμυρίων δολαρίων.

Ως μη υποκείμενη σε εθνικές ρυθμίσεις η αγορά ευρωσυναλλάγματος ρυθμίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση. Τα επιτόκιά της μεταβάλλονται από στιγμή σε στιγμή, όπως συμβαίνει και με τις ισοτιμίες των νομισμάτων. Είναι μια αγορά ανοικτή επί 24 ώρου βάσεως, αφού όταν κλείνει η αγορά της Σιγκαπούρης ανοίγει η αγορά του Λονδίνου κ.ο.κ. Τα επιτόκια διαφοροποιούνται ανάλογα με τη διάρκεια δανεισμού, το χρηματιστικό κέντρο και το νόμισμα, ενώ δεν υπάρχουν μεγάλα περιθώρια διαφοροποιήσεώς τους εντός του ίδιου νομίσματος, λόγω του ομαλοποιητικού ρόλου της αγοράς (φαινόμενο εξισώσεως των επιτοκίων). Όταν τα επιτόκια διαφοροποιούνται σημαντικά, δημιουργούνται συνθήκες διαιτησίας

(Arbitrage) και επανέρχονται στα κανονικά επίπεδα, όπως φαίνεται στο ακόλουθο παράδειγμα.

Στις 25 Αυγούστου διαπιστώθηκαν οι ισοτιμίες δολάριο / γιεν spot = 109,88, προθεσμιακή 107,33 και τα ετήσια επιτόκια \$ 2,21%, γιεν 0,04%. Ο κάτοχος 1 εκ. γιεν αγοράζει δολάρια, ήτοι 1 εκ. γιεν / 109,88 = 9101\$, τα οποία εκτοκίζει επί ένα έτος $9101 \times 1,0221 = 9302,13\$$ και στο τέλος του έτους αγοράζει εκ νέου $9302,13 \times 107,33 = 998397,61$ γιεν. Η ωφέλεια που προκύπτει είναι $99,84\% - 0,04\% = 99,8\%$ σε γιεν χωρίς την επίπτωση του κινδύνου, ή 1,61%, αν αφαιρεθεί $[(2,17 : 2,21) \times 100 =] 98,19\%$ η αμοιβή προθεσμιακής αγοράς του δολαρίου. Συνεπώς η αγορά θα τείνει να μειώσει κατά 1,61 εκατοστιαίες μονάδες το επιτόκιο του δολαρίου.

5.4 Η αγορά των Ευρωπιστώσεων

Ευρωπίστωση αποκαλείται ένα μεσο- ή μακροπρόθεσμο δάνειο ύψους από 20 εκ. έως 1 δις. δολάρια και πλέον, που χορηγείται συνήθως από ομάδα (Consortium) τραπεζών. Αυτά τα δάνεια χορηγούνται κυρίως σε δολάριο (κατά τα $\frac{3}{4}$), λίρες Αγγλίας, γιεν κ.ά. Έχουν μια μέση διάρκεια 6 ετών και τροφοδοτούνται από τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις. Προορισμός τους είναι η κάλυψη ελλειμμάτων στο ισοζύγιο πληρωμών των κρατών, η βελτίωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων, η χρηματοδότηση μεγάλων έργων, η αντιμετώπιση κρίσιμων καταστάσεων όπως η αναδιαπραγμάτευση κρατικών χρεών κ.ά.

Διαφέρουν από τις συνήθεις πιστώσεις ως προς το μεγάλο ποσόν τους, την αναφορά τους σε μεταβλητό επιτόκιο (Roll-over credits) και το σχετικώς μικρότερο κόστος τους έναντι των εθνικών πιστώσεων (λόγω του ύψους του δανείου, του ανταγωνισμού, της πιστοληπτικής ασφάλειας των πελατών, της δυνατότητας των τραπεζών που διαχειρίζονται ευρωνομίσματα εκτός εθνικών περιορισμών κ.ά.)

Τα επιτόκια των ευρωπιστώσεων είναι σταθερά ή το συνηθέστερο μεταβλητά, οπότε αναφέρονται στο LIBOR ή ενίοτε συνδέονται με τα LIBID, (επιζητούμενα επιτόκια τραπεζών για βραχυπρόθεσμες καταθέσεις ευρωδολαρίων στο Λονδίνο), LIMEAN (μέσο επιτόκιο LIBOR και LIBID) και Prime rate (επιτόκιο χορηγήσεων των τραπεζών ΗΠΑ προς την εθνική πελατεία πρώτης τάξεως).

Το περιθώριο κέρδους (Spread) των τραπεζών ποικίλλει για πολλούς λόγους (ύψος δανείου, φερεγγυότητα δανειστή, ανταγωνισμός κ.ά.).

Οι ευρωπιστώσεις μπορεί να είναι μακροπρόθεσμα δάνεια (Term loans) αναλαμβανόμενα προοδευτικώς και εξοφλούμενα με δόσεις, με ή χωρίς περίοδο χάριτος ή ανανεούμενες περιοδικώς πιστώσεις, οπότε επιβαρύνονται με κυμαινόμενο επιτόκιο (Roll-over credits).

Μεταξύ των όρων χορηγήσεως των ευρωπιστώσεων αναφέρονται:

- Η ρήτρα *Parī-Passu*, η οποία εξομοιώνει την ευρωπίστωση με τα προγενέστερα δάνεια του δανειζόμενου.
- Η ρήτρα *Negative pledge*, που εξομοιώνει την ευρωπίστωση με τα επόμενα δάνεια ως προς τις εγγυήσεις και διασφαλίσεις.
- Η ρήτρα *Cross default*, κατά την οποία η ενδεχόμενη αθέτηση του δανειζόμενου σε προγενέστερο δάνειο συνεπάγεται την ακύρωση της ευρωπίστωσης.

5.5 Η αγορά των Διεθνών Ομολόγων

Η αγορά των διεθνών ομολόγων περιλαμβάνει δύο κατηγορίες τίτλων, το ομόλογα εξωτερικού και τα ευρωομόλογα.

α) Τα *ομόλογα εξωτερικού* εκδίδονται σε μια χώρα, στο νόμισμά της, από αλλοδαπό φορέα. Έχουν την αφετηρία τους στο νόμο των ΗΠΑ περί εξισώσεως του επιτοκίου (1963). Εκδίδονται σε πολλές χώρες με την Ελβετία στην πρώτη θέση και Ιαπωνία, ΗΠΑ, Αγγλία κ.ά. να ακολουθούν. Αναλόγως προς τη χώρα εκδόσεως ονομάζονται *Yankee Bonds* (ΗΠΑ), *Samourai Bonds* (Ιαπωνία), *Chocolate Bonds* (Ελβετία), *Bulldog Bonds* (Αγγλία) κ.λ.π. Υπόκεινται στη νομοθεσία της χώρας εκδόσεως, απολαμβάνουν φορολογικών πλεονεκτημάτων και το συνηθέστερο αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως εκτός χρηματιστηρίου αξιών (*Over the counter*).

β) Τα *ευρωομόλογα* εκδίδονται από επιχειρήσεις ή κρατικούς οργανισμούς, με τη φροντίδα διεθνούς ομάδας τραπεζών, με κέντρο εκδόσεως άλλη χώρα εκτός εκείνης (ή εκείνων) της οποίας χρησιμοποιείται το νόμισμα. Δημιουργήθηκαν ως αντίδραση στο προαναφερθέν μέτρο αποτροπής εξόδου των κεφαλαίων από τις ΗΠΑ.

Κύριο νόμισμα είναι το δολάριο, παρά την κατάργηση του μέτρου το 1974, λόγω της σπουδαιότητας του δολαρίου ως μέσου διεθνών πληρωμών. Πρόκειται για μεγάλα δάνεια από 30 εκ. δολάρια μέχρι 1 δις. ή περισσότερα. Υπάρχει μεγάλη ποικιλία ευρωομολόγων, εκ των οποίων τα $\frac{2}{3}$ και πλέον εκδίδονται με σταθερό επιτόκιο, το $\frac{1}{5}$ με κυμαινόμενο επιτόκιο (Floating Rate Notes – FRN) και τα υπόλοιπα ανήκουν στις κατηγορίες των μετατρέψιμων σε μετοχές ομολόγων (εκδίδονται από μεγάλες πολυεθνικές εταιρείες), των δυναμένων να εξοφληθούν σε άλλο νόμισμα (Dual Currency Bonds), των συνδεδεμένων με ενέχυρα (Warrants) μετοχών ή ομολόγων, των εκδιδόμενων σε σύνθετα νομίσματα (ΕΤΔ, ENOM = ECU), των ομολόγων χωρίς επιτόκιο (Zero coupon, οι αγοραστές αμείβονται από τη διαφορά μεταξύ χαμηλής τιμής εκδόσεως και του άρτιου στο οποίο εξοφλούνται) κ.ά. Από την άποψη της διάρκειας υπάρχει επίσης μεγάλη ποικιλία (από μερικά έτη μέχρι 99 έτη ή ακόμη και πάγια ευρωομόλογα).

Ο πολυεθνικός χαρακτήρας των ευρωομολόγων στοχεύει στην ευρεία κυκλοφορία τους, λόγω του μεγάλου ποσού που αφορούν. Δεν υπάρχει επίσημη δευτερογενής αγορά των ευρωομολόγων και κυκλοφορούν εκτός χρηματιστηρίων (Over the counter) με κάποιες εξαιρέσεις για το Λουξεμβούργο και τη Φραγκφούρτη. Διακινούνται από ιδιωτικούς φορείς (Market makers), οι οποίοι ανακοινώνουν τιμή αγοράς και τιμή πώλησεως και είναι υποχρεωμένοι να εκτελούν τις εντολές προς τις δύο κατευθύνσεις. Υπάρχουν δύο οργανισμοί συμψηφισμού, Eurodear (120 τράπεζες – μέτοχοι) και Cedel (94 τράπεζες – μέτοχοι). Ως διακρατικό μέσο αντήσεως κεφαλαίων τα ευρωομόλογα δεν υπόκεινται σε ειδική νομοθεσία και όμως λειτουργούν ικανοποιητικώς, αφού οι ετήσιες εκδόσεις από μερικές δεκάδες δις. δολάρια στις αρχές της δεκαετίας του 1980, υπερέβησαν τα 200 δις. δολάρια στο τέλος της. Η επιτυχία τους στηρίζεται στην αυστηρή επιλογή των δανειζόμενων (πλέον των $\frac{9}{10}$ ανήκουν στις χώρες του ΟΟΣΑ).

Πιο συγκεκριμένα, λοιπόν, έστω ένα ομόλογο 1000 ευρώ, που λήγει σε 3 χρόνια. Ο αγοραστής κάτοχός του θα εισπράξει σε 3 χρόνια τα 1000 ευρώ. Την ημέρα όμως που το αγοράζει πληρώνει την τελική ονομαστική αξία (1000 ευρώ) μείον τους τόκους της τριετίας, αφού αφαιρούνται προκαταβολικά. Αν το επιτόκιο είναι 4%, η αφαίρεση των τόκων είναι:

$$AA = \frac{TA}{(1+v)^3}$$

Όπου AA = αξία αγοράς, TA = τελική αξία, v = επιτόκιο.

Στο ανωτέρω παράδειγμα:

$$AA = \frac{TA}{(1+v)^3} = \frac{1000}{(1 - 0,04)^3} = 884,73 \text{ ευρώ}$$

Ο αγοραστής δηλαδή του ομολόγου θα πληρώσει κατά την αγορά 884,73 ευρώ και θα εισπράξει την ημέρα λήξης του ομολόγου σε τρία χρόνια 1000 ευρώ.

5.6 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα του Ευρωσυναλλάγματος

Τα πλεονεκτήματα πηγάζουν από την ευκινησία και τα μειονεκτήματα από τον μεγάλο όγκο των κεφαλαίων.

Το ευρωσυνάλλαγμα με την ευκινησία που το διακρίνει διευκολύνει το Διεθνές Εμπόριο και τα κράτη στην κάλυψη των ανοιγμάτων στο ισοζύγιο πληρωμών ή στην εξεύρεση σημαντικών ποσών για μεγάλα έργα. Λόγω της κινητικότητας επιζητούν την άριστη απόδοση, συμβάλλοντας στην ομαλοποίηση των αγορών (εξίσωση επιτοκίων δανεισμού) και στην ευρύτερη οικονομική ανάπτυξη, προσδίδοντας στην οικονομία τον χαρακτήρα της παγκοσμιότητας.

Η μεγάλη ποσότητα του ευρωσυναλλάγματος και ο κερδοσκοπικός προσανατολισμός του μπορούν να παρασύρουν τοπικούς σταθεροποιητικούς μηχανισμούς και να δημιουργήσουν πληθωριστικές πιέσεις. Εκτιμήθηκε ότι το 1990 ο όγκος του ευρωσυναλλάγματος υπερέβαινε τα 2,5 τρις. Δολάρια. Πρόκειται συνεπώς για κολοσσιαία δύναμη που υπακούει στην αυτόνομη δυναμική της.

Ο έλεγχος της Ευρωαγοράς συναλλάγματος απαιτεί διεθνή συνεργασία και υπάρχει διαφωνία μεταξύ των κρατών ως προς την έκταση και τα μέσα του ελέγχου. Πολλές χώρες επωφελήθηκαν από την ύπαρξή της και υποστηρίζουν ότι τα εσωτερικά προβλήματα δεν λύνονται με περιορισμούς στη διεθνή κίνηση κεφαλαίων.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η έννοια του συναλλάγματος προήλθε από τη διεξαγωγή εμπορίου μεταξύ των χωρών καθώς και από την ύπαρξη εθνικών νομισμάτων. Σήμερα στην Ελλάδα όλες οι τράπεζες μπορούν να αγοράζουν και να πωλούν συνάλλαγμα υπό την εποπτεία της τράπεζας της Ελλάδος, η οποία μπορεί επίσης να εξουσιοδοτεί ξενοδοχεία, τουριστικά γραφεία, καταστήματα κ.τ.λ. να αγοράζουν συνάλλαγμα για λογαριασμό της. Καταρχήν συνάλλαγμα θεωρείται η μετατροπή ενός νομίσματος σε άλλο νόμισμα και κατ' επέκταση <<κάθε μέσον διεθνών πληρωμών>>.

Ως ελεύθερη αγορά συναλλάγματος θεωρείται ο χώρος τακτικής αντιπαραθέσεως της προσφοράς και της ζήτησεως νομισμάτων διαφόρων χωρών. Οι πράξεις συναλλάγματος διακρίνονται σε δυο κατηγορίες, τη Μονόπλευρη και τη Συνδεδεμένη. Στη Μονόπλευρη αγορά συναλλάγματος η αγοραπωλησία είναι άμεση, δηλαδή τα ποσά αλλάζουν χέρια αμέσως μετά την παραγγελία, έτσι μιλάμε για την τρέχουσα αγορά συναλλάγματος. Αντίθετα μιλώντας για την Προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος, όπου εκεί υπογράφεται ένα συμφωνητικό μεταξύ μιας τράπεζας και ενός πελάτη για παράδοση μετά από μερικούς μήνες ποσότητας συναλλάγματος σε προκαθορισμένη τιμή, συμφωνείται σήμερα το ποσόν και η ισοτιμία αλλά η παράδοση θα γίνει στο μέλλον.

Οι πηγές ζήτησης συναλλάγματος είναι ποικίλες. Διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία είναι η διεθνής ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών δηλαδή εμπορευματικές πληρωμές σε αλλοδαπά νομίσματα και η δεύτερη κατηγορία είναι οι πηγές ζήτησης συναλλάγματος για μη εμπορευματικές πληρωμές δηλαδή η χρήση συναλλάγματος για την απόκτηση περιουσιακών τίτλων στο εξωτερικό. Η χρηματική κυκλοφορία μιας χώρας αποτελεί συνάλλαγμα για τις άλλες χώρες. Αυτό σημαίνει ότι η ζήτηση από τη χώρα Α του νομίσματος της χώρας Β αποτελεί προσφορά συναλλάγματος για τη χώρα Β.

Το ποσό των εγχώριων νομισματικών μονάδων που απαιτείται για την απόκτηση μιας μονάδας ξένου νομίσματος λέγεται τιμή συναλλάγματος. Εκδίδεται καθημερινά ένα Δελτίο τιμών συναλλάγματος και Ξένων Τραπεζογραμμάτων, όπου αναγράφονται οι τιμές αγοράς και πώλησης των ξένων νομισμάτων που είναι διαπραγματεύσιμα στη χώρα μας. Το δελτίο αυτό μεταδίδεται στα καταστήματα μέσω του συστήματος ON LINE.

Λέγοντας συναλλαγματική ισοτιμία εννοούμε το ποσό του νομίσματος μιας χώρας που πρέπει να πληρωθεί για μια μονάδα του νομίσματος μιας άλλης χώρας. Οι Η.Π.Α έχουν κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η κυβέρνηση επιτρέπει να ορίζεται η τιμή συναλλάγματος του δολαρίου από τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης της ελεύθερης αγοράς. Η καμπύλη ζήτησης είναι η ζήτηση δολαρίων από τους αλλοδαπούς. Έχει αρνητική κλίση. Η καμπύλη προσφοράς είναι η προσφορά δολαρίων από τους πολίτες των Η.Π.Α με αντάλλαγμα ευρώ. Έχει θετική κλίση. Σε ισορροπία, η ζήτηση είναι ίση με την προσφορά δολαρίων. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή συναλλάγματος είναι το σχετικό επίπεδο τιμών στις Η.Π.Α, τα σχετικά επιτόκια και οι σχετικοί ρυθμοί ανάπτυξης.

Σύμφωνα με το σύστημα των Ελεύθερων Κυμαινόμενων Συναλλαγματικών ισοτιμιών, η τιμή του κάθε αγαθού σχηματίζεται σε εκείνο το σημείο (ισορροπίας) στο οποίο συναντιούνται οι επιθυμίες των αγοραστών με εκείνες πωλητών. Στο σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, η τιμή του αλλοδαπού συναλλάγματος ορίζεται είτε από την Κεντρική Τράπεζα είτε είναι αποτέλεσμα ρυθμίσεων σε διεθνές επίπεδο.

Μια χώρα που έχει έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών της μπορεί να δανειστεί διαθέσιμα από άλλες χώρες, αλλά μ' αυτό τον τρόπο αναβάλλει απλώς την επίλυση του προβλήματος. Η μείωση της ανεργίας έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση του ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών. Αντίθετα η μείωση του ελλείμματος οδηγεί στην αύξηση της ανεργίας.

Η αγορά συναλλάγματος για τις άμεσες συναλλαγές ονομάζεται τρέχουσα (spot) αγορά. Καλείται να καλύψει τις ανάγκες διεθνών πληρωμών που έχουν μικρό ή άμεσο χρονικό ορίζοντα. Η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος επιτρέπει τον άμεσο προσδιορισμό της ισοτιμίας, σκοπός της είναι η κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου. Επιτρέπει τον άμεσο καθορισμό σε εθνικό νόμισμα του κόστους εισαγωγής των αγαθών καθώς και την αξία σε εθνικό νόμισμα των εμπορικών και χρηματοοικονομικών απαιτήσεων επί του εξωτερικού.

Το σύστημα διενέργειας των διεθνών συναλλαγών είναι ο κανόνας χρυσού, όπου η αξία του κάθε νομίσματος εκφράζεται σε αντίστοιχη ποσότητα χρυσού, ο κανόνας των ελεύθερων ισοτιμιών και ο κανόνας των προσαρμόσιμων ισοτιμιών.

Ευρωσυννάλλαγμα είναι το νόμισμα που εκφράζεται στους λογαριασμούς μιας τράπεζας εγκατεστημένης εκτός της χώρας εκδόσεως του νομίσματος. Το κύριο χαρακτηριστικό του ευρωσυναλλάγματος είναι ότι διαφεύγει από τον έλεγχο των

Κυβερνήσεων, επειδή το δολάριο αποτελεί το κυριότερο ευρωσυνάλλαγμα, επικράτησε η ονομασία "Ευρωδολάριο".

Ευρωπίστωση αποκαλείται ένα μέσο ή μακροπρόθεσμο δάνειο ύψους από 20 εκ. έως 1 δις δολάρια που χορηγείται συνήθως από ομάδα τραπεζών. Αυτά τα δάνεια χορηγούνται κυρίως σε δολάριο, λίρες Αγγλίας, Γιεν κ.α. Προορισμός τους είναι η κάλυψη ελλειμμάτων στο ισοζύγιο πληρωμών. Διαφέρουν από τις συνήθεις πιστώσεις ως προς το μεγάλο ποσόν τους ,την αναφορά τους σε μεταβλητό επιτόκιο και το σχετικό μικρότερο κόστος τους έναντι των εθνικών πιστώσεων.

Η αγορά των διεθνών ομολόγων περιλαμβάνει δυο κατηγορίες τίτλων, τα ομόλογα εξωτερικού ,όπου εκδίδονται σε μια χώρα από αλλοδαπό φορέα και τα ευρωομόλογα ,όπου εκδίδονται από επιχειρήσεις με κέντρο εκδόσεως άλλη χώρα εκτός εκείνης της οποίας χρησιμοποιείται το νόμισμα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΒΙΒΛΙΑ:

- ✚ Ευθυμιάτου-Πουλάκου Α,(2004).Εισαγωγή στην Ευρωπαϊκή Ένωση, Εκδοτικός οίκος INTERBOOKS.
- ✚ Κώπτης Γ, Πετράκη- Κώπτη Α,(2000).Σύγχρονη Μικροοικονομική, εκδόσεις Μπένου.
- ✚ Λιανός Θ, Παπαβασιλείου Α, Χατζιανδρέου Α,(2001).Αρχές Οικονομικής Θεωρίας, Οργανισμός εκδόσεων διδακτικών βιβλίων.
- ✚ Μπαμπινιώτης Γ,(1998).Λεξικό της νέας Ελληνικής γλώσσας, εκδόσεις κέντρο λεξικολογίας Ε.Π.Ε.
- ✚ Πετράκη-Κώπτη Α, Κώπτης Γ,(2000).Σύγχρονη Μακροοικονομική, εκδόσεις Μπένου.
- ✚ Χρήστου Γ, Λιανός Θ, (1997).Πολιτική Οικονομία, Οργανισμός εκδόσεων διδακτικών βιβλίων.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

- ✚ Πληθωρισμός, Προσφορά και Ζήτησης Συναλλάγματος,www.oikonomikesprooptikes.gr.
- ✚ Συναλλαγματικές ισοτιμίες, Διεθνής Συναλλαγές,www.tanea.gr.
- ✚ Τιμές Συναλλάγματος ,www.bankofgreece.gr.