

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

**16. Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και
Χρηματαγορές, η Αγορά
Συναλλάγματος και οι Ονομαστικές
Ισοτιμίες**

1373 Διεθνής Οικονομική

Καθ. Γιώργος Αλογοσκούφης

Διεθνή Χρηματοοικονομικά Κέντρα

Λόγω εξωτερικών οικονομιών και ιστορικών συγκυριών, τα κυριότερα διεθνή χρηματοοικονομικά κέντρα βρίσκονται στη Νέα Υόρκη, το Λονδίνο, τη Φραγκφούρτη, το Χονγκ Κονγκ και το Τόκυο.

Στα κέντρα αυτά ανταλλάσσονται τίτλοι εκπεφρασμένοι σε διάφορα νομίσματα, 24 ώρες το 24ώρο. Λόγω της εξέλιξης των τηλεπικοινωνιακών συστημάτων, μεγάλο μέρος των συναλλαγών γίνεται πλέον ηλεκτρονικά, ακόμη και εκτός αυτών των διεθνών χρηματοπιστωτικών κέντρων.

Οι διάφοροι τίτλοι, εκπεφρασμένοι σε διάφορα νομίσματα, αγοράζονται και πωλούνται από διαπραγματευτές που στεγάζονται σε μεγάλα διεθνή τραπεζικά και μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Οι διαπραγματευτές είτε ανταλλάσσουν αποθέματα τίτλων που έχουν στη διάθεσή τους, είτε για λογαριασμό πελατών, είτε για λογαριασμό του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος το οποίο εκπροσωπούν. Στόχος τους είναι να κάνουν κέρδη, αγοράζοντας φθηνά και πουλώντας ακριβά.

Οι διαπραγματευτές στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές είναι συνήθως εξειδικευμένοι σε κάποια από τις αγορές ή υποαγορές, όπως την αγορά ομολόγων, μετοχών, συναλλάγματος ή παραγώγων.

Ειδικότερα, στις χρηματαγορές, όπου διαπραγματεύονται βραχυπρόθεσμους τίτλους, με τη συλλογική τους συμπεριφορά, και με τη συμπεριφορά των εντολέων τους, επηρεάζουν, αν δεν καθορίζουν, τόσο τα διεθνή επιτόκια όσο και τις ισοτιμίες των νομισμάτων.

Ποιοι Μετέχουν στις Διεθνείς Κεφαλαιαγορές και Χρηματαγορές



Εμπορικές Τράπεζες

Μη Τραπεζικά

Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα

Μεγάλες Επιχειρήσεις
(Πολυεθνικές)

Κεντρικές Τράπεζες και
Κυβερνήσεις

Ιδιώτες με Μεγάλη Περιουσία

Οι Εμπορικές Τράπεζες

Οι εμπορικές τράπεζες βρίσκονται στο επίκεντρο των διεθνών κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών, καθώς αφενός μεν παίζουν κεντρικό ρόλο στο διεθνές σύστημα πληρωμών, και αφετέρου γιατί δραστηριοποιούνται σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων.

Τα στοιχεία του παθητικού τους περιλαμβάνουν καταθέσεις διαφορετικών προθεσμιών, καθώς και δάνεια από άλλες τράπεζες και μη τραπεζικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα, μέσω της διατραπεζικής αγοράς.

Τα στοιχεία του ενεργητικού τους περιλαμβάνουν δάνεια (σε νοικοκυριά, επιχειρήσεις και κυβερνήσεις), καταθέσεις σε άλλες τράπεζες και ομόλογα.

Οι μεγάλες και πολυεθνικές τράπεζες αναλαμβάνουν και άλλες δραστηριότητες όπως η αναδοχή νέων εκδόσεων μετοχών και ομολόγων, η διαμεσολάβηση σε συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, και η διαχείριση χαρτοφυλακίου για μεγάλους πελάτες.

Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά της διεθνούς τραπεζικής είναι ότι οι τράπεζες είναι πολλές φορές σε θέση να αναλάβουν δραστηριότητες στις διεθνείς αγορές τις οποίες δεν επιτρέπεται να διεκπεραιώσουν στην αγορά από την οποία προέρχονται. Αυτή η ασυμμετρία στην εποπτεία των τραπεζών μεταξύ χωρών ήταν και ένας από τους λόγους για τη μεγάλη άνοδο της διεθνούς τραπεζικής στα τελευταία πενήντα χρόνια.

Μη Τραπεζικά Χρηματοοικονομικά Ιδρύματα

Ασφαλιστικές εταιρείες, Συνταξιοδοτικά Κεφάλαια, Αμοιβαία Κεφάλαια και Αντισταθμιστικά Κεφάλαια, Επενδυτικές Τράπεζες (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lazard)

Οι επενδυτικές τράπεζες διαφέρουν από τις εμπορικές τράπεζες ως προς το ότι ειδικεύονται στην αναδοχή εκδόσεων τίτλων όπως μετοχές, ομολόγα και παράγωγά, σε τιτλοποιήσεις δανείων, σε αγοραπωλησίες μετοχών και ομολόγων και παραγώγων και σε συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Η άνοδος των επενδυτικών τραπεζών οφείλεται στο ότι το 1993 οι ΗΠΑ απαγόρευσαν στις εμπορικές τους τράπεζες να αναλαμβάνουν αυτές τις δραστηριότητες, λόγω των κινδύνων που συνεπάγονται. Η διεθνής χρηματοοικονομική κρίση του 2007 και 2008 χειροτέρευσε λόγω της κατάρρευσης δύο επενδυτικών τραπεζών, της Bear Stearns και της Lehman Brothers. Η απαγόρευση των εμπορικών τραπεζών να αναλαμβάνουν δραστηριότητες επενδυτικής τραπεζικής στις ΗΠΑ είχε καταργηθεί μερικώς το 1999.

Σε κάθε περίπτωση, επειδή η απαγόρευση αυτή δεν αφορούσε τις διεθνείς δραστηριότητες των αμερικανικών εμπορικών τραπεζών, μεγάλες εμπορικές τράπεζες όπως η Citi, η J.P. Morgan Chase δραστηριοποιούνταν έντονα στη διεθνή επενδυτική τραπεζική, ανταγωνιζόμενες τις αμιγώς επενδυτικές τράπεζες. Σήμερα, η διάκριση μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών έχει αμβλυνθεί.

Μεγάλες Πολυεθνικές Επιχειρήσεις

Οι μεγάλες πολυεθνικές, όπως η Exxon Mobil, η Apple, η Coca Cola, η IBM, η Nike, η Toyota, η Nestle, η Unilever και άλλες, σχεδόν καθημερινά χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους μέσω των διεθνών χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών. Χρησιμοποιούν τόσο τραπεζικά δάνεια, όσο και διεθνή ομόλογα και μετοχές, εκπεφρασμένα σε διαφορετικά νομίσματα.

Η δραστηριότητα των πολυεθνικών επιχειρήσεων, και ειδικά οι άμεσες ξένες επενδύσεις επίσης χρηματοδοτείται μέσω των διεθνών κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών.

Επιπλέον, οι μεγάλες επιχειρήσεις επενδύουν τα αποθεματικά τους μέσω των διεθνών κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών. Σε αυτό το ρόλο συμπεριφέρονται όπως και οι υπόλοιποι επενδυτές, διασπείροντας τους κινδύνους.

Κεντρικές Τράπεζες και Κυβερνήσεις

Οι κεντρικές τράπεζες και οι κυβερνήσεις είναι η τελευταία μεγάλη κατηγορία συμμετεχόντων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές.

Οι κεντρικές τράπεζες παρεμβαίνουν συστηματικά στις χρηματαγορές, προκειμένου να επηρεάσουν τα βραχυχρόνια επιτόκια, αλλά συχνά παρεμβαίνουν και στις αγορές συναλλάγματος.

Πολλές κυβερνήσεις και φορείς του δημοσίου διαφόρων χωρών συχνά δανείζονται από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές και τις διεθνείς τράπεζες.

Ο Ρόλος των Διεθνών Κεφαλαιαγορών και Χρηματαγορών

Χρηματοδότηση διεθνούς εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών

Χρηματοδότηση ελλειμμάτων ισοζυγίων πληρωμών (διαχρονικό εμπόριο) και άμεσων ξένων επενδύσεων.

Διεθνείς Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου και Διασπορά των Κινδύνων

Η Διεθνής Αγορά Συναλλάγματος

Διεθνές αποκεντρωμένο δίκτυο διαπραγματευτών

Νόμισμα όχημα το δολάριο ΗΠΑ

Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Τρέχουσες Συναλλαγές (spot)

Συναλλαγές Ανταλλαγών (swap)

Προθεσμιακές Συναλλαγές (forward)

Ευρωκαταθέσεις και Ευρωνομίσματα

Τα διάφορα νομίσματα αγοράζονται και πωλούνται από διαπραγματευτές που στεγάζονται σε μεγάλα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι διαπραγματευτές διακρατούν αποθέματα νομισμάτων, και στόχος τους είναι να κάνουν κέρδη, αγοράζοντας φθηνά και πουλώντας ακριβά.

Η αγορά συναλλάγματος χαρακτηρίζεται από μεγάλη ρευστότητα και το όγκος των συναλλαγών είναι τεράστιος. Ο όγκος των συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα είναι πολύ μεγαλύτερος από τον όγκο των συναλλαγών που είναι απαραίτητος για το διεθνές εμπόριο.

Οι Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Η τιμή του δολαρίου σε ξένο συνάλλαγμα (π.χ 0,77 ευρώ ανά δολάριο) καλείται η συναλλαγματική ισοτιμία σε *Ευρωπαϊκούς όρους*.

Το αντίστροφο, δηλαδή η τιμή ενός νομίσματος σε δολάρια (π.χ 1,3 δολάρια ανά ευρώ) είναι η συναλλαγματική ισοτιμία σε *Αμερικανικούς όρους*.

Μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε ευρωπαϊκούς όρους σημαίνει ότι το νόμισμα υποτίμηθηκε έναντι του δολαρίου, ενώ μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε αμερικανικούς όρους σημαίνει ότι το νόμισμα ανατιμήθηκε έναντι του δολαρίου.

Εφεξής, θα χρησιμοποιούμε τον ορισμό της συναλλαγματικής ισοτιμίας S σε αμερικανικούς όρους, δηλαδή δολάρια ανά ευρώ. Αυτό σημαίνει ότι μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας ισοδυναμεί με ανατίμηση (ενίσχυση) του ευρώ και υποτίμηση (αποδυνάμωση) του δολαρίου, καθώς χρειάζονται περισσότερα δολάρια ανά ευρώ.

Η Συναλλαγματική Ισοτιμία Δολαρίου Ευρώ

Όταν δημιουργήθηκε το ευρώ, στις αρχές του 1999, η ισοτιμία του απέναντι στο δολάριο ήταν 1,179 δολάρια ανά ευρώ.

Για τα πρώτα δύο χρόνια, το ευρώ υποτιμήθηκε απέναντι στο δολάριο, με κατώτατο σημείο στις 26 Οκτωβρίου 2000, όταν έφθασε τα 0,825 δολάρια ανά ευρώ.

Από τις αρχές του 2002 το ευρώ άρχισε να ανατιμάται απέναντι στο δολάριο, αν και η ανατίμηση αυτή είχε πολλές διακυμάνσεις. Ο πρώτος κύκλος της ανατίμησης του ευρώ ολοκληρώθηκε στα τέλη του 2004, όταν η ισοτιμία του ευρώ έφθασε το 1,363 δολάρια ανά ευρώ. Ένας δεύτερος τριετής κύκλος ανατίμησης του ευρώ ξεκίνησε στις αρχές του 2006.

Στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008, ημέρα κατάρρευσης της Lehman Brothers η ισοτιμία του ευρώ βρισκόταν στο ιστορικά υψηλότερο σημείο της, 1,599 δολάρια ανά ευρώ. Μέσα σε ένα μήνα η ισοτιμία του ευρώ είχε καταρρεύσει στα 1,246 δολάρια ανά ευρώ (27 Οκτωβρίου 2008).

Μεταξύ του 2009 και των μέσων του 2014, η ισοτιμία ευρώ δολαρίου διακυμαίνεται σε ένα εύρος μεταξύ 1,5 και 1,2 δολαρίων ανά ευρώ.

Από τα μέσα του 2014 έως τα μέσα του 2015 το ευρώ σημειώνει νέα πτώση, κατά περίπου 25%, και έκτοτε διακυμαίνεται σε ένα εύρος περί το 1,1 δολάρια ανά ευρώ. Στις 14 Απριλίου 2020 η ισοτιμία ήταν 1,0963 δολάρια ανά ευρώ.

Η Συναλλαγματική Ισοτιμία Δολαρίου Ευρώ



Ο Ρόλος του Δολαρίου στην Αγορά Συναλλάγματος

Το δολάριο των ΗΠΑ θεωρείται το νόμισμα όχημα για τις συναλλαγές στην αγορά συναλλάγματος.

Για παράδειγμα, για να μετατρέψει κανείς στερλίνες σε γιέν θα μπορούσε να το κάνει είτε με μία είτε με δύο συναλλαγές, μέσω του δολαρίου. Μία συναλλαγή για να μετατραπούν οι στερλίνες σε δολάρια, και μία για να μετατραπούν τα δολάρια σε γιέν.

Λόγω του βάθους, δηλαδή του μεγάλου όγκου των συναλλαγών, στην αγορά δολαρίων, και των οικονομιών κλίμακας που συνεπάγεται, το κόστος αυτής της τριγωνικής συναλλαγής είναι συνήθως μικρότερο από την απευθείας συναλλαγή των στερλινών σε γιέν. Για το λόγο αυτό, το δολάριο χρησιμοποιείται ως όχημα ακόμη και για συναλλαγές που αφορούν άλλα νομίσματα και όχι το ίδιο το δολάριο.

Στην αγορά συναλλάγματος, λόγω των εξισορροπητικών συναλλαγών (arbitrage), δεν μπορεί να υπάρχουν μη αξιοποιημένες δυνατότητες κερδών από τριγωνικές συναλλαγές στα διάφορα νομίσματα.

Για παράδειγμα, αν S_1 είναι ισοτιμία της στερλίνας σε δολάρια, S_2 η ισοτιμία του ευρώ σε δολάρια και S_3 η ισοτιμία της στερλίνας σε ευρώ, και οι συναλλαγές είναι χωρίς κόστος, στην ισορροπία δεν μπορεί παρά να ισχύει,

$$S_1 = S_3 \times S_2$$

Αν κάτι τέτοιο δεν ίσχυε, κάποιιο διαπραγματευτής θα μπορούσαν να κάνουν κέρδη αγοράζοντας στην αγορά που ένα νόμισμα είναι υποτιμημένο και πωλώντας ταυτόχρονα στην αγορά που είναι υπερτιμημένο. Μέσω αυτών των κερδοσκοπικών συναλλαγών, οι ισοτιμίες θα μεταβάλλονταν άμεσα, ώστε η σχέση αυτή να ισχύει και να μην υπάρχουν περαιτέρω ευκαιρίες πραγματοποίησης κερδών. Αυτός είναι ο ρόλος του arbitrage.

Κατηγορίες Συναλλαγών στην Αγορά Συναλλάγματος

Τρέχουσες συναλλαγές (spot), όπου η αγοραπωλησία κλείνει άμεσα (στην πραγματικότητα εντός δύο ημερών). Αυτές προσδιορίζουν τις τρέχουσες ισοτιμίες.

Συναλλαγές ανταλλαγών (swap), στις οποίες το νόμισμα που αγοράζεται (πωλείται) σήμερα επαναπωλείται (επαναγοράζεται) σε μία μελλοντική ημερομηνία. Η τιμή τόσο της τρέχουσας όσο και της μελλοντικής αγοραπωλησίας προσδιορίζεται σήμερα.

Προθεσμιακές συναλλαγές (forward transactions). Αυτές είναι σημερινές συμφωνίες, για μελλοντική αγοραπωλησία ενός νομίσματος. Η τιμή, η ποσότητα και η ημερομηνία της ανταλλαγής (προθεσμία) προσδιορίζονται σήμερα.

Η ισοτιμία ανταλλαγής (swap rate) είναι η διαφορά μεταξύ της ισοτιμίας επαναγοράς (επαναπώλησης) και της ισοτιμίας της αρχικής πώλησης (αγοράς). Η τρέχουσα ισοτιμία και η ισοτιμία ανταλλαγής προσδιορίζουν την προθεσμιακή ισοτιμία (forward exchange rate).

Συναλλαγές ανταλλαγών και προθεσμιακές συναλλαγές γίνονται για 1 και 2 εβδομάδες, καθώς και για 1, 3, 6 και 12 μήνες.

Λέμε ότι ένα νόμισμα συναλλάσσεται με υπερέτιμημα (premium) όταν η προθεσμιακή ισοτιμία είναι υψηλότερη από την τρέχουσα ισοτιμία (με τον Αμερικανικό ορισμό). Στην αντίθετη περίπτωση συναλλάσσεται με έκπτωση (discount).

Η μεγάλη πλειοψηφία των συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος είναι τρέχουσες συναλλαγές μεταξύ διαπραγματευτών. Οι συναλλαγές ανταλλαγών είναι περίπου το 1/3 του όγκου των συνολικών συναλλαγών. Οι προθεσμιακές συναλλαγές είναι πολύ μικρό ποσοστό του συνολικού όγκου.

Ευρωκαταθέσεις και Ευρωνομίσματα

Ευρωνόμισμα είναι μία κατάθεση σε ξένο νόμισμα, εκτός της χώρας έκδοσης αυτού του νομίσματος.

Μία κατάθεση σε δολάρια σε μία τράπεζα του Λονδίνου είναι μία κατάθεση ευρωδολαρίων, ενώ μία κατάθεση σε γιεν σε μία τράπεζα της Νέας Υόρκης είναι μία κατάθεση ευρωγιέν.

Οι περισσότερες ευρωκαταθέσεις είναι καταθέσεις σταθερού επιτοκίου, με προθεσμίες που αντανακλούν αυτές που είναι διαθέσιμες για swaps και προθεσμιακές αγοραπωλησίες συναλλάγματος.

Ποια είναι αυτά τα επιτόκια.

Το LIBOR (London Interbank Offer Rate) είναι το επιτόκιο στο οποίο οι τράπεζες είναι διατεθειμένες να δανείσουν δολάρια ή στερλίνες στις πιο αξιόπιστες τράπεζες και επιχειρήσεις που μετέχουν στην διατραπεζική αγορά του Λονδίνου. Δάνεια σε λιγότερο αξιόπιστες τράπεζες και επιχειρήσεις, έχουν υψηλότερο επιτόκιο από το LIBOR (premium).

Το EURIBOR (Euro Interbank Offer Rate) είναι το επιτόκιο στο οποίο οι τράπεζες είναι διατεθειμένες να δανείσουν στις πιο αξιόπιστες τράπεζες και επιχειρήσεις που μετέχουν στην διατραπεζική αγορά του ευρώ. Δάνεια σε λιγότερο αξιόπιστες τράπεζες και επιχειρήσεις, έχουν υψηλότερο επιτόκιο από το EURIBOR (premium).

Το LIBOR και το EURIBOR διαφέρουν ανάλογα με τη διάρκεια του δανείου (από μία εβδομάδα έως 12 μήνες).

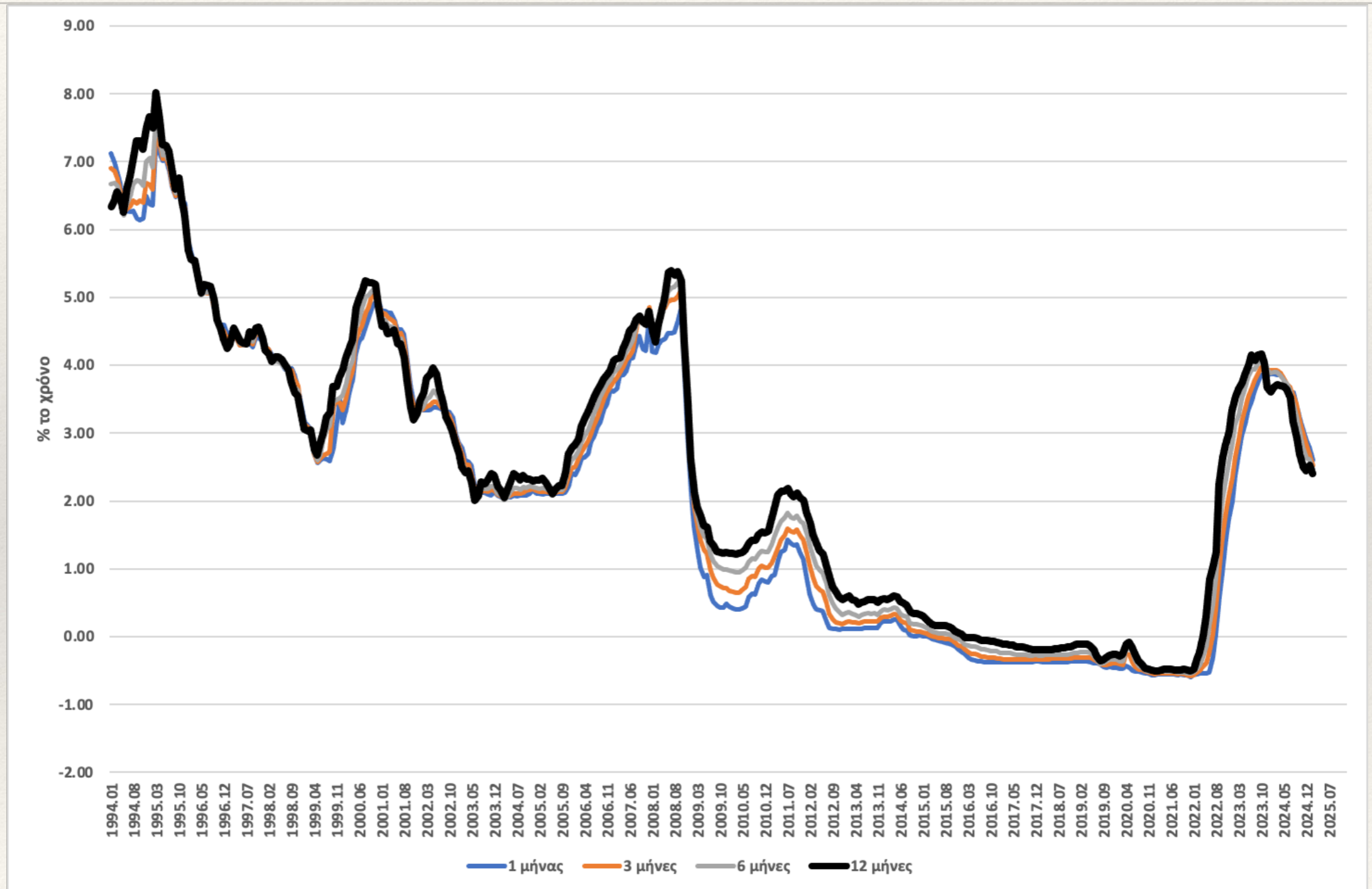
Το Euribor

Το Euribor (Euro Interbank Offered Rate) είναι συντομογραφία για το διατραπεζικό επιτόκιο του ευρώ. Τα επιτόκια Euribor βασίζονται στα μέσα επιτόκια στα οποία μια μεγάλη ομάδα ευρωπαϊκών τραπεζών δανείζεται κεφάλαια μεταξύ τους. Υπάρχουν διαφορετικές λήξεις, που κυμαίνονται από μία εβδομάδα έως ένα έτος.

Τα επιτόκια Euribor θεωρούνται τα πιο σημαντικά επιτόκια αναφοράς στην ευρωπαϊκή αγορά χρήματος. Τα επιτόκια παρέχουν τη βάση για την τιμή και τα επιτόκια όλων των ειδών των χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως ανταλλαγές επιτοκίων, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επιτοκίων, λογαριασμούς αποταμίευσης και ενυπόθηκα δάνεια. Αυτός είναι ο ακριβής λόγος για τον οποίο πολλοί επαγγελματίες καθώς και άτομα παρακολουθούν εντατικά την εξέλιξη των τιμών του Euribor, η οποία βεβαίως σχετίζεται με τα επιτόκια τα οποία προσδιορίζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).

Το EURIBOR

(1 μήνας, 3 μήνες, 6 μήνες, 12 μήνες)



Καλυμμένη Ισοδυναμία των Επιτοκίων

Υποθέστε έναν επενδυτή που θέλει να καταθέσει 1 εκατομμύριο δολάρια για τρεις μήνες. Αν καταθέσει τα χρήματα του σε μία ευρωκατάθεση δολαρίων, στο τέλος των τριών μηνών θα εισπράξει $1 + i_t^*$ εκατομμύρια δολάρια, όπου i_t^* είναι το ονομαστικό επιτόκιο του δολαρίου.

Αν κάνει μία συναλλαγή ανταλλαγής (swap) με το ευρώ, αγοράζοντας $1/S$ ευρώ σήμερα και μεταπωλώντας στην προθεσμιακή ισοτιμία των τριών μηνών F , σε τρεις μήνες θα εισπράξει $(1 + i_t)(F_t/S_t)$ δολάρια, όπου i_t είναι το ονομαστικό επιτόκιο του ευρώ.

Στην ισορροπία, αυτές οι δύο συναλλαγές θα πρέπει να έχουν την ίδια απόδοση. Αν όχι, η υπερβάλλουσα ζήτηση για τη συναλλαγή που έχει τη μεγαλύτερη απόδοση θα μεταβάλλει τις ισοτιμίες άμεσα με αποτέλεσμα η σχέση αυτή να ικανοποιείται. Αυτός είναι ο ρόλος των εξισορροπητικών συναλλαγών (arbitrage).

Κατά συνέπεια, οι τρέχουσες ισοτιμίες (S), οι προθεσμιακές ισοτιμίες (F) και τα επιτόκια των ευρωκαταθέσεων (i για € και i^* για \$) θα πρέπει να ικανοποιούν τη σχέση,

$$1 + i_t^* = (1 + i_t)(F_t/S_t)$$

Η σχέση αυτή ονομάζεται *καλυμμένη ισοδυναμία των επιτοκίων*.

Ακάλυπτη Ισοδυναμία των Επιτοκίων

Υποθέστε τώρα έναν επενδυτή που θέλει να επενδύσει 1 εκατομμύριο δολάρια για τρεις μήνες.

Αν καταθέσει τα χρήματα του σε μία ευρωκατάθεση δολαρίων, στο τέλος των τριών μηνών θα εισπράξει $1 + i_t^*$ εκατομμύρια δολάρια.

Ο επενδυτής υποτίθεται ότι είναι ουδέτερος απέναντι στον κίνδυνο. Αν αγοράσει $1/S$ ευρώ σήμερα και κάνει μία ευρωκατάθεση ευρώ, στο τέλος των τριών μηνών θα εισπράξει $(1 + i_t)/S_t$ εκατομμύρια ευρώ. Αν τα μετατρέψει αμέσως σε δολάρια στην τρέχουσα ισοτιμία που θα ισχύει σε τρεις μήνες, τότε θα εισπράξει $(1 + i_t)(S_{t+1}^e/S_t)$ εκατομμύρια δολάρια.

Το πρόβλημα είναι ότι δεν γνωρίζει την ισοτιμία η οποία θα ισχύει σε τρεις μήνες, και θα πρέπει να σχηματίσει προσδοκίες για αυτήν. Κατά συνέπεια, η προσδοκώμενη απόδοση σε δολάρια της επένδυσής του σε ευρώ ισούται με, $(1 + i_t)(S_{t+1}^e/S_t)$, όπου S_{t+1}^e είναι η προσδοκία του για την τρέχουσα ισοτιμία του ευρώ σε τρεις μήνες.

Στην ισορροπία, αυτές οι δύο συναλλαγές θα πρέπει να έχουν την ίδια προσδοκώμενη απόδοση. Αν όχι, η υπερβάλλουσα ζήτηση για τη συναλλαγή που έχει τη μεγαλύτερη προσδοκώμενη απόδοση θα μεταβάλλει τις ισοτιμίες άμεσα με αποτέλεσμα η σχέση αυτή να ικανοποιείται. Αυτός είναι ο ρόλος των εξισορροπητικών συναλλαγών (arbitrage).

Κατά συνέπεια, για επενδυτές οι οποίοι είναι ουδέτεροι απέναντι στον κίνδυνο, οι τρέχουσες ισοτιμίες (S_t), οι προσδοκώμενες μελλοντικές ισοτιμίες (S_{t+1}^e) και τα επιτόκια των ευρωκαταθέσεων (i για € και i^* για \$) θα πρέπει να ικανοποιούν τη σχέση,

$$1 + i_t^* = (1 + i_t)(S_{t+1}^e/S_t)$$

Η σχέση αυτή ονομάζεται *ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων*, δεδομένου ότι οι επενδυτές δεν καλύπτονται απέναντι στον κίνδυνο οι προσδοκίες τους να αποδειχθούν λανθασμένες.

Προθεσμιακή Ισοτιμία, Προσδοκώμενη Μελλοντική Ισοτιμία και Προσδιορισμός της Τρέχουσας Συναλλαγματικής Ισοτιμίας

Το κέρδος από μία προθεσμιακή συναλλαγή, ή μία συναλλαγή ανταλλαγής στην αγορά συναλλάγματος ισούται με τη διαφορά της προθεσμιακής ισοτιμίας από την τρέχουσα ισοτιμία, τη στιγμή της λήξης της προθεσμίας. Κατά συνέπεια, τη στιγμή της σύναψης της προθεσμιακής συναλλαγής, ή της συναλλαγής ανταλλαγής, με τη υπόθεση της ουδετερότητας απέναντι στον κίνδυνο (risk neutrality), θα πρέπει να ισχύει ότι,

$$F_t = S_{t+1}^e$$

όπου S_{t+1}^e η προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία. Αν αυτό ισχύει, τότε η καλυμμένη ισοδυναμία των επιτοκίων προσδιορίζεται από την ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων. Στη συνέχεια θα υποθέσουμε ότι αυτό ισχύει.

Κατά συνέπεια, με την υπόθεση της ουδετερότητας των επενδυτών απέναντι στον κίνδυνο, η τρέχουσα ισοτιμία προσδιορίζεται από την ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων. Αυτή μπορεί να γραφεί ως,

$$S_t = S_{t+1}^e \frac{1 + i_t}{1 + i_t^*}$$

Κατά συνέπεια, οι τρέχουσες ισοτιμίες προσδιορίζονται από τις διαφορές των επιτοκίων μεταξύ των χωρών και από τις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική τους εξέλιξη.

Επιτόκια, Προσδοκίες και Τρέχουσα Συναλλαγματική Ισοτιμία

Από την ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων προκύπτει ότι,

$$S_t = S_{t+1}^e \frac{1 + i_t}{1 + i_t^*}$$

Κατά συνέπεια, τρεις είναι οι παράγοντες που προσδιορίζουν την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ σε δολάρια.

Πρώτον, το τρέχον ονομαστικό επιτόκιο του ευρώ i_t . Όσο υψηλότερο είναι το τρέχον ονομαστικό επιτόκιο του ευρώ τόσο υψηλότερη είναι η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία.

Δεύτερον, το τρέχον ονομαστικό επιτόκιο του δολαρίου i_t^* . Όσο υψηλότερο είναι το τρέχον ονομαστικό επιτόκιο του δολαρίου, τόσο χαμηλότερη είναι η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ.

Τέλος, τρίτος παράγων είναι η προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία του ευρώ S_{t+1}^e . Όσο υψηλότερη είναι η προσδοκώμενη μελλοντική ισοτιμία, τόσο υψηλότερη είναι και η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία.

Τι προσδιορίζει όμως τις προσδοκίες των επενδυτών.

Προσδοκίες για τα Μελλοντικά Επιτόκια

Από την ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων προκύπτει ότι,

$$S_t = S_{t+1}^e \frac{1 + i_t}{1 + i_t^*}$$

Αν οι επενδυτές έχουν ορθολογικές προσδοκίες, τότε ισχύει ότι,

$$S_{t+1}^e = S_{t+2}^e \frac{1 + i_{t+1}^e}{1 + i_{t+1}^{*e}}, S_{t+2}^e = S_{t+3}^e \frac{1 + i_{t+2}^e}{1 + i_{t+2}^{*e}}, \dots, S_{t+n}^e = S_{t+n+1}^e \frac{1 + i_{t+n}^e}{1 + i_{t+n}^{*e}}$$

Αντικαθιστώντας, στην αρχική εξίσωση,

$$S_t = S_{t+n+1}^e \frac{1 + i_t}{1 + i_t^*} \frac{1 + i_{t+1}^e}{1 + i_{t+1}^{*e}} \dots \frac{1 + i_{t+n}^e}{1 + i_{t+n}^{*e}}$$

Η τρέχουσα ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία εξαρτάται από την προσδοκώμενη πορεία των μελλοντικών ονομαστικών επιτοκίων και από την προσδοκώμενη τιμή σε κάποιο απώτερο μέλλον.

Κατά συνέπεια, δεν είναι μόνο τα τρέχοντα ονομαστικά επιτόκια που προσδιορίζουν τις τρέχουσες ονομαστικές ισοτιμίες, αλλά και το σύνολο των προσδοκώμενων μελλοντικών επιτοκίων.

Οι τρέχουσες ισοτιμίες είναι κατά συνέπεια πολύ ευαίσθητες σε μεταβολές στις προσδοκίες για τη μελλοντική πορεία των επιτοκίων, εξ ου και παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα από μέρα σε μέρα. Καθώς προκύπτουν 'νέα' τα οποία μπορεί να επηρεάσουν τη μελλοντική πορεία των επιτοκίων, τα 'νέα' αυτά οδηγούν σε συνεχείς μεταβολές των ισοτιμιών.

Επιπτώσεις Προσωρινών Διαταραχών

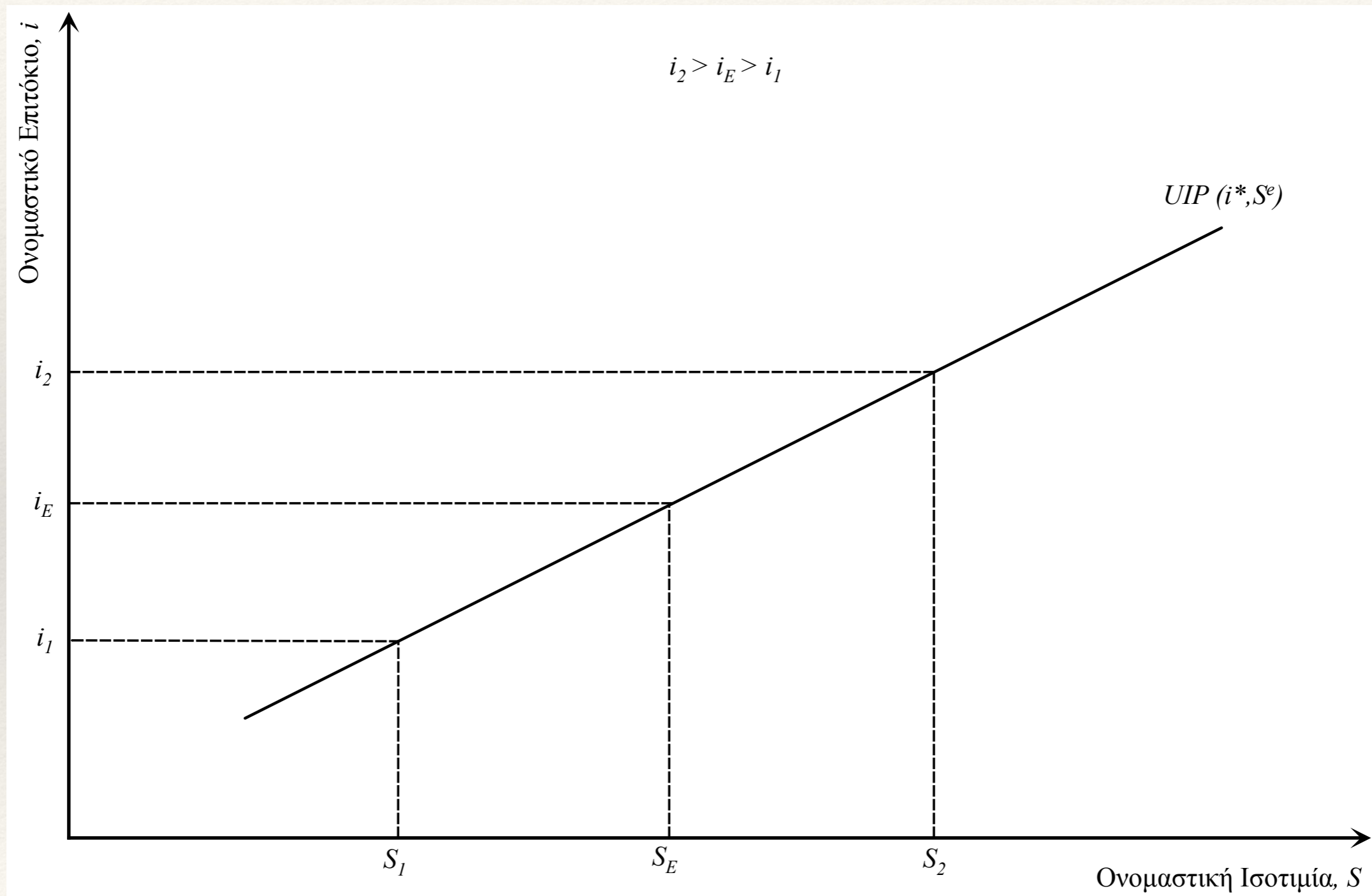
Σε μεγάλο μέρος της ανάλυσης εφεξής θα αναλύσουμε τις επιπτώσεις προσωρινών διαταραχών, οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν τα τρέχοντα επιτόκια αλλά δεν επηρεάζουν τα μελλοντικά. Κατά συνέπεια, με την υπόθεση αυτή μπορούμε να θεωρούμε την προσδοκία των επενδυτών για τη μελλοντική ισοτιμία ως δεδομένη στο επίπεδο \bar{S}^e . Στην περίπτωση αυτή, η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία προσδιορίζεται από,

$$S = \bar{S}^e \frac{1 + i}{1 + i^*}$$

Για δεδομένες προσδοκίες για τη μελλοντική ισοτιμία, μία προσωρινή αύξηση των εγχωρίων ονομαστικών επιτοκίων οδηγεί σε ανατίμηση του νομίσματος, ενώ μία μείωση οδηγεί σε υποτίμηση. Αντίστοιχα, μία προσωρινή αύξηση των επιτοκίων στην αλλοδαπή οδηγεί σε υποτίμηση του νομίσματος της ημεδαπής, και μία προσωρινή μείωση σε ανατίμησης του.

Η υπόθεση αυτή θα μας επιτρέψει να αναλύσουμε τη σχέση των συναλλαγματικών ισοτιμιών με τις υπόλοιπες μακροοικονομικές μεταβλητές, σε στατικά υποδείγματα μίας περιόδου.

Ονομαστική Συναλλαγματική Ισοτιμία και Εγγώρια Επιτόκια



Συμπεράσματα

Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες προσδιορίζονται στη διεθνή αγορά συναλλάγματος.

Οι τράπεζες και τα υπόλοιπα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν ένα κεντρικό ρόλο καθώς διευκολύνουν τις ανταλλαγές τραπεζικών καταθέσεων σε διάφορα νομίσματα, που αποτελούν το μεγαλύτερο όγκο των συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος. Η διεθνής αγορά συναλλάγματος είναι στην ουσία μία ενοποιημένη παγκόσμια αγορά που λειτουργεί σχεδόν 24 ώρες το 24ώρο.

Το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών σε ξένο συνάλλαγμα είναι τρέχουσες συναλλαγές, αλλά μεγάλο μέρος είναι συμφωνίες ανταλλαγών και προθεσμιακές συναλλαγές.

Στις συμφωνίες ανταλλαγών και τις προθεσμιακές συναλλαγές έχουμε συμφωνία μεταξύ των μερών για μελλοντική ανταλλαγή νομισμάτων σε προκαθορισμένη τιμή. Αντίθετα, οι τρέχουσες συναλλαγές εκκαθαρίζονται άμεσα.

Η ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος απαιτεί εξίσωση των αποδόσεων των χρεογράφων που είναι εκπεφρασμένα σε διαφορετικά νομίσματα, όταν οι αποδόσεις μετρούνται σε κοινή βάση. Αυτή είναι η βάση της ισοδυναμίας των επιτοκίων.

Για δεδομένα επιτόκια καταθέσεων εκπεφρασμένων σε διάφορα νομίσματα, και για δεδομένες προσδοκίες για τη μελλοντική εξέλιξη της ισοτιμίας, η ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων προσδιορίζει την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία.

Με τα υπόλοιπα δεδομένα σταθερά, μία αύξηση των εγχωρίων επιτοκίων προκαλεί ανατίμηση του νομίσματος.

Με τα υπόλοιπα δεδομένα σταθερά, μία αύξηση των επιτοκίων των άλλων νομισμάτων προκαλεί υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος.

Τέλος, με τα υπόλοιπα δεδομένα σταθερά, μία προσδοκώμενη μελλοντική ανατίμηση (ή υποτίμηση), οδηγεί άμεσα σε τρέχουσα ανατίμηση (ή υποτίμηση) του νομίσματος.