

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

ΤΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ ΣΤΗΝ ΣΥΓΧΡΟΝΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Διπλωματική Εργασία

Άρη Αποστόλου

Πτυχιούχος Βιομηχανικής Διοίκησης Και Τεχνολογίας

Πανεπιστημίου Πειραιώς

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2007-2008

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελίδα
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	II

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Αντικειμενικός σκοπός εργασίας	1
1.2 Μεθοδολογία εργασίας	3
1.3 Λόγοι επιλογής του συγκεκριμένου θέματος	3
1.4 Διάρθρωση εργασίας	5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Εισαγωγή.....	7
2.1 Ορισμός αγοράς συναλλάγματος	9
2.2 Ιστορική αναδρομή και ρίζες αγοράς συναλλάγματος	12
2.3 Σπουδαιότητα αγοραπωλησίας συναλλάγματος και ο ρόλος στην σύγχρονη οικονομία	15

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΜΟΡΦΕΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ
ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ**

3.1	Βασικές μορφές αγοράς συναλλάγματος	17
3.2	Οργάνωση, διακανονισμός συναλλαγών και δραστηριότητες αγοράς συναλλάγματος	23
3.3	Πλεονεκτήματα αγοράς συναλλάγματος	33
3.4.	Η αγορά συναλλάγματος ως μέσο δανεισμού (financial leverage) και οι επιπτώσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες νομισμάτων (carry trades)	42
3.4	Κύριοι συμμετέχοντες και παράγοντες στην αγορά συναλλάγματος	45

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ

4.1	Ορισμός συναλλαγματικής ισοτιμίας	51
4.2	Συναλλαγματικές ισοτιμίες ισορροπίας και συναλλαγματικός κίνδυνος	53
4.3	Προσδιορισμός συναλλαγματικής ισοτιμίας	62
4.4	Άμεσες και έμμεσες ισοτιμίες και παραδείγματα	77
4.5	Σταυροειδείς ισοτιμίες και παραδείγματα	80
4.6	Τρόποι αντιμετώπισης συναλλαγματικού κινδύνου	82

4.7	Παράγοντες αγοράς που επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.....	86
4.8	Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάληψη κινδύνου στις Συναλλαγματικές αγορές σε σχέση με το carry trade	94
4.9	Προβλήματα και ανησυχίες που προκύπτουν από την ανάληψη Carry trades και γενικότερης αστάθειας στις συναλλαγματικές ισοτιμίες	97

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

5.1	Χαρακτηριστικά αγοράς	103
5.2	Ρόλος διατραπεζικής αγοράς συναλλάγματος και συμμετέχουσες τράπεζες	104
5.3	Συναλλαγές μεταξύ τραπεζών	106
5.4	Πελάτες διατραπεζικής αγοράς	107
5.5	Ανάλυση καθηκόντων και εργαλείων fx trader.....	111
5.6	Εργαλεία ανάλυσης και προβλέψεις	114

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΡΟΛΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

6.1	Σημασία ρόλου κεντρικών τραπεζών στην άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής	118
6.2	Ιστορική αναδρομή ρόλου τραπεζών – ONE	127
6.2	Παράγοντες που επηρεάζουν τον ρόλο των κεντρικών τραπεζών στην άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής	131

6.3. Ρόλος Τράπεζας της Ελλάδος	139
---------------------------------------	-----

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Η ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΩΣ ΜΕΣΟ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ
ΚΙΝΔΥΝΟΥ (HENDING)**

7.1 Ορισμός	146
7.2. Χαρακτηριστικά	148
7.3. Τρόποι αντιμετώπισης κινδύνου	153
7.4. Παραδείγματα	158

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Η SPOT ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

8.1 Ορισμός	166
8.2 Χαρακτηριστικά	167
8.3. Παίκτες, συναλλαγές , είδη εντολών	172
8.4. Πλεονεκτήματα αγοράς και τυχόν κίνδυνοι	177
8.5. Παραδείγματα	180

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Η FORWARD ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

9.1. Ορισμός	183
9.2. Χαρακτηριστικά	185
9.3. Παίκτες και συναλλαγές	189
9.4. Πλεονεκτήματα αγοράς και τυχόν κίνδυνοι	191
9.5. Παραδείγματα	194
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	198
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	

I

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να εκφράσω τις θερμότερες ευχαριστίες μου στον Καθηγητή του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς , κύριο Γεώργιο Αρτίκη για την πολύτιμη βοήθειά του σε όλη την διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας.

II

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Σελίδα

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.1 ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΚΑΙ ΖΗΤΗΣΗ ΣΤΗΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ	53
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΟΨΗΣ	56
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.3 ΜΕΤΑΒΟΛΗ e ΛΟΓΩ ΑΥΞΗΣΗΣ p	56
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.4. ΜΕΤΑΒΟΛΗ e ΛΟΓΩ ΑΥΞΗΣΗΣ I	56
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.5. ΣΧΕΣΗ $E = F(R^* - e)$	59
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.6 ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	59
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2. 7 ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΑΓΟΡΑΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ	60
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.8 ΑΥΞΗΣΗ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ	60
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.9. ΑΥΞΗΣΗ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΗΠΑ	61
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2. 10 ΑΥΞΗΣΗ ΑΝΑΤΙΜΗΣΗΣ € ΕΝΑΝΤΙ \$	61
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3.1. ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ...	74
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3.2. ΑΥΞΗΣΗ ΞΕΝΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ	74

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3.3. ΑΥΞΗΣΗ ΕΓΧΩΡΙΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ	75
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3.4. ΑΥΞΗΣΗ iD ΛΟΓΩ ΑΥΞΗΣΗΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ	76
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3.5. ΑΥΞΗΣΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	77
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.7.1. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΕΓΧΩΡΙΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ ΣΕ ΞΕΝΑ ΕΠΙΤΟΚΙΑ	88
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.7.2. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ \$	89- 90
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.7.3. ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΑΝΑΜΕΝΟΜΕΝΗΣ ΑΝΑΤΙΜΗΣΗΣ €...	91
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.6.1. ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ	117
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.1. ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΚΑΙ ΖΗΤΗΣΗ	126
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.1.1. SPOT & FORWARD TIMEΣ	167
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8.4.1. ΚΥΚΛΟΣ ΧΡΟΝΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	179

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Αντικειμενικός σκοπός εργασίας

Το διεθνές επιχειρηματικό περιβάλλον απαιτεί εμπόριο και επενδύσεις σε στοιχεία που είναι χαρακτηρισμένα σε διαφορετικά νομίσματα. Τα τελευταία χρόνια η ενοποίηση πολλών ευρωπαϊκών νομισμάτων σε ένα ενιαίο νόμισμα (το ευρώ) ενδυνάμωσε και κατέστησε πιο δημοφιλή την χρήση συναλλάγματος ως επένδυση, σταθεροποιητικό μηχανισμό και εργαλείο κερδοσκοπίας. Η πιο αξιοσημείωτη εξέλιξη ήταν ο εκδημοκρατισμός του συναλλάγματος στην αγορά λιανικής (ιδιώτες επενδυτές), ο περιορισμός των spreads και η δραστική βελτίωση των συνθηκών συναλλαγής για τον μικροεπενδυτή.

1

Σε όλες, πρακτικά, τις επενδύσεις υπάρχει κάποια αγοραπωλησία συναλλάγματος που πρέπει να γίνει, και είτε αναφερόμαστε σε συναλλαγές στο χρηματιστήριο, ή κάθε άλλη αγορά, σχεδόν πάντοτε εμπλέκεται το συνάλλαγμα. Στο διεθνές εμπόριο, τις εισαγωγές-εξαγωγές ή πρακτικά σε κάθε είδος επιχειρηματικής δραστηριότητας, η καταφυγή σε κάποια μορφή συναλλαγής συναλλάγματος είναι αναπόφευκτη. Δεν εκπλήσσει το γεγονός ότι

¹ Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική «Μια εισαγωγική Προσέγγιση» (2000) Κεφ.2: Η Αγορά Συναλλάγματος, Κεφ. 3 Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός Ισοτιμίας

η αγορά συναλλάγματος είναι μακράν η μεγαλύτερη στον κόσμο, μάλιστα είναι περίπου 32,5 φορές μεγαλύτερη από όλες τις αγορές τίτλων μαζί.²

Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας, θέτοντας υπόψη της τα παραπάνω σε συνδυασμό με το γεγονός ότι από το 1997 απελευθερώθηκε πλήρως η αγορά συναλλάγματος και στην Ελλάδα, είναι να παρουσιάσει την σπουδαιότητα και την αναγκαιότητα της αγοράς συναλλάγματος στην σύγχρονη οικονομία.

Στο πλαίσιο της σημερινής παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, ένα μεγάλο μέρος της διεθνούς οικονομικής δραστηριότητας αφορά συναλλαγές με πληρωμή σε διαφορετικό νόμισμα τουλάχιστον ενός από τους συμμετέχοντες.

Έτσι οι εισαγωγείς αγοράζουν ξένο συνάλλαγμα για να πληρώσουν τα εισαγόμενα προϊόντα ενώ οι εξαγωγείς πωλούν ξένο συνάλλαγμα και το μετατρέπουν σε εγχώριο νόμισμα. Η συγκεκριμένη εργασία θα αναλύσει την παραπάνω τάση της σύγχρονης οικονομίας και θα παρουσιάσει την ανάγκη των διαχειριστών κεφαλαίων να αγοράζουν ή να πουλούν ξένο συνάλλαγμα ανάλογα με το αν αγοράζουν ή πουλούν ξένους χρηματοοικονομικούς τίτλους εισπράττοντας αντίστοιχα τόκους και μερίσματα από τις συμμετοχές τους σε ξένους χρηματοπιστωτικούς τίτλους. Παράλληλα αφού γίνει εισαγωγή των ορολογιών που χρησιμοποιούνται και αφού παρουσιαστούν τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται στην αγορά συναλλάγματος, με παραδείγματα θα αποδειχθεί πως οι «ξένες» απαιτήσεις και υποχρεώσεις προσθέτουν μία επιπλέον διάσταση στο προφίλ κινδύνου μιας εταιρείας ή ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου: το συναλλαγματικό κίνδυνο. Αναλύοντας την Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος και τις Κεντρικές Τράπεζες, που αποτελούν τους

² Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική «Μια εισαγωγική Προσέγγιση» (2000) Κεφ.2: Η Αγορά Συναλλάγματος, Κεφ. 3 Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός Ισοτιμίας

κύριους συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάγματος, θα αποδειχθεί ο ρόλος που ασκεί η καθεμιά ξεχωριστά στην άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής. Τέλος με την παρουσίαση και την ανάλυση διαφόρων μορφών αγορών συναλλάγματος (hedging, spot αγορά, Forward αγορά) θα καταστούν σαφή τα πλεονεκτήματα της κάθε μορφής και οι κίνδυνοι που η κάθε μια ξεχωριστά εμπεριέχει.

1.2 Μεθοδολογία εργασίας

Η μεθοδολογία της συγκεκριμένης εργασίας στηρίζεται αρχικά σε εισαγωγικές έννοιες (ορισμούς, χαρακτηριστικά, πλεονεκτήματα) του συναλλάγματος και των βασικών μορφών του ώστε να δημιουργηθεί στον αναγνώστη μία ολοκληρωμένη εικόνα του είναι το συνάλλαγμα, πως λειτουργεί και γιατί εκμεταλλευόμενοι τη δομή του σύγχρονου οικονομικό - πολιτικού συστήματος, μπορεί κανείς να προβλέψει τάσεις και να τις εκμεταλλευτεί. Στην συνέχεια με παραδείγματα θα δοθούν πρακτικές λύσεις για το πώς ένας επενδυτής παρεμβαίνει επωφελούμενος μελλοντικές κινήσεις τιμών.

1.3. Λόγοι επιλογής του συγκεκριμένου θέματος³

Ένας από τους βασικούς λόγους επιλογής του συγκεκριμένου θέματος είναι το γεγονός ότι όλοι είναι, λίγο πολύ, εξοικειωμένοι με την αγορά συναλλάγματος, δηλαδή την αγοραπωλησία νομισμάτων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η αγορά συναλλάγματος όταν ταξιδεύει κανείς σε μία χώρα για διακοπές, για παράδειγμα την Κύπρο, την Αγγλία την Τουρκία κλπ.

³ www.dspace.lib.uom.gr Επενδύοντας σε συνάλλαγμα, κερδοσκοπία και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος.

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Στην περίπτωση αυτή, ευρώ ανταλλάσσονται με τοπικό νόμισμα. Η τιμή ενός νομίσματος σε όρους ενός άλλου, ονομάζεται συναλλαγματική ισοτιμία. Αν ένα νόμισμα ανταλλάσσεται με δύο άλλα, τότε πρόκειται για σταυροειδή ισοτιμία. Αν μία στερλίνα ανταλλάσσεται με δύο δολάρια και ένα δολάριο με δύο ευρώ, αυτό συνεπάγεται μία σταυροειδή ισοτιμία της στερλίνας προς τέσσερα ευρώ. Αν αυτή η σταυροειδής ισοτιμία διέφερε από την πραγματική στερλίνας ευρώ, τότε θα έκαναν την εμφάνισή τους κερδοσκοπικά ινστιτούτα που θα επιχειρούσαν να επωφεληθούν της κατάστασης αυτής, με αποτέλεσμα να προκαλέσουν αλλαγή της ισοτιμίας.

Παρόλο όμως που πρόκειται για μία αγορά τόσο οικεία σε όλους σχεδόν που συμμετέχουν είτε για επαγγελματικούς είτε για προσωπικούς – κερδοσκοπικούς σκοπούς, λίγοι είναι αυτοί που γνωρίζουν τις παγίδες αυτής της αγοράς, τα σημεία που κανείς πρέπει να προσέχει όταν συμμετέχει σε αυτήν καθώς και το πώς οι κρατικοί μηχανισμοί συμμετέχουν και παρεμβαίνουν για την εξυπηρέτηση πολιτικών και οικονομικών σκοπών. Τέλος ένας ακόμα λόγος επιλογής του θέματος είναι να ξεκαθαρίσει στους αναγνώστες σε τι νόμισμα (ευρώ ή δολάρια έστω) είναι πιο συμφέρον κάποιος να επενδύει τον πλούτο του ή σε τι νόμισμα θα πρέπει να δανειστεί, εξετάζοντας και συγκρίνοντας τις αποδόσεις των τίτλων, επενδύοντας εκεί που οι αποδόσεις είναι υψηλότερες.

Όλα τα παραπάνω αποτελούν τους κύριους λόγους επιλογής του θέματος. Συγκεκριμένη η εργασία αυτή θα αναλύσει μία αγορά γνωστή σε όλους η οποία όμως παράλληλα κρύβει σημαντικές πτυχές που αξίζει να αναλυθούν και οι οποίες είναι άγνωστες στους περισσότερους.

1.4. Διάρθρωση εργασίας

Η συγκεκριμένη εργασία δομείται ως εξής : Αρχικά αναλύεται η έννοια της αγοράς συναλλάγματος δίνοντας ορισμούς με μία παράλληλη ιστορική αναφορά στην εξέλιξη και τις ρίζες της αγοράς συναλλάγματος καθώς και αναφορά στην σπουδαιότητα αγοραπωλησίας συναλλάγματος και τον ρόλο της στην σύγχρονη οικονομία. Στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι βασικές μορφές συναλλάγματος, ο τρόπος οργάνωσης και διακανονισμού, τα πλεονεκτήματα, οι συμμετέχοντες και οι παράγοντες της αγοράς συναλλάγματος. Στο επόμενο κεφάλαιο αναφέρονται οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και ο συναλλαγματικός κίνδυνος. Μέσα από παραδείγματα παρουσιάζονται κάποια είδη συναλλαγματικών ισοτιμιών (συναλλαγματικές ισοτιμίες ισορροπίας, άμεσες και έμμεσες ισορροπίες, σταυροειδείς ισοτιμίες), αναλύονται οι παράγοντες της αγοράς που επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες καθώς και τρόποι αντιμετώπισης συναλλαγματικού κινδύνου. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η διατραπεζική αγορά συναλλάγματος. Αναλύονται τα χαρακτηριστικά της αγοράς, ο ρόλος της διατραπεζικής αγοράς και οι συμμετέχουσες τράπεζες, οι συναλλαγές μεταξύ των τραπεζών, οι πελάτες της διατραπεζικής αγοράς. Στην συνέχεια αναλύονται τα καθήκοντα και τα εργαλεία των FX trader, και παρουσιάζονται τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για να γίνουν οι αναλύσεις και οι προβλέψεις. Στο επόμενο κεφάλαιο αναλύεται ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στην άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής. Γίνεται μια ιστορική αναδρομή του ρόλου των τραπεζών, εξετάζονται οι παράγοντες που επηρεάζουν τον ρόλο των

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

κεντρικών τραπεζών στην άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής και τέλος γίνεται αναφορά στον ρόλο της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα κεφάλαια 7, 8 & 9 παρουσιάζουν τις 3 βασικές μορφές αγοράς συναλλάγματος: την αγορά συναλλάγματος ως μέσο αντιστάθμισης κινδύνου (HEDGING), την SPOT αγορά συναλλάγματος και την FORWARD αγορά συναλλάγματος. Δίνονται οι ορισμοί και τα βασικά χαρακτηριστικά αυτών των αγορών, οι κίνδυνοι και οι τρόποι αντιμετώπισής τους, ενώ μέσα από παραδείγματα παρουσιάζεται ο τρόπος λειτουργίας αυτών των αγορών. Τέλος, στο δέκατο κεφάλαιο αναλύονται τα συμπεράσματα αυτής της εργασίας και παρουσιάζονται κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

Εισαγωγή

Η εμπορία συναλλάγματος διεξάγεται ουσιαστικά με δυο διακριτούς τρόπους. Στα πλαίσια ενός οργανωμένου χρηματιστηρίου συναλλάγματος ή «εξωχρηματιστηριακά». Το ενδοχρηματιστηριακά εμπορευόμενο συνάλλαγμα αντιπροσωπεύει πολύ μικρό μέρος της συνολικής αγοράς συναλλάγματος καθώς η πλειοψηφία των αγοραπωλησιών συναλλάγματος πραγματοποιούνται «εξωχρηματιστηριακά» μεταξύ τραπεζών και άλλων φορέων της αγοράς.⁴

1. Ενδοχρηματιστηριακά εμπορευόμενα νομίσματα

Στην περίπτωση οργανωμένου χρηματιστηρίου συναλλάγματος όπως είναι το Χρηματιστήριο Παραγώγων του Chicago (Chicago Mmerchandise Eexchange) στις Η.Π.Α., συμβόλαια συναλλάγματος τυποποιημένου ύψους που αντιπροσωπεύουν συγκεκριμένη νομισματική αξία γίνονται αντικείμενο εμπορίας στην Διεθνή νομισματική αγορά (linternational Mmonetary Mmarket). Ένας οίκος εκκαθάρισης συνταιριάζει τις συναλλαγές μεταξύ των μερών.⁵

⁴ www.ac-markets.com/gr

⁵ www.ac-markets.com/gr

2. Αγορά συναλλάγματος

Συγκριτικά, η εξωχρηματιστηριακή αγορά χρησιμοποιείται ανά τον κόσμο από μεγάλο αριθμό επενδυτών και ο κάθε επενδυτής επιλέγει με ποιον θέλει να συναλλαχθεί βάσει ποιότητας των τιμών, φήμης και όρων συναλλαγής. Είναι πιθανότατα η ανταγωνιστικότερη αγορά στον κόσμο και οι brokers (μεσίτες συναλλάγματος) πρέπει να εξασφαλίσουν ότι θα ανταποκρίνονται στα υψηλότερα standards υπηρεσιών και θα λειτουργούν σύμφωνα με τους κανόνες και τις πρακτικές αν θέλουν να αποκτήσουν νέους πελάτες και να διατηρήσουν τους ήδη υπάρχοντες. Σε έρευνα που διεξήχθη υπό την αιγίδα της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (BIS- Bank of International Settlements), ο συνολικός κύκλος εργασιών που δηλώνεται από τους dealers υπολογιζόταν σε 1,49 τρισεκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α. την ημέρα. Συγκριτικά, ο κύκλος εργασιών των ΣΜΕ(Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης) συναλλάγματος υπολογιζόταν στα 12 δισεκατομμύρια δολάρια.⁶

Μεταξύ των διαφόρων χρηματοοικονομικών κέντρων ανά τον κόσμο, το μεγαλύτερο μέρος της εμπορίας συναλλάγματος πραγματοποιείται στο Ηνωμένο Βασίλειο, παρά το γεγονός ότι το νόμισμα της χώρας, η αγγλική Λίρα, είναι λιγότερο ευρέως εμπορευόμενο στην αγορά σε σχέση με αρκετά άλλα. Το Ηνωμένο Βασίλειο αντιπροσωπεύει περίπου το 32% του συνόλου, οι

⁶ www.ac-markets.com/gr

Η.Π.Α. βρίσκονται μακράν δεύτερες με περίπου 18% και η Ιαπωνία είναι τρίτη με 8%.⁷

2.1 Ορισμός αγοράς συναλλάγματος

Αγορά συναλλάγματος ή "forex" ή "FX" (σύντμηση) είναι μια παγκόσμια αγορά στην οποία γίνεται ανταλλαγή (αγορά/ πώληση) όλων των εθνικών νομισμάτων και η οποία περιλαμβάνει όλα τα χρηματοοικονομικά κέντρα του κόσμου. Στην αγορά αυτή γίνεται λιανική συναλλαγή τραπεζογραμματίων (π.χ. από ιδιώτες) όσο και χονδρικές συναλλαγές από εμπορικές τράπεζες, εξειδικευμένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, εθνικές κυβερνήσεις. Η αγορά συναλλάγματος συνδέει άμεσα το εγχώριο με το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και διευκολύνει την πρόσβαση των κατοίκων της ημεδαπής στις διεθνείς αγορές, και των ξένων διαπραγματευτών στις εγχώριες.⁸

Η αγορά συναλλάγματος είναι μια «εξω -χρηματιστηριακή» (over the counter) αγορά, κάτι που σημαίνει ότι δεν υπάρχει κεντρικός φορέας συναλλαγών και εκκαθάρισης όπου αντιστοιχίζονται οι εντολές. Υπάρχουν ωστόσο γεωγραφικά «κέντρα» συναλλαγών ανά τον κόσμο και αυτά είναι (με σειρά σπουδαιότητας): Λονδίνο, Νέα Υόρκη, Tokyo, Σιγκαπούρη, Φρανκφούρτη, Γενεύη & Ζυρίχη, Παρίσι και Hong Kong. Ουσιαστικά οι συμφωνίες εμπορίας

⁷ www.ac-markets.com/gr

⁸ Paul Krugman and Maurice Obstfeld, Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πολιτική, Ελληνική Έκδοση (2000), Εκδόσεις Κριτική, Τόμος Β, Κεφ. 13: Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Αγορά Συναλλάγματος

Το συναλλάγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

συναλλάγματος γίνονται μεταξύ των παραγόντων στην βάση εμπιστοσύνης και υπόληψης για την τήρηση των όρων της συμφωνίας. Στην περίπτωση τραπεζών που συναλλάσσονται μεταξύ τους, λειτουργούν έτσι μόνο σε αυτήν την βάση. Στην αγορά λιανικής (ιδιώτες επενδυτές), οι πελάτες απαιτούν έγγραφο, αποδεκτό νομικά συμβόλαιο ανάμεσα στους ίδιους και τον broker τους ως αντάλλαγμα για την κατάθεση χρηματικού ποσού βάσει της οποίας επιτρέπονται οι συναλλαγές για τον πελάτη.⁹ Η αγορά συναλλάγματος ή διαφορετικά οι «συναλλαγές σε ξένα νομίσματα» είναι η ταυτόχρονη αγορά ενός νομίσματος με την πώληση ενός άλλου νομίσματος.¹⁰

Πέντε σημαντικά νομίσματα εξουσιάζουν τις εμπορικές συναλλαγές στις αγορές συναλλάγματος: το Αμερικάνικο δολάριο, το ευρωνόμισμα, τα ιαπωνικά γεν, το ελβετικό φράγκο και η βρετανική λίβρα. Τα ξένα νομίσματα κυκλοφορούν στο εμπόριο ανά ζευγάρια, γνωστά επίσης με τον όρο «σταυρούς», στη forex αγορά σημείων. Παραδείγματος χάριν, η αγορά της EUR/USD στη forex αγορά σημείων σημαίνει απλά ότι ο αγοραστής αγοράζει το ευρωνόμισμα και πωλεί το Αμερικάνικο δολάριο σε αναμονή για το ευρωνόμισμα κερδίζοντας την αξία σε σχέση με το Αμερικάνικο δολάριο. Οι επίσημοι αριθμοί παρουσιάζουν ότι το Αμερικάνικο δολάριο είναι σε μια πλευρά 83% όλων των συναλλαγών συναλλάγματος σημείων. Η αγορά "σημείων" αναφέρεται απλά σε μια σύμβαση νομίσματος με μια γρήγορη

⁹ www.ac-markets.com/gr

¹⁰ www.bankofcyprus.gr

ημερομηνία αξιολόγησης που απαιτεί την τακτοποίηση μέσα σε δύο επιχειρησιακές ημέρες.¹¹

Κατά τη διάρκεια των προηγούμενων δεκαετιών, η αύξηση στο διεθνές εμπόριο και η ξένη επένδυση έχουν διαμορφώσει τις σύγχρονες παγκόσμιες οικονομίες. Οι νέες ευκαιρίες για τους επενδυτές έχουν δημιουργηθεί επίσης με την πτώση του κομμουνισμού και τη δραματική αύξηση των ασιατικών και λατινοαμερικανικών οικονομιών.¹²

Η αγοραπωλησία νομισμάτων διεκπεραιώνεται για δύο λόγους: Περίπου το 5% των καθημερινών συναλλαγών στην αγορά συναλλάγματος πραγματοποιείται από εταιρείες ή κυβερνήσεις κρατών οι οποίες αγοράζουν και πωλούν προϊόντα και υπηρεσίες σε ξένες χώρες και μετατρέπουν τα κέρδη που έχουν εξασφαλίσει σε ξένο νόμισμα, στο δικό τους εγχώριο νόμισμα. Το υπόλοιπο 95% είναι αγοραπωλησία ξένου νομίσματος καθαρά για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Οι dealers (διαπραγματευτές συναλλάγματος), διεκπεραιώνουν τις περισσότερές τους αγοραπωλησίες στα «κύρια» νομίσματα, τα οποία είναι: Δολάριο Αμερικής (USD) , Γιέν Ιαπωνίας (JPY), Ευρώ (EUR), Λίρα Αγγλίας (GBP), Ελβετικό Φράγκο (CHF), Δολάριο Καναδά(CAD), Δολάριο Αυστραλίας(AUD). Αυτά είναι και τα πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα νομίσματα.¹³

Η αγορά συναλλάγματος είναι μια συνεχής διαπραγματεύσιμη αγορά, μια αγορά όπου διεκπεραιώνονται πράξεις όλο το 24ωρο. Υπάρχουν dealers σε

¹¹ ΚΕΡΔΟΣ 10/2007, Οι ευκαιρίες στην αγορά συναλλάγματος, Χάρης Κουντούρης

¹² www.bankofcyprus.gr

¹³ www.bankofcyprus.gr

όλα τα κύρια κέντρα διαπραγμάτευσης συναλλάγματος (dealing centers), τα οποία βρίσκονται στο Λονδίνο, Νέα Υόρκη, Τόκιο, Χόνγκ Κόνγκ και Σύντεν. Σε αντίθεση με τις άλλες χρηματοοικονομικές αγορές οι συναλλαγές στην αγορά συναλλάγματος διεκπεραιώνονται μέσω τηλεφώνου, κομπιούτερ, ή διαδικτύου. Οι συναλλαγές (foreign exchange) μπορούν να διεκπεραιωθούν:

Σε τιμές **spot** (2 εργάσιμες ημέρες), όπου ο πελάτης δίνει εντολή αγοράς ή πώλησης spot, σε συγκεκριμένη τιμή για χρονικό διάστημα εκτέλεσης μέχρι την επόμενη εργάσιμη ημέρα το πρωί, και,

Σε τιμές **forward** (προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία πέραν των 2 εργάσιμων ημερών), όπου ο πελάτης δίνει εντολή αγοράς ή πώλησης forward, σε συγκεκριμένη τιμή για χρονικό διάστημα εκτέλεσης μέχρι την επόμενη ημέρα το πρωί. Το χρονικό διάστημα ισχύος της forward συναλλαγής μπορεί να είναι από 1 μήνα έως και 12 μήνες.¹⁴

Οι ισοτιμίες των νομισμάτων αλλάζουν συνεχώς και υπάρχει μεγάλος επενδυτικός κίνδυνος. Συνήθως την αγορά συναλλάγματος προτιμούν επενδυτές οι οποίοι στοχεύουν στην ανάληψη επενδυτικού κινδύνου και στην επίτευξη αποδόσεων.

2.2. Ιστορική Αναδρομή και ρίζες αγοράς συναλλάγματος

Προκειμένου να κατανοηθεί πλήρως το τι είναι το συνάλλαγμα, είναι χρήσιμο να εξεταστούν οι λόγοι που οδήγησαν στην ίδια την ύπαρξή του. Η εξαντλητικά λεπτομερής περιγραφή των ιστορικών γεγονότων που

¹⁴ www.bankofcyprus.gr

διαμόρφωσαν την αγορά συναλλάγματος όπως είναι σήμερα δεν έχει μεγάλη σημασία για τον trader συναλλάγματος και για αυτό θα παραλειφθούν εκτενείς επεξηγήσεις ιστορικών γεγονότων όπως η συμφωνία του Bretton Woods προς όφελος μιας πιο συγκεκριμένης εξέτασης της λογικής πίσω από τη χρήση του συναλλάγματος ως μέσο ανταλλαγής αγαθών και υπηρεσιών.¹⁵

Αρχικά οι πρόγονοί μας διεξήγαγαν ανταλλαγές αγαθών με άλλα αγαθά. Αυτό το σύστημα ανταλλαγών ήταν φυσικά αρκετά ανεπαρκές και απαιτούσε μακρές διαπραγματεύσεις και αναζητήσεις προκειμένου να κλειστεί μια καλή συμφωνία. Τελικά τύποι μετάλλων όπως ο χαλκός, ο άργυρος και ο χρυσός άρχισαν να χρησιμοποιούνται σε τυποποιημένα μεγέθη και αργότερα σε βαθμούς (καθαρότητας) για να διευκολύνουν τις ανταλλαγές εμπορευμάτων. Η βάση για αυτά τα μέσα συναλλαγής ήταν η αποδοχή τους από το ευρύ κοινό και πρακτικές μεταβλητές όπως η ανθεκτικότητα και η αποθήκευση. Τελικά κατά την ύστερη μεσαιωνική περίοδο, μια ποικιλία από χάρτινα χρεόγραφα (IOU) άρχισαν να κερδίζουν δημοτικότητα ως μέσα συναλλαγών.¹⁶

Το προφανές πλεονέκτημα του να κυκλοφορείς με «βαρύτιμο» χαρτί σε σύγκριση με σακούλες με βαρύτιμα μέταλλα αναγνωρίστηκε σταδιακά με το πέρασμα του χρόνου. Τελικά κυβερνήσεις υιοθέτησαν χάρτινα νομίσματα και στήριξαν την αξία του χαρτιού με αποθέματα χρυσού. Αυτό έγινε γνωστό ως gold standard. Η συμφωνία του Bretton Woods τον Ιούλιο του 1944 όρισε σταθερή τιμή δολαρίου στα 35 δολάρια Η.Π.Α. ανά ουγκιά και ισοτιμίες των άλλων νομισμάτων προς το δολάριο. Το 1971, ο πρόεδρος Νίξον ανέστειλε

¹⁵ www.ac-markets.com/gr

¹⁶ www.ac-markets.com/gr

την μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό και επέτρεψε στο δολάριο Η.Π.Α. να «διακυμαίνεται» απέναντι σε άλλα νομίσματα.¹⁷

Από τότε η αγορά συναλλάγματος εξελίχθηκε στην μεγαλύτερη αγορά στον κόσμο με συνολικό ημερήσιο τζίρο της τάξεως των περίπου 1,5 τρισεκατομμυρίου δολαρίων Η.Π.Α. Αν και παραδοσιακά θεσμική (διατραπεζική) αγορά, η δημοτικότητα της προσφερόμενης στον μεμονωμένο ιδιώτη online εμπορίας συναλλάγματος εκδημοκρατίζει τον χώρο του συναλλάγματος και διευρύνει την αγορά λιανικής.¹⁸

Τα τελευταία χρόνια, η αγορά συναλλάγματος εξελίχθηκε από μία αγορά στην οποία οι τράπεζες εκτελούσαν συναλλαγές μεταξύ τους σε μία αγορά όπου πολλά άλλα είδη χρηματοοικονομικών θεσμών όπως οι brokers και οι ειδικοί διαπραγματευτές συμμετέχουν, συμπεριλαμβανομένων και μη-χρηματιστικών επιχειρήσεων, επενδυτικών εταιρειών, συνταξιοδοτικών ταμείων και hedge funds.¹⁹

Το επίκεντρο των δραστηριοτήτων της διευρύνθηκε από την εξυπηρέτηση εισαγωγέων και εξαγωγέων στην διαχείριση των μεγάλων ποσών των υπερπόντιων επενδύσεων και των άλλων ροών κεφαλαίου που λαμβάνουν χώρα σήμερα. Τελευταία οι ημερήσιες συναλλαγές συναλλάγματος κερδίζουν

¹⁷ www.ac-markets.com/gr

¹⁸ www.ac-markets.com/gr

¹⁹ Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

συνεχώς σε δημοτικότητα και διάφορες εταιρείες παρέχουν στον μικροεπενδυτή διευκολύνσεις στις συναλλαγές.²⁰

2.3 Σπουδαιότητα αγοραπωλησίας συναλλάγματος και ο ρόλος στην σύγχρονη οικονομία²¹

Το συνάλλαγμα αποτελεί μία από τις βασικές μορφές επένδυσης. Οι αγορές συναλλάγματος αποτελούν μία απαραίτητη επενδυτική επιλογή των μεγάλων κεφαλαίων, καθώς λειτουργούν ως αντισταθμιστικοί αλλά και μερικές φορές, ενισχυτικοί, παράγοντες των επενδύσεων σε άλλες αγορές, όπως των μετοχών, των ομολόγων κλπ. Όλοι σχεδόν συμμετέχουν στην αγορά συναλλάγματος είτε λόγω επαγγελματικών δραστηριοτήτων είτε για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Είναι γνωστά τα φαινόμενα κερδοσκοπίας στις αγορές συναλλάγματος, με διάσημο αυτό του Σόρος και της βρετανικής λίρας, όταν ο μεγαλοεπενδυτής πέτυχε ένα δις δολάρια κέρδος σε μία ημέρα, κερδοσκοπώντας με το αγγλικό νόμισμα ενάντια στην τράπεζα της Αγγλίας. Επίσης σημαντικός είναι και ο τρόπος που χρησιμοποιείται το κάθε νόμισμα από τους κρατικούς μηχανισμούς και τις κεντρικές τράπεζες για την εξυπηρέτηση οικονομικών και πολιτικών αναγκών.

Συχνά ακούγεται η φράση 'πολιτική σκληρού δολαρίου' για παράδειγμα, όμως τι ακριβώς σημαίνει αυτή και πως είναι τόσο αυτονόητη η κρατική παρέμβαση σε μία αγορά η οποία θα έπρεπε, λογικά και σύμφωνα με τα όσα

²⁰ Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

²¹ Επενδύοντας σε συνάλλαγμα, κερδοσκοπία και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος.

Το συναλλάγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

κατά καιρούς διακηρύσσουν οι ιθύνοντες, να ήταν ελεύθερη και υπόλογοι μόνο στους κανόνες της αγοράς;

Επίσης η σπουδαιότητα της αγοραπωλησίας συναλλάγματος φαίνεται και από τις παρεμβάσεις των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών σε συναλλαγές με σκοπό την κερδοσκοπία και τις προσπάθειες που κάνουν ώστε να αντισταθμίσουν την δημιουργία νέου χρήματος με μία ισόποση μείωση με τις λειτουργίες της ανοικτής αγοράς της ίδιας της τράπεζας. Συχνά οι κεντρικές τράπεζες ελέγχουν την αγορά συναλλάγματος μεταβάλλοντας τα επιτόκια, την φορολογία και την νομισματική πολιτική επηρεάζοντας με αυτόν τον τρόπο τις νομισματικές ισοτιμίες, το ισοζύγιο πληρωμών και τρεχουσών συναλλαγών και γενικότερα την πορεία της οικονομίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΟΡΦΕΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΝΤΕΣ

3.1 Βασικές μορφές αγοράς συναλλάγματος

Οι βασικές μορφές της αγοράς συναλλάγματος είναι:

- i) Αγορά όψης (Spot Market)
- ii) Προθεσμιακή Αγορά (Forward Market)
- iii) Αγορά Διατραπεζικών Ανταλλαγών (Swaps)
- iv) Αγορά Δικαιωμάτων (Options Markets)

i) Αγορά όψης (Spot Market)

Αγορά όψης ή αγορά τοις μετρητοίς ονομάζουμε τις αγορές εμπορευμάτων (π.χ. ζάχαρη, μέταλλα, πετρέλαιο) και τις αγορές χρηματοοικονομικών τίτλων (π.χ. μετοχών, ομολόγων, εντόκων γραμματίων του δημοσίου, νομισμάτων) όπου η παράδοση του προϊόντος ή του τίτλου είναι άμεση και συνοδεύεται

από την πληρωμή του. Οι αγορές αυτές είναι διεθνώς γνωστές ως cash markets ή ακόμα και ως spots markets. Ο όρος spot markets αναφέρεται στα λήγοντα συμβόλαια ΣΜΕ που όμως έχουν κάποιο μικρό χρονικό διάστημα διάρκειας μέχρι να παραδοθεί το αγαθό ή ο τίτλος. Επομένως ο όρος spot δεν είναι ταυτόσημος με τον όρο μετρητοίς αλλά παρά το γεγονός ότι ο πιο σωστός όρος είναι cash, λόγω της μεγάλης ρευστότητας που παρουσιάζει η αγορά των ΣΜΕ, συχνά χρησιμοποιείται ο όρος spot ως ταυτόσημος.²²

Εκτενέστερη αναφορά στην spot αγορά θα γίνει στο κεφάλαιο 8

ii) Προθεσμιακή αγορά (Forward Market)

Είναι η αγορά στην οποία οι συναλλαγές νομισμάτων αφορούν συγκεκριμένη τιμή και συγκεκριμένη ημερομηνία. Παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον καθώς οι συναλλαγές στην προθεσμιακή αγορά αποτελούν σημαντική επενδυτική επιλογή κερδοσκόπων που προσπαθούν να καταγράψουν κέρδη προβλέποντας μια μεταβολή στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.²³

Στο κεφάλαιο 9 γίνεται λεπτομερειακή αναφορά στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος.

iii) Αγορά Διατραπεζικών Ανταλλαγών (SWAPS)

Το swap είναι μια συμφωνία μεταξύ δυο πλευρών να ανταλλάξουν ένα παρόμοιο αγαθό ή υποχρέωση ίσης χρηματικής αξίας σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Συμμετέχοντας στην ανταλλαγή αυτή τα δυο συμβαλλόμενα μέρη έχουν πιο συμφέροντες όρους απ' ότι αν δεν συμμετείχαν.²⁴

²² Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, Αγορές και Προϊόντα Παραγώγων, Ελληνική Ένωση Τραπεζών

²³ Επενδύοντας σε συνάλλαγμα- κερδοσκοπία και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος.

²⁴ Wiley. (2000). *An introduction to derivatives* σελ.5-27

Είναι μια εξειδικευμένη συμφωνία ανταλλαγής μεταξύ δυο μερών που συνήθως αφορά παράγωγα προϊόντα.

Διακινούνται εκτός χρηματιστηρίων παραγώγων, αλλά χρησιμοποιούνται αρκετά στις τράπεζες.

Με τα προϊόντα αυτά, γίνονται αλλαγές νομισμάτων και επιτοκίων. Με swap π.χ. ανταλλάσσει τα χρήματα του ένας ξένος επενδυτής για να πάρει δραχμές και να αγοράσει μετοχές του Χ.Α.Α.²⁵

Ένα swap είναι μία συμφωνία μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων, σύμφωνα με την οποία ανά τακτά χρονικά διαστήματα, ο καθένας από αυτούς πληρώνει τον άλλο κάποιο ποσό χρημάτων.

Τα δύο ποσά που ανταλλάσσονται μπορεί να αναφέρονται:

- Σε διαφορετικά νομίσματα (currency swap (swap νομισμάτων))
- Στο ίδιο νόμισμα (interest rate swap (swap επιτοκίου))
- Σε δύο διαφορετικά νομίσματα με τις πληρωμές στο ένα νόμισμα να είναι σταθερές και στο άλλο κυμαινόμενες (cross-currency interest rate swap (συνθετικό swap)). Οι πληρωμές που ανταλλάσσονται λέγονται «σκέλη» του swap. Ο πιο κοινός τύπος swap είναι η ανταλλαγή σταθερού επιτοκίου για κυμαινόμενο (fixed-for-floating). Το σταθερό επιτόκιο λέγεται κουπόνι του swap. Οι πληρωμές που γίνονται βασίζονται σε υποθετικές ποσότητες (notionals). Συνήθως καταβάλλεται μόνο η διαφορά επιτοκίου (interest differential)²⁶

²⁵ Wiley. (2000). *An introduction to derivatives* σελ.5-27

²⁶ www.primus.com.gr Ανταλλαγές επιτοκίων και νομισμάτων

Παράδειγμα:²⁷

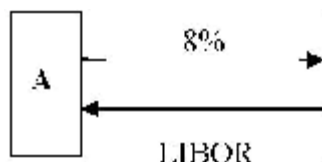
Η Τράπεζα Α (οφειλέτης σταθερού επιτοκίου) αγοράζει ένα 8% swap από την Τράπεζα Β.

Notional : 100 εκ. USD

Σταθερό επιτόκιο (κουπόνι) : 8%

Κυμαινόμενο επιτόκιο : LIBOR 6μ.

Συχνότητα πληρωμών : ανά εξάμηνο (Απρίλιο και Οκτώβριο)



Έστω τώρα ότι το 6μ-LIBOR του Απριλίου διαμορφώνεται στο 7%. Τότε η Τράπεζα Α θα πρέπει να πληρώσει στη Β ποσό $USD100εκ. \cdot 8\% \cdot (1/2)$ και να εισπράξει από την Β ποσό $USD100εκ. \cdot 7\% \cdot (1/2)$. Δηλαδή τελικά η Α θα πληρώσει στη Β ποσό $USD100εκ. \cdot 1\% \cdot (1/2) = USD 500.000$.

Οικονομικά Κίνητρα για Swaps είναι το μοίρασμα του κινδύνου και το συγκριτικό πλεονέκτημα / arbitrage . Με τον όρο Arbitrage ορίζεται η δραστηριότητα βάσει της οποίας οι διαπραγματευτές εκμεταλλεύονται με σκοπό το κέρδος τις αποκλίσεις των ισοτιμιών των ίδιων νομισμάτων σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές. Εγγυάται ότι η ισοτιμία νομισμάτων θα είναι ίδια σε όλα τα χρηματοοικονομικά κέντρα της αγοράς συναλλάγματος.²⁸

²⁷ www.primus.com.gr Ανταλλαγές επιτοκίων και νομισμάτων

²⁸ Paul Krugman and Maurice Obstfeld, Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πολιτική, Ελληνική Έκδοση (2000), Εκδόσεις Κριτική, Τόμος Β, Κεφ. 13: Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Αγορά Συναλλάγματος

Παράδειγμα: ²⁹

Μία Ιαπωνική Τράπεζα θέλει να εκδώσει χρέος (δηλ. να δανεισθεί) σε USD.

Μπορεί να το κάνει με δύο τρόπους:

- (i) Να εκδώσει χρέος σε USD
- (ii) Να εκδώσει χρέος σε JPY και να το ανταλλάξει με χρέος USD

Ο λόγος που μπορεί η Ιαπωνική Τράπεζα να θέλει να επιλέξει το δεύτερο τρόπο είναι επειδή μπορεί να της έρχεται φθηνότερα (συγκριτικό πλεονέκτημα)

iv) *Αγορά Δικαιωμάτων (Options Markets)*

Ένα option είναι μια συμφωνία με την οποία κάποιος έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει(Call) ή να πουλήσει(Put) ένα αγαθό, (νόμισμα, μετοχές κτλ.) έως μια προκαθορισμένη ημερομηνία σε μια συγκεκριμένη τιμή. Επειδή το option δίνει τη δυνατότητα σε κάποιον να μην το εξασκήσει ο αγοραστής πληρώνει στον πωλητή μια επιπλέον τιμή που λέγεται premium. ³⁰

Υπάρχουν τέσσερις βασικές θέσεις: Αγορά δικαιώματος αγοράς (long call), αγορά δικαιώματος πώλησης (long put), πώληση δικαιώματος αγοράς (short call), πώληση δικαιώματος πώλησης (short put).³¹

²⁹ www.primus.com.gr Ανταλλαγές επιτοκίων και νομισμάτων

³⁰ Don.M. Chance. (1998). *An introduction to derivatives* σελ.17-19

³¹ Don.M. Chance. (1998). *An introduction to derivatives* σελ.17-19

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Με το δικαίωμα αγοράς παρέχεται στον αγοραστή το δικαίωμα να αγοράσει χ μονάδες του τίτλου ή αγαθού σε μια συγκεκριμένη ημέρα στο μέλλον σε μια συγκεκριμένη τιμή. Ο αγοραστής προβαίνει στην σύναψη του συμβολαίου γιατί προσδοκά σε άνοδο της τιμής του υποκείμενου τίτλου. Στην περίπτωση που οι προσδοκίες του αποδειχθούν εσφαλμένες, θα απολέσει μόνο το ποσό που κατέβαλε για την αγορά του δικαιώματος. Εάν όμως αποδειχθούν αληθινές, τότε θα επιτύχει σημαντικά κέρδη.³²

Στην αντίθετη ακριβώς θέση βρίσκεται ο πωλητής του δικαιώματος αγοράς ο οποίος αναμένει είτε πτώση της τιμής ή διατήρησή της στα ισχύοντα επίπεδα ώστε να μην προκαλέσει την εξάσκηση του συμβολαίου και να καρπωθεί το αρχικό ασφάλιστρο (πριμ) του δικαιώματος. Σε διαφορετική περίπτωση αναλαμβάνει τον κίνδυνο να υποστεί σημαντική ζημιά.³³

Καθώς τα συμβαλλόμενα μέρη είναι 2 που έχουν αντίθετες θέσεις, το κέρδος του ενός αποτελεί την ζημιά του άλλου. Εάν βέβαια προστεθεί και το κόστος συναλλαγής που επιβαρύνει τον καθένα, το κέρδος θα μειωθεί και η ζημιά θα αυξηθεί κατά το κόστος της συναλλαγής. Λαμβάνοντας υπόψη τους όρους ενός συμβολαίου προαίρεσης, μπορεί να προσδιοριστούν το κέρδος και η ζημιά του αγοραστή και πωλητή σε κάθε πιθανό επίπεδο της τιμής του υποκείμενου.³⁴

³² Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

³³ Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

³⁴ Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

Με βάση τα παραπάνω, όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι μεγαλύτερη της τιμής εξάσκησης, ο αγοραστής έχει κάθε συμφέρον να εξασκήσει το δικαίωμα αποκομίζοντας την διαφορά $S-X$ (όπου S η τιμή μιας μονάδας του υποκείμενου τίτλου και X η τιμή εξάσκησης ή εκτέλεσης στην οποία αγοράζεται ή πωλείται μια μονάδα του τίτλου ή αγαθού). Το καθαρό του κέρδος υπολογίζεται εάν από την διαφορά αυτή αφαιρεθεί το ποσό που καταβλήθηκε όταν αγόρασε το δικαίωμα. Αντιθέτως, εάν η τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι χαμηλότερη της τιμής εξάσκησης, ο αγοραστής έχει κάθε έννομο συμφέρον να μην εξασκήσει το δικαίωμα καθώς δεν επιθυμεί (αλλά ούτε είναι υποχρεωμένος) να επιβαρυνθεί με την αρνητική διαφορά $S-X$ πέραν του αρχικού κόστους συμβολαίου. Με μόνο αυτές τις δύο περιπτώσεις τιμών υποκείμενου και τιμής εξάσκησης, η τιμή ενός δικαιώματος αγοράς κατά την ημερομηνία λήξης θα είναι ίση με το μέγιστο των οφειλών.³⁵

3.2 Οργάνωση, διακανονισμός συναλλαγών και δραστηριότητες αγοράς συναλλάγματος

3.2.1 Οργάνωση

Η αγορά συναλλάγματος είναι ο γενικός όρος για τα ιδρύματα σε όλο τον κόσμο που υπάρχουν για να ανταλλάσσουν ή να εμπορεύονται τα νομίσματα διαφόρων χωρών. Είναι οργανωμένη σε δύο επίπεδα: το επίπεδο λιανικής (retail tier) και το επίπεδο χονδρικής (wholesale tier). Το επίπεδο λιανικής συγκεντρώνει τους «μικρούς παίκτες» που αγοράζουν και πωλούν

³⁵ Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

συνάλλαγμα. Το επίπεδο χονδρικής είναι ένα άτυπο, γεωγραφικά διάσπαρτο, δίκτυο από περίπου 2000 τράπεζες και εταιρείες μεσιτών συναλλάγματος, που συναλλάσσονται μεταξύ τους και με μεγάλους οργανισμούς. Η αγορά συναλλάγματος είναι ανοικτή 24 ώρες την ημέρα και χωρίζεται σε τρεις χρονικές ζώνες. Το εμπόριο συναλλάγματος ξεκινά κάθε μέρα στο Sydney και γυρνάει σε όλο τον κόσμο καθώς ξεκινά κάθε εργάσιμη ημέρα σε κάθε χρηματοοικονομικό κέντρο, πρώτα στο Τόκυο, μετά στο Λονδίνο και στη Νέα Υόρκη. Οι οθόνες των υπολογιστών σε όλο τον κόσμο δείχνουν συνεχώς συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ένας trader βάζει στον υπολογιστή του μία τιμή για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου, και μπορεί μετά να λάβει μηνύματα από οπουδήποτε στον κόσμο, από ανθρώπους που είναι διατεθειμένοι να ικανοποιήσουν αυτή την τιμή. Δεν έχει καμία σημασία για αυτόν, εάν ο αντισυμβαλλόμενος βρίσκεται στο Λονδίνο, στη Σιγκαπούρη ή στο Μπουένος Άϊρες. Η αγορά συναλλάγματος δεν έχει φυσικό χώρο όπου οι traders συναντώνται για να κάνουν συναλλαγές σε νομίσματα. Όταν ο οικονομικός τύπος και τα βιβλία χρηματοοικονομικών αναφέρονται στην αγορά συναλλάγματος, αναφέρονται στο επίπεδο χονδρικής. Σε αυτό το κεφάλαιο θα ακολουθηθεί αυτή τη σύμβαση.³⁶

Οι αγορά συναλλάγματος είναι η μεγαλύτερη από όλες τις χρηματοοικονομικές αγορές στον κόσμο. Μια τυπική συναλλαγή σε USD είναι περίπου 10 εκατομμύρια («δέκα δολάρια» στη γλώσσα των dealers). Στην τελευταία τριετή έρευνα που διεξήγαγε η Bank of International Settlements (BIS) τον Απρίλιο του 2005, εκτιμήθηκε ότι ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών στην

³⁶ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononagoron.pdf

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

αγορά συναλλάγματος – spot, forward και swap- ήταν περίπου 1,2 τρις δολάρια ,μία πτώση της τάξης του 19% σε σύγκριση με τον Απρίλιο του 2001. Ο μέσος ημερήσιος όγκος είναι περίπου δέκα φορές ο ημερήσιος όγκος του διεθνούς εμπορίου σε αγαθά και υπηρεσίες και εξήντα φορές το ημερήσιο αμερικανικό ΑΕΠ. ³⁷

Τον Απρίλιο του 2005, οι μεγαλύτερες αγορές ήταν το Λονδίνο με μέσο ημερήσιο τζίρο USD 637 δις, η Νέα Υόρκη (USD 350 δις) , το Τόκιο (USD 150 δις) και η Σιγκαπούρη (USD 140 δις). Η Φρανκφούρτη, η Ζυρίχη, το Παρίσι και το Χόνγκ-Κόνγκ είχαν ημερήσιο όγκο μεταξύ USD 70 και 95 δις. Τα νομίσματα με τη μεγαλύτερη συναλλακτική κίνηση ήταν τα USD, EURO και JPY. Η ισοτιμία USD/EURO ήταν μακράν αυτή που είχε τη μεγαλύτερη συναλλακτική κίνηση το 2005 και αποτελούσε το 30% του συνολικού τζίρου, ακολουθούμενη από τη USD/JPY με 20% και από τη USD/GBP με 11%. Οι συναλλαγές εγχώριων νομισμάτων σε αναδυόμενες αγορές ήταν στο 4,5% της συναλλαγματικής δραστηριότητας το 2005, ενώ το 2001 ήταν μόνο 3,1%.³⁸

Δεδομένης της διεθνούς φύσης της αγοράς, η πλειοψηφία (57%) όλων των συναλλαγών σε συνάλλαγμα απαιτεί διασυνοριακούς αντισυμβαλλόμενους. Αυτό τονίζει μία από τις βασικές ανησυχίες στην αγορά συναλλάγματος: κίνδυνος αντισυμβαλλόμενου. Είναι σαφές ότι χρειάζεται ένα καλό σύστημα διακανονισμού και εκκαθάρισης. ³⁹

³⁷ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

³⁸ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

³⁹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

3.2.2 Διακανονισμός συναλλαγών

Στο επίπεδο χονδρικής, δεν γίνεται ανταλλαγή «πραγματικού» χρήματος. Δεν υπάρχουν μεταφορείς που κυκλοφορούν ανά τον κόσμο με βαλίτσες γεμάτες λεφτά. Όλες οι συναλλαγές γίνονται ηλεκτρονικά χρησιμοποιώντας ένα διεθνές σύστημα εκκαθάρισης. Η SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications), διευθύνει το βασικό σύστημα εκκαθάρισης για διεθνείς συναλλαγές. Τα κεντρικά τους βρίσκονται στις Βρυξέλλες. Το σύστημα ηλεκτρονικής μεταφοράς δουλεύει με ένα πολύ απλό τρόπο. Δύο τράπεζες που εμπλέκονται σε μία συναλλαγή συναλλάγματος θα μεταφέρουν απλά τραπεζικές καταθέσεις μέσω του SWIFT προκειμένου να διακανονισθεί η συναλλαγή.⁴⁰

Παράδειγμα :

Έστω ότι η Banco del Suquia, μία από τις μεγαλύτερες ιδιωτικές Τράπεζες της Αργεντινής, πουλάει Ελβετικά φράγκα (CHF) στην Malayan Banking Berhard, τη μεγαλύτερη ιδιωτική Μαλαισιανή Τράπεζα, για Ιαπωνικά γιέν (JPY). Ο διακανονισμός της συναλλαγής θα γίνει με μία μεταφορά Τραπεζικών καταθέσεων. Η Banco del Suquia θα μεταβιβάσει στην Malayan Banking Berhard μια κατάθεση CHF που τηρεί σε κάποια Ελβετική Τράπεζα, ενώ η Malayan Banking Berhard θα μεταβιβάσει στην Banco del Suquia μια

⁴⁰ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

κατάθεση JPY που τηρεί σε μια Ιαπωνική Τράπεζα. Το σύστημα SWIFT θα χειρισθεί την επιβεβαίωση των λεπτομερειών της συναλλαγής και των οδηγιών πληρωμής προς τις Τράπεζες στην Ελβετία και στην Ιαπωνία. Η Banco del Suquia θα έχει ένα τραπεζικό λογαριασμό σε JPY στην Ιαπωνία και η Malayan Banking Berhard θα έχει ένα τραπεζικό λογαριασμό σε CHF στην Ελβετία.⁴¹

Οι ξένοι λογαριασμοί που χρησιμοποιούνται για το διακανονισμό διεθνών πληρωμών μπορούν να τηρούνται από ξένα υποκαταστήματα της ίδιας Τράπεζας, ή σε ένα λογαριασμό με μια ανταποκρίτρια Τράπεζα (correspondent bank). Μια ανταποκριτική Τραπεζική σχέση δημιουργείται όταν δύο Τράπεζες διατηρούν έναν ανταποκριτικό Τραπεζικό λογαριασμό η μία με την άλλη. Η πλειονότητα των μεγάλων Τραπεζών έχουν ανταποκριτικές σχέσεις με άλλες Τράπεζες σε όλα τα μεγάλα χρηματοοικονομικά κέντρα στα οποία δεν έχουν δικά τους Τραπεζικά υποκαταστήματα. Για παράδειγμα, μια Τράπεζα στο Τόκιο θα έχει ένα ανταποκριτικό Τραπεζικό λογαριασμό σε μια Μαλαισιανή Τράπεζα και η Μαλαισιανή Τράπεζα θα έχει ένα ανταποκριτικό λογαριασμό με την Τράπεζα στο Τόκιο. Οι ανταποκριτικοί λογαριασμοί λέγονται επίσης λογαριασμοί nostro και λειτουργούν όπως οι τρεχούμενοι λογαριασμοί (όψεως).⁴²

Η αγορά συναλλάγματος είναι σε μεγάλο βαθμό μια «απορρυθμισμένη» αγορά. Μόνο τα παράγωγα συμβόλαια που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια, υπόκεινται σε τυπικούς κανόνες και ρυθμίσεις. Οι Τράπεζες γενικά

⁴¹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

⁴² www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

εποπτεύονται από κάποια κρατική εποπτική αρχή (π.χ. Τράπεζα Ελλάδος, FED) και είναι υποχρεωμένες να αναφέρουν σε τακτικές περιόδους τη συναλλαγματική τους θέση.⁴³

3.2.3 Δραστηριότητες

1) *Κερδοσκοπία (Speculation)* είναι η δραστηριότητα που αφήνει μια συναλλαγματική θέση ανοικτή στις διακυμάνσεις της ισοτιμίας του νομίσματος. Οι κερδοσκόποι παίρνουν μια θέση ώστε να «κερδοσκοπήσουν» στην κατεύθυνση της ισοτιμίας. Ένας κερδοσκόπος παίρνει μια συναλλαγματική θέση με την προσδοκία μιας μεταβολής της ισοτιμίας προς όφελος του. Με άλλα λόγια ο κερδοσκόπος δεν παίρνει άλλες θέσεις που να μειώνουν ή να καλύπτουν την ανοικτή του θέση.⁴⁴

Λόγω της μεγάλης ρευστότητας που παρουσιάζει η αγορά συναλλάγματος, χαρακτηρίζεται ως η κατ'εξοχήν αγορά εφαρμογής εξισορροπητικής κερδοσκοπίας. Ανάλογα με τους παράγοντες που δημιουργούν ευκαιρίες αγοραπωλησιών, η εξισορροπητική κερδοσκοπία ονομάζεται γεωγραφική, τριγωνοειδής και καλυμμένου επιτοκίου.⁴⁵

⁴³ Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και Προϊόντα Παραγώγων». Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

⁴⁴ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononagoron.pdf

⁴⁵ Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

Όταν το ίδιο νόμισμα πωλείται σε διαφορετικές χώρες σε δύο διαφορετικές τιμές, τότε η εξισορροπητική κερδοσκοπία που εφαρμόζεται ονομάζεται γεωγραφική.⁴⁶

Όταν σε μια αγορά συναλλάγματος διαμορφώνεται η ισοτιμία του επιτοκίου νομίσματος Z με δύο άλλα νομίσματα X, Ψ, μεταξύ των X, Ψ ισχύει μια συνεπαγόμενη ισοτιμία παρά το γεγονός ότι αυτή δεν προσφέρεται προς διαπραγμάτευση στην αγορά αυτή. Η ισοτιμία όμως αυτή προσφέρεται για διαπραγμάτευση σε άλλη αγορά. Οι τυχόν διαφορές μεταξύ της συνεπαγόμενης ισοτιμίας στην μια αγορά και της διαπραγματευόμενης ισοτιμίας στην άλλη αγορά δίνει το κίνητρο για εφαρμογή της τριγωνικής εξισορροπητικής κερδοσκοπίας.⁴⁷

Η ισοτιμία των επιτοκίων προσδιορίζει την ισοτιμία δύο νομισμάτων με βάση τα επιτόκια που ισχύουν στις δύο χώρες. Τυχόν απόκλιση από την ισοτιμία των επιτοκίων προσφέρει την ευκαιρία ανάληψης εξισορροπητικής κερδοσκοπίας καλυμμένου επιτοκίου.⁴⁸

2) *Αντιστάθμιση (Hedging)* είναι ένας τρόπος να μεταφερθεί μέρος του συναλλαγματικού κινδύνου, ο οποίος είναι εγγενής σε όλες τις συναλλαγές οι οποίες εμπλέκουν δύο νομίσματα, όπως π.χ. εισαγωγές και εξαγωγές. Έτσι, σε αντίθεση με την κερδοσκοπία, η αντιστάθμιση είναι η δραστηριότητα κάλυψης μιας ανοικτής θέσης. Αυτός που αντισταθμίζει, εκτελεί μια

⁴⁶ Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

⁴⁷ Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

⁴⁸ Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

συναλλαγή στην αγορά συναλλάγματος για να καλύψει το συναλλαγματικό κίνδυνο μιας άλλης θέσης.⁴⁹

Το Hedging είναι μια τεχνική αντιστάθμισης κινδύνου. Αποβλέπει στην κάλυψη ή τον περιορισμό του κινδύνου της αγοράς (market risk), του επιτοκιακού κινδύνου (interest rate risk) ή του συναλλαγματικού κινδύνου (currency risk). Εάν π.χ η κίνηση μιας τιμής θα προξενούσε ζημιά, επιβάλλεται η αγορά ενός συμβολαίου option ή future που δίνει το ακριβώς αντίθετο αποτέλεσμα. Εάν μία άνοδος των επιτοκίων θα επιφέρει ζημίες, το αποτέλεσμα μπορεί να αντιστραφεί και ίσως οδηγήσει σε κέρδη με το κλείσιμο ενός interest rate option ή interest rate future. Hedging αποτελεί και η προθεσμιακή πώληση ενός νομίσματος για να μειώσουμε το συναλλαγματικό κίνδυνο που φέρει ένα ιδιοκτησιακό δικαίωμα επί ενός περιουσιακού στοιχείου που εκφράζεται στο νόμισμα αυτό όπως π.χ ένα εισαγόμενο αγαθό η τιμή του οποίου προβλέπεται να αυξηθεί στο μέλλον. Η χρονική περίοδος της σχετικής σύμβασης μπορεί να συμπίπτει με το χρόνο της αναμενόμενης ρευστοποίησης του περιουσιακού στοιχείου ή ενδέχεται να είναι διάρκειας τριών, έξη ή δώδεκα μηνών για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο για ένα περιουσιακό στοιχείο που αναμένεται να διακρατηθεί για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα οπότε εναπόκειται στη κρίση του δικαιούχου η επιλογή του κατάλληλου χρόνου ρευστοποίησης ή η ανανέωση της σύμβασης. Με το hedging ο κίνδυνος της αναληφθείσας θέσης ισούται με το μηδέν.⁵⁰

⁴⁹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

⁵⁰ www.ine.otoe.gr/lexiko.pdf

Παράδειγμα γεωγραφικής εξισορροπητικής κερδοσκοπίας⁵¹

Στο Τόκιο η προθεσμιακή τιμή του € με παράδοση 1 μήνα είναι 125,89 γιεν (γιεν/€ = 125,89). Η ισοτιμία αυτή εκφρασμένη ως €/γιεν είναι ίση με το αντίστροφό της, δηλαδή €/γιεν = 1/(γιεν/€) = 1/125,89 = 0,007943. Την ίδια στιγμή στην Αθήνα το γιεν με παράδοση 1 μήνα αγοράζεται προς 0,007813 ευρώ. Η τιμή διαπραγμάτευσης στην Αθήνα εκφραζόμενη ως γιεν/€ είναι το αντίστροφο της τιμής 0,007813, δηλαδή : γιεν/€ = 1/0,007813 = 127,99. Με άλλα λόγια ενώ στο Τόκιο η ισοτιμία γιεν/ευρώ είναι 125,89, στην Αθήνα είναι 127,99, δηλαδή το γιεν είναι φθηνότερο στην Αθήνα. Ως εκ τούτου ο εξισορροπιστής βλέποντας την διαφορά αυτή θα αγοράσει στην Αθήνα γιεν και θα τα πουλήσει στο Τόκιο. Η περιγραφή της εξισορρόπησης είναι :

α) χρόνος: σήμερα: αγορά 1 γιεν στην Αθήνα που θα παραληφθεί σε ένα μήνα προς 0,007813ευρώ. Πώληση 1 γιεν στο Τόκιο με παράδοση σε ένα μήνα προς 0,007943 (1/125,89) ευρώ

β) χρόνος: 1 μήνα από σήμερα: παραλαβή 1 γιεν στην Αθήνα αντί 0,007813ευρώ, παράδοση 1 γιεν στο Τόκιο προς 0,007943ευρώ.

Η τοποθέτηση του εξισορροπιστή σύμφωνα με το ανωτέρω παράδειγμα δεν περιλαμβάνει κανένα κίνδυνο και επομένως είναι ακίνδυνη εξισορρόπηση. Επίσης δεν απαιτείται καμιά επένδυση σήμερα ενώ το κέρδος, παρά το γεγονός ότι είναι γνωστό σήμερα, θα αποκομιστεί σε ένα μήνα.

Arbitrage αναφέρεται στη διαδικασία μέσω της οποίας επιχειρείται η παραγωγή κέρδους χωρίς κίνδυνο, με εκμετάλλευση ανακολουθιών στις τιμές

⁵¹ Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγώγων», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005

που εμφανίζονται ταυτόχρονα σε διαφορετικές αγορές. Η απλούστερη μορφή arbitrage στην αγορά συναλλάγματος είναι το χωρικό arbitrage (spatial arbitrage), που εκμεταλλεύεται τη γεωγραφικά διασπαρμένη φύση της αγοράς. Για παράδειγμα, ένας arbitrageur θα επιχειρήσει να αγοράσει GBP στο 1,61 USD/GBP στο Λονδίνο και ταυτόχρονα να πουλήσει GBP στο 1,615 USD/GBP στη Νέα Υόρκη.⁵²

Το τριγωνικό arbitrage (triangular arbitrage) εκμεταλλεύεται λάθη τιμολόγησης ανάμεσα σε τρία νομίσματα. Όπως θα αναφερθεί και παρακάτω, οι σταυροειδείς ισοτιμίες (cross rates) καθορίζονται από το τριγωνικό arbitrage.⁵³

Το arbitrage καλυμμένου επιτοκίου (covered interest arbitrage) εκμεταλλεύεται την ασυνέπεια στη σχέση που πρέπει να διέπει τις spot και τις προθεσμιακές (forward) ισοτιμίες και τα εγχώρια και ξένα επιτόκια. Είναι μια δραστηριότητα (εν μέρει επενδυτική) με σκοπό το κέρδος, εκμεταλλευόμενη την διαφορά επιτοκίων δύο νομισμάτων προσαρμόζοντάς την με την προδοκόμενη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας.⁵⁴

Παράδειγμα⁵⁵

Έστω ότι έχουμε 2 ομόλογα: ένα αναγόμενο σε € με ετήσιο επιτόκιο (R) και ένα αναγόμενο σε \$ με ετήσιο επιτόκιο (R^*). Με ποιο τρόπο μια ευρωπαϊά επενδύτρια θα αποφάσιζε σε ποιο από τα δύο ομόλογα θα επενδύσει €1,00?

⁵² Paul Krugman and Maurice Obstfeld, Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πολιτική, Ελληνική Έκδοση (2000), Εκδόσεις Κριτική, Τόμος Β, Κεφ. 13: Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Αγορά Συναλλάγματος

⁵³ Paul Krugman and Maurice Obstfeld, Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πολιτική, Ελληνική Έκδοση (2000), Εκδόσεις Κριτική, Τόμος Β, Κεφ. 13: Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Αγορά Συναλλάγματος

⁵⁴ Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική «Μια εισαγωγική Προσέγγιση» (2000) Κεφ.2: Η Αγορά Συναλλάγματος, Κεφ. 3 Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός Ισοτιμίας

⁵⁵ CD: Euro's role: Eichengreen-Euro, Frieden-euro, Wolf: Exchange rate regimes

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Θα πρέπει να συγκριθούν οι αποδόσεις των 2 ομόλογων στον χρόνο λήξης τους (12 μήνες) προκειμένου να επιλεγεί εκείνο με την υψηλότερη απόδοση.

Η απόδοση του ευρωπαϊκού ομόλογου σε ένα χρόνο είναι $\epsilon(1+R)$

Για το αμερικάνικο ομόλογο: πρέπει σήμερα (αγορά όψης) να μετατραπεί το $\epsilon 1,00$ με ισοτιμία $e(=0,75)\$$ προς $\$(1/e)$. Τα $\$(1/e)$ επενδύονται στο

αμερικάνικο ομόλογο με απόδοση ενός έτους ίση προς $\$(1/e) (1+R^*)$.

Δεδομένου ότι αυτά τα $\$$ πρέπει να μετατραπούν σε ϵ θα πρέπει η επενδύτρια να έχει κάποια προσδοκώμενη ισοτιμία όψης που θεωρεί ότι θα ισχύει μεταξύ

των δύο νομισμάτων (e_{+1}) Βάσει της οποίας θα μετατρέψει σε ένα χρόνο από

τώρα την απόδοση δολαρίων $\$(1/e) (1+R^*)$ σε προσδοκώμενη απόδοση ϵ ,

$(1/e) (1+R^*) (e_{+1})$. Εάν εξισώνονται οι αποδόσεις των δύο ομόλογων ,

αναγόμενων σε ϵ , $(1+R) = (1/e) (1+R^*) (e_{+1})$ τότε δεν υφίσταται λόγος για

ακάλυπτο arbitrage επιτοκίων (επιλογής). Σε διαφορετική περίπτωση αν $(1+R)$

$> (1/e) (1+R^*) (e_{+1})$ η επένδυση θα πρέπει να γίνει στο ευρωπαϊκό ομόλογο

και εάν $(1+R) < (1/e) (1+R^*) (e_{+1})$ η επένδυση θα πρέπει να γίνει στο

αμερικάνικο ομόλογο.

3.3. Πλεονεκτήματα αγοράς συναλλάγματος

Το συνάλλαγμα είναι η μεγαλύτερη αγορά στον κόσμο ανταλλάσσοντας

περίπου κάθε ημέρα $\$2$ τρισεκατομμυρίων (πάνω από 30 φορές ο

καθημερινός όγκος NASDAQ και NYSE που συνδυάζονται). Η forex αγορά

είναι μετρητά διαπραπεια/interdealer στην αγορά. Στους απλούστερους

όρους, αυτό σημαίνει ότι τα ξένα νομίσματα που κυκλοφορούν στο εμπόριο

στη forex αγορά κυκλοφορούν στο εμπόριο άμεσα μεταξύ των τραπεζών,

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

έμποροι ξένου νομίσματος και forex οι επενδυτές που επιθυμούν είτε να διαφοροποιήσουν, σκέπτονται είτε να προστατεύσουν τον κίνδυνο ξένου νομίσματος. Η forex αγορά δεν είναι μια "αγορά" υπό την παραδοσιακή έννοια λόγω του γεγονότος ότι δεν υπάρχει καμία συγκεντρωμένη θέση για τη δραστηριότητα εμπορικών συναλλαγών fx και, επομένως, τα εμπόρια που τοποθετούνται στη forex αγορά θεωρούνται εξωχρηματιστηριακά (OTC- Over The Counter).⁵⁶

Η αγορά συναλλάγματος (FOREX) είναι μία αγορά με μοναδικά πλεονεκτήματα υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι θα υπάρξει και ο κατάλληλος χειρισμός από την πλευρά του επενδυτή. Όπως οι άλλες αγορές, και η FOREX προσφέρει έναν εναλλακτικό τρόπο επένδυσης των κεφαλαίων, πράγμα που σημαίνει ότι δεν πρέπει κανείς να βάζει "όλα τα αυγά σε ένα καλάθι".⁵⁷

Σε σχέση με τις άλλες αγορές, η αγορά συναλλάγματος προσφέρει απεριόριστη ρευστότητα, 24ωρη λειτουργία, την αδυναμία χειραγώγησης της αγοράς, τη δυνατότητα πρόσβασης και ελέγχου του λογαριασμού από Online πλατφόρμες συναλλαγών, τη δυνατότητα ανοίγματος του κεφαλαίου 100:1, την πλήρη απουσία προμηθειών, τη δυνατότητα τοποθέτησης όλων των ειδών των εντολών για την προστασία του κεφαλαίου.⁵⁸

⁵⁶ ΒΗΜΑ, 14/12/1997, "FOREX Επισκόπηση αγοράς"

⁵⁷ ΚΕΡΔΟΣ, 10/2007, «Οι ευκαιρίες στην αγορά συναλλάγματος», Συνέντευξη Χάρη Κουντούρη

⁵⁸ ΚΕΡΔΟΣ, 10/2007, «Οι ευκαιρίες στην αγορά συναλλάγματος», Συνέντευξη Χάρη Κουντούρη

Το συναλλάγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Η αγορά συναλλάγματος που κάνει εμπόριο μεταξύ των συμβαλλόμενων μερών εμφανίζεται μέσω των τερματικών υπολογιστών, ανταλλαγές και πέρα από τα τηλέφωνα σε χιλιάδες θέσεις παγκοσμίως. Οι πελάτες μπορούν να κάνουν εμπόριο μέσω τηλεφώνων σε απευθείας σύνδεση forex πλατφορμών εμπορικών συναλλαγών ή/και πέρα από το τηλέφωνο άμεσα με έναν forex μεσίτη στο γραφείο εμπορικών συναλλαγών μας.⁵⁹

Το FX είναι μια αγορά όπου κανείς μπορεί να βρεί μέσα σε αυτή ένα δυναμικό εργαλείο πολλαπλασιασμού του κεφαλαίου του. Όμως δεν είναι μια εύκολη αγορά όπου ο καθένας μπορεί να κερδίζει από αυτή. Όπως και στις χρηματιστηριακές αγορές η πλειονότητα των επενδυτών χάνει. Χρειάζεται δουλειά, πειθαρχία και εκπαίδευση πάνω στον τρόπο με τον οποίο μπορεί κάποιος να κερδίσει από αυτή.⁶⁰

Επίσης η αγορά συναλλάγματος είναι μια αγορά όπου δίνει καθημερινές ευκαιρίες στον βραχυχρόνιο ή τον μεσοπρόθεσμο επενδυτή - trader , καθώς τα βασικά νομίσματα πραγματοποιούν σημαντικές διακυμάνσεις. Αν αυτό συνδυαστεί με τη δυνατότητα μόχλευσης του κεφαλαίου και το σωστό "πάντρεμα" ανάλυσης των οικονομικών στοιχείων και της διαγραμματικής ανάλυσης, οι δυνατότητες κερδοφορίας είναι μοναδικές.⁶¹

Αν και η αγορά συναλλάγματος είναι μακράν η μεγαλύτερη και πιο ρευστή στον κόσμο, οι ημερήσιοι επενδυτές μέχρι τώρα επικεντρώνονταν στην αναζήτηση κερδών κυρίως στις αγορές συναλλάγματος και Συμβολαίων

⁵⁹ ΒΗΜΑ, 14/12/1997, "FOREX Επισκόπηση αγοράς"

⁶⁰ ΚΕΡΔΟΣ, 10/2007, «Οι ευκαιρίες στην αγορά συναλλάγματος», Συνέντευξη Χάρη Κουντούρη

⁶¹ ΚΕΡΔΟΣ, 10/2007, «Οι ευκαιρίες στην αγορά συναλλάγματος», Συνέντευξη Χάρη Κουντούρη

μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ). Αυτό οφείλεται κυρίως στον περιοριστικό χαρακτήρα των παρεχομένων από τις τράπεζες υπηρεσιών εμπορίας συναλλάγματος.

Υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα για την αγορά συναλλάγματος σε σύγκριση με την εμπορία μετοχών και ΣΜΕ. Παρακάτω παρατίθενται αυτά τα κύρια πλεονεκτήματα.⁶²

1. Τιμές spread (ανοίγματος) προσφοράς/ζήτησης⁶³

Οι τιμές spread έχουν πέσει σημαντικά τα τελευταία χρόνια. Οι περισσότεροι online brokers συναλλάγματος προσφέρουν spread 5 pips σε συναλλαγές EURUSD που είναι ο πιο ευρέως εμπορευόμενος και με τη μεγαλύτερη ρευστότητα συνδυασμός συναλλάγματος. Στην εμπορία μετοχών, μόνο οι ρευστοί τίτλοι προσφέρουν μικρά spreads. Αυτά αντιπροσωπεύουν κατά μέσο όρο το 0.04% με 0.06% της αξίας των μετοχών.

Τα ακριβή ποσοστά με τις σημερινές τιμές (Μάιος 2002)

EURUSD	3	pips	0.03%
GBPUSD	3	pips	0.03%
USDJPY	3	pips	0.023%
USDCHF	3	pips	0.018%

Στην αγορά ΣΜΕ τα spreads κυμαίνονται μεταξύ 5 και 9 pips και μπορούν να γίνουν ακόμα μεγαλύτερα σε συνθήκες μη ρευστής αγοράς (που τείνει να συμβαίνει πολύ συχνότερα στον χώρο των ΣΜΕ).

⁶² www.ac-markets.com/gr

⁶³ www.ac-markets.com/gr

2. Προμήθειες ⁶⁴

Συνήθως η εμπορία συναλλάγματος προσφέρεται χωρίς προμήθεια. Αυτό έρχεται σε σαφή αντίθεση με (και πάλι) αυτό που προσφέρουν οι brokers μετοχών και ΣΜΕ. Η εμπορία μετοχών μπορεί να κοστίσει μεταξύ 5 και 30 δολαρίων Η.Π.Α. ανά συναλλαγή με τους online brokers και συνήθως μέχρι 150 δολάρια με τους brokers ολοκληρωμένων υπηρεσιών. Οι brokers των ΣΜΕ χρεώνουν προμήθειες που κυμαίνονται μεταξύ 10 και 30 δολαρίων Η.Π.Α. για ολοκληρωμένες συναλλαγές ΣΜΕ.

3. Απαιτήσεις περιθωρίου

Συνήθως προσφέρεται εμπορία συναλλάγματος με περιθώριο 1%. Σε απλή γλώσσα αυτό σημαίνει ότι ο trader μπορεί να ελέγχει μια θέση αξίας 1.000.000 δολαρίων Η.Π.Α. με μόλις 10.000 δολάρια στο λογαριασμό του. Συγκριτικά, τα περιθώρια στα ΣΜΕ όχι μόνο αλλάζουν συνεχώς αλλά συχνά είναι και αρκετά υπολογίσιμα. Οι μετοχές εμπορεύονται κατά κανόνα χωρίς περιθώριο και όταν υπάρχει περιθώριο αυτό μπορεί να είναι ιδιαίτερα περιοριστικό, της τάξης του 50% περίπου. ⁶⁵

4. 24ωρη αγορά

Οι συναλλαγές στην αγορά συναλλάγματος γίνονται καθ' όλο το 24ωρο, ξεκινώντας από την Ασία στις 24:00 CET περίπου το βράδυ της Κυριακής και φτάνοντας στη λήξη τους στις Ηνωμένες Πολιτείες την Παρασκευή στις 23:00 CET περίπου. Αν και υπάρχουν δίκτυα ηλεκτρονικών επικοινωνιών (ECN) και

⁶⁴ www.ac-markets.com/gr

⁶⁵ www.ac-markets.com/gr

στις αγορές μετοχών και ΣΜΕ (όπως το Globex) που παρέχουν συναλλαγές αργότερα του κανονικού, η ρευστότητα είναι συνήθως χαμηλή και οι προσφερόμενες τιμές μπορεί να είναι μη ανταγωνιστικές.⁶⁶

Η αγορά συναλλάγματος ακολουθεί τον ήλιο γύρω από τη γη. Κάθε μέρα εργασιών φτάνει πρώτα στα χρηματοοικονομικά κέντρα της περιοχής Ασίας-Ειρηνικού: πρώτα στο Wellington της Νέας Ζηλανδίας, μετά στο Sydney της Αυστραλίας, και ακολουθεί το Tokyo, το Hong Kong, και η Σιγκαπούρη. Λίγες ώρες μετά, ενώ οι αγορές παραμένουν ενεργές σε αυτά τα ασιατικά κέντρα, ξεκινούν οι συναλλαγές στο Μπαχρέιν και αλλού στη Μέση Ανατολή. Ακόμα πιο αργά, όταν η εργάσιμη μέρα στο Tokyo φτάνει στο τέλος της, οι αγορές στην Ευρώπη ανοίγουν για δουλειές. Ακολούθως, όταν στην Ευρώπη είναι νωρίς το απόγευμα, αρχίζουν οι συναλλαγές στη Νέα Υόρκη και άλλα κέντρα των Η.Π.Α. Τέλος, κλείνοντας τον κύκλο, ενώ στις Ηνωμένες Πολιτείες βρισκόμαστε στη μέση ή το τέλος του απογεύματος, η επόμενη μέρα έχει φτάσει στην περιοχή Ασίας-Ειρηνικού, οι πρώτες αγορές έχουν ανοίξει, και η διαδικασία ξαναρχίζει.⁶⁷

5. Δεν υπάρχει *Limit up / limit down*

Οι αγορές ΣΜΕ περιλαμβάνουν περιορισμούς ως προς τον αριθμό και το είδος συναλλαγών που μπορεί να πραγματοποιήσει ένας trader κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες τιμών. Όταν η τιμή κάποιου νομίσματος ανεβεί ή πέσει πέρα από ένα προκαθορισμένο ημερήσιο επίπεδο οι επενδυτές δεν

⁶⁶ www.ac-markets.com/gr

⁶⁷ www.ac-markets.com/gr

μπορούν να προβούν σε νέες τοποθετήσεις και περιορίζονται απλά στη ρευστοποίηση των υπαρχουσών θέσεων αν το επιθυμούν. Αυτός ο μηχανισμός αποσκοπεί στον έλεγχο της ημερήσιας διακύμανσης τιμών αλλά στην πράξη, καθώς η αγορά συναλλάγματος ΣΜΕ ακολουθεί την αγορά της μετρητοίς έτσι κι αλλιώς, την επόμενη μέρα η αγορά ΣΜΕ μπορεί να υποστεί αυτό που λέγεται «χάσμα» ('gap'), με άλλα λόγια δηλαδή η τιμή των ΣΜΕ θα αναπροσαρμοσθεί στην τιμή της μετρητοίς την επομένη. Στην εξω-χρηματιστηριακή- Over The Counter (OTC) αγορά δεν υφίστανται τέτοιοι περιορισμοί επιτρέποντας την πλήρη εφαρμογή της στρατηγικής συναλλαγών του trader στο μέγιστο βαθμό. Καθώς ο trader μπορεί να προστατέψει τη θέση του από μεγάλες απρόσμενες διακυμάνσεις των τιμών με εντολές φραγμού, η υψηλή μεταβλητότητα της αγοράς τοις μετρητοίς μπορεί να ελεγχθεί πλήρως.⁶⁸

6. Πουλήστε πριν αγοράσετε

Οι brokers τίτλων προσφέρουν πολύ περιοριστικές απαιτήσεις περιθωρίου για διαδικασίες short-selling στους πελάτες. Αυτό σημαίνει πως ο πελάτης δεν διαθέτει τη ρευστότητα που θα του επέτρεπε να πουλήσει μετοχές πριν τις αγοράσει. Από απόψεως περιθωρίου, ο trader έχει την ίδια ακριβώς ικανότητα όταν ξεκινά μια συναλλαγή αγοράς ή πώλησης στην αγορά τοις μετρητοίς. Στις συναλλαγές τοις μετρητοίς, όταν πουλάς ένα νόμισμα αγοράζεις απαραίτητα άλλο.⁶⁹

⁶⁸ www.ac-markets.com/gr

⁶⁹ www.ac-markets.com/gr

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Τέλος, όλοι πλέον μπορούν να έχουν πρόσβαση σε οποιοδήποτε επενδυτικό εργαλείο. Απαραίτητη προϋπόθεση όμως είναι η απόλυτη κατανόηση του ρίσκου και των κινδύνων που ενδεχομένως κρύβουν διάφορες αγορές. Ο ενημερωμένος επενδυτής δεν μπορεί να πέσει θύμα κανενός. Η αγορά FOREX είναι ένας εναλλακτικός τρόπος επένδυσης και αποτελεί ένα εργαλείο διαφοροποίησης του κεφαλαίου του εκάστοτε επενδυτή καθώς όπως είναι γνωστό, ποτέ κανείς δεν πρέπει να επενδύει περισσότερο από το 20% της περιουσίας του και ποτέ να μην βάζει "όλα τα αυγά σε ένα καλάθι".⁷⁰

Μέχρι σήμερα η αγορά συναλλάγματος δεν ήταν διαθέσιμη στο μικρό παίκτη χρηματιστηρίου. Τα μεγάλα ελάχιστα μεγέθη συναλλαγής ξένου νομίσματος και οι οικονομικές απαιτήσεις άφησαν αυτήν την αγορά στα χέρια τραπεζών, σημαντικών εμπόρων ξένου νομίσματος και του περιστασιακού μεγάλου παίκτη χρηματιστηρίου fx. Τώρα, με τη δυνατότητα στις μεγάλες θέσεις δύναμης με ένα σχετικά μικρό ποσό κεφαλαίου (περιθώριο), η forex αγορά είναι τώρα περισσότερο από πάντα διαθέσιμη στους περισσότερους επενδυτές.⁷¹

Είναι πολύ σημαντικό για τον ιδιώτη που επιθυμεί να εμπορευθεί συνάλλαγμα να γνωρίζει την σαφέστατη διαφορά ανάμεσα στην κερδοσκοπία και την επένδυση. Η εμπορία συναλλάγματος είναι από τη φύση της κερδοσκοπική δραστηριότητα. Οι αγορές συναλλάγματος βρίσκονται ανάμεσα στις πιο μεταβλητές αγορές στον κόσμο. Όταν η εμπορία γίνεται σε βάση περιθωρίου στην πράξη γίνονται οι πιο μεταβλητές αγορές στον κόσμο. Οι ημερήσιες συναλλαγές ξένου συναλλάγματος μπορούν να είναι εξαιρετικά επικερδείς και

⁷⁰ ΚΕΡΔΟΣ, 10/2007, «Οι ευκαιρίες στην αγορά συναλλάγματος», Συνέντευξη Χάρη Κουντούρη

⁷¹ ΒΗΜΑ, 14/12/1997, "FOREX Επισκόπηση αγοράς"

οι traders υψηλού κινδύνου μπορούν να δημιουργήσουν τεράστια ποσοστά κέρδους ακόμα και μέσα σε μια νύχτα. Οι ημερήσιες συναλλαγές ωστόσο είναι μια πνευματικά και ψυχικά απαιτητική δραστηριότητα και σε καμία περίπτωση δεν απευθύνονται στον καθένα. Οι ημερήσιες συναλλαγές είναι ουσιαστικά κερδοσκοπία και οι ημερήσιοι επενδυτές στην ουσία κάνουν μόνο αυτό: ημερήσιες συναλλαγές. Οι περισσότεροι που εμπορεύονται συνάλλαγμα δεν είναι επαγγελματίες ημερήσιοι επενδυτές, ωστόσο.⁷²

Συχνά οι ανάδοχοι υπηρεσιών brokerage συναλλάγματος είναι επαγγελματίες στον ένα ή τον άλλο τομέα. Αυτοί οι άνθρωποι δεν πραγματοποιούν ημερήσιες συναλλαγές αλλά πού και πού λαμβάνουν μια περιστασιακή θέση. Αυτό είναι επίσης κερδοσκοπία και δεν πρέπει να συγχέεται με την πραγματοποίηση μιας επένδυσης.⁷³

Το συμπέρασμα εδώ είναι ότι η φύση της εμπορίας συναλλάγματος δεν κλίνει τόσο προς την επένδυση όσο κλίνει προς την κερδοσκοπία και την αντιστάθμιση κινδύνων (hedging) (hedging μπορεί να συναντήσουμε στην προθεσμιακή αγορά). Είναι πιθανή, κατά μία έννοια, μια επένδυση στο συνάλλαγμα σε μακρύ χρονικό διάστημα αλλά αυτή προϋποθέτει μεγάλη αξία λογαριασμού και μικρή μόχλευση.⁷⁴

⁷² www.ac-markets.com/gr

⁷³ www.ac-markets.com/gr

⁷⁴ www.ac-markets.com/gr

3.4. Η αγορά συναλλάγματος ως μέσο δανεισμού και οι επιπτώσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες νομισμάτων (carry trades)

Το carry trades είναι μια επενδυτική στρατηγική σύμφωνα με την οποία κάποιος δανείζεται σε ένα νόμισμα με χαμηλό επιτόκιο και στη συνέχεια το προϊόν του δανείου το μετατρέπει και το τοποθετεί σε άλλο νόμισμα με μεγαλύτερο επιτόκιο. Η διαφορά μεταξύ των δύο επιτοκίων αποτελεί το κέρδος του επενδυτή.

Για παράδειγμα, δανείζεται κάποιος για μία εβδομάδα 100.000 ευρώ με επιτόκιο 3,75%. Για το ίδιο διάστημα μετατρέπει τα ευρώ σε λίρες Αγγλίας και τις δανείζει με επιτόκιο 5,25%. Το carry trade προϋποθέτει: α) μικρή μεταβλητότητα των τιμών που ενισχύει την προβλεψιμότητα στην εξέλιξη των ισοτιμιών. Σε αντίθετη περίπτωση προκύπτει σοβαρός συναλλαγματικός κίνδυνος και β) διατήρηση συνθηκών υψηλής ρευστότητας ώστε να είναι εφικτός ανά πάσα στιγμή ο δανεισμός σε διαφορετικά νομίσματα υπό συνθήκες φυσιολογικής διαμόρφωσης των ισοτιμιών.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα carry trade για το έτος 2006 ήταν κύρια ο δανεισμός σε ιαπωνικά γεν (παρεμβατικό επιτόκιο 0,25%) και δευτερευόντως σε ελβετικά φράγκα (1,25% έως 2,25%) και στη συνέχεια η επένδυση σε ένα ή περισσότερα από τα εξής υψηλότοκα νομίσματα: δολάριο ΗΠΑ (5,25%), λίρα Αγγλίας (5%), δολάριο Αυστραλίας (6,25%), δολάριο Καναδά (4,25%) δολάριο Νέας Ζηλανδίας (7,25%), ευρώ και νορβηγική κορώνα (3,50%) και κορώνα Σουηδίας (3%).⁷⁵

⁷⁵ www.ine.otoe.gr/lexiko.pdf

Το carry trade συνίσταται στην πώληση του νομίσματος με το χαμηλότερο επιτόκιο και στη μετατροπή και τοποθέτηση του ποσού που εισπράττεται σε άλλο νόμισμα με υψηλότερο επιτόκιο. Είναι ένας από τους καλύτερους τρόπους για να βγάλει κανείς καλές αποδόσεις στην αγορά συναλλάγματος.

Η πρακτική carry-trade περιλαμβάνει:

- δανεισμό σε νόμισμα με χαμηλό επιτόκιο (γιεν, ελβετικό φράγκο)
- επένδυση ομόλογα νομίσματος με υψηλά επιτόκια (λίρα Τουρκίας, ρεάλ Βραζιλίαςκ.α)

Ο επενδυτής ανησυχεί μόνο για την διακύμανση της ισοτιμίας μεταξύ των δύο νομισμάτων που "επενδύονται". Το δολλάριο Νέας Ζηλανδίας είναι το πιο σύνηθες νόμισμα των Γιαπωνέζων νοικοκυρών στην πρακτική αυτή και θα παραμείνει όσο η Ιαπωνική οικονομία βρίσκεται σε ύφεση χωρίς πληθωριστικές πιέσεις και τα επιτόκιά της έχουν τέτοια τεράστια διαφορά από τις υπόλοιπες υπερδυνάμεις.

Αυτός είναι ο λόγος που το ιαπωνικό νόμισμα θεωρείται πηγή ρευστότητας για τις παγκόσμιες αγορές. Όσοι πόνταραν εναντίον του γεν αγοράζοντας νομίσματα με υψηλότερα επιτόκια, όπως το αυστραλιανό δολάριο, υπολογίζεται ότι έβγαλαν αποδόσεις που ξεπερνούν το 70% από το 2001 μέχρι σήμερα. Οι αποδόσεις θα ήταν πολύ μεγαλύτερες για εκείνους που υιοθετούσαν τη μόχλευση, κοινώς «επενδούσαν» πολλαπλάσια ποσά. Όμως, ορισμένοι έχουν παρατηρήσει ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ των carry trades και των μετοχών και πιο συγκεκριμένα των αμερικανικών. Αυτό έχει μια εξήγηση. Όταν οι επενδυτές επιθυμούν να αναλάβουν μεγαλύτερο ρίσκο στα χαρτοφυλάκιά τους είναι πιο πρόθυμοι σε γενικές

γραμμές να αγοράσουν περισσότερες μετοχές και να "παίξουν" το carry trade για να βγάλουν λεφτά. Επιπλέον έχει διαπιστωθεί μια θετική συσχέτιση μεταξύ των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) στα Fed Funds και του carry trade και των αμερικανικών χρηματιστηριακών αγορών. Όσο τα αμερικανικά επιτόκια ανεβαίνουν λόγω υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης και η καμπύλη των επιτοκίων έχει ανοδική κλίση, δηλαδή τα μακροπρόθεσμα επιτόκια είναι μεγαλύτερα από τα βραχυπρόθεσμα, οι μετοχές ανεβαίνουν και τα carry trades ανθούν.⁷⁶

Τα τελευταία χρόνια το δολάριο φαίνεται πως υποκαθιστά το γεν στην πρακτική του carry-trade, κατά την οποία οι επενδυτές χρηματοδοτούν την απόκτηση παγίων υψηλότερης απόδοσης, μέσω νομίσματος χαμηλότερης απόδοσης. Τελευταία φορά που είχε χρησιμοποιηθεί το δολάριο στις συναλλαγές τύπου carry-trade ήταν το 2004, οπότε και ο στόχος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) για το ύψος του διατραπεζικού επιτοκίου είχε διαμορφωθεί στο 1%. Οι επενδυτές δανείζονται δολάρια και χρησιμοποιούν τα χρήματα για την απόκτηση παγίων σε χώρες που επικρατούν υψηλότερα επιτόκια, παρά το γεγονός πως στις ΗΠΑ το ύψος του βασικού επιτοκίου είναι κατά 4 μονάδες βάσης υψηλότερο από της Ιαπωνίας και κατά 1,75 μονάδες βάσης από της Ελβετίας. Στο πλαίσιο του carry-trade, οι επενδυτές βρίσκουν πόρους σε μία χώρα με μικρό κόστος δανεισμού και επενδύουν σε μία άλλη με υψηλότερες αποδόσεις, αποκομίζοντας ως κέρδη το περιθώριο μεταξύ των επιτοκίων στις δύο χώρες. Έκτοτε, το αμερικανικό νόμισμα έχει υποχωρήσει 18%, βάσει επίσημων στοιχείων της Fed. Παράλληλα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

⁷⁶ www.euro2dy.gr Dr. Money, carry trade, 25/4/2007

αναφέρει πως στο δεύτερο τρίμηνο του 2007 το 64,8% των αποθεματικών των διεθνών Κεντρικών Τραπεζών είναι αποτιμημένα σε δολάρια, έναντι του 71% το 1999.⁷⁷

Σε επόμενα κεφάλαια θα εξεταστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν την ανάληψη κινδύνου στις συναλλαγματικές αγορές σε σχέση με το carry trade καθώς και τα προβλήματα που προκύπτουν από την ανάληψη αυτής της πρακτικής.

3.5. Κύριοι συμμετέχοντες και παράγοντες στην αγορά συναλλάγματος (dealers, market makers, brokers)

Οι παίκτες στις αγορές συναλλάγματος είναι κερδοσκόποι, μεγάλες εταιρείες, εμπορικές Τράπεζες, μεσίτες συναλλάγματος, και κεντρικές Τράπεζες. Οι μεγάλες εταιρείες εισέρχονται στην αγορά κυρίως για λόγους αντιστάθμισης των συναλλαγματικών τους κινδύνων, αν και συχνά μπορεί να κερδοσκοπούν. Οι κεντρικές Τράπεζες τείνουν να είναι κερδοσκόποι, δηλαδή μπαίνουν στην αγορά χωρίς να καλύπτουν τις θέσεις τους. Οι εμπορικές Τράπεζες και οι μεσίτες συναλλάγματος λειτουργούν κυρίως ως μεσολαβητές, όμως σε διαφορετικά διαστήματα μπορεί να λειτουργούν επίσης ως κερδοσκόποι, arbitrageurs και αντισταθμιστές. Όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάγματος επικοινωνούν μέσω των dealers ή traders.⁷⁸

Οι Τράπεζες έχουν το μεγαλύτερο ποσοστό του συνολικού συναλλακτικού όγκου.

⁷⁷ www.naftemporiki.gr, Bloomberg, Το δολάριο υποκαθιστά το γιεν στο carry trade, Μάιος 2007

⁷⁸ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

Κάποιοι παράγοντες της αγοράς μπορεί να εμπλέκονται στην αγορά «αγαθών», πραγματοποιώντας διεθνείς συναλλαγές για την αγορά ή πώληση εμπορευμάτων. Κάποιοι μπορεί να ασχολούνται με τις «άμεσες επενδύσεις» σε εγκαταστάσεις και εξοπλισμό, ή να δραστηριοποιούνται στην «αγορά χρήματος», εμπορευόμενοι βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα διεθνώς. Οι διάφοροι επενδυτές, hedgers, και κερδοσκόποι μπορεί να επικεντρώνονται σε ένα οποιοδήποτε χρονικό διάστημα, από λίγα λεπτά έως αρκετά χρόνια. Ωστόσο, είτε κρατικοί είτε ιδιωτικοί, και είτε το κίνητρό τους είναι επένδυση, hedging, κερδοσκοπία, αρμπιτράζ, πληρωμή εισαγωγών, ή η επίδραση στην ισοτιμία, όλοι αποτελούν μέρος της συνολικής ζήτησης και προσφοράς των εμπλεκόμενων νομισμάτων, και όλοι διαδραματίζουν ένα ρόλο στον καθορισμό της ισοτιμίας συναλλάγματος εκείνη τη στιγμή.⁷⁹

Σήμερα, η προσφορά και η ζήτηση για ένα ιδιαίτερο νόμισμα είναι ο παράγοντας που οδηγεί στον καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Πολλοί παράγοντες όπως οι τακτικά αναφερόμενοι οικονομικοί αριθμοί και οι απροσδόκητες εκθέσεις ειδήσεων, όπως οι καταστροφές ή οι πολιτικές αστάθειες, θα μπορούσαν επίσης να αλλάξουν το επιθυμητό του κρατήματος ενός ιδιαίτερου νομίσματος, επηρεάζοντας κατά συνέπεια τη διεθνείς προσφορά και τη ζήτηση για εκείνο το νόμισμα.⁸⁰

⁷⁹ www.ac-markets.com/gr

⁸⁰ ΚΕΡΔΟΣ 10/2007, «Ευκαιρίες στην αγορά συναλλάγματος» Χάρης Κουντούρης

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Dealers, Market Makers, Brokers

Η δουλειά ενός dealer είναι να βγάζει χρήματα ανοίγοντας θέσεις – αγοράζοντας και πουλώντας αξίες – χρησιμοποιώντας το κεφάλαιο του εργοδότη του. Στο τέλος της ημέρας ο dealer πρέπει να έχει κλείσει τις θέσεις του. Πολλοί dealers λειτουργούν και ως market makers. Δηλαδή, είναι υποχρεωμένοι να παρέχουν τιμές αγοράς και πώλησης (bid – ask), τόσο στους ανταγωνιστές τους όσο και στους πελάτες, όποτε αυτό τους ζητηθεί. Με άλλα λόγια οποιοσδήποτε ενδιαφερόμενος μπορεί να ζητήσει από τον market maker την τιμή στην οποία είναι διατεθειμένος να αγοράσει και την τιμή στην οποία είναι διατεθειμένος να πουλήσει κάποια αξία, (bid – ask quote). Οι τιμές αυτές είναι δεσμευτικές για τον market maker τη στιγμή που τις δίνει. Οι market makers βγάζουν το κέρδος τους από τη διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς (bid) και τιμής πώλησης (ask). Η διαφορά ανάμεσα στην τιμή αγοράς (bid) και στην τιμή πώλησης ονομάζεται άνοιγμα (spread). Τα ανοίγματα bid – ask στην αγορά συναλλάγματος είναι της τάξης του 0.03% και είναι σημαντικά χαμηλότερα από τα ανοίγματα σε άλλες χρηματοοικονομικές αγορές. Οι market makers κερδίζουν λόγω του μεγάλου συναλλακτικού όγκου στην αγορά συναλλάγματος.⁸¹

Μία άλλη οδός συναλλαγής είναι μέσω ενός μεσίτη συναλλάγματος (broker) . Για παράδειγμα ο dealer μιας Τράπεζας θέλει να αγοράσει 500εκ JPY και ψάχνει για πωλητή. Επικοινωνεί με ένα μεσίτη συναλλάγματος ο οποίος του δίνει δύο τιμές, μια τιμή αγοράς και μια τιμή πώλησης, χωρίς να του

⁸¹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononagoron.pdf

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

αποκαλύπτει το όνομα του αντισυμβαλλόμενου. Εάν ο dealer δεχθεί την τιμή πώλησης που του προσφέρει ο broker, τότε ο broker θα αποκαλύψει το όνομα του αντισυμβαλλόμενου ώστε να μπορέσει να ολοκληρωθεί ο ηλεκτρονικός διακανονισμός της συναλλαγής. Εάν ο broker δεν είναι σε θέση να παρέχει άμεσα μια τιμή, θα «βγει στην αγορά» για να βρει εάν υπάρχουν πωλητές για αυτόν τον όγκο συναλλαγής. Οι brokers βγάζουν το κέρδος τους από την προμήθεια που χρεώνουν και στους δύο αντισυμβαλλόμενους. Αντί να απευθυνθεί στο broker, ο dealer θα μπορούσε να έλθει απευθείας σε επαφή με κάποια άλλη Τράπεζα και να προσπαθήσει να αγοράσει απευθείας από αυτούς. Αυτού του είδους η συναλλαγή είναι μια απευθείας ή διατραπεζική συναλλαγή. Οι απευθείας συναλλαγές εξοικονομούν στο dealer την προμήθεια που θα πλήρωνε στον broker. Επιπλέον η απευθείας συναλλαγή αποκαλύπτει πληροφορίες σχετικά με τις θέσεις των αντισυμβαλλομένων. Το να ανακαλύψεις τις τιμές των άλλων dealers βοηθάει τους dealers να προσδιορίσουν τη θέση της αγοράς και μετά να καθορίσουν τις τιμές τους.⁸²

*Ηλεκτρονικά Συστήματα Μεσιτείας*⁸³

Το 1992 η Reuters εισήγαγε ένα αυτόματο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγματικής μεσιτείας. Το σύστημα αυτό επιτρέπει στους dealers να θέτουν τις τιμές τους «ζωντανά». Οι τιμές εμφανίζονται στην οθόνη ανώνυμα. Οι traders από οποιοδήποτε μέρος του κόσμου μπορούν να επιλέξουν μια τιμή από τα τερματικά τους και στη συνέχεια το Reuters 2000 ελέγχει για την ύπαρξη πιστοληπτικής αμοιβαιότητας ανάμεσα στους δύο

⁸² www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

⁸³ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

αντισυμβαλλόμενους και ολοκληρώνει τη συναλλαγή καταγράφοντας τις λεπτομέρειες τις συναλλαγής και τις επιβεβαιώσεις.

Από τότε που ξεκίνησε το Reuters 2000 αναπτύχθηκαν και άλλα ανταγωνιστικά προ αυτό συστήματα. Οι κυριότεροι ανταγωνιστές του Reuters 2000 είναι το MINEX που αναπτύχθηκε από Ιαπωνικές Τράπεζες, το Dow Jones Telerate και το Electronic Brokering Service (EBS) που αναπτύχθηκαν από την Quotron και από μια κοινοπραξία Αμερικανικών και Ευρωπαϊκών Τραπεζών.

Το ηλεκτρονικό trading παρέχει μεγαλύτερη διαφάνεια σε σύγκριση με τους πιο παραδοσιακούς τρόπους συναλλαγής που περιγράφηκαν παραπάνω. Η spot αγορά συναλλάγματος έχει υπάρξει παραδοσιακά αδιαφανής, δεδομένης της δυσκολίας διάχυσης της πληροφορίας εν τη απουσία κεντροποιημένων ανταλλακτηρίων. Πριν από την εισαγωγή του ηλεκτρονικού trading , οι dealers – όπως στο παράδειγμα που είδαμε παραπάνω – «έπρεπε» να προβούν σε ένα πλήθος συναλλαγών, μόνο και μόνο για να συγκεντρώσουν πληροφόρηση για τις τιμές που ήταν διαθέσιμες στην αγορά. Οι traders που χρησιμοποιούν το ηλεκτρονικό σύστημα μεσιτείας είναι σε θέση να γνωρίζουν άμεσα την καλύτερη τιμή που κυκλοφορεί στην αγορά (τουλάχιστον γνωρίζουν που κυμαίνεται η αγορά).

Αν και το ηλεκτρονικό trading τείνει να κυριαρχήσει της «εσωτερικής» αγοράς των dealers, τα συστήματα αυτά δεν έχουν ακόμα επιδράσει σημαντικά στις δουλειές των μεγάλων εταιρικών πελατών. Αυτό όμως μοιάζει να αλλάζει

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

αφού αναπτύσσονται αρκετά συστήματα βασισμένα στο internet που στοχεύουν σε αυτή την περιοχή. Αυτά τα συστήματα υπόσχονται μεγαλύτερη ευελιξία (π.χ. προσαρμόσιμες ποσότητες και διαθέσιμα ζεύγη νομισμάτων) και εκμετάλλευση της ικανότητας που έχει το internet να συνδέσει απομακρυσμένα μέρη με χαμηλό κόστος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ

4.1 Ορισμός συναλλαγματικής ισοτιμίας

Διαφορετικές απόψεις και οικονομικά συμφέροντα που κυριαρχούν στην αγορά συναλλάγματος καθιστούν τον προσδιορισμό και την πρόβλεψη των συναλλαγματικών ισοτιμιών (τους όρους ανταλλαγής μεταξύ δύο ή περισσότερων νομισμάτων) ένα δύσκολο αλλά και ενδιαφέρον εγχείρημα.

Επειδή η συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ δύο ή περισσότερων νομισμάτων διαχρονικά δεν είναι σταθερή, επιβάλλεται η δημιουργία θεωρίας ερμηνείας του τρόπου λειτουργίας αυτής της αγοράς ⁸⁴

Μια συναλλαγματική ισοτιμία είναι απλά μία τιμή. Η αγορά συναλλάγματος (FX ή FOREX) είναι η αγορά όπου καθορίζονται οι συναλλαγματικές ισοτιμίες. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι οι μηχανισμοί μέσω των οποίων τα διάφορα νομίσματα συσχετίζονται μεταξύ τους στην παγκόσμια αγορά, παρέχοντας την τιμή του ενός ως προς το άλλο. Επομένως, μια συναλλαγματική ισοτιμία είναι μια τιμή, συγκεκριμένα είναι η σχετική τιμή δύο νομισμάτων. ⁸⁵

⁸⁴ Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική, «Μια εισαγωγική προσέγγιση (2000) Κεφ. 3 : Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός της Ισοτιμίας» .

⁸⁵ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononagoron.pdf

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Για παράδειγμα, η συναλλαγματική ισοτιμία του αμερικανικού δολαρίου/ ευρώ είναι η τιμή του ευρώ εκφρασμένη σε δολάρια. Την 31/12/2007 αυτή η ισοτιμία ήταν 1,47210 δολάρια για ένα ευρώ, ή αλλιώς σε συμβολισμό αγοράς 1,47210 USD/EUR.

Ο αριθμός μονάδων εγχώριου συναλλάγματος (νομίσματος) π.χ. €, που απαιτείται για την αγορά μιας μονάδας ξένου νομίσματος, π.χ. \$ Αν $e = \text{€}/\text{\$} = 0,75$ απαιτούνται €0,75 για την αγορά \$1,00. Ενίστε ορίζεται και ως $1/e = \$1,33$ ανά €1,00.⁸⁶

Μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας : έστω ότι από $e = \text{€}/\text{\$} = 0,75$ έχουμε $e = \text{€}/\text{\$} = 0,80$. Τότε υπάρχει υποτίμηση (depreciation/ devaluation) του € έναντι του \$. Έστω από ότι από $e = \text{€}/\text{\$} = 0,75$ έχουμε $e = \text{€}/\text{\$} = 0,70$. Τότε υπάρχει ανατίμηση (appreciation) του € έναντι του \$.⁸⁷

Η συναλλαγματική ισοτιμία δεν είναι παρά μια ακόμα τιμή στην οικονομία. Συγκρίνοντας μια συναλλαγματική ισοτιμία με την τιμή του καφέ: έστω ότι η τιμή ενός καφέ σε ευρώ είναι 2 ευρώ, ή αλλιώς 2 ευρώ/καφέ, χρησιμοποιώντας τον ανωτέρω συμβολισμό της αγοράς συναλλάγματος. Όταν γίνεται αποτίμηση του καφέ, ο παρονομαστής αναφέρεται στη μονάδα του αγαθού που αγοράζεται – ένας καφές. Όταν γίνεται αποτίμηση συναλλαγματικών ισοτιμιών, ο παρονομαστής αναφέρεται σε μια μονάδα κάποιου νομίσματος. Θα θεωρείται λοιπόν το νόμισμα στον παρονομαστή ως το νόμισμα που στο οποίο κάποιος αγοράζει.⁸⁸

⁸⁶ Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική, «Μια εισαγωγική προσέγγιση (2000) Κεφ. 3 : Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός της Ισοτιμίας» .

⁸⁷ Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική, «Μια εισαγωγική προσέγγιση (2000) Κεφ. 3 : Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός της Ισοτιμίας» .

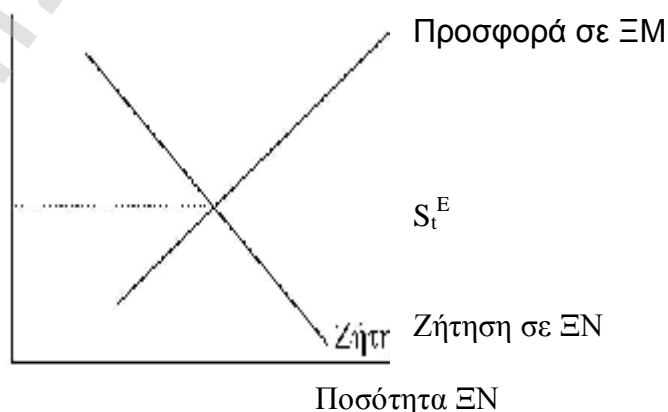
⁸⁸ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononagoron.pdf

4.2. Συναλλαγματικές ισοτιμίες ισορροπίας και συναλλαγματικός κίνδυνος

Για να ερμηνευτεί όσο το δυνατόν καλύτερα η μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών και να προβλεφθούν οι μελλοντικές του εξελίξεις, πρέπει να ερμηνευτεί η έννοια του επιπέδου ισορροπίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Όπως σε οποιαδήποτε άλλη αγορά, η τιμή ενός νομίσματος καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση. Οποιαδήποτε χρονική στιγμή, σε κάποια δεδομένη χώρα, η συναλλαγματική ισοτιμία καθορίζεται από την αλληλεπίδραση της ζήτησης για ξένο νόμισμα και της αντίστοιχης προσφοράς ξένου νομίσματος. Έτσι, η συναλλαγματική ισοτιμία είναι μια τιμή ισορροπίας (S_t^E) που καθορίζεται μέσω της προσφοράς και της ζήτησης όπως φαίνεται στο διάγραμμα 4.2.1⁸⁹

Διάγραμμα 4.2.1:

Προσφορά και ζήτηση καθορίζουν τη συναλλαγματική ισοτιμία S_t^E



⁸⁹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

Αυτή η τιμή ισορροπίας όπως αναφέρθηκε αναλύεται και προσδιορίζεται μέσω του μηχανισμού προσφοράς και ζήτησης ξένου συναλλάγματος που σχετίζονται με τις εμπορικές (προϊόντα και υπηρεσίες) και χρηματοοικονομικές συναλλαγές στην αγορά συναλλάγματος, σε μια δεδομένη χρονική στιγμή.⁹⁰

Η ζήτηση συναλλάγματος προέρχεται από την ζήτηση των κατοίκων της ημεδαπής (ΕΕ) για προϊόντα, υπηρεσίες και περιουσιακά στοιχεία της αλλοδαπής (ΗΠΑ). Οι παράγοντες που προσδιορίζουν την ζήτηση για ξένο συνάλλαγμα είναι :⁹¹

$$D = D(e, P, I, R^*, E_{+1})$$

Όπου :

$e(e_{+1})$: ισοτιμία όψης (προσδοκώμενη)

P: επίπεδο τιμών ημεδαπής

R*: επιτόκιο αλλοδαπής

I: εισόδημα ημεδαπής

Η προσφορά συναλλάγματος προέρχεται από την ζήτηση των κατοίκων της αλλοδαπής για προϊόντα, υπηρεσίες και περιουσιακά στοιχεία της ημεδαπής.

Οι παράγοντες που προσδιορίζουν την προσφορά ξένου συναλλάγματος είναι:

$$S = S(e, P^*, I^*, R, e_{+1})$$

P*: επίπεδο τιμών αλλοδαπής

R: επιτόκιο ημεδαπής

I* εισόδημα αλλοδαπής

⁹⁰ Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική «Μια εισαγωγική Προσέγγιση» (2000) Κεφ.2: Η Αγορά Συναλλάγματος, Κεφ. 3 Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός Ισοτιμίας

⁹¹ Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική «Μια εισαγωγική Προσέγγιση» (2000) Κεφ.2: Η Αγορά Συναλλάγματος, Κεφ. 3 Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός Ισοτιμίας

Ισοτιμία ισορροπίας είναι η τιμή εκείνη της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην οποία ισούται η προσφορά και η ζήτηση συναλλάγματος, δηλαδή:

$$S = S(e, P^*, I^*, R, e_{+1}) = D(e, P, I, R^*, E_{+1})$$

Άρα $e = e(P, P^*, I, I^*, R, R^*, e_{+1})$ (σχήμα 1)

Μεταβολές της τιμής ισορροπίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας όψης (υποτίμηση/ανατίμηση €/\$) μπορούν να αποδοθούν σε μεταβολές (αύξηση/μείωση) των εγχώριων και ξένων : τιμών, επιτοκίων, εισοδημάτων και της προσδοκώμενης ισοτιμίας όψης. Τα σχήματα 2, 3 δείχνουν αύξηση εγχώριων τιμών (πληθωρισμού) και αύξηση εγχώριου εισοδήματος αντίστοιχα.⁹²

Καθεστώτα συναλλαγματικής ισοτιμίας: παρόλο που είναι εφικτός ο προσδιορισμός της συναλλαγματικής ισοτιμίας, διάφορες κυβερνήσεις μπορεί να επιλέξουν εάν θα «αφήσουν» τις αγοραίες δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης συναλλάγματος να προσδιορίσουν την τιμή ισορροπίας της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ανάλογα με την πολιτική που οι κυβερνήσεις ακολουθούν στην αγορά συναλλάγματος διακρίνουμε τέσσερις διαφορετικούς τύπους καθεστώτος στην αγορά :⁹³

A) κυμαινόμενων ισοτιμιών (flexible exchange rates)

B) σταθερών ισοτιμιών (fixed/pegged exchange rates)

⁹² Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική «Μια εισαγωγική Προσέγγιση» (2000) Κεφ.2: Η Αγορά Συναλλάγματος, Κεφ. 3 Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός Ισοτιμίας

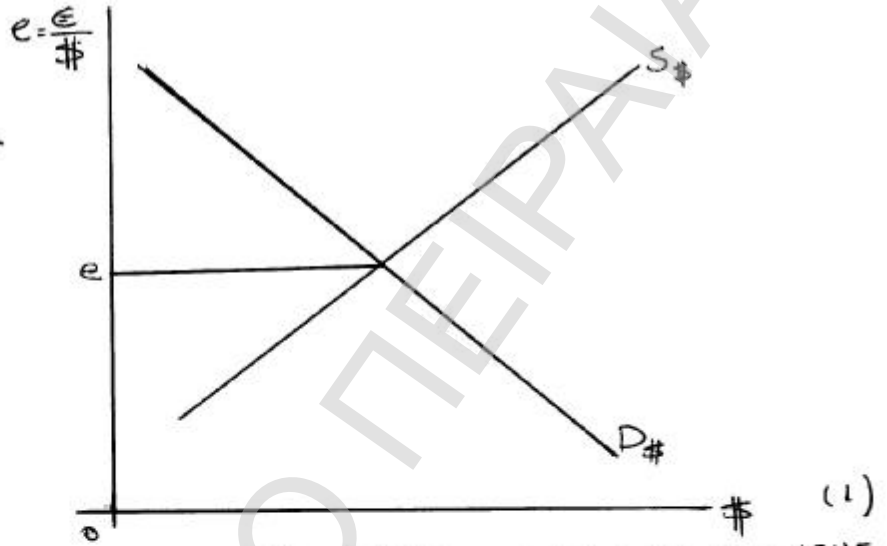
⁹³ Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική «Μια εισαγωγική Προσέγγιση» (2000) Κεφ.2: Η Αγορά Συναλλάγματος, Κεφ. 3 Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός Ισοτιμίας

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

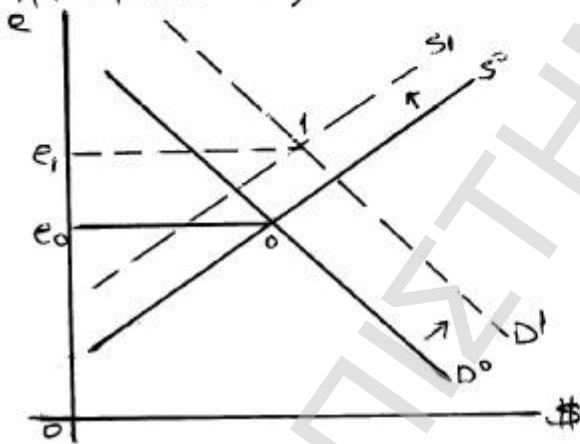
Γ) ελεγχόμενα κυμαινόμενων ισοτιμιών (managed floating exchange rates)

Δ) συναλλαγματικών ελέγχων (exchange rate control)

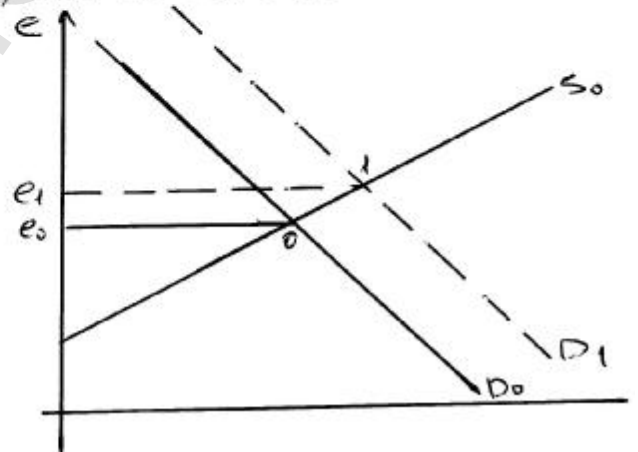
ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ
ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΟΨΗΣ



(2) ΜΕΤΑΒΟΛΗ (e) ΛΟΓΩ
ΑΥΞΗΣΗΣ (P)



(3) ΜΕΤΑΒΟΛΗ (e) ΛΟΓΩ
ΑΥΞΗΣΗΣ (P)



Το παράδειγμα που ακολουθεί εξετάζει την επίδραση που έχει στην συναλλαγματική ισοτιμία μία αύξηση επιτοκίου της ευρωζώνης, η αύξηση επιτοκίου των ΗΠΑ, και η αύξηση της προσδοκώμενης ανατίμησης του € έναντι \$ ⁹⁴

⁹⁴ Ν.Κωστελέτος, (2006) Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών και Διεθνές Νομισματικό Σύστημα

Υποθέσεις:

Δύο χώρες.

Η δική μας χώρα είναι η ζώνη του ευρώ (ευρωζώνη).

R: επιτόκιο τίτλων σε ευρώ.

Ξένη χώρα είναι οι ΗΠΑ.

R*: επιτόκιο τίτλων σε \$.

E: ισοτιμία ευρώ-δολαρίου, δηλ., δολάρια που αντιστοιχούν σε ένα ευρώ, πχ 1,40 δολάρια ανά ένα ευρώ. Όταν το E αυξάνεται τότε το ευρώ ανατιμάται.

Όταν το E μειώνεται, τότε το ευρώ υποτιμάται.

Βραχυχρόνια:

Οι τιμές είναι άκαμπτες.

Επίσης, θεωρούμε ότι το πραγματικό εισόδημα δεν μεταβάλλεται. Αυτή η υπόθεση διευκολύνει την μελέτη της σχέσης μεταξύ επιτοκίων, και ισοτιμίας.

Βραχυχρόνια, η ισοτιμία προσδιορίζεται στην αγορά χρηματοπιστωτικών τίτλων (χρεογράφων).

Μέση απόδοση τίτλων σε ευρώ : R.

Μέση απόδοση τίτλων σε \$: R* - e

Όπου, e, είναι η προσδοκώμενη ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου:

$$e = \frac{E^e - E}{E}$$

και E^e είναι η προσδοκώμενη ισοτιμία, ενώ, E, είναι η τρέχουσα ισοτιμία.

Αν, $R > R^* - e$

Τότε με συμφέρει να αγοράζω τίτλους σε ευρώ. Η διαδικασία μεταφοράς δολαρίων στην αγορά του ευρώ, ανατιμά το ευρώ έναντι του δολαρίου, μειώνει το R και αυξάνει το R^* .

Τα αντίθετα συμβαίνουν αν

$$R < R^* - e$$

Άρα αν υπάρχει διαφορά στις αποδόσεις των τίτλων μεταξύ ευρώ και δολαρίων, τίθεται αυτόματα σε εφαρμογή η διαδικασία εξισορρόπησης των αποδόσεών τους. Όταν οι αγορές είναι εξισορροπημένες, τότε οι αποδόσεις των τίτλων στις δύο αγορές είναι ίσες και ισχύει

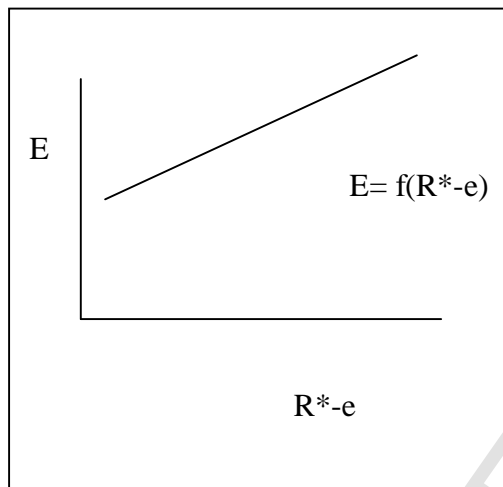
$$R = R^* - e \quad (1)$$

Η (1) μας βοηθάει να εξηγήσουμε τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις της ισοτιμίας. Όταν το R αυξάνεται εισρέει ξένο χρήμα (δολάρια) στις αγορές ευρώ και έτσι το ευρώ ανατιμάται. Όταν το R^* αυξάνεται, έχουμε ρευστοποίηση τίτλων αποτιμημένων σε ευρώ και εκροή ευρώ προς τις αγορές δολαρίων και έτσι το ευρώ υποτιμάται. Η (1) μπορεί να απεικονιστεί και διαγραμματικά, σε ένα σύστημα δύο αξόνων όπου στον κάθετο άξονα μετράται η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου, E , και στον οριζόντιο άξονα μετρούνται οι αποδόσεις των τίτλων, δηλαδή το $R^* - e$. Η σχέση μεταξύ ισοτιμίας E και $R^* - e$ είναι θετική διότι:

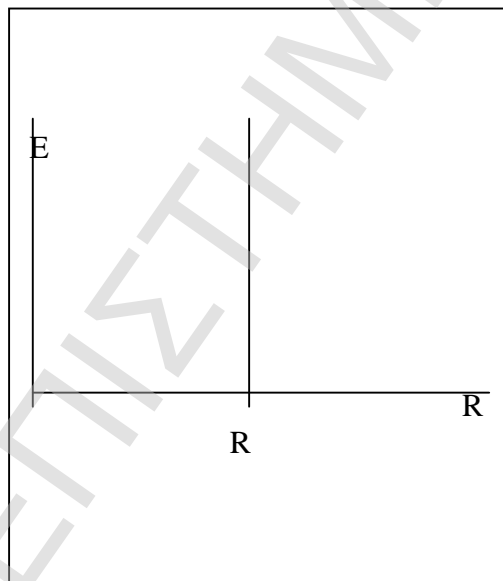
$$\frac{\partial E}{\partial (R^* - e)} = \frac{E^* - (E \uparrow)}{(R \uparrow)}$$

όταν το E ανατιμάται τότε η προσδοκώμενη ανατίμηση, μειώνεται και άρα το $R^* - e$ αυξάνεται. Στο παρακάτω σχήμα διαγράφεται αυτή ακριβώς η σχέση: $E = f(R^* - e)$

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά



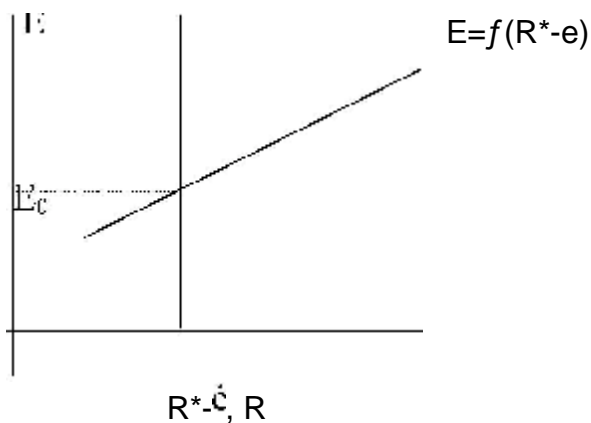
Το επιτόκιο προσδιορίζεται στην αγορά χρήματος και έτσι η σχέση επιτόκιο R και E είναι μια κάθετη γραμμή στο σχήμα:



Επομένως η ισοτιμία ισορροπίας που προσδιορίζεται στην αγορά συναλλάγματος απεικονίζεται ως εξής:

Ισορροπία στην Αγορά Συναλλάγματος

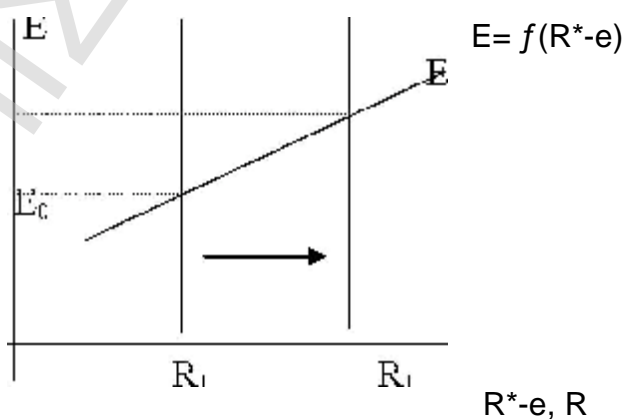
Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά



Το πιο πάνω σχήμα βοηθά στην πρόβλεψη της επίδρασης στην ισοτιμία μιας μεταβολής α) στο επιτόκιο τίτλων ευρώ, R , β) στο επιτόκιο τίτλων δολαρίου, R^* , γ) στις προσδοκίες σχετικά με την αναμενόμενη ανατίμηση του ευρώ, e .

A) μία αύξηση του R , κάνει τους τίτλους που είναι αποτιμημένοι σε ευρώ πιο ελκυστικούς, προκαλείται έτσι εισροή δολαρίων στην ευρωζώνη που αυξάνει τη ζήτηση για ευρώ. Το ευρώ ανατιμάται σε σχέση με το δολλάριο.

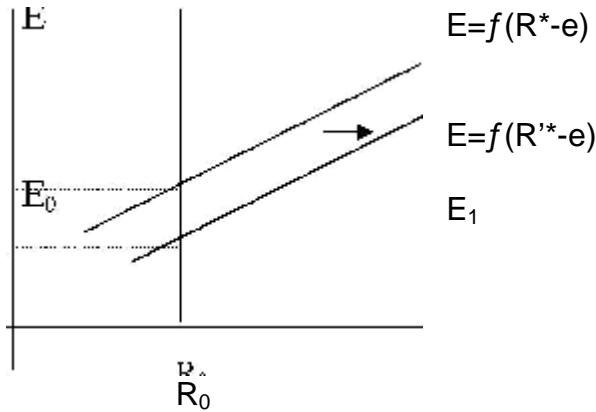
Αύξηση Επιτοκίου Ευρωζώνης



B) μία αύξηση του R^* , κάνει τους τίτλους που είναι αποτιμημένοι σε δολάρια πιο ελκυστικούς, προκαλείται έτσι εισροή δολαρίων στις Η.Π.Α. που αυξάνει

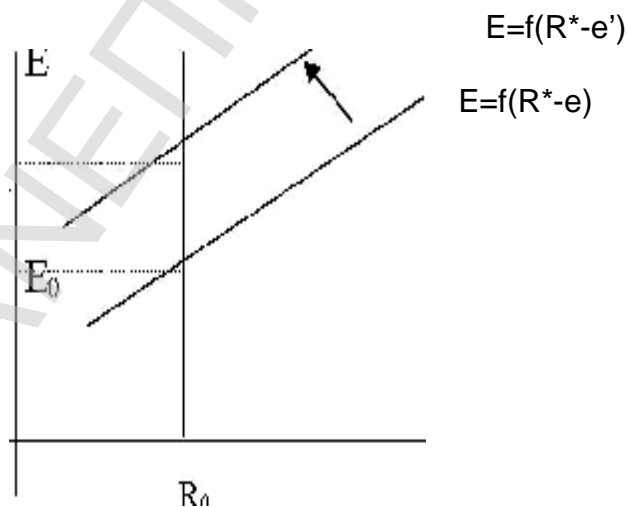
τη ζήτηση για δολάρια. Το ευρώ υποτιμάται σε σχέση με το δολάριο

Αύξηση του επιτοκίου ΗΠΑ



Γ) Μία αύξηση της προσδοκώμενης ανατίμησης κάνει τους τίτλους σε δολάρια λιγότερο ελκυστικούς προκαλώντας εισροή δολαρίων στην ευρωζώνη. Η ζήτηση για ευρώ αυξάνεται και άρα το ευρώ ανατιμάται. Οι προσδοκίες είναι επομένως αυτοεκπληρούμενες.

Αύξηση της Προσδοκώμενης Ανατίμησης του Ευρώ έναντι του Δολαρίου



4.3 Προσδιορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών

Για την κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου καθώς και για κερδοσκοπικές συναλλαγές μπορεί να χρησιμοποιηθεί όχι μόνο η προθεσμιακή αγορά αλλά και η τρέχουσα αγορά συναλλάγματος. Το ετήσιο ποσοστιαίο κόστος αντιστάθμισης βρίσκεται από την ακόλουθη σχέση:⁹⁵

$$R_t = [(F_t - E_t) / E_t] \times (360/n) \times 100$$

Όπου:

F_t = προθεσμιακή ισοτιμία

E_t = τρέχουσα ισοτιμία

n = αριθμός ημερών μέχρι τη λήξη του προθεσμιακού συμβολαίου

Αν $R_t > 0 \Rightarrow F_t > E_t$ το εγχώριο νόμισμα είναι σε προθεσμιακό ασφάλιστρο

(forward premium)

Αν $R_t < 0 \Rightarrow F_t < E_t$ το εγχώριο νόμισμα είναι σε προθεσμιακή προεξόφληση

(forward discount)

Όπως για κάθε αγαθό σε μια ελεύθερη αγορά, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες προσδιορίζονται από την ζήτηση και προσφορά. Για να απλουστευτεί η ανάλυση, θα εξεταστεί ο προσδιορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών τόσο στην βραχυχρόνια περίοδο όσο και στην μακροχρόνια περίοδο.

⁹⁵ Γεώργιος Κασιμπής, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

4.3.α) Ο προσδιορισμός των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην μακροχρονία περίοδο.

Ο Νόμος της Μιας Τιμής (Law of One Price)

Αν δύο ή περισσότερες χώρες παράγουν ακριβώς το ίδιο αγαθό, και δεν υπάρχουν δασμοί και κόστος μεταφοράς, η τιμή του αγαθού θα πρέπει να είναι η ίδια ανεξάρτητα από το ποια χώρα το παράγει

Παράδειγμα:

Έστω ότι υπάρχει ελεύθερο εμπόριο και ότι την περίοδο t , το σιτάρι τύπου Α πωλείται στις ΗΠΑ $P_t^* = \$10/\text{τόνο}$, και στην ΕΕ (στις Χώρες της ΟΝΕ) $P_t = 7,69 \text{ €/τόνο}$, τότε, προκύπτει ότι:

Η συναλλαγματική ισοτιμία (E_t) μεταξύ € και \$ πρέπει να είναι:

$$E_t = (P_t / P_t^*) = 7,69 \text{ €/}10\$ = 0,769 \text{ €/}\$ \text{ ή } P_t = E_t P_t^*$$

Αν, για παράδειγμα, $E_t = 1,00 \text{ €/}\$$ ή το ευρωπαϊκό σιτάρι τώρα θα πωλείται στις ΗΠΑ προς $\$7,69/\text{τόνο}$ φθηνότερα από τα $\$10/\text{τόνο}$ που πωλούνται τα σιτηρά των ΗΠΑ, ενώ τα σιτηρά των ΗΠΑ θα πωλούνται στην ΕΕ προς 10 €/τόνο επομένως ακριβότερα από τα $9,3 \text{ €}$ των σιτηρών της ΕΕ. Αποτέλεσμα: τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ΕΕ τα σιτηρά των ΗΠΑ θα είναι ακριβότερα από της ΕΕ και επομένως η ζήτησή τους θα είναι μηδενική. Για να εξαλειφθεί η πλεονάζουσα προσφορά των σιτηρών των ΗΠΑ θα πρέπει να ανατιμηθεί το € και να υποτιμηθεί το \$ μέχρις ότου οι τιμές του σίτου να είναι ίδιες και στις δύο χώρες.⁹⁶

⁹⁶ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

Θεωρία Ισοδυναμίας της Αγοραστικής Δύναμης (Theory of Purchasing Power Parity--PPP)⁹⁷

Η PPP αποτελεί απλώς μια εφαρμογή του Νόμου της Μιας Τιμής στα εθνικά επίπεδα τιμών. Σύμφωνα με την PPP, το εγχώριο επίπεδο τιμών ισούται με το επίπεδο τιμών της αλλοδαπής εκφρασμένο σε εγχώριο νόμισμα, δηλαδή:

$$FP_t = E_t \times P_t^* \quad \text{ή} \quad E_t = P_t / P_t^* \quad (1)$$

Λογαριθμίζοντας την (1) και παίρνοντας τις πρώτες διαφορές των μεταβλητών έχουμε:

$$\Delta st = \Delta pt - \Delta pt^* \quad (2)$$

Όπου: Δst = % μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας E_t

Δpt = % εγχώριου πληθωρισμού

Δpt^* = % πληθωρισμού αλλοδαπής

Σύμφωνα με την (2) ο ρυθμός μεταβολής της ισοτιμίας αντανακλά διαφορές του επιπέδου πληθωρισμού των δύο χωρών

Παράδειγμα: Αν το ποσοστό του πληθωρισμού το 2005 στις ΗΠΑ είναι 5% και της ΕΕ 4% συνεπώς το € [\$] πρέπει να ανατιμηθεί [υποτιμηθεί] κατά 1%

Θεωρία Ισοδυναμίας της Αγοραστικής Δύναμης (PPP)⁹⁸

Εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι η PPP έχει πολύ μικρή προβλεπτική ικανότητα στη βραχυχρόνια περίοδο και επιτρέπει κάπως περισσότερο

⁹⁷ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

⁹⁸ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

ικανοποιητικές προβλέψεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών στη μακροχρόνια περίοδο.

Παράδειγμα βραχυχρόνιας πρόβλεψης: μεταξύ 1985 και 1987, το επίπεδο τιμών στην Βρετανία αυξήθηκε σε σχέση με εκείνο των ΗΠΑ, όμως, αντί να υποτιμηθεί η Λύρα έναντι \$, όπως θα προβλέπαμε βάσει της PPP, υποτιμήθηκε το \$ κατά περίπου 40% έναντι της Λύρας!!!

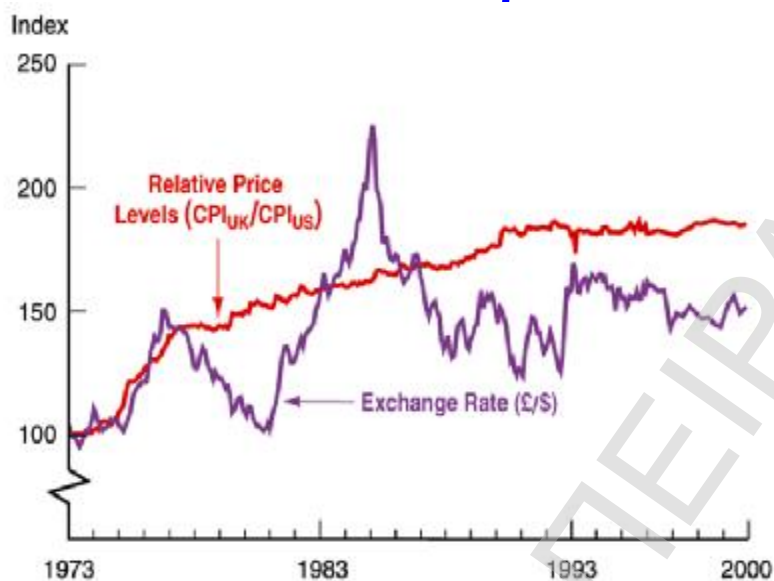
Παράδειγμα μακροχρόνιας πρόβλεψης: Μεταξύ 1973 και 1999, το επίπεδο τιμών στη Βρετανία αυξήθηκε κατά 85% σε σχέση με εκείνο των ΗΠΑ και το \$ πράγματι ανατιμήθηκε κατά περίπου 45% [αν και όχι κατά 85% σύμφωνα με την PPP.

Λόγοι για τους οποίους η PPP δεν μπορεί να εξηγήσει πλήρως τις συναλλαγματικές ισοτιμίες:

Η υπόθεση ότι τα προϊόντα είναι ακριβώς τα ίδια δεν ισχύει. Το Toyota δεν είναι το ίδιο με τη Mercedes Benz! Μια αύξηση της τιμής της Mercedes δεν σημαίνει αναγκαία ότι το € θα πρέπει να υποτιμηθεί έναντι του Γεν.

Πολλά αγαθά και υπηρεσίες που περιλαμβάνονται στον εθνικό δείκτη τιμών [διαμερίσματα, ιατρικές υπηρεσίες, κ.α.] δεν διαπραγματεύονται μεταξύ των χωρών με συνέπεια μεταβολές των τιμών τους να έχουν πολύ μικρή επίδραση στο επίπεδο των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

PPP: ΗΠΑ και Βρετανία



[Jump to first page](#)

Πραγματικές Συναλλαγματικές Ισοτιμίες (Real Exchange Rates)⁹⁹

Η διμερής πραγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος είναι η ονομαστική ισοτιμία E_t (€/\$) αποπληθωρισμένη με το λόγο του εγχώριου προς τον ξένο δείκτη τιμών [ή το λόγο του ξένου προς τον εγχώριο δείκτη τιμών]:

$$R_t = (E_t P_t^*) / P_t \quad (3)$$

Λογαριθμίζοντας την (3) και παίρνοντας στη συνέχεια τις πρώτες διαφορές έχουμε:

$$\Delta \ln R_t = \Delta \ln E_t - (\Delta \ln P_t - \Delta \ln P_t^*) \quad (4)$$

Όπου: $\Delta \ln E_t$ = % μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας E_t

$\Delta \ln P_t, \Delta \ln P_t^*$ = % εγχώριου και ξένου πληθωρισμού αντίστοιχα

$\Delta \ln P_t - \Delta \ln P_t^*$ = διαφορικός πληθωρισμός

⁹⁹ Γεώργιος Κατσιμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

Από την (4) συνάγεται ότι:

Η μεταβολή της ονομαστικής ισοτιμίας ισούται με τη μεταβολή του διαφορικού πληθωρισμού

$$\text{An } \Delta s_t = \Delta p_t - \Delta p_t^* \quad \text{®} \quad \Delta l_t = 0$$

$$\text{An } \Delta s_t < (>) \Delta p_t - \Delta p_t^* \quad \text{®} \quad \Delta l_t \text{ } ^{-} \text{ (-) διολίσθηση (ανατίμηση)}$$

Παράδειγμα: Αν ο πληθωρισμός στη ζώνη του Ευρώ είναι 5% και στις ΗΠΑ 3%, το ευρώ θα πρέπει να διολισθήσει κατά 2% για να διατηρήσουν οι Χώρες της ΟΝΕ την ανταγωνιστικότητα των προϊόντων έναντι των αμερικανικών προϊόντων.

4.3.β) Συναλλαγματικές Ισοτιμίες στη Βραχυχρόνια Περίοδο

Αρμπιτράζ στην Αγορά Συναλλάγματος¹⁰⁰

Το arbitrage ορίζεται ως η ταυτόχρονη αγορά και πώληση (ή δανειοληψία και δανειοδότηση) του ίδιου ή ισοδύναμων στοιχείων, με σκοπό την εξασφάλιση ενός βέβαιου και εκ των προτέρων γνωστού κέρδους. Αυτό το εκ των προτέρων γνωστό κέρδος είναι ανεξάρτητο από προσδοκίες, αβέβαια γεγονότα ή καταστάσεις του κόσμου. Οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι σε ισορροπία όταν δεν υπάρχουν ευκαιρίες arbitrage.¹⁰¹

Είναι η αγορά ενός νομίσματος στην αγορά που πωλείται φθηνότερα και ταυτόχρονα, πώλησή του στην αγορά που πωλείται ακριβότερα.

Διμερές Αρμπιτράζ ή Αρμπιτράζ δύο Σημείων: αν η ισοτιμία μεταξύ \$ ΗΠΑ και £ Αγγλίας στην αγορά της Ν. Υόρκης είναι 1£=1,50\$ και στην αγορά του

¹⁰⁰ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

¹⁰¹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononagoron.pdf

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Λονδίνου είναι $1\text{£}=1,40\text{\$}$ □ αγορά (με δολάρια) £ στο Λονδίνο (φθηνότερα) και ταυτόχρονα πώλησή τους στην Ν. Υόρκη (ακριβότερα) □ κέρδος 7,143 cents ανά \$, ή απόδοση 7,143%

Τριγωνικό Αρμπιτράζ: λαμβάνει χώρα όταν υπάρχουν περισσότερα από δύο νομίσματα. Αν είναι γνωστές, για παράδειγμα, οι ισοτιμίες \$/£ και €/\$, μπορεί να προσδιοριστεί η έμμεση ή σταυροειδή ισοτιμία €/£ από τη σχέση:
 $(\text{€/£})=(\text{\$/£})\times(\text{€/}\text{\$})$

*Αρμπιτράζ στην Αγορά Συναλλάγματος*¹⁰²

Παράδειγμα τριγωνικού αρμπιτράζ:

Αν στην αγορά της Ν. Υόρκης $1\text{£}=1,568\text{\$}$ και στις αγορές της ONE $1\text{\$}=0,9315\text{€}$ □ η σταυροειδής ισοτιμία $(\text{€/£})=1,568 \times 0,9315 = 1,460 (\text{€/£})$.

Αν στην αγορά του Λονδίνου η άμεση διμερής ισοτιμία μεταξύ € και £ είναι 1,5 (€/£) υπάρχει περιθώριο για κερδοφόρο αρμπιτράζ:

Με 1000£ αγοράζεις στην αγορά του Λονδίνου 1,500 €, τα πωλείς στην αγορά της ONE για 1610 \$ και αγοράζεις στην Ν. Υόρκη 1,026£ □ κέρδος =26£

Κερδοφόρο Αρμπιτράζ είναι δυνατό μόνο αν υπάρχουν διαφορές στη σχέση ανταλλαγής μεταξύ δύο νομισμάτων σε διάφορες αγορές. Η διαδικασία του αρμπιτράζ θα συνεχισθεί μέχρις ότου η άμεση και έμμεση ισοτιμία εξισωθούν

*Το Αρμπιτράζ του Καλυμμένου Επιτοκίου και η Συνθήκη Ισοδυναμίας των Ονομαστικών Επιτοκίων*¹⁰³

¹⁰² Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

Οι επενδυτές συγκρίνουν τις αποδόσεις μεταξύ των εγχώριων και ξένων χρεογράφων και επενδύουν εκεί που η απόδοση είναι υψηλότερη.

Ένας Έλληνας επενδυτής έχει τις εξής δύο επενδυτικές επιλογές:

να επενδύσει σε εγχώρια (ΕΕ) χρεόγραφα οπότε, αν το εγχώριο επιτόκιο είναι

i^D , για κάθε ένα € που επενδύει σε ένα χρόνο θα έχει: $(1 + i^D)$, ή

να αγοράσει με το ένα ευρώ $(1/E_t)$ δολάρια και να τα επενδύσει σε

αμερικάνικα χρεόγραφα για ένα χρόνο με επιτόκιο i^F .

Τα $(1/E_t)$ δολάρια σε ένα χρόνο θα αποφέρουν: $(1/E_t)(1 + i^F)$ δολάρια τα οποία

στο τέλος του έτους πρέπει να μετατραπούν σε ευρώ.

Για να διασφαλιστεί από τον κίνδυνο τυχόν υποτίμησης του \$ έναντι του €,

ταυτόχρονα με την αγορά των \$, πωλεί τα δολάρια που θα εισπράξει μετά ένα

χρόνο στην προθεσμιακή αγορά στην ισοτιμία F_t

Το ποσό των ευρώ που θα εισπράξει από την επένδυση σε αμερικάνικα

χρεόγραφα με κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου είναι: $(F_t/E_t)(1 + i^F)$

Αν $(F_t/E_t)(1 + i^F) > (1 + i^D)$ θα επενδύσει σε αμερικάνικα χρεόγραφα

Αν $(F_t/E_t)(1 + i^F) < (1 + i^D)$ θα επενδύσει σε ελληνικά χρεόγραφα

Αν πολλοί επενδυτές συμμετέχουν στη διαδικασία του αρμπιτράζ οι

αποδόσεις των εγχώριων και ξένων χρεογράφων θα τείνουν να εξισωθούν,

δηλαδή θα έχουμε:

$$(F_t/E_t)(1 + i^F) = (1 + i^D) \quad (4)$$

Αυτό συμβαίνει διότι αν, $(F_t/E_t)(1 + i^F) > (1 + i^D)$:

¹⁰³ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

Η αύξηση της ζήτησης \$ στην τρέχουσα αγορά $\mathbb{R} - E_t$

Η αύξηση της προσφοράς προθεσμιακών \$ $\mathbb{R} - F_t$

Η εκροή κεφαλαίων από την αγορά της ζώνης $\mathbb{R} - i^D$.

Η εισροή κεφαλαίων στις ΗΠΑ $\mathbb{R} - i^F$.

Από την εξίσωση (4) εύκολα προκύπτει η Συνθήκη Καλυμμένης Ισοτιμίας των Επιτοκίων (covered interest rate parity):

$$i^D - i^F = f_p, \quad \text{όπου } f_p = (F_t - E_t) / E_t$$

Η συνθήκη της καλυμμένης ισοτιμίας των επιτοκίων είναι δυνατόν να μην ισχύει ακριβώς, διότι:

Α) Υπάρχει κόστος στις συναλλαγές συναλλάγματος και χρεογράφων αν το κόστος αυτό είναι μεγαλύτερο από τη διαφορά των επιτοκίων δεν υπάρχει κίνητρο κέρδους για αρμπιτράζ

Β) Φόροι

Γ) Έλεγχοι και περιορισμοί κίνησης κεφαλαίων

Δ) Πολιτικός κίνδυνος

Προσδοκίες και η Ακάλυπτη Ισοτιμία Επιτοκίων¹⁰⁴

Στο Αρμπιτράζ του Καλυμμένου Επιτοκίου οι επενδυτές χρησιμοποιούν την προθεσμιακή αγορά για να καλυφθούν από τον συναλλαγματικό κίνδυνο.

Εδώ εξετάζεται το αρμπιτράζ του ακάλυπτου επιτοκίου υποθέτοντας ότι οι επενδυτές, όταν επενδύουν σε ξένα χρεόγραφα, δεν καλύπτονται από τον συναλλαγματικό κίνδυνο που απορρέει από τις διακυμάνσεις της ισοτιμίας.

¹⁰⁴ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Έστω ότι:

τα εγχώρια [ΕΕ] και ξένα [ΗΠΑ] χρεόγραφα έχουν:

την ίδια διάρκεια λήξης (maturity) ,τον ίδιο κίνδυνο αθέτησης (default risk),τον ίδιο βαθμό ρευστότητας (liquidity)

Διαφέρουν μόνο ως προς το νόμισμα που εκφράζονται:τα εγχώρια σε € και τα ξένα σε \$ Τα εγχώρια και ξένα χρεόγραφα είναι τέλεια υποκατάστατα και υπάρχει ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων μεταξύ ΕΕ και ΗΠΑ

Οι επενδυτές συγκρίνουν τις προσδοκώμενες (από αυτούς) αποδόσεις των εγχώριων και ξένων χρεογράφων για να αποφασίσουν που θα επενδύσουν

Για να συγκρίνουν οι επενδυτές τις προσδοκώμενες αποδόσεις χρεογράφων σε € και χρεογράφων σε \$ πρέπει να τις μετατρέψουν στο νόμισμά τους.

Η προσδοκώμενη απόδοση για τον Έλληνα επενδυτή αν επενδύσει σε:

εγχώρια χρεόγραφα (σε €) είναι: i^D , και

σε ξένα χρεόγραφα (σε όρους ευρώ) είναι: $i^F + \Delta E_{t+1}$,

Όπου:

F_i^D = η απόδοση (επιτόκιο) εγχώριων ΕΕ χρεογράφων (σε όρους €),

F_i^F = η απόδοση (επιτόκιο) ξένων χρεογράφων των ΗΠΑ (σε όρους \$)

$F E_{t+1}$ = η αναμενόμενη ισοτιμία (€/ \$) την περίοδο t+1,

$F \Delta E_{t+1} = (E_{t+1} - E_t) / E_t$, η αναμενόμενη μεταβολή της ισοτιμίας

$F \Delta E_{t+1} > 0$ ® αναμενόμενη υποτίμηση του € (ανατίμηση του \$),

$F \Delta E_{t+1} < 0$ ® αναμενόμενη ανατίμηση του € (υποτίμηση του \$)

Η προσδοκώμενη απόδοση για τον Αμερικανό επενδυτή αν επενδύσει σε:

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

εγχώρια (αμερικάνικα) χρεόγραφα (σε \$) είναι: i^F , και

σε ξένα (ΕΕ) χρεόγραφα (σε όρους \$) είναι: $i^D - \Delta E e_{t+1}$

Προσδοκώμενες Αποδόσεις (RETe) για ¹⁰⁵

<u>Χρεόγραφα</u>	<u>Έλληνες</u>	<u>Αμερικάνους</u>
ΗΠΑ (\$)	$i^F + \Delta E e_{t+1}$	i^F
ΕΕ (€)	i^D	$i^D - \Delta E e_{t+1}$
Σχετική RETe:	$i^F - i^D + \Delta E e_{t+1}$	$i^F - i^D + \Delta E e_{t+1}$

Παρατηρείται ότι η σχετική προσδοκώμενη απόδοση είναι η ίδια είτε την προσεγγίζει κάποιος από την πλευρά των Ελλήνων επενδυτών είτε των αμερικανών επενδυτών.

Όταν η σχετική προσδοκώμενη απόδοση των εγχώριων χρεογράφων (ΕΕ) αυξάνεται, οι ξένοι επενδυτές (ΗΠΑ) θα επιθυμούν να επενδύουν περισσότερο σε χρεόγραφα € (ΕΕ) και λιγότερο σε χρεόγραφα \$ (ΗΠΑ)

Αν τα εγχώρια και ξένα χρεόγραφα είναι τέλεια υποκατάστατα και υπάρχει ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων μεταξύ ΕΕ και ΗΠΑ, η σχετική προσδοκώμενη απόδοση των εγχώριων και ξένων χρεογράφων θα είναι μηδενική, δηλαδή:

$$i^F - i^D + \Delta E e_{t+1} = 0, \text{ ή}$$

$$i^D = i^F + \Delta E e_{t+1}$$

¹⁰⁵ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Αυτή η σχέση είναι γνωστή ως συνθήκη ισοτιμίας των επιτοκίων και δείχνει ότι σε κατάσταση ισορροπίας το εγχώριο επιτόκιο εξισώνεται με την προσδοκώμενη απόδοση των ξένων χρεογράφων.

Προσδιορισμός της καμπύλης RET^F ¹⁰⁶

Έστω ότι $i^F = 10\%$ και $E_{t+1} = 1 \text{ €}/\text{\$}$, τότε:

Αν $E_t = 0,95$ ® $RET^F = 0,10 - (1-0,95)/0,95 = 0,048 = 4,8\%$ [σημείο Α]

Αν $E_t = 1,0$ ® $RET^F = 0,10 - (1-1,0)/1,0 = 0,100 = 10,0\%$ [σημείο Β]

Αν $E_t = 1,05$ ® $RET^F = 0,10 - (1-1,05)/1,05 = 0,148 = 14,8\%$ [σημείο Γ]

Συνδέοντας τα σημεία Α, Β, Γ, ... ορίζεται η καμπύλη RET^F

Η καμπύλη RET^F έχει αρνητική κλίση διότι, *cet. par.*, μια αύξηση της τρέχουσας ισοτιμίας E_t θα μειώσει την αναμενόμενη διολίσθηση του εγχώριου νομίσματος (ΔE_{t+1}) ® RET^F , και αντίστροφα.

Στα σημεία Β, D, E $RET^D = i^D = 10\%$ □ η καμπύλη RET^D είναι κάθετη

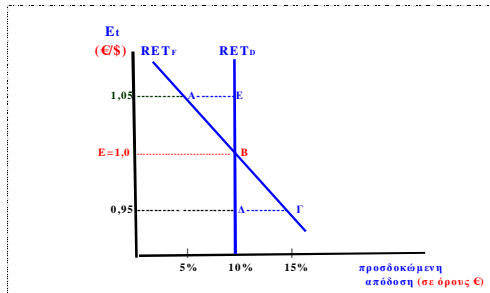
Ισορροπία στην Αγορά Συναλλάγματος υπάρχει όταν $RET^D = RET^F$, στο E^*

Αν $E_t > E^*$ συνεπάγεται $RET^F > RET^D$ άρα πώληση \$ και συνεπώς E_t μειώνεται

Αν $E_t < E^*$ συνεπάγεται $RET^F < RET^D$ άρα αγορά \$ και συνεπώς E_t αυξάνεται

¹⁰⁶ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

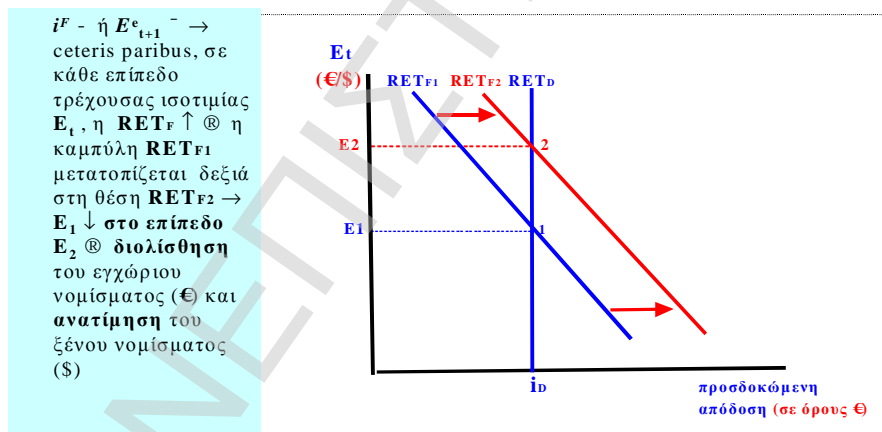
Ισορροπία στην Αγορά Συναλλάγματος¹⁰⁷



◀ [jump to first page](#) ▶

Η επίδραση στην τρέχουσα ισοτιμία μιας αύξησης της προσδοκώμενης απόδοσης των ξένων χρεογράφων (RETF) λόγω αύξησης του ξένου επιτοκίου ή λόγω αύξησης της προσδοκώμενης ισοτιμίας (δηλαδή, της προσδοκώμενης διολίσθησης του €)

108



◀ [jump to first page](#) ▶

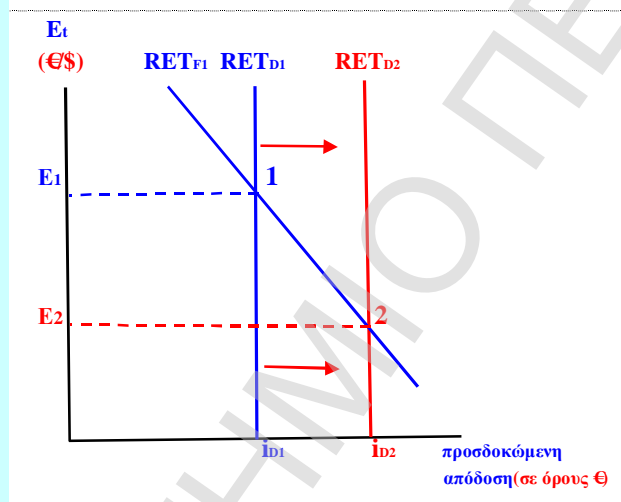
¹⁰⁷ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

¹⁰⁸ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

Μετατόπιση της καμπύλης της προσδοκώμενης απόδοσης των εγχώριων χρεογράφων (RET_D) λόγω αύξησης του εγχώριου ονομαστικού επιτοκίου (*i*_D)¹⁰⁹

***i*_D** - , υποθέτοντας ότι ο εγχώριος προσδοκώμενος πληθωρισμός \bar{p} είναι δεδομένος, → το εγχώριο πραγματικό επιτόκιο - → σε κάθε επίπεδο τρέχουσας ισοτιμίας η RET_D - → η καμπύλη RET_{D1} μετατοπίζεται δεξιά στη θέση RET_{D2} → η E_1 - στο επίπεδο E_2 → **ανατίμηση του Ευρώ και υποτίμηση του δολαρίου**

Γενικά, όταν το εγχώριο πραγματικό επιτόκιο αυξάνεται, το εγχώριο νόμισμα ανατιμάται και αντίστροφα.



◀ [Jump to first page](#) ▶

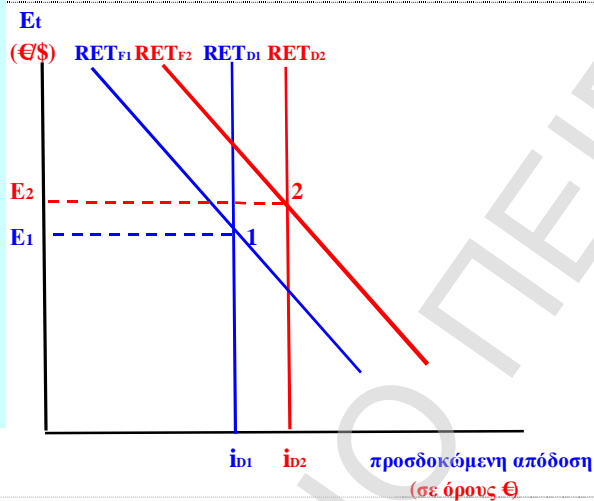
¹⁰⁹ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

Το αποτέλεσμα μιας αύξησης του i_D λόγω αύξησης του προσδοκώμενου πληθωρισμού p^e ¹¹⁰

1. - p^e (στην ΕΕ) \Rightarrow την αύξηση της αναμενόμενης ανατίμησης του \$ \Rightarrow RET_{F1} μετατοπίζεται δεξιά στη θέση RET_{F2}

$\uparrow i_D$ λόγω αύξησης του p^e \Rightarrow η RET_{D1} μετατοπίζεται δεξιά στη θέση RET_{D2}

Όμως, λόγω του ότι η $p^e \uparrow > i_D \uparrow \Rightarrow$ το πραγματικό επιτόκιο $\downarrow \Rightarrow E_{t+1}^e \downarrow$ περισσότερο από την $i_D \uparrow \Rightarrow$ η μετατόπιση δεξιά της $RET_F >$ από την προς τα δεξιά μετατόπιση της RET_D με συνέπεια τη **διολίσθηση του €** στο E_2



[Jump to first page](#)

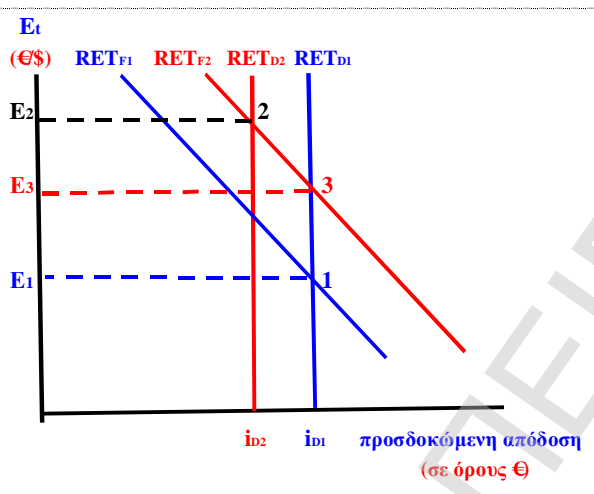
Το αποτέλεσμα μιας αύξησης της εγχώριας προσφοράς χρήματος (M^s) επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας¹¹¹

¹¹⁰ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

¹¹¹ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

1. $H M^s - P \uparrow P \uparrow E_{t+1}^e$
 ↓ η αναμενόμενη διολίσθηση του € - (ανατίμηση του \$) ↓ RET_{F1} μετατοπίζεται στη θέση RET_{F2}

2. $H M^s - P \uparrow P \sim P$
 RET_{D1} μετατοπίζεται αριστερά στη θέση RET_{D2}
Βραχυχρόνια, πάμε από το σημείο 1 στο σημείο 2 με συνέπεια $E_1 \downarrow$ στο E_2
Μακροχρόνια, το i^D επιστρέφει στο αρχικό του επίπεδο, η καμπύλη RET_{D2} μετατοπίζεται ξανά στη θέση RET_{D1} και πάμε στο σημείο 3 E_3 . Το φαινόμενο **υπερακόντησης της ισοτιμίας** [exchange rate overshooting]: Όταν $M^s \downarrow$, το $E_t \downarrow$ περισσότερο στη βραχυχρόνια από τη μακροχρόνια περίοδο.



◀ [Jump to first page](#) ▶

4.4. Άμεσες και έμμεσες ισοτιμίες και παραδείγματα

Μία ανταλλαγή νομισμάτων εμπλέκει δύο νομίσματα με οποιοδήποτε από αυτά να μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι το νόμισμα που αγοράζεται. Με άλλα λόγια, οποιοδήποτε νόμισμα μπορεί να τοποθετηθεί στον παρονομαστή μιας συναλλαγματικής ισοτιμίας. Όταν η ισοτιμία δίδεται ως το πλήθος των μονάδων του εγχώριου νομίσματος που αντιστοιχούν σε μια μονάδα του ξένου νομίσματος, τότε έχουμε άμεση ισοτιμία. Όταν η ισοτιμία δίδεται ως το πλήθος των μονάδων του ξένου νομίσματος που αντιστοιχούν σε μια μονάδα του εγχώριου νομίσματος αναφερόμαστε σε έμμεση ισοτιμία. Η έμμεση ισοτιμία είναι ο αντίστροφος της αντίστοιχης άμεσης ισοτιμίας.¹¹²

¹¹² www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonamikonagoron.pdf

Τα περισσότερα νομίσματα «τιμολογούνται» ως πλήθος μονάδων του νομίσματος που μπορεί να αγοράσει ένα USD. Αυτός ο τρόπος αναφοράς ονομάζεται «ευρωπαϊκός». Εξαιρέση αποτελούν τα «αγγλοσαξονικά» νομίσματα (η αγγλική λίρα (GBP), το δολάριο Νέας Ζηλανδίας (NZD), το Ιρλανδέζικο πούντ (IEP), το Αυστραλέζικο δολάριο (AUD)) και το EUR. Αυτός ο δεύτερος τρόπος αναφοράς λέγεται «αμερικάνικος».

Παράδειγμα 1.1 ¹¹³

(A) Έμμεση ισοτιμία : JPY/USD (Ευρωπαϊκός τρόπος)

Έστω ότι ένας αμερικανός τουρίστας θέλει να αγοράσει JPY στο αεροδρόμιο του L.A. Η αναφορά JPY 110,34-111,09 σημαίνει ότι ο dealer αγοράζει ένα USD για 110,34 JPY (bid) και πουλάει ένα USD για JPY 111,09 (ask). Για κάθε USD που αγοράζει και πουλάει ο dealer, έχει ένα κέρδος 0,75 JPY.

(B) Άμεση ισοτιμία: USD/JPY (Αμερικάνικος τρόπος)

Εάν ο dealer στο αεροδρόμιο του L.A. χρησιμοποιεί άμεσες ισοτιμίες, τότε οι bid – ask τιμές του θα ήταν ,009002 - ,009063 USD για ένα JPY.

Είναι πολύ εύκολο να μετατραπούν οι άμεσες ισοτιμίες σε έμμεσες, και το αντίστροφο.

$$S(\text{άμεση})_{\text{bid}} = 1/S(\text{έμμεση})_{\text{ask}}$$

$$S(\text{άμεση})_{\text{ask}} = 1/S(\text{έμμεση})_{\text{bid}}$$

¹¹³ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononagoron.pdf

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Η συζήτηση για τις κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών μερικές φορές δημιουργεί σύγχυση επειδή κάποια σχόλια αναφέρονται σε άμεσες και άλλα σε έμμεσες ισοτιμίες. Οι άμεσες ισοτιμίες είναι ο συνήθης τρόπος που χρησιμοποιείται. Έτσι, εκτός αν διευκρινίζεται διαφορετικά, θα χρησιμοποιούνται άμεσες ισοτιμίες. Δηλαδή, το εγχώριο νόμισμα θα είναι πάντα στον αριθμητή ενώ το ξένο νόμισμα θα είναι πάντα στον παρονομαστή.

Στην αγορά συναλλάγματος οι Τράπεζες λειτουργούν σαν market makers. Πραγματοποιούν κέρδη από το άνοιγμα μεταξύ τιμής αγοράς και τιμής πώλησης. Οι market makers προσπαθούν να περάσουν το άνοιγμα που δημιουργείται από μια συναλλαγή σε κάποιον άλλο πελάτη. Για παράδειγμα, μια Τράπεζα που αγοράζει JPY από ένα πελάτη θα προσπαθήσει να καλύψει το άνοιγμα της πουλώντας JPY σε κάποιον άλλο πελάτη. Μερικές φορές, μια Τράπεζα που περιμένει το JPY να ανατιμηθεί τις επόμενες ώρες μπορεί να αποφασίσει να κερδοσκοπήσει, δηλαδή να περιμένει πριν πουλήσει τα JPY σε κάποιον άλλο πελάτη. Κατά τη διάρκεια της ημέρας οι dealers των Τραπεζών διαχειρίζονται το άνοιγμα τους με ένα τρόπο που να είναι συνεπής με τη βραχυπρόθεσμη οπτική τους για κάθε νόμισμα. Προς το τέλος της ημέρας οι dealers της Τράπεζας θα προσπαθήσουν να κλείσουν τη θέση της Τράπεζας. Ένας dealer που συγκεντρώνει πολύ μεγάλο απόθεμα από JPY μπορεί να προσπαθήσει να δαλεάσει τους πελάτες για να τα αγοράσουν χαμηλώνοντας κάπως τις τιμές του. Έτσι, επειδή οι τιμές που δίνονται αντανακλούν θέσεις αποθεματικών, συνιστάται να ψάξει σε αρκετές Τράπεζες ο πελάτης πριν αποφασίσει να προχωρήσει σε συναλλαγή.¹¹⁴

¹¹⁴ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

4.5 Σταυροειδείς ισοτιμίες και παραδείγματα

Το άμεσο / έμμεσο σύστημα ισοτιμιών σχετίζεται με το εγχώριο νόμισμα. Το ευρωπαϊκό / αμερικάνικο σύστημα ισοτιμιών έχει να κάνει με το USD. Εάν όμως ένας trader από το Μαλάουι τηλεφωνήσει σε μια Τράπεζα στο Χονγκ-Κόνγκ και ζητήσει μια τιμή για JPY/CHF, η Τράπεζα του Χονγκ-Κονγκ θα δώσει μια τιμή που δεν θα προβλέπεται από τα προηγούμενα συστήματα. Η Τράπεζα του Χονγκ-Κονγκ θα δώσει μια σταυροειδή ισοτιμία. Τα πιο πολλά νομίσματα παίρνουν τιμές έναντι του USD, οπότε σταυροειδείς ισοτιμίες μπορούν να υπολογισθούν από ισοτιμίες ως προς το USD. Για παράδειγμα η ισοτιμία JPY/GBP υπολογίζεται χρησιμοποιώντας τις ισοτιμίες USD/JPY και USD/GBP. Αυτή η μέθοδος συνήθως συνεπάγεται ένα μεγαλύτερο άνοιγμα τιμής αγοράς και πώλησης στις σταυροειδείς ισοτιμίες. Οι σταυροειδείς ισοτιμίες υπολογίζονται με τέτοιο τρόπο ώστε οι arbitrageurs να μην μπορούν να εκμεταλλευθούν τις αναφερόμενες τιμές. Ειδάλλως, στρατηγικές τριγωνικού arbitrage θα ήταν εφικτές και οι Τράπεζες θα παρατηρούσαν σύντομα ανισορροπίες στις εντολές τους για αγορά και πώληση.¹¹⁵

Παράδειγμα 1.2

Έστω ότι μια Τράπεζα δίνει τις εξής τιμές: $S=,0104 - ,0108$ USD/JPY και $S=1,5670 - 1,5675$ USD/GBP. Η Τράπεζα θέλει να υπολογίσει τις σταυροειδείς ισοτιμίες JPY/GBP. Η τιμή αγοράς JPY/GBP είναι η τιμή στην οποία η Τράπεζα διατίθεται να αγοράσει GBP ως προς το JPY, δηλαδή το

¹¹⁵ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononagoron.pdf

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

πλήθος των μονάδων JPY που είναι διατεθειμένη να πληρώσει για μια μονάδα GBP. Αυτή η συναλλαγή (αγορά GBP – πώληση JPY) είναι ισοδύναμη με την πώληση JPY για αγορά ενός USD – στην τιμή αγοράς της Τράπεζας (1/,0108) JPY/USD – και στη συνέχεια τη μεταπώληση του USD για να αγοράσει GBP – στην τιμή αγοράς της Τράπεζας 1,5670 USD/GBP.

Σχηματικά η συναλλαγή έχει ως εξής:

$$S_{\text{bid,JPY/GBP}} = S_{\text{bid,JPY/USD}} \times S_{\text{bid,USD/GBP}} = (1/,0108) \text{ JPY/USD} \times (1,5670)$$

$$\text{USD/GBP} = 145,0926 \text{ JPY/GBP.}$$

Επομένως, η Τράπεζα δεν θα θέσει ποτέ την τιμή αγοράς JPY/GBP κάτω από την ισοτιμία 145,0926 JPY/GBP

Χρησιμοποιώντας ένα παρόμοιο επιχείρημα, η Τράπεζα θα θέσει την τιμή πώλησης JPY/GBP (πουλάει GBP – αγοράζει JPY) χρησιμοποιώντας τον παρακάτω τύπο:

$$S_{\text{ask,JPY/GBP}} = S_{\text{ask,JPY/USD}} \times S_{\text{ask,USD/GBP}} = (1/,0104) \text{ JPY/USD} \times (1,5675)$$

$$\text{USD/GBP} = 150,7211 \text{ JPY/GBP.}$$

Παράδειγμα 1.3: Μια ευκαιρία τριγωνικού arbitrage ¹¹⁶

Θεωρώντας ξανά το παράδειγμα 1.2, έστω τώρα ότι ένας trader της Τράπεζας παρατηρεί την εξής ισοτιμία: $S_{\text{ask,JPY/GBP}} = 143,00 \text{ JPY/GBP}$. Τότε ο trader ξεκινάει αμέσως μια στρατηγική τριγωνικού arbitrage:

(1) Πουλάει USD 1.000.000 σε τιμή ,0108 USD/JPY. Έτσι ο trader αγοράζει JPY 92.592.592,59

¹¹⁶ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonagoron.pdf

(2) Πουλάει τα JPY 92.592.592,59 στην τιμή 143,00 JPY/GBP. Έτσι τώρα έχει GBP 647.500,65

(3) Πουλάει τα GBP 647.500,65 στην τιμή 1,5670 USD/GBP. Ο trader έχει τώρα USD 1.014.633,51

Αυτή η διαδικασία του απέφερε ένα κέρδος USD 14.633,51. Ο trader θα επιχειρήσει να επαναλάβει αυτή τη στρατηγική όσο το δυνατόν περισσότερες φορές. Μετά από αρκετές επαναλήψεις, η Τράπεζα που προσφέρει $S_{ask,JPY/GBP} = 143,00$ JPY/GBP θα προσαρμόσει την τιμή της προς τα πάνω.

4.6. Τρόποι αντιμετώπισης συναλλαγματικού κινδύνου

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος προέρχεται από την αβεβαιότητα στην πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ένας τρόπος κάλυψης από τον συναλλαγματικό κίνδυνο είναι η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος. Εκτός από τα προθεσμιακά συμβόλαια, έχουν αναπτυχθεί και άλλοι τρόποι αντιμετώπισης του συναλλαγματικού κινδύνου. Αυτοί οι τρόποι αφορούν χρηματοδοτικά μέσα που εμφανίστηκαν στη δεκαετία του '80 και προέρχονται από τα βασικά χρεόγραφα όπως είναι τα ομόλογα, οι μετοχές, ή το χρήμα. Επειδή παράγονται από τα βασικά χρεόγραφα, ονομάζονται παράγωγα. Στην αγορά συναλλάγματος τα πιο κοινά παράγωγα που συναντώνται είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και τα δικαιώματα (options). Επίσης, συχνά γίνονται ταυτόχρονες διπτές συναλλαγές (swaps).¹¹⁷

¹¹⁷ Ν.Κωστελέτος, (2006) Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών και Διεθνές Νομισματικό Σύστημα

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή μελλοντικά συμβόλαια, αφορούν αγορά συναλλάγματος συγκεκριμένου όγκου, σε συγκεκριμένες ημερομηνίες (όπως Μάρτης, Ιούνιος, Σεπτέμβρης, Δεκέμβρης για τις Η.Π.Α.). Η διαφορά τους με τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι: 1) για τα μελλοντικά συμβόλαιο πρέπει να γίνει εκ των προτέρων κατάθεση και όχι με τη λήξη του συμβολαίου, 2) υπάρχει ένα περιθώριο (Advance margin payment) το οποίο μεταβάλλεται αν η ισοτιμία κινηθεί προ αντίθετη κατεύθυνση. Ο επενδυτής πληρώνει ζημιά σ' αυτή την περίπτωση, 3) τα μελλοντικά συμβόλαια λήγουν σε συγκεκριμένες ημερομηνίες, 4) διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο (όχι ακόμα στο ελληνικό), ενώ οι προθεσμιακές συμβάσεις στο τραπεζικό σύστημα.¹¹⁸

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συνάλλαγμα είναι τυποποιημένα συμβόλαια που διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια. Στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών διαπραγματεύονται futures ευρώ – δολάριο. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης απαιτούν περιθώρια ασφάλισης από τους αντισυμβαλλόμενους.¹¹⁹

Δικαιώματα σε συνάλλαγμα (Currency options)

Τα δικαιώματα σε συνάλλαγμα διαπραγματεύονται τόσο σε οργανωμένα χρηματιστήρια, όσο και εξωχρηματιστηριακά (over-the-counter (OTC)). Τα δικαιώματα αγοράς (call options) είναι συμβόλαια που δίνουν στον κάτοχο τους το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει μια προκαθορισμένη ποσότητα ξένου νομίσματος σε μια προκαθορισμένη τιμή (strike price ή exercise price) εντός κάποιου προκαθορισμένου χρονικού διαστήματος. Τα

¹¹⁸ Ν.Κωστελέτος, (2006) Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών και Διεθνές Νομισματικό Σύστημα

¹¹⁹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

δικαιώματα πώλησης (put options) είναι συμβόλαια που δίνουν στον κάτοχο τους το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να πουλήσει μια προκαθορισμένη ποσότητα ξένου νομίσματος σε μια προκαθορισμένη τιμή (strike price ή exercise price) εντός κάποιου προκαθορισμένου χρονικού διαστήματος. Όταν κάποιος πουλάει ένα δικαίωμα λέμε ότι αυτός «γράφει» ένα δικαίωμα (the writer of an option). Ο αγοραστής πληρώνει ένα ασφάλιστρο, το λεγόμενο “premium” στον πωλητή του δικαιώματος. Στο χρηματιστήριο της Philadelphia διαπραγματεύονται δικαιώματα σε συνάλλαγμα. Στο IMM (International Monetary Market) και στο SIMEX (Singapore International Monetary Exchange) διαπραγματεύονται δικαιώματα επί συναλλαγματικών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.¹²⁰

Η τιμή αγοράς ή πώλησης συναλλάγματος είναι η τιμή η οποία έχει καθοριστεί στο συμβόλαιο (strike price). Η αγορά των δικαιωμάτων στοχεύει στην αποφυγή συναλλαγματικού κινδύνου ή στην κερδοσκοπία (επιδίωξη κέρδους από μεταβολή τιμής).¹²¹

Η διττή συναλλαγή αγοράς και πώλησης συναλλάγματος αφορά τη σύναψη διπλού συμβολαίου αγοράς και πώλησης συναλλάγματος. Κυρίως, αναφέρεται σε δάνεια επιχειρήσεων ή τραπεζών σε συνάλλαγμα και συμφωνία αποπληρωμής τους σε συγκεκριμένη ημερομηνία. Οι συναλλαγές αυτές όπως είναι και η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος, πραγματοποιούνται εκτός χρηματιστηρίου.¹²²

¹²⁰ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

¹²¹ Ν.Κωστελέτος, (2006) Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών και Διεθνές Νομισματικό Σύστημα

¹²² Ν.Κωστελέτος, (2006) Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών και Διεθνές Νομισματικό Σύστημα

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος αναφέρεται στο ενδεχόμενο μεταβολής της αγοραστικής δύναμης της εκπεφρασμένης σε ξένο νόμισμα θέσης ενός εγχώριου επενδυτή όταν αυτή μετατραπεί ξανά στο εγχώριο νόμισμα.

Πώς μπορεί να μετρηθεί το αποτέλεσμα των συναλλαγματικών μεταβολών στην αξία των απαιτήσεων και υποχρεώσεων που είναι εκπεφρασμένες σε ξένο νόμισμα; Μια απλή μαθηματική σχέση συνδέει τις αποδόσεις μετρημένες στο ξένο νόμισμα με αυτές στο εγχώριο νόμισμα:

$$(1+r_d) = (1+r_f)(1+s_{t,T}) \text{ όπου}$$

r_d : απόδοση στο τοπικό νόμισμα.

r_f : απόδοση στο ξένο νόμισμα.

$s_{t,T}$: μεταβολή του ξένου νομίσματος σε όρους τοπικού νομίσματος από την t έως την $t+T$

Παράδειγμα : Στη διάρκεια 1980 – 1999, η απόδοση των Ιαπωνικών μετοχών ήταν 10,92% κατά μέσο όρο ετησίως. Το Ιαπωνικό Γιέν (JPY) ανατιμήθηκε ως προς το δολάριο κατά μέσο όρο 4,03% ετησίως. Η απόδοση στις Ιαπωνικές μετοχές για ένα αμερικάνο επενδυτή μπορεί να υπολογισθεί ως:

$$r_{d-\text{Αμερικάνος}} = (1.1092)(1.0403) - 1 = 15.39\%.$$

Όμως για τον Ιάπωνα επενδυτή που επένδυσε στην Αμερική η εικόνα είναι διαφορετική. Στη διάρκεια 1980 – 1999, η απόδοση των αμερικανικών

μετοχών ανήλθε σε 12,6% ετησίως κατά μέσο όρο. Το USD υποτιμήθηκε απέναντι στο JPY -3,87% ετησίως. Η απόδοση του Ιάπωνα επενδυτή ήταν:

$$r_{d-\text{Γιαπωνέζος}} = (1.1260)(.9613) - 1 = 8.24\%.$$

Όπως δείχνει το παραπάνω παράδειγμα, οι διακυμάνσεις των ισοτιμιών παίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό του r_d . Πρέπει να μελετηθούν οι καθοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν το s_t . Επίσης να μελετηθεί με ποιο τρόπο μπορεί να ελαχιστοποιηθεί η επίδραση των μη αναμενόμενων μεταβολών του $s_{t,T}$ στο r_d . Με άλλα λόγια πρέπει να μελετηθεί πώς πρέπει να αντισταθμιστεί ο συναλλαγματικός κίνδυνος.

4.7. Παράγοντες αγοράς που επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες

Ποιοι είναι οι παράγοντες που καθορίζουν την προσφορά και ζήτηση ενός νομίσματος στην αγορά συναλλάγματος; Η προσφορά ξένου νομίσματος προέρχεται από «μη κατοίκους» που αγοράζουν εγχώρια προϊόντα και υπηρεσίες – δηλ. εγχώριες εξαγωγές -, ξένοι επενδυτές που επενδύουν στην εγχώρια αγορά και ξένοι τουρίστες που ταξιδεύουν στη χώρα μας. Αυτοί οι μη κάτοικοι χρειάζονται τοπικό νόμισμα ώστε να πληρώσουν για τις τοπικές αγορές τους. Έτσι, οι μη κάτοικοι, αγοράζουν το τοπικό νόμισμα πληρώνοντας με ξένο νόμισμα στην αγορά συναλλάγματος. Παρόμοια, η ζήτηση για ξένο νόμισμα προέρχεται από κατοίκους που αγοράζουν ξένα αγαθά και υπηρεσίες – δηλ. εγχώριες εισαγωγές-, από εγχώριους επενδυτές

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

που επενδύουν στο εξωτερικό και από «εγχώριους τουρίστες» που ταξιδεύουν στο εξωτερικό.¹²³

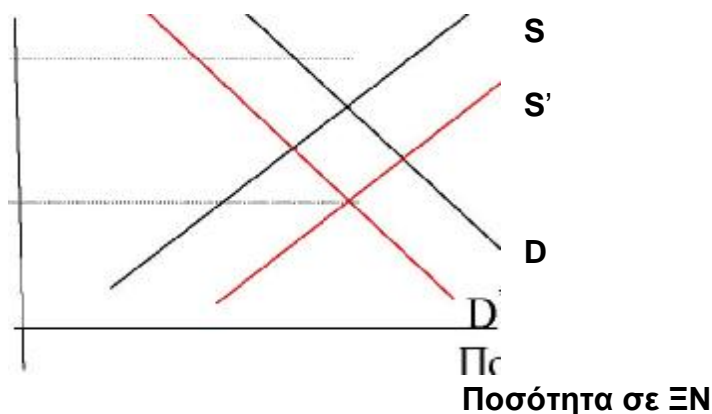
Με το πέρασμα του χρόνου, μεταβάλλονται οι διάφορες μεταβλητές που επηρεάζουν το εξωτερικό εμπόριο, τις διεθνείς επενδύσεις και το διεθνή τουρισμό, αναγκάζοντας τις συναλλαγματικές ισοτιμίες να προσαρμοσθούν σε νέα επίπεδα ισορροπίας. Για παράδειγμα, έστω ότι ανεβαίνουν τα επιτόκια στη χώρα μας, σε σύγκριση με τα επιτόκια της ξένης χώρας. Η εγχώρια ζήτηση για ξένα ομόλογα θα μειωθεί, περιορίζοντας έτσι τη ζήτηση για ξένο νόμισμα στην τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία. Η ξένη ζήτηση για εγχώρια ομόλογα θα αυξηθεί, αυξάνοντας έτσι την προσφορά ξένου νομίσματος στην τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία. Σαν αποτέλεσμα αυτών των κινήσεων στις καμπύλες προσφοράς και ζήτησης στην αγορά συναλλάγματος, η τιμή του ξένου νομίσματος ως προς το τοπικό νόμισμα θα πέσει. Το διάγραμμα 4.7.1 δείχνει το αποτέλεσμα αυτών των μεταβολών στην συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας.¹²⁴

Διάγραμμα 4.7.1.: Η επίδραση μιας ανόδου των εγχώριων επιτοκίων σε σχέση με τα ξένα επιτόκια

¹²³ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

¹²⁴ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά



Όπου S_0^E το σημείο ισορροπίας S, D και S_1^E το σημείο ισορροπίας S', D'

Οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών μετρώνται συνήθως σε ποσοστιαίες μεταβολές ή αποδόσεις. Η «συναλλαγματική απόδοση» από τη χρονική στιγμή t έως τη χρονική στιγμή T δίνεται από:

$$s(t, T) = (S(T)/S(t)) - 1$$

Όπου $S(t)$ αναπαριστά τη συναλλαγματική ισοτιμία ως πλήθος μονάδων του εγχώριου νομίσματος για μια μονάδα του ξένου νομίσματος (τιμή spot).

Ο κίνδυνος εμφανίζεται κάθε φορά που το πραγματικό αποτέλεσμα μπορεί να διαφέρει από το αναμενόμενο. Οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις είναι εκτεθειμένες σε «κίνδυνο αποτίμησης» όταν οι πραγματικές τους τιμές μπορεί να διαφέρουν από τις αναμενόμενες τιμές. Στις αγορές συναλλάγματος, έχουμε συναλλαγματικό κίνδυνο (κίνδυνο νομίσματος) όταν η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία είναι διαφορετική από την αναμενόμενη. Δηλαδή, εάν υπάρχει συναλλαγματικός κίνδυνος, τότε $s(t, T)$ δεν μπορεί να προβλεφθεί με βεβαιότητα τη χρονική στιγμή t . Σε όρους στατιστικής, μπορούμε να θεωρούμε την $s(t, T)$ ως τυχαία μεταβλητή.¹²⁵

¹²⁵ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

Οι επιδράσεις όταν αλλάζουν τα επιτόκια είναι: ¹²⁶

Μια αύξηση στο επιτόκιο το οποίο κερδίζει μια κατάθεση σε ένα συγκεκριμένο νόμισμα αυξάνει την απόδοση στο νόμισμα αυτό. Αυτό οδηγεί σε ανατίμηση του συγκεκριμένου νομίσματος

Μια αύξηση π.χ. στα επιτόκια του EUR έχει ως αποτέλεσμα την ανατίμηση του EUR .Αυτό προκαλεί υποτίμηση του USD

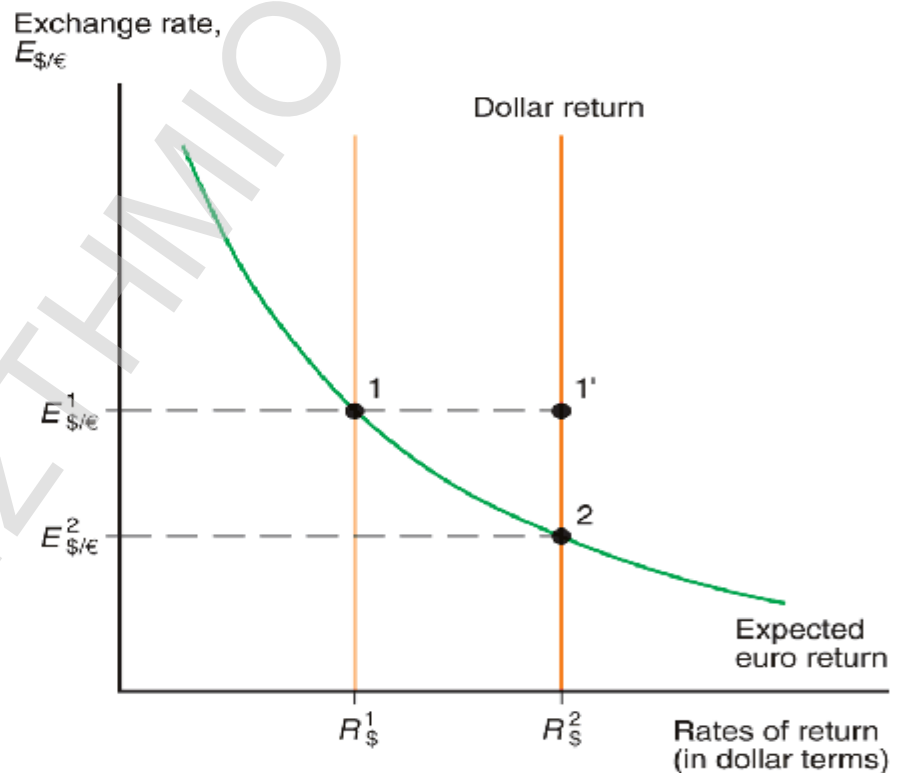
Διάγραμμα 4.7.2. Η Επίδραση μιας Αύξησης στο Επιτόκιο των USD ¹²⁷

Figure 13-5

Effect of a Rise in the Dollar Interest Rate

A rise in the interest rate offered by dollar deposits from $R_{\1 to $R_{\2 causes the dollar to appreciate from $E_{\$/\text{€}}^1$ (point 1) to $E_{\$/\text{€}}^2$ (point 2).

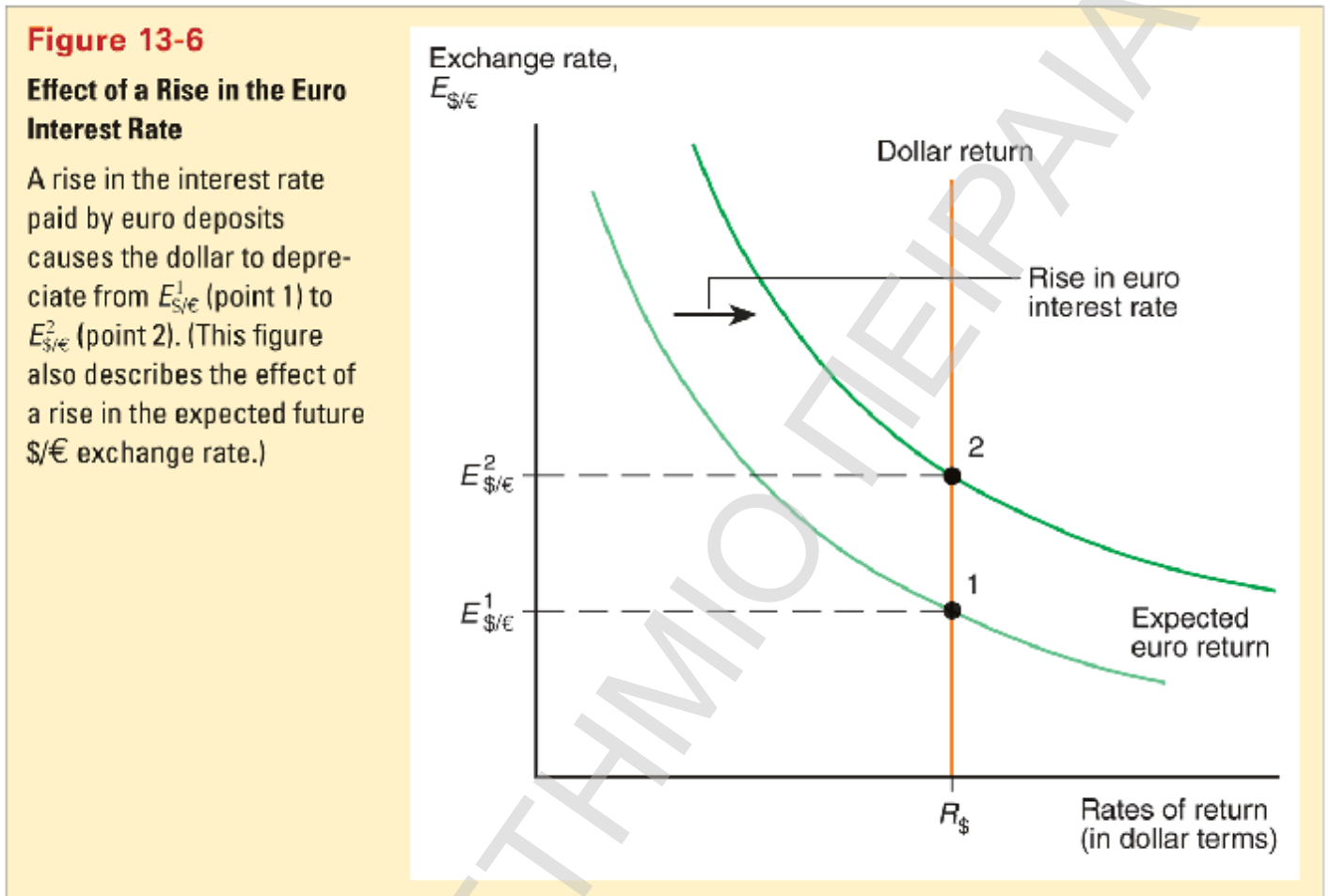
Η υποτίμηση του EUR ισοδυναμεί με ανατίμηση του USD



¹²⁶ Γ.Σιουρούνης, «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής επιστήμης 2007-2008

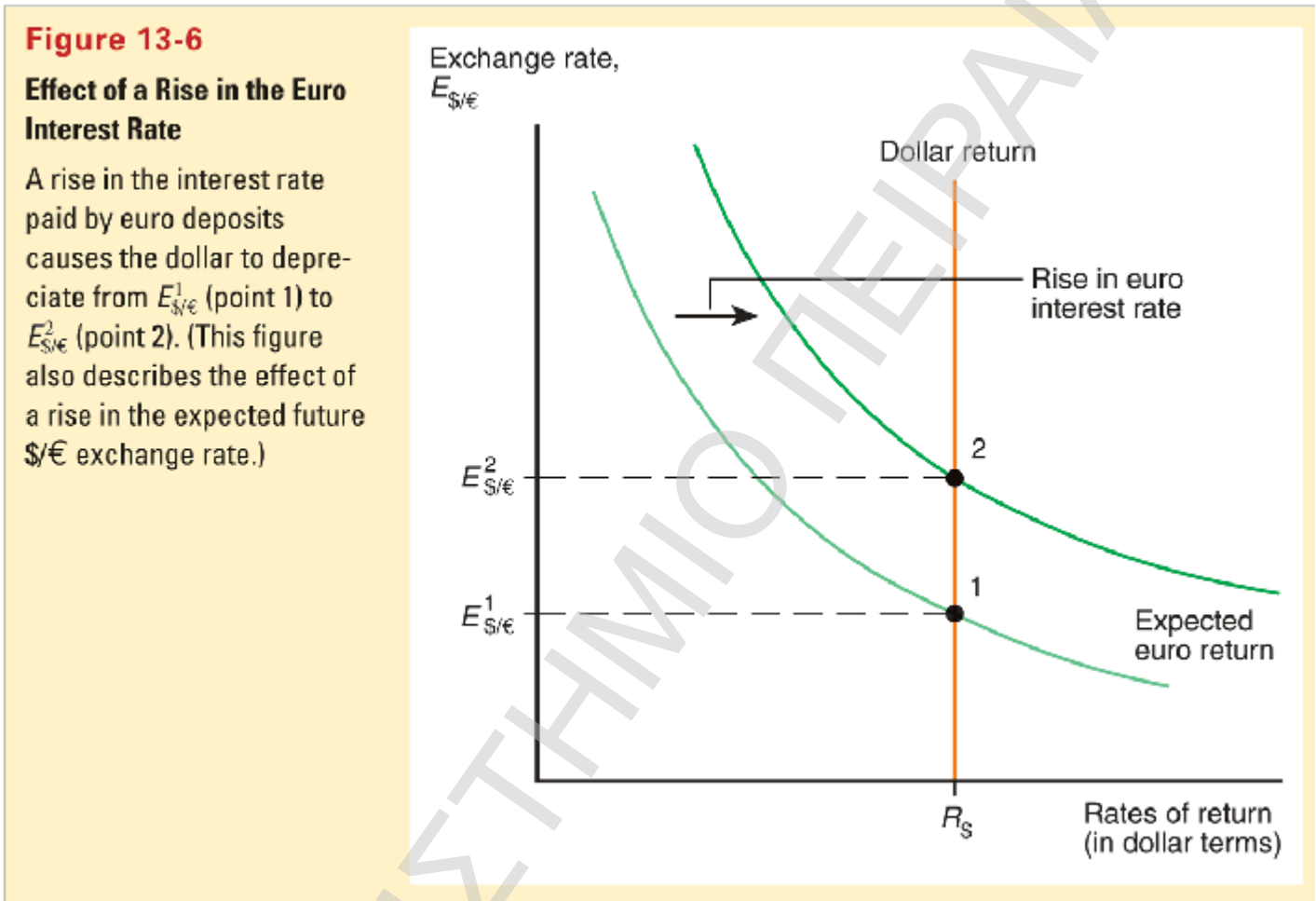
¹²⁷ Γ.Σιουρούνης, «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής επιστήμης 2007-2008

Διάγραμμα 4.7.3. Η Επίδραση μιας Αύξησης στο Επιτόκιο των USD¹²⁸



¹²⁸ Γ.Σιουρούνης, «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής επιστήμης 2007-2008

Διάγραμμα 4.7.4. Η Επίδραση Μιας Αναμενόμενης Ανατίμησης του EUR¹²⁹



Η Επίδραση Μιας Αναμενόμενης Ανατίμησης του EUR¹³⁰

Αν αναμένεται το ευρο να ανατιμηθεί στο μέλλον, τότε η επένδυση θα αποδώσει στο μέλλον σε ισχυρό ευρο, όποτε αυτά τα μελλοντικά euros θα μπορούν να αγοράσουν πολλά δολάρια και πολλά Αμερικανικά προϊόντα. Άρα

¹²⁹ Γ. Σιουρούνης, «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής επιστήμης 2007-2008

¹³⁰ Γ. Σιουρούνης, «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής επιστήμης 2007-2008

η αναμενόμενη απόδοση σε euros αυξάνετε. Μια αναμενόμενη ανατίμηση ενός νομίσματος οδηγεί σε μια άμεση-σημερινή ανατίμηση (μια αυτό-τροφοδοτούμενη προφητεία - self-fulfilling prophecy)

Καλυπτόμενη Ισοδυναμία Επιτοκίων (Covered Interest Parity)¹³¹

Μια αναμενόμενη υποτίμηση ενός νομίσματος οδηγεί σε μια άμεση-σημερινή υποτίμηση (μια αυτό-τροφοδοτούμενη προφητεία - self-fulfilling prophecy).

Η ισοδυναμία αυτή συνδέει τα επιτόκια διαφορετικών χωρών με τον ρυθμό αλλαγής μεταξύ της τιμής forward και spot:

$$R_{\$} = R_{\text{€}} + (F_{\$/\text{€}} - E_{\$/\text{€}}) / E_{\$/\text{€}}$$

όπου $F_{\$/\text{€}}$ είναι η τιμή forward

Με λίγα λόγια, οι αποδόσεις καταθέσεων σε δολάρια και σε «καλυπτόμενο» ξένο νόμισμα είναι ίδιες. Πως μπορεί κάποιος να βγάλει χρήματα χωρίς ρίσκο αν η ισοδυναμία αυτή δεν ίσχυε?

Καλυπτόμενες θέσεις χρησιμοποιώντας forwards εμπεριέχουν μικρό ρίσκο

Ανακεφαλαίωση¹³²

1. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι Τιμές ξένων νομισμάτων σε όρους εγχώριου νομίσματος και το αντίστροφο
2. Υποτίμηση στο νόμισμα μιας χώρας σημαίνει ότι οι εισαγωγές είναι πιο ακριβές ενώ οι εξαγωγές πιο φθηνές. Μια υποτίμηση επηρεάζει αρνητικά

¹³¹ Γ. Σιουρούνης, «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής επιστήμης 2007-2008

¹³² Γ. Σιουρούνης, «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής επιστήμης 2007-2008

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

τους καταναλωτές που αγοράζουν εισαγόμενα αλλά βοηθά τις εξαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών.

3.Οι εμπορικές τράπεζες που επενδύουν σε καταθέσεις σε διαφορετικά νομίσματα είναι και οι κυρίαρχοι της αγοράς συναλλάγματος.

4.Οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι οι πλέον σημαντικές για τον καθορισμό της ζήτησης για καταθέσεις σε διάφορα νομίσματα

5.Αποδόσεις σε τραπεζικές καταθέσεις στην αγορά συναλλάγματος επηρεάζονται από τα επιτόκια και τις προσδοκίες για τις μελλοντικές τιμές των ισοτιμιών.

6.Ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος υπάρχει όταν οι αποδόσεις των καταθέσεων σε εγχώριο και σε ξένο νόμισμα ισούται: ισοδυναμία επιτοκίων (interest rate parity

7.Μια αύξηση στο επιτόκιο καταθέσεων ενός νομίσματος οδηγεί σε μια αύξηση στην απόδοση του και σε ανατίμηση

8.Μια αναμενόμενη ανατίμηση ενός νομίσματος οδηγεί σε μια αύξηση της απόδοσης καταθέσεων σε αυτό το νόμισμα και οδηγεί σε μια άμεση-σημερινή ανατίμηση

9.Η καλυπτόμενη ισοδυναμία επιτοκίων διατυπώνει ότι οι αποδόσεις καταθέσεων σε εγχώριο νόμισμα με αυτές σε “καλυπτόμενο” ξένο νόμισμα χρησιμοποιώντας το forward είναι ίσες

4.8. Παράγοντες που επηρεάζουν την ανάληψη κινδύνου στις συναλλαγματικές αγορές σε σχέση με το carry trade

Το carry trade, όπως έχει αναφερθεί είναι μια πρακτική κατά την οποία επενδυτές αγοράζουν σε νομίσματα με υψηλά επιτόκια σε βάρος αυτών με χαμηλά επιτόκια. Την πρακτική αυτή στηρίζουν διάφοροι βραχυπρόθεσμοι παράγοντες, προσφέροντας μεγάλα κέρδη σε όσους δραστηριοποιούνται στη συγκεκριμένη πρακτική. Μακροπρόθεσμα όμως, υπάρχει ο κίνδυνος κατάρρευσης.

Δεδομένου ότι η Ιαπωνία έχει το χαμηλότερο κόστος δανεισμού του ανεπτυγμένου κόσμου, 0,5%, το γεν προσφέρεται για carry trade. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας διατηρεί επί μακρόν τα επιτόκια κοντά στο μηδέν και έχει επανειλημμένα τροφοδοτήσει την οικονομία με ρευστότητα, στην προσπάθειά της να βοηθήσει τη χώρα να βγει από έναν φαύλο κύκλο ύφεσης – ανάπτυξης 12 ετών και την επικίνδυνη τάση για αποπληθωρισμό. Αν και η κυβέρνηση της χώρας δεν έχει παρέμβει στις αγορές συναλλάγματος από το Μάρτιο του 2004, τα χαμηλά επιτόκια σίγουρα έχουν βοηθήσει το γεν να μην ανατιμηθεί. Αυτό και μόνο ενισχύει τις εξαγωγές ιαπωνικών προϊόντων, καθιστώντας τα ελκυστικότερα από άποψη τιμής, ενώ ταυτόχρονα καθιστά ακριβά για τους Ιάπωνες τα προϊόντα που εισάγονται.

Η διεθνής κερδοσκοπία που εκμεταλλεύεται τα σχεδόν μηδενικά ιαπωνικά επιτόκια για να χρηματοδοτεί ποικίλες επενδύσεις, είναι αυτή που επιδίδεται περισσότερο στην πρακτική του carry trade. Δηλαδή, δανείζεται σε γιεν και στη συνέχεια τα πουλάει για να επενδύσει σε νομίσματα υψηλής απόδοσης

επιτοκίων ή σε άλλες μορφές επενδύσεων. Τα κεφάλαια ανοίγουν short θέσεις στο γιεν και συνωστίζονται για να τοποθετηθούν long κυρίως στη στερλίνα και στα νομίσματα Αυστραλίας, Νέας Ζηλανδίας, Βραζιλίας και Τουρκίας.

Με τη βεβαιότητα ότι θα παραμείνει η σημαντική διαφορά μεταξύ των επιτοκίων του γιεν και των υπόλοιπων νομισμάτων, οι πάσης φύσεως κερδοσκόποι αλλά και οι απλοί επενδυτές σπεύδουν να την αξιοποιήσουν. Όσο ο εφιάλης του deflation (αποπληθωρισμός) που αποτελεί την «Αχίλλειο πτέρνα» της Ιαπωνίας από το 1995, δεν λείπει να σβήσει, τόσο απομακρύνεται το ενδεχόμενο αύξησης των ιαπωνικών επιτοκίων. Η εξέλιξη αυτή επιβεβαιώνει την άποψη ότι η μελλοντική αναπροσαρμογή της νομισματικής πολιτικής θα είναι σταδιακή.¹³³

Το σύστημα της παγκόσμιας ρευστότητας στηρίζεται στον δανεισμό φτηνού χρήματος σε Γιεν και την επανατοποθέτησή του σε αξίες υψηλών αποδόσεων όπως οι μετοχικές. Το λεπτό σημείο της υπόθεσης βρίσκεται στο γεγονός ότι η συντριπτική πλειοψηφία των επενδυτών που πράττουν αυτή την κίνηση έχουν ως νόμισμα αναφοράς το δολάριο. Άρα στον καθορισμό της έντασης του carry-trade, συνεπώς και του bullish των αγορών παίζει η ισοτιμία γιεν/δολ και όχι γιεν/ευρώ.¹³⁴

Η πτώση στις αποδόσεις των ιαπωνικών ομολόγων παρακολουθείται στενά από τις αγορές, όχι μόνο από τους εγχώριους επενδυτές αλλά κυρίως από τους διεθνείς παίκτες, όπως οι θεσμικοί επενδυτές και τα hedge funds, οι οποίοι κυρίως εκμεταλλεύονται το carry trade. Το φαινόμενο αυτό είναι

¹³³ www.naftemporiki.gr, Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ, Ο πυρετός των Ιαπώνων για ξένες επενδύσεις συνεχίζει να ανεβαίνει... Το γιεν υποχωρεί - ZEZA ZHKOY

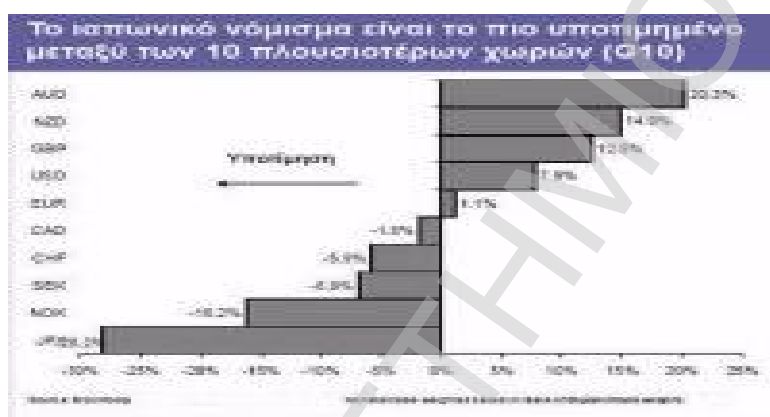
¹³⁴ www.capital.gr, carry trade, η πυραμίδα της παγκόσμιας ρευστότητας, 1/10/2007

δύσκολο να μετρηθεί καθώς οι επενδυτικές στρατηγικές των hedge funds και των άλλων κερδοσκοπικών κεφαλαίων είναι σχεδόν κρυφές. Ορισμένοι αναλυτές όμως υποπτεύονται ότι η επανάληψη του carry trade είναι ένας από τους δύο παράγοντες πίσω από τις μεγάλες διακυμάνσεις του γεν στις αγορές συναλλάγματος.

Η Τράπεζα της Ιαπωνίας, ανακοινώνοντας ότι ετοιμάζεται να εγκαταλείψει την πολιτική των μηδενικών επιτοκίων που ακολουθούσε τα τελευταία έξι σχεδόν χρόνια, είχε προκαλέσει αναταραχή στις αγορές διότι θα θάψει το carry trade. Όμως τελευταία μια πληθώρα οικονομικών στοιχείων υποδήλωνε ότι η ιαπωνική οικονομία δεν δείχνει να απογειώνεται με τους ρυθμούς που αναμένονταν. Τα ασθενή στοιχεία ερμηνεύτηκαν από τις αγορές ότι θα εξαναγκάσουν τους ιάπωνες τραπεζίτες να μην αυξήσουν πολύ περισσότερο το βασικό κόστος δανεισμού. Η ερμηνεία αυτή, με τη σειρά της, μεταφράστηκε ως μια επανάληψη του carry trade. Πράγματι, οι μεγάλες διακυμάνσεις του γεν στις αγορές συναλλάγματος ερμηνεύτηκαν ως ισχυρές ενδείξεις της επενδυτικής αυτής στρατηγικής. Το κλίμα όμως και πάλι ανέστρεψε η Τράπεζα της Ιαπωνίας. Ο διοικητής κεντρικός τραπεζίτης αφού ανακοίνωσε ότι τα ιαπωνικά επιτόκια παραμένουν αμετάβλητα δήλωσε ότι η τράπεζα εκτιμά ότι οι τιμές καταναλωτή θα συνεχίσουν να ανεβαίνουν. Οι δηλώσεις αυτές αναζωογόνησαν τις ταμένες επιτοκιακές προσδοκίες διότι ήταν τα ασθενή στοιχεία κυρίως για τον πληθωρισμό αυτά που είχαν μηδενίσει την πιθανότητα νέας αύξησης των ιαπωνικών επιτοκίων τον τρέχοντα χρόνο. Επίσης απρόσμενα ισχυρά ήταν και τα στοιχεία που έδειξαν ότι οι

κεφαλαιακές δαπάνες στην Ιαπωνία εκτινάχθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα από το 1991.¹³⁵

Αυτό που θα αποτρέψει τους επενδυτές από τις ριψοκίνδυνες τοποθετήσεις (όπως τα carry trades), είναι τυχόν εκτιμήσεις για μεγαλύτερη αύξηση του πληθωρισμού. «Το περιβάλλον μεταδοτικής ανάπτυξης της παγκοσμιοποιημένης οικονομίας, θα προκαλέσει με τον καιρό πληθωριστικές πιέσεις. Όταν αυτές παγιωθούν επαρκώς, τότε θα έχουν αρνητικές επιπτώσεις για τις ριψοκίνδυνες τοποθετήσεις», υποστήριξε ο Τζούλιεν Γκάρντ της Legal & General Investment Management.¹³⁶



4.9. Προβλήματα και ανησυχίες που προκύπτουν από την ανάληψη carry trade και γενικότερης αστάθειας στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Κανείς δεν γνωρίζει με ακρίβεια πόσα χρήματα συνδέονται με το carry trade. Στα νομίσματα που πιθανώς να επηρεαστούν περισσότερο από μία κατάρρευση περιλαμβάνονται το υποτιμημένο γιέν [JPY=X] και ελβετικό φράγκο καθώς και υπερτιμημένα νομίσματα όπως το δολάριο Ν. Ζηλανδίας, το αυστραλιανό δολάριο και η στερλίνα.

¹³⁵ The financial times, Ιαπωνική νομισματική πολιτική

¹³⁶ Οικονομία, 11/2/2007

Η αυξανόμενη αστάθεια όσον αφορά στις αποδόσεις της συγκεκριμένης τακτικής, οι υπερβολικές αποτιμήσεις των νομισμάτων και ο κίνδυνος ότι τα συνεχώς αυξανόμενα επιτόκια σε ορισμένες μεγάλες οικονομίες θα πλήξουν τη ρευστότητα και την ανάπτυξη, αποδεικνύουν τον κίνδυνο που ενέχουν οι αγορές μέσω του carry trade ¹³⁷

Ο “καβαλάρης του αλόγου” που ονομάζεται carry trade κερδίζει από τη διαφορά των δύο επιτοκίων, αλλά είναι εκτεθειμένος στον κίνδυνο να ανατιμηθεί το νόμισμα που έχει πουλήσει έναντι αυτού που έχει αγοράσει. Κίνδυνος εγκλωβισμού δεν υφίσταται καθώς η αγορά είναι ρευστή και ο “καβαλάρης” μπορεί να ανέβει ή να κατέβει από το άλογο κατά το δοκούν. Ο μόνος κίνδυνος που ελλοχεύει είναι να χάσει κάποια χρήματα σε περίπτωση που η ισοτιμία κινηθεί αντίθετα απ’ ό,τι περιμένει. Σ’ ένα περιβάλλον χαμηλότερων επιτοκίων και ρυθμού ανάπτυξης, οι τοποθετήσεις σε νομίσματα χωρών με υψηλότερα επιτόκια ενέχουν μεγαλύτερο ρίσκο. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την επιστροφή των κεφαλαίων σε χώρες με χαμηλότερα επιτόκια και μεγαλύτερα πλεονάσματα όπως η Ιαπωνία, σηματοδοτώντας δύσκολες μέρες για όσους επενδύουν στο carry trade. ¹³⁸

Στο δανεισμός σε νομίσματα με χαμηλά φθηνά επιτόκια, όπως το γεν και το ελβετικό φράγκο, για τοποθετήσεις σε αξίες με υψηλότερες αποδόσεις υπάρχει ένα μεγάλο πρόβλημα. Ένα δυσμενές γεγονός μπορεί να γυρίσει αυτή την τακτική «τούμπα», με αντίθετα από τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα δηλαδή η αντιστροφή των θέσεων στο carry trade ενδέχεται να προκαλέσει ζήτηση για το ιαπωνικό νόμισμα και άνοδο της ισοτιμίας του σε έναν

¹³⁷ www.naftemporiki.gr, Αυξημένοι κίνδυνοι από το carry trade, 18/5/2007

¹³⁸ www.ase.gr, γιατί πέφτουν τα χρηματιστήρια, Κώστας Σαρρής

αυτοτροφοδούμενο κύκλο. Κι όταν όλοι σπεύδουν να επωφεληθούν από το γρήγορο και επικερδές παιχνίδι των αγορών από το να περιμένουν τις παραγωγικές επενδύσεις να αποδώσουν λεφτά σε 5 ή 10 χρόνια, τότε η κατάσταση θυμίζει την κρίση του 1998, που οδήγησε στην κατάρρευση του hedge funds LTCM το οποίο βρέθηκε με μια “μαύρη τρύπα” 4,6 δισ. δολ. παρασύροντας μαζί του δεκάδες μεγάλες τράπεζες και βιομηχανίες. Τη χρονιά που κατάρρευσε το LTCM, ένας από τους παράγοντες που οδήγησε στην παγκοσμιοποίηση του νομισματικού τυφώνα, ήταν η ραγδαία καταιγίδα η οποία σάρωσε τη συναλλαγματική αγορά του Τόκιο. Μία σειρά από hedge funds άρχισαν μανιωδώς να ξετυλίγουν βίαια το «κουβάρι» που τύλιγαν παγκοσμίως γύρω από την τακτική του carry trade. Αγοράζοντας μαζικά γεν για να “κλείσουν” τις θέσεις τους, οδήγησαν το ιαπωνικό νόμισμα σε άνοδο 20% μέσα σε τρεις μόλις ημέρες.¹³⁹

Ο ίδιος κίνδυνος επικρατεί και στα carry trades. Σπεύδουν όλοι μαζί να «κλείσουν θέσεις» στα στοιχήματα που έχουν βάλει στις προθεσμιακές αγορές συναλλάγματος, γύρω από την υπόθεση ότι το γεν θα παραμείνει αποδυναμωμένο προκειμένου να δανείζονται φθηνά. Αυτό, όμως, αυτόματα τροφοδοτεί έναν φαύλο κύκλο που μπορεί να παρασύρει, βίαια, υψηλότερα το γεν χωρίς να μπορούν πλέον τα hedge fund να καλύψουν τις ζημιές από τα δανεικά ανοίγματα που έχουν κάνει. Έτσι αγοράζοντας μαζικά όλοι γεν για να “κλείσουν” τις θέσεις τους, μπορεί να οδηγήσουν το ιαπωνικό νόμισμα σε άνοδο 2 μέσα σε λίγες μόλις ημέρες.¹⁴⁰

Τα διεθνή hedge funds σπεύδουν βέβαια να καλυφθούν από τον κίνδυνο ανατίμησης του γεν παίρνοντας θέσεις στα παράγωγα. Αυτές οι κινήσεις

¹³⁹ www.euro2day.gr, Η κρίση έχει τέλος ή θα τελεματώσει πρώτα η παγκόσμια οικονομία, 16/11/2007

¹⁴⁰ www.euro2day.gr, Η κρίση έχει τέλος ή θα τελεματώσει πρώτα η παγκόσμια οικονομία, 16/11/2007

μπορεί όντως να δημιουργούν μια «ασπίδα» σε ενδεχόμενη κρίση. Αλλά είναι αφέλεια να πιστεύει κάποιος, υποστηρίζουν ορισμένοι αναλυτές, πως εξαλείφει το ρίσκο μιας γενικευμένης αναταραχής στις αγορές συναλλάγματος διεθνώς (με καθημερινό τζίρο 2 τρισ. δολάρια), στην περίπτωση που το γεν ανατιμηθεί όντως βίαια.¹⁴¹

Μια μικρή άνοδος του γεν μπορεί μέχρι τώρα να μην δημιουργούσε πρόβλημα στα hedge funds (επιθετικά κεφάλαια υψηλού ρίσκου), ούτε μια μικρή άνοδος των ιαπωνικών επιτοκίων. Αυτό επέτρεπε, τη τελευταία 3ετία, σε όλους τους κερδοσκόπους να δανείζονται μεγάλα ποσά προκειμένου να επενδύσουν σε άλλες περιοχές του πλανήτη.

Η ζωή των carry traders μπορεί να γίνει ιδιαίτερα τρομακτική όχι μόνο από το γεν, αλλά κι από μια σειρά άλλους αστάθμητους παράγοντες: Είτε από το δρόμο μιας ξαφνικής ανόδου στον πληθωρισμό της Ιαπωνίας, είτε από την οδό του δολαρίου της Νέας Ζηλανδίας. Εάν το γεν ή το ελβετικό φράγκο κάνει ράλι ξαφνικά, εάν τα αμερικανικά επιτόκια πέσουν, εάν τα ομόλογα της Νέας Ζηλανδίας καταρρεύσουν, ή μια οποιαδήποτε διεθνή ανισορροπία (σαν τη τελευταία συντονισμένη βουτιά στα χρηματιστήρια) δημιουργήσει προβλήματα τότε τα οφέλη του παρελθόντος θα γίνουν οι ζημιές του μέλλοντος.¹⁴²

Για παράδειγμα: Στη Νέα Ζηλανδία για παράδειγμα με τα επιτόκια στο 7% έχει επενδυθεί ένα βουνό 38 δισ. δολ. σε ομόλογα στηρίζοντας σε υψηλά επίπεδα το νόμισμα. Αν τα hedge funds δουν τα δύσκολα και σπεύσουν να εγκαταλείψουν μαζικά το carry trade, τότε το δολάριο Ν. Ζηλανδίας θα

¹⁴¹ www.sec-ict.gr, Κώστας Σαρρής, Carry trades

¹⁴² www.naftemporiki.gr, Αυξημένοι κίνδυνοι carry trade, 18/5.2007

καταρρεύσει, με άγνωστες περαιτέρω συνέπειες για μια σειρά οικονομίες που θα φέρουν προ των πυλών το ενδεχόμενο "συστημικού κινδύνου".¹⁴³

Είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα των Financial Times. "Εάν το γεν ανατιμηθεί σχεδόν 20%, όπως το 1998 και κάποιος είχε στοιχηματίσει ότι θα κέρδιζε 200 εκατ. δολάρια από ένα δάνειο 1 δισ. γεν, τότε μόλις θα τα έχει χάσει όλα".

Στις αγορές συναλλάγματος, το καίριο ζήτημα θα είναι η ανθεκτικότητα του carry trade. Το carry trade πέρασε από αρκετούς κλυδωνισμούς τα τελευταία χρόνια, καθώς οι επενδυτές υπέστησαν πανικό και εγκατέλειψαν κάποια από τα πιο «δημοφιλή» νομίσματα, όπως η κορόνα Ισλανδίας και το δολάριο Νέας Ζηλανδίας. Βασικός παράγοντας πίεσης του carry trade κατά την περίοδο που διανύουμε πιθανόν να είναι ο συνδυασμός μείωσης των αμερικανικών επιτοκίων και κάποιων μέτρων αυξήσεων των ιαπωνικών. Ο κίνδυνος είναι να κουραστούν οι επενδυτές (συμπεριλαμβανομένων των Ιαπώνων που διοχετεύουν κεφάλαια στο εξωτερικό) να χάνουν χρήματα και να κλείσουν τις θέσεις τους, προκαλώντας κατακόρυφη άνοδο του γιεν. Ωστόσο, το θετικό είναι πως ένας συνδυασμός ασθενέστερου δολαρίου και βραδύτερης αμερικανικής οικονομικής ανάπτυξης θα μείωνε το εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ, έναν από τους βασικούς παράγοντες στην παγκόσμια οικονομία.¹⁴⁴

Τον κώδωνα του κινδύνου για τα carry trades έκρουσε πρόσφατα στο ανακοινωθέν της τόσο η G8, όσο και διάφοροι οίκοι: Η Goldman Sachs προειδοποιεί πως η μεγαλύτερη αστάθεια στις τιμές των μετοχών των

¹⁴³ Το Βήμα, 10/9/2006, Κωδικός Άρθρου B14861D381, ID: 280149

¹⁴⁴ www.euro2day.gr, steven Johnson, αλλαγή επενδυτικής στάσης σε αγορές συναλλάγματος

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

ομολόγων και των νομισμάτων θα πλήξει τα carry trades. Και ο Τζούλιαν Τζέσοπ της Capital Economics δήλωσε στους FT ότι «εάν υπάρξει μεγαλύτερη αστάθεια στις συναλλαγματικές ισοτιμίες από τα σημερινά επίπεδα, θα μειωθεί το ενδιαφέρον των συναλλασσόμενων για τα carry trades.¹⁴⁵

¹⁴⁵ www.naftemporiki.gr, Στην δίνη της κρίσης και η στρατηγική carry trade, 20/8/2007

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΔΙΑΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

5.1. Χαρακτηριστικά αγοράς

Διατραπεζική αγορά είναι η αγορά στην οποία οι συναλλαγές πραγματοποιούνται μεταξύ των τραπεζών. Στις συναλλαγές αυτές που αφορούν κυρίως μεγάλα ποσά, τα επιτόκια είναι άμεσα συνδεδεμένα με την νομισματική πολιτική του Ευρωσυστήματος και επομένως είναι πρακτικά ίδιο σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ. Το ευρωσύστημα καθορίζει τα επιτόκια βασιζόμενο σε ανάλυση των οικονομικών συνθηκών στο σύνολο της ζώνης του ευρώ και στην συνέχεια, με γνώμονα τα επιτόκια του Ευρωσυστήματος, διαμορφώνονται τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς.¹⁴⁶

Αντίθετα, τα επιτόκια λιανικής (χορηγήσεων και καταθέσεων) εξακολουθούν να παρουσιάζουν αποκλίσεις από χώρα σε χώρα. Αυτό συμβαίνει γιατί τα επιτόκια που καθορίζουν οι τράπεζες για την πελατεία τους εξαρτώνται όχι μόνο από το κόστος δανεισμού των τραπεζών στην διατραπεζική αγορά, αλλά και από τους άλλους παράγοντες που συνδέονται με την φερεγγυότητα του πελάτη, με πληροφόρηση για τις τοπικές συνθήκες που έχει στην διάθεσή της η τράπεζα, με το λειτουργικό της κόστος κ.α.¹⁴⁷

Η διατραπεζική Αγορά Συναλλάγματος αποτελείται από Εμπορικές και Επενδυτικές Τράπεζες, αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο τμήμα της δραστηριότητας στην Αγορά Συναλλάγματος και η συναλλακτική της

¹⁴⁶ www.alphabank.com.cy/files/pdf/euroq&a.pdf (ερωτήσεις και απαντήσεις για το euro)

¹⁴⁷ www.alphabank.com.cy/files/pdf/euroq&a.pdf (ερωτήσεις και απαντήσεις για το euro)

δραστηριότητα διεξάγεται μέσω electronic brokerage (trading) systems (platforms). Οι Τράπεζες αυτές συναλλάσσονται μεταξύ τους με βάση ισχυρούς δεσμούς (credit relationships).¹⁴⁸

5.2. Ρόλος διατραπεζικής αγοράς συναλλάγματος και συμμετέχουσες τράπεζες

Όπως έχει αναφερθεί και σε προηγούμενα κεφάλαια, η αγορά συναλλάγματος έχει τα εξής χαρακτηριστικά :

- είναι μία Over the Counter Market (no centralized exchange)
- είναι Highly Decentralized market, υψηλά αποκεντρωμένη αγορά
- Παρέχει συνεχή δραστηριότητα καθ' όλο το 24ωρο

Ο ρόλος της διατραπεζικής αγοράς είναι σημαντικός αφού στην αγορά αυτή οι τράπεζες δανείζονται μεταξύ τους ταμειακά διαθέσιμα βραχυπρόθεσμα. Επίσης είναι η αγορά η οποία μετρά το ύψος των πλεοναζόντων αποθεματικών των τραπεζών, η αγορά η οποία σχετίζεται με την εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής και όπου το επιτόκιο της αποτελεί το βαρόμετρο της οικονομίας.¹⁴⁹

Η διατραπεζική αγορά μέσω των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων προσφέρει χρηματοδοτική διαμεσολάβηση μεταξύ πλεονασματικών και ελλειμματικών οικονομικών μονάδων. Επίσης μειώνει το κόστος των χρηματοπιστωτικών

¹⁴⁸ Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας

¹⁴⁹ Γεώργιος Μ. Κατσιμπής, «Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής

συναλλαγών (σε χρόνο και έξοδα) λόγω του μεγέθους και των οικονομιών κλίμακας που τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν.¹⁵⁰

Μειώνει τα προβλήματα που οφείλονται στην ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information):¹⁵¹

1. Πρόβλημα της αντίθετης επιλογής (Adverse selection problem): Ασύμμετρη πληροφόρηση πριν από τη συναλλαγή
2. Πρόβλημα ηθικού κινδύνου (moral hazard problem): Ασύμμετρη πληροφόρηση μετά τη συναλλαγή. Ο οφειλέτης μπορεί να κάνει ανεπιθύμητες από την πλευρά του δανειστή ενέργειες οι οποίες μειώνουν την πιθανότητα αποπληρωμής του δανείου

Οι συμμετέχοντες στην διατραπεζική αγορά είναι:¹⁵²

α) Πιστωτικά Ιδρύματα

Εμπορικές Τράπεζες

Τράπεζες Επενδύσεων [ΕΤΒΑ, ΕΤΕΒΑ]

Κτηματική Τράπεζα

Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο

Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων

β) Μη Πιστωτικά Ιδρύματα

- Αμοιβαία Κεφάλαια
- Ασφαλιστικά Ταμεία

¹⁵⁰ Γεώργιος Μ. Κατσιμπής, «Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής

¹⁵¹ Γεώργιος Μ. Κατσιμπής, «Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής

¹⁵² Γεώργιος Μ. Κατσιμπής, «Το Χρηματοπιστωτικό Σύστημα», Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής

- Ασφαλιστικές Εταιρίες
- Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ)
- Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (ΑΧΕ)
- Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΧΕΠΕΥ)
- Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ)
- Εταιρίες Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (ΕΛΔΕ)

5.3 Συναλλαγές μεταξύ τραπεζών

Μέσα στα πλαίσια που επιτρέπουν οι κανονισμοί της Κεντρικής Τράπεζας, οι τράπεζες μπορούν κατά τη διάρκεια λειτουργίας της αγοράς να προβαίνουν σε αγοραπωλησίες ξένων νομισμάτων έναντι ευρώ τόσο μεταξύ τους, όσο και με τράπεζες του εξωτερικού. Πώληση ευρώ έναντι ξένων νομισμάτων μπορεί να γίνεται προς τις Διεθνείς Τραπεζικές Μονάδες (γνωστές ως υπεράκτιες τράπεζες) που λειτουργούν στην εκάστοτε χώρα για την τροφοδότηση των λογαριασμών επιτόπιων εξόδων τους. Επίσης, οι τράπεζες δικαιούνται να προβαίνουν σε μετατροπή ενός ξένου νομίσματος σε άλλο, μεταξύ τους, με τράπεζες του εξωτερικού και με Διεθνείς Τραπεζικές Μονάδες.¹⁵³

Οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες κατά τη διάρκεια λειτουργίας της διατραπεζικής αγοράς να δίνουν τιμές έναντι του ευρώ τουλάχιστο για όλα τα ξένα νομίσματα που η τιμή τους είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη συνεδρίαση καθορισμού τιμών. Οι τιμές αυτές είναι δεσμευτικές για ελάχιστο

¹⁵³ www.centralbank.gov.cy (εγκυκλιος ΤΕΕξ/16/2000)

ποσό κατά συναλλαγή, εκτός αν υπάρχει αμοιβαία συνεννόηση μεταξύ δύο τραπεζών κατά την ώρα της συναλλαγής για μικρότερα ποσά. Το άνοιγμα μεταξύ των τιμών πώλησης και των τιμών αγοράς τηλεγραφικών εμβασμάτων δεν πρέπει να υπερβαίνει το 0,6%. Το άνοιγμα αυτό ισχύει για όλα τα νομίσματα, εφόσον δοθεί από την τράπεζα τιμή, ανεξάρτητα αν η τιμή τους είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης ή όχι στη συνεδρίαση καθορισμού τιμών.¹⁵⁴

5.4. Πελάτες διατραπεζικής αγοράς συναλλάγματος

Πελάτες της διατραπεζικής αγοράς είναι Large Corporations, Hedge Funds, Central Banks, Εμπορικές Επιχειρήσεις (εισαγωγική – εξαγωγική δραστηριότητα)¹⁵⁵

*Large Corporations- Μεγάλες Επιχειρήσεις*¹⁵⁶

Στον χώρο των Μεγάλων Επιχειρήσεων δραστηριοποιούνται Επιχειρήσεις με ηγετική ή δεσπόζουσα θέση στον τομέα τους, με προοπτική ταχείας ανάπτυξης, υψηλές απαιτήσεις και συνήθως, με έντονη παρουσία σε χώρες του εξωτερικού.

Πρόκειται κυρίως για βιομηχανικές, εμπορικές εταιρίες και τις θυγατρικές τους, εταιρίες παροχής υπηρεσιών και πολυεθνικές με ετήσιο (συνήθως) κύκλο εργασιών, άνω των 50.000.000 ευρώ καθώς και κατασκευαστικές

¹⁵⁴ www.centralbank.gov.cy (εγκύκλιος ΤΕΕξ/16/2000)

¹⁵⁵ Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας

¹⁵⁶ www.emporiki.gr

επιχειρήσεις και επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε εξειδικευμένους κλάδους υπό ορισμένες προϋποθέσεις.

Στα πλαίσια της υλοποίησης των επιχειρηματικών σας στόχων, της ανάπτυξης ή της μετεξέλιξής σας, προκύπτει ένα αρκετά μεγάλο και πολύπλοκο σύνολο αναγκών που απαιτούν άμεση, γρήγορη, συνεπή κάλυψη, μέσα από ευέλικτους συνδυασμούς λύσεων.

Central Banks- Κεντρικές Τράπεζες

Πρωταρχικός σκοπός της κεντρικής τράπεζας είναι η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών. Η στήριξη της γενικής οικονομικής πολιτικής του Κράτους.

Κύριες αρμοδιότητες των κεντρικών τραπεζών είναι η χάραξη και η άσκηση νομισματικής πολιτικής (περιλαμβάνεται και η πιστωτική πολιτική) καθώς και η κατοχή, διαφύλαξη και διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών αποθεμάτων της Δημοκρατίας (περιλαμβάνονται τα διαθέσιμα της Δημοκρατίας και της εκάστοτε χώρας σε συνάλλαγμα και χρυσό και η διενέργεια πράξεων σε συνάλλαγμα). Επίσης η εποπτεία των τραπεζών, η προώθηση, ρύθμιση και εποπτεία της ομαλής λειτουργίας συστημάτων πληρωμών και διακανονισμού συναλλαγών. Τέλος οι κεντρικές τράπεζες συμμετέχουν ως μέλη σε διεθνείς νομισματικούς και οικονομικούς οργανισμούς.¹⁵⁷

Η Κεντρική Τράπεζα μπορεί σε κάθε στιγμή να ζητά και οι τράπεζες οφείλουν να της παρέχουν πληροφορίες για συγκεκριμένα στοιχεία για την κατάσταση της αγοράς συναλλάγματος, τις διαμορφούμενες ή εφαρμοζόμενες τιμές

¹⁵⁷ Κωνσταντίνος Τρικούπης, Κεντρική Τράπεζα Κύπρου, Οκτώβριος 2006

συναλλάγματος, τις τάσεις που παρατηρούνται στην αγορά, κ.α. Οι κεντρικές Τράπεζες γνωρίζουν πληροφορίες σχετικά με το ύψος, την φύση, την κανονικότητα κάθε συναλλαγής καθώς και το μέγεθος της συναλλαγματικής θέσης των άλλων τραπεζών όπως αυτή διαμορφώνεται διαχρονικά. Επίσης οι κεντρικές τράπεζες παρέχουν οδηγίες σε άλλες τράπεζες για τον χειρισμό θεμάτων που λόγω μεγέθους ή ιδιομορφίας απειλούν να διαταράξουν την ισορροπία και ηρεμία γενικότερα της αγοράς.¹⁵⁸

*Hedge Funds*¹⁵⁹

Μία εναλλακτική μορφή επένδυσης, που είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη στο εξωτερικό σε όσους θέλουν να αναλάβουν και το ανάλογο ρίσκο, αποτελούν τα hedge funds. Δεν υπάρχει μια κοινά αποδεκτή ερμηνεία για το τι ακριβώς είναι τα hedge funds, ωστόσο αυτό που τα χαρακτηρίζει είναι ο στόχος τους για επίτευξη κερδών, ανεξαρτήτως των συνθηκών που επικρατούν στις αγορές.

Σε αντίθεση με τα αμοιβαία κεφάλαια, η επιτυχία των οποίων κρίνεται με βάση το αν κατάφεραν να ξεπεράσουν σε απόδοση τον βασικό δείκτη στις αξίες του οποίου επενδύουν, τα hedge funds δεν ενδιαφέρονται για τέτοιου είδους συγκρίσεις. Στόχος τους είναι η καταγραφή υπεραξιών και μόνον. Η καλύτερη επίδοση σε σχέση με έναν δείκτη δεν εξασφαλίζει το αρχικό κεφάλαιο της επένδυσης, καθώς μια ικανοποιητική διαχείριση για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο θα ήταν η καταγραφή μικρότερων απωλειών σε σχέση π.χ. με τις αντίστοιχες απώλειες του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου στο οποίο επενδύει.

¹⁵⁸ www.centralbank.gov.cy (εγκυκλιος ΤΕΕξ/16/2000)

¹⁵⁹ www.euro2day.gr , Πώς να επενδύσετε σε Hedge Funds, 10 Μαρτίου 2006

Τα hedge funds, σε γενικές γραμμές, έχουν μεγαλύτερη ευελιξία συγκριτικά με τους «παραδοσιακούς» διαχειριστές κεφαλαίων, διότι μπορούν να «σορτάρουν» μετοχές, να επενδύσουν σε παράγωγα, να διατηρούν ρευστότητα σε όποιο επίπεδο επιθυμούν, καθώς και να επενδύουν κεφάλαια περισσότερο από αυτά που έχουν στη διάθεσή τους, να παίζουν δηλαδή αέρα» (μόχλευση). Όλα τα παραπάνω δεν μπορούν να γίνουν από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο. Αυτό αποτελεί το βασικό πλεονέκτημα των hedge funds, δηλαδή τα περισσότερα εργαλεία που έχουν στη διάθεσή τους για να επιτύχουν τον στόχο τους, δηλαδή τη θετική απόδοση.

Εμπορικές επιχειρήσεις

Είναι οι επιχειρήσεις που έχουν εμπορικές και οικονομικές σχέσεις και δραστηριότητες τόσο στην αγορά της χώρας που εδρεύουν αλλά και μπορεί να έχουν σχέσεις που υπερβαίνουν τα εθνικά σύνορα. Τέτοιες εταιρείες πραγματοποιούν εισαγωγές προϊόντων και πρώτων υλών, μηχανολογικού εξοπλισμού και τεχνολογίας, εισάγουν τα ίδια όπως τα παραπάνω στοιχεία αλλά και τεχνογνωσία, γνώσεις πληροφορικής κ.α.¹⁶⁰

Οι κυριότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες Εξαγωγών και Εισαγωγών είναι:

το εγχώριο επίπεδο τιμών, το ξένο επίπεδο τιμών, το εγχώριο και ξένο ΑΕΠ, η συναλλαγματική ισοτιμία. Οι επιχειρήσεις αυτές καθορίζουν τις δραστηριότητες τους σχετικά με τις εισαγωγές και εξαγωγές και από το μέγεθος των επενδύσεων που πρόκειται να πραγματοποιήσουν. Οι κυριότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες Επενδύσεων είναι: η ζήτηση των εγχώριων

¹⁶⁰ Χαραλαμπος Κανελλόπουλος, «Ανάπτυξη εξαγωγών και διεθνών επιχειρήσεων» Αθήνα 2000

χρηματοοικονομικών προϊόντων που εξαρτάται από τα εγχώρια επιτόκια, τα ξένα επιτόκια, και τις αναμενόμενες μεταβολές της ισοτιμίας.¹⁶¹

5.5 Ανάλυση καθηκόντων και εργαλείων FX trader¹⁶²

Οι συναλλαγές στο FX Inter bank market είναι :¹⁶³

- Proprietary basis
 - Customer flow – filling orders
for clients outside the FX inter-bank
market
- τα αιτήματα των πελατών και
το FX inter-bank trading
μεταβιβάζονται - διεξάγονται
στο Dealing Room – FX desk
και στους FX traders

Το καθήκον του FX trader είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των χρημάτων που διαχειρίζεται και η εκτέλεση proprietary-order filling trading

Η μεγιστοποίηση της αξία πετυχαίνεται είτε με Personal Budget είτε με Customer orders.

Το καθήκον του FX trader θεωρείται σύνθετο νοητικά διότι είναι ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον απόφασης στο οποίο γίνονται ταυτόχρονες κινήσεις FX traders, με διαφορετικά μεγέθη και δυνατότητες επηρεασμού της αγοράς. Υπάρχει χρονική πίεση, αντικρουόμενα συμφέροντα και αδυναμία εφαρμογής τυπικών ορθολογικών μεθόδων λήψης απόφασης

¹⁶¹ Γεώργιος Κατσίμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής

¹⁶² Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας

¹⁶³ Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας

Βασικό πληροφοριακό εργαλείο των FX Traders είναι το Electronics trading platforms με κύρια χαρακτηριστικά την ενοποίηση χρονικά και γεωγραφικά κατακερματισμένης FX Inter-bank market και την διαμόρφωση ενιαίας βάσης για το trading activity.

Λειτουργίες Electronic trading platforms¹⁶⁴

- Εκτέλεση αγοροπωλησιών.

Η εκτέλεση αγορών-πωλήσεων μπορεί να γίνει με δύο τρόπου : (i) με εισαγωγή εντολής για αγορά ή πώληση & αυτόματο ταίριασμα (automatic matching-) με αντίστοιχες εντολές που έχουν εισάγει άλλοι χρήστες του συστήματος, με προτεραιότητα χρονικής εισόδου (market order) ή προτεραιότητα τιμής (limit order), (ii) με απευθείας συναλλαγή μεταξύ δύο απομακρυσμένων traders, σε ένα παράθυρο της πλατφόρμας αποκλειστικά για direct trading

- Απεικόνιση σε διαγραμματική μορφή της εξέλιξης των ισοτιμιών των διαφόρων νομισμάτων ανά ζεύγη,
- Απεικόνιση της εξέλιξης οικονομικών μεγεθών που επηρεάζουν την εξέλιξη των ισοτιμιών των νομισμάτων, όπως επιτόκια, Α.Ε.Π. κλπ διαφόρων χωρών,
- Χρήση εξειδικευμένων εργαλείων ανάλυσης των οικονομικών πληροφοριών και πρόβλεψης (fundamental analysis and technical analysis tools)

¹⁶⁴ Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας

Ανάλυση του καθήκοντος του FX Trader ¹⁶⁵

Κύρια απασχόλησή του (Main task) είναι η παρακολούθηση της εξέλιξης των ισοτιμιών, αναγνώριση ευκαιριών, αγορά-πώληση συναλλάγματος. Πώς γίνεται αυτό:

Θεωρητικά ο κάθε trader θα μπορούσε να διαπραγματεύεται με κάθε ένα από τους υπολοίπους. Πρακτικά αυτό είναι αδύνατο, λόγω του μεγέθους της Διατραπεζικής Αγοράς Συναλλάγματος και της διαφοροποίησης μεταξύ χρονικών-γεωγραφικών ζωνών.

Επομένως η γενική υπόθεση είναι ότι ο κάθε διαπραγματευτής συναλλάγματος επιλέγει τους traders και τη χρονική στιγμή που θα απευθυνθεί σε αυτούς ώστε να διαμορφώσει μια εικόνα για την αγορά και να αποφασίσει να κάνει μια κίνηση – ΟΜΑΔΟΠΟΙΗΣΕΙΣ.

Τα κριτήρια των Ομαδοποιήσεων είναι:

- Counter Party size
- Χρονική/γεωγραφική ζώνη δραστηριότητας
- Άτυπες γνωριμίες - επαφές

Ειδικότερα οι ομαδοποιήσεις χρησιμοποιούνται, σε συνδυασμό με τα εργαλεία technical – fundamental analysis & chart, για την κατανόηση της αγοράς.

¹⁶⁵ Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας

Εμφάνιση gap μεταξύ:¹⁶⁶

Technical/Fundamental

Analysis – chart:

Παρέχουν πρόβλεψη-

ανάλυση για το σύνολο της

FX Inter-bank market



Οι FX traders χειρίζονται

μεθόδους πρόβλεψης -

ανάλυσης για τις

προσδοκίες και την τάση

του κάθε trader με τον

οποίο μπορούν να έλθουν

σε διαπραγμάτευση

Οι ομαδοποιήσεις χρησιμοποιούνται για την ανίχνευση των πιο αντιπροσωπευτικών τάσεων, ενσωματώνοντας ειδήσεις, market sentiments, trading mood, φήμες, κινήσεις μεγάλων παικτών

Τέλος για να γίνει κατανοητή η συμπεριφορά ενός FX Trader και η ανάληψη των καθηκόντων του θα πρέπει να μελετάται του τι προηγείται της απόφασης για αγορά/ πώληση συναλλάγματος, με το τι ακολουθεί την αγορά /πώληση: Πότε αποφασίζει ο trader να κλείσει τη θέση του (close the position);

5.6. Εργαλεία ανάλυσης και πρόβλεψης¹⁶⁷

Δύο κυρίως μέθοδοι χρησιμοποιούνται για την ανάλυση και πρόβλεψη στην διατραπεζική αγορά: η Fundamental Analysis και η Technical Analysis

¹⁶⁶ Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας

¹⁶⁷ Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας

Fundamental Analysis: περιλαμβάνουν μεθόδους ανάλυσης και πρόβλεψης που βασίζονται σε μακροοικονομικά και μικροοικονομικά μοντέλα. Ενσωματώνουν τη μελέτη βασικών δεικτών της οικονομίας και προσφέρουν ένα μέσο πρόβλεψης ειδικά για περιπτώσεις ανακοίνωσης δεικτών

Technical Analysis: εργαλεία που βασίζονται αποκλειστικά στη μελέτη των past prices και την ερμηνεία του γραφήματος (chartism) για την πρόβλεψη των μελλοντικών τάσεων και σημείων καμπής στην εξέλιξη του currency rate

Η εμπειρία για τα συγκεκριμένα εργαλεία δείχνει ότι χρησιμοποιούνται συνδυαστικά, , ότι οι προβλέψεις τους δεν παρέχουν πλήρη ασφάλεια και επίσης ότι όσο πιο μικρός είναι ο χρονικός ορίζοντας της απόφασης τόσο πιο πολύ βασίζονται οι traders στην τεχνική ανάλυση.

Συμπέρασμα¹⁶⁸

Στο παρακάτω πείραμα και χρησιμοποιώντας ως μεθοδολογία Έρευνας την Ethnographic approach έχουν γίνει συστηματικές παρατηρήσεις της δραστηριότητας έμπειρου FX trader στο FX desk, Dealing Room μιας από τις μεγαλύτερες Ελληνικές Εμπορικές Τράπεζες. Μέσω εμπειρικής-ερμηνευτικής προσέγγισης τέθηκε ως στόχος η αποτύπωση ροών δράσης και η αναγνώριση patterns of behavior

Καταγράφηκε η αλληλοδιαδοχή εντολών για trading από πελάτες και trading με πρωτοβουλία των traders, η διαδοχή νεκρών περιόδων και περιόδων με έντονη δραστηριότητα, η χρήση των εργαλείων πρόβλεψης αλλά και

¹⁶⁸ Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

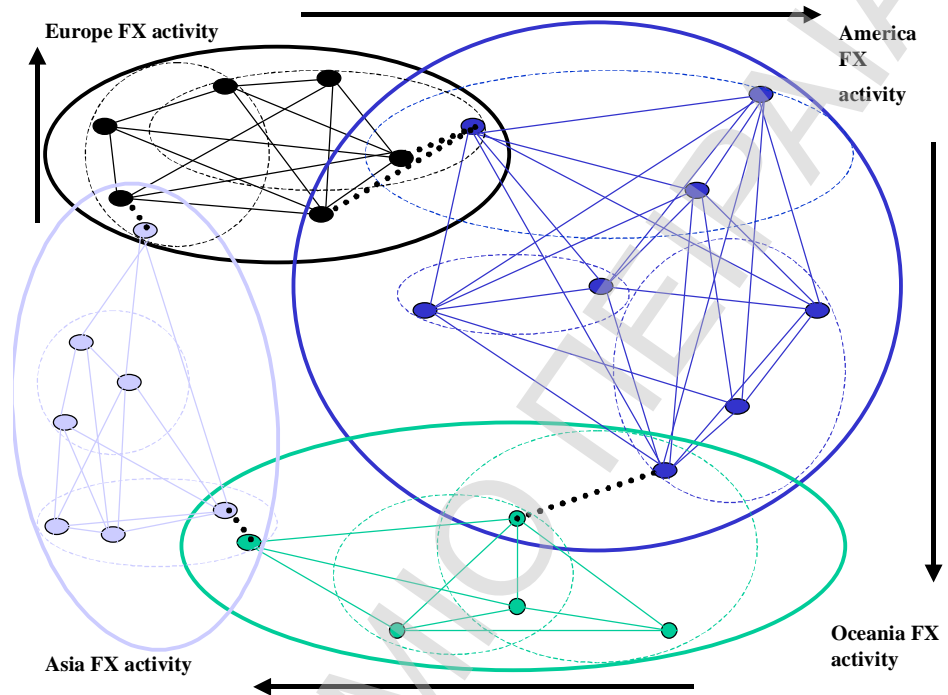
περιπτώσεις που οι traders δεν εμπιστεύονται τα συγκεκριμένα εργαλεία, καταστάσεις και γεγονότα που τους επηρεάζουν.

Αυτό είχε ως κατάληξη την διατύπωση βασικών υποθέσεων για την ερμηνεία της συμπεριφοράς των έμπειρων FX traders. Για την επιβεβαίωσή τους πραγματοποιήθηκαν διαδοχικοί κύκλοι παρατηρήσεων, ώστε να εντοπιστούν τα στοιχεία του περιβάλλοντος που έχουν σημασία για τους traders η ιδεατή και υλική πλευρά των τεχνημάτων που χρησιμοποιούν οι FX traders , οι ευκαιρίες για υποβοήθηση της νοητικής δραστηριότητας των FX traders καθώς και η μορφή που μπορεί να έχουν τα σχετικά βοηθήματα.

Στόχος όλων των παραπάνω ήταν η κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οι FX traders αντιλαμβάνονται την αγορά – Ενοποίηση διαθέσιμης πληροφορίας για την ανίχνευση επενδυτικών ευκαιριών και την εκδήλωση αιτήματος σε άλλο trader .

Το διάγραμμα που ακολουθεί είναι μια συστηματική απεικόνιση της διατραπεζικής αγοράς.¹⁶⁹

¹⁶⁹ Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΡΟΛΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

6.1. Σημασία ρόλου κεντρικών τραπεζών στη άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής

Για ποιο λόγο είναι σημαντικός ο ρόλος μιας κεντρικής τράπεζας; Γιατί η πολιτεία της έχει εμπιστευθεί τη διαφύλαξη της αξίας του νομίσματος και τη διασφάλιση της ευρωστίας και της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η διαφύλαξη της αξίας του νομίσματος δεν είναι εύκολο έργο. Από το βαθμό στον οποίο η κεντρική τράπεζα θα μπορέσει να ανταποκριθεί σε αυτή την πρόκληση εξαρτάται η αποτελεσματική λειτουργία της οικονομίας και, σε σημαντική έκταση η συνοχή της κοινωνίας. Όπως είπε ο John Maynard Keynes, «ο πιο σίγουρος τρόπος για να ανατρέψει κανείς την υπάρχουσα βάση μιας κοινωνίας είναι να υπονομεύσει το νόμισμά της». ¹⁷⁰

Η σταθερότητα των τιμών δημιουργεί ένα σταθερό οικονομικό περιβάλλον και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στην εξασφάλιση αυτής της σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ. Καθορίζει τα επιτόκια που εφαρμόζει στις πράξεις της με τις τράπεζες, και αυτά με τη σειρά τους αποτελούν σημείο αναφοράς για όλα τα επιτόκια της ευρωζώνης. Η ΕΚΤ καθορίζει τα επιτόκιά της κατά τρόπο ώστε να διατηρήσει τη σταθερότητα των τιμών στη ζώνη του ευρώ. Στόχος της είναι να διατηρήσει μεσοπρόθεσμα τον πληθωρισμό κάτω από το 2 %, ώστε να αποφεύγεται τόσο ο κίνδυνος του αποπληθωρισμού όσο και εκείνος του υπερβολικού πληθωρισμού. ¹⁷¹

Η Τράπεζα διαχειρίζεται επίσης τα συναλλαγματικά αποθέματα της ζώνης του ευρώ και μπορεί να αγοράζει και να πωλεί συνάλλαγμα στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος ώστε να επηρεάζει την ισοτιμία του ευρώ. Ωστόσο, η Κεντρική

¹⁷⁰ 13-14 Δεκεμβρίου 1996- Έκθεση προς την Σύνοδο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στο Δουβλίνο

¹⁷¹ Σεπτέμβριος 2003- Η Ευρώπη σε εξέλιξη, Γενική Διεύθυνση Τύπου και Επικοινωνίας

Τράπεζα δεν έχει προκαθορισμένη άποψη για το κατάλληλο επίπεδο της ισοτιμίας του ευρώ. Η πολιτική της εστιάζεται στον πληθωρισμό.¹⁷²

Με έδρα την Φραγκφούρτη, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι το επίκεντρο του ευρωπαϊκού συστήματος κεντρικών τραπεζών (ΕΣΚΤ). Όλες οι κεντρικές τράπεζες της Ευρωπαϊκής Ένωσης συμμετέχουν στο ΕΣΚΤ. Αυτό τους επιτρέπει να παρεμβαίνουν για παράδειγμα στην επιλογή της τεχνολογίας που επιτρέπει στις επιχειρήσεις και τις τράπεζες να διακινούν αποτελεσματικά χρήματα σε όλη την Ένωση. Ωστόσο, όταν η ΕΚΤ καθορίζει τα επιτόκια για τη ζώνη του ευρώ, ζητά τη γνώμη μόνο των κεντρικών τραπεζών που συμμετέχουν στη ζώνη αυτή.¹⁷³

Με βάση τα παραπάνω, κύριος ρόλος των κεντρικών τραπεζών είναι η χάραξη και η εφαρμογή νομισματικής πολιτικής. Επίσης η εξασφάλιση σταθερότητας (ομαλών συνθηκών) στην αγορά. Καθώς και ο έλεγχος και η παρακολούθηση της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος.

Οι Κεντρικές Τράπεζες διενεργούν συναλλαγές μέσω μηχανισμών της αγοράς με στόχο της αύξηση ή την μείωση της ποσότητας χρήματος που κυκλοφορεί στο σύστημα.

Στις ΗΠΑ η **FED** (Κεντρική Τράπεζα ΗΠΑ) χρησιμοποιεί τις αγορές τίτλων με συμφωνία επαναπώλησης (**Reverse Repos**) για την αύξηση της ρευστότητας στο σύστημα και τις πωλήσεις τίτλων με συμφωνία επαναγοράς (**Repos**) για την απορρόφηση ρευστότητας.

¹⁷² www.europa.eu.int/comm/publications/booklets/eu_glance/21/index_el.htm

¹⁷³ www.euro.ecb.int

Η κεντρική τράπεζα είναι η μόνη που εκδίδει χαρτονομίσματα και παρέχει τραπεζικά διαθέσιμα, δηλαδή αποτελεί το μονοπωλιακό προμηθευτή της λεγόμενης «νομισματικής βάσης». Χάρη σε αυτό το μονοπώλιο η κεντρική τράπεζα είναι σε θέση να επηρεάζει τις συνθήκες της χρηματαγοράς και να κατευθύνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Οι κεντρικές τράπεζες έχουν σπουδαίο ρόλο στην άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής τόσο βραχυπρόθεσμα, όσο και μακροπρόθεσμα.

Ανάδοξη εαρία, ιέα ιαοάιερ ουί αδεοιέβυι οςο :ησιάοάιηΰο (αρε. ουί ἀνάδοξη εαρία αδεοιέβυι) διό δηιέαέβ ς εαίονέερ οηΰδαεά εΥοάε οά εάεοιόηαβ ιέα οάενΰ ις:αίεοίρι, εδηβυο αδαέαρ ς αί ευαυ ιαοάιερ αοέαβ αδβαήαος οοέο αδιόΰοάεο ουί ιίεεϊεδηερι εαε ουί αδε:αέηροάυι αέα οέο ααδΰιαο εαε οέο αδιόαίεαγοάεο. Άέα δαηΰααεαία, αί υέιε ιε ΰεειε δαηΰαίηοαο δαηαιΰιιοι οοαεαηιβ, ς ΰιιαίο ουί αδεοιέβυι αδιεαηήγιαε οά ιίεεϊεδηεΰ εαε οέο αδε:αέηροάεο αδυ ος ερωε ααίαβυι αέα ος :ησιάοιηαυοος ουί εαοαίαευοοεερι ρ αδαίαδωεεερι οίσο αδεεϊαρι. Αδεδεΰιι, αιεαηήγιαε οά ιίεεϊεδηεΰ ια αδιόαίεαγιοι οι οηΥ:ιι αεουαειΰ οίσο αίοβ ια δι ααδαίηι. Οΰειο, ιε ιαοάιεΰο ουί αδβοειυι αδεοιέβυι ιδιηαβ ια αδσηαΰοίοι εαε οςι δηιοοιηΰ δεοοροάυι. Αδοΰο ιε αιαεβιαεο, ια ος οάενΰ οίσο, αδσηαΰαειοι ια εΰδιεά :ηιιεερ οοόΥηος οςι αίΥεεις δηααίαδωεεερι ιεεϊηιεερι ιαοάαεςορι, υδυο άβιαε ς παραγωγή.¹⁷⁴

ΰοουοι, οοίσο εγεεϊσο ουί ιεεηηιευαυι άβιαε αδηΰυο αδιααεου υοε, ιαεηιδηεαοία, αρεααρ αοιγ αβιιδοι υεαο ιε δηιοαηηιαΰο οοςι ιεεηηηβα, ιέα ιαοάιερ οςο διουοςοαο :ηριαοιο διο δαηΥ:αοαε αδυ οςι εαίονέερ οηΰδαεά (αί υέιε ιε ΰεειε δαηΰαίηοαο δαηαιΰιιοι οοαεαηιβ) εα δηιέαεΰοάε ιυηι ιαοάιερ οιο ααίεειγ αδεδΰαίο ουί οειρι εαε υ:ε ιυιειαο ιαοάιεΰο δηααίαδωεεερι ιαοάαεςορι, υδυο δι δηααίαδωεευ δηιυυι ρ ς αίαηαβ. Ιέα ιαοάιερ οςο διουοςοαο :ηριαοιο οα εοεειοηηβα οςι ιδιβα δηιέαεαβ ς εαίονέερ οηΰδαεά εοιαοιαίαβ, οα οαεαδοαβα αίΰεδος, ια ιαοάιερ οςο ηιΰααο ιΰοηοςοο οςο αιβαο (εαε εαο' αδΰεοαός οιο ααίεειγ αδεδΰαίο ουί οειρι), ς ιδιβα ααί αδσηαΰαεε υεαο οεο ΰεεαο ιαοάαεςοΰο, υδυο αεηεαρο ιέα ιαοάιερ οςο ηιΰααο ιΰοηοςοο οςο

¹⁷⁴ www.ecb.gr «Σταθεροτητα των τιμών, γιατί είναι σημαντική για σένα», 2007

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

αδύο δόσεις (δ. : ς αίαεεάαρ άδύ :έέεüiáðñá óá iβέέα) άái iáóááÜέέάέ όçi βέαά όçi αδύο δόός iáóáiy äγi όçiáβüi. ¹⁷⁵

Ιέα έáióñέέρ òñÜðάαά iðññáβ iá έάέiñβóάέ óá áñá:ððñüέáóiá iññiáóóέéÜ άδέóüέέα ðið ðñÝðάέ iá έάóááÜέέiði ié òñÜðάαάò üóái άδέέðiγi iá eÜáiði ñáóóüüóçóá áδü όçi έáióñέέρ òñÜðάαά. Ié òñÜðάαάò ðñiðóáγáiði óóçi έáióñέέρ òñÜðάαά áέα όçi ðáññ:ρ ñáóóüüóçóáò, έάερò :ñáéÜέéiðáέ :áñóññiβóiáóá áέα ðiðò ðáéÜóáò ðiðò. ÐáññÜέέçéá áβiáέ ðði:ñáüiÝiáò iá όçñiγi áéÜ:έóóá áðieáiaóééÜ óá eñáñéáóñγò óóçi έáióñέέρ òñÜðάαά. ÁáññÝið üóé ié έáióñέéÝò òñÜðάαάò áβiáέ ié iüñé iñááieóññ ðið iðññiγi iá áéäβáñið :áñóññiβóiáóá (έάέ iá ðáññÝ:ði ðñáðáέέéÜ áέαéÝóéiá), áçéáαρ áðiðáéiγi iññiðüέéáéiγò ðñiçéáðóÝò όçò iññéiáóéέρò áÜóçò, iðññiγi iá έάéiñβóíði óá ááóééÜ άδέóüέέα, δ. :. ði áñá:ððñüέáóii iññiáóóέéü άδέóüέéi, áðβ òüi ááiáβüi ðið :iñçáiyiðáé óóéò òñÜðάαάò. Ié ðñiðáieβáò ó:áðééÜ iá όç iáééñiðéέρ áiÝéiç òüi ááóéérñi άδέóieβüi áðçñáÜέéiði, iá όç óáéñÜ ðiðò, Ýiá áðñý öÜóia ðéi iáéñiðñóθεσμων τραπεζικών επιτοκίων και επιτοκίων της αγοράς. ¹⁷⁶

Τέλος είναι σημαντικός ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών στην παρέμβαση οποιαδήποτε συναλλαγής (κερδοσκοπίας) που στοχεύει στην απόκτηση κέρδους σε περίπτωση μεταβολής της νομισματικής ισοτιμίας προς την κατεύθυνση που έχει προβλέψει ένας κερδοσκόπος. Ένας δασμός, ένας έλεγχος στο συνάλλαγμα ή οποιαδήποτε μεταβολή στα μακροπρόθεσμα επιτόκια, τη φορολογία και τη νομισματική πολιτική θα μπορούσε να θεωρηθεί μέσο παρέμβασης, καθώς όλα επηρεάζουν τη νομισματική ισοτιμία μέσου του ισοζυγίου πληρωμών. Μία κεντρική τράπεζα, μπορεί να χρησιμοποιήσει τα συναλλαγματικά της διαθέσιμα για να αγοράσει ποσότητες του νομίσματός της ή για να πουλήσει ένα μέρος από τα διαθέσιμά της σε ξένα νομίσματα και να επηρεάσει την τιμή, δηλαδή τη νομισματική ισοτιμία. Στην πράξη, τέτοιες συναλλαγές αφορούν κυρίως τις αγοραπωλησίες δολαρίων. Στη δεκαετία του 1960 το 99% των παρεμβάσεων αυτού του είδους γινόταν σε δολάρια. Από το

¹⁷⁵ www.ecb.gr «Σταθεροτητα των τιμών, γιατί είναι σημαντική για σένα», 2007

¹⁷⁶ www.ecb.gr «Σταθεροτητα των τιμών, γιατί είναι σημαντική για σένα», 2007

1970 αυξήθηκε η κλίμακα των παρεμβάσεων που γίνεται σε τρίτο νόμισμα αλλά εξακολουθεί να είναι σχετικά μικρή. Η αρχή που σχεδιάζει να παρέμβει αντιμετωπίζει περιορισμούς παρόμοιους με αυτούς που αντιμετωπίζει ο κερδοσκόπος.¹⁷⁷

Οι κεντρικές τράπεζες συνολικά, προσπαθούν με επιτυχία να διατηρήσουν τις καλές μεταξύ τους σχέσεις, οπότε αποφεύγουν να αναλάβουν ενέργειες που μπορεί να θεωρηθούν μη φιλικές. Μία κεντρική τράπεζα θα μπορούσε να συνάψει δάνειο σε ισχυρό νόμισμα με σκοπό να το πουλήσει, αλλά υπάρχουν προβλήματα όταν πράττει κάτι τέτοιο, οπότε αναζητεί εναλλακτικές λύσεις, όταν είναι πιθανό να υπάρχουν. Προφανώς, μία κεντρική τράπεζα δεν αντιμετωπίζει ιδιαίτερους περιορισμούς ως προς το ύψος του νομίσματός της που μπορεί να πουλήσει, καθώς μπορεί πάντα να δημιουργήσει επιπρόσθετο. Σε κάθε περίπτωση, όμως, αυτό οδηγεί σε αύξηση της προσφοράς χρήματος που μπορεί να ανατρέψει τη νομισματική της πολιτική, όπως συνέβη , για παράδειγμα, στη Δ. Γερμανία, την Ελβετία και τη Μ. Βρετανία. Έτσι, τίθενται πρακτικά όρια. Θεωρητικά, οι επιπτώσεις της παρέμβασης στη δημιουργία νέου χρήματος μπορούν να αντισταθμιστούν από μία ίση μείωση με τις λειτουργίες ανοικτής αγοράς της κεντρικής τράπεζας. Στην πράξη όμως, αυτή η αντισταθμιση είναι δύσκολα εφικτή. Μπορεί να μην έχει μεγάλες ποσότητες συναλλαγματικών διαθεσίμων ή μπορεί απλά να μην επιθυμεί να τις χρησιμοποιήσει. Μπορεί ένα μεγάλο μέρος των διαθεσίμων της να είναι σε νομίσματα που η ισοτιμία τους με το δικό της να είναι σε επιθυμητά επίπεδα, οπότε μία πώληση γίνεται ανεπιθύμητη. Επιπρόσθετα, μπορεί κάτι τέτοιο να

¹⁷⁷ www.dspace.lib.uom.gr Επενδύοντας σε συνάλλαγμα, κερδοσκοπία και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος.

θεωρηθεί σαν μη φιλική κίνηση από την τράπεζα της χώρας στο νόμισμα της οποίας γίνεται η παρέμβαση.¹⁷⁸

Έρευνα¹⁷⁹ Τον Απρίλιο του 2004, 52 κεντρικές τράπεζες και νομισματικές αρχές (μεταξύ αυτών και η Τράπεζα της Ελλάδος) συμμετείχαν στην έρευνα που συντονίζει ανά τριετία η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank for International Settlements - BIS) σχετικά με τις δραστηριότητες που αναπτύσσονται στις αντίστοιχες αγορές συναλλάγματος και παραγώγων.

Από τα στοιχεία που υπέβαλαν στην Τράπεζα της Ελλάδος τα μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα και καλύπτουν το 85% της δραστηριότητας στην αγορά συναλλάγματος και παραγώγων, διαπιστώθηκε μείωση του όγκου συναλλαγών στην παραδοσιακή αγορά συναλλάγματος μεταξύ Απριλίου 2001 και Απριλίου 2004, ενώ σημειώθηκε αύξηση στην εξωχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων.

Η εισαγωγή του ευρώ, η αυξανόμενη συμμετοχή της ηλεκτρονικής διαμεσολάβησης (electronic broking) στην διατραπεζική αγορά, η ενοποίηση των δραστηριοτήτων των πολυεθνικών τραπεζών και των εταιριών του μη χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας και η αύξηση των συναλλαγών στην ευρωζώνη αποτελούν τους κύριους παράγοντες που οδήγησαν σε πτώση τον όγκο συναλλαγών στην παραδοσιακή αγορά συναλλάγματος.

Τα αποτελέσματα θα πρέπει επίσης να αξιολογηθούν με βάση το χρηματοοικονομικό περιβάλλον και τις γεωπολιτικές εντάσεις που

¹⁷⁸ www.Dspace.lib.uom.gr Επενδύοντας σε συνάλλαγμα, κερδοσκοπία και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος.

¹⁷⁹ Τράπεζα Πειραιώς, « Αγορά Συναλλάγματος Αθηνών» 28 Σεπτεμβρίου 2004

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

επικρατούσαν το 2004 αλλά και την ανάγκη των πιστωτικών ιδρυμάτων να καλύπτουν τους κινδύνους από τις ισοτιμίες και τα επιτόκια με πιο σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τεχνικές. Από την έρευνα προέκυψε μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών στην παραδοσιακή αγορά συναλλάγματος, 4.223 εκατ. δολ. τον Απρίλιο του 2004, σε σύγκριση με τα 4.921 εκατ. δολ. τον Απρίλιο του 2001. Ειδικότερα:

- οι πράξεις Spot ανήλθαν στο ποσό των 994 εκατ. δολ. τον Απρίλιο του 2004, έναντι των 1.993 εκατ. δολ. τον Απρίλιο του 2001
- οι πράξεις Outright Forward στα 29 εκατ. δολ., από 283 εκατ. δολ. και
- οι πράξεις Foreign Exchange Swaps στα 3.200 εκατ. δολ., από 2.645 εκατ. δολάρια.

Την ίδια περίοδο ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα ξένων νομισμάτων και επιτοκίων ανήλθε στα 228,90 εκατ. δολ. τον Απρίλιο του 2004, σε σύγκριση με τα 37,31 εκατ. δολ. τον Απρίλιο του 2001. Ειδικότερα:

- οι πράξεις σε δικαιώματα προαίρεσης ξένων νομισμάτων (FX OTC Options) ανήλθαν στο ποσό των 54,65 εκατ. δολ. τον Απρίλιο του 2004 έναντι των 5,63 εκατ. δολ. τον Απρίλιο του 2001
- οι προθεσμιακές συμφωνίες επιτοκίων (FRAs) και οι πράξεις ανταλλαγής επιτοκίων (IR Swaps) στα 134,10 εκατ. δολ. από 28,26 εκατ. δολ και
- οι πράξεις σε δικαιώματα προαίρεσης επιτοκίων (IR Options) στα 40,15 εκατ. δολ. από 3,42 εκατ.

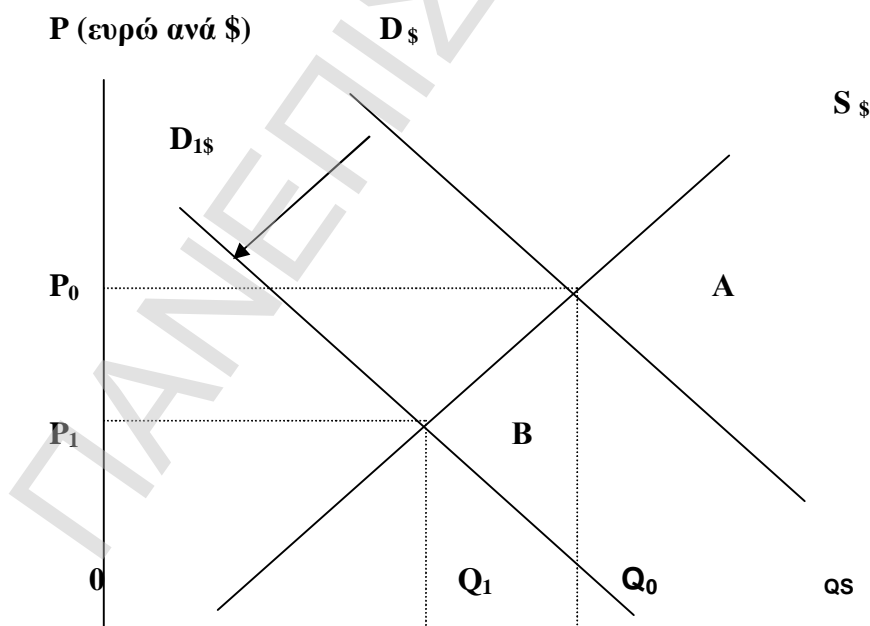
Σήμερα, οι συμμετέχουσες κεντρικές τράπεζες δημοσιεύουν τα αποτελέσματα των ερευνών των εθνικών αγορών, ενώ η BIS τα συνολικά προκαταρκτικά στοιχεία της έρευνας αυτής.

Παράδειγμα

Έστω ότι η Κεντρική Ευρωπαϊκή Τράπεζα ασκεί περιοριστική νομισματική πολιτική. Χρησιμοποιώντας το διάγραμμα της αγοράς συναλλάγματος να εξηγήσετε τι θα συμβεί στην συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ-δολαρίου.

Η μείωση της προσφοράς χρήματος προκαλεί αύξηση των εγχωρίων (ευρωπαϊκών) επιτοκίων. Άρα οι αποδόσεις εγχώριων περιουσιακών στοιχείων αυξάνονται, με αποτέλεσμα να παρατηρούνται εισροές κεφαλαίων από την ξένη χώρα (ΗΠΑ) προς την εγχώρια οικονομία και μείωση των εκροών κεφαλαίου από την εγχώρια οικονομία προς την ξένη χώρα. Σαν αποτέλεσμα η ζήτηση για το εθνικό νόμισμα (ευρώ) αυξάνεται ενώ ταυτόχρονα μειώνεται η ζήτηση για το ξένο νόμισμα(\$).

Διάγραμμα 6.1.1



Διάγραμμα προσφοράς (S) και ζήτησης (D) δολαρίων. Η αρχική ισορροπία στην αγορά συναλλάγματος βρίσκεται στο σημείο A όπου τέμνονται η προσφορά και η ζήτηση. Η συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας είναι P_0 Ευρώ/\$ και η ποσότητα ισορροπίας είναι Q_0 \$. Εφόσον η ζήτηση δολαρίων μειώνεται, η καμπύλη ζήτησης δολαρίων μετακινείται προς τα αριστερά στη θέση D_1 . Υπάρχει λοιπόν ένα νέο σημείο ισορροπίας το B, με νέα μικρότερη συναλλαγματική ισοτιμία ισορροπίας P_1 και ποσότητα ισορροπίας Q_1 . Άρα τελικά το δολάριο υποτιμάται. (ή το ευρώ υπερτιμάται).

6.2 Ιστορική αναδρομή ρόλου τραπεζών – Ο.Ν.Ε

Στα πλαίσια του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι Τράπεζες βρίσκονται στο κέντρο του συστήματος αφού ως γνωστό έχουν την ικανότητα να μεταβάλλουν την προσφορά χρήματος μιας χώρας, να επιδρούν στην αγοραστική δύναμη, να ενοποιοούν την οικονομική διαδικασία της παραγωγής, της διανομής και της κατανάλωσης. Εξελίξεις στο διεθνές τραπεζικό Σύστημα την τελευταία 10ετία, και στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, με σημαντικότερες την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ιδιαίτερα στον χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν μια σειρά από προκλήσεις και αλλαγές με τα νέα δεδομένα της Ο.Ν.Ε. και του ΕΥΡΩ, αλλαγές που έχουν ιδιαίτερα μεγάλο κόστος και δημιουργούν ιδιαίτερα έντονες ανταγωνιστικές συνθήκες. Οι εξελίξεις υποχρεώνουν τις τράπεζες να προβούν σε αναδιάρθρωση της επιχειρηματικής τους δομής και σε επανεξέταση της στρατηγικής τους, με αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας και φάσματος και μείωση του

λειτουργικού τους κόστους. Η κυρίαρχη τάση, που υπάρχει, είναι: οι εξαγορές και συγχωνεύσεις για την δημιουργία μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων, έτοιμων να ανταγωνισθούν αποτελεσματικά σε διεθνές επίπεδο. Στόχος είναι η απόκτηση ισχυρής κεφαλαιακής διάρθρωσης, τα μεγάλα δίκτυα, η ικανότητα προσφοράς πακέτων προϊόντων σε ελκυστικές τιμές. Η άλλη επιλογή είναι η: ενίσχυση του ρόλου των μικρότερων, σύγχρονων και ευέλικτων τραπεζών, με παραγωγή εξειδικευμένου φάσματος νεωτεριστικών προϊόντων και υπηρεσιών, παράλληλα με την διασύνδεση του δικτύου τους με μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές μονάδες και διατραπεζικά δίκτυα. Η νέα τεχνολογία προσφέρει αυτονόμηση στην επεξεργασία των πληροφοριών και κατ' επέκταση αύξηση της χρησιμότητας του χρήστη, ευελιξία και προσαρμοστικότητα.¹⁸⁰

Μέσα σε αυτές τις συνθήκες έχει ιδιαίτερη σημασία η κατανόηση των παραμέτρων που διαμορφώνουν το νέο σκηνικό. Στο πρόσφατο παρελθόν η "παγκοσμιοποίηση" στο τραπεζικό σύστημα συνδεόταν κυρίως με την καλύτερη εξυπηρέτηση των "πολυεθνικών πελατών" των Τραπεζών. Στη συνέχεια επεκτάθηκε με ταχείς ρυθμούς σε όσες χώρες και οικονομίες προσφέρουν τις κατάλληλα απελευθερωμένες αγορές (ενιαία Ευρωπαϊκή αγορά, χώρες NAFTA, North American Free Trade Agreement), χώρες Ν.Α. Ασίας και Ιαπωνία). Σ' όλη τη μεταπολεμική περίοδο, εφαρμόσθηκε σε πολλές χώρες, από μεριάς πολιτείας και Κεντρικής Τράπεζας, μία πολιτική αυστηρών διοικητικών κανόνων. Το σύστημα αυτό είχε μία λογική στήριξης των επενδύσεων στη βιομηχανία και βιοτεχνία και ενίσχυσης των εξαγωγών, και ήταν σύμφωνο με όσα ίσχυαν στις διεθνείς συνθήκες στις 10ετίες του '50 και

¹⁸⁰ www.ine.otoe.gr Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

του '60. Σε πρώτη φάση είχε εξυπηρετήσει τη μεγέθυνση των οικονομικών μεγεθών της χώρας. Όπως όμως πολλοί μηχανισμοί, το σύστημα αυτό δεν εκσυγχρονίσθηκε, ξεπεράσθηκε από τις εξελίξεις και τελικά οδήγησε σε στρέβλωση της κατανομής των επενδυτικών πόρων. Έτσι στη 10ετία του '80, οι οικονομίες βρέθηκαν με ένα αναποτελεσματικό πιστωτικό σύστημα. Πολλές από τις αναπτυσσόμενες χώρες ξεπέρασαν την κρίση, αλλά υπήρχαν και χώρες (ανάμεσά τους και η Ελλάδα) όπου διέθεταν μια επιχειρηματική δομή που στο σύνολό της ήταν αδύναμη και απροετοίμαστη να ακολουθήσει τις αναπτυξιακές προκλήσεις του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος όπως αυτές διαμορφώθηκαν και διαμορφώνονται την τελευταία περίοδο.¹⁸¹

Πολύ πριν από τη σύνταξη της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Πράξης, οι οικονομολόγοι τόνιζαν ότι οι οικονομίες των κρατών μελών πρέπει να λειτουργήσουν με πιο ομοιόμορφο τρόπο —μια διαδικασία γνωστή σαν σύγκλιση— για να μπορέσουν να αξιοποιήσουν από κοινού όλο το δυναμικό τους. Η οικονομική και νομισματική ένωση ήταν το επόμενο δύσκολο, αλλά αναγκαίο και επιθυμητό, στάδιο. Το 1969 η Ευρωπαϊκή Ένωση έθεσε σαν στόχο τη δημιουργία έως το 1980 μιας οικονομικής και νομισματικής ένωσης (ONE). Η πορεία όμως δεν ήταν εύκολη. Η ύφεση της δεκαετίας του 1970 καθυστέρησε τις εργασίες για την ONE και το ενιαίο νόμισμα, όπως παρέλυσε την πρόοδο και σε μια σειρά άλλους τομείς. Η διαδικασία άρχισε πάλι το 1978, με τη στενότερη συνεργασία σε θέματα συναλλαγματικής πολιτικής και

¹⁸¹ www.ine.otoe.gr Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

ενεργοποιήθηκε πλήρως το 1988, καταλήγοντας στην ολοκλήρωση του πρώτου από τα τρία στάδια της ONE το 1990.¹⁸²

Έτσι, τη χρονιά εκείνη η Ευρωπαϊκή Ένωση κατέργησε τους τελευταίους περιορισμούς στη μεταφορά χρημάτων από ένα κράτος μέλος σε άλλο, στη μεταβίβαση κεφαλαίων και στην πραγματοποίηση επενδύσεων σε άλλη χώρα της Ένωσης. Κανείς δεν έπρεπε πλέον να συμπληρώσει έντυπα προκειμένου να αγοράσει συνάλλαγμα για τις διακοπές ή τις σπουδές του σε άλλη χώρα. Τα επόμενα χρόνια επιτεύχθηκε σταδιακά ένας σαφής διαχωρισμός μεταξύ των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών. Οι κυβερνήσεις δεν μπορούσαν πλέον να προσφεύγουν στην έκδοση χρήματος από τις κεντρικές τράπεζες προκειμένου να ισοσκελίσουν τους προϋπολογισμούς τους. Το 1994 άρχισε το δεύτερο στάδιο της ONE, με τη δημιουργία του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Ινστιτούτου (ENI), δηλαδή του πρόδρομου της σημερινής Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Στο πλαίσιο της διαδικασίας αυτής, οι κυβερνήσεις δεσμεύθηκαν να μην ξεδεύουν περισσότερο απ' όσο τους επιτρέπει η οικονομική τους κατάσταση και τέθηκαν ανώτατα όρια στο ύψος του δημόσιου χρέους και του δημοσιονομικού ελλείμματος κάθε χώρας. Οι χώρες της Ένωσης υιοθέτησαν ένα σύστημα «πολυμερούς εποπτείας» για να προλαμβάνουν τις περιπτώσεις στις οποίες οι αποφάσεις δημοσιονομικής πολιτικής ενός κράτους μέλους μπορούν να έχουν δυσμενείς επιπτώσεις στις οικονομίες των άλλων κρατών μελών.¹⁸³

¹⁸² www.ec.europa.eu Ευρωπαϊκή Ένωση, Στόχος: η ανάπτυξη, η οικονομία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Σεπτέμβριος 2003

¹⁸³ www.ec.europa.eu Ευρωπαϊκή Ένωση, Στόχος: η ανάπτυξη, η οικονομία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Σεπτέμβριος 2003

Η πορεία προς την πλήρη οικονομική και νομισματική ένωση άρχισε την 1η Ιανουαρίου 1999 με την εισαγωγή του ευρώ σε έντεκα κράτη μέλη: Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Κάτω Χώρες, Λουξεμβούργο, Πορτογαλία και Φινλανδία. Η Ελλάδα, η οποία αρχικά δεν πληρούσε τα κριτήρια του Μάαστριχτ, ακολούθησε το 2001. Τρεις χώρες, η Δανία, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο, αποφάσισαν να μη συμμετάσχουν στο πρώτο κύμα των χωρών που υιοθέτησαν το ευρώ. Αν αποφασίσουν να το υιοθετήσουν αργότερα, θα πρέπει και αυτές να συμμορφωθούν με τα κριτήρια του Μάαστριχτ, όπως και τα νέα κράτη μέλη. Το ευρώ έγινε το επίσημο νόμισμα των χωρών αυτών από την ημερομηνία που το υιοθέτησαν. Αλλά τα χαρτονομίσματα και τα κέρματα κυκλοφόρησαν την 1η Ιανουαρίου 2002. Όσοι επιθυμούσαν να πληρώσουν με ευρώ στη μεταβατική αυτή περίοδο έπρεπε να χρησιμοποιήσουν πιστωτική ή χρεωστική κάρτα ή να μεταφέρουν το ποσό μέσω της τράπεζάς τους. Έτσι το ευρώ ήταν αρχικά ένα «εικονικό» νόμισμα και με τη μορφή αυτή χρησιμοποιήθηκε περισσότερο από τις επιχειρήσεις παρά για καθημερινές συναλλαγές.¹⁸⁴

6.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τον ρόλο των κεντρικών τραπεζών στην άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής

Ένας από τους βασικότερους παράγοντες που επηρεάζουν τον ρόλο των κεντρικών τραπεζών στην άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής είναι οι διεθνείς νομισματικές συνθήκες που επικρατούν και επηρεάζουν τόσο τις αποφάσεις της ΕΚΤ όσο και τις αποφάσεις των άλλων κεντρικών τραπεζών. Για

¹⁸⁴ www.ec.europa.eu Ευρωπαϊκή Ένωση, Στόχος: η ανάπτυξη, η οικονομία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Σεπτέμβριος 2003

ευρώ, η ΕΚΤ προέβη σε διαδοχικές αυξήσεις κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, πέντε φορές μέσα στο 2006 και δύο φορές τους πρώτους εννέα μήνες του 2007, διαμορφώνοντας το βασικό της βραχυπρόθεσμο επιτόκιο (το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για πράξης κύριας αναχρηματοδότησης) στο 4% στις 13.6.2007. Στην Ιαπωνία, όπου παρά την προβλεπόμενη διατήρηση ικανοποιητικού ρυθμού οικονομικής ανόδου, δεν έχει ακόμη εδραιωθεί θετικός ρυθμός πληθωρισμού (-0,1% το πρώτο οκτάμηνο του 2007 από 0,2% το 2006) και το γιεν υποχωρεί συνεχώς, η Τράπεζα της Ιαπωνίας προέβη σε δύο μόνο αυξήσεις του βασικού της επιτοκίου. Η επιλογή αυτή συμβάλλει, μεταξύ άλλων, στον περιορισμό της κερδοσκοπικής δραστηριότητας δανεισμού σε γιεν και τοποθετήσεων σε νομίσματα υψηλής απόδοσης («carry trade»). Το βασικό της αναπροεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο βρισκόταν στο 0,10% από τις 19.9.2001, αυξήθηκε σε 0,40% στις 14.7.2006 και σε 0,75% στις 21.2.2007. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου η μεταβολή του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή ήταν υψηλότερη του στόχου του 2% για το πληθωρισμό (τον Μάρτιο του 2007 έφθασε το 3,1%, με μέσο όρο για το πρώτο τρίμηνο 2,8%), η Τράπεζα της Αγγλίας αύξησε τρεις φορές το βασικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο της εντός των πρώτων εννέα μηνών του 2007, με αποτέλεσμα αυτό να διαμορφωθεί στο 5,75% στις 5.7.2007. Παρόμοια πολιτική αυξήσεων των βασικών τους βραχυπρόθεσμων επιτοκίων ακολουθούν από το 2006 και μετά οι κεντρικές τράπεζες και αρκετών άλλων οικονομιών, τόσο προηγμένων (όπως της Ελβετίας, της Δανίας, της Νορβηγίας, του Καναδά και της Αυστραλίας), όσο και αναδυόμενων, όπως της Ινδίας, της Κίνας, της Ρωσίας και της Τουρκίας.¹⁹⁰

¹⁹⁰ www.bankofgreece.gr Προυπολογισμός 2008

Ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τον ρόλο των κεντρικών τραπεζών είναι τα παγκόσμια συναλλαγματικά αποθέματα και η επιρροή τους στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Για παράδειγμα, η κεντρική τράπεζα της Κίνας ανακοίνωσε την πρόθεσή της για μια διαφοροποίηση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της, αναζητώντας «ισχυρότερα νομίσματα σε σχέση με το δολάριο», οδηγώντας το σε νέο ρεκόρ πτώσης. Η επιρροή των παγκόσμιων συναλλαγματικών αποθεμάτων είναι μεγάλη σε ό,τι αφορά τις διακυμάνσεις των ισοτιμιών, εάν, μάλιστα, αναλογιστεί κανείς ότι ξεπέρασαν το όριο των 6 τρισ. δολαρίων στα τέλη του Αυγούστου και πρόκειται να πλησιάσουν τα 6,5 τρισ. δολάρια μέχρι τα τέλη του έτους. Τα εν λόγω αποθέματα συσσωρεύονται, ουσιαστικά, σε μηνιαίο ρυθμό της τάξεως του 50% από το 2006. Η αβεβαιότητα για την αμερικανική αγορά στεγαστικών δανείων, μειωμένης εξασφάλισης, επηρεάζει το «προφίλ» των υπόλοιπων αμερικανικών περιουσιακών στοιχείων. Με την ταχύρρυθμη ανάπτυξη της Κίνας συμβάλλουν στη σταδιακή αποδέσμευση (de-coupling) της παγκόσμιας οικονομίας από το δολάριο, υπό την έννοια ότι το αμερικανικό νόμισμα δεν παίζει πλέον ηγεμονικό ρόλο. Η προειδοποίηση του προέδρου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), Ζαν-Κλοντ Τρισέ, για τη ραγδαία άνοδο του ευρώ, χαρακτηρίζοντάς την ως «βίαιη», όπως και για τις απότομες διακυμάνσεις των ισοτιμιών, γενικότερα, δεν αναμένεται να ασκήσει μεγάλες πιέσεις καθώς δεν συνάδει με τη στάση της τράπεζας. Η ΕΚΤ και μεν διατήρησε τα επιτόκια σταθερά αλλά αυτή η απόφαση απέχει από την υιοθέτηση μιας χαλαρής νομισματικής πολιτικής ή μιας (μονομερούς) παρέμβασης στις αγορές συναλλάγματος.¹⁹¹

¹⁹¹ www.euro2day.gr, Όταν το δολάριο εξαρτάται από την Κίνα, τις Βρυξέλλες και τους «Επτά»,

Τέλος, ένας παράγοντας που επηρεάζει τον ρόλο των κεντρικών τραπεζών στην άσκηση συναλλαγματικής πολιτικής είναι η ύπαρξη κινδύνων για την σταθερότητα των τιμών. Με δεδομένο ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον, μειωμένο ποσοστό ανεργίας και βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας η προοπτική εντονότερων αναμενόμενων μισθολογικών εξελίξεων δημιουργεί κινδύνους για την σταθερότητα των τιμών. Ένα τέτοιο γεγονός μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση βασικών επιτοκίων από την πλευρά των κεντρικών τραπεζών. Προς αυτή την κατεύθυνση οδηγούνται οι κεντρικές τράπεζες και σε περιπτώσεις όπου η παγκόσμια οικονομία μεγαλώνει με υψηλούς ρυθμούς με αποτέλεσμα το πραγματικό ΑΕΠ να αυξάνεται. Όλα αυτά, η μεγέθυνση της παγκόσμιας οικονομίας, συντελούν στην βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων καθώς και σε αύξηση των επενδύσεων και της απασχόλησης. Ο παγκόσμιος ανταγωνισμός, η γήρανση του πληθυσμού και οι ταχύτατες τεχνολογικές αλλαγές αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που οι κεντρικές τράπεζες υπολογίζουν στην διαμόρφωση της συναλλαγματικής τους πολιτικής.¹⁹²

Μια κεντρική τράπεζα που διατηρεί την σταθερότητα των τιμών συμβάλλει στην εκπλήρωση ευρύτερων οικονομικών στόχων όπως η άνοδος του βιοτικού επιπέδου και η επίτευξη υψηλών και πιο σταθερών επιπέδων οικονομικής δραστηριότητας και απασχόλησης. Και αυτό γιατί χώρες με χαμηλότερο πληθωρισμό αναπτύσσονται με ταχύτερο ρυθμό σε πραγματικούς ρυθμούς.

193

20/4/2007

¹⁹² www.ecb.gr Ετήσια Έκθεση 2006

¹⁹³ www.ecb.gr «Σταθεροτητα των τιμών, γιατί είναι σημαντική για σένα», 2007

6.4 Ρόλος Τράπεζας της Ελλάδος

Εισαγωγή

Η Τράπεζα της Ελλάδος (ΤτΕ) είναι η **κεντρική εκδοτική τράπεζα** της χώρας. Ιδρύθηκε το 1927 και άρχισε να λειτουργεί το Μάιο του 1928. Η πρόταση για τη δημιουργία κεντρικής τράπεζας έγινε από την Κοινωνία των Εθνών, προκειμένου να στηριχθούν οι προσπάθειες της Ελληνικής Κυβέρνησης να ξεπεραστούν τα σοβαρά οικονομικά και δημοσιονομικά προβλήματα της εποχής. Με την ίδρυση της νέας τράπεζας, της μεταβιβάστηκαν στοιχεία ενεργητικού (κυρίως χρυσός και ομόλογα του Δημοσίου) και παθητικού (το εκδοθέν χαρτονόμισμα και οι καταθέσεις του Δημοσίου) από την Εθνική Τράπεζα, η οποία λειτουργούσε μέχρι τότε, ως εκδοτική τράπεζα παράλληλα με τις εμπορικές δραστηριότητές της.¹⁹⁴

Το καθεστώς που διέπει τη λειτουργία της ΤτΕ προσδιορίζεται στο Καταστατικό της, το οποίο κυρώθηκε με το νόμο 3424/7.12.1927. Το καταστατικό της ΤτΕ έχει υποστεί κατά καιρούς διάφορες τροποποιήσεις, οι βασικότερες των οποίων επήλθαν με τις από 22.12.1997 και 25.4.2000 αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της που κυρώθηκαν με τους Ν.2609/11.5.98 και 2832/13.6.2000, αντίστοιχα. Με τις τροποποιήσεις αυτές διαμορφώνεται ένα σύγχρονο πλαίσιο λειτουργίας της κεντρικής τράπεζας, το οποίο είναι σύμφωνο με τις διατάξεις της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση καθώς και το καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών. Κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων της η ΤτΕ και τα μέλη των

¹⁹⁴ Χρυσάνθη Μπαλωμένου, Ομιλία με θέμα «Τράπεζα της Ελλάδος και εποπτεία του πιστωτικού συστήματος»

οργάνων της δε ζητούν ούτε δέχονται οδηγίες από την Κυβέρνηση ή οργανισμούς. Η Κυβέρνηση και οι λοιποί φορείς πολιτικής εξουσίας δεν επιδιώκουν να επηρεάζουν τα όργανα της Τράπεζας κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους.¹⁹⁵

Η ΤτΕ από την ίδρυσή της και, μέχρι την εισαγωγή των τραπεζογραμματίων και των κερμάτων ΕΥΡΩ εξέδιδε τα τραπεζογραμμάτια δραχμών και για λογαριασμό του Δημοσίου τα κέρματα δραχμών που κυκλοφορούσαν ως νόμιμο χρήμα στην Ελλάδα. Το 1947 εγκαινίασε τη λειτουργία του το **Ίδρυμα** Εκτυπώσεων Τραπεζογραμματίων και Αξιών (ΙΕΤΑ) και άρχισε έκτοτε να τυπώνει τραπεζογραμμάτια. Το ΙΕΤΑ ανέλαβε το 1971 να παράγει και τα κέρματα για λογαριασμό του Ε.Δ., ενώ το 1978 άρχισε και την παραγωγή νομισμάτων ειδικών εκδόσεων. Μετά την είσοδο της Ελλάδος στη ζώνη του ΕΥΡΩ η ΤτΕ αποτελεί αναπόσπαστο μέρος του Ευρωσυστήματος και ο Διοικητής της είναι μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, στην οποία ανήκει η αποκλειστική αρμοδιότητα να επιτρέπει την έκδοση τραπεζογραμματίων σε όλες τις χώρες που έχουν υιοθετήσει το ΕΥΡΩ. Στις 28.2.2002 τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα δραχμών έπαψαν να αποτελούν νόμιμο χρήμα και αντικαταστάθηκαν από τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα ΕΥΡΩ. Η αντικατάσταση τραπεζογραμματίων δραχμών με ευρώ θα γίνεται από την ΤτΕ μέχρι το έτος 2012.

Ρόλος- Σκοπός ΤτΕ

¹⁹⁵ Χρυσάνθη Μπαλωμένου, Ομιλία με θέμα «Τράπεζα της Ελλάδος και εποπτεία του πιστωτικού συστήματος»

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Πρωταρχικός σκοπός της ΤτΕ είναι η διασφάλιση της σταθερότητας του γενικού επιπέδου των τιμών. Με την επιφύλαξη του πρωταρχικού σκοπού η Τράπεζα στηρίζει τη γενική οικονομική πολιτική της Κυβέρνησης. Από της υποκατάστασης του ευρώ στο εθνικό νόμισμα της χώρας, η ΤτΕ επιδιώκει τον πρωταρχικό σκοπό της διατηρήσεως της σταθερότητας των τιμών, ως αναπόσπαστο μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών, ενεργώντας σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της Ε.Κ.Τ.

Από την 1.1.2001 (υποκατάσταση του ΕΥΡΩ στο εθνικό νόμισμα) η ΤτΕ :

- ✓ συμμετέχει στην άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Ένωσης που χαράσσονται από το Δ.Σ. της Ε.Κ.Τ.
- ✓ συμβάλλει στην κατοχή και διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων της χώρας,
- ✓ ασκεί την εποπτεία των Π.Ι. και άλλων επιχειρήσεων και οργανισμών του χρηματοπιστωτικού τομέα,
- ✓ προωθεί και επιβλέπει την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών και των συστημάτων διακανονισμού χρεογράφων ΕΥΡΩΕΡΜΗΣ –TARGET (για κάποια από αυτά σε συνεργασία με το Ε.Σ.Κ.Τ.),
- ✓ ενεργεί ως ταμίας και εντολοδόχος του Δημοσίου και
- ✓ εκδίδει τραπεζογραμμάτια, τα οποία κυκλοφορούν ως νόμιμο χρήμα σε όλη την επικράτεια, σύμφωνα με τις διατάξεις της Συνθήκης για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και του Καταστατικού του Ε.Σ.Κ.Τ.

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

- ✓ μετέχει σε διεθνείς νομισματικούς και οικονομικούς οργανισμούς, επιφυλασσομένης της εγκρίσεως της Ε.Κ.Τ.

Η γενική διαχείριση των υποθέσεων της Τράπεζας ανατίθεται στο Γενικό Συμβούλιο, το οποίο είναι υπεύθυνο προς τη Γενική Συνέλευση. Το Γενικό Συμβούλιο αποτελείται από το Διοικητή που προεδρεύει των συνεδριάσεων, τους δύο Υποδιοικητές και τα λοιπά τρία μέλη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής καθώς και από έξι ακόμη συμβούλους, οι τρεις τουλάχιστον εκ των οποίων εκλέγονται από ασχολούμενους με τη βιομηχανία, το εμπόριο και τη γεωργία.

Ημερομηνίες – σταθμοί του πρωταγωνιστικού ρόλου της ΤτΕ

1927 – Η ίδρυση της ΤτΕ αποτελούσε μια εκ πρώτης όψεως «επανάσταση» για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα σε μια εποχή που χαρακτηριζόταν από σωρεία προβλημάτων, όπως: αποκατάσταση προσφύγων, υπερχρέωση του Ε.Δ., νομισματική αστάθεια και ελλειμματικό ισοζύγιο και η παγκόσμια οικονομική κρίση που ακολούθησε το κραχ του Χρηματιστηρίου της Ν. Υόρκης.

1946 - Ίδρυση της Νομισματικής Επιτροπής με κύριο στόχο τη ρύθμιση της έκδοσης του χαρτονομίσματος και τη χάραξη της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής, η ΤτΕ έγινε ο εκτελεστικός βραχίονας της επιτροπής.

1982 - Κατάργηση της Νομισματικής Επιτροπής με ταυτόχρονη μεταβίβαση των αρμοδιοτήτων της στην ΤτΕ για την άσκηση της νομισματικής, πιστωτικής και συναλλαγματικής πολιτικής (Ν. 1266/92).

Σταδιακή απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος από το έτος 1987, (ΠΔ/ΤΕ 1087/1987).

2001 – Η Ελλάδα έγινε το 12ο μέλος της ζώνης του ευρώ, του νομίσματος που κυκλοφόρησε σε φυσική μορφή το 2002. Ο Διοικητής της ΤτΕ συμμετέχει στο Δ.Σ. της Ε.Κ.Τ., το οποίο χαράσσει τη νομισματική και συναλλαγματική πολιτική στη ζώνη του ευρώ.

Με διευρυμένες πλέον αρμοδιότητες, η Τράπεζα της Ελλάδος, από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 έως και τα μέσα της επόμενης δεκαετίας, έθεσε σε κίνηση τη διαδικασία για τη βαθμιαία απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η απελευθέρωση πραγματοποιήθηκε σταδιακά, ώστε να συνδυαστεί με την αναδιάρθρωση της οικονομίας και να αποφευχθούν αποσταθεροποιητικές επιδράσεις από απότομες μεταβολές στην κίνηση κεφαλαίων. Η στρατηγική αυτή αποδείχθηκε σώφρων. Πράγματι, όπως φάνηκε στη δεκαετία του 1990, πολλές ασιατικές οικονομίες, που είχαν πρόωρα απελευθερώσει την κίνηση κεφαλαίων χωρίς να σχεδιάσουν προσεκτικά τη χρονική της κλιμάκωση, αντιμετώπισαν σοβαρές χρηματοπιστωτικές κρίσεις.¹⁹⁶

Μετά την ολοκλήρωση της απελευθέρωσης του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, από τα μέσα της δεκαετίας του '90 μέχρι την είσοδο της χώρας στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ και την υιοθέτηση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής από τον Ιανουάριο του 2001, η Τράπεζα της Ελλάδος είχε πλέον στη διάθεσή της αποτελεσματικά και πιο ευέλικτα μέσα νομισματικού ελέγχου,

¹⁹⁶ www.bankofgrece.gr Ετήσιο Δελτίο 2006

βασιζόμενα στους μηχανισμούς της αγοράς, και ήταν σε θέση να αντιδρά έγκαιρα και αποτελεσματικά στις μεταβολές των οικονομικών συνθηκών.¹⁹⁷

Οι εποπτικές αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος επίσης έχουν σημαντικά διαφοροποιηθεί. Ενώ προηγουμένως η Τράπεζα μεριμνούσε κυρίως για την τήρηση των πιστωτικών και συναλλαγματικών κανόνων, σήμερα παρακολουθεί και αξιολογεί την ποιότητα του χαρτοφυλακίου, των δανείων και των άλλων τοποθετήσεων των τραπεζών, τη φερεγγυότητα και την εν γένει κεφαλαιακή τους επάρκεια.¹⁹⁸

Η Τράπεζα της Ελλάδος ανήκει πλέον στην ευρύτερη οικογένεια του Ευρωσυστήματος και εξακολουθεί να επιτελεί σπουδαιότατες λειτουργίες. Είναι αναπόσπαστο μέλος του Ευρωσυστήματος, που απαρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες της ζώνης του ευρώ. Ο Διοικητής της Τράπεζας μετέχει στο Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, το οποίο, μεταξύ άλλων, είναι υπεύθυνο για τη χάραξη της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ. Η Τράπεζα είναι αρμόδια για την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα και υπεύθυνη να διασφαλίζει την ομαλή λειτουργία του συστήματος πληρωμών, το οποίο τελεί υπό τη διαχείρισή της και είναι τμήμα του πανευρωπαϊκού συστήματος TARGET. Η Τράπεζα εξακολουθεί να είναι υπεύθυνη για την εποπτεία του τραπεζικού συστήματος και για τη διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Με το άνοιγμα των οικονομικών συνόρων στη ζώνη του ευρώ, οι λειτουργίες αυτές έχουν

¹⁹⁷ Το ΒΗΜΑ, 29/04/2000 , Σελ.: D12 Κωδικός άρθρου: B12919D121

¹⁹⁸ www.bankofgreece.gr Ετήσιο Δελτίο 2006

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

αποκτήσει ήδη μεγαλύτερη σημασία και αναμένεται περισσότερη τα προσεχή
έτη.¹⁹⁹

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

¹⁹⁹ www.ecb.gr Ετήσιο Δελτίο 2006

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

Η ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΩΣ ΜΕΣΟ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (HEDGING)

7.1 Ορισμός

Hedging είναι μια τεχνική αντιστάθμισης κινδύνου. Αποβλέπει στην κάλυψη ή τον περιορισμό του κινδύνου της αγοράς (market risk), του επιτοκιακού κινδύνου (interest rate risk) ή του συναλλαγματικού κινδύνου (currency risk). Εάν π.χ η κίνηση μιας τιμής θα προξενούσε ζημία, επιβάλλεται η αγορά ενός συμβολαίου option ή future που δίνει το ακριβώς αντίθετο αποτέλεσμα. Εάν μία άνοδος των επιτοκίων θα επιφέρει ζημίες, το αποτέλεσμα μπορεί να αντιστραφεί και ίσως οδηγήσει σε κέρδη με το κλείσιμο ενός interest rate option ή interest rate future.²⁰⁰

Hedging αποτελεί και η προθεσμιακή πώληση ενός νομίσματος για να μειωθεί ο συναλλαγματικός κίνδυνος που φέρει ένα ιδιοκτησιακό δικαίωμα επί ενός περιουσιακού στοιχείου που εκφράζεται στο νόμισμα αυτό όπως π.χ ένα εισαγόμενο αγαθό η τιμή του οποίου προβλέπεται να αυξηθεί στο μέλλον. Η χρονική περίοδος της σχετικής σύμβασης μπορεί να συμπίπτει με το χρόνο της αναμενόμενης ρευστοποίησης του περιουσιακού στοιχείου ή ενδέχεται να είναι διάρκειας τριών, έξη ή δώδεκα μηνών για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο για ένα περιουσιακό στοιχείο που αναμένεται να διακρατηθεί για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα οπότε εναπόκειται στη κρίση του δικαιούχου η επιλογή του

²⁰⁰ www.ine.otoe.gr/lexiko.pdf

κατάλληλου χρόνου ρευστοποίησης ή η ανανέωση της σύμβασης. Με το hedging ο κίνδυνος της αναληφθείσας θέσης ισούται με το μηδέν.²⁰¹

Hedging είναι η πρακτική ανάληψης μίας επένδυσης για προστασία από απώλειες άλλης επένδυσης, π.χ. ακάλυπτη πώληση για εξουδετέρωση προηγούμενης αγοράς ή προθεσμιακή αγορά για να ισοσκελιστεί προηγούμενη ακάλυπτη πώληση. Ενώ η αντισταθμιστική πρακτική μειώνει τους ενδεχόμενους κινδύνους, επίσης τείνει να μειώνει και τα ενδεχόμενα κέρδη.²⁰²

Dynamic hedging είναι η στρατηγική της ανάληψης μιας θέσης option της οποίας η αξία διαφέρει ανάλογα με τις αλλαγές της τιμής του υποκειμένου μέσου (underlying instrument) ούτως ώστε ένα κέρδος ή ζημία στην τιμή του υποκειμένου μέσου να αντισταθμίζεται πλήρως από μία ζημία ή από ένα κέρδος της θέσης option.²⁰³

Neutral hedging είναι η τεχνική που συνδυάζει ανάληψη θέσεων σε διάφορες επενδύσεις προκειμένου να εξασφαλισθεί μία απόδοση ελεύθερου κινδύνου ανεξάρτητα από την κίνηση των τιμών των υποκειμένων ομολόγων.

Hedge funds είναι κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου. Ο κίνδυνος που καλύπτεται μπορεί να προέρχεται από τη μεταβλητότητα των επιτοκίων, των τιμών συναλλάγματος, των τιμών των μετοχών, των ομολόγων και των εμπορευμάτων. Η κάλυψη πραγματοποιείται συνήθως με τη χρήση

²⁰¹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononagoron.pdf

²⁰² www.FXGreece.gr

²⁰³ www.ine.otoe.gr/lexiko.pdf

προθεσμιακών πράξεων ή χρηματοοικονομικών συμβολαίων futures και options.²⁰⁴

7.2. Χαρακτηριστικά

Τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου δεν διαθέτουν ίδια κεφάλαια. Οι άμεσοι επενδυτές (direct investors) τοποθετούν σε αυτά κεφάλαια μεταξύ 100.000 και 10.000.000 δολαρίων ΗΠΑ ή πάνω από 125.000 ευρώ. Οι διαχειριστές των εταιριών εισπράττουν συνήθως μια προμήθεια 1% έως 2% επί της αξίας του επενδύομένου κεφαλαίου και 15% έως 30% επί των καθαρών κερδών. Οι άμεσοι επενδυτές μπορούν, συνήθως, να αποσυρθούν μόνο μετά παρέλευση έτους από την πρώτη επένδυση και μετά μόνο μια φορά κάθε τρίμηνο. Το κεφάλαιο του επενδυτή κατατίθεται σε μία τράπεζα και χρησιμεύει σαν ασφάλεια για την ανάληψη ανοικτής θέσης 10 με 100 φορές μεγαλύτερης από το κεφάλαιο. Εάν για παράδειγμα οι τιμές των ομολόγων ανεβούν οι επενδυτές συσσωρεύουν τεράστια κέρδη. Εάν πέσουν πρέπει να ευρεθούν επί πλέον κεφάλαια ή να υποστούν ζημιά με την πώληση συμβολαίων futures.²⁰⁵

Στα κεφάλαια αντιστάθμισης του κινδύνου προσέφευγαν αρχικά μόνο άμεσοι επενδυτές δηλαδή μεγάλα επενδυτικά σχήματα που αναλάμβαναν σημαντικό κίνδυνο με τις τοποθετήσεις τους. Σήμερα, έχει διευρυνθεί ο κύκλος των πελατών τους με κυριότερη παρουσία τους θεσμικούς επενδυτές (επενδυτικές τράπεζες, επενδυτικές εταιρίες, αμοιβαία κεφάλαια, διαμεσολαβητές της

²⁰⁴ www.ine.otoc.gr/lexiko.pfd

²⁰⁵ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononikonagoron.pdf

αγοράς (brokers), ασφαλιστικές εταιρίες και συνταξιοδοτικά ταμεία). Επίσης, επί μέρους επενδυτές μπορούν να συμμετάσχουν, αλλά λόγω του υψηλού ποσού αρχικής συμμετοχής, μόνο έμμεσα (indirect investors). Οι έμμεσοι επενδυτές συμμετέχουν μέσω τρίτων (των θεσμικών επενδυτών και κύρια των ταμείων κοινωνικής ασφάλισης και των Funds of funds δηλαδή των αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια). Η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών ανερχόταν το 2005 στο 18% των κεφαλαίων των hedge funds ενώ το 2007 εκτιμάται ότι ανέρχεται στο 30%. Στο ίδιο ποσοστό (30%) εκτιμάται ότι ανέρχεται η συμμετοχή των έμμεσων επενδυτών.²⁰⁶

Τα hedge funds ταυτίστηκαν με την αχαλίνωτη κερδοσκοπία στις δεκαετίες του 80 και του 90.²⁰⁷

- Το μεγαλύτερο ήταν το **Soros Fund** που συστάθηκε το 1973 από τον Τζώρτζ Σόρος και τον Τζιμ Ρότζερς και στα δέκα πρώτα χρόνια της λειτουργίας του είχε απόδοση 4.000%. Το 1979 μετονομάστηκε σε Quantum Fund ενώ το 1980 αποχώρησε ο Τζιμ Ρότζερς. Στη συνέχεια, ο Σόρος ισχυριζόταν ότι απέδιδε στους πελάτες του ετήσια κέρδη 35%. Το 1992 κέρδισε 1 δισεκ. δολάρια ΗΠΑ με πώληση λιρών Αγγλίας με αποτέλεσμα την υποτίμηση του ανωτέρω νομίσματος και την έξοδό του από το ΜΣΙ. Όμως την 14.2.94 το Quantum Fund έχασε 600 εκατομ. δολάρια ΗΠΑ διότι ατύχησε στο στοίχημα της πτώσης του γιεν έναντι του δολαρίου ενώ τελικά το γιεν ανατιμήθηκε.

- Μεγαλύτερη καταστροφή υπέστη το **Long-Term Capital Management (LTCM)** το 1998. Το LTCM ιδρύθηκε το 1994 από τον Τζον Μεριγουέδερ που

²⁰⁶ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikononikonagoron.pdf

²⁰⁷ www.ine.otoe.gr/lexiko.pdf

ήταν πριν treasurer στη Salomon Brothers και αριστοτέχνης στις πράξεις hedging. Πλαισιώθηκε στο Δ.Σ. από ικανά στελέχη όπως ο πρώην Υποδιοικητής της FED Ντέιβιντ Μάλινς και οι νομπελίστες Μάριον Σκόουλις και Ρόμπερτ Μέρτον. Το LTCM είχε αποδεχθεί ένα μεγάλο στοίχημα ότι το spread μεταξύ των ομολόγων του θησαυροφυλακίου των ΗΠΑ και των εταιρικών ομολόγων των ΗΠΑ θα σμίκρυνε. Διέθεσε 120 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ για την αγορά εταιρικών ομολόγων με χρηματοδότηση από τη βραχυχρόνια πώληση ενός ισοδύναμου ποσού από ομόλογα του θησαυροφυλακίου των ΗΠΑ μέσω της αγοράς repos. Το στοίχημα στηρίχθηκε σε κεφάλαια επενδυτών ύψους 2,3 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Αλλά η κρίση στη Ρωσία οδήγησε σε άνοδο των τιμών των κρατικών ομολόγων και σε ελεύθερη πτώση των ιδιωτικών εταιρικών ομολόγων. Έχασε 4 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ, κατέρρευσε και τελικά διεσώθη μετά από πρωτοβουλία της FED και παρέμβαση των 14 πιστωτριών τραπεζών. Τη διοίκησή του ανέλαβε εποπτική αρχή από 6 πιστώτριες τράπεζες μεταξύ των οποίων η Merrill Lynch, η Goldman Sachs και η J.P. Morgan. Σύμφωνα με το Ιαπωνικό Κέντρο Διεθνούς Χρηματοοικονομικής (JCIF) τα hedge funds είχαν συνολικά απώλειες στη διάρκεια του 1998 32,4 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ.

- Το Μάρτιο του 2000 κατέρρευσε το δεύτερο μεγαλύτερο hedge fund του κόσμου, το **Tiger Management** και ένας από τους βασικότερους λόγους ήταν η μεγάλη πτώση του δείκτη μετοχών εταιριών υψηλής τεχνολογίας NASDAQ. Τα περιουσιακά στοιχεία των έξι hedge funds του Tiger ρευστοποιήθηκαν και το 75% αυτών - περίπου 6 δισεκατομμύρια δολάρια - διατέθηκαν για την αποζημίωση των επενδυτών. Οι αποδόσεις του Tiger ανήρχοντο το χρονικό διάστημα 1980-1999 σε 26% και υπό την καθοδήγηση του Τζούλιαν

Ρόμπερτσον ήταν από τα πιο κερδοφόρα του υ954 κόσμου. Ο τελευταίος δήλωσε ότι αποσύρεται αφού οι αγορές δεν υπακούν πλέον στους οικονομικούς νόμους.

- Την 30.9.2006, το hedge fund **Amaranth Advisors LLC** με έδρα το Κονέκτικατ των ΗΠΑ ανακοίνωσε ότι παύει τις εργασίες του και αναστέλλει τις αποπληρωμές του για την περίοδο από 30.9 μέχρι 31.10.2006. Η κατάρρευση του Amaranth, το οποίο είχε κερδίσει 1,26 δισεκατομμύρια δολάρια το 2005 και 2,17 δισεκατομμύρια δολάρια το 2006 μέχρι τον Αύγουστο, οφείλεται σε ζημία το Σεπτέμβριο από τις κινήσεις ενός μόνο διαπραγματευτή, του Μπράϊαν Χάντερ που του είχε επιτραπεί να εργάζεται από την οικία του στο Κάλγκαρυ του Καναδά. Ο Χάντερ στοιχημάτισε στην άνοδο των τιμών του φυσικού αερίου. Η τιμή του προϊόντος αυτού έπεσε και η εταιρία έχασε περίπου 5 δισεκατομμύρια δολάρια.

- ▶ Ο κύκλος εργασιών των εταιριών αυτών ανερχόταν το 2000 σε 490 δισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ και το ενεργητικό τους σε 450 δισεκατομμύρια δολάρια. Στις αρχές του 2007 λειτουργούσαν σε παγκόσμιο επίπεδο 8.000 hedge funds με συνολικό κύκλο εργασιών 1,5 τρισεκατομμύρια δολάρια. Από αυτόν, 1 τρισεκατομμύριο ανήκε σε εταιρίες των ΗΠΑ, 255,5 δισεκατομμύρια στο Ηνωμένο Βασίλειο, 16,8 δισεκατομμύρια στη Γαλλία και 115 δισεκατομμύρια στις ασιατικές αγορές. Στην Ελλάδα, σύμφωνα με εκτιμήσεις στελεχών των hedge funds, το επενδυμένο ενεργητικό τους ανερχόταν σε 7 δισεκατομμύρια ευρώ.

- ▶ Την 2.6.2006, η ΕΚΤ παρουσίασε μελέτη για το Hending στην οποία εξέφρασε την έντονη ανησυχία της για τη σταθερότητα των διεθνών αγορών από την ανεξέλεγκτη και κερδοσκοπική δράση αυτών. Επικαλούμενη το

ανωτέρω παράδειγμα του LTCM τόνισε ότι οι κίνδυνοι κατάρρευσης έχουν αυξηθεί από το 1998 με δεδομένο την εντυπωσιακή άνοδο του κύκλου εργασιών των εταιριών αυτών. Ο Αντιπρόεδρος της ΕΚΤ Λουκάς Παπαδήμος έφθασε στο σημείο να παρομοιάσει τον κίνδυνο κατάρρευσης ενός ή περισσότερων hedge funds με την απειλή από μια πανδημία της γρίπης των πτηνών.²⁰⁸

Οι κίνδυνοι μετριάζονται από την έλλειψη δυνατότητας των επενδυτών να αποσυρθούν πριν από ένα χρόνο και σε ορισμένες περιπτώσεις πριν από δύο χρόνια από την αρχική κατάθεση, από την απαίτηση των prime brokers έναντι των hedge funds να καταθέτουν εγγυήσεις ή περιθώρια, από την υποχρέωση των δανειστριών τραπεζών να τηρούν αποτελεσματικά συστήματα ελέγχου των κινδύνων και από την τακτική των εποπτικών αρχών να ασκούν πιέσεις ώστε ο ανταγωνισμός μεταξύ των prime brokers για την κατάκτηση της πελατείας των hedge funds να μην οδηγεί σε χαλάρωση της πολιτικής ελέγχου των κινδύνων. Καταβάλλεται επίσης προσπάθεια από τις ρυθμιστικές αρχές όπως: α) βελτιωθεί η διαθέσιμη πληροφόρηση για τις αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται τα κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου και β) να γίνουν αποδεκτές διαδικασίες που στοχεύουν στην απόκτηση πληροφόρησης και εμπειρίας για τη διαχείριση των κινδύνων που προκύπτουν από τη δράση αυτών των κεφαλαίων.

²⁰⁸ www.euro2day.gr Πώς να επενδύσετε σε hedge fund από την Ελλάδα, 10/32006

7.3. Τρόποι αντιμετώπισης κινδύνου

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος προκύπτει από την πιθανότητα μεταβολής στην αξία στοιχείων του ενεργητικού και των υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα, προερχόμενη από μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος αυτού σε σχέση με το εγχώριο νόμισμα

$$(ΚΣΘ)_i = (\Xi.N.Ενεργητικού - \Xi.N.Υποχρεώσεων)_i + (\Xi.N.αγορασθέν - \Xi.N.πωληθέν)_i$$

όπου i : το νόμισμα της χώρας i

Το κέρδος ή η ζημιά από τις συναλλαγές σε ξένο νόμισμα, είναι συνάρτηση της καθαρής θέσης (θετικής-αρνητικής) στο νόμισμα αυτό και των μεταβολών στη συναλλαγματική ισοτιμία ($\Sigma.I. =$ Αξία μιας νομισματικής μονάδας του νομίσματος i σε εγχώριο νόμισμα). [Κέρδος ή Ζημιά] = + $(ΚΣΘ)_i \times \Delta(\Sigma.I.)$ ²⁰⁹

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος αφορά στις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών των νομισμάτων οι οποίες οδηγούν σε κέρδη ή ζημιές (π.χ. όταν αναμένεται να πραγματοποιηθούν πληρωμές ή εισπράξεις σε ξένο νόμισμα, ή όταν αποτιμάται η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου που έχει αποκτηθεί σε ξένο νόμισμα).²¹⁰

Για παράδειγμα ένας αμερικανός επενδυτής που αγοράζει ένα ομόλογο αργεντινής θα μπορούσε να αντισταθμίσει τον κίνδυνο υποτίμησης του πέσο Αργεντινής (ARS) πουλώντας προθεσμιακά ARS. Εάν το ARS υποτιμηθεί (ανατιμηθεί), θα έχει σαν συνέπεια μια μείωση (αύξηση) της δολαριακής αξίας του ομολόγου. Όμως αυτή η μείωση (αύξηση) θα αντισταθμίζεται από ένα

²⁰⁹ www.eap.gr/programmes/deo/deo41/docs/PowerPointSlidesDEO-41.ppt, διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου

²¹⁰ www.grant-thornton.gr, Εργαλεία διαχείρισης ρίσκου με έμφαση στο συναλλαγματικό κίνδυνο

αντίστοιχο κέρδος (ζημία) που θα προκύψει από την προθεσμιακή πώληση του πέσο Αργεντινής. Οι αντισταθμίσεις είναι συμμετρικές ως προς τις συναλλαγματικές μεταβολές.

Τα προγράμματα αντιστάθμισης επιδιώκουν να ελαττώσουν ή να εξουδετερώσουν τον κίνδυνο που προκύπτει από μια θέση εκπεφρασμένη σε ξένο νόμισμα. Τρόποι αντιμετώπισης - κάλυψης:²¹¹

1. προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος
2. παράγωγα στην αγορά συναλλάγματος:
3. συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures), δικαιώματα (options), ταυτόχρονες διπτές συναλλαγές (swaps).

1. Προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος²¹²

Η προθεσμιακή αγορά δημιουργήθηκε για να μπορεί κάποιος να "κλειδώνει" την τιμή μιας μελλοντικής συναλλαγής του. Απαραίτητο τόσο για την αγορά συναλλάγματος όσο και για αυτή των εμπορευμάτων. Έτσι για παράδειγμα κάποιος που θέλει να αγοράσει 500 βαρέλια πετρέλαιο σε τρεις μήνες από σήμερα απευθύνεται στην προθεσμιακή αγορά του πετρελαίου και συμφωνεί από τώρα με τον προμηθευτή-πωλητή την τιμή που θα γίνει αυτή ή συναλλαγή. Έτσι αγοράζει ένα προθεσμιακό συμβόλαιο πετρελαίου (500 βαρελιών) με λήξη σε τρεις μήνες. Αυτό πρακτικά εξασφαλίζει και τα δυο συναλλασσόμενα μέρη από τυχόν μεταβολές στην τιμή του πετρελαίου. Αν η τιμή που θα συμφωνήσουν αγοραστής και πωλητής είναι μεγαλύτερη από την

²¹¹ www.econ.uoa.gr Αγορά συναλλάγματος και συναλλαγματική ισοτιμία (κεφ. 13).

²¹² www.kossax.capitalblogs.gr, Κυριακή 4 Οκτωβρίου 2007

τρέχουσα τιμή, τότε το συμβόλαιο πωλείται με **premium**. Αν αντίθετα η τιμή είναι μικρότερη της τρέχουσας τότε λέμε πως πωλείται με **discount**. (την διαφορά δηλαδή μεταξύ της θεωρητικής τιμής που θα επρεπε να πωληθεί και αυτής του συμβολαίου)

2. Παράγωγα²¹³

Όπως ορίζει και η ονομασία τους, τα παράγωγα, είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα των οποίων η τιμή παράγεται/προκύπτει (derived) από την τιμή των προϊόντων (χρηματοοικονομικών ή μη) στα οποία βασίζονται (υποκείμενα προϊόντα, underlying instruments).

Για παράδειγμα, το Σ.Μ.Ε. του δείκτη FTSE έχει απόλυτη συσχέτιση με την πορεία του ίδιου του δείκτη FTSE. Αν και κατά την διάρκεια ζωής (σημείωση: τα παράγωγα προϊόντα έχουν προκαθορισμένη διάρκεια ζωής) του Σ.Μ.Ε. ενδέχεται η τιμή του να παρεκκλίνει από την τιμή του FTSE, στην λήξη/εξάσκηση του η τιμή του θα ισούται με αυτήν του υποκείμενου δείκτη.

Είναι λοιπόν ξεκάθαρο πως υπάρχει μια απόλυτη συσχέτιση ανάμεσα στο κάθε υποκείμενο προϊόν και στα παράγωγα του. Αυτή ακριβώς η συσχέτιση/αλληλεπίδραση είναι που κάνει τα παράγωγα χρήσιμα για την ομαλή λειτουργία των χρηματαγορών.

Ο σκοπός της δημιουργίας των παράγωγων προϊόντων δεν ήταν άλλος από την διασφάλιση ή την αντιστάθμιση των κινδύνων (hedging) που προέρχονται από οποιοδήποτε είδους χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Σκεφτείτε τις πράξεις επί παραγώγων που αποσκοπούν στην αντιστάθμιση κάποιου

²¹³ www.allaboutdex.gr Σάββατο 1 Φεβρουαρίου 2003

κινδύνου, σαν το ασφάλιστρο που πληρώνετε για το αυτοκίνητο σας, ή για το σπίτι σας. Αν δεν χρειαστεί να απαιτήσετε κάποια αποζημίωση από την ασφαλιστική σας εταιρία, το ποσό που πληρώσατε (δηλαδή το ασφάλιστρο) χάνεται. Η πιθανότητα όμως να συμβεί κάτι στο αυτοκίνητο ή στο σπίτι σας (δηλαδή στο κεφάλαιο σας), σας οδηγεί στην ανανέωση της ασφάλισής του.

3. Futures, Options, Swaps

- με Forward Contracts²¹⁴

Τα Forward rate Agreements είναι εργαλεία τα οποία επιτρέπουν στους επενδυτές να κλείσουν μια συγκεκριμένη ισοτιμία σε μελλοντικό χρόνο για την πραγματοποίηση κάποιας συναλλαγής, ενώ τα Forward Exchange Contracts επιτρέπουν στους επενδυτές να κλείσουν την ισοτιμία για συγκεκριμένο ποσό συναλλαγής σε κάποια μελλοντική χρονική στιγμή. Τα Forward Contracts είναι συναλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ δύο μερών σε μία μη οργανωμένη αγορά και ως εκ τούτου φέρουν τον κίνδυνο της έλλειψης φερρεγγυότητας του αντισυμβαλλόμενου μέρους.

- με Future Contracts²¹⁵

Αποτελούν συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης μιας συναλλαγής. Τα συμβόλαια αυτά έχουν συνήθως συγκεκριμένο μέγεθος και γίνονται σε συγκεκριμένα νομίσματα. Τα συμβόλαια αυτά προτιμώνται γιατί δεν έχουν premium και είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά. Ωστόσο, λόγω του συγκεκριμένου μεγέθους τους και του περιορισμού των νομισμάτων δεν επιτρέπουν πάντα την πλήρη αντιστάθμιση κινδύνου με αποτέλεσμα οι

²¹⁴ www.grant-thornton.gr, Εργαλεία διαχείρισης ρίσκου με έμφαση στο συναλλαγματικό κίνδυνο

²¹⁵ www.grant-thornton.gr, Εργαλεία διαχείρισης ρίσκου με έμφαση στο συναλλαγματικό κίνδυνο

επενδυτές να είναι είτε σε κατάσταση υπεραντιστάθμισης, είτε υποαντιστάθμισης.

- Swaps ²¹⁶

Το swap είναι μια συμφωνία μεταξύ δυο πλευρών να ανταλλάξουν ένα παρόμοιο αγαθό ή υποχρέωση ίσης χρηματικής αξίας σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Συμμετέχοντας στην ανταλλαγή αυτή τα δυο συμβαλλόμενα μέρη έχουν πιο συμφέροντες όρους απ' ότι αν δεν συμμετείχαν. Είναι μια εξειδικευμένη συμφωνία ανταλλαγής μεταξύ δυο μερών που συνήθως αφορά παράγωγα προϊόντα. Διακινούνται εκτός χρηματιστηρίων παραγώγων, αλλά χρησιμοποιούνται αρκετά στις τράπεζες. ²¹⁷

Με τα προϊόντα αυτά, γίνονται αλλαγές νομισμάτων και επιτοκίων. Με swap π.χ. ανταλλάσσει τα χρήματα του ένας ξένος επενδυτής για να πάρει δραχμές και να αγοράσει μετοχές του Χ.Α.Α.

- Options ²¹⁸

Ένα option είναι μια συμφωνία με την οποία κάποιος έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει(Call) ή να πουλήσει(Put) ένα αγαθό, (νόμισμα, μετοχές κτλ.) έως μια προκαθορισμένη ημερομηνία σε μια συγκεκριμένη τιμή. Επειδή το option δίνει τη δυνατότητα σε κάποιον να μην το εξασκήσει ο αγοραστής πληρώνει στον πωλητή μια επιπλέον τιμή που λέγεται premium.

²¹⁶ www.grant-thornton.gr, Εργαλεία διαχείρισης ρίσκου με έμφαση στο συναλλαγματικό κίνδυνο

²¹⁷ Βασίλης Τσάγρης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Διοικητικής Επιστήμης και τεχνολογίας, «Χρηματοοικονομική Μηχανική και εφαρμογές της»

²¹⁸ Βασίλης Τσάγρης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Διοικητικής Επιστήμης και τεχνολογίας, «Χρηματοοικονομική Μηχανική και εφαρμογές της»

Παράδειγμα: θέση αγοράς δικαιώματος πώλησης (long put)²¹⁹

Έστω ότι το δικαίωμα πώλησης κοστίζει 600€, περιλαμβάνει 100 μετοχές και η συμφωνηθείσα τιμή εξάσκησης του είναι 50€. Οι μετοχές τιμώνται στα 47€ αλλά ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου αναμένει πτώση της τιμής και αγοράζει είκοσι(20) δικαιώματα πώλησης με τιμή εξάσκησης 50€ και με τίμημα δικαιώματος 6€ ανά μετοχή. Συνεπώς δικαιούται πλέον να πουλήσει 2.000 κομμάτια της συγκεκριμένης μετοχής (20 συμβόλαια*100 μετοχές ανά συμβόλαιο) στα 50€ την μια. Το συνολικό του κόστος ανέρχεται στα 12.000€ (20 συμβόλαια*100 μετοχές ανά συμβόλαιο*6 €). Αν η τιμή της μετοχής μειωθεί π.χ. στα 35€ ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης θα εξασκήσει το δικαίωμα του και θα αγοράσει τις μετοχές στα 35 € στο Χ.Α.Α., ενώ αμέσως θα τις πουλήσει στον πωλητή του δικαιώματος στα 50€. Εφόσον έχει αρχικά πληρώσει το τίμημα δικαιώματος των έξι € ανά μετοχή, το κέρδος του θα είναι $50-35-6=9$ € ανά μετοχή. Το συνολικό κέρδος θα είναι 18.000€ (20 συμβόλαια*100 μετοχές ανά συμβόλαιο*9 €).

7.4. Παραδείγματα

Παράδειγμα 1:

Είναι Ιανουάριος 2001. Ένας Αμερικανός επενδυτής σκέφτεται να αγοράσει ένα ARS 100 ομόλογο. Τον Ιανουάριο του 2001 η συναλλαγματική ισοτιμία είναι $S_{01}=1$ ARS/USD. Το ARS 100 ομόλογο έχει μία απόδοση 10% σε ARS.

²¹⁹ Βασίλης Τσάγρης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Διοικητικής Επιστήμης και τεχνολογίας, «Χρηματοοικονομική Μηχανική και εφαρμογές της»

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Δηλαδή, εάν τον Ιανουάριο 2001 επενδύσει USD 100 στο ομόλογο, θα λάβει 110 ARS τον Ιανουάριο 2002. Όμως ο αμερικάνος επενδυτής δεν ενδιαφέρεται για αποδόσεις σε ARS αλλά για αποδόσεις σε USD. Επομένως αντιμετωπίζει συναλλαγματικό κίνδυνο: η USD αξία της ARS επένδυσης του τον Ιανουάριο 2002 είναι αβέβαιη, αφού η ισοτιμία S_{02} μεταξύ USD και ARS το 2002 είναι άγνωστη. Σκέφτεται να χρησιμοποιήσει προθεσμιακά συμβόλαια συναλλάγματος και συναλλαγματικά δικαιώματα ώστε να μειώσει το συναλλαγματικό κίνδυνο.

A. Αντιστάθμιση με Προθεσμιακά Συμβόλαια

Ας υποθέσουμε ότι ο αμερικανός επενδυτής αποφασίζει να αγοράσει το ομόλογο Αργεντινής και ταυτόχρονα πουλάει προθεσμιακά 110 ARS(αγοράζει USD) σε μια Τράπεζα της Αργεντινής. Το προθεσμιακό συμβόλαιο ενός έτους διαπραγματεύεται στο 1,02 ARS/USD

Η αντισταθμισμένη δολαριακή απόδοση αυτής της επένδυσης είναι:

$$(110/1,02)-100=\text{USD } 7,84$$

Αυτή η απόδοση είναι γνωστή από τον Ιανουάριο 2001 ανεξάρτητα από την ισοτιμία που θα ισχύει τον Ιανουάριο 2002)

Τώρα, ας υποθέσουμε ότι ο επενδυτής δεν αντισταθμίζει και ότι έχουμε μια υποτίμηση του ARS κατά 10%, δηλαδή, $S_{02} = 1,10$ ARS/USD. Η μη αντισταθμισμένη απόδοση σε USD είναι $(110/1,10)-100=0$

B. Αντιστάθμιση με Δικαιώματα (Ασφάλιση)

Ας υποθέσουμε ότι τον Ιανουάριο 2001 ο ίδιος επενδυτής αποφασίζει να αγοράσει το ARS 100 ομόλογο, αλλά προτιμά να μην χρησιμοποιήσει

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

προθεσμιακά συμβόλαια. Αντί γι' αυτό, αγοράζει ένα δικαίωμα ARS-put/USD-call που του δίνει το δικαίωμα να πουλήσει 110 ARS, σε τιμή εξάσκησης 1,04 ARS/USD. Το συνολικό ασφάλιστρο για αυτό το δικαίωμα έστω ότι είναι 1 ARS.

Η ελάχιστη (εφόσον ασκήσει το δικαίωμα απόδοση) είναι
 $(110/1,04)-100-1=4,76$ USD

Επομένως η ελάχιστη απόδοση είναι γνωστή τον Ιανουάριο του 2001 ανεξάρτητα από την spot ισοτιμία που θα ισχύει τον Ιανουάριο 2002

Εάν $S_{02} = 1,10$ ARS/USD ο επενδυτής θα ασκήσει το δικαίωμα και θα έχει μια απόδοση 4,76 USD

Εάν $S_{02} = 1,00$ ARS/USD (δεν έγινε υποτίμηση) ο επενδυτής δεν θα ασκήσει το δικαίωμα του και θα έχει μία απόδοση $(110/1,00)-100-1=9$ USD

Το προηγούμενο παράδειγμα δείχνει τον κίνδυνο που δημιουργείται από μία ανοικτή θέση εκπεφρασμένη σε ξένο νόμισμα. Εάν το ARS ανατιμηθεί, ο επενδυτής θα τα πάει πολύ καλά. Όμως εάν το ARS υποτιμηθεί, ο επενδυτής μπορεί να υποστεί σημαντικές ζημιές. Λόγω του συναλλαγματικού κινδύνου, οι περισσότερες Τράπεζες θέτουν όρια θέσεων, που είναι το μέγιστο συναλλαγματικό άνοιγμα που μπορεί να έχει ένας trader σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή.

Παράδειγμα 2²²⁰

Η εταιρεία Group AE είναι μια ελληνική εταιρεία η οποία θέλει να επενδύσει σε μια εταιρεία στην ΠΓΔΜ. Το ποσό της επένδυσης σε MKD, ανέρχεται σε 30εκ.

Τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας προ της επένδυσης έουν ως εξής:

²²⁰ www.grant-thornton.gr, Εργαλεία διαχείρισης ρίσκου με έμφαση στο συναλλαγματικό κίνδυνο

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Πάγια	9.000.000	Καθαρή θέση	11.350.000
Πελάτες	600.000	Υποχρεώσεις (μακρ)	0
Διαθεσιμα	2.500.000	Υποχρεώσεις (βραχ)	750.000

Ο οικονομικός διευθυντής προτείνει στην διοίκηση της εταιρείας να χρηματοδοτηθεί η επένδυση από ισόποσο μακροπρόθεσμο δάνειο, ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος απαξίωσης της επένδυσης από τις μεταβολές της ισοτιμίας. Κατά την εξαγορά η ισοτιμία €/MKD ανέρχεται σε 15. Μετά την πρόταση αυτή έχουμε τα εξής

Πάγια	11.000.000	Καθαρή θέση	11.350.000
Πελάτες	600.000	Υποχρεώσεις (μακρ)	2.000.000
Διαθεσιμα	2.500.000	Υποχρεώσεις (βραχ)	750.000

Αν υποθέσουμε ότι η ισοτιμία μεταβάλλεται και ανέρχεται σε 17, τότε η επένδυση έχει απαξιωθεί κατά €235.294,12 αλλά παράλληλα το ίδιο έχει συμβεί και στην αξία του δανείου. Οπότε δεν υφίσταται επίδραση στην καθαρή περιουσία της εταιρείας. Αντίθετα, αν η επένδυση είχε χρηματοδοτηθεί από τα διαθέσιμα της εταιρείας τότε θα είχαμε

Κατά την εξαγορά			
Πάγια	11.000.000	Καθαρή θέση	11.350.000
Πελάτες	600.000	Υποχρεώσεις (μακρ)	0
Διαθεσιμα	500.000	Υποχρεώσεις (βραχ)	750.000
Μετά την μεταβολή της ισοτιμίας			
Πάγια	10.764.705,88	Καθαρή θέση	11.114.705,88
Πελάτες	600.000	Υποχρεώσεις (μακρ)	0
Διαθεσιμα	500.000	Υποχρεώσεις (βραχ)	750.000

Παράδειγμα 3²²¹

Μια εταιρεία συνάπτει δάνειο ύψους \$1εκ. με σταθερό επιτόκιο 4%. Έστω ότι συνάπτει ένα swap προκειμένου να μετατρέψει το δάνειο σε € και να αποπληρώσει το κεφάλαιο πλέον τόκων, οι οποίοι υπολογίζονται στην βάση euibor πλέον 1,5% spread. Ο υπολογισμός των τόκων για τον σκοπό του παραδείγματος γίνεται στο υπόλοιπο του κεφαλαίου κάθε φορά, ενώ η αποπληρωμή είναι δεκαετής. Η ισοτιμία \$/€την στιγμή που έγινε το swap ήταν 0,9. Στον πίνακα φαίνεται ότι όταν το κυμαινόμενο επιτόκιο ανέρχεται πάνω από 4% και η ισοτιμία πάνω από 0,9% η εταιρεία ζημιώνεται από το swap, ενώ για ισοτιμίες κάτω από 0,9 και επιτόκιο κάτω από 4% η εταιρεία κερδίζει. Ανάλογα λοιπόν με τις μεταβολές επιτοκίων και ισοτιμίας η εταιρεία επιτυγχάνει μια συνολική αντιστάθμιση του κινδύνου της

\$1.000.000 (δάνειο)			€900.000 swap						
Κεφάλαιο	Τόκος	Σύνολο	Κυμ. Επιτ. %	Κεφάλαιο	Τόκος	Σύνολο	\$/€	Σύνολο σε \$	Διαφορά από αντιστάθμισι
100.000	40.000	140.000	4,3	90.000	38.700	128.700	0,91	141.428,57	-1.428,57
100.000	36.000	136.000	4,5	90.000	36.450	126.450	0,91	138.956,04	-2.956,04
100.000	32.000	132.000	3,89	90.000	28.008	118.008	0,91	129.679,12	2.320,88
100.000	28.000	128.000	3,92	90.000	24.696	114.696	0,91	126.039,56	1.960,44
100.000	24.000	124.000	4,00	90.000	21.600	111.600	0,9	124.000	0,00
100.000	20.000	120.000	3,70	90.000	16.650	106.650	0,89	120.508,47	-508,47
100.000	16.000	116.000	3,30	90.000	11.880	101.880	0,89	115.118,64	-881,26
100.000	12.000	112.000	3,00	90.000	8.100	98.100	0,89	110.847,46	1.152,54
100.000	8.000	108.000	3,92	90.000	7.056	97.056	0,89	109.667,80	-1.667,80
100.000	4.000	104.000	3,93	90.000	3.537	93.537	0,89	15.691,53	-1.691,53
Συνολική αποπληρωμή		1.220.000		Συνολική αποπληρωμή				1.221.937,20	-1.937,20

²²¹ www.grant-thornton.gr, εργαλεία διαχείρισης ρίσκου με έμφαση στον συναλλαγματικό κίνδυνο.

Παράδειγμα 4 (παραγωγή)²²²

Ας πάρουμε για παράδειγμα μια σοκολατοποιία. Καθώς οποιαδήποτε αύξηση της τιμής του κακάο επηρεάζει τα κέρδη της επιχείρησης, είναι λογικό ο ιδιοκτήτης της ο κ. Σοκολάτας, να θέλει να εξασφαλίσει την τιμή που θα πληρώσει για αυτό από τώρα. Ας υποθέσουμε ότι είναι Ιανουάριος και η τιμή του κακάο είναι αρκετά χαμηλή (€ 2.60), αλλά ο κ. Σοκολάτας φοβάται πως μπορεί να αυξηθεί σημαντικά τους επόμενους μήνες. Πληρώνοντας το χρηματικό ποσό (premium) των, για παράδειγμα € 1,000, ο κ. Σοκολάτας αγοράζει τόσα δικαιώματα αγοράς (call options), όσα του δίνουν το δικαίωμα να αγοράσει την απαραίτητη ποσότητα κακάο στην (υποθετική) τιμή των € 2.80 το κιλό, μετά από 3 μήνες (πριν την πασχαλινή περίοδο). Σκεφτείτε το premium σαν το ασφάλιστρο που πληρώνουμε στον αντισυμβαλλόμενο που θέλησε να μας πουλήσει το εν λόγω δικαίωμα προκειμένου να ασφαλιστούμε κατά την τυχόν αύξηση της τιμής του κακάο πάνω από τα € 2.80 το κιλό.

Εάν η τιμή του κακάο παραμείνει ή πέσει κάτω από τα € 2.80, ο κ. Σοκολάτας θα αφήσει τα συμβόλαια να λήξουν χωρίς να τα εξασκήσει αφού θα προτιμήσει να αγοράσει το κακάο στην φθηνότερη τρέχουσα τιμή, χάνοντας τα € 1,000 του premium που πλήρωσε για τα δικαιώματα (δηλαδή το ασφάλιστρο). Στην περίπτωση που η τιμή ανέβει πάνω από τα € 2.80, ο κ. Σοκολάτας θα εξασκήσει τα δικαιώματα αγοράς και θα αγοράσει από τον πωλητή των δικαιωμάτων το κακάο, στην προσυμφωνημένη τιμή των € 2.80 το κιλό.

²²² www.allaboutade.gr Σάββατο 1 Φεβρουαρίου 2003

Συμπερασματικά, η μέγιστη ζημιά για τον κ. Σοκολάτα (ανεξάρτητα από την τιμή του κακάο) θα ανέλθει στα € 1,000, δηλαδή στο ποσό που πλήρωσε (premium) προκειμένου να εξασφαλιστεί από τον κίνδυνο ανόδου της τιμής του κακάο. Για τον πωλητή των δικαιωμάτων, τα € 1,000 αντιπροσωπεύουν το μέγιστο κέρδος του.

Παρομοίως, αν έχουμε στην κατοχή μας ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών αξίας € 30,000 και φοβόμαστε πως η αγορά θα υποχωρήσει (και κατά συνέπεια η αξία του χαρτοφυλακίου μας θα μειωθεί) μπορούμε να πάρουμε μια αντίθετη θέση στην αγορά παραγώγων προκειμένου να αντισταθμίσουμε τον κίνδυνο πτώσης των τιμών. Για παράδειγμα, καθώς έχουμε αγοράσει μετοχές, θα πουλήσουμε (δηλαδή θα πάρουμε την αντίθετη θέση) τόσα Σ.Μ.Ε. όσα αντιπροσωπεύει η αξία του χαρτοφυλακίου μας (για τον ακριβή υπολογισμό του απαιτούμενου αριθμού συμβολαίων, δείτε την σελίδα "Υπολογισμοί Σ.Μ.Ε."). Έχοντας αυτές τις δυο αντίθετες θέσεις, εξασφαλίζουμε την αξία του χαρτοφυλακίου μας καθώς σε πιθανή πτώση των τιμών θα χάσουμε από τις μετοχές αλλά θα κερδίσουμε από τα Σ.Μ.Ε. , και σε πιθανή άνοδο των τιμών θα κερδίσουμε από τις μετοχές αλλά θα υποστούμε ζημιές από τα Σ.Μ.Ε.

Παράδειγμα 5²²³

Ας υποθέσουμε ότι η τιμή του πετρελαίου είναι σήμερα 90\$/βαρέλι. Ένα συμβόλαιο 3 μηνών διαπραγματεύεται στα 95\$/βαρέλι. Τα 5\$ είναι το premium που πληρώνει ο αγοραστής. Αν αντίθετα το συμβόλαιο διαπραγματεύεται στα 85\$ (επειδή πιθανολογείται πτώση της τιμής του στο

²²³ www.kossax.capitalblogs.gr , Κυριακή 4 Οκτωβρίου 2007

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

άμεσο μέλλον) τότε λέμε ότι έχει discount 5\$. (Για λόγους απλοποίησης δεν υπολογίζω κόστος κεφαλαίου κ.λ.π)

Το ίδιο ισχύει στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος. Αν η ισοτιμία του δολαρίου έναντι του ευρώ είναι σήμερα στο 1,4500\$/€ (τιμή spot) η τιμή ενός προθεσμιακού συμβολαίου λήξεως σε τρεις μήνες μπορεί να είναι 1.4700\$/€ (Επειδή προβλέπεται να υποτιμηθεί κι' άλλο το δολάριο) Έχει δηλαδή premium 2 cents (ή 200 pips). Όσο πλησιάζει στην λήξη του το συμβόλαιο είναι λογικό το premium ή το discount που έχει (πολλές φορές οι τιμές εναλλάσσονται μεταξύ των δυο ανάλογα με την τάση στην αγορά) μειώνεται σταδιακά μέχρι την λήξη του όπου και μηδενίζεται. Στην λήξη του δηλαδή το συμβόλαιο έχει ίδια τιμή με την τρέχουσα (spot).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

Η SPOT ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

1.1. Ορισμός

Η αγορά συναλλάγματος για τις άμεσες συναλλαγές ονομάζεται τρέχουσα (spot). Είναι η αγορά στην οποία οι συναλλαγματικές πράξεις αφορούν τη μετατροπή ενός νομίσματος έναντι ενός άλλου σύμφωνα με τις τρέχουσες τιμές της αγοράς και ο διακανονισμός διεκπεραιώνεται δύο εργάσιμες ημέρες μετά τη συναλλαγή. Η αγορά και η πώληση συναλλάγματος εκ μέρους των πελατών γίνεται είτε γιατί έχουν υποχρέωση σε κάποιο νόμισμα είτε για κερδοσκοπικούς λόγους.²²⁴

Spot συναλλαγή τοις μετρητοίς είναι η συναλλαγή η οποία πραγματοποιείται άμεσα, αλλά τα κεφάλαια συνήθως αλλάζουν χέρια δύο ημέρες μετά την συμφωνία.²²⁵

Spot rates είναι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες για ανταλλαγή νομισμάτων “on the spot”, και Forward rates είναι συναλλαγματικές ισοτιμίες για ανταλλαγή νομισμάτων σε μελλοντική (“forward”) ημερομηνία (οποιαδήποτε ποσότητα).²²⁶

Το παρακάτω διάγραμμα 8.1.1.προυσιάζει τιμές spot και forward μεταξύ ετών 1982-2004.²²⁷

²²⁴ www.bankofpiraeus.gr

²²⁵ www.fxgreece.gr

²²⁶ Γρηγόρης Σιουρούνης, Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης 2007-2008

²²⁷ Γρηγόρης Σιουρούνης, Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης 2007-2008

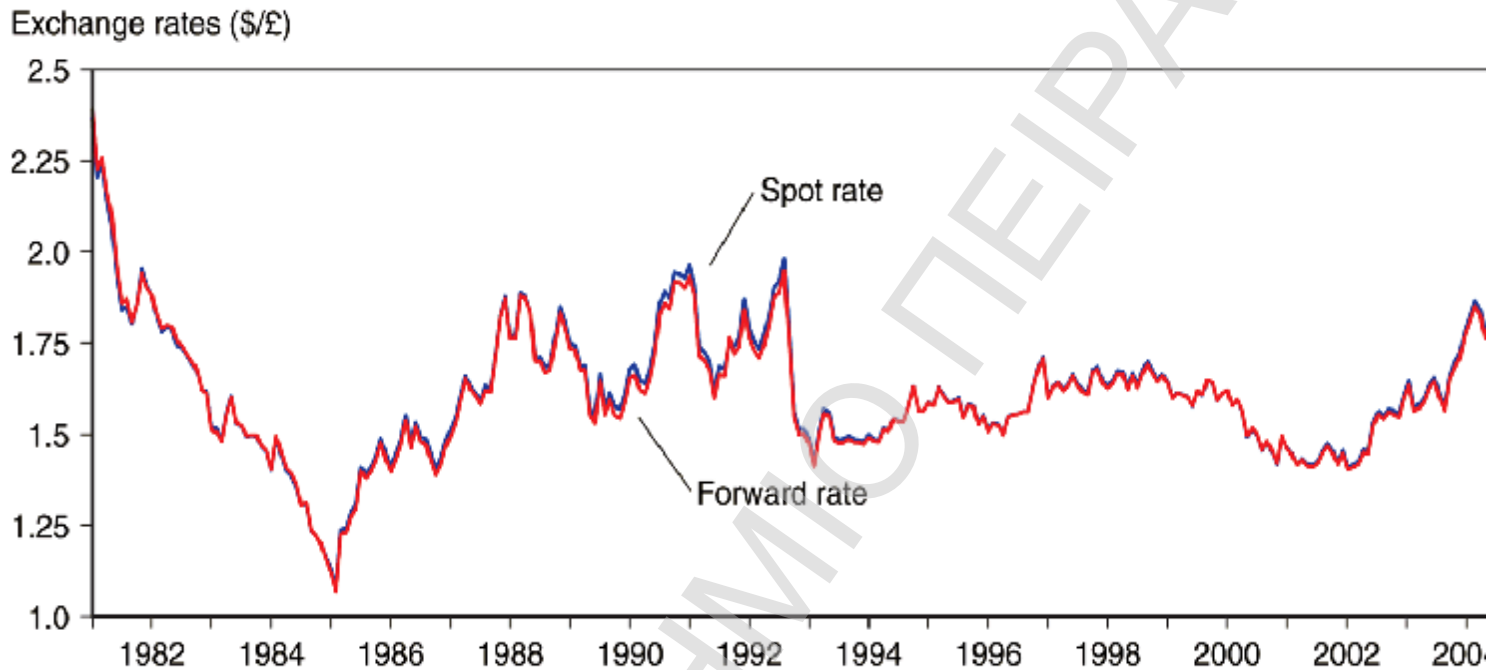


Figure 13-1

Dollar/Pound Spot and Forward Exchange Rates, 1981–2004

Spot and forward exchange rates tend to move in a highly correlated fashion.

Source: Datastream. Rates shown are 90-day forward exchange rates and spot exchange rates, at end of month.

8.2. Χαρακτηριστικά

- *Απλή διαδικασία:* Η spot αγορά επιτρέπει την αγορά και πώληση νομισμάτων μεταξύ τους και την κερδοσκοπία με τις διαφορές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Η πραγματοποίηση μιας συναλλαγής είναι απλή: οι διαδικασίες είναι ακριβώς οι ίδιες με αυτές οποιασδήποτε άλλης αγοράς,

επομένως η συναλλαγή νομισμάτων είναι σαφής για τους περισσότερους traders.

- *Βασικό και counter currency νόμισμα:* Όπως και σε κάθε αγορά, για κάθε ζεύγος νομισμάτων υπάρχουν δυο τιμές. Η διαφορά μεταξύ τους ονομάζεται spread. Το spread μετριέται σε points ή pips- ο χαμηλότερος δεκαδικός αριθμός σε μια τιμή νομίσματος. Για ένα EURUSD ένα pip ισοδυναμεί με 0.0001 (ή 10 δολάρια σε 100.000), για EURJPY ένα pip ισοδυναμεί με 0.01 (ή 1000 γιεν σε 100.000). Οι τιμές των νομισμάτων προσφέρονται σε ζεύγη, για παράδειγμα- EUR/USD ή USD/JPY. Το πρώτο νόμισμα του ζεύγους ονομάζεται βασικό νόμισμα και το δεύτερο counter currency. Το βασικό νόμισμα είναι η «βάση» για αγορές και πωλήσεις. Για παράδειγμα, εάν αγοράζει κάποιος EUR/USD, τότε αποκτάει Ευρώ και πουλάει Δολάρια. Αυτό γίνεται εάν περιμένει κανείς να ανέβει το Ευρώ έναντι του Δολαρίου. Είναι επίσης πιθανό για ένα ζεύγος νομισμάτων οι τιμές να προσφέρονται ως USD/EUR , αλλά αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείτε πάρα πολύ σπάνια.²²⁸

- *Άμεση συναλλαγή:* Η spot αγορά είναι η αγορά συναλλάγματος για άμεση πληρωμή και παράδοση. Στην πράξη η έκφραση «άμεση» σημαίνει αυθημερόν μόνο στο επίπεδο λιανικής (ιδιώτες επενδυτές). Στο επίπεδο χοντρικής (θεσμικοί επενδυτές) οι αντισυμβαλλόμενοι συμφωνούν την value date που μπορεί να είναι μία έως δύο ημέρες συνήθως και εξυπηρετεί κυρίως το εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών. Αφορά σύναψη συμβολαίου για άμεση, εντός δύο ημερών το πολύ, παράδοση του συναλλάγματος. Το κόστος των

²²⁸ www.fxtrading.gr

συναλλαγών αντιστοιχεί στη διαφορά τιμής αγοράς και πώλησης. Η διαφορά περιορίστηκε σημαντικά μέσω της βελτίωσης της τεχνολογίας και της δημιουργίας οικονομιών κλίμακας. Η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος από τις χώρες της Ε.Ε. που ανήκουν στην Ευρωζώνη, εξάλειψε το κόστος των συναλλαγών.²²⁹

Επίσης στην spot αγορά ανταλλάσσονται καταθέσεις εκφρασμένες σε ένα νόμισμα με καταθέσεις εκφρασμένες σε κάποιο άλλο νόμισμα. Η διακίνηση των καταθέσεων γίνεται μέσω τραπεζικών λογαριασμών, και ο διακανονισμός τους πρέπει να ολοκληρωθεί σε δύο εργάσιμες μέρες.²³⁰

- *Μικρής χρονικής διάρκειας συναλλαγές* Στη διατραπεζική αγορά, οι dealers δίνουν τιμές αγοράς και πώλησης, δηλώνοντας έτσι ότι διατίθενται να αγοράσουν ή να πουλήσουν μέχρι 10 εκ EUR στις τιμές που έχουν δώσει. Αυτές οι spot τιμές έχουν πολύ μικρή χρονική ισχύ. Εάν μια συναλλαγή δεν ολοκληρωθεί άμεσα μέσω τηλεφώνου ή υπολογιστή, οι τιμές κατά πάσα πιθανότητα θα αλλάξουν στα αμέσως επόμενα δευτερόλεπτα. Οι traders χρησιμοποιούν ένα ιδιαίτερο σύστημα όταν δίνουν τιμές. Για παράδειγμα οι τιμές αγοράς πώλησης USD/JPY είναι 0,00902 – 0,009063. Το «0,0090» ονομάζεται «big figure» και θεωρείται αυτονόητο ότι όλοι οι traders το γνωρίζουν. Τα τελευταία δύο ψηφία αναφέρονται ως «the small figure». Έτσι είναι σαφές για τους traders τι εννοείται όταν ζητάν bid-ask τιμές από κάποιον στο τηλέφωνο και ο αντισυμβαλλόμενος τους απαντά «02-63».²³¹

²²⁹ Paul Krugman and Maurice Obstfeld, Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πολιτική, Ελληνική Έκδοση (2000), Εκδόσεις Κριτική, Τόμος Β, Κεφ. 13: Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Αγορά Συναλλάγματος

²³⁰ Ν.Κωστελέτος, (2006) Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών και Διεθνές Νομισματικό Σύστημα

²³¹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

Τιμές προσφοράς και ζήτησης : Μια συναλλαγή τοις μετρητοίς είναι μια ευθεία (ή άμεση) ανταλλαγή ενός νομίσματος με ένα άλλο. Η τρέχουσα τιμή είναι η πραγματική τιμή της αγοράς ή η ισοτιμία «ρευστού». Οι συναλλαγές τοις μετρητοίς δεν απαιτούν άμεση εξόφληση, ή «επί τόπου» πληρωμή. Κατά κανόνα, η ημερομηνία εξόφλησης, ή ημερομηνία αξίας (valeur), είναι η δεύτερη εργάσιμη από την ημέρα της συμφωνίας συναλλαγής μεταξύ των δύο μερών.²³²

Η θέση στην spot αγορά μπορεί να είναι είτε θέση αγοράς, είτε θέση πώλησης. Θέση αγοράς ή θετική θέση διατηρεί κάποιος όταν οι αυξήσεις στην τιμή αγαθού ή τίτλου που έχει αγοράσει αυξάνουν την αξία της θέσης του και αντιστρόφως. Θέση πώλησης ή αρνητική θέση υπάρχει όταν οι αυξήσεις της τιμής του υποκείμενου τίτλου μειώνουν την αξία της θέσης του και αντιστρόφως.²³³

Είναι σημαντικό να γίνονται αντιληπτές αυτές τις τιμές ως αντανάκλαση της κατάστασης που επικρατεί στην αγορά. Ο ειδικός διαπραγματευτής (market maker) αναμένεται να δηλώσει ταυτόχρονα για λογαριασμό των πελατών του τόσο την τιμή στην οποία προτίθεται να αγοράσει (ζήτησης) όσο και την τιμή στην οποία προτίθεται να πουλήσει (προσφοράς) συγκεκριμένα ποσά του κάθε νομίσματος για το οποίο δημιουργεί αγορά. Γενικά, η διαφορά ανάμεσα στις τιμές προσφοράς και ζήτησης αντικατοπτρίζει το επίπεδο ρευστότητας σε ένα συγκεκριμένο μηχανισμό συναλλάγματος. Σε μια κανονική ημέρα συναλλαγών, τα κύρια ζεύγη συναλλάγματος EURUSD, USDJPY, USDCHF και GBPUSD γίνονται αντικείμενο συναλλαγής από μεγάλο αριθμό επενδυτών

²³² www.ac-markets.com/gr

²³³ Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, Αγορές και προϊόντα Παραγωγών, Ελληνική Ένωση Τραπεζών

κάθε λίγα δευτερόλεπτα. Υψηλή ρευστότητα σημαίνει ότι υπάρχει πάντοτε ένας πωλητής για την αγορά σας και ένας αγοραστής για την πώλησή σας με τις παρούσες τιμές.²³⁴

- Τιμές σε όρους βασικού νομίσματος: Οι traders λειτουργούν πάντα βάσει του πόσο κοστίζει η αγορά ή η πώληση του βασικού νομίσματος. Όταν δίδεται τιμή 0.9150 / 53 σημαίνει ότι ένας trader μπορεί να αγοράσει Ευρώ έναντι Δολαρίων Η.Π.Α. προς 0.9153. Αν αγόραζε EURUSD για ποσό 1.000.000 σε αυτήν την τιμή θα είχε 915.300 Δολάρια Η.Π.Α. σε αντάλλαγμα για τα ένα εκατομμύριο Ευρώ του. Φυσικά οι traders δεν ενδιαφέρονται πραγματικά για ανταλλαγές μεγάλων ποσών διαφόρων νομισμάτων, το κύριο ενδιαφέρον τους είναι να αγοράζουν σε χαμηλή τιμή και να πωλούν σε υψηλότερη.²³⁵

- Μονάδες βάσης ή 'rips': Για τα περισσότερα νομίσματα, οι τιμές προσφοράς και ζήτησης καθορίζονται μέχρι το τέταρτο δεκαδικό ψηφίο. Αυτό αντιπροσωπεύει το ένα εκατοστό του 1%, ή το 1/10.000 της μονάδας του counter currency, που συχνά αποκαλείται 'rip'. Ωστόσο, για κάποιες νομισματικές μονάδες που είναι σχετικά μικρής απόλυτης αξίας, όπως το Ιαπωνικό γεν, οι τιμές μπορεί να καθορίζονται μέχρι το δεύτερο δεκαδικό ψηφίο και το 'rip' αποτελεί το 1/100 της συγκεκριμένης νομισματικής μονάδας. Στο συνάλλαγμα, το 'rip' είναι το μικρότερο ποσό βάσει του οποίου υφίσταται διακύμανση τιμής σε αυτήν την αγορά.²³⁶

²³⁴ www.ac-markets.com/gr

²³⁵ www.ac-markets.com/gr

²³⁶ www.ac-markets.com/gr

8.3. Παίκτες, συναλλαγές, είδη εντολών

Παίκτες στην αγορά συναλλάγματος είναι οι κεντρικές τράπεζες, οι εμπορικές τράπεζες, οι χρηματιστές συναλλάγματος και το κοινό. Οι Εμπορικές τράπεζες και τα αλλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πραγματοποιούν συναλλαγές που εμπεριέχουν αγορά / πώληση (buying/selling) τραπεζικών καταθέσεων σε ξένα νομίσματα με σκοπό την επένδυση . Τα Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (pension funds, insurance funds) μπορεί να αγοράζουν / πουλάνε (buy/sell) ξένα χρεόγραφα (ομολογίες, μετοχές) – real money, οι Ιδιωτικές εταιρείες – το κοινό κάνουν συναλλαγές σε ξένα νομίσματα για την αγορά / πώληση (buy/sell) αγαθών, υπηρεσιών και χρεογράφων – corporate. Τέλος οι Κεντρικές τράπεζες διενεργούν συναλλαγές στα επίσημα συναλλαγματικά αποθέματα . Η αγορά και η πώληση στην αγορά συναλλάγματος κυριαρχείται από τις εμπορικές τράπεζες . Διατραπεζικές συναλλαγές (interbank transactions) καταθέσεων σε ξένα νομίσματα γίνονται σε ποσά από \$1 εκατομμύριο και πάνω. Οι κεντρικές τράπεζες κάποιες φορές επεμβαίνουν, αλλά αυτό συμβαίνει σπάνια και έχει μικρή επίδραση στην διαμόρφωση των τιμών.²³⁷

Το 2001, η BIS (Bank of International Settlements) εκτίμησε ότι ο ημερήσιος όγκος στη spot αγορά ήταν 387 δις USD. Η πλειονότητα των συναλλαγών ήταν διατραπεζικές συναλλαγές. Μόνο το 19% των συναλλαγών αφορούσε μη διατραπεζικές συναλλαγές. Ο υψηλός όγκος συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά εξηγείται εν μέρει από γεωγραφικά διάσπαρτη φύση της αγοράς. Οι

²³⁷ Γ.Σιουρούνης, «Αγορά Χρήματος και Κεφαλαίου» Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής Επιτήμης, 2007-2008,

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

dealers συναλλάσσονται μεταξύ τους προκειμένου να αναλάβουν και να μετακυλήσουν κινδύνους και για να ανακαλύψουν τις τιμές συναλλαγών. Η ανακάλυψη των τιμών των άλλων dealers βοηθάει τους dealers να προσδιορίσουν τη θέση της αγοράς και στη συνέχεια να καθορίσουν τις τιμές τους.²³⁸

Κάθε συναλλαγή όπως ειπώθηκε και παραπάνω πρέπει να έχει δύο πλευρές- μια αγοράς και μια πώλησης (ή μια πώλησης και μια αγοράς). Με αυτό εννοείται ότι είναι αδύνατον να αγοραστούν 100.000 EUR/USD και μετά να τα ανταλλαχθούν με άλλο ζεύγος νομισμάτων (π.χ. : EUR/JPY) χωρίς να κλειστεί η πρώτη θέση. Επίσης δεν θα διανεμηθεί κανένα φυσικό νόμισμα. Για αυτούς τους λόγους είναι διαθέσιμες τράπεζες και εταιρείες συναλλάγματος, που ειδικεύονται σε μετατροπές νομισμάτων χαμηλών τιμών.

*Συναλλαγές με περιθώριο*²³⁹

Οι συναλλαγές σε βάση περιθωρίου στο συνάλλαγμα δεν είναι τόσο πολύπλοκη έννοια όσο πιστεύουν κάποιοι. Ο ευκολότερος τρόπος να αντιληφθεί κανείς τις συναλλαγές περιθωρίου είναι ως εξής:

Ουσιαστικά όταν ένας trader συναλλάσσεται με περιθώριο χρησιμοποιεί μια δωρεάν βραχυπρόθεσμη πίστωση από τον φορέα που προσφέρει το περιθώριο. Αυτή η βραχυπρόθεσμη πίστωση χρησιμοποιείται για την αγορά ποσότητας νομίσματος που υπερβαίνει κατά πολύ την αξία λογαριασμού του trader.

²³⁸ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

²³⁹ www.ac-markets.com/gr

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Παράδειγμα: Ο trader x τηρεί λογαριασμό 50,000 Ευρώ με την X. Εμπορεύεται αξίες μεγέθους 1.000.000 EUR/USD. Αυτό ισοδυναμεί με αναλογία περιθωρίου 5% (οι 50.000 είναι το 5% του 1.000.000). Πώς μπορεί ο trader x να εμπορευθεί 20 φορές το χρηματικό ποσό που έχει στη διάθεσή του; Η απάντηση είναι ότι η X του παρέχει προσωρινά την απαραίτητη πίστωση για να πραγματοποιήσει τη συναλλαγή που ενδιαφέρεται να πραγματοποιήσει. Χωρίς το περιθώριο, ο trader x θα μπορούσε να αγοράσει ή να πουλήσει μόνο αξίες μεγέθους 50'000 τη φορά. Σε απλούς λογαριασμούς η χρησιμοποιεί ελάχιστο περιθώριο 1%. Εμπορευόμενος με την X, ο trader έχει την ικανότητα να πραγματοποιεί συναλλαγές αξίας μέχρι και 5.000.000 Ευρώ τη φορά. Το περιθώριο χρησιμοποιείται ως επιβουλητικό για την κάλυψη τυχόν ζημιών που μπορεί να αντιμετωπίσετε. Καθώς στην πράξη τίποτα δεν πωλείται ή αγοράζεται για παράδοση, η μόνη απαίτηση, και κατά βάθος ο μόνος πραγματικός σκοπός της ύπαρξης χρημάτων στον λογαριασμό σας είναι για επαρκές περιθώριο.²⁴⁰

Είδη εντολών²⁴¹

Εντολή αγοράς : Μία εντολή αγοράς είναι μία εντολή για αγορά ή πώληση με την τρέχουσα τιμή της αγοράς. Οι πελάτες που χρησιμοποιούν την online πλατφόρμα συναλλαγών κάνουν κλικ στο κουμπί αγορά (buy) ή πώληση (sell) αφού έχουν προσδιορίσει το μέγεθος συναλλαγής. Η εκτέλεση της εντολής γίνεται στιγμιαία. Αυτό σημαίνει ότι η τιμή που φαίνεται την ακριβή στιγμή που γίνεται το κλικ θα είναι αυτή που θα δοθεί στον πελάτη. Η εντολή

²⁴⁰ www.ac-markets.com/gr

²⁴¹ www.ac-markets.com/gr

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

μέσω τηλεφώνου είναι παρόμοια αλλά συνήθως απαιτεί λίγα περισσότερα δευτερόλεπτα. Η ακριβής διαδικασία είναι η εξής:

1. Ο πελάτης προσδιορίζει το ζεύγος νομίσματος και το μέγεθος της συναλλαγής στον dealer.
2. Ο dealer δίνει δύο τιμές (τιμή ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ και ΖΗΤΗΣΗΣ).
3. Ο πελάτης διαλέγει μία από τις δύο τιμές (μπορεί να ζητήσει και νέα τιμή).
4. Ο dealer επιβεβαιώνει την συναλλαγή. Υπό κανονικές συνθήκες, οι dealers τ συνήθως απαντούν σε εντολές αγοράς σε περίπου 5 με 10 δευτερόλεπτα το μέγιστο. Εάν υποθέσουμε ότι ο πελάτης συναλλάσσεται κατευθείαν με τις προσφερόμενες τιμές, μία τηλεφωνική συναλλαγή μπορεί να πραγματοποιηθεί σε 10 με 15 δευτερόλεπτα κατά μέσο όρο.

Εντολές ορίων: Μία εντολή ορίου είναι μία εντολή για αγορά ή πώληση σε μία συγκεκριμένη τιμή. Η εντολή περιλαμβάνει κυρίως δύο μεταβλητές, τιμή και διάρκεια. Ο trader προσδιορίζει την τιμή στην οποία θέλει να αγοράσει/πουλήσει ένα ζεύγος νομισμάτων και επίσης καθορίζει την διάρκεια κατά την οποία η εντολή πρέπει να μείνει ενεργή.

GTC (Ισχύει μέχρι να ακυρωθεί): Μία εντολή GTC παραμένει ενεργή στην αγορά μέχρι ο trader να αποφασίσει να την ακυρώσει. Ο dealer δεν θα ακυρώσει την εντολή σε οποιαδήποτε στιγμή, επομένως είναι ευθύνη του πελάτη να θυμάται ότι έχει την εντολή.

GFD (Ισχύει για την ημέρα): Μία εντολή GFD παραμένει ενεργή στην αγορά μέχρι το τέλος της ημέρας συναλλαγών. Δεδομένο ότι η αγορά συναλλάγματος είναι μία αγορά που συνεχώς λειτουργεί, το τέλος της ημέρας

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

πρέπει να είναι μία συγκεκριμένη ώρα. Συνήθως το τέλος της ημέρας συναλλαγών είναι ακριβώς 12:00 GMT ή 01:00 CET.

Εντολές φραγμού: Μία εντολή φραγμού είναι επίσης μία εντολή για αγορά ή πώληση σε μία συγκεκριμένη τιμή. Η εντολή περιλαμβάνει τις ίδιες μεταβλητές, τιμή και διάρκεια. Η βασική διαφορά μεταξύ μίας εντολής ορίων και μίας εντολής φραγμού είναι ότι οι εντολές φραγμού συνήθως χρησιμοποιούνται για να περιορίσουν πιθανές ζημιές σε μία συναλλαγή ενώ οι εντολές ορίων χρησιμοποιούνται για την είσοδο στην αγορά, πρόσθεση σε προηγούμενη τοποθέτηση και είσπραξη κερδών. Οι ίδιες μεταβλητές χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της διάρκειας όπως και στις εντολές φραγμού (GTC and GFD). Ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα:

Παράδειγμα: Ο Trader x αγοράζει EUR/USD 100.000 στα 0.9340, περιμένει μία κίνηση 60 με 70 pip στην αγορά, ωστόσο ο ίδιος θέλει να προστατευτεί σε περίπτωση που έχει υπερτιμήσει την πιθανή ισχύ του ευρώ. Γνωρίζει ότι 0.9310 είναι ένα υψηλό επίπεδο στήριξης, έτσι δίνει μία εντολή φραγμού ζημίας για να πουλήσει σε αυτή την τιμή. Ο Trader x περιορίζει τον κίνδυνο σε αυτή τη συγκεκριμένη συναλλαγή σε 30 pips ή USD 300.

Μία άλλη χρήση της εντολής φραγμού είναι όταν ένας trader περιμένει να γίνει έκρηξη τιμών και επιθυμεί να αρπάξει την ευκαιρία να την έκρηξη. Σε αυτή την περίπτωση ένας trader θα δώσει εντολή για αγορά ή πώληση 'on stop'. Για να καταλάβουμε τη λογική πίσω από αυτό ας δούμε το παρακάτω σενάριο.

Παράδειγμα: Ο Trader x βλέπει EUR/USD να αντέχει την αντίσταση 0.9390. Πιστεύει ότι αν συμβαίνει αυτό, η τιμή του EUR/USD θα μπορούσε να φτάσει

στα 0.9450 ή περισσότερο. Σε αυτό το σημείο η αγορά είναι στα 0.9350, επομένως ο trader x δίνει εντολή για να ξεκινήσει μια τοποθέτηση αγοράς των 500.000 στα 0.9392 'on stop'.

OCO: Μία εντολή OCO (εντολή ακυρώνει άλλη εντολή) είναι ένας συνδυασμός δύο εντολών ορίων και/ή εντολών φραγμού. 2 εντολές με μεταβλητές την τιμή και τη διάρκεια τοποθετούνται πάνω και κάτω από την τρέχουσα τιμή. Όταν μία από τις εντολές εκτελείται τότε η άλλη εντολή ακυρώνεται. Για να εξηγήσουμε πως λειτουργεί μία εντολή OCO ας δούμε το παρακάτω παράδειγμα:

Παράδειγμα: Η τιμή EUR/USD είναι 0.9340. Ο Trader x θέλει είτε να αγοράσει 500.000 στα 0.9395 πάνω από το επίπεδο αντίστασης αναμένοντας μία έκρηξη τιμών ή να ξεκινήσει μία τοποθέτηση πώλησης εάν η τιμή πέσει στα 0.9300. Το νόημα είναι ότι αν φτάσει στα 0.9395,θα αγοράσει 500.000 και η εντολή στα 0.9300 θα ακυρωθεί αυτόματα.

8.4. Πλεονεκτήματα αγοράς και τυχόν κίνδυνοι

Η Αγορά Ξένου Συναλλάγματος που βασίζεται σε συναλλαγές "spot" είναι μοναδική εν συγκρίσει με όλες τις άλλες παγκόσμιες αγορές. Κι αυτό γιατί οι συναλλαγές πραγματοποιούνται 24 ώρες το 24ωρο, 5 μέρες την εβδομάδα. Τα χρηματοοικονομικά κέντρα είναι ανοικτά, και οι τράπεζες και άλλοι οργανισμοί συναλλάγματος σε διάφορα μέρη του κόσμου είναι ανοικτά για διάφορους λόγους. Επομένως, οι συναλλαγές δεν σταματούν ποτέ παρά μόνο κατά το Σαββατοκύριακο για μια σύντομη διακοπή,

λόγω ημερολογιακών γιορτών, για παράδειγμα, Χριστούγεννα ή Παραμονή Πρωτοχρονιάς.²⁴²

Το εύρος, το βάθος και η ρευστότητα της αγοράς είναι πραγματικά εντυπωσιακά. Έχει υπολογισθεί ότι οι πιο ενεργές συναλλαγματικές ισοτιμίες στον κόσμο, όπως EURUSD και USDJPY μπορούν να μεταβληθούν έως και 18.000 φορές την ίδια μέρα. Κάπου στον πλανήτη, χρηματοοικονομικά κέντρα είναι ανοικτά και λειτουργούν, και τράπεζες και άλλοι φορείς εμπορεύονται το δολάριο και άλλα νομίσματα, κάθε ώρα της ημέρας και της νύχτας, εκτός από πιθανά αμελητέα διαλείμματα τα σαββατοκύριακα. Στα χρηματοοικονομικά κέντρα ανά τον κόσμο, οι ώρες εργασίας υπερκαλύπτονται: την ώρα που κάποια κέντρα κλείνουν, άλλα ανοίγουν και ξεκινούν τις συναλλαγές. Όπως ήδη έχει αναφερθεί στο κεφάλαιο 3, και συγκεκριμένα στο 3.3-πλεονεκτήματα αγοράς συναλλάγματος, η αγορά συναλλάγματος ακολουθεί τον ήλιο γύρω από τη γη.²⁴³

Το παρακάτω γράφημα 8.4.1. παρουσιάζει όχι μόνο τον κύκλο του χρόνου συναλλαγών αλλά και το μέσο «βάθος» των συναλλαγών σε διάφορες στιγμές της ημέρας στις διάφορες ώρες εργασιών.²⁴⁴

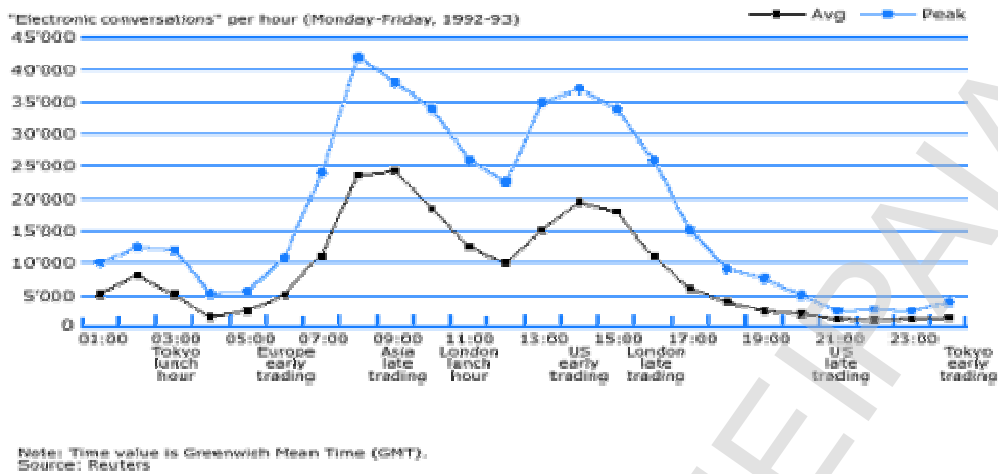
²⁴² www.fxtrading.gr

²⁴³ www.ac-markets.com/gr

²⁴⁴ www.ac-markets.com/gr

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Daily trading activity of the foreign exchange market.



Οι έχοντες θέση στην αγορά spot μπορεί να επιτυγχάνουν υπέρογκα κέρδη όταν οι τιμές ευνοούν την θέση που έχουν στην αγορά αλλά και υπέρογκες ζημιές όταν οι τιμές μεταβληθούν αντίθετα προς την θέση τους στην spot αγορά. Για τον λόγο αυτό πολλές επιχειρήσεις αλλά και ιδιώτες γίνονται αντισταθμιστές χρησιμοποιώντας παράγωγα για να εξασφαλίσουν τουλάχιστον ένα τμήμα της δραστηριότητάς τους από τις διακυμάνσεις των τιμών, αγαθών ή τίτλων που τους επηρεάζει. Η επιλογή της μη αντιστάθμισης, λόγω των διαρκών και απρόβλεπτων μεταβολών στις τιμές, θα επιφέρει διαρκείς αυξομειώσεις στην κερδοφορία και θα επαυξήσει τον επιχειρηματικό κίνδυνο.²⁴⁵

Έτσι όσοι έχουν ανειλημμένες θέσεις στην αγορά μετρητοίς λόγω δραστηριοποίησης σε αυτήν γίνονται φυσικοί αντισταθμιστές όταν προσέρχονται να αντισταθμίσουν όλο ή ένα μέρος της θέσης αυτής. Αυτό

²⁴⁵ Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, Αγορές και προϊόντα Παραγώγων, Ελληνική Ένωση Τραπεζών

σημαίνει ότι το μεγαλύτερο μέρος των συναλλαγών γίνεται με την ταυτόχρονη ανάληψη αντίθετων θέσεων από τους φυσικούς αντισταθμιστές χωρίς την μεσολάβηση κερδοσκόπων.²⁴⁶

8.5 Παραδείγματα

Παράδειγμα 1

Η εταιρία ΑΒΓ με έδρα την Ελλάδα, θέλει να αγοράσει μηχανές από τον Καναδά. Η αξία των μηχανών αυτών ανέρχεται στο ποσό των 1,050,000 CAD.

Η ισοτιμία EUR/CAD στην διατραπεζική είναι 1.48185. Αυτό σημαίνει ότι 1 EUR = 1.48185 CAD. Συνεπώς, για την αγορά των 1,050,000 CAD χρειάζεται να πληρώσει 708,573.74 EUR²⁴⁷

Παράδειγμα 2

Έστω ότι ο trader x έχει λογαριασμό 50.000 Δολαρίων. Αγοράζει EUR/USD 500.000 σε τιμή 1,1500 στην αγορά και δίνει εντολή περιορισμού ζημιών (stop loss) στο 1,1460.

Σε αυτό το σημείο το μέγιστο κινδύνου του είναι 2.000 Δολάρια και η χρήση περιθωρίου του είναι 10%, σαφώς υψηλότερα από το ελάχιστο.

Κατά τη διάρκεια της ημέρας η αγορά διακυμαίνεται και αρχικά κινείται πτωτικά στο 1,1480.

Σε αυτό το σημείο ο trader x έχει θεωρητική ζημία 1.000 Δολαρίων και η χρήση περιθωρίου του έχει πέσει στο 9,60% ανακλώντας τον αντίκτυπο της

²⁴⁶ Νικόλαος Θ.Μυλωνάς, Αγορές και προϊόντα Παραγωγών, Ελληνική Ένωση Τραπεζών

²⁴⁷ www.emporiki.gr

πτώσης στην ικανότητα περιθωρίου του. Ακόμα πιο μετά η τιμή ανακάμπτει στο 1,1550 και ο trader x αποφασίζει να αντλήσει κέρδος. Πωλεί προς 1,1550 δημιουργώντας κέρδος 2.500 Δολαρίων που αντιπροσωπεύει απόδοση 5% επί της αξίας του λογαριασμού του. Σημειώσατε ότι ο trader x ανέλαβε κίνδυνο μόνο 2.000 Δολαρίων και δημιούργησε απόδοση 2.500 Δολαρίων, αυτό ισούται με αναλογία απόδοσης/κινδύνου 1,25. Μια υψηλή αναλογία απόδοσης/κινδύνου θα' πρεπε να είναι ο στόχος κάθε trader.

Παράδειγμα 3²⁴⁸

Έστω ότι στις 10 Μαρτίου μια εταιρεί μεσαίου μεγέθους επεξεργασίας καφέ προγραμματίζει τις ανάγκες της για την πρώτη ύλη 6 μήνες πριν την επεξεργασία της. Με αυτό τον τρόπο κλειδώνει την τιμή του καφέ εκ των προτέρων και αφετέρου δεν επιβαρύνεται με την αποθήκευση του καφέ για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα. Θα απαιτηθούν 60 τόνοι καφέ τον μήνα Σεπτέμβριο για την λειτουργία της εταιρείας. Η εταιρεία απευθύνεται στο χρηματιστήριο EURONEXT Life για να προμηθευτεί τα συμβόλαια ΣΜΕ Robusta Coffee. Πρόκειται για συμβόλαια που αναφέρονται σε παράδοση 5 τόνων καφέ ενώ υπάρχουν 10 προσφερόμενα συμβόλαια. Ο καφές παραδίδεται κέθε εργάσιμη μέρα στον μήνα παράδοσης και το ΣΜΕ αποτιμάται σε δολάρια ΗΠΑ ανά τόνο. Έτσι με βάση τα παραπάνω θα απαιτηθούν την 10 Μαρτίου 12 ΣΜΕ προς 718 δολάρια ανά τόνο. Στην 1 Σεπτεμβρίου, 6 μήνες μετά την αντιστάθμιση η εταιρεία απευθύνθηκε στην

²⁴⁸ Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, Αγορές και προϊόντα Παραγωγών, Ελληνική Ένωση Τραπεζών

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

αγορά μετρητοίς . Την ίδια μέρα η εταιρεία έδωσε εντολή και πούλησε τα 12 ΣΜΕ προς 675 δολάρια ανά τόνο.

	ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΡΗΤΟΙΣ	ΑΓΟΡΑ ΣΜΕ
10 ΜΑΡΤΙΟΥ	Εταιρεία επεξεργασίας καφέ προβλέπει την χρήση 60 τόνων καφέ τον Σεπτέμβριο για τις ανάγκες λειτουργίας της. Η τιμή μετρητοίς του καφέ είναι 670 δολάρια ανά τόνο	Αγορά 12 ΣΜΕ Σεπτεμβρίου καφέ προς 718 δολάρια ανά τόνο Βάση = $718 - 670 = 48$
1 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ	Η εταιρεία επεξεργασίας καφέ προμηθεύεται 60 τόνους καφέ από την αγορά μετρητοίς. Η τιμή του καφέ είναι 675 δολάρια τον τόνο	Πώληση των 12 ΣΜΕ Σεπτεμβρίου καφέ στην τιμή των 675 δολαρίων ανά τόνο. Βάση = $675 - 675 = 0$
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ	Αγοραία τιμή 675\$ + Προθεσμιακή ζημιά 43\$ Καθαρή τιμή αγοράς 718\$	Προθεσμιακή ζημιά = 43 δολάρια τον τόνο ή συνολικά $43 * 5 * 12 = 2580$ ΔΟΛΑΡΙΑ

Η εταιρεία δεν χρησιμοποίησε τα συμβόλαια ΣΜΕ για να εξασφαλίσει την ποσότητα των 60 τόνων αλλά για να κλειδώσει την τιμή της πρώτης ύλης. Με την λήξη των ΣΜΕ προμηθεύτηκε την ποσότητα του καφέ από την αγορά μετρητοίς ενώ έκλεισε την θέση και την υποχρέωσή της στο χρηματιστήριο λαμβάνοντας την αντίθετη θέση στα συμβόλαια ΣΜΕ, δηλαδή πουλώντας τα 12 ΣΜΕ. Η εταιρεία δεν κατορθωσε να κλειδώσει την τιμή στα επίπεδα μετρητοίς του Μαρτίου . Αυτό δεν ήταν αποτέλεσμα της μη διατήρησης της αρχικής βάσης των 48 δολαρίων αλλά της μη διατήρησης της αρχικής βάσης των 48 δολαρίων. Καθώς η βάση μηδενίστηκε με την λήξη του ΣΜΕ η καθαρή τιμή αγοράς προσδιορίστηκε στο επίπεδο των 718 δολαρίων ανά τόνο, δηλαδή κλειδώθηκε η τιμή του ΣΜΕ Σεπτεμβρίου κατά την αγορά του στις 10 Μαρτίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Η FORWARD ΑΓΟΡΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ

9.1. Ορισμός

Forward αγορά συναλλάγματος είναι η αγορά όπου οι συμβαλλόμενοι συμφωνούν για συναλλαγή (αγοραπωλησία) αγαθών, χρεογράφων ή συναλλάγματος σε καθορισμένη τιμή και σε καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία.²⁴⁹

Forward Προθεσμιακή: Μια συμφωνία η οποία θα τεθεί σε ισχύ στη συμφωνημένη ημερομηνία στο μέλλον. Η προθεσμιακή εμπορία σε συνάλλαγμα εκφράζεται συνήθως ως περιθώριο άνω (πριμοδότηση) ή κάτω (έκπτωση) της τιμής τοις μετρητοίς. Για την πραγματική προθεσμιακή τιμή συναλλάγματος πρέπει να προστεθεί το περιθώριο στην τιμή τοις μετρητοίς. Η τιμή θα απεικονίζει την τιμή του συναλλάγματος όπως θα πρέπει να είναι στη μελλοντική ημερομηνία αν τα κεφάλαια ανταλλαχθούν εκ νέου στην τιμή εκείνη όπου δεν θα υπήρχε ούτε κέρδος ούτε απώλεια (δηλ. ουδέτερη εμπορία). Η τιμή υπολογίζεται από τις ανάλογες τιμές κατάθεσης των 2 νομισμάτων έκφρασης και της τιμής συναλλάγματος τοις μετρητοίς. Αντίθετα, στην προθεσμιακή αγορά, η προθεσμιακή εμπορία μπορεί να προσαρμοστεί βάσει

²⁴⁹ www.ine.otoe.gr

των αναγκών των δύο μερών και είναι πιο ευέλικτη. Επίσης δεν υπάρχει κεντρικά ελεγχόμενη ανταλλαγή.²⁵⁰

Προθεσμιακές Πράξεις Συναλλάγματος (FX Forward):

Οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος είναι διμερείς συμφωνίες με τις οποίες τα δύο μέρη δεσμεύονται συμβατικά για την ανταλλαγή ποσού ενός νομίσματος έναντι κάποιου άλλου σε μια προσυμφωνημένη τιμή και σε μία μελλοντική ημερομηνία. Το προϊόν δίνει δηλαδή την δυνατότητα στον χρήστη να 'κλειδώσει' μια συγκεκριμένη ισοτιμία. Οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος αποτελούν την συνηθέστερη μέθοδο πλήρους κάλυψης και αντιστάθμισης συναλλαγματικού κινδύνου λόγω της ευκολίας εκτέλεσης της συναλλαγής, της μελλοντικής ανταλλαγής ποσών και την ευελιξία στην επιλογή ημερομηνίας παράδοσης.²⁵¹

Υπάρχουν 2 είδη προθεσμιακών πράξεων: οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος *Flexible Forward* και οι προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος *Forward plus*.

Προθεσμιακές Πράξεις Συναλλάγματος Flexible Forward:

Πρόκειται για προθεσμιακή πράξη συναλλάγματος με δυνατότητα τμηματικού διακανονισμού του ποσού οποτεδήποτε ο πελάτης επιθυμεί μέχρι τη ημερομηνία αξίας της συναλλαγής στην προκαθορισμένη ισοτιμία. Παρέχει όλα τα πλεονεκτήματα μιας απλής προθεσμιακής πράξης συναλλάγματος (δηλ. πλήρη κάλυψη από συναλλαγματικό κίνδυνο, ευελιξία επιλογής ποσού, ισοτιμίας και λήξης, ευκολία εκτέλεσης), δίνοντας επιπλέον τη δυνατότητα

²⁵⁰ www.fxgreece.gr

²⁵¹ www.piraeusbank.gr

στον πελάτη να καλύψει τις πιθανές υποχρεώσεις/εισροές του σε ξένο νόμισμα εντός συγκεκριμένης περιόδου στην ίδια γνωστή εκ των προτέρων ισοτιμία.²⁵²

Προθεσμιακές Πράξεις Συναλλάγματος Forward Plus:

Προϊόν αντιστάθμισης συναλλαγματικού κινδύνου. Πρόκειται για προθεσμιακή πράξη συναλλάγματος με δυνατότητα βελτίωσης όρων υπό προϋποθέσεις. Παρέχει όλα τα πλεονεκτήματα μιας απλής προθεσμιακής πράξης συναλλάγματος (δηλ. πλήρη κάλυψη από συναλλαγματικό κίνδυνο, ευελιξία επιλογής ποσού, ισοτιμίας και λήξης, ευκολία εκτέλεσης), δίνοντας τη δυνατότητα συμμετοχής σε πιθανή ευνοϊκή μεταβολή της ισοτιμίας υπό προϋποθέσεις. Πιο συγκεκριμένα συμφωνείτε εκ των προτέρων μια ισοτιμία, η οποία αποτελεί και την δυσμενέστερη τιμή στην οποία μπορεί να εκτελεστεί προθεσμιακά η μετατροπή συναλλάγματος, ενώ ταυτόχρονα ο πελάτης έχει τη δυνατότητα να επωφεληθεί από μια ενδεχόμενη ευνοϊκή μεταβολή της ισοτιμίας, υπό την προϋπόθεση ότι αυτή δεν θα κινηθεί καθ'όλη τη διάρκεια της προκαθορισμένης περιόδου πάνω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο.²⁵³

9.1 Χαρακτηριστικά

Ένα forward είναι μια συναλλαγή στην οποία οι δυο συμβαλλόμενοι δεσμεύονται να αγοράσουν ή να πουλήσουν μια συγκεκριμένη ποσότητα ενός υποκειμένου αγαθού, σε συγκεκριμένη ημερομηνία και τιμή. Είναι μία ιδιωτική συναλλαγή, με πληρωμή μόνο στην λήξη, όπου η ποσότητα και η ημερομηνία

²⁵² www.piraeusbank.gr

²⁵³ www.piraeusbank.gr

παράδοσης είναι στοιχεία διαπραγματεύσιμα. Οι δυο συμβαλλόμενοι έχουν το δικαίωμα αλλά και την υποχρέωση να υλοποιήσουν την συμφωνία τους. Εισάγεται μια χρονική υστέρηση μεταξύ της συμφωνίας του συμβολαίου και της εκπλήρωσής του. Το κέρδος ή η ζημιά των επενδυτών προκύπτει από την μεταβολή της τιμής του παράγωγου προϊόντος και όχι από εκείνη του υποκειμένου.²⁵⁴

Η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος αφορά την σύναψη συμβολαίου για αγορά συναλλάγματος σε προκαθορισμένη τιμή και ημερομηνία. Με αυτόν τον τρόπο αποφεύγεται ο κίνδυνος της μελλοντικής μεταβολής συναλλάγματος γι' αυτούς που συμμετέχουν στις αγορές συναλλάγματος όπως έμποροι, επενδυτές, επιχειρηματίες, δανειστές, δανειζόμενοι. Αν παράλληλα με τη συμμετοχή στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος επιχειρείται και επένδυση σε τοκοφόρους τίτλους, π.χ. κρατικά ομόλογα, τραπεζικές καταθέσεις, γeros με σκοπό τη μεγιστοποίηση της ωφέλειας που προκύπτει από την σύγκριση των διεθνών επιτοκίων (arbitrage επιτοκίων), τότε λέμε ότι το arbitrage επιτοκίων είναι καλυμμένο. Καλυμμένο arbitrage επιτοκίου, επομένως, είναι η αγορά συναλλάγματος στην προθεσμιακή αγορά και η ταυτόχρονη επένδυση σε τοκοφόρους τίτλους. Το καλυμμένο arbitrage επιτοκίων εκμεταλλεύεται την διαφορά επιτοκίων δύο νομισμάτων, προσαρμόζοντας την ως προς τον (μελλοντικό) συναλλαγματικό κίνδυνο, με σκοπό το κέρδος ανεξάρτητα από τις (υποκείμενες) προσδοκώμενες μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών.²⁵⁵

²⁵⁴ Βασίλης Τσάγρης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Διοικητικής Επιστήμης και τεχνολογίας, Χρηματοοικονομική μηχανική και οι εφαρμογές της.

²⁵⁵ Ν.Κωστελέτος, (2006) Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών και Διεθνές Νομισματικό Σύστημα

Οι προθεσμιακές αγορές συναλλάγματος έχουν πολύ παλαιά ιστορία. Στη μεσαιωνικά Ευρωπαϊκά πανηγύρια, ήταν πολύ συνηθισμένο για τους εμπόρους να γράφουν προθεσμιακά συμβόλαια συναλλάγματος. Μια προθεσμιακή συναλλαγή είναι απλή. Είναι παρόμοια με μια spot συναλλαγή, αλλά η ημερομηνία εκκαθάρισης (settlement date) είναι αρκετά μακρύτερα στο μέλλον. Δε μεταφέρονται χρήματα σε καμία από τις συναλλασσόμενες πλευρές μέχρι εκείνη την ημερομηνία εκκαθάρισης. Με άλλα λόγια, η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος αφορά στη σύναψη συμφωνίας σήμερα για μια αγορά ή πώληση ξένου νομίσματος που θα λάβει χώρα στο μέλλον. Οι προθεσμιακές συναλλαγές συναλλάγματος εμφανίζονται στα τερματικά των dealing rooms για διαστήματα εκκαθάρισης ενός, δύο, τριών και δώδεκα μηνών. Οι περισσότερες Τράπεζες σήμερα δίνουν τιμές για προθεσμιακές συναλλαγές μέχρι και δέκα χρόνια μπροστά για τα περισσότερα εμπορεύσιμα νομίσματα. Επομένως, εάν ένας πελάτης επιθυμεί ένα προθεσμιακό συμβόλαιο 74 ημερών, κάποια Τράπεζα θα του το προσφέρει. Όμως τα μη τυποποιημένα συμβόλαια μπορεί να στοιχίζουν ακριβότερα.²⁵⁶

Οι προθεσμιακές τιμές δίδονται ως «προθεσμιακές μονάδες βάσης» («προθεσμιακοί πόντοι», «forward points»). Οι πόντοι που αντιστοιχούν σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο GBP (λίρες Αγγλίας) 180 ημερών θα αναφέρονταν ως 0,0100 – 0,0108. Θα μπορούσαν επίσης να αναφέρονται ως 8-100. Ο πρώτος αριθμός αναπαριστά τους πόντους που πρέπει να προστεθούν στο δεύτερο αριθμό ώστε να σχηματισθούν τα «μικρά ψηφία» της τιμής πώλησης,

²⁵⁶ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

ενώ ο δεύτερος αριθμός αναπαριστά τα «μικρά ψηφία» που πρέπει να προστεθούν στα «μεγάλα ψηφία» της τιμής αγοράς. Αυτοί οι πόντοι προστίθενται στις τιμές αγοράς και πώλησης για να πάρουμε τις προθεσμιακές τιμές, όταν στο ζευγάρι των προθεσμιακών πόντων, ο πρώτος αριθμός είναι μικρότερος από το δεύτερο. Διαφορετικά οι πόντοι αφαιρούνται από τις spot τιμές για να πάρουμε τις προθεσμιακές τιμές. Ο συνδυασμός των προθεσμιακών πόντων και των spot τιμών αγοράς – πώλησης λέγεται τιμή «outright».²⁵⁷

Μια προθεσμιακή συναλλαγή μπορεί να ταξινομηθεί σε δύο κατηγορίες: outright και swap.

Μία outright προθεσμιακή συναλλαγή είναι μια ακάλυπτη κερδοσκοπική θέση σε ένα νόμισμα, ακόμα και αν είναι μέρος συναλλαγματικής αντιστάθμισης για τον αντισυμβαλλόμενο. Μια συναλλαγή swap είναι η πώληση (ή αγορά) ξένου νομίσματος στη spot αγορά και η ταυτόχρονη προθεσμιακή αγορά (ή πώληση) μιας περίπου ίσης ποσότητας του ίδιου νομίσματος.²⁵⁸

Το 2001, ο ημερήσιος όγκος outright προθεσμιακών συμβολαίων ανήλθε σε 131 δις USD, ή 11% του συνολικού όγκου της αγοράς συναλλάγματος. Αντίθετα με τη spot αγορά, το 35% των συναλλαγών ήταν από πελάτες εκτός του χρηματοπιστωτικού χώρου. Αυτοί οι πελάτες συνήθως χρησιμοποιούν προθεσμιακά συμβόλαια για να αντισταθμίσουν το συναλλαγματικό κίνδυνο. Η πλειοψηφία των προθεσμιακών συμβολαίων είχε πολύ μικρές διάρκειες.: 51%

²⁵⁷ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

²⁵⁸ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

των συμβολαίων είχε διάρκεια έως 7 ημέρες. Λιγότερο από το 4% των συμβολαίων είχε διάρκεια μεγαλύτερη από ένα έτος.²⁵⁹

Προθεσμιακό Premium και Discount

Λέγεται ότι ένα ξένο νόμισμα είναι σε premium εάν το επιτόκιο του είναι χαμηλότερο από το επιτόκιο του εγχώριου νομίσματος. Αντίθετα, εάν το επιτόκιο του ξένου νομίσματος είναι υψηλότερο από το επιτόκιο του εγχώριου νομίσματος, τότε λέμε ότι το ξένο νόμισμα είναι σε discount. Οι προθεσμιακές ιστοτιμίες θα είναι μεγαλύτερες από τις spot για ένα νόμισμα σε premium ενώ θα είναι μικρότερες από τις spot για ένα νόμισμα σε discount.²⁶⁰

Είναι σύνηθες να εκφράζουμε το premium και το discount μιας προθεσμιακής ιστοτιμίας ως ετησιοποιημένη ποσοστιαία απόκλιση από τη spot ιστοτιμία. Όταν ετησιοποιείται, το προθεσμιακό premium μπορεί να συγκριθεί με τη διαφορά των επιτοκίων ανάμεσα στα δύο νομίσματα. Το προθεσμιακό premium, p , υπολογίζεται ως εξής:

$$P = [(F_t, T - S_t) / S_t] \times (360 / T)$$

Παρατηρείστε ότι το p μπορεί να είναι premium (εάν $p > 0$) ή discount (εάν $p < 0$)

9.3. Παίκτες και συναλλαγές²⁶¹

Συχνά, είναι δύσκολο να διακρίνουμε αν μία συναλλαγή είναι κερδοσκοπικού ή μη χαρακτήρα. Μία εταιρία που προσπαθεί να διασφαλιστεί έναντι ενός νομισματικού κινδύνου, μπορεί να καταλήξει με σημαντικό κέρδος, μετά από

²⁵⁹ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

²⁶⁰ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

²⁶¹ www.dspace.lib.uom.gr Επενδύοντας σε συνάλλαγμα, κερδοσκοπία και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος

μία μεταβολή στις νομισματικές ισοτιμίες. Αν για παράδειγμα η Coca Cola πουλήσει στερλίνες με προθεσμία, τότε απλά προστατεύεται από μία μείωση της αξία του δολαρίου, ή κερδοσκοπεί;

Αν και οι εταιρίες ή τα επενδυτικά ινστιτούτα αποτελούν πολύ σημαντικούς συναλλασσόμενους της παγκόσμιας αγοράς συναλλάγματος, οι μεγαλύτεροι παίκτες δεν παύουν να είναι οι ίδιες οι κυβερνήσεις. Οι κυβερνήσεις παρεμβαίνουν στις αγορές συναλλάγματος για να επηρεάσουν τις ισοτιμίες ανάλογα με την οικονομική πολιτική που ακολουθούν. Κατ' αρχήν, η ίδια η αξία ενός νομίσματος είναι η σχέση με τη οποία οι αρχές μίας χώρας έχουν δεσμευθεί ότι θα αγοράζουν και θα πωλούν το εθνικό του νόμισμα. Στην περίπτωση ενός συστήματος κυμαινόμενων ισοτιμιών, υπάρχουν δύο βασικοί τρόποι προσέγγισης της σχέσης αυτής. Ο πρώτος είναι αυτός του συστήματος του 'χρυσού κανόνα' και ο δεύτερος αυτός του συστήματος 'Bretton Woods'. Οι διαφορές των δύο αυτών συστημάτων είναι περισσότερες από τις ομοιότητες τους.

Οι κεντρικές τράπεζες, δεν ασχολούνται με αγορές futures και options αλλά δεν αποκλείουν την παρέμβαση στις προθεσμιακές αγορές.

Μία μεγάλη προθεσμιακή επαύξηση ή χαμηλότερη έκπτωση θα οδηγήσει σε αυξημένη ζήτηση για το συγκεκριμένο νόμισμα, ενώ η ζήτηση θα είναι μειωμένη αν η επαύξηση είναι χαμηλότερη. Μία τέτοια μεταβολή στη ζήτηση θα διασφάλιζε μία άλλη τρέχουσα ισοτιμία. Εξηγώντας απλά το νομισματικό παιχνίδι, μπορεί να επισημανθεί πως οι αρχές προσπαθούν να κάνουν τους κερδοσκόπους να κινηθούν προς την κατεύθυνση που αυτές θέλουν ενώ οι

κερδοσκόποι επιχειρούν να προλάβουν τις αρχές καταλαβαίνοντας νωρίς το σκεπτικό και τις ανάγκες τους. Είναι σπάνιες οι περιπτώσεις που οι κερδοσκόποι θα κάνουν ανοιχτό πόλεμο σε κινήσεις των αρχών και ακόμη λιγότερες οι φορές που νικητής θα βγει ο κερδοσκόπος. Ιστορικό παράδειγμα αποτελεί η νομισματική μάχη του Soros εναντίον της κεντρικής τράπεζας της Αγγλίας που κατάληξε σε συντριπτική ήττα της δεύτερης.²⁶²

Αυτό που συνήθως, όμως συμβαίνει, είναι η επιλογή από τις αρχές του απλού προτύπου του Keynes, σύμφωνα με το οποίο σταθεροποιούν την ισοτιμία και μετά προσφέρουν απεριόριστη προθεσμιακή κάλυψη, με αποτέλεσμα οι πιθανότητες να χάσουν να είναι μηδαμινές. Συχνά μάλιστα αποκομίζουν και μεγάλα κέρδη.

Το βασικό πρακτικό μειονέκτημα, ωστόσο, αυτής της πολιτικής, είναι πως βασίζεται στην απεριόριστη και επιτυχή λειτουργία μίας άριστης ισοτιμίας. Αν οι καταστάσεις αλλάξουν τις συνθήκες γρήγορα τότε οι αρχές ενδέχεται να βρεθούν μπροστά σε ένα κόστος απαγορευτικό

9.4 Πλεονεκτήματα αγοράς και τυχόν κίνδυνοι²⁶³

Η προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος δίνει την δυνατότητα να προστατεύονται οι διαπραγματευτές από απρόβλεπτες και μη ηθελημένες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, αντισταθμίζοντας τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Αυτό γίνεται βάσει αγοράς/πώλησης προθεσμιακών συμβολαίων από τράπεζες ή χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τα οποία

²⁶² www.dspace.lib.uom.gr Επενδύοντας σε συνάλλαγμα

²⁶³ Επενδύοντας σε συνάλλαγμα, κερδοσκοπία και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος

εκμεταλλεύονται στην (μελλοντική) συμφωνηθείσα ημερομηνία, προθεσμιακή ισοτιμία, και το συμφωνηθέν ποσό ξένου συναλλάγματος.²⁶⁴

Στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος γίνονται ανταλλαγές τραπεζικών καταθέσεων συναλλάγματος σε μια τιμή συναλλάγματος που καθορίζεται σήμερα αλλά η παράδοση θα γίνει μετά από ορισμένο χρονικό διάστημα (π.χ. ένα μήνα). Πρόκειται δηλαδή για μία αγορά ευέλικτη ως προς την επιλογή ποσού, ημερομηνίας και λήξης. Η αγορά αυτή δίνει την δυνατότητα κάλυψης (αντιστάθμισης) του συναλλαγματικού κινδύνου γι αυτό και πολλές φορές χρησιμοποιείται και σε κερδοσκοπικές συναλλαγματικές δραστηριότητες.²⁶⁵

Έτσι σε πολλές περιπτώσεις οι προθεσμιακές συναλλαγές αποτελούν επενδυτική επιλογή κερδοσκόπων αφού μπορούν εύκολα να καταγράψουν κέρδη προβλέποντας μια μεταβολή στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Αν για παράδειγμα, μία προθεσμιακή ισοτιμία είναι 1 στερλίνα = 250 γεν, για παράδοση σε τρεις μήνες και ένα κερδοσκοπικό ινστιτούτο πιστεύει πως η ισοτιμία θα είναι στο διάστημα αυτό 1 στερλίνα = 230 γεν, τότε θα προβεί σε πωλήσεις στερλίνας με προθεσμιακή ισοτιμία. Αν δεσμευτεί να παραδώσει 100 χιλ στερλίνες σε τρεις μήνες, πιστεύοντας πως θα εισπράξει 25 εκ γεν σε αντάλλαγμα και αγοράσει αυτές τις στερλίνες με την τρέχουσα ισοτιμία, έναντι 23 εκ γεν, τότε θα αποκομίσει κέρδος 2 εκ γεν. Βέβαια, αν οι προβλέψεις του είναι λανθασμένες, αντιμετωπίζει την πιθανότητα ζημίας.

²⁶⁴ Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική «Μια εισαγωγική Προσέγγιση» (2000) Κεφ.2: Η Αγορά Συναλλάγματος, Κεφ. 3 Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός Ισοτιμίας

²⁶⁵ Γεώργιος Μ.Κατσιμπής, «Η αγορά Ξένου Συναλλάγματος», Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής,

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Υπάρχουν όμως και συναλλασσόμενοι που συμμετέχουν σε αυτήν όχι με σκοπό την κερδοσκοπία, αλλά υποχρεωτικά, λόγω των επαγγελματικών δραστηριοτήτων τους. Για παράδειγμα οι εξαγωγείς προϊόντων, συναλλάσσονται με εμπόρους άλλων χωρών και χρειάζονται συχνά να διαθέτουν συνάλλαγμα για ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους. Οι άνθρωποι αυτοί μπορούν να διασφαλιστούν από τους κινδύνους διακύμανσης των ισοτιμιών, χρησιμοποιώντας τις προθεσμιακές ισοτιμίες.

Ας πάρουμε για παράδειγμα την περίπτωση ενός Άγγλου εμπόρου που έχει προγραμματίσει αγορές στην Ιαπωνία των Αύγουστο, οι οποίες θα του κοστίσουν 125 χιλ. γεν. Προτίθεται να χρησιμοποιήσει τα κέρδη από την εργασία του τον Ιούνιο και Ιούλιο, για να χρηματοδοτήσει τις αγορές του, αλλά βέβαια, θα πληρωθεί σε στερλίνες. Το πρόβλημα ξεκινά από το γεγονός πως ο έμπορος δε μπορεί να γνωρίζει σήμερα πόσες στερλίνες θα χρειαστεί σε τρεις μήνες για την αγορά εμπορεύματος αξίας 125 χιλ. γεν. Αν η ισοτιμία είναι 1 στερλίνα = 250 γεν τότε 500 στερλίνες αρκούν. Αν, όμως, είναι 1 στερλίνα = 200 γεν τότε θα χρειαστεί 625 γεν.

Η λύση στο πρόβλημα αυτό, είναι η προθεσμιακή αγορά 125 χιλ. γεν, με ισοτιμία 1 στερλίνα= 250 γεν και καταβολή την 1^η Αυγούστου, οπότε όποια και αν είναι η ισοτιμία εκείνη την περίοδο, δεν υπάρχει το ενδεχόμενο έκπληξης και επιτυγχάνεται έτσι η δυνατότητα προγραμματισμού. Αυτή η συναλλαγή ονομάζεται hedging και ουσιαστικά λειτουργεί ως διασφάλιση απέναντι στους κινδύνους διακύμανσης των ισοτιμιών.

9.5 Παραδείγματα²⁶⁶

Παράδειγμα 1 :

Υποθέτουμε ότι $S_t = 1,5670 - 1,5677 \text{ USD / GBP}$. Θέλουμε να υπολογίσουμε την outright τιμή.

(A) Πρόσθεση

Έστω ότι οι προθεσμιακοί πόντοι των 180 ημερών είναι $0,0100 - 0,0108$ (8-100). Τότε $F_{t,180} = 1,5770 - 1,5785 \text{ USD/GBP}$

(B) Αφαίρεση

Έστω ότι οι προθεσμιακοί πόντοι των 180 ημερών είναι $0,0072 - 0,0068$ (68-4). Τότε $F_{t,180} = 1,5602 - 1,5605 \text{ USD/GBP}$

Τα προθεσμιακά συμβόλαια επιτρέπουν στις εταιρείες και στους επενδυτές να μεταθέσουν το συναλλαγματικό κίνδυνο που είναι εγγενής σε κάθε διεθνή συναλλαγή. Ας υποθέσουμε ότι ένας αμερικάνος επενδυτής είναι κάτοχος Βρετανικών ομολόγων αξίας 1.000.000 GBP. Ο επενδυτής αυτός πιστεύει ότι η λίρα Αγγλίας (GBP) θα υποτιμηθεί ως προς το Αμερικάνικο δολάριο (USD) εντός των επόμενων 90 ημερών. Αυτός ο Αμερικάνος επενδυτής μπορεί να αγοράσει ένα προθεσμιακό συμβόλαιο 90 ημερών ώστε να μεταθέσει το συναλλαγματικό κίνδυνο από τη θέση του στα Βρετανικά ομόλογα.²⁶⁷

²⁶⁶ www.dspace.lib.uom.gr Επενδύοντας σε συνάλλαγμα, κερδοσκοπία και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος.

²⁶⁷ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

Παράδειγμα 2:

Χρησιμοποιώντας τα στοιχεία του παραπάνω παραδείγματος, έχουμε την προθεσμιακή ισοτιμία 180 ημερών και τη spot ισοτιμία USD/GBP. Το προθεσμιακό premium είναι

$$P = [(1,6167 - 1,62)/1,62] \times (360/180) = -0,0041$$

Επομένως η λίρα Αγγλίας διαπραγματεύεται σε ένα discount 0,41% για παράδοση σε 180 μέρες έναντι δολαρίων.²⁶⁸

Παράδειγμα 3

Έστω R_n το επιτόκιο στη Νέα Υόρκη που καταβάλλεται για καταθέσεις ή δάνεια σε δολάρια, R_l το επιτόκιο στο Λονδίνο, που καταβάλλεται για καταθέσεις ή δάνεια σε στερλίνες F , η προθεσμιακή νομισματική ισοτιμία και S η τρέχουσα νομισματική ισοτιμία (F και S εκφράζονται σε δολάρια ανά στερλίνα.)

Αρχικά υποτίθεται ότι $S=2$ δολάρια, $F= 1,96$ δολάρια (για προθεσμία ενός έτους)

$R_n = 10\%$ ανά έτος και $R_l = 12\%$ ανά έτος.

Αν επενδυθούν 1000 δολάρια στη Νέα Υόρκη, η απόδοση σε ένα χρόνο θα είναι 1100 δολάρια. Εναλλακτικά τα 1000 δολάρια μπορούν να μετατραπούν σε 500 στερλίνες και να επενδυθούν στο Λονδίνο, οπότε η απόδοση για ένα χρόνο θα είναι 560 στερλίνες. Δεν είναι ξεκάθαρο το κατά πόσο οι 50 στερλίνες ή τα 1100 δολάρια θα είναι προτιμότερα για ένα χρόνο, αλλά ο επενδυτής μπορεί να καλυφθεί με μία προθεσμιακή συναλλαγή.

²⁶⁸ www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Μπορεί να πουλήσει 560 στερλίνες με προθεσμία και να διασφαλίσει μία απόδοση 1108 δολάρια (560 επί την προθεσμιακή ισοτιμία 1,96) Έτσι, είναι προτιμότερο να επενδύει δολάρια έμμεσα, με την τριπλή συναλλαγή που περιλαμβάνει μία τρέχουσα συναλλαγή, μία κατάθεση σε στερλίνες και μία προθεσμιακή πώληση, παρά άμεσα. Και αυτό ακριβώς είναι που μπορούν να κάνουν οι επενδυτές. Αν η ισοτιμία ήταν 1 στερλίνα = 1,90 δολάρια η απόδοση θα ήταν 1064 δολάρια οπότε η κατάθεση σε δολάρια θα ήταν προτιμότερη.

Κάποιος που επιθυμεί να επενδύσει έστω 1000 στερλίνες σε στερλίνες, μπορεί να επενδύσει άμεσα και να εισπράξει 1120 δολάρια σ' ένα χρόνο, ή να μετατρέψει τις στερλίνες σε δολάρια, πουλώντας με προθεσμία το αποτέλεσμα σε δολάρια, ώστε τελικά να εισπράξει 1111,11 στερλίνες. Με τις ισοτιμίες του παραδείγματος θα προτιμήσει μία άμεση κατάθεση. Με μία ισοτιμία 1 στερλίνα = 1,90 δολάρια, η έμμεση κατάθεση θα του απέδιδε περισσότερο.

Το ποσοστό απόδοσης των έμμεσων καταθέσεων μπορεί να υπολογιστεί για οποιαδήποτε περίοδο. Η διαφορά ανάμεσα στις δύο αποδόσεις ονομάζεται συγκαλυμμένη διαφορά και είναι ο κύριος προσδιοριστικός παράγοντας της ροής των κεφαλαίων. Όταν είναι θετική, τα κεφάλαια ρέουν προς το Λονδίνο και αντίστροφα. Κάποιοι επενδυτές μπορούν να συγκρίνουν τις μη-συγκαλυμμένες αποδόσεις, αλλά οι περισσότεροι θα εξετάσουν τη συγκαλυμμένη διαφορά, γιατί σε άλλη περίπτωση θα αναλάβουν έναν κίνδυνο που δεν είναι απαραίτητος.

Η συνθήκη ισορροπίας είναι ότι οι δύο συγκαλυμμένες αποδόσεις είναι ίσες και η συγκαλυμμένη διαφορά είναι ίση με μηδέν, δηλαδή: $RI = [S (1+Rn)] / F$

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

Αυτό μπορεί να γενικευθεί για οποιοδήποτε ζεύγος νομισμάτων και για τα εγχώρια και ξένα επιτόκια οπότε η συνθήκη ισορροπίας θα είναι: $R_h = [S(1+RF)] / F$, όπου R_h το εγχώριο επιτόκιο και RF το ξένο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η συγκεκριμένη εργασία ανέλυσε την έννοια του συναλλάγματος ως μιας από τις βασικές μορφές επένδυσης. Σύμφωνα με τα όσα παρουσιάστηκαν παραπάνω, οι αγορές συναλλάγματος αποτελούν μία απαραίτητη επενδυτική επιλογή των μεγάλων κεφαλαίων, καθώς λειτουργούν ως αντισταθμιστικοί αλλά και μερικές φορές, ενισχυτικοί, παράγοντες των επενδύσεων σε άλλες αγορές, όπως των μετοχών, των ομολόγων κλπ.

Επίσης αναφέρθηκε ο τρόπος που χρησιμοποιείται το κάθε νόμισμα από τους κρατικούς μηχανισμούς, για την εξυπηρέτηση οικονομικών και πολιτικών αναγκών. Οι κεντρικές τράπεζες συνολικά, προσπαθούν με επιτυχία να διατηρήσουν τις καλές μεταξύ τους σχέσεις, οπότε αποφεύγουν να αναλάβουν ενέργειες που μπορεί να θεωρηθούν μη φιλικές. Μία κεντρική τράπεζα ή μία κυβέρνηση, θα μπορούσαν να συνάψουν δάνειο σε ισχυρό νόμισμα με σκοπό να το πουλήσουν, αλλά υπάρχουν προβλήματα όταν πράττουν κάτι τέτοιο, οπότε αναζητούν εναλλακτικές λύσεις, όταν είναι πιθανό να υπάρχουν.

Προφανώς, μία κεντρική τράπεζα δεν αντιμετωπίζει ιδιαίτερους περιορισμούς ως προς το ύψος του νομίσματός της που μπορεί να πουλήσει, καθώς μπορεί πάντα να δημιουργήσει επιπρόσθετο. Σε κάθε περίπτωση, όμως, αυτό οδηγεί σε αύξηση της προσφοράς χρήματος που μπορεί να ανατρέψει τη νομισματική της πολιτική, όπως συνέβη, για παράδειγμα, στη Δ. Γερμανία, την Ελβετία και τη Μ. Βρετανία. Έτσι, τίθενται πρακτικά όρια. Θεωρητικά, οι επιπτώσεις της παρέμβασης στη δημιουργία νέου χρήματος μπορούν να αντισταθμιστούν από μία ίση μείωση με τις λειτουργίες ανοικτής αγοράς της κεντρικής τράπεζας. Στην πράξη όμως, αυτή η αντιστάθμιση είναι δύσκολα

εφικτή. Έτσι, οι αρχές και οι κερδοσκόποι τείνουν να προτιμούν ένα διαφορετικό πεδίο για τις δραστηριότητές τους. Το προφανέστερο είναι η προθεσμιακή αγορά. Ο κερδοσκόπος μπορεί να πουλήσει με προθεσμία και να κερδίσει από μία σημαντική μεταβολή. Το κύριο πρόβλημα στις προθεσμιακές πωλήσεις, είναι η ανελαστικότητα που τίθεται από την καθορισμένη ημερομηνία του συμβολαίου και το γεγονός ότι οι προθεσμιακές εκπτώσεις είναι πολύ συχνό φαινόμενο για τα αδύνατα νομίσματα. Το τελευταίο αυτό πρόβλημα είναι τόσο σημαντικό, ώστε να εξανεμιστούν οι πιθανότητες κέρδους για τους κερδοσκόπους, καθώς οι προθεσμιακές εκπτώσεις κυμαίνονται συνήθως στο 6% και φτάνουν μερικές φορές και στο 10%.

Είναι σπάνιες οι περιπτώσεις που οι κερδοσκόποι θα κάνουν ανοιχτό πόλεμο σε κινήσεις των αρχών και ακόμη λιγότερες οι φορές που νικητής θα βγει ο κερδοσκόπος. Ιστορικό παράδειγμα αποτελεί η νομισματική μάχη του Soros εναντίον της κεντρικής τράπεζας της Αγγλίας που κατάληξε σε συντριπτική ήττα της δεύτερης.

Αυτό που συνήθως, όμως συμβαίνει, είναι η επιλογή από τις αρχές του απλού προτύπου του Keynes, σύμφωνα με το οποίο σταθεροποιούν την ισοτιμία και μετά προσφέρουν απεριόριστη προθεσμιακή κάλυψη, με αποτέλεσμα οι πιθανότητες να χάσουν να είναι μηδαμινές. Συχνά μάλιστα αποκομίζουν και μεγάλα κέρδη.

Το βασικό πρακτικό μειονέκτημα, ωστόσο, αυτής της πολιτικής, είναι πως βασίζεται στην απεριόριστη και επιτυχή λειτουργία μίας άριστης ισοτιμίας. Αν οι καταστάσεις αλλάξουν τις συνθήκες γρήγορα τότε οι αρχές ενδέχεται να βρεθούν μπροστά σε ένα κόστος απαγορευτικό.

Το συμπέρασμα των παραπάνω είναι πως η προθεσμιακή αγορά δεν είναι το ιδεώδες πεδίο δράσης ούτε για τους κερδοσκόπους, ούτε για τις κεντρικές τράπεζες. Γι' αυτό και το μεγαλύτερο μέρος της κερδοσκοπίας γίνεται μέσω των αγορών χρήματος σε μία νύχτα. Με τον τρόπο αυτό, αν ένας κερδοσκόπος δανείζεται σε στερλίνες, τις μετατρέπει σε δολάρια και επενδύσει στη διατραπεζική αγορά δολαρίων, αποκομίζει κέρδος με μία διολίσθηση της στερλίνας, αν και υπάρχει κίνδυνος ζημίας από τις διαφορές στα επιτόκια για δολάρια και στερλίνες. Ο κίνδυνος αυτός, όμως, είναι μικρότερος από τον αντίστοιχο των προθεσμιακών εκπτώσεων. Η μέθοδος αυτή είναι πιο ευέλικτη από ένα προθεσμιακό συμβόλαιο, καθώς η προθεσμία ανανεώνεται καθημερινά. Έτσι, μπορεί να συναλλάσσεται μόνο της ημέρες που αυτός επιθυμεί. Η παρέμβαση των αρχών στη διατραπεζική αγορά της μίας νύχτας είναι συνηθισμένο φαινόμενο. Με πολλούς τρόπους οι αρχές μπορούν να συρρικνώσουν αυτήν την αγορά και ωθήσουν το επιτόκιο προς τα πάνω. Αυτό αυξάνει το κόστος της κερδοσκοπίας άμεσα, καθώς ο κερδοσκόπος καταβάλλει υψηλότερους τόκους όταν δανείζεται. Αυτό είναι αντίθετο απ' ό,τι συμβαίνει στην προθεσμιακή αγορά, όπου η παρέμβαση μειώνει το κόστος της κερδοσκοπίας. Πιο σημαντικό είναι το ότι οι αρχές θα ωθήσουν τους κερδοσκόπους στο να αγοράσουν τρέχουσες στερλίνες, ή να τις πουλήσουν αν το διατραπεζικό επιτόκιο μειώνεται. Αυτή τη φορά αυξάνεται το εγχώριο επιτόκιο στη εξίσωση της ισοτιμίας των επιτοκίων και πάλι η τρέχουσα ισοτιμία ανταποκρίνεται στις κερδοσκοπικές αγορές που θα έπρεπε να αποκαθιστούν την ισορροπία.

Η τελευταία αυτή μέθοδος κερδοσκοπίας που αποκαλείται 'προπορεύσεις και υστερήσεις' συνίσταται σε αναβαλλόμενες πληρωμές που πρέπει να γίνουν σ'

Το συνάλλαγμα στην σύγχρονη χρηματοοικονομική αγορά

ένα νόμισμα που αναμένεται να διολισθήσει.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ ΛΟΓΟΤΕΧΝΙΑ

- Paul Krugman and Maurice Obstfeld, 7^η έκδοση , Διεθνής Οικονομική: Θεωρία και Πολιτική, Ελληνική Έκδοση (2000), Εκδόσεις Κριτική, Τόμος Β, Κεφ. 13: Συναλλαγματικές Ισοτιμίες και Αγορά Συναλλάγματος
- Wiley. (2000). *An introduction to derivatives* σελ.5-27
- Don.M. Chance. (1998). *An introduction to derivatives* σελ.17-19
- Keith Cuthbertson, Dirk Nitzsche. (1999). *Financial Engineering* σελ.3-23
- Galitz. (1996). *Financial Engineering* σελ.3-10
- CD: Euro's role; Eichengreen – Euro; Frieden-euro; Wolf: Exchange rate regimes
- H.S Houthakker, “ can speculators forecast prices” , Review of economics and statistics, 1957, page 143-151
- C.S. Rockwell “ Normal Backwardation, Forecasting and the returns to commodity future traders” 1976 page 107-130
- C.Carter, G.Rausser , A. Schmitz « Efficient asset portfolios and theory of normal backwardation» Journal of political economy, Απρίλιος 1983
- D. Lien “ The inventory effect in commodity future markets” Journal of future markets, 1987
- M. Hatzmark, “returns to individual traders of futures” journal of political economy, 1987
- Holbrook Working “futures trading and hedging” American economy review, Ιούνιος 1953
- Black F. & M. Scholes, “The pricing of options and corporate liabilities”, Journal of political economy, Μάιος 1973

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΛΟΓΟΤΕΧΝΙΑ

- Ευθύμιος Πουρναράκης, Διεθνής Οικονομική «Μια εισαγωγική Προσέγγιση» (2000) Κεφ.2: Η Αγορά Συναλλάγματος, Κεφ. 3 Αγορά Συναλλάγματος και Καθορισμός Ισοτιμίας
- Νικόλαος Θ. Μυλωνάς, «Αγορές και προϊόντα παραγωγών», Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Αθήνα 2005
- Ν.Κωστελέτος, (2006) Θεωρία Ισοζυγίου Πληρωμών και Διεθνές Νομισματικό Σύστημα
- Χαράλαμπος Κανελλόπουλος, «Ανάπτυξη εξαγωγών και διεθνών επιχειρήσεων» Αθήνα 2000

INTERNET

www.ac-markets.com/gr

www.bankofcyprus.gr

www.actuar.aegean.gr/undergraduate/stoixeiadiethnonxrimatooikonomikonagoron.pdf

www.ine.otoe.gr/lexiko.pdf

www.alphabank.com.cy/files/pdf/eurog&a.pdf (ερωτήσεις και απαντήσεις για το euro)

www.centralbank.gov.cy (εγκυκλιος ΤΕΕΞ/16/2000)

www.emporiki.gr

www.euro2day.gr , Πώς να επενδύσετε σε Hedge Funds, 10 Μαρτίου 2006

www.euro.ecb.int

www.icb.int

www.ase.gr, Κώστας Σαρρής, «γιατί πέφτουν τα χρηματιστήρια»

www.sek-ict.gr, carry trade- γιεν

www.euro2day.gr Πώς να επενδύσετε σε hedge fund από την Ελλάδα, 10/3/ 2006

www.euro2day.gr , carry trade, η πυραμίδα της παγκόσμιας ρευστότητας, 1/10/2007

www.euro2day.gr , πρωταγωνιστής το carry trade στην αγορά συναλλάγματος και το 2008,

www.euro2day.gr, bloomberg- το δολάριο υποκαθιστά το γιεν στο carry trade

www.eap.gr/programmes/deo/deo41/docs/PowerPointSlidesDEO-41.ppt, διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου

www.grant-thornton.gr, Εργαλεία διαχείρισης ρίσκου με έμφαση στο συναλλαγματικό κίνδυνο

www.kossax.capitalblogs.gr , Κυριακή 4 Οκτωβρίου 2007

www.allaboutadex.gr Σάββατο 1 Φεβρουαρίου 2003

www.grant-thornton.gr, Εργαλεία διαχείρισης ρίσκου με έμφαση στο συναλλαγματικό κίνδυνο

www.kossax.capitalblogs.gr , Κυριακή 4 Οκτωβρίου 2007

www.bankofpiraeus.gr

www.fxgreece.gr

www.fxtrading.gr

www.europa.eu.int/comm./publications/ booklets/eu_glance/21/index_el.htm

www.europa/scadplus.htm

www.ecb.int «Σταθεροτητα των τιμών, γιατί είναι σημαντική για σένα»

www.ecb.int Ετήσιο Δελτίο 2006

www.bankofpiraeus.gr « Αγορά Συναλλάγματος Αθηνών» 28 Σεπτεμβρίου 2004

www.ec.europa.eu Ευρωπαϊκή Ένωση, Στόχος: η ανάπτυξη, η οικονομία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Σεπτέμβριος 2003

www.bankofgreece.gr Προυπολογισμός 2008

www.bankofgreece.gr ΤΤΕ, Ετήσιο Δελτίο 2006

www.federalreserve.gov

www.iafe.org

www.adex.ase.gr

www.derivatives-forum.eu

www.dspace.lib.uom.gr Επενδύοντας σε συνάλλαγμα, κερδοσκοπία και παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος.

www.primus.com.gr Ανταλλαγές επιτοκίων και νομισμάτων

www.hrima.gr

www.econ.uoa.gr. Αγορά συναλλάγματος και συναλλαγματική ισοτιμία (κεφ.13)

ΑΡΘΡΑ

- ΒΗΜΑ, 14/12/1997, “FOREX Επισκόπηση αγοράς”
- ΚΕΡΔΟΣ, 10/2007, «Οι ευκαιρίες στην αγορά συναλλάγματος», Συνέντευξη Χάρη Κουντούρη
- ΒΗΜΑ, 29/04/2000 , Σελ.: D12 Κωδικός άρθρου: B12919D121
- ΑΣΙΑ , 01-12-2002 Ευαέέυο Ύηεήϊο: B13729D081 ΑΙΑΘΌΟΙΣ/ ΟΝΑΘΑΑΑΟ ΕΛΕ xΝΣΙΑΟΙΘΕΟΟΟΕΕΕΙΕ ΘΕΣΜΟΙ, Κ. ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ, ALPHA BANK
- ΒΗΜΑ 10/9/2006, Σελ. D38, B14861D381, ID 280149
- ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, 27/10/2007, «Τα carry trades είναι ξανά της μόδας»
- ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, 16/9/2007, «Πόσο κινδυνεύουμε από τα HEDGE FUNDS»
- ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 18/5/2007, Αυξημένοι κίνδυνοι από το carry trade
- ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 20/8/2007, Στην δίνη της κρίσης και η στρατηγική carry trade
- ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ, 11/2/2007, Carry trades
- Ειδική έκδοση της εφημερίδας «ΤΟ ΒΗΜΑ» (2000). *Χρήσιμος επενδυτικός οδηγός για όλους σελ.36-42*

- Ειδική έκδοση της εφημερίδας «ΤΟ ΒΗΜΑ» (1999). *Τα παράγωγα και τα μυστικά τους* σελ. 4-8,30-31
- Οικονομική βιβλιοθήκη τσέπης της «ΚΥΡΙΑΚΑΤΙΚΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑΣ» (2003). *Το νέο λεξικό για το Χρηματιστήριο και τις επενδύσεις* σελ.5, 14
- Κωνσταντίνος Τρικούπης, Κεντρική Τράπεζα Κύπρου, Οκτώβριος 2006
- 13-14 Δεκεμβρίου 1996- Έκθεση προς την Σύνοδο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στο Δουβλίνο
- Σεπτέμβριος 2003- Η Ευρώπη σε εξέλιξη, Γενική Διεύθυνση Τύπου και Επικοινωνίας
- Steven Johnson, Αλλαγή επενδυτικής στάσης σε αγορές συναλλάγματος.
- Ζεζα Ζήκου, Η διεθνής αγορά, Ο πυρετός των Ιαπώνων για ξένες επενδύσεις συνεχίζει να ανεβαίνει, το γιεν υποχωρεί.
- The Financial Times, Ιαπωνική νομισματική πολιτική

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΕΙΣ- ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

- Γεώργιος Κασιμπρης, «η αγορά ξένου συναλλάγματος» Πανεπιστήμιο Πειραιά, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και τραπεζικής διοικητικής
- Γ.Σιουρούνης, «Αγορές χρήματος και κεφαλαίου», Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου , Τμήμα Οικονομικής επιστήμης 2007-2008
- Βασίλης Γ. Δαβίλας, «Εφαρμογή στην Διατραπεζική αγορά συναλλάγματος», Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο- Τομέας Βιομηχανικής Διοίκησης και Επιχειρησιακής Έρευνας
- Χρυσάνθη Μπαλωμένου, Ομιλία με θέμα «Τράπεζα της Ελλάδος και εποπτεία του πιστωτικού συστήματος»
- Βασίλης Τσάγρης, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Τμήμα Διοικητικής Επιστήμης και τεχνολογίας, «Χρηματοοικονομική Μηχανική και εφαρμογές της»
- Γ.Σιουρούνης, «Αγορά Χρήματος και Κεφαλαίου» Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου, Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, 2007-2008,
- Κατερίνα Μαρμαρά, Liquidity Management Alpha Bank, "Money Market" Νοέμβριος 2006
- Πλούταρχος Σακελλάρης, Ημερίδα με θέμα: Η υιοθέτηση του Ευρώ στην Ελλάδα: Η πραγματική Εμπειρία, 1^η Φεβρουαρίου 2007
- Δ. Β. Γκέκας, ομιλία με θέμα « Τράπεζα της Ελλάδος και εποπτεία του πιστωτικού συστήματος» 29/1/2005
- Μπούτσικας Μ. « Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», Σημειώσεις μαθήματος «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», Τμήμα Στατιστικής και Ασφαλιστικής Επιστήμης, Πανεπιστήμιο Πειραιά.