

Θέματα Διεθνούς Οικονομίας

Πώς Σταθεροποιείται μια Ισοτιμία, Νομισματικές Κρίσεις

- 1 Πώς Σταθεροποιείται μια Ισοτιμία;
- 2 Νομισματικές Κρίσεις

Πώς Σταθεροποιείται μια Ισοτιμία

Εισαγωγικά

- Σε καθεστώς κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, πολλές **κεντρικές τράπεζες** επεμβαίνουν για να επηρεάσουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.
 - Πολλές χώρες ανήκουν σε **περιφερειακές νομισματικές ρυθμίσεις** (Δανία).
 - Πολλές αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες αγορές **προσδέχονται την ισοτιμία τους στο δολάριο** (Κίνα).

Πώς Σταθεροποιείται μια Ισοτιμία;

Η Δανία και το Ευρώ

- Η Δανία συμμετέχει στον **Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (EMS II)** με **κεντρική ισοτιμία** *Dkr* 746.038 ανά €100
- **και στενό περιθώριο διακύμανσης:** +/- 2.25% (η κορώνα μπορεί να κυμαίνεται μεταξύ *Dkr* 762.824 ανά €100 και *Dkr* 729.252 ανά €100).
- Η **Danmarks Nationalbank (Εθνική/Κεντρική Τράπεζα της Δανίας)** σταθεροποιεί την κορώνα με αγορά/πώληση ξένου συναλλάγματος.
- **Όταν πωλεί (αγοράζει) τα αποθεματικά της σε ξένο νόμισμα και αγοράζει (πωλεί) κορώνες, μειώνει (αυξάνει) την προσφορά χρήματος κι η κορώνα τείνει να ενισχύεται (αποδυναμώνεται).**

Πώς Σταθεροποιείται μια Ισοτιμία; Αγοραπωλησίες Συναλλάγματος

Ενεργητικό		Παθητικό	
Ξένα Περιουσιακά Στοιχεία:	100	Καταθέσεις σε Ιδιωτικές Τράπεζες:	200
Εγχώρια Περιουσιακά Στοιχεία:	500	Νόμισμα σε Κυκλοφορία:	400

- Κεντρική Τράπεζα πωλεί 10 μονάδες ξένα περιουσιακά στοιχεία (τα επίσημα αποθεματικά) στην αγορά συναλλάγματος και ο αγοραστής πληρώνει σε νόμισμα.

Ενεργητικό		Παθητικό	
Ξένα Περιουσιακά Στοιχεία:	90	Καταθέσεις σε Ιδιωτικές Τράπεζες	200
Εγχώρια Περιουσιακά Στοιχεία:	500	Νόμισμα σε Κυκλοφορία	390

Πώς Σταθεροποιείται μια Ισοτιμία;

Απώλεια Νομισματικής Ανεξαρτησίας

- Με τέλεια κινητικότητα των κεφαλαίων, η **ακάλυπτη ισοδυναμία επιτοκίων (Uncovered Interest Parity - UIP)**, όπου \mathcal{E}^e η αναμενόμενη μελλοντική ισοτιμία,

$$i_{DK} - i_{\epsilon} = \frac{\mathcal{E}^e - \mathcal{E}}{\mathcal{E}} = \frac{\mathcal{E}^e}{\mathcal{E}} - 1$$

[Η διαφορά στα επιτόκια μεταξύ 2 χωρών θα ισούται με τη σχετική αλλαγή στη συναλλαγματική ισοτιμία.]

- Αν η ΚΤ αποφασίσει να καθορίσει μια $\bar{\mathcal{E}}$ ισοτιμία, τότε:

$$i_{DK} - i_{\epsilon} = 1 - 1 = 0 \text{ ή } i_{DK} = i_{\epsilon}$$

- Η ΚΤ της Δανίας πρέπει να καθορίσει το επιτόκιο της ίσο με της ΕΚΤ.
- Απώλεια έλεγχου νομισματικής πολιτικής: δεν μπορεί να μεταβάλλει ανεξάρτητα το επιτόκιο **σε καθεστώς προσδεσης.**

Πώς Σταθεροποιείται μια Ισοτιμία;

Όταν η Πρόσδεση δεν είναι Αξιόπιστη

- Αν αναμένεται με πιθανότητα 10% μια υποτίμηση 30%, τότε η αναμενόμενη υποτίμηση είναι 3% ($= 0.1 * 0.3 + 0.9 * 0$) και από την **UIP**:

$$i_{DK} - i_{\epsilon} = \frac{\mathcal{E}^e - \mathcal{E}}{\mathcal{E}} = 3\% \text{ ή } i_{DK} = i_{\epsilon} + 3\%$$

- Αν η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία δεν είναι πλήρως αξιόπιστη, το επιτόκιο της χώρας που καθορίζει την ισοτιμία σε επίπεδο $\bar{\mathcal{E}}$ πρέπει να είναι υψηλότερο για να αντισταθμίσει την πιθανή υποτίμηση.
- **Παράδειγμα:** στην αρχή της δεκαετίας του '90 χώρες όπως η Ιταλία ή η Γαλλία έπρεπε να έχουν πολύ υψηλά επιτόκια για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο υποτίμησης.

Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

Κινητικότητα Κεφαλαίου, Σταθερές Ισοτιμίες και Αυτονομία Νομισματικής Πολιτικής

- **Ακάλυπτη ισοδυναμία επιτοκίων UIP** (αρμπιτράζ με μεγάλη κινητικότητα των κεφαλαίων):

$$i_D - i_{\epsilon} = \frac{\mathcal{E}^e - \mathcal{E}}{\mathcal{E}} = 0 \quad \text{ή} \quad i_D = i_{\epsilon}$$

- Ας υποθέσουμε ότι μπαίνουν **περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίων** (φόροι επί κεφαλαιακών εισροών και εκροών): «σπάει» η ισοδυναμία επιτοκίων UIP.
- **Το εγχώριο επιτόκιο μπορεί να είναι χαμηλότερο (με φόρους επί των εκροών κεφαλαίου) ή υψηλότερο (με φόρους επί των εισροών κεφαλαίου) από το ξένο επιτόκιο.**

Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες – Ι

Το Τρίλημμα

- Ας εξετάσουμε τις παρακάτω 3 συνθήκες και τα συμπεράσματα γύρω από τους επιθυμητούς στόχους πολιτικής.

$$\frac{\mathcal{E}^e - \mathcal{E}}{\mathcal{E}} = 0 \quad (1)$$

- **Στόχος 1: Σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία**
- Επιθυμητή για σταθερότητα στο εμπόριο και στις επενδύσεις
- Αντιπροσωπεύεται από μηδενική αναμενόμενη υποτίμηση.

Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες – II

Το Τρίλημμα

$$i_D - i_{\epsilon} = \frac{\mathcal{E}^e - \mathcal{E}}{\mathcal{E}} = 0 \text{ ή } i_D = i_{\epsilon} \quad (2)$$

- **Στόχος 2: Διεθνής κινητικότητα κεφαλαίου**
- Επιθυμητή για την ενοποίηση, την αποτελεσματικότητα, τον επιμερισμό του κινδύνου
- Αντιπροσωπεύεται από την ακάλυπτη ισοτιμία επιτοκίων, που προκύπτει από το arbitrage.

Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες – ΙΙΙ

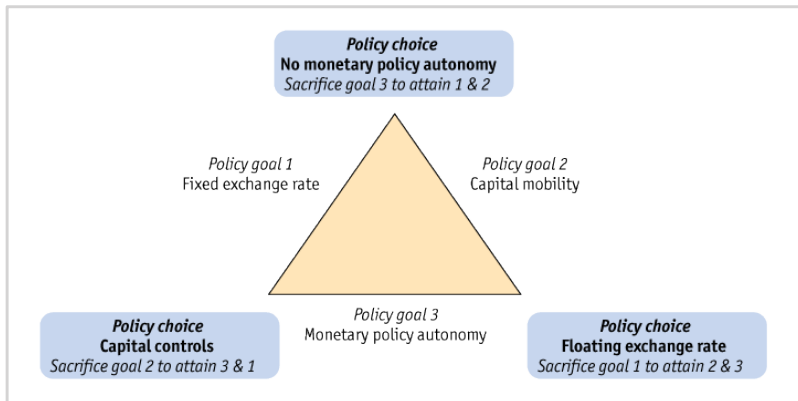
Το Τρίλημμα

$$i_D \neq i_E \quad (3)$$

- **Στόχος 3: Αυτονομία Νομισματικής Πολιτικής**
- Επιθυμητή για τη διαχείριση των οικονομικών κυκλικών διακυμάνσεων της εγχώριας οικονομίας
- Αντιπροσωπεύεται από τη δυνατότητα καθορισμού του εγχώριου επιτοκίου ανεξάρτητα από το ξένο επιτόκιο.

Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες – IV

Το Τρίλημμα



Το Τρίλημμα: Κάθε γωνία του τριγώνου αναπαριστά μια βιώσιμη επιλογή πολιτικής. Οι τίτλοι στις δύο κάτω γωνίες του τριγώνου είναι οι στόχοι που μπορούν να επιτευχθούν, ενώ ο τίτλος στην κορυφή είναι ο στόχος που πρέπει να θυσιαστεί.

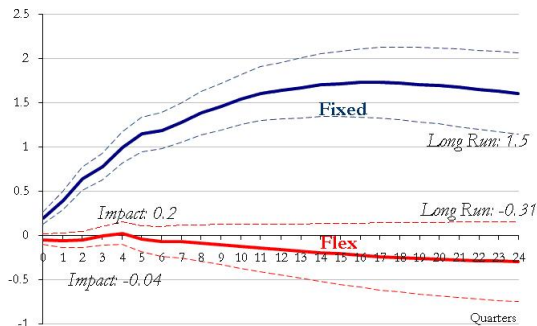
Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες – Ι

Πολιτικές σε Καθεστώς Σταθερών Ισοτιμιών

- Απώλεια της νομισματικής αυτονομίας με κινητικότητα κεφαλαίων.
- *Τι γίνεται με τη δημοσιονομική πολιτική;*
 - Γίνεται πιο αποτελεσματική σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, αν υπάρχει μεγάλη κινητικότητα κεφαλαίων.
 - Αλλά υπάρχει αναγκαιότητα συντονισμού της πολιτικής.
 - Χαλαρή δημοσιονομική πολιτική μπορεί να απειλήσει την πρόσδεση/σταθερότητα της ισοτιμίας και να οδηγήσει σε κερδοσκοπικές επιθέσεις (βλ. νομισματική κρίση και κρίση χρέους).

Σταθερές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες – II

Πολιτικές σε Καθεστώς Σταθερών Ισοτιμιών



Σχήμα: Αθροιστικός Δημοσιονομικός Πολλαπλασιαστής. Πηγή: Iizetzki, Mendoza and Vegh (2013). **The fiscal multiplier is relatively large in economies operating under predetermined exchange rates but is zero in economies operating under flexible exchange rates.**

Νομισματικές Κρίσεις

Εισαγωγικά

- Συχνά θεωρούνται μόνο ως μια μεγάλη υποτίμηση.
- Κερδοσκοπική επίθεση με αιφνίδια απώλεια της εμπιστοσύνης στην δέσμευση της Κεντρικής Τράπεζας να διατηρήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή.
- Η Κεντρική Τράπεζα εξαντλεί τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα: για να υπερασπιστεί τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία, πωλεί τα αποθεματικά της.
- Αλλά δεν είναι όλες οι επιθέσεις επιτυχημένες — **διάκριση μεταξύ μιας νομισματικής πτώσης (currency crash) (μεγάλη υποτίμηση) και μιας νομισματικής κρίσης**, όταν οι αρχές προσπαθούν να υπερασπιστούν την πρόσδεση της συναλλαγματικής ισοτιμίας.
 - Απότομη άνοδος των επιτοκίων
 - Απότομη πτώση των συναλλαγματικών αποθεματικών

Νομισματικές Κρίσεις – Ι

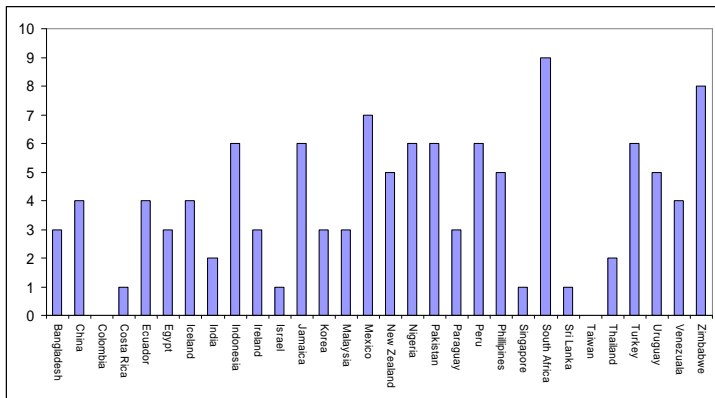
Συμβαίνουν Αρκετά Συχνά

- Τα περισσότερα καθεστώτα «σταθερών» συναλλαγματικών ισοτιμιών τελικά βρίσκονται υπό σοβαρές πιέσεις (και καθεστώτα ευέλικτων συναλλαγματιών μπορεί να υποφέρουν ξαφνική υποτίμηση).
- Οι κρίσεις στο ισοζύγιο πληρωμών ήταν συχνές στο παρελθόν.
 - **1992/1993:** Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα και η επίθεση εναντίον της Βρετανικής Λίρας
 - **1994:** Μεξικό
 - **1997/1999:** Ταϊλάνδη, Νότια Κορέα, Ινδονησία, Βραζιλία, Ρωσία
 - **2000/2001:** Τουρκία, Αργεντινή
 - **2008:** Ισλανδία, Πακιστάν, Ουγγαρία, χώρες της Βαλτικής

Νομισματικές Κρίσεις – II

Συμβαίνουν Αρκετά Συχνά

Number of Currency Crises (1900-2010)



Σχήμα: Ορισμένες χώρες βιώνουν επαναλαμβανόμενες κρίσεις

Νομισματικές Κρίσεις

Οι Κρίσεις Κοστίζουν

- Οι Eichengreen and Rose (2001) εκτιμούν ότι η προσπάθεια να υπερασπιστεί η ΚΤ μια πρόσδεση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και η αποτυχία κοστίζουν περίπου 3 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ.
- Οι Bordo et al. (2001) εκτιμούν ότι οι νομισματικές κρίσεις κατά την περίοδο 1973-1997 κράτησαν περίπου 2 χρόνια και κόστισαν 3,8% του ΑΕΠ (δείγμα 21 χωρών - για μεγαλύτερο δείγμα των 56 χωρών, κατά μέσο όρο κόστος 5,9% του ΑΕΠ).

Άρθρα

- Bordo, M.D., B. Eichengreen, D. Klingebiel, and M.S. Martinez-Peria (2001). "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" *Economic Policy*, April
- Eichengreen, . and A. Rose (2001). "Does It Pay to Defend Against a Speculative Attack?". A revised version appears in *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, edited by Michael Dooley and Jeffrey Frankel.
- Ilzetzi, E., E.G. Mendoza and C.A. Vegh (2013). "How big (small?) are fiscal multipliers?". *Journal of Monetary Economics*, Volume 60, Issue 2, March 2013, Pages 239-254.