

Όσα μάθαμε σ' αυτήν την ενότητα επισημαίνουν τη σημαντική σχέση μεταξύ του ισοζυγίου πληρωμών και της εγχώριας και ξένης προσφοράς χρήματος. *Αν οι κεντρικές τράπεζες δεν προβαίνουν σε αδρανοποιημένες παρεμβάσεις και το εγχώριο ισοζύγιο πληρωμών παρουσιάζει, για παράδειγμα, πλεόνασμα, κάθε αύξηση των ξένων τίτλων στην κεντρική τράπεζα της χώρας συνεπάγεται αύξηση της εγχώριας προσφοράς χρήματος. Ομοίως, κάθε μείωση των απαιτήσεων των ξένων κεντρικών τραπεζών έναντι της χώρας συνεπάγεται μείωση της ξένης προσφοράς χρήματος.*

Η έκταση, ωστόσο, στην οποία θα επηρεαστούν η εγχώρια και η ξένη προσφορά χρήματος από ένα έλλειμμα ή ένα πλεόνασμα του ισοζυγίου πληρωμών είναι στην πράξη εντελώς αβέβαιη. Θα πρέπει, κατ' αρχάς, να γνωρίζουμε πώς κατανέμεται το κόστος της προσαρμογής του ισοζυγίου μεταξύ των κεντρικών τραπεζών, δηλαδή, τι ποσοστό του ανοίγματος του ισοζυγίου πληρωμών χρηματοδοτείται μέσω των εγχώριων επίσημων παρεμβάσεων και τι ποσοστό μέσω των ξένων παρεμβάσεων. Η κατανομή αυτή εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως οι μακροοικονομικοί στόχοι των κεντρικών τραπεζών και οι θεσμικές ρυθμίσεις που καθορίζουν τις παρεμβάσεις (εξετάζονται παρακάτω σ' αυτό το κεφάλαιο). Δεύτερον, οι κεντρικές τράπεζες μπορεί να προβαίνουν σε αδρανοποιημένες παρεμβάσεις για να εξουδετερώσουν τις νομισματικές επιπτώσεις των μεταβολών των διαθεσίμων τους. Τέλος, όπως σημειώσαμε στο Κεφάλαιο 12, κάποιες συναλλαγές της κεντρικής τράπεζας βοηθούν εμμέσως στη χρηματοδότηση του ελλείμματος του ισοζυγίου πληρωμών μιας ξένης χώρας αλλά δεν εμφανίζονται στα δημοσιευόμενα στοιχεία του ισοζυγίου πληρωμών της. Αυτής της μορφής όμως οι συναλλαγές μπορεί, ωστόσο, να επηρεάσουν τις νομισματικές υποχρεώσεις της τράπεζας που τις πραγματοποιεί.

• Πώς η κεντρική τράπεζα καθορίζει τη συναλλαγματική ισοτιμία

Αφού εξετάσαμε πώς οι συναλλαγές της κεντρικής τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος επηρεάζουν την προσφορά χρήματος, μπορούμε τώρα να δούμε πώς η κεντρική τράπεζα καθορίζει τη συναλλαγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος μέσω των συναλλαγματικών παρεμβάσεων.

Για να διατηρήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή, η κεντρική τράπεζα θα πρέπει πάντα να είναι σε θέση να ανταλλάξει νομίσματα στη σταθερή ισοτιμία με ιδιωτικούς φορείς στην αγορά συναλλάγματος. Για παράδειγμα, για να κρατήσει σταθερή την ισοτιμία γεν/δολαρίου στα 120 γεν ανά δολάριο, η Τράπεζα της Ιαπωνίας θα πρέπει να είναι σε θέση να αγοράσει γεν με τα διαθέσιμα της σε δολάρια, σε οποιαδήποτε ποσότητα θα επιθυμούσε η αγορά, στην ισοτιμία των 120 γεν ανά δολάριο. Η τράπεζα θα πρέπει επίσης να έχει τη δυνατότητα να αγοράζει οποιαδήποτε ποσότητα δολαριακών τίτλων που θα επιθυμούσε να πουλήσει η αγορά έναντι γεν στη δεδομένη συναλλαγματική ισοτιμία. Αν η Τράπεζα της Ιαπωνίας δεν απορροφούσε μια υπερβάλλουσα ζήτηση ή προσφορά γεν παρεμβαίνοντας στην αγορά, η συναλλαγματική ισοτιμία θα έπρεπε να μεταβληθεί για να αποκατασταθεί η ισορροπία.

Η κεντρική τράπεζα μπορεί να κρατήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία σταθερή, μόνον αν οι χρηματοπιστωτικές της συναλλαγές εξασφαλίζουν τη διατήρηση της ισορροπίας των αγορών περιουσιακών στοιχείων όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι στο σταθερό της επίπεδο. Η διαδικασία μέσω της οποίας διατηρείται η ισορροπία στην αγορά περιουσιακών στοιχείων παρουσιάζεται στο υπόδειγμα της ταυτόχρονης ισορροπίας των αγορών συναλλάγματος και χρήματος που χρησιμοποιήθηκε σε προηγούμενα κεφάλαια.

ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ

Στην αρχή της ανάλυσής μας, εξετάζουμε πώς μπορεί να διατηρηθεί η ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος όταν η κεντρική τράπεζα κρατά μόνιμως σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία στο επίπεδο E^0 . Η αγορά συναλλάγματος είναι σε ισορροπία όταν ισχύει η συνθήκη ισοτιμίας των επιτοκίων, δηλαδή, όταν το εγχώριο επιτόκιο, R , ισούται με το ξένο επιτόκιο, R^* , συν $(E^c - E)/E$, δηλαδή, τον αναμενόμενο ρυθμό υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος έναντι του ξένου νομίσματος. Όταν, όμως, η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή στο επίπεδο E^0 και οι συμμετέχοντες στην αγορά πιστεύουν ότι θα παραμείνει σταθερή, τότε ο αναμενόμενος ρυθμός υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος είναι μηδέν. Συνεπώς, η συνθήκη ισοτιμίας των επιτοκίων υποδηλώνει ότι το E^0 είναι η παρούσα συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας μόνον αν

$$R = R^*.$$

Επειδή οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάγματος δεν αναμένουν προσδοκούν μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, θα είναι ικανοποιημένοι με τη διαθέσιμη προσφορά εγχώριων και ξένων καταθέσεων μόνον αν οι καταθέσεις αυτές προσφέρουν το ίδιο επιτόκιο.⁵

Για να εξασφαλιστεί η ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος, όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι μόνιμως σταθερή στο επίπεδο E^0 , η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να κρατήσει το R ίσο με το R^* . Επειδή το εγχώριο επιτόκιο προσδιορίζεται από την αλληλεπίδραση της πραγματικής ζήτησης και της πραγματικής προσφοράς χρήματος, θα πρέπει να εξετάσουμε την αγορά χρήματος για να συμπληρώσουμε την ανάλυσή μας για τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία.

5. Ακόμη και όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι επί του παρόντος σταθερή σε κάποιο επίπεδο, οι συμμετέχοντες στην αγορά ενδεχομένως να αναμένουν ότι η κεντρική τράπεζα θα τη μεταβάλλει. Σ' αυτές τις περιπτώσεις, για να είναι η αγορά συναλλάγματος σε ισορροπία, το εγχώριο επιτόκιο θα πρέπει να είναι ίσο με το ξένο επιτόκιο συν τον αναμενόμενο ρυθμό υποτίμησης του εγχώριου νομίσματος (ως συνήθως). Θα εξετάσουμε αυτή την περίπτωση στη συνέχεια αυτού του κεφαλαίου, αλλά προς το παρόν θα υποθέσουμε ότι κανείς δεν αναμένει αλλαγή της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ

Για να διατηρηθεί το εγχώριο επιτόκιο στο επίπεδο R^* , η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος θα πρέπει να διαμορφώσει την προσφορά χρήματος έτσι ώστε το R^* να εξισώσει τη συνολική πραγματική εγχώρια ζήτηση χρήματος με την πραγματική προσφορά χρήματος:

$$M^S/P = L(R^*, Y).$$

Με δεδομένα το P και το Y , η παραπάνω συνθήκη ισορροπίας δείχνει ποιο θα πρέπει να είναι το ύψος της προσφοράς χρήματος, ώστε η μονίμως σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία να είναι συνεπής με την ισορροπία της αγοράς περιουσιακών στοιχείων στο επίπεδο ξένου επιτοκίου R^* .

Όταν η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει για να κρατήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία, θα πρέπει *αυτομάτως* να προσαρμόσει την εγχώρια προσφορά χρήματος έτσι ώστε να διατηρηθεί η ισορροπία της αγοράς χρήματος και το R να ισούται με το R^* . Ας εξετάσουμε ένα παράδειγμα για να δούμε πώς λειτουργεί αυτή η διαδικασία. Υποθέτουμε ότι η κεντρική τράπεζα διατηρεί σταθερή την ισοτιμία E στο επίπεδο E^0 και ότι οι αγορές περιουσιακών στοιχείων είναι αρχικά σε ισορροπία. Ξαφνικά το προϊόν αυξάνεται. Αναγκαία συνθήκη για να διατηρηθεί μονίμως σταθερή η συναλλαγματική ισοτιμία στο επίπεδο E^0 είναι η αποκατάσταση από την κεντρική τράπεζα της παρούσας ισορροπίας των αγορών περιουσιακών στοιχείων σε αυτό το επίπεδο ισοτιμίας, *δεδομένου* ότι το κοινό αναμένει ότι το E^0 θα διατηρηθεί και στο μέλλον. Έτσι καταλήγουμε στην ακόλουθη ερώτηση: Ποια μέτρα νομισματικής πολιτικής διατηρούν σταθερή την παρούσα συναλλαγματική ισοτιμία, δεδομένων των αμετάβλητων προσδοκιών για τη μελλοντική ισοτιμία;

Μια αύξηση του προϊόντος προκαλεί αύξηση της εγχώριας ζήτησης χρήματος, και αυτή η αύξηση της ζήτησης χρήματος φυσιολογικά πιέζει το εγχώριο επιτόκιο προς τα πάνω. Για να αποτραπεί η ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος (δεδομένου ότι το κοινό αναμένει μελλοντική συναλλαγματική ισοτιμία ύψους E^0), η κεντρική τράπεζα πρέπει να παρέμβει στην αγορά συναλλάγματος αγοράζοντας ξένους τίτλους. Αυτή η αγορά ξένων τίτλων εξαλείφει την υπερβάλλουσα ζήτηση εγχώριου νομίσματος, επειδή η κεντρική τράπεζα εκδίδει χρήμα για να χρηματοδοτήσει την αγορά των ξένων τίτλων. Μ' αυτό τον τρόπο, η τράπεζα αυτομάτως αυξάνει την προσφορά χρήματος μέχρι να ισορροπήσει ξανά η αγορά περιουσιακών στοιχείων με το E να ισούται με το E^0 και το R να ισούται με το R^* .

Αν η κεντρική τράπεζα δεν αγόραζε ξένους τίτλους στην περίπτωση αύξησης του προϊόντος, αλλά κρατούσε σταθερή την ποσότητα χρήματος, θα μπορούσε να κρατήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία στο επίπεδο E^0 ; Η απάντηση είναι όχι. Αν η κεντρική τράπεζα δεν ικανοποιούσε την υπερβάλλουσα ζήτηση χρήματος, που προκαλείται από την αύξηση του προϊόντος, το εγχώριο επιτόκιο θα άρχιζε να ανεβαίνει πάνω από το ξένο επιτόκιο R^* για να εξισορροπήσει την εγχώρια αγορά χρήματος. Οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάγματος, αντιλαμβανόμενοι ότι οι καταθέσεις εγ-

χώριον νομίσματος προσέφεραν υψηλότερη απόδοση (δεδομένων των προσδοκιών), θα ανέβαζαν την τιμή του εγχώριου νομίσματος σε σχέση με το ξένο νόμισμα. Χωρίς την παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας, η συναλλαγματική ισοτιμία θα έπεφτε κάτω από το επίπεδο E^0 . Για να αποτρέψει αυτή την ανατίμηση, η τράπεζα θα πρέπει να πουλήσει εγχώριο νόμισμα και να αγοράσει ξένους τίτλους, αυξάνοντας έτσι την προσφορά χρήματος και αποτρέποντας την άνοδο του εγχώριου επιτοκίου πάνω από το R^* λόγω της υπερβάλλουσας ζήτησης χρήματος.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Ο μηχανισμός σταθεροποίησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας που μόλις περιγράψαμε, μπορεί να παρουσιαστεί με τη βοήθεια ενός διαγράμματος. Το Σχήμα 17-1 δείχνει την ταυτόχρονη ισορροπία της αγοράς συναλλάγματος και της εγχώριας αγοράς χρήματος, όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή στο επίπεδο E^0 και αναμένεται να παραμείνει σταθερή στο επίπεδο αυτό και στο μέλλον.

Η αγορά χρήματος αρχικά βρίσκεται σε ισορροπία στο σημείο 1, στο κάτω μέρος του σχήματος. Το διάγραμμα δείχνει ότι για δεδομένο επίπεδο τιμών P και δεδομένο επίπεδο εθνικού εισοδήματος Y^1 , όταν το εγχώριο επιτόκιο ισούται με το ξένο επιτόκιο R^* , η προσφορά χρήματος θα πρέπει να ισούται με M^1 . Στο πάνω μέρος του σχήματος φαίνεται η ισορροπία της αγοράς συναλλάγματος στο σημείο 1'. Αν η αναμενόμενη μελλοντική συναλλαγματική ισοτιμία είναι E^0 , η συνθήκη ισοτιμίας των επιτοκίων ισχύει όταν το R ισούται με το R^* μόνον αν η παρούσα συναλλαγματική ισοτιμία είναι επίσης ίση με το E^0 .

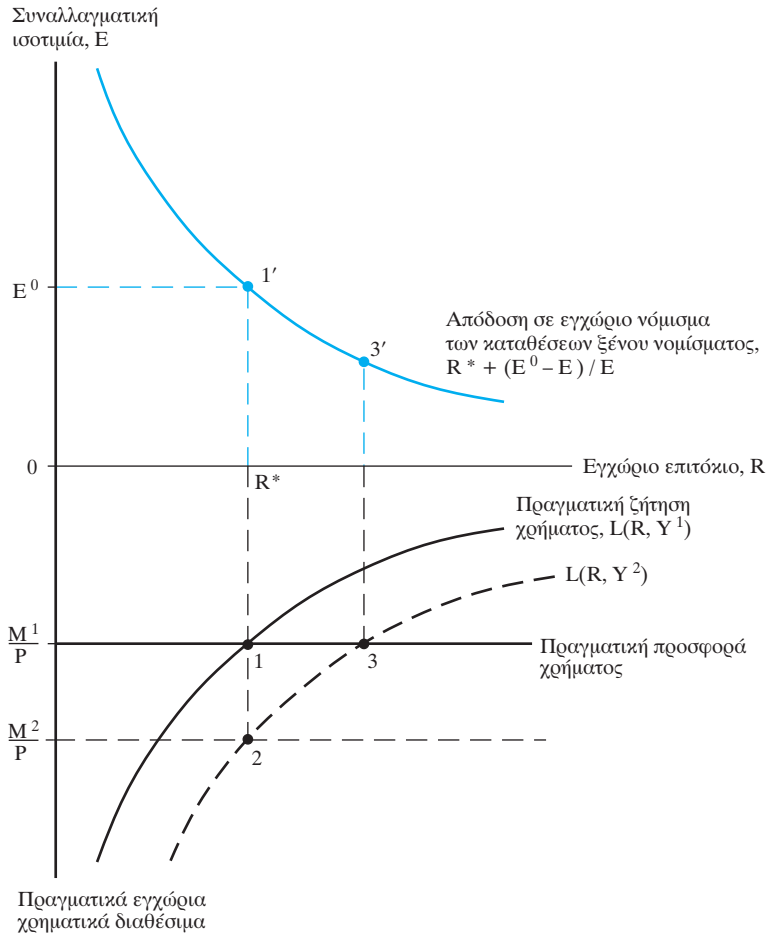
Για να δούμε πώς πρέπει να αντιδράσει η κεντρική τράπεζα σε μακροοικονομικές μεταβολές για να διατηρήσει μονίμως τη συναλλαγματική ισοτιμία στο E^0 , θα εξετάσουμε ξανά το παράδειγμα της αύξησης του εισοδήματος. Η αύξηση του εισοδήματος (από Y^1 σε Y^2) αυξάνει τη ζήτηση πραγματικών διαθεσίμων σε κάθε επίπεδο επιτοκίου, μετατοπίζοντας έτσι τη συνάρτηση συνολικής ζήτησης χρήματος του Σχήματος 17-1 προς τα κάτω. Όπως σημειώσαμε πιο πάνω, αναγκαία συνθήκη για να διατηρηθεί σταθερή η ισοτιμία είναι η αποκατάσταση της παρούσας ισορροπίας της αγοράς περιουσιακών στοιχείων, δεδομένου ότι το E^0 εξακολουθεί να είναι η αναμενόμενη μελλοντική συναλλαγματική ισοτιμία. Συνεπώς, συμπεραίνουμε ότι η καμπύλη με την αρνητική κλίση στο πάνω μέρος του σχήματος δεν μετακινείται.

Αν η κεντρική τράπεζα δεν παρενέβαινε, η νέα ισορροπία της αγοράς χρήματος θα ήταν στο σημείο 3. Επειδή στο σημείο 3 το εγχώριο επιτόκιο είναι υψηλότερο από το R^* , το νόμισμα θα πρέπει να ανατιμηθεί για να εξισορροπήσει την αγορά συναλλάγματος στο σημείο 3'.

Η κεντρική τράπεζα δεν μπορεί να επιτρέψει αυτή την ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος αν θέλει να διατηρήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία και γι' αυτό αγοράζει ξένους τίτλους. Όπως είδαμε, η αύξηση των ξένων περιουσιακών στοιχείων της κεντρικής τράπεζας συνοδεύεται από αύξηση της εγχώριας προσφοράς χρήματος. Η κεντρική τράπεζα θα συνεχίσει να αγοράζει ξένους τίτλους μέχρις ότου

ΣΧΗΜΑ 17-1
Ισορροπία της αγοράς
περιουσιακών στοιχείων
με σταθερή συναλ-
λαγματική ισοτιμία, E^0

Για να κρατηθεί σταθερή η συναλλαγματική ισοτιμία στο επίπεδο E^0 όταν το προϊόν αυξάνεται από Y^1 σε Y^2 , η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να αγοράσει ξένους τίτλους και έτσι να αυξήσει την προσφορά χρήματος από M^1 σε M^2 .



η εγχώρια προσφορά χρήματος αυξηθεί στο επίπεδο M^2 . Στο σημείο ισορροπίας της αγοράς χρήματος (σημείο 2), το εγχώριο επιτόκιο ισούται ξανά με το R^* . Με δεδομένο αυτό το εγχώριο επιτόκιο, σημείο ισορροπίας της αγοράς συναλλάγματος παραμένει το σημείο 1' και η συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας εξακολουθεί να ισούται με το E^0 .

• Πολιτικές σταθεροποίησης με σταθερή ισοτιμία

Αφού εξετάσαμε πώς η κεντρική τράπεζα παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος για να κρατήσει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία, μπορούμε τώρα να αναλύσου-

με τα αποτελέσματα διαφόρων μακροοικονομικών πολιτικών. Στην ενότητα αυτή εξετάζουμε τρεις πιθανές πολιτικές, τη νομισματική πολιτική, τη δημοσιονομική πολιτική και την περίπτωση απότομης μεταβολής του σταθερού επιπέδου E^0 της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Οι πολιτικές σταθεροποίησης που εξετάσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο έχουν περιέργως διαφορετικά αποτελέσματα όταν η κεντρική τράπεζα κρατάει σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία αντί να την αφήνει να προσδιορίζεται από τις δυνάμεις της αγοράς συναλλάγματος. Κρατώντας σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία, η κεντρική τράπεζα χάνει τη δυνατότητα να επηρεάσει την οικονομία μέσω της νομισματικής πολιτικής. Η δημοσιονομική πολιτική, όμως, γίνεται αποτελεσματικότερο μέσο για τον προσδιορισμό του επιπέδου του προϊόντος και της απασχόλησης.

Όπως και στο προηγούμενο κεφάλαιο, χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα DD-AA για να εξετάσουμε τη βραχυχρόνια ισορροπία της οικονομίας. Όπως είναι ήδη γνωστό, η καμπύλη DD ορίζεται από τους συνδυασμούς της συναλλαγματικής ισοτιμίας και του προϊόντος για τους οποίους η αγορά προϊόντος βρίσκεται σε ισορροπία, η καμπύλη AA ορίζεται από τους συνδυασμούς της συναλλαγματικής ισοτιμίας και του προϊόντος για τους οποίους οι αγορές περιουσιακών στοιχείων είναι σε ισορροπία, και η βραχυχρόνια ισορροπία του συνόλου της οικονομίας ορίζεται από την τομή των καμπυλών DD και AA. Για να εφαρμόσουμε αυτό το υπόδειγμα στην περίπτωση των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, προσθέτουμε την υπόθεση ότι η αναμενόμενη μελλοντική συναλλαγματική ισοτιμία, E^e , ισούται με το E^0 , δηλαδή το σταθερό επίπεδο ισοτιμίας που διατηρεί η κεντρική τράπεζα.

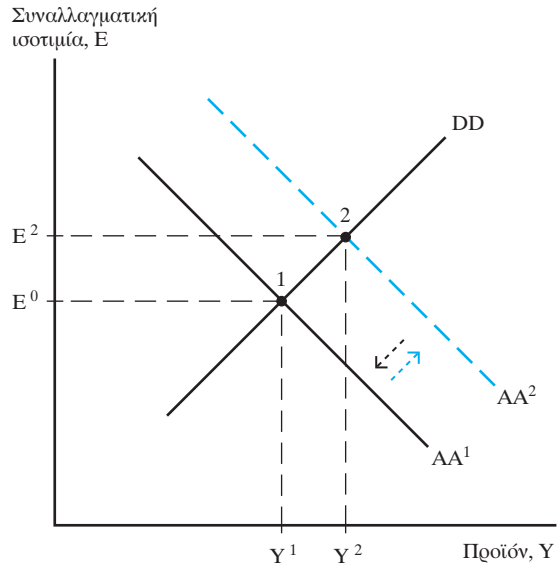
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Το Σχήμα 17-2 δείχνει τη βραχυχρόνια ισορροπία της οικονομίας στο σημείο 1 όταν η κεντρική τράπεζα σταθεροποιεί τη συναλλαγματική ισοτιμία στο επίπεδο E^0 . Το προϊόν στο σημείο 1 ισούται με Y^1 και, όπως και στην προηγούμενη ενότητα, η προσφορά χρήματος βρίσκεται στο επίπεδο όπου το εγχώριο επιτόκιο ισούται με το ξένο (R^*) και εξισορροπεί την εγχώρια αγορά χρήματος. Υποθέτουμε τώρα ότι, για να αυξηθεί το προϊόν, η κεντρική τράπεζα αποφασίζει να αυξήσει την προσφορά χρήματος αγοράζοντας εγχώριους τίτλους.

Σε καθεστώς κυμαινόμενης ισοτιμίας, η αύξηση των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων της κεντρικής τράπεζας θα μετακινούσε την αρχική καμπύλη ισορροπίας της αγοράς περιουσιακών στοιχείων AA^1 προς τα δεξιά, στη θέση AA^2 και θα οδηγούσε σε νέα ισορροπία στο σημείο 2 και σε υποτίμηση του νομίσματος. Η κεντρική τράπεζα, για να αποτρέψει αυτή την υποτίμηση και να κρατήσει την ισοτιμία στο επίπεδο E^0 , πουλάει ξένους τίτλους έναντι εγχώριου νομίσματος στην αγορά συναλλάγματος. Τα χρήματα που εισπράττει η τράπεζα βγαίνουν από την κυκλοφορία και η καμπύλη ισορροπίας της αγοράς περιουσιακών στοιχείων μετακινείται πίσω στην αρχική της θέση, καθώς η εγχώρια προσφορά χρήματος πέφτει. Μόνον όταν η προσφορά χρήματος επιστρέψει στο αρχικό της επίπεδο, έτσι ώστε η καμπύλη ισορροπίας της

ΣΧΗΜΑ 17-2**Η νομισματική επέκταση είναι αναποτελεσματική υπό καθεστώς σταθερών ισοτιμιών**

Η αρχική ισορροπία βρίσκεται στο σημείο 1, όπου οι αγορές προϊόντος και περιουσιακών στοιχείων ισορροπούν ταυτοχρόνως στο επίπεδο συναλλαγματικής ισοτιμίας E^0 και προϊόντος Y^1 . Στοχεύοντας στην αύξηση του προϊόντος στο επίπεδο Y^2 , η κεντρική τράπεζα αποφασίζει να αυξήσει την προσφορά χρήματος αγοράζοντας εγχώριους τίτλους και μετατοπίζοντας την AA^1 στη θέση AA^2 . Επειδή, όμως, η κεντρική τράπεζα πρέπει να διατηρήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία στο επίπεδο E^0 , πρέπει να πουλήσει ξένους τίτλους έναντι εγχώριου νομίσματος, μια ενέργεια που μειώνει αμέσως την προσφορά χρήματος και επαναφέρει την AA^2 στη θέση AA^1 . Η ισορροπία της οικονομίας παραμένει στο σημείο 1 με αμετάβλητο το προϊόν στο επίπεδο Y^1 .



αγοράς περιουσιακών στοιχείων να είναι ξανά η AA^1 , η συναλλαγματική ισοτιμία δεν υφίσταται περαιτέρω πιέσεις. Έτσι, η προσπάθεια αύξησης της προσφοράς χρήματος σε συνθήκες σταθερής ισοτιμίας αφήνει την οικονομία στην αρχική ισορροπία της (σημείο 1). Σε καθεστώς σταθερής ισοτιμίας, τα μέσα νομισματικής πολιτικής της κεντρικής τράπεζας δεν έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν την προσφορά χρήματος ή το προϊόν της οικονομίας.

Το αποτέλεσμα αυτό διαφέρει πολύ από τα συμπεράσματα του Κεφαλαίου 16, σύμφωνα με τα οποία η κεντρική τράπεζα μπορεί να χρησιμοποιήσει τη νομισματική πολιτική για να αυξήσει την προσφορά χρήματος και το προϊόν όταν η ισοτιμία κυμαίνεται, οπότε είναι χρήσιμο να εξετάσουμε από πού προκύπτει αυτή η διαφορά. Αγοράζοντας εγχώριους τίτλους σε συνθήκες κυμαινόμενης ισοτιμίας, η κεντρική τράπεζα προκαλεί αρχικά υπερβάλλουσα προσφορά χρήματος που πιέζει το εγχώριο επιτόκιο προς τα κάτω και εξασθενεί το νόμισμα. Σε συνθήκες σταθερής ισοτιμίας, όμως, η κεντρική τράπεζα θα αντισταθεί σε κάθε τάση υποτίμησης του νομίσματος πουλώντας ξένους τίτλους έναντι εγχώριου νομίσματος και εξαλείφοντας μ' αυτό τον τρόπο την αρχική υπερβάλλουσα προσφορά χρήματος που προκάλεσε η πολιτική της. Επειδή οποιαδήποτε αύξηση της εγχώριας προσφοράς χρήματος, ανεξάρτητα από το μέγεθός της, προκαλεί υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος, η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να συνεχίσει να πουλά ξένους τίτλους μέχρι η προσφορά χρήματος να επιστρέψει στο αρχικό της επίπεδο. Στο τέλος, η αύξηση των εγχώριων περιουσιακών

στοιχείων της κεντρικής τράπεζας αντισταθμίζεται απολύτως από ισόποση μείωση των διεθνών διαθεσίμων της. Ομοίως, κάθε προσπάθεια μείωσης της προσφοράς χρήματος μέσω της πώλησης εγχώριων τίτλων προκαλεί ισόποση αύξηση των διαθεσίμων που θα διατηρήσει την προσφορά χρήματος αμετάβλητη. Με σταθερές συναλλαγματικές ισοτιμίες, η νομισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει τα διεθνή διαθέσιμα αλλά τίποτε άλλο.

Συνεπώς, κρατώντας σταθερή την ισοτιμία, η κεντρική τράπεζα χάνει τη δυνατότητα να χρησιμοποιεί τη νομισματική πολιτική με στόχο τη μακροοικονομική σταθεροποίηση. Ωστόσο, το δεύτερο βασικό μέσο που διαθέτουν οι κυβερνήσεις για τη σταθεροποίηση της οικονομίας, η δημοσιονομική πολιτική, είναι αποτελεσματικότερο σε συνθήκες σταθερής ισοτιμίας από ό,τι σε συνθήκες κυμαινόμενης ισοτιμίας.

ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

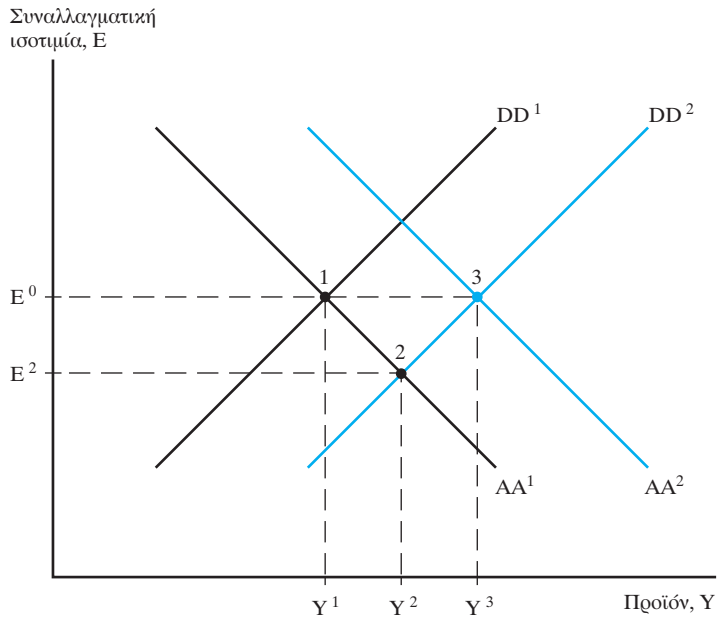
Στο Σχήμα 17-3 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής όταν το αρχικό σημείο ισορροπίας της οικονομίας είναι το σημείο 1. Όπως είδαμε στο Κεφάλαιο 16, η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική μετατοπίζει την καμπύλη ισορροπίας της αγοράς προϊόντος προς τα δεξιά. Η DD^1 , συνεπώς, μετακινείται στη θέση DD^2 . Αν δεν υπήρχε παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας στην αγορά συναλλάγματος, το προϊόν θα ανέβαινε στο επίπεδο Y^2 και η συναλλαγματική ισοτιμία θα έπεφτε στο E^2 (υποτίμηση του νομίσματος) ως αποτέλεσμα της ανόδου του εγχώριου επιτοκίου.

Πώς όμως η παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας διατηρεί σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία μετά τη δημοσιονομική επέκταση; Η σχετική διαδικασία παρουσιάζεται στο Σχήμα 17-1. Αρχικά, υπάρχει υπερβάλλουσα ζήτηση χρήματος επειδή η αύξηση του προϊόντος οδηγεί σε αύξηση της ζήτησης χρήματος. Η κεντρική τράπεζα, για να εμποδίσει την αύξηση του εγχώριου επιτοκίου, που προκαλείται από την υπερβάλλουσα ζήτηση χρήματος, και την ανατίμηση του νομίσματος, θα πρέπει να αγοράσει ξένους τίτλους έναντι χρήματος, αυξάνοντας έτσι την προσφορά χρήματος. Σύμφωνα με το Σχήμα 17-3, η παρέμβαση έχει ως αποτέλεσμα τη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στο επίπεδο E^0 μετακινώντας την AA^1 προς τα δεξιά, στη θέση AA^2 . Στο νέο σημείο ισορροπίας (σημείο 3), το προϊόν είναι υψηλότερο από το αρχικό επίπεδό του, η συναλλαγματική ισοτιμία παραμένει αμετάβλητη και τα διεθνή διαθέσιμα (και η προσφορά χρήματος) είναι υψηλότερα.

Σε αντίθεση με τη νομισματική πολιτική, η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να επηρεάσει το προϊόν σε καθεστώς σταθερής ισοτιμίας. Στην πραγματικότητα, είναι ακόμα πιο αποτελεσματική από ό,τι σε συνθήκες κυμαινόμενης ισοτιμίας! Με κυμαινόμενη ισοτιμία, η πολιτική δημοσιονομικής επέκτασης συνοδεύεται από ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, γεγονός που, καθιστώντας τα εγχώρια αγαθά και τις υπηρεσίες ακριβότερες, τείνει να εξουδετερώσει τις θετικές άμεσες επιπτώσεις της πολιτικής αυτής στη συνολική ζήτηση. Για να αποτραπεί αυτή η ανατίμηση, η κεντρική τράπεζα που διατηρεί σταθερή τη συναλλαγματική ισοτιμία, ανα-

ΣΧΗΜΑ 17-3 Δημοσιονομική επέκταση υπό καθεστώς σταθερών ισοτιμιών

Η δημοσιονομική επέκταση (που φαίνεται από τη μετατόπιση της DD^1 στη θέση DD^2) και η παρέμβαση που τη συνοδεύει (η μετατόπιση της AA^1 στη θέση AA^2) μετακινούν την οικονομία από το σημείο 1 στο σημείο 3.



γκάζεται να αυξήσει την προσφορά χρήματος μέσω αγορών συναλλάγματος. Αυτό το επιπρόσθετο επεκτατικό αποτέλεσμα της αναγκαστικής αύξησης της προσφοράς χρήματος εξηγεί γιατί η δημοσιονομική πολιτική είναι πιο αποτελεσματική σε καθεστώς σταθερής ισοτιμίας.

ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΤΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ

Μια χώρα που ακολουθεί πολιτική σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί κάποτε να αποφασίσει να μεταβάλλει τη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματός της. Λέμε ότι η κεντρική τράπεζα **υποτιμά** (devalues) το εθνικό νόμισμα όταν ανεβάζει την τιμή του ξένου νομίσματος σε σχέση με το εγχώριο νόμισμα, όταν δηλαδή ανεβάζει την τιμή του E , και **ανατιμά** (revalues) το εθνικό νόμισμα όταν μειώνει το E . Αυτό που χρειάζεται να κάνει η κεντρική τράπεζα προκειμένου να ανατιμήσει ή να υποτιμήσει το νόμισμα είναι να ανακοινώσει την πρόθεσή της να ανταλλάσσει εγχώριο έναντι ξένου νομίσματος σε απεριόριστη ποσότητα στη νέα συναλλαγματική ισοτιμία.⁶

6. Παρατηρούμε ότι υπάρχει μια λεπτή διάκριση μεταξύ των όρων *υποτίμηση από την κεντρική τράπεζα* (devaluation) και *υποτίμηση* (depreciation) (και μεταξύ των όρων *ανατίμηση από την κεντρική τράπεζα* (revaluation) και *ανατίμηση* (appreciation). Υποτίμηση (ανατίμηση) σημαίνει άνοδο του E (μείωση του E) όταν η συναλλαγματική ισοτιμία διαμορφώνεται ελεύθερα. Ενώ, υποτίμηση από την κεντρική τρά-

Το Σχήμα 17-4 δείχνει πώς επηρεάζεται η οικονομία όταν η κεντρική τράπεζα προβαίνει σε υποτίμηση. Η αύξηση της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας από E^0 σε E^1 , καθιστά τα εγχώρια αγαθά και τις υπηρεσίες φθηνότερες σε σχέση με τα ξένα αγαθά και τις υπηρεσίες (δεδομένου ότι το P και το P^* είναι βραχυχρόνια σταθερά). Το προϊόν, συνεπώς, αυξάνεται στο επίπεδο Y^2 που αντιστοιχεί στο σημείο 2 επί της καμπύλης DD . Το σημείο 2, όμως, δεν βρίσκεται πάνω στην αρχική καμπύλη ισορροπίας της αγοράς περιουσιακών στοιχείων AA^1 : στο σημείο 2 έχουμε αρχικά υπερβάλλουσα ζήτηση χρήματος λόγω της αύξησης των συναλλαγών που συνοδεύει την αύξηση του προϊόντος. Αυτή η υπερβάλλουσα ζήτηση χρήματος θα ανέβαζε το εγχώριο επιτόκιο πάνω από το επίπεδο των διεθνών επιτοκίων αν η κεντρική τράπεζα δεν παρενέβαινε στην αγορά συναλλάγματος. Για να διατηρήσει τη συναλλαγματική ισοτιμία στο νέο σταθερό επίπεδο E^1 , η κεντρική τράπεζα θα πρέπει να αγοράσει ξένους τίτλους και να αυξήσει την προσφορά χρήματος μέχρι η καμπύλη της αγοράς περιουσιακών στοιχείων να φτάσει στη θέση AA^2 και να περάσει από το σημείο 2. Η υποτίμηση λοιπόν του νομίσματος από την κεντρική τράπεζα προκαλεί αύξηση του προϊόντος, αύξηση των διαθεσίμων και αύξηση της προσφοράς χρήματος. Στους λογαριασμούς του ισοζυγίου πληρωμών, η αύξηση διαθεσίμων της κεντρικής τράπεζας (εκροή) αντισταθμίζεται από ανάλογη εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων.⁷

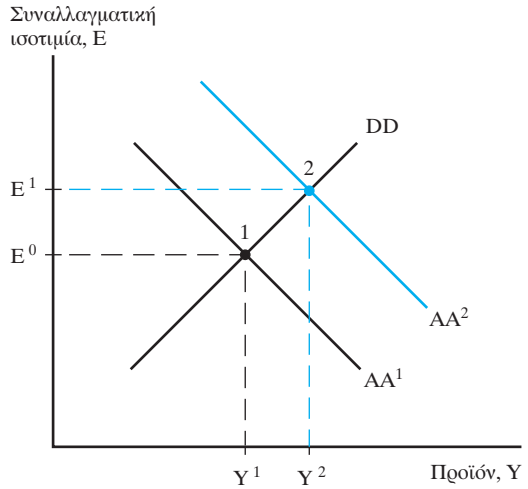
Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τον καθορισμό της ισοτιμίας σε υψηλότερο επίπεδο (υποτίμηση), εξηγούν τους τρεις βασικούς λόγους για τους οποίους οι κυβερνήσεις επιλέγουν καμιά φορά να υποτιμήσουν το νόμισμά τους. Πρώτον, η υποτίμηση δίνει τη δυνατότητα στις κυβερνήσεις να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της ανεργίας, παρά την έλλειψη αποτελεσματικής νομισματικής πολιτικής. Αν οι κρατικές δαπάνες και τα δημόσια ελλείμματα είναι πολιτικά ανεπιθύμητα, για παράδειγμα, ή αν η νομοθετική διαδικασία είναι χρονοβόρα, η κυβέρνηση μπορεί να επιλέξει την υποτίμηση του νομίσματος ως την πλέον κατάλληλη μέθοδο τόνωσης της συνολικής ζήτη-

πεζα (ανατίμηση από την κεντρική τράπεζα) σημαίνει άνοδο του E (μείωση του E) όταν η συναλλαγματική ισοτιμία είναι σταθερή. Ο όρος υποτίμηση (ανατίμηση), συνεπώς, αναφέρεται σε ενεργητική φωνή όταν λέμε ότι «το νόμισμα ανατιμάται» στην αγορά συναλλάγματος, ενώ η έκφραση υποτίμηση ή ανατίμηση από την κεντρική τράπεζα (devaluation ή revaluation) αναφέρεται σε παθητική φωνή στις περιπτώσεις που λέμε ότι «το νόμισμα υποτιμήθηκε» και εννοούμε ότι υποτιμήθηκε μετά από απόφαση της κυβέρνησης. Με άλλα λόγια, η έκφραση υποτίμηση ή ανατίμηση του νομίσματος από την κεντρική τράπεζα αντανακλά κυβερνητική απόφαση για υποτίμηση ή ανατίμηση του νομίσματος, ενώ η υποτίμηση (ανατίμηση) είναι αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης των κυβερνητικών πράξεων και των δυνάμεων της αγοράς.

7. Μετά την υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος από την κεντρική τράπεζα, οι συμμετέχοντες στην αγορά αναμένουν ότι στο μέλλον θα επικρατήσει η νέα υψηλότερη συναλλαγματική ισοτιμία μάλλον, παρά η παλιά. Η μεταβολή και μόνο των προσδοκιών μετατοπίζει την AA^1 προς τα δεξιά, αλλά χωρίς την παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας η αλλαγή των προσδοκιών δεν είναι αρκετή για να μετακινήσει την AA^1 μέχρι τη θέση AA^2 . Στο σημείο 2, όπως και στο σημείο 1, έχουμε $R = R^*$ αν η αγορά συναλλάγματος είναι σε ισορροπία. Επειδή, όμως, το προϊόν είναι υψηλότερο στο σημείο 2 απ' ό,τι στο σημείο 1, η πραγματική ζήτηση χρήματος είναι επίσης υψηλότερη στο σημείο 2. Με σταθερό το P , η αύξηση της προσφοράς χρήματος είναι απαραίτητη για να είναι το σημείο 2 σημείο ισορροπίας της αγοράς χρήματος, δηλαδή, σημείο επί της νέας καμπύλης AA . Οι αγορές ξένων τίτλων από την κεντρική τράπεζα είναι, συνεπώς, απαραίτητο στοιχείο της μετακίνησης της οικονομίας στη νέα ισορροπία σταθερής ισοτιμίας.

ΣΧΗΜΑ 17-4**Αποτέλεσμα της υποτίμησης του νομίσματος από την κεντρική τράπεζα**

Όταν το νόμισμα υποτιμάται από την κεντρική τράπεζα από το επίπεδο E^0 στο E^1 , η ισορροπία της οικονομίας μετατοπίζεται από το σημείο 1 στο σημείο 2 καθώς αυξάνονται και το προϊόν και η προσφορά χρήματος.



σης. Δεύτερο, η υποτίμηση του νομίσματος βελτιώνει το ισοζύγιο πληρωμών, και η βελτίωση του ισοζυγίου μπορεί να αποτελεί επιθυμητό στόχο της κυβέρνησης. Το τρίτο κίνητρο για υποτίμηση είναι οι επιπτώσεις της στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας. Αν τα διαθέσιμα της κεντρικής τράπεζας είναι χαμηλά, μια ξαφνική, εφάπαξ υποτίμηση του νομίσματος μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αυξηθούν.⁸

ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΣΤΙΣ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΤΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ

Αν υπάρχουν μεταβολές της δημοσιονομικής πολιτικής και της συναλλαγματικής ισοτιμίας, όταν η οικονομία βρίσκεται σε πλήρη απασχόληση, και οι μεταβολές αυτές διατηρούνται επ' άπειρον, προκαλούν τελικά μια εξέλιξη του εγχώριου επιπέδου τιμών που αποκαθιστά το επίπεδο πλήρους απασχόλησης. Για να καταλάβουμε αυτήν τη δυναμική διαδικασία, εξετάζουμε την προσαρμογή της οικονομίας στην περίπτωση της δημοσιονομικής επέκτασης και στην περίπτωση της υποτίμησης του νομίσματος από την κεντρική τράπεζα.

Αν η οικονομία είναι αρχικά σε επίπεδο πλήρους απασχόλησης, η δημοσιονομική επέκταση προκαλεί άνοδο του προϊόντος και αυτή η άνοδος του προϊόντος πάνω από το επίπεδο πλήρους απασχόλησης προκαλεί αύξηση του εγχώριου επιπέδου τιμών P . Καθώς οι εγ-

8. Επειδή μια μη αναμενόμενη υποτίμηση του νομίσματος από την κεντρική τράπεζα μειώνει την αξία σε ξένο νόμισμα των εγχώριων υποχρεώσεων του δημοσίου προς τον ιδιωτικό τομέα, τα αρχικά κέρδη διαθέσιμων της κεντρικής τράπεζας ουσιαστικά χρηματοδοτούνται από έναν μη αναμενόμενο φόρο επί των κατόχων κρατικών ομολόγων και χρήματος.