



**Διατμηματικό Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών  
στη Διοίκηση Επιχειρήσεων  
Κατεύθυνση Χρηματοοικονομικής Διοίκησης**

Διπλωματική Εργασία με θέμα:

**Διεθνές Εμπόριο και Συναλλαγματική Ισοτιμία. Η  
περίπτωση της Ευρωζώνης.**

**Φοιτήτρια: Τσαγκαράκη Ελευθερία**

**Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Παπαναστασίου Ιωάννης**

**Θεσσαλονίκη  
Σεπτέμβριος 2010**

Θα ήθελα να εκφράσω θερμές ευχαριστίες στον αναπληρωτή καθηγητή κ. Ιωάννη Παπαναστασίου για τις συμβουλές και τις υποδείξεις του κατά τη διάρκεια συγγραφής της παρούσας εργασίας, καθώς επίσης στα στελέχη του Ινστιτούτου Εξαγωγικών Ερευνών και Σπουδών (ΙΕΕΣ) του Συνδέσμου Εξαγωγέων Βορείου Ελλάδος (ΣΕΒΕ) για την εξόρυξη των στατιστικών δεδομένων.

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

**ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....σελ. 5**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ**

- 1.1 Εισαγωγή.....σελ. 7**
- 1.2 Το διεθνές εμπόριο.....σελ.10**
- 1.3 Η αγορά συναλλάγματος.....σελ.15**
- 1.4 Η κλασική προσέγγιση.....σελ.20**
- 1.5 Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες.....σελ.23**
- 1.6 Προσδιοριστικοί παράγοντες της συναλλαγματικής ισοτιμίας.....σελ.28**
- 1.7 Μακροοικονομική πολιτική σε ανοιχτή οικονομία με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες.....σελ.30**
- 1.8 Οι επιπτώσεις της κινητικότητας κεφαλαίου.....σελ.34**
- 1.9 Οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες.....σελ.41**
- 1.10 Η διακίνηση κεφαλαίων βραχυπρόθεσμου Χαρακτήρα.....σελ.46**

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΔΙΕΘΝΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ**

- 2.1 Η επίδραση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στον τομέα των εξαγωγών.....σελ.49**
- 2.2 Οι πολιτικές της συναλλαγματικής ισοτιμίας και τι διεθνές εμπόριο.....σελ.53**
- 2.3 Τεχνολογία, γεωγραφία και εμπόριο.....σελ.54**
- 2.4 Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και μακροοικονομικές θεμελιώδεις αρχές.....σελ.55**

<b>2.5 Το εμπορικό ισοζύγιο και η πραγματική     συναλλαγματική ισοτιμία.....σελ.56</b>
<b>2.6 Εμπορικές σχέσεις Ευροζώνης-ΗΠΑ.....σελ.57</b>

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ**

<b>3.1 Μεθοδολογία.....σελ.58</b>
<b>3.2 Εκτιμήσεις των ελαστικοτήτων.....σελ.60</b>
<b>3.3 Συμπεράσματα της έρευνας.....σελ.68</b>

<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....σελ.70</b>
--------------------------------

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία πραγματοποιήθηκε με σκοπό τη διαπίστωση ή όχι της ύπαρξης σχέσης η οποία συνδέει τη συναλλαγματική ισοτιμία των νομισμάτων δύο χωρών με τις εισαγωγές και εξαγωγές της μίας χώρας προς την άλλη. Για το σκοπό αυτό, μελετήθηκε η περίπτωση της Ευρωζώνης και πιο συγκεκριμένα, ο τρόπος με τον οποίο οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ έναντι του αμερικανικού δολαρίου (EUR/USD) επηρεάζουν τις εισαγωγές και εξαγωγές των χωρών της Ευρωζώνης από και προς τις ΗΠΑ. Μάλιστα, η εμπειρική μελέτη αφορούσε τόσο στην κάθε χώρα της Ευρωζώνης ξεχωριστά, όσο και σε ολόκληρη την Ευρωζώνη, αλλά και στις χώρες με τα σημαντικότερα δημοσιονομικά προβλήματα (PIGS).

Η στατιστική επεξεργασία των δεδομένων διεκπεραιώθηκε στο οικονομετρικό πακέτο Econometric Views. Χρησιμοποιήθηκε ο λογάριθμος των μεταβλητών και πραγματοποιήθηκε εκτίμηση της γραμμικής παλινδρόμησης  $Y = \alpha + \beta \cdot X_i + \varepsilon_i$ , ώστε να γίνουν οι εκτιμήσεις των ελαστικοτήτων για κάθε χώρα της Ευρωζώνης ξεχωριστά. Έπειτα, έγινε εκτίμηση της γραμμικής παλινδρόμησης με τη μέθοδο των 2-σταδίων των Fama-Macbeth και τα αποτελέσματα που προέκυψαν αφορούσαν στις ελαστικότητες των εισαγωγών και εξαγωγών όλων των χωρών της Ευρωζώνης, καθώς και των χωρών με τα μεγαλύτερα ελλείμματα στο εμπορικό τους ισοζύγιο, ως προς τη συναλλαγματική ισοτιμία.

Τα βασικά συμπεράσματα που προέκυψαν από την εμπειρική ανάλυση είναι η κατά κανόνα αρνητική σχέση που συνδέει τη συναλλαγματική ισοτιμία με τις εξαγωγές και η θετική σχέση που τη συνδέει με τις εισαγωγές. Ωστόσο, όπως παρατηρήθηκε, συχνά οι

εισαγωγές και εξαγωγές των χωρών συμπεριφέρονται με διαφορετικό από τον προαναφερθέντα τρόπο, καθώς επηρεάζονται από ποικίλους παράγοντες.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Συναλλαγματικές ισοτιμίες και διεθνείς οικονομικές σχέσεις.

## 1.1 Εισαγωγή

Το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, στο οποίο ζούμε σήμερα χαρακτηρίζεται από σημαντικές αλληλεξαρτήσεις. Πιο συγκεκριμένα, η αλληλεξάρτηση των διαφόρων οικονομιών έχει δύο κυρίως συνιστώσες, το διεθνές εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών, το οποίο μάλιστα διευρύνεται συνεχώς μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο, και την παγκόσμια ολοκλήρωση των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Οι επιχειρήσεις πλέον παρακολουθούν τις τάσεις τόσο της εγχώριας όσο και της διεθνούς αγοράς ώστε να παράγουν αγαθά και υπηρεσίες. Παράλληλα, η παραγωγικότητα παρουσιάζει σημαντική αύξηση, αφού η επέκταση του διεθνούς εμπορίου επιτρέπει στις οικονομίες να ειδικευτούν στην παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών που ταιριάζουν στους ανθρώπινους και φυσικούς πόρους τους. Ωστόσο, η επέκταση αυτή υποδηλώνει και την ολοένα αυξανόμενη εξάρτηση των εθνικών οικονομιών από τις εξελίξεις στις υπόλοιπες χώρες.

Σε ό,τι αφορά στην ολοκλήρωση των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών, αυτή οδηγεί σε αύξηση την παγκόσμια παραγωγικότητα, όπως συμβαίνει και στην περίπτωση ενός ολοκληρωμένου παγκόσμιου συστήματος εμπορίου, καθώς επιτρέπει στις αποταμιεύσεις να κατευθύνονται στις χρήσεις με την υψηλότερη απόδοση ανεξάρτητα από τον τόπο διαμονής των αποταμιευτών και επενδυτών.

Σε μία παγκόσμια αγορά, η οποία διακρίνεται από τη συνύπαρξη εθνικών νομισμάτων, η ικανοποιητική διακίνηση αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων μεταξύ των χωρών

είναι δυνατή μόνο στο βαθμό που η μετατροπή των εγχώριων νομισμάτων σε συνάλλαγμα και, αντίστροφα, του συναλλάγματος σε εγχώριο νόμισμα γίνεται εύκολα και κατά το δυνατό με το χαμηλότερο κόστος.

Ως συνάλλαγμα ορίζονται οι απαιτήσεις που είναι εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα και είναι πληρωτέες σε αλλοδαπές χώρες. Οι απαιτήσεις αυτές μπορεί να έχουν τη μορφή καταθέσεων όψεως σε ξένες τράπεζες, συναλλαγματικών ή επιταγών.

Η μετατροπή του εγχώριου νομίσματος σε συνάλλαγμα, και αντίστροφα, λαμβάνει χώρα στην αγορά συναλλάγματος. Το ρόλο του μεσολαβητή μεταξύ προσφοράς και ζήτησης στην αγορά αυτή διαδραματίζουν σήμερα κυρίως οι εμπορικές τράπεζες, καθώς με το δίκτυο των καταστημάτων τους, αλλά και την αξιοποίηση της σύγχρονης τεχνολογίας επικοινωνίας και πληροφόρησης, έχουν τη δυνατότητα να προσφέρουν υπηρεσίες σε πολλές χώρες ταυτόχρονα και κατά τη διάρκεια ολόκληρης της ημερήσιας λειτουργίας τους.

Η αγορά συναλλάγματος παρουσιάζει περισσότερο από κάθε άλλη αγορά χαρακτηριστικά γνωρίσματα της τέλει αγοράς, διότι το προσφερόμενο και ζητούμενο συνάλλαγμα είναι ένα ποιοτικά απόλυτα ομοιογενές αγαθό. Το γεγονός αυτό αποκλείει την εμφάνιση προτιμήσεων υπέρ κάποιων αγορών, πωλητών ή αγοραστών για προσωπικούς, εθνικούς ή άλλους λόγους, υπό την προϋπόθεση του homo economicus. Οι αποφάσεις των πωλητών και αγοραστών συναλλάγματος προσδιορίζονται αποκλειστικά και μόνο από τις ενδεχομένως υπάρχουσες διαφορές στις τιμές συναλλάγματος.



Επιπλέον, η αγορά συναλλάγματος χαρακτηρίζεται τέλεια, διότι ο τρόπος οργάνωσής της είναι τέτοιος που εξασφαλίζει σε όλους τους συμμετέχοντες υψηλό βαθμό πληροφόρησης για τις τιμές και τις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στην αγορά αυτή κάθε χρονική στιγμή, κυρίως λόγω του διαμεσολαβητικού ρόλου των τραπεζών.

Καθώς τόσο στο χώρο της προσφοράς, όσο και στο χώρο της ζήτησης δραστηριοποιούνται πολλές οικονομικές μονάδες, ισχύει ότι η αγορά συναλλάγματος είναι πολυπωλιακή.

Από το συνδυασμό των παραπάνω χαρακτηριστικών της αγοράς συναλλάγματος, προκύπτει ότι έχει ίσως περισσότερο από κάθε άλλη αγορά τα χαρακτηριστικά του τέλειου πολυπωλίου ή του τέλειου ανταγωνισμού.

«Οι τιμές που διαμορφώνονται στην αγορά συναλλάγματος ονομάζονται συναλλαγματικές ισοτιμίες και δείχνουν τη σχέση με την οποία ανταλλάσσονται δύο νομίσματα».<sup>1</sup>

Στην παρούσα διπλωματική εργασία γίνεται σύνδεση του διεθνούς εμπορίου με τη συναλλαγματική ισοτιμία. Μελετάται δηλαδή, πώς επηρεάζονται οι εισαγωγές και οι εξαγωγές μίας χώρας από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εγχώριου με ένα ξένο νόμισμα. Για το λόγο αυτό αντλήθηκαν στοιχεία σχετικά με τις εμπορικές σχέσεις των χωρών της Ευρωζώνης με τις ΗΠΑ και τη συναλλαγματική ισοτιμία που συνδέει το Ευρώ με το αμερικάνικο Δολάριο. Το θέμα αυτό παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον σήμερα, καθώς λόγω της δύσκολης διεθνούς οικονομικής συγκυρίας, ο όγκος των συναλλαγών έχει υποστεί σημαντική πτώση παγκοσμίως.

---

<sup>1</sup> Ηλίας Καραντώνης, 2005, *Διεθνείς οικονομικές σχέσεις, Τόμος Β*, εκδόσεις Αδελφών Κυριακίδη α.ε., Θεσσαλονίκη.

Στην εργασία που ακολουθεί, δίνονται διάφορες πληροφορίες σχετικά με το διεθνές εμπόριο, τη συναλλαγματική ισοτιμία, αλλά και τον τρόπο που συνδέονται αυτά τα δύο. Ιδιαίτερη μάλιστα βαρύτητα, δίνεται στη σχέση που συνδέει της δεκαέξι χώρες της Ευροζώνης με τις ΗΠΑ. Επιπλέον, γίνεται εκτίμηση του υποδείγματος που συσχετίζει τη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD με τις εισαγωγές ή τις εξαγωγές της Ευροζώνης με τις ΗΠΑ.

## **1.2 Το Διεθνές εμπόριο**

Το διεθνές εμπόριο αποτελεί, παραδοσιακά, τη βάση της παγκόσμιας οικονομίας και τον παράγοντα που προσδίδει υπόσταση και προσδιορίζει μία σειρά από άλλες παραμέτρους της, ενώ ο προστατευτισμός και η φιλελευθεροποίηση του διεθνούς εμπορίου αποτελούν κεντρικό ζήτημα των διεθνών οικονομικών σχέσεων μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο. Μέχρι σήμερα, η αντίληψη και οργάνωση του διεθνούς εμπορίου υπήρξε εθνοκεντρική, παρά τις πολύ ουσιαστικές διαρθρωτικές αλλαγές που επέφερε η εμφάνιση των πολυεθνικών εταιρειών στη δεκαετία του 1960 και έπειτα η ανάπτυξη του διαιτερικού εμπορίου.

Το διεθνές εμπόριο αφορά στα προϊόντα του πρωτογενούς τομέα, αγροτικά και ορυκτά, στα βιομηχανικά προϊόντα και στις υπηρεσίες. Διέπεται από την αρχή της συμπληρωματικότητας και την αρχή του ανταγωνισμού. Η πρώτη αρχή βασίζεται στη διαφορά των φυσικών πόρων ή των συντελεστών παραγωγής, ενώ η δεύτερη στην επίτευξη καλύτερων όρων παραγωγής, καθώς και στην κατάκτηση μεγαλύτερων αγορών. Η δεοντολογία της θεωρίας του διεθνούς εμπορίου, η οποία έκανε την εμφάνισή της και αναπτύσσεται από το 18<sup>ο</sup> αιώνα, αποτελείται από την εξειδίκευση της

παραγωγής και τη φιλελευθεροποίηση. Ο προστατευτισμός στο διεθνές εμπόριο ασκείται με δασμολογικά και μη δασμολογικά μέσα, διαφανή και αδιαφανή. Σημαντική μορφή προστατευτισμού αποτελούν οι στρατηγικές καθορισμού των ισοτιμιών. Η φιλελευθεροποίηση του εμπορίου προωθήθηκε σημαντικά μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο μέσα από τις συμφωνίες της GATT (General Agreement on Trade and Tariffs) και, αργότερα, της Παγκόσμιας Οργάνωσης Εμπορίου (WTO).

Το παγκόσμιο εμπόριο αναπτύχθηκε ραγδαία μετά το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο και η ηγεμονία των ΗΠΑ, έχοντας σημαντική κυριαρχία στην παγκόσμια οικονομία, ώθησε σε συνεχή φιλελευθεροποίηση το διεθνές εμπόριο και προώθησε την ανάπτυξη ενός θεσμικού πλαισίου που ξεκίνησε με τις Συμφωνίες του Bretton Woods το 1944 και συνεχίστηκε με τις Συμφωνίες της GATT το 1947, οι οποίες συμπληρώθηκαν και διευρύνθηκαν με τις Συμφωνίες του 1949 και 1951 και τρεις γύρους διαπραγματεύσεων ως το τέλος της δεκαετίας του 1970 (Dillon 1960-61, Kennedy 1964-67, Τόκυο 1973-79). Ωστόσο, η αντίδραση των μη αναπτυγμένων χωρών ήταν έντονη, καθώς θεωρούσαν ότι η φιλελευθεροποίηση του εμπορίου θα διαιώνιζε την εξάρτηση και υπανάπτυξή τους και θα εξυπηρετούσε τα συμφέροντα και τις επιδιώξεις των αναπτυγμένων χωρών.

Έπειτα από μία δεκαετία πολύ χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης, μεταξύ 1975 και 1985, το παγκόσμιο εμπόριο σημείωσε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης από το 1986, παρουσιάζοντας ακόμα μεγαλύτερη αύξηση από το 1990 κι έπειτα, ενώ κατά τις δεκαετίες 1980 και 1990 αναδείχθηκε και παγιώθηκε ο ρόλος της Ασίας στο διεθνές εμπόριο και κατ' επέκταση στην παγκόσμια οικονομία.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Ευστράτιος Β. Αλμπάνης, 2003, *Παγκοσμιοποίηση*, εκδόσεις LIBRO, Αθήνα.

Η θεωρία του συγκριτικού πλεονεκτήματος του David Ricardo (1817) αποτελεί την αφετηρία της θεωρίας του διεθνούς εμπορίου, υποστηρίζοντας πως κάθε χώρα εξειδικεύεται στην παραγωγή όπου διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα, το οποίο καθορίζεται από την παραγωγικότητα της εργασίας. Ενώ, το 1919 και το 1933 ο Eli Heckscher και ο Bertil Ohlin, αντίστοιχα, διατύπωσαν μία φιλελεύθερη νεοκλασική θεωρία σχετικά με το διεθνές εμπόριο, την οποία αργότερα συμπλήρωσαν οι P. Samuelson, W. Stolper και T. M. Rybczynski. Σύμφωνα με τη θεωρία Heckscher-Ohlin, το εξωτερικό εμπόριο μίας χώρας προσδιορίζεται από τη σχέση κεφαλαίου και εργασίας. Από τα τέλη της δεκαετίας 1960 και έπειτα, διατυπώθηκαν νεότερες θεωρίες σχετικά με το διεθνές εμπόριο, οι οποίες διατυπώνοντας την εξελισσόμενη πραγματικότητα, εισήγαγαν σταδιακά νέα κριτήρια, όπως τη διαφορά στην τεχνολογία, τις οικονομίες κλίμακας, την προσαρμογή στη διεθνή ζήτηση, τη διαμόρφωση ολιγοπωλιακού ανταγωνισμού, τις στρατηγικές εμπορικής διείσδυσης ή την τεχνητή διαμόρφωση συγκριτικού πλεονεκτήματος<sup>3</sup>. Τέλος, σύμφωνα με τη νεομαρξιστική θεωρία, η παγκόσμια ηγεμονία συνεπάγεται άνιση κατανομή εργασίας και πόλωση των ανταλλαγών, ενώ κεντρικό της στοιχείο αποτελεί το ύψος της επένδυσης σε μακροχρόνια περίοδο, καθώς και η δυνατότητα προσδιορισμού νέων κανόνων παραγωγής. Ωστόσο, είναι γεγονός ότι η πράξη δεν επαληθεύει πάντα τη θεωρία του διεθνούς εμπορίου, ενώ παράλληλα, τα τελευταία χρόνια έχει αυξηθεί σημαντικά ο όγκος των εμπορικών συναλλαγών που πραγματοποιούνται πέρα από το πλαίσιο του ανταγωνισμού.

Κατά τις δεκαετίες 1980 και 1990, οι όροι και η φύση του εμπορίου διαφοροποιήθηκαν σημαντικά και βασικοί συντελεστές αυτής της διαφοροποίησης ήταν η επανάσταση της τεχνολογίας της πληροφόρησης, η παγκοσμιοποίηση, καθώς και η συνολική

---

<sup>3</sup> Blaug, Mark, 1992, *The Methodology of Economics*, Cambridge University Press.

πολιτισμική εξέλιξη. Οι βασικότερες μεταβολές που συντελέστηκαν ήταν η απώλεια της εθνοκεντρικής οργάνωσης του εμπορίου, η ανάδειξη οικονομικών υποκειμένων που οργανώνονται και ενεργούν υπερεθνικά και η παγκόσμια οργάνωση της αγοράς. Σήμερα, το κράτος δεν αποτελεί πλέον τη βασική μονάδα του διεθνούς εμπορίου, ενώ το δίκτυο καθίσταται ολοένα περισσότερο κυρίαρχο στοιχείο και βάση αυτής της οργάνωσης. Η παγκοσμιοποίηση και η περιφερειακή οργάνωση του εμπορίου λειτουργούν στη βάση μίας αμοιβαίας ενίσχυσης. Στη Βόρειο Αμερική, στη Δυτική Ευρώπη και στην Άπω Ανατολή συγκεντρώνονται κυρίως, η παραγωγή και το εμπόριο.

Πέρα από τη συρρίκνωση και αποδυνάμωση του πρωτογενούς τομέα, τη σημαντική διαφοροποίηση του δευτερογενούς τομέα, τη ραγδαία ανάπτυξη του τομέα των υπηρεσιών και την έκρηξη της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας, η εισβολή της πληροφορίας είναι το στοιχείο που κυρίως χαρακτηρίζει και προσδιορίζει την οικονομία και το παγκόσμιο εμπόριο στις μέρες μας.

Η δικτυακή διασύνδεση επιχειρήσεων και δραστηριοτήτων, η επίπεδη διαχείριση, η γνώση, η ευρηματικότητα, η τεχνογνωσία και πρόσβαση στο πεδίο διανομής χαρακτηρίζουν, περαιτέρω, την οργάνωση της παραγωγής και προσδιορίζουν την αποτελεσματικότητά της.

Σήμερα, το εμπόριο αποτελεί κεντρική οικονομική δραστηριότητα και κεντρικό ζήτημα της παγκόσμιας πολιτικής. Η φιλελευθεροποίηση και ο προστατευτισμός, το εμπόριο ως δύναμη ανάπτυξης και ευημερίας, αλλά και ως δύναμη περιθωριοποίησης, εξάρτησης, καθυπόταξης ή εξαθλίωσης, το εμπόριο ως δύναμη και τρόπος πολιτισμού ή ως παράγοντας περιφερειακής οργάνωσης, αποτελούν τις κύριες, όχι όμως και τις μοναδικές, εμπορικής φύσης παραμέτρους που επηρεάζουν τις διεθνείς σχέσεις.

Ασφαλώς, σημαντική επίδραση στο εμπόριο και στην παγκόσμια οικονομική και πολιτισμική εξέλιξη άσκησε, και εξακολουθεί να ασκεί, η πολυεθνική επιχείρηση. Η σύγχρονη πολυεθνική επιχείρηση έχει περισσότερο οριζόντια παρά κάθετη εσωτερική οργάνωση, αξιοποιεί την ευρηματικότητα και την εμπορική τεχνογνωσία, διαθέτει ευελιξία που της επιτρέπει να προσαρμόζεται άμεσα στη ραγδαία μεταβολή του περιβάλλοντος, βασίζεται στην παραγωγή γνώσης και στην αποτελεσματική επεξεργασία της πληροφορίας, έχει τη δυνατότητα να συνδυάζει οικονομίες κλίμακας και οικονομίες φάσματος και απευθύνεται στην παγκόσμια αγορά με διαφορετικά προϊόντα και δραστηριότητες. Η σύγχρονη τεχνολογία παρέχει τη δυνατότητα διαχείρισης και εποπτείας δραστηριοτήτων, η υλική πραγμάτωση των οποίων συντελείται σε μακρινές αποστάσεις.

Όμως, από την αρχή της εμφάνισής τους οι πολυεθνικές επιχειρήσεις έγιναν στόχος έντονης κριτικής. Κατά την πρώτη περίοδο της εμφάνισής τους, μετά το Δεύτερο παγκόσμιο Πόλεμο, κατηγορήθηκαν ότι αποτελούν μέσο για τη συνέχιση της αποικιοκρατίας και τη λεηλασία των πλουτοπαραγωγικών πηγών των χωρών του Τρίτου κόσμου, όργανο πολιτικής παρέμβασης στις εσωτερικές υποθέσεις των μη αναπτυγμένων χωρών και μηχανισμό στήριξης και ενδυνάμωσης μίας διεφθαρμένης άρχουσας τάξης στις χώρες αυτές. Έπειτα, κατηγορήθηκαν πως στρεβλώνουν την οικονομία της φιλοξενούσας χώρας, πως της στερούν κεφάλαια απαραίτητα για την ανάπτυξή της, πως εμποδίζουν την πρόσβασή της στη νέα τεχνολογία και προωθούν πολιτισμικά πρότυπα τα οποία είναι επιζήμια για τον πολιτισμό και τη ευημερία της. Κατά τη δεκαετία του 1980, υποστηρίχθηκε πως οι πολυεθνικές επιχειρήσεις, μέσω του υπερεθνικού χαρακτήρα της συγκρότησης και των εκροών τους, της ομογενοποίησης των προτύπων οργάνωσης και διοίκησης, της πολιτισμικής ομογενοποίησης των

στελεχών τους και της έντονης προώθησης καταναλωτικών προτύπων σε παγκόσμια κλίμακα, διαβρώνουν και αποδυναμώνουν το κράτος προωθούν τον καταναλωτισμό και την υλιστική αντίληψη του πολιτισμού και στερούν από την κοινωνία τη δυνατότητα αυτοδύναμης πολιτισμικής ανάπτυξης. Κατά τη δεκαετία 1990, προστέθηκαν ισχυρισμοί σύμφωνα με τους οποίους οι πολυεθνικές επιχειρήσεις συντελούν σημαντικά στην προώθηση ενός παγκόσμιου ελιτισμού και μίας παγκόσμιας επιβολής, που βασίζονται στην πολιτισμική χειραγώγηση, στην επικοινωνία και στον έλεγχο της γνώσης και των δυνατοτήτων, καθώς και στη συστηματική νόθευση της οικονομικής ελευθερίας, με τη μεθοδευμένη δημιουργία παγκόσμιων ολιγοπωλίων.

### **1.3 Η αγορά συναλλάγματος**

Οι βασικές λειτουργίες του χρήματος ως μέσου ανταλλαγής και μέτρου αξίας έχουν την ίδια ζωτική σημασία για το διεθνές εμπόριο. Στις διεθνείς συναλλαγές γίνεται χρήση *διεθνούς χρήματος*, το οποίο είναι γενικά αποδεκτό από τους συναλλασσόμενους. Το *συνάλλαγμα* επομένως, είναι, με την ευρεία έννοια, ένα αλλοδαπό νόμισμα αποδεκτό ως μέσο πληρωμής στις συναλλαγές. Και επειδή όλα τα νομίσματα δυνητικά είναι αποδεκτά στις διεθνείς συναλλαγές, ο όρος *συνάλλαγμα*, ισχύει γενικά για όλες τις ξένες χρηματικές κυκλοφορίες.

Το διεθνές χρήμα για να λειτουργήσει ως μέτρο αξίας πρέπει να εκφραστεί σε μονάδες των άλλων νομισμάτων. Να υπάρχει δηλαδή, ένας λόγος ανταλλαγής μεταξύ των νομισματικών μονάδων των διαφόρων χρηματικών κυκλοφοριών, ο οποίος ονομάζεται *ισοτιμία των νομισμάτων* και ο οποίος είναι απαραίτητος για να εκφραστεί η αξία των αλλοδαπών αγαθών και υπηρεσιών σε εγχώριο νόμισμα.

Το διακριτικό χαρακτηριστικό της αγοράς συναλλάγματος είναι η πλήρης ανταγωνιστικότητα, σε ό,τι αφορά στην ομοιογένεια του προϊόντος (χρήμα), το οποίο ωστόσο, έρχεται σε αντίθεση με το δεύτερο χαρακτηριστικό αυτής της αγοράς, όπου ο τύπος ανταλλαγής δεν είναι αυστηρά προκαθορισμένος. Η αγορά και η πώληση επομένως, συναλλάγματος μπορεί να πραγματοποιηθεί σε διάφορες πόλεις σε ολόκληρο τον κόσμο, ενώ η αγορά λειτουργεί ολόκληρο το εικοσιτετράωρο. Παρά την απόσταση που χωρίζει αυτές τις επιμέρους αγορές συναλλάγματος, λόγω του συστήματος επικοινωνίας και μεταβίβασης των εντολών αγοραπωλησιών, σε όλες τις χώρες εξασφαλίζονται ενιαίες τιμές συναλλάγματος.

Η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς συναλλάγματος εξαρτάται από την καλή οργάνωση και συνεργασία των τραπεζικών συστημάτων των διαφόρων χωρών, καθώς οι διεθνείς πληρωμές και η διακίνηση κεφαλαίων γίνονται με τη μεσολάβηση των κεντρικών και εμπορικών τραπεζών αυτών των χωρών. Παραδοσιακά, ο μεγαλύτερος όγκος συναλλαγών σε συνάλλαγμα διεξάγεται από ένα μικρό αριθμό κέντρων χρηματοδότησης ορισμένων χωρών, οι οποίες διαθέτουν καλά οργανωμένα τραπεζικά συστήματα και τράπεζες με μεγάλο κύκλο εργασιών σε διεθνές επίπεδο. Κατά τη διάρκεια του 19<sup>ου</sup> αιώνα και τις αρχές του 20<sup>ου</sup>, στις διεθνείς διακινήσεις κεφαλαίων κυριαρχούσε η αγορά συναλλάγματος του Λονδίνου, η οποία αποτελούσε κέντρο συμψηφισμού διεθνών πληρωμών. Τη Βρετανία αντικατέστησαν στο ρόλο αυτό οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής με την αγορά συναλλάγματος της Νέας Υόρκης. Σήμερα, η πλειονότητα των ανταλλαγών σε συνάλλαγμα διεξάγεται με τη μεσολάβηση αυτών των δύο κέντρων χρηματοδότησης, καθώς και των αγορών συναλλάγματος των οικονομικά αναπτυγμένων Ευρωπαϊκών χωρών.



Η αγορά συναλλάγματος μίας χώρας αποτελείται από τις εμπορικές τράπεζες, οι οποίες βρίσκονται σε μεγάλα χρηματοδοτικά κέντρα αγοράζοντας και πουλώντας συνάλλαγμα (dealers), καθώς και από τους χρηματιστές, οι οποίοι πραγματοποιούν αγοραπωλησίες συναλλάγματος μέσω αυτών των εμπορικών τραπεζών. Επομένως, μία τράπεζα, η οποία έχει το ρόλο του εμπόρου συναλλάγματος, είναι σε θέση να αγοράζει και να πουλάει ανά πάσα στιγμή συνάλλαγμα, σύμφωνα με τις ανάγκες που δημιουργούνται, οι οποίες προκύπτουν είτε από εμπορευματικές πληρωμές για τη διακίνηση αγαθών και υπηρεσιών είτε από διακίνηση κεφαλαίων, τόσο για επενδύσεις όσο και για κερδοσκοπία.

Βέβαια, ο μέσος ιδιώτης για να αγοράσει ή να πουλήσει συνάλλαγμα, αρκεί να απευθυνθεί στην εμπορική τράπεζα στην οποία διατηρεί τραπεζικό λογαριασμό, παρά το γεγονός ότι η τράπεζα δεν είναι μέλος της αγοράς συναλλάγματος. Αυτές οι τράπεζες κάνουν τις αγοραπωλησίες συναλλάγματος μέσω ανταποκριτριών τους μεγάλων τραπεζών, οι οποίες διενεργούν συναλλαγές με τις τράπεζες-εμπόρους συναλλάγματος ή και με απευθείας συναλλαγές με αυτές.

Οι συναλλαγές μεταξύ των τραπεζών και των χρηματιστών αποτελούν τη *χονδρική ή διατραπεζική αγορά* και αντίστοιχα οι συναλλαγές μεταξύ τραπεζών και ιδιωτών το *λιανικό εμπόριο συναλλάγματος*. Οι ιδιώτες και οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να εκτελούν τις πληρωμές τους σε συνάλλαγμα με την έκδοση προσωπικών επιταγών σε ξένες τράπεζες, στις οποίες διατηρούν καταθέσεις συναλλάγματος. Στο παρελθόν, ιδιαίτερα οι πολυεθνικές επιχειρήσεις έκαναν σε μεγάλη έκταση χρήση αυτής της μεθόδου ώστε να αποφύγουν την παρεμβολή των τραπεζών. Ωστόσο, σήμερα, όπως

αναφέρεται και στο βιβλίο του κ. Πουρναράκη (2004), οι συχνές και έντονες διακυμάνσεις των ισοτιμιών αποτελούν εμπόδιο αυτής της τακτικής<sup>4</sup>.

Το σύστημα των διεθνών πληρωμών μπορεί να είναι είτε *συγκεντρωτικό* είτε *αποκεντρωτικό*. Στην πρώτη περίπτωση, οι διάφορες τράπεζες διατηρούν τις καταθέσεις τους σε συνάλλαγμα σε ένα χρηματοδοτικό κέντρο, το οποίο αποτελεί συγχρόνως και το κέντρο συμψηφισμού οφειλών των χωρών.

Χαρακτηριστική περίπτωση συγκεντρωτικού συστήματος υπήρξε κατά τη διάρκεια του τελευταίου τετάρτου του 19<sup>ου</sup> αιώνα και την αρχή του 20<sup>ου</sup>, όταν το Λονδίνο ήταν το κέντρο συμψηφισμού των διεθνών πληρωμών. Το βρετανικό τραπεζικό σύστημα εκείνης της εποχής, ήταν το πλέον εξελιγμένο, ενώ η Αγγλία στην περίοδο εκείνη ήταν η χώρα που συνδύαζε μεγάλη χρηματοδοτική επιφάνεια με πολλές επενδύσεις στο εξωτερικό και μεγάλο όγκο εισαγωγών-εξαγωγών. Το συγκεντρωτικό σύστημα εκείνης της περιόδου εξυπηρετούσε τις ανάγκες του τότε διεθνούς νομισματικού συστήματος, του χρυσού κανόνα, καθώς εξασφαλιζόταν εξοικονόμηση στη χρήση του χρυσού στις διεθνείς πληρωμές.

Μετά το 1920 έγινε σταδιακή αποκέντρωση του συστήματος διεθνών πληρωμών. Συγκεκριμένα, η Νέα Υόρκη και το Παρίσι έγιναν οι πρώτοι ανταγωνιστές του Λονδίνου, ενώ οι ΗΠΑ καθιερώθηκαν σταδιακά ως η πρώτη πιστώτρια χώρα, καθώς το Λονδίνο έχασε έδαφος και σαν συνέπεια του Πρώτου Παγκόσμιου Πολέμου. Ωστόσο, η εμπιστοσύνη στο σύστημα του χρυσού κανόνα, το οποίο αποκαταστάθηκε μετά τον πόλεμο, είχε ήδη χαθεί και η προσοχή του εμπορικού κόσμου στράφηκε πλέον στη νέα δυνατή οικονομία των ΗΠΑ.

---

<sup>4</sup> Ε. Δ. Πουρναράκης, 2004, *Διεθνής Οικονομική, μία εισαγωγική προσέγγιση*, 3<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα.

Σήμερα, σε μεγάλο βαθμό η διευθέτηση του διεθνούς χρέους πραγματοποιείται σε διμερή βάση, καθώς η Ν. Υόρκη και το Λονδίνο βρίσκονται στην κορυφή της πυραμίδας του σημερινού συστήματος πληρωμών, το οποίο είναι περισσότερο αποκεντρωτικό. Άλλωστε, η εμπειρία των τελευταίων ετών με το νομισματικό σύστημα ελεύθερης διακύμανσης έχει δείξει πως οι περισσότερο αναπτυγμένες χώρες αποτελούν τον πόλο έλξης στις διεθνείς πληρωμές.

Όμως, οι διεθνείς πληρωμές συνεπάγονται επιδράσεις στο εσωτερικό των διαφόρων χωρών, στο μέτρο όπου οι πληρωμές και οι εισπράξεις δεν συμψηφίζονται και υπάρχει καθαρό χρεωστικό ή πιστωτικό υπόλοιπο. Η κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να αντισταθμίσει αυτές τις επιδράσεις με ανάλογη αυξομείωση χρήματος. Έτσι, η κεντρική τράπεζα μπορεί να κάνει «στείρωση» (sterilization) της αύξησης της προσφοράς χρήματος από την εισροή συναλλάγματος με ισόποση μείωση της εγχώριας προσφοράς μέσω πώλησης κρατικών ομολόγων, ένα θέμα το οποίο εντάσσεται στη γενικότερη οικονομική πολιτική της χώρας.

## 1.4 Η κλασική προσέγγιση

Κατά την κλασική προσέγγιση της θεωρίας διεθνούς οικονομίας, επικρατεί η αντίληψη της ύπαρξης ενός αυτόματου μηχανισμού ρύθμισης μεταξύ του ισοζυγίου πληρωμών και του διεθνούς εμπορίου, όπως αυτό διέπεται από το νόμο του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Ουσιαστικά, ένας αυτόματος ρυθμιστικός μηχανισμός είναι απαραίτητος για την εξασφάλιση ισοσκελισμένου εμπορίου, το οποίο αποτελεί βασική προϋπόθεση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος του εμπορίου. Κατά την ύστερη θεωρία, το εμπόριο αγαθών αναφέρεται ουσιαστικά στον αντιπραγματισμό, όπου αγαθά ανταλλάσσονται με άλλα αγαθά σε σχετικές τιμές, οι οποίες εξισορροπούν την αξία των εξαγωγών με εκείνη των εισαγωγών, και είναι εντελώς ανεξάρτητο με τις διεθνείς νομισματικές και χρηματοοικονομικές σχέσεις της χώρας. Βέβαια, στο πεδίο της διεθνούς οικονομίας, αυτή η σχέση μεταξύ του πραγματικού εμπορίου και των νομισματικών σχέσεων αποτελεί απλώς μία συγκεκριμένη περίπτωση της νομισματικής ουδετερότητας, όπου οι ονομαστικές μεταβλητές, όπως το επίπεδο τιμών ή οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, δεν έχουν καμία επίδραση στις πραγματικές μεταβλητές, όπως είναι η ανεργία ή το εμπόριο.

Μία άλλη διάσταση της κλασικής προσέγγισης είναι η σκόπιμη αμέλεια σχετικά με την κινητικότητα του διεθνούς κεφαλαίου, είτε αυτή αφορά στην απευθείας επένδυση παραγωγικού κεφαλαίου στο εξωτερικό είτε στην επένδυση χαρτοφυλακίου σε ξένα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Η παραδοχή της στασιμότητας των κεφαλαίων υποστηρίζει τόσο την κλασική άποψη σχετικά με την ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών όσο και την κλασική θεωρία του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Από τη μία πλευρά, σχετικά με την έλλειψη ροών κεφαλαίου, μονάχα οι ροές διεθνών περιουσιακών στοιχείων, όπως ήταν ο χρυσός και έπειτα το συνάλλαγμα, έχουν τις ίδιες ιδιότητες με το εμπόριο αγαθών και επομένως εύλογα θα

ισχυριζόταν κάποιος πως τέτοιου είδους ροές συμβάλλουν στη δημιουργία παραδοχών οι οποίες θα διατηρούσαν τις ισορροπίες στο εμπόριο. Όμως, από την άλλη πλευρά, η υπόθεση πως το παραγωγικό κεφάλαιο είναι διεθνώς στάσιμο συνεπάγεται πως οι κάτοχοι κεφαλαίων δεν μπορούν να επενδύσουν σε ξένες αγορές επιδιώκοντας πλήρη ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και ως εκ τούτου οι εταιρείες δεν μπορούν να βρουν περισσότερο προσοδοφόρους πόρους για την επένδυσή τους από τους εγχώριους τομείς, οι οποίοι να παρέχουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα.

Βέβαια, κανείς δε θα μπορούσε να ισχυριστεί πως οι παραπάνω παραδοχές παρέχουν μία ρεαλιστική εικόνα της σύγχρονης παγκόσμιας οικονομίας. Η περίπτωση του ελεύθερου εμπορίου, συνήθως διατυπώνεται σε όρους αποδοτικότητας των κερδών λόγω εξειδίκευσης σύμφωνα με τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, με την παραδοχή ότι κανείς ποτέ δε χάνει τη δουλειά του λόγω εισαγωγών, καθώς η οικονομία λειτουργεί σε όρους πλήρους απασχόλησης. Δυσaréσκειες σχετικά με τους χαμηλούς μισθούς εργαζομένων πολύ συχνά απορρίπτονται ως παράλογες, διότι αν το εμπόριο ακολουθεί το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα κόστους εργασίας κατά τη θεωρία του Ricardo, οι σχετικοί μισθοί απλώς αποτυπώνουν τις σχετικές παραγωγικότητες, ενώ καμία χώρα δεν μπορεί να κερδίσει συνολικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μέσου μοναδιαίου κόστους εργασίας, καθώς οι μισθοί προσαρμόζονται ανάλογα με την παραγωγικότητα.<sup>5</sup>

Παρόμοια, διάσημες υποθέσεις σχετικά με τα εμπορικά ελλείμματα συχνά απορρίπτονται ως αβάσιμες, διότι οι εμπορικές ανισορροπίες τείνουν να αυτοεξουδετερώνονται. Για χώρες με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, επικαλούνται οι μηχανισμοί που αναφέρθηκαν για την αυτόματη ισορροπία του ισοζυγίου πληρωμών. Ενώ οι χώρες με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες και

---

<sup>5</sup> Robert A. Blecker, 2001, «Financial globalization, exchange rates, and international trade», *Political Economy Research Institute (PERI)*.

εμπορικά ελλείμματα, υποτιμώντας τα νομίσματά τους περιορίζουν τα ελλείμματα, και αντιστρόφως οι πλεονασματικές χώρες προβαίνουν σε ανατίμηση των νομισμάτων τους. Μάλιστα, η πεποίθηση ότι οι κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες θα παρείχαν έναν απλό τρόπο εξασφάλισης ισοσκελισμένου εμπορίου και επομένως, προστασία των χωρών από εξωτερικές αναταραχές ήταν ένα από τα βασικά επιχειρήματα υπέρ του συστήματος των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, προτού αυτό υιοθετηθεί στις αρχές της δεκαετίας του 1970.

Ωστόσο, βασιζόμενοι σε στοιχεία που αποδεικνύουν πως οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δε συμπεριφέρονται με αυτό τον τρόπο και οι ανισορροπίες του εμπορίου είναι δυνατό να εμμένουν, συχνά γίνεται δεκτή η παραδοχή πως τα τρέχοντα λογιστικά ελλείμματα, τα οποία αντισταθμίζονται από ισόποσο πλεόνασμα κεφαλαίου δεν αποτελούν πρόβλημα. Επομένως, χώρες οι οποίες αντιμετωπίζουν χρόνια εμπορικά ελλείμματα σε αγαθά και υπηρεσίες απλώς έχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στην πώληση ενεργητικών περιουσιακών στοιχείων ή πιθανότατα προτιμούν να καταναλώνουν σήμερα περισσότερο απ' ό τι στο μέλλον σε ένα διαχρονικό πλαίσιο. Τελικά, οι περισσότεροι συντηρητικοί Αμερικάνοι οικονομολόγοι υποστήριξαν κατά τη δεκαετία του 1990 πως εφόσον οι καθαρές ροές κεφαλαίου συμβολίζουν “ψήφο εμπιστοσύνης” σε μία οικονομία, τα εμπορικά ελλείμματα αποτελούν περισσότερο ένδειξη δύναμης παρά αδυναμίας.

## 1.5 Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες

Αναλύοντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, αυτές διακρίνονται σε ονομαστικές και πραγματικές. Συγκεκριμένα, η ισοτιμία στην οποία μπορούν να ανταλλαχθούν δύο νομίσματα αποτελεί την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία και πρόκειται για τον αριθμό των μονάδων του ξένου νομίσματος που μπορούν να αγοραστούν με μία μονάδα του εγχώριου νομίσματος.

Επίσης, στην αγορά συναλλάγματος γίνεται χρήση μίας σειράς εννοιών. Συγκεκριμένα, ως *σταυροειδής* ισοτιμία ορίζεται η σχέση ανταλλαγής δύο νομισμάτων που προκύπτει με έμμεσο τρόπο από τις ισοτιμίες δύο άλλων νομισμάτων. Η *βασική* ισοτιμία αφορά στη σχέση ανταλλαγής μεταξύ εγχώριου νομίσματος και μίας άλλης κυκλοφορίας, η οποία αποφασίζεται από τις κυβερνήσεις. Τέλος, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες διακρίνονται σε *όψεως* και *προθεσμίας*. Οι πρώτες διαμορφώνονται στην αγορά όψεως, όπου η πώληση και η αγορά συναλλάγματος διεκπεραιώνονται άμεσα. Ενώ, οι δεύτερες διαμορφώνονται στην αγορά προθεσμίας, όπου η παράδοση της αγοραζόμενης ή πωλούμενης ποσότητας συναλλάγματος λαμβάνει χώρα στο μέλλον, όμως οι όροι συναλλαγής προσδιορίζονται στο χρόνο κλεισίματος της συμφωνίας.

Σε ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν καθορίζονται επίσημα, αλλά προσδιορίζονται από τις συνθήκες αγοράς και ζήτησης στην αγορά συναλλάγματος. Σε αυτό το σύστημα, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταβάλλονται συνεχώς και αντιδρούν άμεσα στα πολιτικά και οικονομικά γεγονότα τα οποία είναι ικανά να επηρεάσουν την προσφορά και τη ζήτηση των διαφόρων νομισμάτων.

Ωστόσο, συχνά υπήρχαν στο παρελθόν διάφορες μορφές του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, στο οποίο το επίπεδο των συναλλαγματικών ισοτιμιών καθοριζόταν επίσημα. Συνήθως, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες διατηρούνταν λόγω της δέσμευσης των κεντρικών τραπεζών να αγοράζουν και να πουλάνε τα νομίσματα στη δεδομένη συναλλαγματική ισοτιμία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το σύστημα του διεθνούς χρυσού κανόνα κατά τα τέλη του δέκατου ένατου και τις αρχές του εικοστού αιώνα, όπου οι κεντρικές τράπεζες κάθε χώρας προσδιόριζαν την αξία του νομίσματός τους με βάση το χρυσό, συμφωνώντας να αγοράσουν ή να πουλήσουν χρυσό με το νόμισμά τους σε μία σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Το σύστημα αυτό εγκαταλείφθηκε κατά τη διάρκεια του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου, έπειτα υιοθετήθηκε προσωρινά όμως στα τέλη της δεκαετίας του '20 και τελικά κατέρρευσε κατά τη διάρκεια της οικονομικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης του '30.

Ένα άλλο πολύ χαρακτηριστικό και πρόσφατο παράδειγμα συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών αποτελεί το σύστημα του Bretton Woods, το οποίο πήρε το όνομά του από την πόλη του New Hampshire όπου έγινε η σύσκεψη από την οποία καθιερώθηκε το 1944. Σύμφωνα με το σύστημα Bretton Woods, η αξία των νομισμάτων ήταν σταθερή ως προς το αμερικάνικο δολάριο, του οποίου η αξία είχε καθοριστεί στα 35\$ ανά ουγκιά χρυσού. Το σύστημα λειτούργησε μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του '70, όταν ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ κατέστησε πλέον αδύνατη τη διατήρηση της τιμής του χρυσού στα 35 \$ ανά ουγκιά και ο πρόεδρος Richard Nixon εγκατέλειψε τη μετατρεψιμότητα του αμερικάνικου δολαρίου σε χρυσό. Έπειτα από την κατάρρευση αυτού του συστήματος δεν υπήρξε κάποιο άλλο που να περιλαμβάνει όλα τα σημαντικά εθνικά νομίσματα.



Σήμερα, δεν υπάρχει κάποιο παγκόσμιο σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών, όμως οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν έχουν εξαφανιστεί εντελώς. Πολλές χώρες, κυρίως μικρές, προσπαθούν μεμονωμένα να συνδέσουν τη συναλλαγματική τους ισοτιμία με ένα σημαντικό νόμισμα, αποσκοπώντας να σταθεροποιήσουν το νόμισμά τους και να περιορίσουν τις απότομες μεταβολές των τιμών των εισαγωγών και εξαγωγών τους που είναι δυνατό να προκληθούν από τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Όμως, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία δεν παρέχει πολύ σημαντικές πληροφορίες σχετικά με την αγοραστική δύναμη ενός νομίσματος. Για αυτόν το λόγο, προσδιορίζεται η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, η οποία παρέχει σημαντικές πληροφορίες για την τιμή των εγχώριων αγαθών σε σχέση με τα ξένα ή ισοδύναμα τον αριθμό των ξένων αγαθών που μπορεί να πάρει κανείς ανταλλάσσοντας ένα εγχώριο αγαθό. Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία συνδέεται με την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία και τις τιμές των δύο χωρών. «Οι διαχρονικές μεταβολές της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας φανερώσουν ότι, κατά μέσο όρο, τα αγαθά της χώρας εκείνης όπου η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία αυξάνει γίνονται ακριβότερα σε σχέση με τα αγαθά της άλλης χώρας».<sup>6</sup>

Στο σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, συχνά παρατηρείται ανατίμηση ή υποτίμηση ενός νομίσματος, ενώ στο σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπου οι ισοτιμίες μεταβάλλονται μόνο με κυβερνητική παρέμβαση, χρησιμοποιούνται αντίστοιχα οι όροι αύξηση και μείωση της αξίας του νομίσματος.

---

<sup>6</sup> Andrew Abel, Ben Bernanke, 2002, *Μακροοικονομική, Τόμος Β'*, Κριτική, Αθήνα.

Η πραγματική ανατίμηση αναφέρεται στην αύξηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και σε αυτή την περίπτωση η ίδια ποσότητα εγχώριων αγαθών μπορεί να ανταλλαχθεί με περισσότερα ξένα αγαθά σε σχέση με πριν. Αντίστοιχα, η μείωση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, η οποία περιορίζει την ποσότητα των ξένων αγαθών που μπορούν να αγοραστούν με την ίδια ποσότητα εγχώριων αγαθών, ονομάζεται πραγματική υποτίμηση.

Εκτός από την αγοραστική δύναμη, η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία επηρεάζει τις καθαρές εξαγωγές μίας χώρας, οι μεταβολές των οποίων έχουν άμεσο αντίκτυπο στις εγχώριες βιομηχανίες που απευθύνονται στις ξένες αγορές ή συναγωνίζονται τα εισαγόμενα προϊόντα στην εγχώρια αγορά. Επιπλέον, οι μεταβολές των καθαρών εξαγωγών επηρεάζουν το συνολικό επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας μίας χώρας και αποτελούν ένα σημαντικό κανάλι για τη διεθνή διάδοση των διακυμάνσεων των οικονομικών κύκλων και των μεταβολών της μακροοικονομικής πολιτικής<sup>7</sup>.

Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία συνδέεται άμεσα με τις καθαρές εξαγωγές μίας χώρας, καθώς επηρεάζει τη ζήτηση των εγχώριων αγαθών τόσο στην εγχώρια αγορά, όσο και στις εξωτερικές αγορές.

Ωστόσο, παρά τη γενική παραδοχή του συμπεράσματος ότι η αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας μειώνει τις καθαρές εξαγωγές (δεδομένου ότι οι υπόλοιποι παράγοντες είναι σταθεροί), παρατηρείται συνήθως το φαινόμενο ανάλογα με την ταχύτητα αντίδρασης των εισαγωγέων και εξαγωγέων στις μεταβολές των σχετικών τιμών, η επίπτωση μίας μεταβολής της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας στις

---

<sup>7</sup> Andrew K. Rose, 1991, "The role of exchange rates in a popular model of international trade", *Journal of International Economics*, τόμος 30, 301-316.

καθαρές εξαγωγές να είναι ασθενής βραχυχρόνια ή ακόμη και να κινείται προς τη λάθος κατεύθυνση.

Το σύνηθες πρότυπο αντίδρασης των καθαρών εξαγωγών μίας χώρας σε μία μείωση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (πραγματική υποτίμηση) ονομάζεται καμπύλη J, λόγω του γραφήματος των καθαρών εξαγωγών σε συνάρτηση με το χρόνο. Αρχικά, η οικονομία της χώρας, όταν υποτιμάται η συναλλαγματική ισοτιμία, έχει αρνητικές καθαρές εξαγωγές. Βραχυχρόνια, η πραγματική υποτίμηση μειώνει τις καθαρές εξαγωγές, καθώς η μείωση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας αναγκάζει τη χώρα να αυξήσει τα έξοδά της για εισαγωγές. Ωστόσο, σε βάθος χρόνου και καθώς η υποτίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας συνεπάγεται αύξηση των εξαγωγών και μείωση των εισαγωγών της χώρας, οι καθαρές εξαγωγές εμφανίζουν σταδιακή αύξηση. Τελικά, το σύνηθες πρότυπο ανταπόκρισης των καθαρών εξαγωγών στη μείωση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι η αύξηση αυτών σε σχέση με την αρχική κατάσταση.

## 1.6 Προσδιοριστικοί παράγοντες της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Ένας πολύ σημαντικός μακροοικονομικός παράγοντας προσδιορισμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας και της ζήτησης των καθαρών εξαγωγών είναι το εγχώριο προϊόν ή εγχώριο εισόδημα.

Καθώς η δαπάνη των καταναλωτών εξαρτάται εν μέρει από το εισόδημά τους, όταν αυξάνει το εγχώριο εισόδημα, τότε οι καταναλωτές θα αυξήσουν τα έξοδά τους για αγαθά και υπηρεσίες, συμπεριλαμβανομένων και των εισαγωγών. Επομένως, οι καθарές εξαγωγές θα μειωθούν, δεδομένου ότι οι υπόλοιποι παράγοντες διατηρούνται σταθεροί.

Ωστόσο, οι κάτοικοι της χώρας, προκειμένου να αποκτήσουν ξένα αγαθά, ανταλλάζουν το εγχώριο νόμισμα με νομίσματα άλλων χωρών. Συνεπώς, προκαλείται αύξηση της προσφοράς του εγχώριου νομίσματος, γεγονός που οδηγεί στην υποτίμησή του.

Αντιθέτως, μία αύξηση του εισοδήματος των ξένων εμπορικών εταίρων της χώρας, ωθεί τους ξένους καταναλωτές να αυξήσουν τη δαπάνη τους για αγαθά και υπηρεσίες, συμπεριλαμβανομένων και των εγχώριων. Σε αυτή την περίπτωση, οι ξένοι καταναλωτές αναγκάζονται να ανταλλάξουν το νόμισμά τους με το εγχώριο, προκειμένου να αποκτήσουν τα εγχώρια αγαθά και υπηρεσίες, προκαλώντας αύξηση της ζήτησης του εγχώριου νομίσματος και κατ' επέκταση ανατίμησή του.

Ο δεύτερος σημαντικότερος μακροοικονομικός παράγοντας προσδιορισμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας και της ζήτησης καθαρών εξαγωγών είναι το πραγματικό

επιτόκιο, το οποίο όταν αυξάνει, καθώς οι υπόλοιποι παράγοντες παραμένουν σταθεροί, καθιστά τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία της χώρας ελκυστικότερα για τους ξένες αποταμιευτές οι οποίοι αναζητούν τη μεγαλύτερη δυνατή απόδοση για τα κεφάλαια τους. Για την απόκτηση όμως εγχώριων περιουσιακών στοιχείων απαιτείται κατ' αρχήν η απόκτηση εγχώριου νομίσματος. Συνεπώς, η αύξηση του εγχώριου πραγματικού επιτοκίου προκαλεί αύξηση της ζήτησης του εγχώριου νομίσματος και κατ' επέκταση ανατίμησή του.

Σε αντίθεση με το εγχώριο εισόδημα, το πραγματικό επιτόκιο δεν επηρεάζει άμεσα, αλλά έμμεσα τις καθαρές εξαγωγές, καθώς οι εγχώριες εξαγωγές γίνονται ακριβότερες λόγω αύξησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Αντίθετο θα είναι το αποτέλεσμα σε περίπτωση που αυξηθεί το ξένο πραγματικό επιτόκιο. Οι εγχώριοι αποταμιευτές θα στραφούν προς τα ξένα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ανταλλάζοντας εγχώριο νόμισμα με ξένο, προκαλώντας με αυτό τον τρόπο αύξηση της προσφοράς του και κατά συνέπεια την υποτίμησή του. Το γεγονός αυτό καθιστά φθηνότερες τις εξαγωγές της ημεδαπής οικονομίας και επομένως προκαλεί αύξηση στις καθαρές εξαγωγές της.

## **1.7 Μακροοικονομική πολιτική σε ανοιχτή οικονομία με κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες**

Η επίδραση της μακροοικονομικής πολιτικής στις εγχώριες μεταβλητές, όπως είναι το εισόδημα και το πραγματικό επιτόκιο, δεν παρουσιάζει σημαντική αλλαγή όταν προστίθεται το εξωτερικό εμπόριο στην περίπτωση όπου το σύστημα των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι κυμαινόμενο. Ωστόσο, σε αυτή την παράγραφο εξετάζεται πώς επηρεάζει η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική το πραγματικό επιτόκιο και τις καθαρές εξαγωγές μίας χώρας και πώς επηρεάζει η μακροοικονομική πολιτική μίας χώρας τις οικονομίες άλλων χωρών.

Το σύστημα των ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών διακρίνεται σε δύο βασικές μορφές. Στη «γνήσια» μορφή του, το ύψος της ισοτιμίας διαμορφώνεται αποκλειστικά από τις οικονομικές μονάδες και τις αυτόνομες αποφάσεις τους, χωρίς δηλαδή τις εξισωτικές παρεμβάσεις της κεντρικής τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος. Αντίθετα, στη «μη γνήσια» μορφή του συστήματος, το ύψος της ισοτιμίας διαμορφώνεται τόσο με βάση τις αυτόνομες αποφάσεις των μικροοικονομικών μονάδων όσο και των διορθωτικών παρεμβάσεων της κεντρικής τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος.

Ωστόσο, το «γνήσιο» σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών ελάχιστες φορές εφαρμόστηκε στην πράξη, καθώς αποτελεί κυρίως μία θεωρητική λύση. Παρά το γεγονός ότι το «γνήσιο» σύστημα έχει πολλούς υποστηρικτές, το «μη γνήσιο» είναι αυτό που εφαρμόζεται στη σημερινή παγκόσμια οικονομία μετά το 1971, έπειτα δηλαδή από την κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods, του συστήματος των σταθερών αλλά προσαρμόσιμων ισοτιμιών.

Στην προηγούμενη παράγραφο διερευνήθηκαν οι επιδράσεις της αύξησης του εγχώριου εισοδήματος και του εγχώριου πραγματικού επιτοκίου στη συναλλαγματική ισοτιμία. Παρατηρήθηκε πως η αύξηση του εγχώριου προϊόντος προκαλεί αύξηση της ζήτησης των καταναλωτών για εισαγωγές και κατ' επέκταση αύξηση της προσφοράς του εγχώριου νομίσματος. Συνεπώς, η αύξηση του εισοδήματος προκαλεί πτώση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αντίθετα, η αύξηση του πραγματικού επιτοκίου καθιστά τα εγχώρια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ελκυστικότερα για τους ξένους αποταμιευτές, γεγονός που συνεπάγεται αυξημένη ζήτηση εγχώριου νομίσματος. Συνεπώς, η αύξηση του πραγματικού επιτοκίου προκαλεί άνοδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επομένως, είναι αμφίβολο το συνολικό αποτέλεσμα της αύξησης των αγορών του δημοσίου στη συναλλαγματική ισοτιμία.

Ωστόσο, τόσο η αύξηση του εγχώριου εισοδήματος όσο και η αύξηση του πραγματικού επιτοκίου είναι βέβαιο ότι προκαλούν μείωση των καθαρών εξαγωγών. Κατά συνέπεια, η δημοσιονομική επέκταση συνεπάγεται δημιουργία ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου μίας χώρας.

Καθώς πρόκειται για ανοιχτή οικονομία και αφού οι εισαγωγές της μίας χώρας αποτελούν τις εξαγωγές της ξένης, οι συνέπειες της δημοσιονομικής επέκτασης επηρεάζουν και τον υπόλοιπο κόσμο διαμέσου της μεταβολής των καθαρών εξαγωγών.

Τόσο στο κλασσικό, όσο και στο κεϋνσιανό υπόδειγμα μίας ανοιχτής οικονομίας, η παροδική αύξηση των αγορών του δημοσίου αυξάνει το εγχώριο εισόδημα και το εγχώριο πραγματικό επιτόκιο, όπως στην περίπτωση της κλειστής οικονομίας. Επίσης, εκτός από τις καθарές εξαγωγές η αύξηση των αγορών του δημοσίου μειώνει και την επένδυση. Ενώ, η επίπτωση στη συναλλαγματική ισοτιμία είναι αμφίβολη. Στην ξένη

οικονομία, το πραγματικό επιτόκιο και το επίπεδο τιμών αυξάνονται. Επιπλέον, βραχυχρόνια αυξάνει και το ξένο προϊόν, σύμφωνα με το κεϋνσιανό υπόδειγμα.

Στην περίπτωση της νομισματικής περικοπής, υπάρχουν δύο λόγοι για τους οποίους η συναλλαγματική ισοτιμία αυξάνει βραχυχρόνια. Κατ' αρχάς, η μείωση του εγχώριου εισοδήματος προκαλεί μείωση στη ζήτηση των καταναλωτών για εισαγόμενα αγαθά και επομένως μείωση στη ζήτηση ξένου νομίσματος. Επιπλέον, η αύξηση του εγχώριου πραγματικού επιτοκίου καθιστά ελκυστικότερα τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία για τους ξένους αποταμιευτές των οποίων η ζήτηση για εγχώριο νόμισμα αυξάνει.

Επίσης, στην περίπτωση της νομισματικής περικοπής, δεν είναι βέβαιο το αποτέλεσμα της μεταβολής των καθαρών εξαγωγών, καθώς προκύπτουν δύο αντίθετα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, η μείωση του εγχώριου εισοδήματος, προκαλώντας μείωση της εγχώριας ζήτησης για αγαθά, τείνει να αυξήσει τις καθαρές εξαγωγές της ημεδαπής οικονομίας. Αντίθετα, η άνοδος του πραγματικού επιτοκίου, προκαλώντας αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, τείνει να μειώσει τις καθαρές εξαγωγές. Ωστόσο, σύμφωνα με την ανάλυση της καμπύλης J, η επίδραση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να είναι βραχυχρόνια ασθενής. Βάσει αυτής της ανάλυσης, γίνεται η υπόθεση ότι βραχυχρόνια η επίδραση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στις καθαρές εξαγωγές είναι ασθενέστερη από την επίδραση της μεταβολής του εγχώριου εισοδήματος και επομένως, οι καθαρές εξαγωγές της χώρας προβλέπεται να αυξηθούν.

Η επίδραση της νομισματικής περικοπής της χώρας στην ξένη οικονομία είναι η μείωση των καθαρών εξαγωγών, αφού οι εξαγωγές τις μίας χώρας αποτελούν τις εισαγωγές της



άλλης. Το προϊόν και το πραγματικό επιτόκιο της ξένης χώρας προβλέπεται να μειωθούν.

Από τα παραπάνω αποτελέσματα προκύπτει το συμπέρασμα ότι η μείωση της εγχώριας προσφοράς χρήματος οδηγεί και την ξένη οικονομία σε κάμψη, η οποία οφείλεται στη μείωση της εγχώριας ζήτησης για ξένα αγαθά, λόγω της μείωσης του εγχώριου εισοδήματος. Αντίθετο αποτέλεσμα επιφέρει η ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, διότι τα ξένα αγαθά καθίστανται φθηνότερα, τείνοντας οι καθαρές εξαγωγές της ξένης οικονομίας να αυξηθούν. Από την υπόθεση ότι βραχυχρόνια το αρνητικό αποτέλεσμα της μείωσης του εγχώριου εισοδήματος στις καθαρές εξαγωγές της ξένης οικονομίας είναι ισχυρότερο από το θετικό αποτέλεσμα της ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος, προκύπτει ότι η εγχώρια νομισματική περικοπή οδηγεί σε κάμψη τόσο την εγχώρια όσο και την ξένη οικονομία.

Μακροχρόνια , έπειτα από μία μείωση της προσφοράς χρήματος, οι τιμές και οι μισθοί της εγχώριας οικονομίας μειώνονται, καθώς μειώνονται οι πωλήσεις των επιχειρήσεων. Όμως, μακροχρόνια η μεταβολή της εγχώριας προσφοράς χρήματος δεν επηρεάζει τις πραγματικές μεταβλητές, ούτε στην εγχώρια οικονομία, αλλά ούτε και στην ξένη.

Αν και στο κεινσιανό υπόδειγμα η νομισματική ουδετερότητα ισχύει μακροχρόνια, στο βασικό κλασσικό υπόδειγμα ισχύει άμεσα. Επομένως, στο βασικό κλασσικό υπόδειγμα, οι μεταβολές της νομισματικής πολιτικής δεν έχουν καμία επίπτωση στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ή τις εμπορικές ροές, αλλά επηρεάζουν μόνο το επίπεδο των τιμών. Συγκεκριμένα, σε μία μείωση της προσφοράς χρήματος, το εγχώριο επίπεδο των τιμών θα μειωθεί, ενώ το ξένο επίπεδο τιμών θα είναι αμετάβλητο.

Το χρήμα επομένως, δεν μπορεί να επηρεάσει την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία μακροχρόνια, αλλά επηρεάζει την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία μέσω της μεταβολής του εγχώριου επιπέδου των τιμών. Μάλιστα, η σφιχτή νομισματική πολιτική μειώνει το εγχώριο επίπεδο τιμών και αυξάνει την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία κατά το ίδιο ποσοστό με τη μείωση της προσφοράς χρήματος.

## **1.8 Οι επιπτώσεις της κινητικότητας κεφαλαίου στις συναλλαγματικές ισοτιμίες**

Αν και έχουν υπάρξει πολλές αντιπαραθέσεις σχετικά με τον υπολογισμό της έκτασης της κινητικότητας κεφαλαίου διεθνώς, έχει σχηματιστεί μία γενική παραδοχή σχετικά με τον υπολογισμό της Καλυμμένης Ισοδυναμίας Επιτοκίων (Covered Interest Parity), η οποία προσδιορίζεται από τη σχέση:

$$i=i^*+f, \quad (1)$$

όπου  $i$  είναι το εγχώριο επιτόκιο,  $i^*$  το επιτόκιο της ξένης χώρας και  $f$  είναι το προθεσμιακό επιτόκιο σε εγχώριο νόμισμα ( $f=(F-S)/S$ , όπου  $F$  είναι η προθεσμιακή συναλλαγματική ισοτιμία, ενώ  $S$  είναι η συναλλαγματική ισοτιμία όψεως, και οι δύο ορίζονται σε μονάδες του εγχώριου νομίσματος ανά μία μονάδα ξένου νομίσματος). Η σχέση αυτή αναμένεται να έχει ισχύ όταν οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι αρκετά ανοιχτές, ώστε να επιτρέπουν την ελεύθερη δράση αρμπιτράζ καλυμμένων επιτοκίων, εξασφαλίζοντας πως τα τοκοφόρα χρηματοοικονομικά στοιχεία, όπως είναι τα βραχυπρόθεσμα κρατικά ομόλογα, είναι απαλλαγμένα από τον κίνδυνο. Η συνθήκη αυτή απέκτησε ισχύ κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1970 και τις αρχές της δεκαετίας του 1980 στις μεγαλύτερες βιομηχανοποιημένες χώρες, οι οποίες είχαν φιλελευθεροποιήσει εκείνη την εποχή τις αγορές κεφαλαίου τους. Σε αυτές ανήκαν η Δυτική Γερμανία, η Ιαπωνία, η ΗΠΑ, καθώς και το Ηνωμένο Βασίλειο. Επακόλουθα,

κατά τα τέλη της δεκαετίας του 1980 και τις αρχές της δεκαετίας 1990, η συνθήκη της Καλυμμένης Ισοδυναμίας Επιτοκίων ίσχυε πλέον αρκετά και σε άλλες βιομηχανοποιημένες χώρες, ενώ παράλληλα αναδύθηκαν εμπορικές χώρες, οι οποίες άνοιξαν νέους ορίζοντες στις αγορές κεφαλαίου, εκτός από περιόδους μεγάλης οικονομικής αστάθειας, όπου το ρίσκο ήταν προφανώς πολύ υψηλό.

Η Καλυμμένη Ισοδυναμία Επιτοκίων αφορά σε μία κατάσταση αρμπιτράζ μεταξύ τρεχουσών και προθεσμιακών συναλλαγματικών ισοτιμιών, αλλά δεν αποτελεί μία τέλεια συνθήκη ισορροπίας για τις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές. Η παραπλήσια γενική συνθήκη για την αντιστάθμιση κινδύνου των προσδοκώμενων προεξοφλητικών επιτοκίων στο διεθνές επενδυτικό χαρτοφυλάκιο είναι:

$$i = i^* + \Delta s^e + \rho, \quad (2)$$

όπου  $\Delta s^e$  συμβολίζει τον προσδοκώμενο ρυθμό υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος ( $\Delta s^e = (S^e - S)/S$ , όπου  $S^e$  η προσδοκώμενη τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία) και  $\rho$  είναι το ασφάλιστρο κινδύνου των εγχώριων ομολόγων. Σε πολλά θεωρητικά μοντέλα γίνεται η παραδοχή της εξαιρετικής περίπτωσης  $\rho=0$ , όταν για παράδειγμα τα εγχώρια και ξένα ομόλογα είναι τέλεια υποκατάστατα και δεν υπάρχει ασφάλιστρο κινδύνου, και πρόκειται για την Ακάλυπτη Ισοδυναμία Επιτοκίων (Uncovered Interest Parity). Ενώ το μοντέλο αυτό φαίνεται να είναι ελκυστικό, στην πραγματικότητα δεν ισχύει, καθώς το  $\rho$  είναι συνήθως διάφορο του μηδενός αφού υπάρχουν σημαντικά και σε διάφορες χρονικές περιόδους ασφάλιστρα κινδύνου.

Επιλύοντας την εξίσωση (2) ως προς την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία, η οποία απαντάται στις διεθνείς αγορές ομολόγων, προκύπτει η παρακάτω εξίσωση:

$$S = S^e / ((i - i^*) + (1 - \rho)). \quad (3)$$

Από τη σχέση (3) προκύπτει πως η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία δεν επηρεάζεται μόνο από τη διαφορά επιπέδου των επιτοκίων, αλλά και από τις προσδοκίες των επενδυτών ως προς τη μελλοντική τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία. Αν τα επιτόκια της παραπάνω σχέσης είναι βραχυπρόθεσμα, τότε λαμβάνονται ως εξωγενείς μεταβλητές της χρηματαγοράς, οι οποίες δε λαμβάνονται υπόψη από τις νομισματικές αρχές στο ενδογενές περιβάλλον. Κατά την Κεϋνσιανή θεωρία ωστόσο, οι υποκειμενικές προσδοκίες και φόβοι μπορεί να είναι αρκετά “ρευστά” και ως εκ τούτου να επικρατούν οι πολιτικά καθοριζόμενες μεταβλητές (επίπεδο επιτοκίων) στη διαμόρφωση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας  $S$ .

Ίσως δεν υπάρχει καλύτερη απόδειξη της παραπάνω θέσης από το γεγονός της υποτίμησης του ευρώ έπειτα από την έναρξη της κυκλοφορίας του το 1999 (και ακόμη νωρίτερα, από την υποτίμηση της προγενέστερης νομισματικής μονάδας ECU), παρά τις προθέσεις των εμπνευστών του και της νέας Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ECB) να δημιουργήσουν ένα ισχυρό νόμισμα μέσω μίας πολιτικής υψηλών επιτοκίων συνδυασμένη με περιοριστική δημοσιονομική πολιτική. Η αργή οικονομική ανάπτυξη των χωρών της Ευρωζώνης τις κατέστησε μη ελκυστικές χώρες για επενδύσεις, γεγονός που είχε ως συνέπεια την αύξηση των ασφαλιστρών κινδύνων, ώστε να γίνουν τα χρηματοοικονομικά τους προϊόντα περισσότερο ελκυστικά, γενικεύοντας την αυτοπραγμάτωση της πρόβλεψης της υποτίμησης του Ευρώ (υψηλές προσδοκώμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες συνεπάγονται υψηλά επίπεδα τρέχουσας συναλλαγματικής ισοτιμίας).

Ωστόσο, η εξίσωση (3) προφανώς δεν αποτελεί μία ολοκληρωμένη θεωρία προσδιορισμού του επιπέδου της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Καταρχήν, οι μέθοδοι του ελέγχου προσδοκιών του επιπέδου της συναλλαγματικής ισοτιμίας και της

διορατικότητας του κινδύνου πρέπει να μοντελοποιηθούν. Αυτό απαιτεί τόσο την κατανόηση της ψυχολογίας του επενδυτή όσο και τους αντικειμενικούς παράγοντες που μπορούν να την επηρεάσουν. Δεύτερον, η συνθήκη αυτή βρίσκει εφαρμογή μόνο βραχυπρόθεσμα, η χρηματαγορά εμφανίζει συνεχή κινητικότητα και δε συμφωνεί με άλλους τύπους ροών κεφαλαίου με διαφορετικούς όρους διάρθρωσης και προεξόφλησης. Επιπρόσθετα, πέρα από τη βραχυπρόθεσμη αγορά ομολόγων της εξίσωσης (2), υπάρχουν επίσης διεθνείς χρηματοοικονομικές ροές με σκοπό την επένδυση σε μακροχρόνια ομόλογα, μετοχές εταιρειών, ακίνητη περιουσία και απευθείας επένδυση. Επιπλέον, αυτές οι συναλλαγές περιουσιακών στοιχείων πρέπει να επιδρούν στο πραγματικό επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας, όσο αυτές είναι αρκετά μεγάλες σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες ροές της αγοράς.

Ωστόσο, είναι προφανές ότι οι απλές εξισώσεις προσδιορισμού της συναλλαγματικής ισοτιμίας των παραδοσιακών μακροοικονομικών μοντέλων της ανοιχτής οικονομίας δεν πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όταν δε συμφωνούν με την εξίσωση (2) ή μία εκτενέστερη εκδοχή αυτής. Οι τρεις βασικοί τύποι των συμβατικών μοντέλων του συστήματος των ελαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι α) το μοντέλο Mundell-Fleming, β) η ισορροπία του χαρτοφυλακίου και γ) η νομισματική προσέγγιση. Κάθε μία από αυτές τις θεωρίες προϋποθέτει πως οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορούν να εξηγηθούν από κάποιες θεμελιώδεις αρχές, οι οποίες δεν έχουν ποτέ προσδιοριστεί ακριβώς, αλλά περιλαμβάνουν τόσο νομισματικές όσο και δημοσιονομικές πολιτικές, καθώς και κάποιες παραμέτρους μακροοικονομικού μοντέλου. Επιπλέον, οι τρεις θεωρίες δε συμφωνούν ως προς τις βασικές αρχές από τις οποίες θα αποτελούνται.

Το παλαιότερο μοντέλο είναι των Mundell-Fleming (1963), το οποίο ουσιαστικά είναι ένα IS-LM μοντέλο το οποίο συνθέτει ένα ισοζύγιο πληρωμών, στο οποίο οι καθαρές ροές κεφαλαίου εξαρτώνται από τη διαφορά των επιτοκίων,  $i - i^* - \Delta S^e - \rho$  (συνήθως,

αν και όχι απαραίτητα, το μοντέλο απλοποιείται υποθέτοντας ότι οι προσδοκώμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες δε μεταβάλλονται και υπάρχουν τέλεια υποκατάστατα χρηματοοικονομικά προϊόντα,  $\Delta S^e = r = 0$ ). Το μοντέλο αυτό προβλέπει κάποια σίγουρα, αλλά περιορισμένα αποτελέσματα.

Αντίθετα, το μοντέλο ισορροπίας χαρτοφυλακίου υποθέτει πως τα εγχώρια και ξένα ομόλογα είναι ατελή υποκατάστατα και επιτρέπει στις εγχώριες και ξένες συναλλαγματικές ισοτιμίες να διαφέρουν, ακόμη και υπό την έλλειψη προσδοκιών των επιπέδων τους. Το μοντέλο επεκτείνει την προσέγγιση του μοντέλου του Tobin σχετικά με τον καταμερισμό του χαρτοφυλακίου σε μία ανοιχτή οικονομία, συνήθως υποθέτοντας ότι οι εγχώριοι επενδυτές έχουν στη διάθεσή τους τρία περιουσιακά στοιχεία (εγχώριο χρήμα, εγχώρια ομόλογα και ξένα ομόλογα). Κάτω από συγκεκριμένες παραδοχές, η μείωση της ζήτησης των ξένων ομολόγων προκαλεί υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Οι θεμελιώδεις αρχές του μοντέλου είναι παρόμοιες με εκείνες του μοντέλου Mundell-Fleming, αλλά επικεντρώνονται κυρίως στη χρηματοοικονομική αγορά και όχι στην αγορά αγαθών ή στην αγορά χρήματος (IS-LM-BP). Ωστόσο, το μοντέλο ισορροπίας χαρτοφυλακίου δε βρίσκει απόλυτη εφαρμογή στους οικονομετρικούς ελέγχους, καθώς προκύπτει μέσα από αυτούς πως οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν προσαρμόζονται πάντα προς τη σωστή κατεύθυνση.

Ενώ τα μοντέλα Mundell-Fleming και ισορροπίας χαρτοφυλακίου είναι εμπνευσμένα από την κεϋνσιανή θεωρία, το μοντέλο που έχει βασιστεί κυρίως στις εμπειρικές μελέτες των ελαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι το μοντέλο της νομισματικής μεθόδου. Ως απάντηση στην κριτική που ασκήθηκε στην κλασική ποσοτική θεωρία του χρήματος, η οποία αναφέρεται σε κλειστή οικονομία, ορισμένοι οικονομολόγοι δημιούργησαν αυτή τη μέθοδο (Mundell 1968, Johnson 1975), κατά την οποία τα

προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών μίας χώρας οφείλονται στην αύξηση της προσφοράς χρήματος. Επομένως, το πλεόνασμα ή το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών μίας χώρας ουσιαστικά δεν είναι τίποτε άλλο από ένα προσωρινό σύμπτωμα ανισορροπίας στην αγορά χρήματος. Όμως, η αποκατάσταση της ισορροπίας στην αγορά χρήματος θα επιφέρει και την αποκατάσταση της ισορροπίας στον εξωτερικό τομέα (ισοζύγιο πληρωμών). Σε περισσότερο τελειοποιημένα νομισματικά υποδείγματα, η μεταβολή της προσφοράς χρήματος επηρεάζει έμμεσα το επίπεδο του προϊόντος, μέσω της μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επομένως, όπως παρατηρείται, σε αυτά τα υποδείγματα, η αύξηση της προσφοράς χρήματος οδηγεί σε υποτίμηση της συναλλαγματικής αξίας, όπως επίσης και η αύξηση του ονομαστικού επιτοκίου, ενώ αντίθετα, η αύξηση του πραγματικού εισοδήματος συνεπάγεται υπερτίμηση της εξωτερικής αξίας του εγχώριου νομίσματος.

Στην απλούστερη εκδοχή, η συναλλαγματική ισοτιμία πρέπει να υπακούει στην ισοδυναμία των αγοραστικών δυνάμεων ( $S=P/P^*$ , όπου  $P$  και  $P^*$  είναι το επίπεδο τιμών της ημεδαπής και της αλλοδαπής οικονομίας, αντίστοιχα). Οι τιμές είναι ελαστικές και προσδιορίζονται από το ονομαστικό χρηματικό απόθεμα και την πραγματική ζήτηση για ρευστότητα, κάνοντας χρήση της τυπικής μορφής ισορροπημένης χρηματαγοράς, όπου  $M/P = L(i, Y)$  με  $L_i < 0$  και  $L_Y > 0$ , όπου το  $Y$  είναι εξωγενής μεταβλητή υπό πλήρη απασχόληση. Οι αντίστοιχες σχέσεις ισχύουν και σε μία ξένη χώρα και επομένως, προκύπτει η παρακάτω εξίσωση:

$$S = (M/M^*) / (L(i, Y) / L^*(i^*, Y^*)) \quad (4).$$

Στη βασική του μορφή, οι διεθνείς ροές κεφαλαίου παραβλέπονται και τα επίπεδα των επιτοκίων επηρεάζουν τη συναλλαγματική ισοτιμία μόνο μέσω των επιδράσεών τους στη ζήτηση του εγχώριου νομίσματος και του επιπέδου τιμών.

Η νομισματική μέθοδος αποτελεί μία περίεργη επιλογή ως μέτρο σύγκρισης για τη διαμόρφωση ελαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών σε μία εποχή ανοιχτών αγορών κεφαλαίου, η απήχηση του οποίου μπορεί να εξηγηθεί μόνο από την ιστορική συγκυρία όπου η στροφή προς τα συστήματα των ελαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών συνέβη την ίδια περίοδο όπου ο μονεταρισμός αντικατέστησε τον κεϋνσιανισμό, κυρίαρχη μακροοικονομική προσέγγιση στις αρχές της δεκαετίας του 1970.

Όπως παρατήρησε ο Bilson (1978), η νομισματική μέθοδος παρουσιάζει πολλά μειονεκτήματα. Πολλές έρευνες έδειξαν πως βραχυχρόνια δεν ισχύει η συνθήκη της Ισοδυναμίας των Αγοραστικών Δυνάμεων (Purchasing-Power Parity, PPP), καθώς επίσης έδειξαν πως δε γίνεται δεκτή η υπόθεση ότι το ονομαστικό επιτόκιο είναι εξωγενής μεταβλητή. Για τη βελτίωση των αδυναμιών των νομισματικών υποδειγμάτων κατασκευάστηκαν άλλες θεωρίες, οι οποίες αποτελούν παραλλαγές του νομισματικού υποδείγματος και τονίζουν το ρόλο των κεφαλαιαγορών. Χαρακτηριστικό γνώρισμα αυτών των υποδειγμάτων αποτελεί το γεγονός ότι τα στοιχεία του ενεργητικού (assets) εκφρασμένα σε όρους εγχώριου και ξένου νομίσματος είναι τέλεια υποκατάστατα. Επιπλέον, η συναλλαγματική ισοτιμία προσδιορίζεται στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων και όχι στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών. Κατά συνέπεια, στα υποδείγματα των κεφαλαιαγορών (Asset Market Approach, AMA) τα νομίσματα αντιμετωπίζονται ως ιδιαίτερα περιουσιακά στοιχεία με συγκεκριμένη αξία.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Γιάννη Μ. Παλαιολόγου και Σπύρου Ε. Γεωργαντέλη, "ΣΠΟΥΔΑΙ", Τόμος 41, Τεύχος 1<sup>ο</sup>, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.



## 1.9 Οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες

Καθώς η ισοτιμία αποτελεί μία σχετική τιμή, κάθε μεταβολή αυτής της τιμής επηρεάζει όλες τις σχετικές τιμές στην οικονομία, υποβάλλοντας σε διαδικασία προσαρμογής κρίσιμα οικονομικά μεγέθη. Η εξέλιξη αυτή δεν είναι πάντα οικονομικά, κοινωνικά και πολιτικά επιθυμητή και γι' αυτόν το λόγο η πρακτική οικονομική πολιτική επιδιώκει να περιορίσει τα περιθώρια της ελεύθερης διακύμανσης της ισοτιμίας, χωρίς ωστόσο να απαγορεύει την προσαρμογή της βασικής ισοτιμίας στις νέες, μακροχρόνιες συνθήκες της αγοράς.

Έπειτα από την εγκατάλειψη του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods στις αρχές της δεκαετίας του '70, η συναλλαγματική ισοτιμία των ΗΠΑ είναι κυμαινόμενη. Ωστόσο, τα συστήματα όπου οι συναλλαγματικές ισοτιμίες προσδιορίζονται επίσημα από τις διεθνείς συμφωνίες, υπήρξαν πολύ σημαντικά στο παρελθόν.

Σε αντίθεση με τα συστήματα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, όπου οι συναλλαγματικές ισοτιμίες προσδιορίζονται από την προσφορά και τη ζήτηση συναλλάγματος, σε ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία καθορίζεται από την κυβέρνηση, συχνά έπειτα από διαβουλεύσεις ή συμφωνίες με άλλες χώρες και επιτρέπεται να διακυμαίνεται μέσα σε μία στενή και προκαθορισμένη ζώνη.

Σημαντικό επομένως, μειονέκτημα των συστημάτων σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι ότι η συναλλαγματική ισοτιμία που καθορίζεται από την κυβέρνηση συχνά μπορεί να είναι διαφορετική από εκείνη που προσδιορίζεται από την προσφορά

και τη ζήτηση στην αγορά συναλλάγματος. Όταν η επίσημη συναλλαγματική ισοτιμία είναι υψηλότερη από το βασικό της επίπεδο, εκείνο δηλαδή που θα προσδιοριζόταν ελεύθερα από τις δυνάμεις της αγοράς αν δεν υπήρχε κρατική παρέμβαση, τότε πρόκειται για υπερτιμημένη συναλλαγματική ισοτιμία ή υπερτιμημένο νόμισμα.

Υπάρχουν διάφορες στρατηγικές που μπορεί να υιοθετήσει μία χώρα στην περίπτωση όπου η επίσημη συναλλαγματική ισοτιμία, η οποία προσδιορίζεται από την κυβέρνηση, είναι διαφορετική από τη βασική συναλλαγματική της ισοτιμία. Κατ' αρχήν, μπορεί να μεταβάλει την επίσημη τιμή της συναλλαγματικής ισοτιμίας μέχρι να εξισωθεί με το βασικό της επίπεδο, ή τουλάχιστον να το προσεγγίσει. Ωστόσο, παρά το γεγονός ότι οι περιστασιακές υποτιμήσεις και ανατιμήσεις είναι εύλογες στα συστήματα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, θα ήταν προτιμότερο μία χώρα η οποία προσαρμόζει συνεχώς τη συναλλαγματική της ισοτιμία να υιοθετήσει ένα σύστημα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Επίσης, η κυβέρνηση έχει τη δυνατότητα με διάφορα μέσα να θέσει περιορισμούς στις διεθνείς συναλλαγές, περιορίζοντας για παράδειγμα, ή φορολογώντας τις εισαγωγές ή τις χρηματοοικονομικές εκροές, μειώνοντας την προσφορά του εγχώριου νομίσματος στην αγορά συναλλάγματος και προκαλώντας άνοδο της βασικής συναλλαγματικής ισοτιμίας προς την τιμή που έχει ορίσει η κυβέρνηση.

Ένας άλλος τρόπος με τον οποίο η κυβέρνηση μπορεί να παρέμβει ώστε να εξισωθεί η επίσημη με τη βασική συναλλαγματική ισοτιμία, είναι να γίνει πωλητής ή αγοραστής του νομίσματός της στην αγορά συναλλάγματος, τεχνική την οποία χρησιμοποιούν κυρίως οι περισσότερες βιομηχανικές χώρες. Οι αγοραπωλησίες αυτές πραγματοποιούνται συνήθως, από την κεντρική τράπεζα της χώρας μέσω των

συναλλαγματικών αποθεμάτων, τα οποία αποτελούν περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μέσο διεθνών πληρωμών.

Βέβαια, οι προσπάθειες της κεντρικής τράπεζας να στηρίξει το υπερτιμημένο της νόμισμα μπορεί να λήξουν σύντομα και με δραματικό για την οικονομία τρόπο από ένα κερδοσκοπικό χτύπημα. Μία τέτοια κερδοσκοπική επίθεση λαμβάνει χώρα όταν οι επενδυτές φοβούνται πως το υπερτιμημένο νόμισμα πολύ σύντομα μπορεί να υποτιμηθεί, προκαλώντας μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που εκφράζονται σε αυτό το νόμισμα σε σχέση με εκείνα που εκφράζονται σε άλλα νομίσματα. Οι φρενήρεις πωλήσεις των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων, προκαλούν αύξηση της προσφοράς του νομίσματος, αναγκάζοντας την κεντρική τράπεζα να ξοδεύει με μεγαλύτερο ρυθμό τα συναλλαγματικά αποθέματα για να διατηρήσει την υπερτιμημένη ισοτιμία, επισπεύδοντας την υποτίμηση και επιβεβαιώνοντας τελικά τις προσδοκίες των επενδυτών.

Από τα προαναφερθέντα συνάγεται ότι μία υπερτιμημένη συναλλαγματική ισοτιμία δεν μπορεί να διατηρηθεί για μεγάλο χρονικό διάστημα, χωρίς σκληρούς περιορισμούς στο διεθνές εμπόριο και τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Όταν το νόμισμα μίας χώρας είναι υπερτιμημένο, τότε υποχρεούται να προβεί είτε στην υποτίμησή του, είτε στη μεταβολή της πολιτικής της, ώστε να αυξήσει τη βασική συναλλαγματική της ισοτιμία.

Στην περίπτωση όπου η επίσημα καθοριζόμενη τιμή είναι μικρότερη από την τιμή που προσδιορίζεται στην αγορά συναλλάγματος από την προσφορά και τη ζήτηση, δηλαδή η συναλλαγματική ισοτιμία είναι υποτιμημένη, η κεντρική τράπεζα αναγκάζεται να πουλήσει το νόμισμά της στην αγορά συναλλάγματος συσσωρεύοντας συναλλαγματικά αποθέματα. Όμως, η αύξηση των συναλλαγματικών αποθεμάτων μίας χώρας με

υποτιμημένο νόμισμα σημειώνεται εις βάρος των συναλλαγματικών αποθεμάτων των εμπορικών της εταίρων, οι οποίοι έχουν υπερτιμημένα νομίσματα και δεν πρόκειται να ανεχτούν να χάνουν στο μέλλον συναλλαγματικά αποθέματα. Για το λόγο αυτό, ασκούν πολιτικές πιέσεις στη χώρα ώστε να εναρμονίσει τη βασική συναλλαγματική της ισοτιμία με την επίσημη.

Οι υποστηρικτές των συστημάτων σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών στηρίζονται σε δύο σημαντικά πλεονεκτήματα. Πρώτον, σε σύγκριση με μία κατάσταση όπου οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταβάλλονται συνεχώς, οι σταθερές ισοτιμίες, εφόσον παραμένουν σταθερές και δεν υπόκεινται σε συχνές αλλαγές ή κερδοσκοπικές επιθέσεις, διευκολύνουν τις διεθνείς συναλλαγές αγαθών και περιουσιακών στοιχείων μειώνοντας το κόστος τους. Δεύτερον, οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες συχνά βελτιώνουν την «πειθαρχία» της νομισματικής πολιτικής, με την έννοια ότι οι χώρες που έχουν σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, συνήθως δεν έχουν την ευχέρεια να ασκήσουν σημαντική επεκτατική νομισματική πολιτική. Ο πληθωρισμός τους επομένως, μπορεί μακροχρόνια να διατηρηθεί σε χαμηλά επίπεδα. Επομένως, ένα σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι δυνατόν να προάγει την οικονομική και χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση και να βελτιώσει την οικονομική αποτελεσματικότητα. Ωστόσο, όταν υπάρχει αυστηρή νομισματική πειθαρχία, οι σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες αφαιρούν τη δυνατότητα μίας χώρας να χρησιμοποιήσει με ευέλικτο τρόπο τη νομισματική πολιτική για την αντιμετώπιση των κάμψεων.

Εναλλακτική λύση σε σχέση με τις σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες αποτελεί ο σχηματισμός μίας νομισματικής ένωσης από μία ομάδα χωρών, που συμφωνείται να μοιράζονται ένα κοινό νόμισμα και συχνά συνεργάζονται οικονομικά και πολιτικά.

Ωστόσο, μία αποτελεσματική νομισματική ένωση συνήθως απαιτεί περισσότερα από την απλή συνεργασία των εθνικών κεντρικών τραπεζών. Η κοινή νομισματική πολιτική πρέπει να ελέγχεται από ένα μόνο φορέα, ώστε να λειτουργήσει μία νομισματική ένωση και καθώς οι χώρες συνήθως δεν επιθυμούν να εγκαταλείψουν το νόμισμα και τη νομισματική τους πολιτική, οι νομισματικές ενώσεις είναι σπάνιες. Αν όμως, μία νομισματική ένωση είναι πολιτικά εφικτή, έχει τουλάχιστον δύο σημαντικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τα συστήματα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το πρώτο πλεονέκτημα είναι το ακόμη χαμηλότερο κόστος εμπορικών και χρηματοοικονομικών συναλλαγών μεταξύ των μελών που την απαρτίζουν, ενώ το δεύτερο είναι οι περιορισμένες κερδοσκοπικές επιθέσεις σε βάρος των εθνικών νομισμάτων, εφόσον αυτά αντικατασταθούν από το κοινό νόμισμα.

Ωστόσο, και η νομισματική ένωση είναι αντιμέτωπη με το κύριο μειονέκτημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Όλα τα μέλη της πρέπει να ακολουθούν κοινή νομισματική πολιτική. Αυτό σημαίνει πως αν ένα μέλος της ένωσης βρίσκεται σε κάμψη ενώ κάποιο άλλο αντιμετωπίζει υψηλό πληθωρισμό, η κοινή νομισματική πολιτική δεν είναι ικανή να αντιμετωπίσει ταυτόχρονα τα προβλήματα των δύο χωρών, σε αντίθεση με τις κυμαινόμενες συναλλαγματικές ισοτιμίες, όπου κάθε χώρα καθορίζει ανεξάρτητα τη νομισματική της πολιτική.

## 1.10 Η διακίνηση κεφαλαίων βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα

Ενώ η διακίνηση κεφαλαίων μεταξύ των χωρών προϋποθέτει την ύπαρξη μίας αποτελεσματικής αγοράς συναλλάγματος, η εξαγωγή και εισαγωγή κεφαλαίου αποτελούν μία μόνιμη και συνεχώς σημαντικότερη πηγή τροφοδότησης της προσφοράς και της ζήτησης συναλλάγματος, λόγω του αυξανόμενου βαθμού της οικονομικής ολοκλήρωσης. Επομένως, παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον η διερεύνηση των παραγόντων που προσδιορίζουν την ένταση και την κατεύθυνση των διακινούμενων κεφαλαίων.

Στην παρούσα παράγραφο, από τις υπάρχουσες μορφές κεφαλαίων εξετάζονται μόνο εκείνες που έχουν βραχυχρόνιο χαρακτήρα και σε αυτές ανήκουν κυρίως οι συναλλαγές που έχουν σχέση με το *αρμπιτράζ* (*arbitrage*) συναλλάγματος και επιτοκίων και την *κερδοσκοπία* στην αγορά συναλλάγματος.

Ο όρος *αρμπιτράζ* αναφέρεται σε κάθε συναλλαγή που οφείλεται σε υφιστάμενες διαφορές στις τιμές των αγαθών, υπηρεσιών, χρηματοοικονομικών προϊόντων, δανειακών κεφαλαίων, συναλλάγματος. Επομένως, το *αρμπιτράζ* συναλλάγματος συμβαίνει όταν οι διαφορές στο ύψος των ισοτιμιών, οι οποίες έχουν διαμορφωθεί στις διάφορες εθνικές και διεθνείς αγορές, είναι τέτοιες που προκαλούν τις οικονομικές μονάδες να αυξήσουν τα κέρδη τους, αγοράζοντας και πουλώντας στις αγορές με τις ευνοϊκότερες τιμές.

Η αναζήτηση ευνοϊκότερων ευκαιριών αγοράς και πώλησης συναλλάγματος συμβάλλει αποτελεσματικά στη δημιουργία μίας ενιαίας παγκόσμιας αγοράς συναλλάγματος, στην οποία διαμορφώνονται ενιαίες τιμές και μάλιστα χωρίς τον κίνδυνο απότομων και

μεγάλων διακυμάνσεων. Συγκεκριμένα, κάθε φορά που ένα νόμισμα παρουσιάζει διαφορετικές τιμές στις επιμέρους αγορές, οι συναλλαγές αρμπιτράζ προκαλούν προσαρμογές στην προσφορά και ζήτηση, με αποτέλεσμα οι υπάρχουσες διαφορές να συρρικνώνονται, διαμορφώνοντας μία νέα κατάσταση ισορροπίας, όπου η ενιαία πλέον τιμή εξισώνει τη συνολική προσφορά με τη συνολική ζήτηση.

Αυτή η διαδικασία προσαρμογής αποτρέπει ταυτόχρονα απότομες διακυμάνσεις της ισοτιμίας σε περιπτώσεις ανισορροπιών στα διμερή εμπορικά ισοζύγια, καθώς η πλεονασματική ζήτηση ή προσφορά του εγχώριου νομίσματος κατανέμεται μεταξύ περισσότερων χωρών.

Οι οικονομικές λειτουργίες του αρμπιτράζ επιτοκίων είναι ίδιες με εκείνες του αρμπιτράζ συναλλάγματος, αλλά σε αυτή την περίπτωση οι οικονομικές μονάδες προσπαθούν αν εκμεταλλευτούν τις διαφορές των επιτοκίων στις διάφορες χώρες ώστε να αυξήσουν τα κέρδη τους. Η αναζήτηση ευνοϊκότερου επιτοκίου συνεπάγεται προσαρμογές στο χώρο τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων, δημιουργώντας μία τάση εξίσωσης των επιτοκίων των διαφόρων χωρών.

Η διεθνής διακίνηση των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων δεν επηρεάζεται μόνο από το αρμπιτράζ συναλλάγματος και επιτοκίων, αλλά και από την κερδοσκοπία στην αγορά συναλλάγματος, τόσο στην όψεως όσο και στην προθεσμίας. Η κερδοσκοπία δεν έχει μόνο άμεση, αλλά και έμμεσες επιδράσεις στην κατεύθυνση και τον όγκο των διακινούμενων κεφαλαίων, διότι η ζήτηση και η προσφορά συναλλάγματος, που εκδηλώνεται στα πλαίσια αυτής της δραστηριότητας, διαμορφώνουν το ποσοστό swap, το οποίο προσδιορίζει, με δεδομένες τις διαφορές των επιτοκίων, τις συναλλαγές κατά το αρμπιτράζ επιτοκίων.

Ο όρος κερδοσκοπία αναφέρεται στις αγορές και στις πωλήσεις συναλλάγματος που γίνονται από τις οικονομικές μονάδες με στόχο την δημιουργία κέρδους από τις διαφορές ανάμεσα στις πραγματικές και τις μελλοντικά προσδοκώμενες ισοτιμίες. Καθώς οι τελευταίες είναι πολύ πιθανό να αποκλίνουν από τις πρώτες, οι κερδοσκοπικές συναλλαγές είναι συνυφασμένες με την ανάληψη κινδύνου.

Η κερδοσκοπική συμπεριφορά στην αγορά όψεως είναι ορθολογική υπό την προϋπόθεση ότι το κέρδος από τη διαφορά ανάμεσα στη σημερινή και τη μελλοντικά προσδοκώμενη ισοτιμία όψεως είναι σαφώς μεγαλύτερο από το διαφυγόν κέρδος που συνεπάγεται τοποθετήσεις του συναλλάγματος σε χώρες με χαμηλότερο επιτόκιο. Υπό αυτή την έννοια, αυτή η κερδοσκοπική συμπεριφορά δε διαφέρει από το αρμπιτράζ επιτοκίων, αφού τόσο στη μία όσο και στην άλλη περίπτωση η απόφαση προσδιορίζεται από τις μεταβολές τόσο στις ισοτιμίες όσο και στα επιτόκια. Η μοναδική και πολύ ουσιαστική διαφορά συνίσταται στο ότι οι αποφάσεις για κερδοσκοπικές συναλλαγές βασίζονται σε προσδοκώμενες ισοτιμίες, ενώ οι αποφάσεις για αρμπιτράζ σε ήδη γνωστές προθεσμιακές ισοτιμίες.

Συναλλαγές με κίνητρο την κερδοσκοπία στην προθεσμιακή αγορά λαμβάνουν χώρα όταν οι κερδοσκόποι υποθέτουν πως η ισοτιμία που οι ίδιοι προσδοκούν στην αγορά όψης είναι διαφορετική από την προθεσμιακή ισοτιμία που διαμορφώνεται στην αγορά.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Διεθνής βιβλιογραφική ανασκόπηση.

### 2.1 Η επίδραση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στον τομέα των εξαγωγών

Οι θεωρίες του διεθνούς εμπορίου λαμβάνουν υπόψη ένα πλήθος από σημαντικές γενικές παραδοχές, όπως ότι το εμπόριο περιορίζεται δραστικά ανάλογα με τη γεωγραφική απόσταση ή οι τιμές ποικίλουν κατά τόπους, ενώ οι διαφορές τους είναι ακόμη μεγαλύτερες όταν και οι αποστάσεις είναι πολύ μεγάλες. Τα δύο αυτά γεγονότα αποδεικνύουν πως η γεωγραφική απόσταση παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στην οικονομική δραστηριότητα. Δύο επιπλέον πολύ σημαντικές παραδοχές είναι πρώτον, πως οι συντελεστές των αμοιβών διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των χωρών και δεύτερον, οι σχετικές παραγωγικότητες των χωρών διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των βιομηχανιών. Επομένως, εξάγεται το συμπέρασμα πως οι χώρες δραστηριοποιούνται κάνοντας χρήση διαφορετικών τεχνολογιών.<sup>9</sup> Διάφορες μελέτες έχουν εξετάσει τις παραπάνω παραδοχές ξεχωριστά, αλλά καμία μέχρι σήμερα δεν τις έχει συμπεριλάβει όλες μαζί. Σημαντικές επίσης, θεωρίες έχουν διατυπωθεί σχετικά με τη ζήτηση και την προσφορά εξαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών.

Η ζήτηση και η προσφορά της ποσότητας των εξαγωγών επηρεάζονται από μία ποικιλία παραγόντων. Μερικοί από τους παράγοντες που συχνά επηρεάζουν την προσφορά των εξαγωγών είναι οι εισροές παραγωγικών συντελεστών, η παραγωγικότητα, οι καιρικές συνθήκες, τα αποθέματα των προϊόντων, τα προσδοκώμενα έσοδα ή η συναλλαγματική

---

<sup>9</sup> Jonathan Eaton, Samuel Kortum, 2002, “*Technology, Geography and Trade*”, *Econometrica*, τόμος 70, τεύχος 5, 1741-1779.

ισοτιμία. Αντίστοιχα, η ζήτηση για εξαγωγές, συχνά επηρεάζεται από τη φορολογία ή άλλους περιορισμούς, καθώς και από το κόστος μεταφορών ή εισροών.

Η τιμή της συναλλαγματικής ισοτιμίας επηρεάζει τόσο την προσφερόμενη όσο και τη ζητούμενη ποσότητα για εξαγωγές. Ωστόσο, όταν είναι μεγάλη η ποσότητα των εξαγωγών που τιμολογούνται βάσει ενός ξένου νομίσματος, τότε οι μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος δεν επηρεάζουν αυτόματα τη ζήτηση των εξαγωγών. Επιπλέον, όπως αποδεικνύεται και στην έρευνα των Stephen Woolcock και John Romalis (2003), ανάλογα με τη διαφοροποίηση ενός προϊόντος από τα άλλα, μία εταιρεία έχει την ικανότητα να διατηρεί σχετικά σταθερές τις τιμές του προϊόντος, ακόμη και αν η συναλλαγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος έναντι κάποιου άλλου αυξηθεί. Αντίθετα, οι τιμές των προϊόντων που είναι συγκριτικά αδιαφοροποίητα προσδιορίζονται στις παγκόσμιες αγορές<sup>10</sup>.

Για σύντομο χρονικό διάστημα, φυσικοί περιορισμοί, όπως είναι οι εισροές κεφαλαίου και εργατικού δυναμικού, αλλά και προσυμφωνημένοι βάσει συμβολαίου περιορισμοί επηρεάζουν την ικανότητα των εξαγωγέων να ανταποκρίνονται στις μεταβολές των τιμών, καθώς και στις μεταβολές των συνθηκών ζήτησης. Για πολλές από τις εξαγωγές αγροτικών προϊόντων, οι κλιματικές συνθήκες αποτελούν καθοριστικό παράγοντα της προσφοράς για σύντομο χρονικό διάστημα. Ωστόσο, για μεγαλύτερη χρονική περίοδο, οι περιορισμοί αυτοί είναι λιγότερο περιοριστικοί, καθώς οι παραγωγοί έχουν μεγαλύτερες δυνατότητες ώστε να προσαρμόσουν τόσο τις ποσότητες του κεφαλαίου, όσο και τις ποσότητες της εργασίας, καθώς και τον τρόπο με τον οποίο οι ποσότητες αυτές συνδυάζονται. Ακόμη όμως, και στη μακροχρόνια περίοδο, υπάρχουν περιορισμοί οι οποίοι επηρεάζουν την ικανότητα της προσφοράς, όπως είναι η περιορισμένη ποσότητα παραγωγικών συντελεστών.

---

<sup>10</sup> Stephen Woolcock, John Romalis, 2003, *“Identifying the Relationship Between Trade and Exchange Rate Volatility”*, Chicago GSB.

Εναλλακτική επιλογή πέρα από τις εξαγωγές είναι η παραγωγή περισσότερων αγαθών και υπηρεσιών με σκοπό την εγχώρια κατανάλωση. Ωστόσο, όταν το μέγεθος μίας χώρας είναι συγκριτικά μικρό σε σχέση με το μέγεθος μίας άλλης χώρας, τότε και οι δυνατότητες των εγχώριων παραγωγών είναι περιορισμένες ώστε να παράγουν πέρα από την ποσότητα που εξάγουν.

Η ζήτηση για τις εξαγωγές αυτών των χωρών εξαρτάται από το μέγεθος της αγοράς των προϊόντων που παράγουν, το οποίο μάλιστα εξαρτάται από το ξένο εισόδημα, αλλά και το μέγεθος του πληθυσμού, καθώς και από το πόσο ανταγωνιστική είναι η χώρα στην παγκόσμια αγορά. Η ξένη ζήτηση είναι επίσης, σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας για τις τιμές των προϊόντων που εξάγονται. Επιπλέον, μεταβολές των συνθηκών της διεθνούς προσφοράς και των προτιμήσεων των καταναλωτών επιδρούν στην τιμή των εξαγόμενων προϊόντων μίας χώρας παγκοσμίως.

Η ικανότητα πρόσβασης μίας χώρας σε αγορές είναι επίσης πολύ σημαντική. Οι δασμοί, οι ποσοτώσεις, καθώς και άλλα μέτρα για την προστασία του εμπορίου, μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την ποσότητα των προϊόντων που εξάγει μία χώρα.

Διαφορές στον τρόπο παραγωγής, διαφήμισης, αλλά και στα κόστη διακίνησης, σε σχέση με εκείνα των άλλων προμηθευτών, επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα του εξαγωγικού τομέα μίας χώρας. Ιδιαίτερα μάλιστα, όταν η χώρα είναι απομακρυσμένη από πολλές από τις αγορές στις οποίες εξάγει προϊόντα, τότε οι εξαγωγείς θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα έξυπνοι, ικανοί και αποδοτικοί, ώστε να αντισταθμίζουν το μειονέκτημα της απόστασης.

Μία συνοπτική μονάδα μέτρησης της ανταγωνιστικότητας είναι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, η οποία πρόκειται για την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία πολλαπλασιασμένη με το λόγο των εγχώριων προς των ξένων τιμών. Ουσιαστικά, πρόκειται για την τιμή των αγαθών και υπηρεσιών μίας χώρας σε σχέση με την αντίστοιχη τιμή σε άλλες χώρες. Στην πραγματικότητα, μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σημαίνει πως τα εγχώρια προϊόντα γίνονται πιο ακριβά συγκριτικά με εκείνα που πωλούνται σε ξένες αγορές και επομένως, είναι λιγότερο ανταγωνιστικά. Μία ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, ενώ τα υπόλοιπα μεγέθη διατηρούνται σταθερά, συνεπάγεται αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του εγχώριου νομίσματος έναντι κάποιου ξένου. Το γεγονός αυτό προκαλεί αποδυνάμωση της εγχώριας ανταγωνιστικότητας και κατ' επέκταση μείωση του όγκου των εξαγωγών. Επιπλέον, όπως επισημαίνει ο Mark Smith, μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας περιορίζει τα κέρδη των εξαγωγέων, καθώς ο εξαγωγικός τομέας γίνεται λιγότερο προσοδοφόρος, γεγονός το οποίο επηρεάζει τον όγκο των εξαγωγών, καθώς οι επιχειρήσεις επιλέγουν να περιορίσουν ή ακόμη και να σταματήσουν τη χρηματοδότηση αυτού του τομέα.<sup>11</sup>

Επιπλέον, οι Kent D. Miller και Jeffrey J. Reuer (1998) τονίζουν πως οι πραγματικές μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι δυνατό να επιδράσουν σημαντικά την ανταγωνιστικότητα μίας επιχείρησης, περισσότερο από ότι οι ονομαστικές μεταβολές, επηρεάζοντας την προσδοκώμενη ρευστότητά της και επομένως, την εμπορική αξία αυτής<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Mark Smith, "Impact of the exchange rate on export volumes", *Reserve Bank of New Zealand*, τόμος 67, τεύχος 1.

<sup>12</sup> Kent D. Miller και Jeffrey J. Reuer, "Asymmetric Corporate Exposures to Foreign Exchange Rate Changes", 1998, *Strategic Management Journal*, τόμος 19, τεύχος 12, 1183-1191.

## 2.2 Οι πολιτικές της συναλλαγματικής ισοτιμίας και το διεθνές εμπόριο

Κατά τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα, πολλοί παρατηρητές συμφώνησαν πως οι εντελώς ανόμοιες νομισματικές πολιτικές, καθώς και οι διαφορετικές νομισματικές μονάδες αποτελούν ανασταλτικοί παράγοντες του διεθνούς εμπορίου. Επομένως, το ερώτημα που ανέκυπτε ήταν πώς οι θεσμικοί μηχανισμοί, όπως είναι οι νομισματικές ενώσεις, αλλά και τα νομισματικά καθεστάτα, όπως ο κανόνας του χρυσού, θα μπορούσε να επηρεάσει την παγκοσμιοποίηση κατά τα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα.

Οι J. Ernesto López-Córdova και Christopher M. Meissner για να απαντήσουν αυτό το ερώτημα χρησιμοποίησαν ένα μοντέλο, σχετικά με τη συμπεριφορά του εμπορίου, ελέγχοντας τους γεωγραφικούς, οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες, την αστάθεια της συναλλαγματικής ισοτιμίας, τη συμμετοχή σε μία νομισματική ένωση και τη συντονισμένη πολιτική συναλλάγματος. Σε ποιοτικούς όρους, διαπιστώθηκε ότι υπάρχει ισχυρή ένδειξη πως ο συντονισμός σε ένα παρόμοιο καθεστάτς συναλλαγματικής πολιτικής συσχετίζεται με υψηλότερος ρυθμούς εμπορίου και πως οι νομισματικές ενώσεις συσχετίζονται με μεγάλες αυξήσεις του εμπορίου. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της έρευνας ποικίλουν ανάλογα με την ακριβή περιγραφή του μοντέλου. Για παράδειγμα, από τη διεξαγωγή ελέγχου των παρατηρήσιμων χαρακτηριστικών και της μη παρατηρήσιμης ετερογένειας του επιπέδου των χωρών, διαπιστώθηκε πως οι χώρες που τηρούσαν τον κανόνα του χρυσού, είχαν έως και 30% υψηλότερο εμπόριο από εκείνες που δεν τον τηρούσαν<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> J. Ernesto López-Córdova και Christopher M. Meissner, 2003, "Exchange rate regimes and international trade: evidence from the Classical Gold Standard Era", *The American Economic Review*, τόμος 93, τεύχος 1, 344-353.

## 2.3 Τεχνολογία, Γεωγραφία και Εμπόριο

Οι περισσότερες από τις θεωρίες του διεθνούς εμπορίου δε λαμβάνουν υπόψη πολύ σημαντικούς παράγοντες, όπως: α) η απόσταση επιφέρει σημαντική μείωση στο εμπόριο, β) οι τιμές διαφέρουν σημαντικά ανάλογα με την τοποθεσία και μάλιστα, οι διαφορές είναι ακόμα μεγαλύτερες όταν αυξάνεται η απόσταση μεταξύ δύο περιοχών, γ) ο παράγοντας της αμοιβής διαφέρει σημαντικά μεταξύ των χωρών, δ) οι σχετικές παραγωγικότητες των χωρών διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των βιομηχανιών. Οι δύο πρώτοι παράγοντες αποδεικνύουν πως η γεωγραφία παίζει πολύ σπουδαίο ρόλο στην οικονομική δραστηριότητα. Οι δύο επόμενες προτάσεις υποδεικνύουν τη χρήση διαφορετικών τεχνολογιών μεταξύ των χωρών. Διάφορες μελέτες έχουν αντιπαραθέσει αυτά τα χαρακτηριστικά ξεχωριστά, αλλά ακόμη δεν έχει δημιουργηθεί ένα πλαίσιο που να περιλαμβάνει όλους τους παραπάνω παράγοντες.

Το μοντέλο που ανέπτυξαν οι Jonathan Eaton και Samuel Kortum (2002) αποδίδει με απλές εκφράσεις τη διμερή σχέση πρώτον, ανάμεσα στον όγκο του εμπορίου και την ισοδυναμία των αγοραστικών δυνάμεων και δεύτερον, μεταξύ του όγκου του εμπορίου και των τεχνολογικών, αλλά και γεωγραφικών περιορισμών. Από αυτές τις δύο σχέσεις είναι δυνατό να εκτιμηθούν οι παράμετροι που απαιτούνται ώστε να επιτευχθεί η ισορροπία του παγκόσμιου εμπορίου του μοντέλου, αλλά και να εξεταστεί πώς αυτή μεταβάλλεται ανάλογα με τις διαφορετικές πολιτικές που υιοθετούνται<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup>Jonathan Eaton και Samuel Kortum, 2002, “Technology, Geography and Trade”, *Econometrica*, τόμος 70, τεύχος 5, 1741-1779.

## 2.4 Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και μακροοικονομικές θεμελιώδεις αρχές

Σημαντικός αριθμός μελετών που πραγματοποιήθηκαν κατά την περασμένη εικοσαετία, έχουν ουσιαστικά αποδείξει τη μη ύπαρξη σχέσης μεταξύ πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών και βασικών μακροοικονομικών μεγεθών, όπως είναι η σχετική κατανάλωση, τα χρηματικά αποθέματα ή το ΑΕΠ. Το φαινόμενο αυτό είναι ευρέως γνωστό ως “exchange rate disconnect puzzle”, ενώ οι Obstfeld και Rogoff περιγράφουν αυτή την κατάσταση λέγοντας πως «οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι εντυπωσιακά ευμετάβλητες σε σχέση με άλλα μοντέλα που αφορούν βασικά μεγέθη, όπως επιτόκια, εξαγωγές, ρευστότητα και κανένα από αυτά τα μοντέλα δε φαίνεται να εξηγεί ακριβώς τη συμπεριφορά των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ακόμη και εκ των υστέρων».

Οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι υπερβολικά ευμετάβλητες σε σχέση με άλλες μακροοικονομικές μεταβλητές, αλλά επίσης συχνά έχουν και σημαντική διάρκεια.

Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να εκφραστεί ως συνάρτηση των διεθνών εμπορικών ροών, της σχετικής κατανάλωσης των εγχώριων εμπορεύσιμων αγαθών και της σχετικής κατανάλωσης συνδυασμού διαφόρων αγαθών. Αποδεικνύεται πως οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν στενή σχέση με τις ροές του διεθνούς εμπορίου και τις μακροοικονομικές θεμελιώδεις αρχές, όπως προβλέπεται από την οικονομική θεωρία<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Winnie Wing-Yin Choi, 2005, Real Exchange Rates, International Trade and Macroeconomic Fundamentals, *Department of Economics, Stanford University*.

## 2.5 Το εμπορικό ισοζύγιο και η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία

Οι συζητήσεις γύρω από τη σχέση μεταξύ των διεθνών πληρωμών και των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών έχει μακρά και διακεκριμένη ιστορία, η οποία υπήρξε στο προσκήνιο κατά τη δεκαετία του 1920 με την αντιπαράθεση μεταξύ των απόψεων των Keynes και Ohlin σχετικά με την επίδραση της γερμανικής πολεμικής αποζημίωσης, αλλά και κατά τη δεκαετία 1970, όπου πραγματοποιήθηκαν πολλές συζητήσεις σχετικά με τις επιπτώσεις των σημαντικών μεταβολών της τιμής του λαδιού. Επίσης, κατά τις αρχές της δεκαετίας του 1980 σημαντικές συζητήσεις έλαβαν χώρα ως συνέπεια της οικονομικής κρίσης, αλλά και κατά τα μέσα και τα τέλη της ίδιας δεκαετίας σχετικά με τις αιτίες και τις συνέπειες των μεγάλων διακυμάνσεων της αξίας του δολαρίου.

Διάφορες εμπειρικές έρευνες έχουν αποδείξει την ύπαρξη θετικής μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ των καθαρών ξένων περιουσιακών στοιχείων και της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας μίας χώρας, κάνοντας χρήση μίας μεγάλης ποικιλίας δεδομένων, μεθόδων και προσδιορισμών.

Το μέγεθος του εμπορικού πλεονάσματος όπου μία οφειλέτρια χώρα πρέπει να δημιουργήσει ώστε να καλύψει τις υποχρεώσεις της σε τρίτους εξαρτάται από το ρυθμό αποπληρωμής αυτών των υποχρεώσεων, καθώς επίσης από το συνολικό ρυθμό ανάπτυξης. Σύμφωνα με την εμπειρική ανάλυση των Philip R. Lanea και Gian Maria Milesi-Ferretti, υπάρχει σχέση που συνδέει το εμπορικό ισοζύγιο με τα καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία, που εξαρτώνται από την απόδοση των επενδύσεων, τη συνολική ανάπτυξη και τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Επιπλέον, οι Philip R. Lanea και Gian Maria Milesi-Ferretti (2002) αποδεικνύουν πως η σχέση μεταξύ



εμπορικού ισοζυγίου και πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας εξαρτάται από άλλους πολύ σημαντικούς παράγοντες, όπως είναι η σχετική κατά κεφαλή παραγωγή, τα σχετικά επίπεδα παραγωγικότητας και οι όροι του εμπορίου<sup>16</sup>.

## 2.6 Εμπορικές σχέσεις Ευροζώνης-ΗΠΑ

Το σημαντικότερο χαρακτηριστικό το οποίο συνέβαλε στη φθορά των υπερατλαντικών εμπορικών σχέσεων κατά το 1982 είναι οι πολυάριθμες εμπορικές διαμάχες. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει στη μελέτη του ο Stephen Woolcock (1982), για αρκετά χρόνια το εμπόριο της Ανατολής με τη Δύση και η πολιτική πίστωσης, το εμπόριο αγροτικών προϊόντων και χάλυβα, καθώς επίσης οι διεθνείς νομισματικές σχέσεις έχουν υπάρξει επίμαχα θέματα συζητήσεων και διαπραγματεύσεων μεταξύ ΗΠΑ και Ευρώπης, των οποίων όμως οι απόψεις δίστανται<sup>17</sup>. Όλες αυτές οι εντάσεις, ωστόσο, αποτελούν σημαντικό εμπόδιο για τη συνοχή των σχέσεων του υπερατλαντικού εμπορίου.

Οι αιτίες αυτού του προβλήματος είναι ποικίλες. Σαφώς, πολύ μεγάλος παράγοντας είναι το ανεπιθύμητο διεθνές οικονομικό κλίμα, αλλά και οι αντίστοιχες πολιτικές ΗΠΑ και Ευρώπης, οι οποίες δίστανται σε ό,τι αφορά στα σχετικά θέματα.

Τόσο η Ευρωπαϊκή Ένωση όσο και οι ΗΠΑ αποτελεί η μία για την άλλη το βασικό εμπορικό συνέταιρο, αποτελώντας τη μεγαλύτερη διμερή εμπορική σχέση παγκοσμίως. Αυτές οι δύο οικονομίες συνολικά δημιουργούν το 58% του παγκόσμιου ΑΕΠ, ενώ παράλληλα το εμπόριό τους κατέχει το 37% του εμπορίου σε ολόκληρο τον κόσμο. Το εμπόριο μεταξύ Ευρωπαϊκής Ένωσης και ΗΠΑ σε αγαθά και υπηρεσίες προσεγγίζει ετησίως τα 420 δις Ευρώ, δηλαδή περίπου 1.15 δις Ευρώ ημερησίως. Παράλληλα, οι

---

<sup>16</sup> Philip R. Lanea και Gian Maria Milesi-Ferretti, 2002, "External wealth, the trade balance, and the real exchange rate", *European Economic Review*, τόμος 46, 1049-1071.

<sup>17</sup> Stephen Woolcock, 1982, "US-European Trade Relations", *International Affairs*, τόμος 58, τεύχος 4, 610-624.

συνολικές απευθείας ξένες επενδύσεις της ΕΕ προς τις ΗΠΑ και αντίστροφα υπολογίζονται για την κάθε μία χονδρικά στα 1.5 τρις Ευρώ. Το γεγονός αυτό έχει συμβάλει στη δημιουργία σχεδόν 14 εκατ. θέσεων εργασίας συνολικά και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού<sup>18</sup>.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Μεθοδολογία και εμπειρική εφαρμογή.**

### **3.1 Μεθοδολογία**

Τα στοιχεία που παρουσιάζονται σε αυτό το κεφάλαιο αντλήθηκαν από την Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat) και αφορούν στις εισαγωγές και εξαγωγές των χωρών που ανήκουν στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) με τις ΗΠΑ κατά τη χρονική περίοδο Ιανουάριος 2005 έως τον Ιούλιο 2009, οι οποίες είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες ευρώ, καθώς επίσης στη συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ έναντι του αμερικάνικου δολαρίου (EUR/USD) κατά την ίδια χρονική περίοδο. Η στατιστική επεξεργασία των δεδομένων πραγματοποιήθηκε με το οικονομετρικό πακέτο Econometric Views, το οποίο παρέχει τη δυνατότητα δημιουργίας στατιστικής σχέσης από τα δεδομένα και έπειτα τη χρήση αυτής της σχέσης για την πρόβλεψη των μελλοντικών τιμών των δεδομένων.

Στόχος της εργασίας είναι να παρατηρηθεί πώς επηρεάζονται οι εισαγωγές και οι εξαγωγές της Ευρωζώνης από και προς τις ΗΠΑ, αλλά και κάθε χώρας-μέλους ξεχωριστά, από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιήθηκε ο λογάριθμος των μεταβλητών ώστε να γίνει εκτίμηση του γραμμικού υποδείγματος παλινδρόμησης

---

<sup>18</sup> 2007, “U.S. Barriers to Trade and Investment Report for 2006”, *European Commission*.

$$Y = \alpha + \beta \cdot X_i + \varepsilon_i$$

όπου  $Y$  είναι η εξαρτημένη μεταβλητή (dependent variable) που συμβολίζει το λογάριθμο των εισαγωγών ή το λογάριθμο των εξαγωγών,

$X_i$  είναι η ερμηνευτική μεταβλητή (explanatory variable), η οποία συμβολίζει το λογάριθμο της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD,

$\beta$  είναι η ελαστικότητα των εισαγωγών ή εξαγωγών ως προς τη συναλλαγματική ισοτιμία,

$\alpha$  ένας συντελεστής σταθεράς και

$\varepsilon_i$  είναι ο διαταρακτικός όρος (disturbance term).

Επιπλέον, έγιναν ορισμένες υποθέσεις, οι οποίες αναφέρονται στη φύση και στις ιδιότητες όλων των μεταβλητών που περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα:

υπόθεση 1: ο διαταρακτικός όρος  $\varepsilon$  είναι μία τυχαία πραγματική μεταβλητή

υπόθεση 2: η ερμηνευτική μεταβλητή  $X$  είναι μη στοχαστική, με σταθερές τιμές σε επαναλαμβανόμενα δείγματα και για δείγματα οποιουδήποτε μεγέθους  $n$  έχει πεπερασμένη διακύμανση, διάφορη του μηδενός

υπόθεση 3: η μέση τιμή της μεταβλητής  $\varepsilon$  ισούται με μηδέν

υπόθεση 4: οι διαταρακτικοί όροι  $\varepsilon_i$  έχουν όλοι την ίδια διακύμανση

υπόθεση 5: δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των διαταρακτικών όρων

υπόθεση 6: δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των διαταρακτικών όρων και των ερμηνευτικών μεταβλητών

υπόθεση 7: οι ερμηνευτικές μεταβλητές μετρώνται χωρίς σφάλμα

υπόθεση 8: οι διαταρακτικοί όροι ακολουθούν την κανονική κατανομή (με μέσο μηδέν και σταθερή διακύμανση).

Αρχικά, εκτιμήθηκαν οι ελαστικότητες των εισαγωγών και εξαγωγών ως προς τη συναλλαγματική ισοτιμία για κάθε μία χώρα της Ευρωζώνης ξεχωριστά (πίνακας 1) και στη συνέχεια έγινε εκτίμηση των παραμέτρων της γραμμικής παλινδρόμησης με τη μέθοδο των 2-σταδίων των Fama-Macbeth. Τα αποτελέσματα για όλες τις χώρες της Ευρωζώνης παρουσιάζονται στον πίνακα 2. Τέλος, με την ίδια μέθοδο έγινε η εκτίμηση των ελαστικότητων των εισαγωγών και εξαγωγών ως προς τη συναλλαγματική ισοτιμία των χωρών με τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά ελλείμματα, Πορτογαλία, Ιταλία, Ελλάδα, Ισπανία (PIGS), (πίνακας 3).

### **3.2 Εκτιμήσεις των ελαστικότητων**

Στους παρακάτω πίνακες περιέχονται υπολογισμοί που έγιναν με βάση τα στοιχεία που αντλήθηκαν από την Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία (Eurostat), σχετικά με την ελαστικότητα των εισαγωγών και των εξαγωγών και τη στατιστική σημαντικότητα αυτών των συντελεστών. Ο αναγνώστης μπορεί να διαπιστώσει ποια είναι η επίδραση της ανεξάρτητης μεταβλητής “συναλλαγματική ισοτιμία” στην αντίστοιχη εξαρτημένη μεταβλητή “εισαγωγές” ή “εξαγωγές”, καθώς επίσης ότι σε κάθε αύξηση της ανεξάρτητης μεταβλητής κατά μία μονάδα, η εκτιμώμενη μέση τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής μειώνεται ή αυξάνεται κατά  $\beta$  μονάδες.

Πίνακας 1: οι εκτιμήσεις των ελαστικοτήτων για κάθε χώρα της Ευρωζώνης.

<b>Χώρα</b>	<b>Ελαστικότητα Εξαγωγών</b>	<b>t- statistic</b>	<b>Ελαστικότητα Εισαγωγών</b>	<b>t- statistic</b>
<b>Γαλλία</b>	-0,470	-2,224	-0,078	-0,431
<b>Ολλανδία</b>	0,549	2,379	0,792	4,311
<b>Γερμανία</b>	-0,103	-0,454	-0,136	-0,719
<b>Ιταλία</b>	-0,221	-0,834	0,277	1,233
<b>Ιρλανδία</b>	-0,295	-1,244	-0,393	-0,819
<b>Ελλάδα</b>	-0,153	-0,296	1,777	2,297
<b>Πορτογαλία</b>	-1,097	-2,165	0,728	1,542
<b>Ισπανία</b>	0,421	1,730	1,819	6,427
<b>Φιλανδία</b>	0,786	1,338	-0,808	-2,122
<b>Βέλγιο</b>	-0,464	-1,895	0,912	5,255
<b>Αυστρία</b>	-0,649	-2,033	-0,472	-1,062
<b>Μάλτα</b>	-1,491	-3,054	-3,714	-4,066
<b>Λουξεμβούργο</b>	-0,397	-0,747	-0,079	-0,071
<b>Σλοβακία</b>	0,349	0,372	0,971	1,565
<b>Σλοβενία</b>	-0,578	-1,389	2,918	2,911
<b>Κύπρος</b>	-1,840	-1,651	1,444	3,221

Από τον πίνακα 1 μπορεί κανείς να εξάγει συμπεράσματα σχετικά με την επίδραση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στις εισαγωγές και τις εξαγωγές κάθε χώρας ξεχωριστά, που ανήκει στην Ευρωζώνη. Στη δεύτερη και στην τέταρτη στήλη καταγράφονται οι

ελαστικότητες των εξαγωγών και των εισαγωγών αντίστοιχα, ενώ στην τρίτη και στην πέμπτη στήλη καταγράφονται τα αντίστοιχα επίπεδα σημαντικότητας.

Σε ό,τι αφορά στις εξαγωγές και στις εισαγωγές της Γαλλίας, αυτές επηρεάζονται αρνητικά από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD, οι εξαγωγές μάλιστα περισσότερο από τις εισαγωγές, με συντελεστή εξαγωγών -0,470 και εισαγωγών -0,078. Ωστόσο, ο συντελεστής των εισαγωγών δεν είναι στατιστικά σημαντικός με απόλυτη τιμή t-statistic 0,431, ενώ αντίθετα ο συντελεστής των εξαγωγών είναι σημαντικός με t-statistic 2,224.

Η Ολλανδία φαίνεται να επηρεάζεται θετικά από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας, τόσο ως προς τις εξαγωγές της όσο και ως προς τις εισαγωγές της. Μάλιστα, οι δύο συντελεστές είναι ιδιαίτερα σημαντικοί για το μοντέλο με t-statistic 2,379 και 4,311 αντίστοιχα.

Αντίθετα, η Γερμανία δε φαίνεται να επηρεάζεται ιδιαίτερα από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD, αλλά ούτε και οι συντελεστές εξαγωγών και εισαγωγών της χώρας είναι στατιστικά σημαντικοί, με απόλυτες τιμές t-statistic 0,454 και 0,719 αντίστοιχα.

Το ίδιο ισχύει και για την Ιταλία, της οποίας ωστόσο οι εισαγωγές επηρεάζονται θετικά, σε αντίθεση με τις εξαγωγές της, από τις αυξομειώσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Οι εξαγωγές και οι εισαγωγές της Ιρλανδίας μεταβάλλονται αρνητικά σε σχέση με τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ωστόσο, με απόλυτες τιμές t-statistic 1,244 και 0,819, οι αντίστοιχοι συντελεστές δεν είναι στατιστικά σημαντικοί και επομένως όχι απαραίτητοι για το μοντέλο.

Σε ό,τι αφορά στις εξαγωγές της Ελλάδας, αυτές επηρεάζονται αρνητικά από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενώ οι εισαγωγές της αντίθετα, επηρεάζονται θετικά. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται δημιουργία ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, καθώς όταν αυξάνεται η συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD κατά μία μονάδα, αυξάνεται η εκτιμώμενη μέση τιμή των εισαγωγών της χώρας κατά 1,777 μονάδες, ενώ η εκτιμώμενη μέση τιμή των εξαγωγών μειώνεται κατά 0,153 μονάδες. Ωστόσο, ο συντελεστής των εξαγωγών, με t-statistic -0,296, δεν κρίνεται αξιόπιστος, σε αντίθεση με το συντελεστή των εισαγωγών, ο οποίος είναι στατιστικά σημαντικός και επομένως, με t-statistic 2,297.

Επίσης, σημαντικό έλλειμμα στο εμπορικό της ισοζύγιο φαίνεται να εμφανίζει η Πορτογαλία, καθώς σε μία άνοδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά μία μονάδα, οι εξαγωγές της μειώνονται κατά -1,097, ενώ οι εισαγωγές της αυξάνονται κατά 0,728. Ο συντελεστής των εξαγωγών είναι στατιστικά σημαντικός, με t-statistic -2,165, ενώ ο συντελεστής των εισαγωγών δεν είναι στατιστικά σημαντικός, με t-statistic 1,542.

Παρόμοια συμπεριφορά έχει και η Ισπανία σε μία άνοδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD, καθώς οι εισαγωγές της αυξάνονται σημαντικά σε σχέση με τις εισαγωγές της, οι οποίες εμφανίζουν μία μικρή μόνο άνοδο. Μάλιστα, ο συντελεστής των εισαγωγών είναι στατιστικά πολύ σημαντικός, με t-statistic 6,427, ενώ ο συντελεστής των εισαγωγών δεν προκύπτει στατιστικά σημαντικός, με t-statistic 1,730.

Ο συντελεστής εισαγωγών της Φιλανδίας είναι στατιστικά σημαντικός, αφού η απόλυτη τιμή του t-statistic ισούται με 2,122. Επίσης, φανερώνει πως οι εισαγωγές της επηρεάζονται αρνητικά από τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας, καθώς ο

συντελεστής ισούται με  $-0,808$ . Αντίθετα, ο συντελεστής των εξαγωγών της Φιλανδίας φανερώνει πως οι εξαγωγές μεταβάλλονται θετικά από της μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας, όμως ο συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός και επομένως, δεν είναι απαραίτητος για το μοντέλο, καθώς το t-statistic ισούται με  $1,338$ .

Οι εισαγωγές του Βελγίου επηρεάζονται θετικά από μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD και μάλιστα, ο συντελεστής των εισαγωγών, ο οποίος ισούται με  $0,912$ , είναι στατιστικά πολύ σημαντικός, αφού το t-statistic του συντελεστή είναι  $5,255$ . Ο συντελεστής των εξαγωγών, ο οποίος ισούται με  $-0,464$ , φανερώνει πως οι εξαγωγές επηρεάζονται αρνητικά από μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ωστόσο, ο συντελεστής αυτός είναι στατιστικά μη σημαντικός, αφού το t-statistic ισούται με  $-1,895$ .

Τόσο οι εξαγωγές όσο και οι εισαγωγές της Αυστρίας, φαίνεται να επηρεάζονται αρνητικά από μία αύξηση στη συναλλαγματική ισοτιμία, καθώς ο συντελεστής των εξαγωγών ισούται με  $0,649$ , ενώ ο συντελεστής των εισαγωγών ισούται με  $0,472$ . Ωστόσο, στατιστικά σημαντικός και επομένως, απαραίτητο για το μοντέλο προκύπτει ότι είναι μόνο ο συντελεστής των εξαγωγών, με t-statistic  $-2,033$ .

Οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD επιδρούν αντιστρόφως ανάλογα, τόσο στις εξαγωγές όσο και στις εισαγωγές της Μάλτας. Η μεγαλύτερη ωστόσο μεταβολή, πραγματοποιείται στις εισαγωγές, των οποίων η εκτιμώμενη μέση τιμή μειώνεται κατά  $3,714$  σε κάθε αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά μία μονάδα. Η αντίστοιχη μείωση των εξαγωγών είναι  $1,491$ . Και οι δύο συντελεστές είναι στατιστικά σημαντικοί, καθώς τα t-statistic υπερβαίνουν κατ' απόλυτη τιμή το  $2$ , και μάλιστα σε σημαντικό βαθμό. Οι συντελεστές των εξαγωγών και των εισαγωγών δεν



είναι απαραίτητοι για το μοντέλο, καθώς είναι στατιστικά μη σημαντικοί, αφού το t-statistic για τις εξαγωγές είναι -0,747 και το αντίστοιχο των εισαγωγών μόλις -0,071. Ωστόσο, μία άνοδος της συναλλαγματικής ισοτιμίας φαίνεται να επηρεάζει αντιστρόφως ανάλογα τόσο τις εξαγωγές όσο και τις εισαγωγές, τις τελευταίες όμως σε πολύ μικρό βαθμό, με συντελεστή εισαγωγών -0,079.

Στατιστικά μη σημαντικοί φαίνεται να είναι και οι συντελεστές εξαγωγών και εισαγωγών τις Σλοβακίας, με αντίστοιχα t-statistic 0,372 και 1,565. Μία αύξηση στη συναλλαγματική ισοτιμία συνεπάγεται αύξηση των εισαγωγών και εξαγωγών της χώρας, καθώς οι συντελεστές είναι θετικοί.

Στατιστικά σημαντικός είναι ο συντελεστής των εισαγωγών για τη Σλοβενία, της οποίας μάλιστα η εκτιμώμενη μέση τιμή των εισαγωγών αυξάνεται κατά 2,918 σε μία αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά μία μονάδα. Ο συντελεστής των εξαγωγών δεν είναι απαραίτητος για το μοντέλο, με t-statistic -1,389. Η εκτιμώμενη μέση τιμή των εξαγωγών μειώνεται κατά -0,578 σε μία άνοδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά μία μονάδα.

Η Κύπρος φαίνεται να παρουσιάζει έλλειμμα όταν η συναλλαγματική ισοτιμία αυξάνει, καθώς αύξηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά μία μονάδα συνεπάγεται μείωση των εξαγωγών κατά 1,840 μονάδες και αύξηση των εισαγωγών κατά 1,444 μονάδες. Ωστόσο, στατιστικά σημαντικός είναι μόνο ο συντελεστής των εισαγωγών, με t-statistic 3,221.

Έπειτα, με τη μέθοδο Fama-MacBeth εκτιμήθηκαν οι ελαστικότητες των εισαγωγών και των εξαγωγών ως προς τη συναλλαγματική ισοτιμία ολόκληρης της Ευρωζώνης, αλλά και των χωρών με τα σημαντικότερα δημοσιονομικά προβλήματα.

Η μέθοδος εκτίμησης των Fama-MacBeth (1973) περιλαμβάνει δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο, σε κάθε χρονική στιγμή πραγματοποιείται παλινδρόμηση με διαστρωματικά δεδομένα, ενώ κατά το δεύτερο στάδιο, υπολογίζονται οι τελικές εκτιμήσεις των συντελεστών, οι οποίες προκύπτουν από τις μέσες τιμές των εκτιμημένων συντελεστών του πρώτου σταδίου.

Τα αποτελέσματα αυτής της μεθόδου για την Ευρωζώνη παρουσιάζονται στον πίνακα 2, ενώ στον πίνακα 3 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μεθόδου για τις τέσσερις χώρες με τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά προβλήματα, Πορτογαλία, Ιταλία, Ελλάδα και Ισπανία.

*Πίνακας 2: η εκτίμηση των ελαστικοτήτων ολόκληρης της Ευρωζώνης.*

	<b>Ελαστικότητα Εξαγωγών</b>	<b>t- statistic</b>	<b>Ελαστικότητα Εισαγωγών</b>	<b>t- statistic</b>
<b>Ευρωζώνη</b>	-0,353	-1,99	0,372	1,01

Στον πίνακα 2 εμφανίζονται τα αποτελέσματα σχετικά με τις εξαγωγές και τις εισαγωγές για όλες τις χώρες της Ευρωζώνης. Οι συντελεστές τόσο των εξαγωγών όσο και των εισαγωγών δεν είναι στατιστικά σημαντικοί με t-statistic -1,99 και 1,01 αντίστοιχα. Οι μεταβολές των εισαγωγών και εξαγωγών είναι σχεδόν ισόποσες, καθώς μεταβάλλεται η συναλλαγματική ισοτιμία. Μάλιστα, μία άνοδος της συναλλαγματικής

ισοτιμίας συνεπάγεται αύξηση των εισαγωγών και αντίστοιχη μείωση των εξαγωγών, όπως άλλωστε θα ήταν αναμενόμενο.

*Πίνακας 3: η εκτίμηση των ελαστικότητων της Πορτογαλίας, της Ιταλίας, της Ελλάδας και της Ισπανίας.*

<b>Χώρες</b>	<b>Ελαστικότητα Εξαγωγών</b>	<b>t- statistic</b>	<b>Ελαστικότητα Εισαγωγών</b>	<b>t- statistic</b>
<b>PIGS</b>	-0,263	-0,84	1,151	2,98

Τέλος, οι χώρες οι οποίες παρουσιάζουν σημαντικά δημοσιονομικά προβλήματα (όπως φάνηκε και στον πίνακα 1), Πορτογαλία, Ιταλία, Ελλάδα και Ισπανία, η ελαστικότητα των εισαγωγών είναι θετική και σημαντικά μεγαλύτερη κατ' απόλυτη τιμή από την ελαστικότητα των εξαγωγών η οποία είναι μόλις -0,263, ενώ η πρώτη ισούται με 1,151. Το γεγονός αυτό αποδεικνύει την ύπαρξη του έντονου δημοσιονομικού προβλήματος, καθώς μία άνοδος της συναλλαγματικής ισοτιμίας συνεπάγεται αύξηση της εκτιμώμενης μέσης τιμής της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά 1,151 και μείωση της εκτιμώμενης μέσης τιμής των εξαγωγών κατά 0,263. Επιπλέον, ο συντελεστής των εισαγωγών είναι απαραίτητος για το μοντέλο, καθώς είναι στατιστικά σημαντικός, με t-statistic 2,98, σε αντίθεση με το συντελεστή των εξαγωγών, ο οποίος δεν είναι στατιστικά σημαντικός, καθώς το t-statistic ισούται με -0,84.

### 3.3 Συμπεράσματα της έρευνας

Από την παραπάνω έρευνα μπορεί κανείς να παρατηρήσει πως οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν επηρεάζουν πάντα με τον ίδιο τρόπο τις εισαγωγές και εξαγωγές των διαφόρων χωρών. Μάλιστα, ορισμένες φορές δεν επηρεάζονται καθόλου, όπως συμβαίνει στην περίπτωση της Γερμανίας.

Συνηθέστερο είναι το φαινόμενο της δημιουργίας ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου, όπως ήταν και αναμενόμενο, καθώς οι εξαγωγές μειώνονται ενώ οι εισαγωγές αυξάνονται ως αποτέλεσμα της αύξησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ιδιαίτερα στην περίπτωση της Ελλάδας, το φαινόμενο αυτό είναι πολύ έντονο.

Ωστόσο, οι εξαγωγές και οι εισαγωγές όλων των χωρών της Ευρωζώνης συνολικά έχουν αναμενόμενη συμπεριφορά ως προς τις μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το γεγονός αυτό αποδεικνύει την κατά κανόνα αρνητική σχέση μεταξύ συναλλαγματικής ισοτιμίας και εξαγωγών, αλλά και θετικής σχέσης με τις εισαγωγές.

Τέλος, σε ότι αφορά στις χώρες με τα σημαντικά δημοσιονομικά προβλήματα, η έρευνα αποδεικνύει την έντονα θετική σχέση της συναλλαγματικής ισοτιμίας με τις εισαγωγές και την αρνητική, αλλά χαλαρή σχέση που συνδέει τη συναλλαγματική ισοτιμία με τις εξαγωγές, γεγονός που δημιουργεί σημαντικά εμπορικά ελλείμματα στις χώρες αυτές.

Δεδομένης της ύπαρξης αλληλοσυσχέτισης συναλλαγματικής ισοτιμίας και αποδόσεων εξωτερικού εμπορίου, η οποία διερευνάται στην παρούσα εργασία, καθώς και αλληλεπίδρασης μεταξύ ελλείμματος εμπορικού ισοζυγίου και δημοσιονομικού ελλείμματος (ζήτημα “Δίδυμων Ελλειμμάτων”), η οποία αποδεικνύεται από διεθνείς

μελέτες για συγκεκριμένες κατηγορίες χωρών-οικονομιών, θα ήταν ενδιαφέρουσα επίσης, η εξέταση πιθανής αλληλεπίδρασης των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών με τα δημοσιονομικό έλλειμμα.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Andrew Abel, Ben Bernanke, 2002, *Μακροοικονομική, Τόμος Β'*, Κριτική, Αθήνα.
- Andrew K. Rose, 1991, "The role of exchange rates in a popular model of international trade", *Journal of International Economics*, τόμος 30, 301-316.
- Blaug Mark, 1992, *The Methodology of Economics*, Cambridge University Press.
- Chowdhury Abdur R., 1995, "Does Exchange Rate volatility depress trade flows?", *Harvard University*, τόμος 75, τεύχος 3, 569-576.
- Clark Peter Barton, 2004, *A new look at exchange rate volatility and trade flows*, International monetary fund.
- Γιάννη Μ. Παλαιολόγου και Σπύρου Ε. Γεωργαντέλη, "*ΣΠΟΥΔΑΙ*", Τόμος 41, Τεύχος 1<sup>ο</sup>, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Ernesto J. López-Córdova και Christopher M. Meissner, 2003, "Exchange rate regimes and international trade: evidence from the Classical Gold Standard Era", *The American Economic Review*, τόμος 93, τεύχος 1, 344-353.
- *European Commission*, 2007, "U.S. Barriers to Trade and Investment Report for 2006".
- Fama, E.F. and MacBeth, J.D, 1973, "Risk, Return and equilibrium: empirical tests", *The Journal of Political Economy*, τόμος 81, 607-636.
- Gregory N. Mankiw, 2002, *Μακροοικονομική θεωρία*, εκδόσεις Gutenberg, Αθήνα.
- Ευστράτιος Β. Αλμπάνης, 2003, *Παγκοσμιοποίηση*, εκδόσεις LIBRO, Αθήνα.

- Ηλίας Καραντώνης, 2005, *Διεθνείς οικονομικές σχέσεις, Τόμος Β*, εκδόσεις Αδελφών Κυριακίδη α.ε., Θεσσαλονίκη.
- Jonathan Eaton, Samuel Kortum, 2002, “*Technology, Geography and Trade*”, *Econometrica*, τόμος 70, τεύχος 5, 1741-1779.
- Karadeloglou Pavlos, 1997, “*Exchange rate policy in Europe*”, Macmillan Press.
- Kent D. Miller και Jeffrey J. Reuer, “Asymmetric Corporate Exposures to Foreign Exchange Rate Changes”, 1998, *Strategic Management Journal*, τόμος 19, τεύχος 12, 1183-1191.
- Mark Smith, “Impact of the exchange rate on export volumes”, *Reserve Bank of New Zealand*, τόμος 67, τεύχος 1.
- Philip R. Lanea και Gian Maria Milesi-Ferretti, 2002, “External wealth, the trade balance, and the real exchange rate”, *European Economic Review*, τόμος 46, 1049-1071.
- Πουρναράκης Ε. Δ., 2004, *Διεθνής Οικονομική, μία εισαγωγική προσέγγιση*, 3<sup>η</sup> έκδοση, Αθήνα.
- Robert A. Blecker, 2001, «Financial globalization, exchange rates, and international trade», *Political Economy Research Institute (PERI)*.
- Sapir Andre, 1994, *The impact of exchange rate fluctuations on EU trade*, Centre of Economic Policy Research.
- Stephen Woolcock, John Romalis, 2003, “*Identifying the Relationship Between Trade and Exchange Rate Volatility*”, Chicago GSB.
- Stephen Woolcock, 1982, “US-European Trade Relations”, *International Affairs*, τόμος 58, τεύχος 4, 610-624.

- Winnie Wing-Yin Choi, 2005, “Real Exchange Rates, International Trade and Macroeconomic Fundamentals”, *Department of Economics, Stanford University*.



