

## Θέματα Διεθνούς Οικονομίας

Μεταβολές στην Καθαρή Επενδυτική Θέση μιας Χώρας: Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών, Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών, Μεταβολές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και Επιπτώσεις

Παναγιώτης Θ. Κωνσταντίνου\*

\*Γρ. 5 (6ος Όροφος, Δερισγύ 12), pkonstantinou@aueb.gr

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Μάιος 2014

## Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Εξωτερικός Πλούτος

- Σταθερές, Κυμαινόμενες,... ✓
- Καθεστώτα συναλαγμ. ισοτιμιών και τα αποτελέσματά τους. ✓
- Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών...
- Καθαρή Επενδυτική Θέση...

## Το Ισοζύγιο Πληρωμών

Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (Current Account)

- $TB = EX - IM$ , όπου  $EX$  εξαγωγές αγαθών και  $IM$  εισαγωγές αγαθών.
- $NFIA = EX_{FS} - IM_{FS}$ , όπου  $EX_{FS}$  εισόδημα από την αλλοδαπή για υπηρεσίες, και  $IM_{FS}$  εισόδημα προς την αλλοδαπή για υπηρεσίες.
- $NUT = UT_+ - UT_-$ , καθαρές διεθνείς μονομερείς μεταβιβάσεις: Οι μεταβιβάσεις αυτές περιλαμβάνουν δώρα από κατοίκους ξένων χωρών και είναι αρνητική εγγραφή για την χώρα παροχής, και θετική για την χώρα υποδοχής. Παραδείγματα των μονομερών μεταβιβάσεων εισοδήματος οι πληρωμές των συντάξεων στους συνταξιούχους πολίτες που ζουν στο εξωτερικό, οι πληρωμές αποκατάστασης, η εξωτερική βοήθεια, όπως ταμεία αρωγής που δωρίζονται σε χώρες με ξηρασία.
- Ορίζουμε ως  $C\mathcal{A} = TB + NFIA + NUT$ .

## Το Ισοζύγιο Πληρωμών – Ι

Συναλλαγές Περιουσιακών Στοιχείων: Το Ισοζύγιο Χρημ/κών Συναλλαγών (Financial Account)

- Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών καταγράφει τις συναλλαγές μεταξύ κατοίκων και μη-κατοίκων μιας χώρας, που αφορούν χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία.
- Ο ορισμός αυτός καλύπτει όλα τα είδη των στοιχείων του ενεργητικού: ακινήτων περιουσιακών στοιχείων (γη ή κτήρια), και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, όπως το χρέος (ομόλογα, δάνεια) ή τίτλους, που εκδίδονται από οποιοδήποτε φορέα (ιδιωτικό ή δημόσιο).

## Το Ισοζύγιο Πληρωμών – II

Συναλλαγές Περιουσιακών Στοιχείων: Το Ισοζύγιο Χρημ/κών Συναλλαγών (Financial Account)

- Αφαιρώντας τις εισαγωγές των περιουσιακών στοιχείων ((A)) από τις εξαγωγές περιουσιακών στοιχείων ((L)) λαμβάνουμε το καθαρό συνολικό ισοζύγιο της χώρας για τις συναλλαγές περιουσιακών στοιχείων. Αυτό είναι απλά το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών,  $FA = EX_A - IM_A$ .
- το ισοζύγιο αυτό μετρά πως η χώρα συσσωρεύει ή αποσυσσωρεύει περιουσιακά στοιχεία μέσω διεθνών συναλλαγών.

## Το Ισοζύγιο Πληρωμών

Ισοζύγιο Μεταβιβάσεων Κεφαλαίου (Capital Account)

- Το ισοζύγιο κεφαλαίου (ΚΑ) καλύπτει δύο άλλες περιοχές κινήσεων των περιουσιακών στοιχείων, ήσσονος ποσοτικής σημασίας.
- Το πρώτο είναι η απόκτηση και η διάθεση των μη-χρηματοοικονομικών, μη-παραγόμενων περιουσιακών στοιχείων (π.χ., διπλώματα ευρεσιτεχνίας, τα πνευματικά δικαιώματα, εμπορικά σήματα, δικαιόχρηση, κ.λπ.).
- Το δεύτερο σημαντικό στοιχείο του ισοζυγίου κεφαλαίου είναι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις (δηλαδή, δώρα περιουσιακών στοιχείων), ένα παράδειγμα των οποίων είναι η συγχώρεση των χρεών.
- Εάν συμβολίσουμε με  $KA_{IN}$  τις κεφαλαιακές μεταβιβάσεις που έλαβε μια χώρα και με  $KA_{OUT}$  τις κεφαλαιακές μεταβιβάσεις που έκανε μια χώρα, το ισοζύγιο θα είναι απλά:  $KA = KA_{IN} - KA_{OUT}$ .

## Ταυτότητα Ισοζυγίου Πληρωμών

- Από την άποψη της ημεδαπής, ένα ξένο περιουσιακό στοιχείο είναι μια αξίωση/απαότηση σε μια ξένη χώρα. Όταν μια εγχώρια οντότητα κατέχει ένα τέτοιο περιουσιακό στοιχείο, αυτό ονομάζεται εξωτερικό περιουσιακό στοιχείο της χώρας (ημεδαπής).
- Όταν μια ξένη οντότητα κατέχει ένα τέτοιο περιουσιακό στοιχείο, αυτό ονομάζεται εξωτερική υποχρέωση της χώρας (ημεδαπής), επειδή αντιπροσωπεύει μια υποχρέωση της χώρας (ημεδαπής) προς τον υπόλοιπο κόσμο.
- Η βασική ταυτότητα του ισοζυγίου πληρωμών είναι:

$$CA + KA + FA = 0$$

## Καθαρός Εξωτερικός Πλούτος – I

- Το επίπεδο του (καθαρού) εξωτερικού πλούτου μιας χώρας ( $NFA$ ) ισούται με

$$\underbrace{\text{Εξωτερικός Πλούτος}}_{NFA} = \underbrace{\text{Ξένα περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν στην ημεδαπή}}_A - \underbrace{\text{Εγχώρια περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν στον υπολ. κόσμο}}_L$$

- Το επίπεδο εξωτερικού πλούτου μιας χώρας ονομάζεται επίσης και (καθαρή) *διεθνής επενδυτική θέση* της ή τα καθαρά περιουσιακά της στοιχεία (net foreign assets). Πρόκειται για μεταβλητή *αποθέματος*, όχι *ροής*.

## Καθαρός Εξωτερικός Πλούτος – II

- Εάν  $NFA > 0$ , η ημεδαπή είναι χώρα καθαρός πιστωτής: τα εξωτερικά περιουσιακά στοιχεία υπερβαίνουν υποχρεώσεις έναντι του εξωτερικού.
- Αντίστοιχα, εάν  $NFA < 0$ , η ημεδαπή είναι χώρα καθαρός οφειλέτης: οι εξωτερικές υποχρεώσεις υπερβαίνουν τα εξωτερικά περιουσιακά στοιχεία.

## Μεταβολές Διεθ. Επενδυτικής Θέσης – I

- Υπάρχουν δύο λόγοι για τους οποίους το επίπεδο εξωτερικού πλούτου μιας χώρας μεταβάλλεται διαχρονικά:
  - 1 **Χρηματοοικονομικές ροές (Financial flows)**: Ως αποτέλεσμα των συναλλαγών των περιουσιακών στοιχείων, η χώρα μπορεί να αυξήσει ή να μειώσει τα εξωτερικές στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού της. Καθαρές εξαγωγές εγχώριων περιουσιακών στοιχείων, προκαλεί μια ίση αύξηση στο επίπεδο των εξωτερικών υποχρεώσεων, και ως εκ τούτου μια αντίστοιχη μείωση του εξωτερικού πλούτου.
  - 2 **Αποτελέσματα αποτίμησης (Valuation effects)**: Η αξία των υφιστάμενων ξένων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, μπορεί να μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου, λόγω κεφαλαιακών κερδών ή ζημιών. Στην περίπτωση του εξωτερικού πλούτου, αυτή η αλλαγή στην αξία θα μπορούσε να οφείλεται σε επιδράσεις των τιμών ή σε αποτελέσματα της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

## Μεταβολές Διεθ. Επενδυτικής Θέσης – II

- Προσθέτοντας αυτές τις δύο επιδράσεις, η αλλαγή στον εξωτερικό πλούτο θα είναι:

$$\underbrace{\text{Μεταβολή στον εξωτερικό πλούτο}}_{\Delta(NFA)} = - \underbrace{\text{Ισοζ. Χρ/κών Συναλλαγών}}_{FA} + \underbrace{\text{Καθαρά κεφαλ. κέρδη επί του εξωτ. πλούτου}}_{\text{Αποτελέσματα Αποτίμησης}}$$

- Δεδομένου ότι  $-FA = CA + KA$ , αντικαθιστώντας λαμβάνουμε:

$$\underbrace{\text{Μεταβολή στον εξωτερικό πλούτο}}_{\Delta(NFA)} = \underbrace{\text{Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών}}_{CA} + \underbrace{\text{Ισοζύγιο Κεφαλαίου}}_{KA} + \underbrace{\text{Καθαρά κεφαλαιακά κέρδη επί του εξωτερικού πλούτου}}_{\text{Αποτελέσματα Αποτίμησης}}$$

## Εξωτερικός και Συνολικός Πλούτος – I

Αθροίζοντας τα κομμάτια

- Συνολικός πλούτος μιας χώρας είναι το άθροισμα του αποθέματος κεφαλαίου της ( $K$  = όλα τα μη χρηματοοικονομικά περιουσιακών στοιχεία στην εγχώρια οικονομία), συν τα ποσά που οφείλονται στην εγχώρια οικονομία από αλλοδαπούς ( $A$ ) μείον τα ποσά που οφείλονται από εγχώριους φορείς σε αλλοδαπούς ( $L$ ):

$$\underbrace{\text{Συνολικός Πλούτος}}_W = \underbrace{K}_{\text{εγχώρια μη-χρημ/κά περιουσιακά στοιχεία}} + \underbrace{(A - L)}_{\text{εξωτερικός πλούτος}}$$

## Εξωτερικός και Συνολικός Πλούτος – II

Αθροίζοντας τα κομμάτια

- Επομένως, μεταβολές στην αξία του συνολικού πλούτου θα δίνονται από:

$$\underbrace{\text{Μεταβολή στο συνολικό πλούτο}}_{\Delta W} = \underbrace{\text{Προσθήκες στο } K + \text{Προσθήκες στο } \mathcal{A} - \mathcal{L}}_{\text{Προσθήκες (αγορές μείον πωλήσεις)}} + \underbrace{\text{κεφαλ. κέρδη στο } K + \text{κεφαλ. κέρδη στο } \mathcal{A} - \mathcal{L}}_{\text{Αποτελέσματα Αποτίμησης (κέρδη μείον ζημιές)}}$$

## Εξωτερικός και Συνολικός Πλούτος – IV

Αθροίζοντας τα κομμάτια

- Χρησιμοποιώντας την ταυτότητα του ισοζυγίου πληρωμών, δηλ.  $C\mathcal{A} + \mathcal{K}\mathcal{A} + \mathcal{F}\mathcal{A} = 0$ , γνωρίζουμε ότι το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών,  $-\mathcal{F}\mathcal{A}$  θα είναι ίσο με  $C\mathcal{A} + \mathcal{K}\mathcal{A}$ , επομένως μπορούμε να γράψουμε:

$$\underbrace{\text{Μεταβολή στο συνολικό πλούτο}}_{\Delta W} = I + C\mathcal{A} + \mathcal{K}\mathcal{A} + \underbrace{\text{κεφαλ. κέρδη στο } K + \text{κεφαλ. κέρδη στο } \mathcal{A} - \mathcal{L}}_{\text{Αποτελέσματα Αποτίμησης (κέρδη μείον ζημιές)}}$$

## Εξωτερικός και Συνολικός Πλούτος – III

Αθροίζοντας τα κομμάτια

- Αυξήσεις του  $K$  είναι οι επενδύσεις,  $I$ . Αυξήσεις του εξωτερικού πλούτου,  $\mathcal{A} - \mathcal{L}$ , είναι ίσες προς τις καθαρές προσθήκες στα εξωτερικά περιουσιακά στοιχεία μείον τις καθαρές προσθήκες στις εξωτερικές υποχρεώσεις

$$\underbrace{\text{Μεταβολή στο συνολικό πλούτο}}_{\Delta W} = \underbrace{I}_{\text{Προσθήκες στο } K} + \underbrace{(-\mathcal{F}\mathcal{A})}_{\text{Προσθήκες στο } \mathcal{A} - \mathcal{L}} + \underbrace{\text{κεφαλ. κέρδη στο } K + \text{κεφαλ. κέρδη στο } \mathcal{A} - \mathcal{L}}_{\text{Αποτελέσματα Αποτίμησης (κέρδη μείον ζημιές)}}$$

## Εξωτερικός και Συνολικός Πλούτος – V

Αθροίζοντας τα κομμάτια

- Η ταυτότητα του ισοζυγίου πληρωμών συνδέει το εξωτερικό εμπόριο περιουσιακών στοιχείων και τις συναλλαγές στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Χρησιμοποιώντας την ταυτότητα για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών,  $S = I + C\mathcal{A}$ , παίρνουμε την εξίσωση

$$\underbrace{\text{Μεταβολή στο συνολικό πλούτο}}_{\Delta W} = S + \mathcal{K}\mathcal{A} + \underbrace{\text{κεφαλ. κέρδη στο } K + \text{κεφαλ. κέρδη στο } \mathcal{A} - \mathcal{L}}_{\text{Αποτελέσματα Αποτίμησης (κέρδη μείον ζημιές)}}$$

- Η παραπάνω σχέση μας δείχνει ότι υπάρχουν τρεις τρόποι για να κερδίσουμε περισσότερο (ή λιγότερο) πλούτο: (i) να αποταμιεύουμε περισσότερο (ή λιγότερο) ( $S$ ), (ii) να λαμβάνουμε (ή να δίνουμε) δώρα περιουσιακών στοιχείων ( $\mathcal{K}\mathcal{A}$ ), ή (iii) να γευτούμε την καλή (κακή) τύχη των υπεραξιών (ζημιών) στο χαρτοφυλάκιο μας.

## Παράδειγμα – Ι

### Ο Εξωτερικός Πλούτος τον ΗΠΑ

Category	Changes in Position during 2009 (\$ billions)						Position, end 2009 (\$ billions)
	Position, end 2008 (\$ billions)	Financial Flows (a)	Of Which Valuation Effects			Total (a + b + c + d)	
			Price Changes (b)	Exchange Rate Changes (c)	Other Changes (d)		
<b>1. External Assets</b>	<b>\$13,117</b>	<b>140</b>	<b>1,066</b>	<b>358</b>	<b>185</b>	<b>1,750</b>	<b>14,867</b>
<i>= U.S.-owned assets abroad, of which:</i>							
U.S. official reserve assets	294	52	57	1	0	110	404
U.S. government assets, other	624	-541	—	0	0	-541	83
U.S. private assets	12,200	630	1,009	357	185	2,181	14,380

## Παράδειγμα – ΙΙ

### Ο Εξωτερικός Πλούτος τον ΗΠΑ

Category	Changes in Position during 2009 (\$ billions)						Position, end 2009 (\$ billions)
	Position, end 2008 (\$ billions)	Financial Flows (a)	Of Which Valuation Effects			Total (a + b + c + d)	
			Price Changes (b)	Exchange Rate Changes (c)	Other Changes (d)		
<b>2. External Liabilities</b>	<b>16,771</b>	<b>306</b>	<b>534</b>	<b>81</b>	<b>32</b>	<b>962</b>	<b>17,733</b>
<i>= Foreign-owned assets in the United States, of which:</i>							
Foreign official assets in the United States	3,940	450	-14	0	-3	434	4,374
Other foreign assets	12,831	-144	557	81	35	528	13,359

## Παράδειγμα – ΙΙΙ

### Ο Εξωτερικός Πλούτος τον ΗΠΑ

Category	Changes in Position during 2009 (\$ billions)						Position, end 2009 (\$ billions)
	Position, end 2008 (\$ billions)	Financial Flows (a)	Of Which Valuation Effects			Total (a + b + c + d)	
			Price Changes (b)	Exchange Rate Changes (c)	Other Changes (d)		
<b>3. External Wealth</b>							
<i>= (i) minus (ii)</i>	-3,654	-165	523	277	153	788	-2,866
<i>= Net international investment position of the United States</i>							
<b>Symbol</b>	<i>W</i> (end 2008)	<i>-FA</i>	Capital gains				<i>W</i> (end 2009)

## Παράδειγμα – ΙV

### Ο Εξωτερικός Πλούτος τον ΗΠΑ

- Στην περίπτωση των ΗΠΑ, για τις τελευταίες τρεις δεκαετίες, ο **λογαριασμός χρηματοπιστωτικών συναλλαγών** ήταν σχεδόν πάντα σε πλεόνασμα, αντανακλώντας την καθαρή εξαγωγή περιουσιακών στοιχείων προς τον υπόλοιπο κόσμο να πληρώσει για **χρόνια ελλείμματα** στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.
- Αν δεν υπήρχε η επίδραση των αποτελεσμάτων αποτίμησης, η μεταβολή στον εξωτερικό πλούτο μεταξύ δύο ημερομηνιών θα ήταν ίση με τις σωρευτικές καθαρές εισαγωγές των περιουσιακών στοιχείων (το αρνητικό του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών) κατά την ενδιάμεση περίοδο.

## Παράδειγμα – V

### Ο Εξωτερικός Πλούτος των ΗΠΑ

- Όμως, τα αποτελέσματα αποτίμησης (κεφαλαιακά κέρδη και ζημιές) μπορεί να δημιουργήσουν μια σημαντική διαφορά στον εξωτερικό πλούτο. Από το 1988 έως το 2009 οι επιδράσεις αυτές μείωσαν το καθαρό εξωτερικό χρέος των ΗΠΑ το 2009 κατά περισσότερο από το μισό από ότι θα υπολογίζαμε βασιζόμενοι μόνο στις ροές χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων.

## Καθαρή Επενδυτική Θέση – I

### Τι μας δείχνει

- Τα δεδομένα για την (καθαρή) επενδυτική θέση μιας χώρας μας δείχνουν την καθαρή πιστωτική ή χρεωστική θέση της χώρας σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο.
- Περιλαμβάνουν στοιχεία για τις απαιτήσεις έναντι του εξωτερικού (ξένων περιουσιακών στοιχείων για την ημεδαπή) και υποχρεώσεις έναντι του εξωτερικού (εγχώρια περιουσιακά στοιχεία σε χέρια ξένων). Μια χώρα πιστωτής έχει θετική επενδυτική θέση (πλούτο), μια χώρα οφειλέτης έχει αρνητική επενδυτική θέση.
- Οι χώρες με πλεόνασμα (έλλειμμα) τρεχουσών συναλλαγών θα πρέπει να είναι καθαροί αγοραστές (πωλητές) περιουσιακών στοιχείων.
- Έχουμε  $NFA \uparrow$ ,  $\Leftarrow$  καθαρή εισαγωγή περιουσιακών στοιχείων αντίθετα  $NFA \downarrow$ ,  $\Leftarrow$  καθαρή εξαγωγή περιουσιακών στοιχείων.

## Καθαρή Επενδυτική Θέση – II

### Τι μας δείχνει

- Επιπλέον, οι χώρες μπορούν να βιώσουν κεφαλαιακά κέρδη/ζημιές στα ξένα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις τους, οι οποίες προκαλούν μεταβολές στον εξωτερικό πλούτο τους.
- Όλες αυτές οι αλλαγές συνοψίζονται στη δήλωση της καθαρής διεθνούς επενδυτικής θέσης της χώρας.