



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ**  
**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

*ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ*

**ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ**  
**ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ**  
**ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ**

**ΓΙΑΝΝΟΥΛΗΣ ΠΑΝ. ΠΑΝΤΕΛΗΣ**

***ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. ΠΑΠΑΔΟΜΑΝΩΛΑΚΗΣ ΔΗΜ.***

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ, 2013**

**Σελίδα Copyright**

copyright © Γιαννούλης Παντελής, 2013

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος . All rights reserved.

Η έγκριση της πτυχιακής εργασίας από το Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων του ΤΕΙ Κρήτης δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος.

*Η παρακάτω εργασία με τίτλο "Εμπειρική διερεύνηση της ικανότητας πρόβλεψης συναλλαγματικών ισοτιμιών" πραγματοποιήθηκε με σκοπό την ικανοποίηση των απαιτήσεων για τη λήψη του πτυχίου μου από το Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας του Α.Τ.Ε.Ι. Κρήτης με έδρα το Ηράκλειο. Η ανάθεση της πτυχιακής εργασίας έγινε τον Ιούλιο του 2010 και ολοκληρώθηκε τον Ιανουάριο του 2013. Επιβλέπον καθηγητής της εργασίας είναι ο καθηγητής κ. Δημήτριος Παπαδομανωλάκης, τον οποίο και ευχαριστώ για την πολύτιμη καθοδήγησή σου καθ' όλη την πορεία της συγγραφής.*

*Δηλώνω υπεύθυνα ότι είμαι ο συγγραφέας αυτής της πτυχιακής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια που είχα για την προετοιμασία της είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην πτυχιακή εργασία. Επίσης έχουν καταγραφεί στο τέλος της εργασίας όλες οι πηγές, τα βιβλία και οι ηλεκτρονικές διευθύνσεις, από τα οποία άντλησα υλικό, δεδομένα, ιδέες και λέξεις είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφράζονται για τη συγγραφή της εργασίας.*

*Γιαννούλης Παν. Παντελής*

## *Περίληψη*

Στην παρούσα εργασία γίνεται μια προσπάθεια προσέγγισης της εμπειρικής διερεύνησης όσον αφορά την ικανότητα πρόβλεψης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η συγκεκριμένη προσέγγιση γίνεται με τη χρήση δυο βασικών μεθόδων πρόβλεψης, της θεμελιώδους και της τεχνικής ανάλυσης και βρίσκει εφαρμογή με τη χρήση ενός συγκεκριμένου παραδείγματος . Πιο συγκεκριμένα αφορά τη συναλλαγματική σχέση μεταξύ Ευρώ και Δολλαρίου ΗΠΑ για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο μιας εβδομάδας απο 07/01/2013 έως και τις 11/01/2013, για την οποία επιχειρείται και η πρόβλεψη.

Ακόμη, αναλύονται βασικές έννοιες όπως το συνάλλαγμα, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, η αγορά συναλλάγματος, ο κίνδυνος που εμπεριέχουν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και η αντιστάθμισή του καθώς επίσης και οι δύο βασικοί μέθοδοι πρόβλεψης , η θεμελιώδης και η τεχνική ανάλυση.

Τέλος, η παρούσα εργασία καταλήγει σε ορισμένες απόψεις σύμφωνα με τις οποίες συμπεραίνεται ότι ο συνδυασμος και των δυο παραπάνω μεθόδων είναι πιο αποδοτικός τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα για την ικανή πρόβλεψη της τάσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε σχέση με τη χρήση κάθε μιας μεμονωμένα.

## Πίνακας περιεχομένων

<u>Πίνακας περιεχομένων</u> .....	5
Εισαγωγή .....	6
<u>Κεφάλαιο 1: Συνάλλαγμα και Συναλλαγματικές Ισοτιμίες</u> .....	8
1.1 Το Συνάλλαγμα .....	8
1.2 Η Συναλλαγματική Ισοτιμία.....	10
Ιστορικά .....	13
1.2.2 Ονομαστική και πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία.....	15
1.2.3 Προσδιοριστικοί παράγοντες των συναλλαγματικών ισοτιμιών.....	17
1.2.4 Συναλλαγματικός Κίνδυνος.....	21
1.3 Θεωρίες συναλλαγματικής ισοτιμίας.....	22
<u>Κεφάλαιο 2 : Η Αγορά Συναλλάγματος</u> .....	25
2.1 Η Αγορά Συναλλάγματος .....	25
2.2 Κίνδυνοι στην αγορά συναλλάγματος και αντιστάθμιση .....	29
2.3 Arbitrage Συναλλάγματος .....	30
<u>Κεφάλαιο 3: Θεμελιώδης και Τεχνική Ανάλυση</u> .....	32
3.1 Θεμελιώδης Ανάλυση (Fundamental Analysis) .....	32
3.2 Τεχνική Ανάλυση (Technical Analysis).....	34
3.3 Κοινά Στοιχεία και Διαφορές .....	36
<u>Κεφάλαιο 4: Εμπειρική Διερεύνηση- ένα παράδειγμα στην συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD</u> .....	39
<u>Επίλογος</u> .....	46
<u>Πηγές</u> .....	48
<u>Βιβλιογραφία</u> .....	49
<u>Μελέτες- Διαλέξεις- Πανεπιστημιακά Εγχειρίδια</u> .....	49
<u>Ιστοσελίδες</u> .....	50

## Εισαγωγή

Η συμπεριφορά των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις ανοιχτές οικονομίες επηρεάζει σημαντικά τη μακροοικονομική πολιτική της κάθε χώρας καθώς ο βαθμός και η συχνότητα των μεταβολών αποτελούν σημαντικούς δείκτες για την οικονομική σταθερότητα της χώρας. Η συμπεριφορά των συναλλαγματικών ισοτιμιών επιδρά στην ανταγωνιστικότητα των εγχώριων αγαθών, στο διεθνές εμπόριο και στο ισοζύγιο των τρεχουσών συναλλαγών. Αποτελεί μίγμα των μακροοικονομικών μεταβλητών όπως είναι ο πληθωρισμός, τα επίπεδα τιμών, οι προσδοκίες του κοινού, οι γενικότερες πολιτικές που ακολουθούνται κ.α. Τέλος, επηρεάζει τις διοικητικές αποφάσεις των επιχειρήσεων και τις επενδύσεις. Για όλους τους παραπάνω λόγους η πρόβλεψη και η μελέτη των συναλλαγματικών ισοτιμιών έχουν καταστεί αναγκαίες τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους υπεύθυνους λήψης αποφάσεων.

Η παρούσα εργασία έχει ως θέμα την "Εμπειρική ανάλυση της ικανότητας πρόβλεψης των συναλλαγματικών ισοτιμιών" και ασχολείται με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις μεθόδους πρόβλεψης που έχουν αναπτυχθεί και κατά πόσο είναι ικανές οι συγκεκριμένες μέθοδοι που χρησιμοποιούν οι αγορές να προβλέψουν σωστά την πορεία που θα ακολουθήσουν οι ισοτιμίες, με τη χρήση ενός παραδείγματος εφαρμογής στην ισοτιμία EUR/USD σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Συγκεκριμένα, στο πρώτο κεφάλαιο, αναλύονται οι βασικές έννοιες του συναλλάγματος και της συναλλαγματικής ισοτιμίας, παραθέτονται κάποια ιστορικά στοιχεία, οι κύριες μορφές συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι προσδιοριστικοί παράγοντες, οι συναλλαγματικοί κίνδυνοι καθώς και οι κύριες θεωρίες των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η αγορά συναλλάγματος, η μορφή , η έκταση και ο τρόπος λειτουργίας της. Οι κίνδυνοι που προκύπτουν στην αγορά συναλλάγματος και η αντιστάθμιση , ενώ αναλύεται και η έννοια του αρμπιτράζ συναλλάγματος.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται εκτενής αναφορά στις κύριες μεθόδους πρόβλεψης των συναλλαγματικών ισοτιμιών, δηλαδή στην θεμελιώδη και τεχνική ανάλυση. Οι παραπάνω μέθοδοι χρησιμοποιούνται από όλους τους επενδυτές στην αγορά συναλλάγματος καθώς χρησιμοποιούν εκτενώς διαγράμματα, στατιστικά στοιχεία, αριθμοδείκτες και μαθηματικά μοντέλα , όπως επίσης και τις τάσεις της αγοράς, τις πολιτικές αποφάσεις και ενέργειες που επηρεάζουν τόσο άμεσα όσο και μακροπρόθεσμα στην μεταβολή μεταξύ των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Ωστόσο, η κάθε μέθοδος έχει τους δικούς της θιασώτες που υποστηρίζουν την πληρότητα της μίας έναντι της άλλης και διαπιστώνουν πολλές διαφορές τόσο στη χρήση τους όσο και στα αποτελέσματα που προκύπτουν. Αν και αναλύονται διεξοδικά και οι δύο μέθοδοι, καθώς επίσης και τα κοινά τους στοιχεία και οι διαφορές, το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει τελικά η αγορά είναι πως η σωστή γνώση και των δύο και ο σωστός συνδυασμένος χειρισμός τους μπορεί να φέρει καλύτερα αποτελέσματα σε σχέση με τη χρήση μόνο της μίας από τις δύο. Γεγονός , που αποδεικνύεται μέσα από το παράδειγμα του τελευταίου κεφαλαίου, όπου γίνεται μια προσπάθεια εμπειρικής μελέτης τεχνικής και θεμελιώδους ανάλυσης για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο (μιας εβδομάδας) στη συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ Ευρώ και Αμερικάνικου δολαρίου.

Τέλος, διεξάγονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την παραπάνω ανάλυση και παρατίθεται η βιβλιογραφία και οι ηλεκτρονικές σελίδες που αποτέλεσαν τις απαραίτητες πηγές για τη μελέτη και συγγραφή του συγκεκριμένου θέματος.

# Κεφάλαιο 1: Συνάλλαγμα και Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

## *1.1 Το Συνάλλαγμα*

Η νομισματική επιστήμη μελετά το νόμισμα σε όλες του τις μορφές, όπως επίσης και την παρελθοντική και μελλοντική του πορεία. Μία πολύ σημαντική πτυχή της δραστηριότητάς της, είναι και η μελέτη των συναλλαγματικών ισοτιμιών και της διαχρονικής τους συμπεριφοράς.

Κάθε συναλλακτικό μέσο που εκφράζεται σε αλλοδαπές νομισματικές μονάδες προσδιορίζει την έννοια του συναλλάγματος. Πιο συγκεκριμένα, ως συνάλλαγμα θεωρείται η ποσότητα των ξένων νομισμάτων που εισέρχεται στην εγχώρια αγορά καθώς επίσης και το υπόλοιπο των ξένων εμπορικών τραπεζικών καταθέσεων.

Υπάρχουν αρκετοί ορισμοί που εμπλουτίζουν την έννοια του συναλλάγματος. Έτσι, ως συνάλλαγμα θεωρείται επίσης κάθε μέσω διεθνών πληρωμών, ή οι απαιτήσεις σε ξένο νόμισμα μαζί με τις πληρωμές στο εξωτερικό ή ακόμη και όλα τα συναλλακτικά μέσα που χρησιμοποιούνται στις διεθνείς πληρωμές όπως για παράδειγμα οι αλλοδαπές νομισματικές μονάδες, τα πολύτιμα μέταλλα κ.α.. Ουσιαστικά, πρόκειται για "διεθνές χρήμα" που ασκεί όλες τις βασικές λειτουργίες του χρήματος στις διεθνείς οικονομικές συναλλαγές.

Το συνάλλαγμα αποτελεί αντικείμενο αγοραπωλησίας σε οργανωμένες αγορές σε ολόκληρο τον κόσμο, όπου μεσολαβούν οι κεντρικές και εμπορικές τράπεζες διάφορων χωρών καθώς και άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που υπάρχουν στις διάφορες χώρες.

Ο τρόπος που χρησιμοποιείται κάθε εθνικό νόμισμα από τους κρατικούς μηχανισμούς, για την εξυπηρέτηση οικονομικών και πολιτικών αναγκών, διαφέρει



από χώρα σε χώρα, ανάλογα με τις απαιτήσεις και τις τρέχουσες κοινωνικοπολιτικές συνθήκες. Πολλοί συναλλασσόμενοι στη συναλλαγματική αγορά προβαίνουν σε αγοραπωλησίες νομισμάτων για να διεκπεραιώσουν τις επαγγελματικές τους δραστηριότητες, όπως για παράδειγμα, οι εισαγωγείς και εξαγωγείς προϊόντων οι οποίοι συναλλάσσονται με εμπόρους άλλων κρατών και για να πραγματοποιήσουν τις εμπορικές τους κινήσεις πρέπει να διαθέτουν συνάλλαγμα. Οι κυβερνήσεις, σύμφωνα με τις εκάστοτε πολιτικές που ακολουθούν, πραγματοποιούν αγοραπωλησίες νομισμάτων τεράστιου όγκου, με σκοπό να επηρεάσουν τις Συναλλαγματικές Ισοτιμίες. Αυτό φαίνεται ακόμα και από το ότι στην ουσία, η αξία του νομίσματος είναι η συμφωνία που έχει κάνει ένα κράτος αναφορικά με τη τιμή αγοράς και πώλησης του.

Με τη μορφή που έχουν σήμερα οι επιχειρηματικές και εμπορικές δραστηριότητες, είναι πλέον αναπόφευκτη η ανταλλαγή συναλλάγματος. Οι νομισματικές μονάδες που κυριαρχούν σήμερα στις παγκόσμιες συναλλαγές είναι εκείνες που αντιστοιχούν στα κυριότερα εμπορικά κράτη και ενώσεις κρατών, και πρόκειται για τα εξής :

- i. το Γεν ( ¥) της Ιαπωνίας,
- ii. το Ευρώ ( €) των Κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που είναι ενταγμένα στην "Ζώνη του Ευρώ",
- iii. η Βρετανική Στερλίνα (ή Λίρα Αγγλίας - £) της Μεγάλης Βρετανίας,
- iv. το Δολάριο ( \$) των Η.Π.Α , και
- v. το Γουάν της Κίνας

Υπάρχουν, ωστόσο, μικρά κράτη που δεν διαθέτουν δικά τους εθνικά νομίσματα και για τις συναλλαγές τους χρησιμοποιούν αποκλειστικά ξένο νόμισμα, όπως είναι , για παράδειγμα, η Ανδόρα και το Σαν Μαρίνο που έχουν υιοθετήσει το Ευρώ.

## 1.2 Η Συναλλαγματική Ισοτιμία

Η τιμή του ξένου συναλλάγματος, ή αλλιώς συναλλαγματική ισοτιμία, ορίζεται ως η αξία της νομισματικής μονάδας ενός κράτους, σε μία δεδομένη χρονική στιγμή, προς την αντίστοιχη αξία μιας άλλης νομισματικής μονάδας. Πρόκειται για σχέση ανταλλαγής μεταξύ των δύο νομισμάτων στην αγορά συναλλάγματος και αναφέρεται στην ποσότητα του ξένου νομίσματος που μπορεί να αγοραστεί με μία μονάδα εγχώριου νομίσματος και το αντίστροφο.

Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες διαμορφώνονται στην αγορά ξένου συναλλάγματος (foreign exchange market- FOREX), η οποία περιλαμβάνει τη δραστηριοποίηση των εμπορικών τραπεζών, των πολυεθνικών εταιρειών, των διαφόρων οικονομικών οργανισμών, αλλά και τις κεντρικές τράπεζες των χωρών. Στο επόμενο κεφάλαιο θα γίνει εκτενής αναφορά στη διεθνή αγορά συναλλάγματος αλλά και στον τρόπο με τον οποίο αυτή λειτουργεί.

Η συναλλαγματική ισοτιμία αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα της οικονομίας ενός κράτους και έναν από τους πιο κρίσιμους παράγοντες που επηρεάζουν το διεθνές νομισματικό σύστημα. Πρόκειται για την πιο σημαντική μεταβλητή της ανοιχτής οικονομίας καθώς καθορίζει στην πράξη, πόσο θα κοστίζει κάθε μέρα, το εγχώριο νόμισμα στους πολίτες των υπολοίπων κρατών.

Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία ενός ελεύθερα κυμαινόμενου νομίσματος στην αγορά, από τη ροή του διεθνούς εμπορίου, μέχρι τις οικονομικές και πολιτικές καταστάσεις, το επίπεδο των επιτοκίων και τη βραχυπρόθεσμη προσφορά και ζήτηση. Η αξία ενός νομίσματος καθορίζεται από τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης της αγοράς, συσχετίζοντάς το με ένα διαφορετικό νόμισμα.

Το ποσό αβεβαιότητας ή κινδύνου που σχετίζεται με το μέγεθος των διακυμάνσεων σε μια συναλλαγματική ισοτιμία ονομάζεται μεταβλητότητα . Μια μεγαλύτερη μεταβλητότητα συνεπάγεται ότι μια συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί ενδεχομένως να εξαπλωθεί σε μεγαλύτερο εύρος τιμών. Δηλαδή, η τιμή του νομίσματος ενδέχεται να αλλάξει δραματικά σε μικρό χρονικό διάστημα προς οποιαδήποτε κατεύθυνση. Αντίθετα, μια μικρή μεταβλητότητα σημαίνει ότι μια ισοτιμία δεν παρουσιάζει δραματικές διακυμάνσεις, αλλά αλλάζει σταδιακά σε μεγάλο χρονικό διάστημα. Συνήθως, όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα, τόσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης κινδύνου του συγκεκριμένου ζεύγους νομισμάτων. Η μεταβλητότητα συχνά θεωρείται αρνητικός παράγοντας, επειδή αντιπροσωπεύει την αβεβαιότητα και τον κίνδυνο. Ωστόσο, η υψηλή μεταβλητότητα συνήθως καθιστά τις συναλλαγές Forex περισσότερο ελκυστικές για εκείνους που δραστηριοποιούνται στην αγορά.

Από τεχνικής απόψεως, ο όρος "μεταβλητότητα" αναφέρεται στην τυπική απόκλιση της αλλαγής της αξίας ενός χρηματοοικονομικού εργαλείου σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Συνήθως χρησιμοποιείται για την ποσοτικοποίηση του δείκτη κινδύνου ενός ζεύγους νομισμάτων στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η μεταβλητότητα τυπικά εκφράζεται σε ετήσια βάση, και μπορεί να είναι απόλυτος αριθμός ή ποσοστό επί της αρχικής τιμής. Σε γενικές γραμμές, η μεταβλητότητα αναφέρεται στο βαθμό της απρόβλεπτης μεταβολής της ισοτιμίας ενός συγκεκριμένου ζεύγους νομισμάτων με την πάροδο του χρόνου. Αντιπροσωπεύει τον δείκτη κινδύνου που αντιμετωπίζουν όσοι είναι εκτεθειμένοι σε αυτό το ζεύγος νομισμάτων.

Οι συναλλαγές νομισμάτων πραγματοποιούνται σε ζεύγη και τα νομίσματα αγοράζονται και πωλούνται το ένα έναντι του άλλου. Η τιμή που χρησιμοποιείται στις συναλλαγές ονομάζεται συναλλαγματική ισοτιμία, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω. Οι συναλλαγές στα περισσότερα νομίσματα πραγματοποιούνται έναντι του δολαρίου ΗΠΑ (USD). Το πρώτο νόμισμα στο ζεύγος συναλλάγματος ονομάζεται βασικό νόμισμα (ή base currency), ενώ το δεύτερο ονομάζεται αντίπαλο νόμισμα (ή

counter currency ή quote currency). Συνεπώς, το αντίπαλο νόμισμα αποτελεί τον αριθμητή στην αναλογία, και το βασικό νόμισμα τον παρανομαστή. Η τιμή του βασικού νομίσματος είναι πάντοτε 1, δηλαδή η συναλλαγματική ισοτιμία δηλώνει σε έναν αγοραστή το ποσό των αντίπαλων νομισμάτων που πρέπει να δαπανήσει για την αγορά μιας μονάδας του βασικού νομίσματος. Η ισοτιμία δηλώνει επίσης σε έναν πωλητή το ποσό του αντίπαλου νομίσματος που θα λάβει με την πώληση μιας μονάδας του βασικού νομίσματος. Παραδείγματος χάρη: EUR/USD 1,3200 σημαίνει ότι χρειάζονται 1,32 δολάρια για την αγορά ενός ευρώ. Σημαίνει επίσης ότι, με την πώληση ενός ευρώ, θα εισπράξουμε 1,32 δολάρια. Όλες οι συναλλαγές συνεπάγονται την αγορά ενός νομίσματος και την ταυτόχρονη πώληση ενός άλλου νομίσματος. Στην περίπτωση που, την επόμενη ημέρα, η αξία του ευρώ αυξηθεί έναντι του δολαρίου και η νέα ισοτιμία διαμορφωθεί σε 1,35, τότε για κάθε ευρώ που αγοράσαμε κερδίσαμε 3 σεντς (0,03 του δολαρίου). Εάν η συναλλαγή αυτή είχε την αντίθετη κατεύθυνση, για κάθε ευρώ που πουλήσαμε (στην τιμή του 1,32) χάνουμε 3 σεντς (επειδή "ξαναγοράζουμε" το ευρώ για 1,35).

Η επιρροή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, όσον αφορά την ανταγωνιστικότητα μιας χώρας, την οικονομία της και τις εμπορικές της συναλλαγές απέναντι στις υπόλοιπες, είναι καταλυτική. Με βάση τη συναλλαγματική ισοτιμία προσδιορίζεται η ποσότητα των εμπορικών συναλλαγών που διενεργούνται μεταξύ δύο ή και περισσότερων κρατών. Τα ποσά συναλλάγματος διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην εμπορική δραστηριότητα και την ανέλιξη της οικονομίας στην παγκόσμια ελεύθερη αγορά. Για τον λόγο αυτό, η ανάλυση και πρόβλεψή της θεωρούνται αναγκαίες για την ομαλή λειτουργία της παγκόσμιας οικονομίας. Οι τιμές υπόκεινται σε καθημερινή διαφοροποίηση, οπότε και οι ισοτιμίες πρέπει να αναπροσαρμόζονται συνεχώς.

Υπάρχουν αρκετές μέθοδοι απόδοσης της έννοιας και της αξίας της ισοτιμίας βασιζόμενες σε μαθηματικούς τύπους. Έτσι, η ισοτιμία συναλλάγματος ορίζεται ως ο λόγος των χρηματικών αποθεμάτων προς τη συνολική ζήτηση σε όρους αλλοδαπού επιπέδου τιμών ή ως ο λόγος των χρηματικών αποθεμάτων προς τη

σχετική πραγματική ζήτηση. Ακόμη, η ισοτιμία είναι ίση με την παρούσα αξία του στο μέλλον.

Ωστόσο, η βασική εξίσωση που αποδίδει τη συναλλαγματική ισοτιμία είναι η εξής:

$$e = P / P^*$$

όπου, το **e** αντιπροσωπεύει τη συναλλαγματική τιμή, το **P** αντιπροσωπεύει το εγχώριο επίπεδο τιμών ενώ **P\*** είναι το επίπεδο τιμών της αλλοδαπής χώρας.

Βασικές επίσης είναι και οι έννοιες της υποτίμησης και της ανατίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Υποτίμηση ενός νομίσματος είναι απλά η μείωση της τιμής του σε σχέση με τα υπόλοιπα. Ουσιαστικά, υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος έναντι άλλου έχουμε όταν αυτό, μπορεί πλέον να αγοράσει μικρότερες ποσότητες αλλοδαπού. Αυτό για τη χώρα που το κατέχει, σημαίνει ότι ακριβαίνουν τα εισαγόμενα προϊόντα, ενώ μειώνεται η τιμή εκείνων που εξάγει, κάνοντάς τα πιο ελκυστικά και ανταγωνιστικά. Ανατίμηση, από την άλλη, έχουμε με την αύξηση της τιμής ενός νομίσματος που προκαλεί αντίθετα αποτελέσματα από εκείνα της υποτίμησης. Η ανατίμηση ενός νομίσματος, δίνει δικαίωμα στους κατόχους του να αγοράσουν μεγαλύτερη ποσότητα άλλου νομίσματος, άρα και ξένων προϊόντων.

Στη συνέχεια θα δούμε ποια είναι η διαφοροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε ονομαστική και πραγματική και πως υπολογίζεται και στις δύο περιπτώσεις.

### **Ιστορικά**

*Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν διαμορφώνονταν ανέκαθεν ελεύθερα στην παγκόσμια οικονομία. Στις αρχές του προηγούμενου αιώνα, η μεγάλη ανάγκη που υπήρξε*

για την καθιέρωση ενός νομισματικού συστήματος διεθνούς εμβέλειας που θα διευκόλυνε το διαρκώς αυξανόμενο εμπόριο οδήγησε στην *de facto* καθιέρωση του κλασικού κανόνα του χρυσού. Σύμφωνα με τον κανόνα του χρυσού, κάθε χώρα καθόριζε μια συγκεκριμένη ισοτιμία του εθνικού της νομίσματος με τον χρυσό. Το σύστημα αυτής της σταθερής ισοτιμίας διατηρήθηκε έως και τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο όπου σταδιακά εγκαταλείφτηκε.

Μετά τον πρώτο παγκόσμιο πόλεμο και κυρίως από το 1920 έως το 1935 υπήρξε μια διεθνής προσπάθεια για την επαναφορά του αλλά αντιμετώπισε πολλά προβλήματα και πολλές δυσλειτουργίες.

Κατά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, η παγκόσμια οικονομία διήνυσε μια περίοδο μεγάλης νομισματικής αστάθειας που περιελάμβανε υπέρ-πληθωριστικές τάσεις με φυσικό επακόλουθο τις συχνές και μεγάλες μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Έτσι προς το τέλος του πολέμου, το 1944, πραγματοποιήθηκε η Νομισματική και Χρηματοοικονομική Διάσκεψη των Ηνωμένων Εθνών, ευρύτερα γνωστή ως η Διάσκεψη του Bretton Woods, όπου αποφασίστηκε η δημιουργία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), της Παγκόσμιας Τράπεζας, της GATT καθώς και η υιοθέτηση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών που έγινε γνωστό ως "το σύστημα του Bretton Woods".

Σύμφωνα με το σύστημα αυτό κάθε χώρα που συμμετείχε αναλάμβανε την υποχρέωση να ασκήσει τέτοια νομισματική πολιτική που να διατηρεί την συναλλαγματική της ισοτιμία σταθερή σε μια καθορισμένη τιμή, συν/πλην ένα τοις εκατό, σε σχέση με τον χρυσό. Σκοπός της δημιουργίας αυτού του συστήματος ήταν η ύπαρξη ενός ομαλού και προβλέψιμου διεθνούς κλίματος συναλλαγών ανάμεσα στις συμμετέχουσες χώρες, που θα διέπονταν από συγκεκριμένους κανόνες, με περιορισμό των ελέγχων, και την επίτευξη της μετατρεψιμότητας των νομισμάτων όλων των χωρών που συμμετείχαν μέσω των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Το σύστημα αυτό διέφερε από το κλασικό σύστημα του κανόνα του χρυσού καθώς οι ισοτιμίες των νομισμάτων των χωρών που συμμετείχαν ήταν σταθερές μεν σε σχέση με τον χρυσό, δεν ήταν όμως τα νομίσματα τους απ' ευθείας μετατρέψιμα σε χρυσό. Μετατρεψιμότητα σε χρυσό διατηρούσε μόνο το αμερικάνικο δολάριο στην τιμή των \$35 ανά ουγγιά χρυσού. Οι υπόλοιπες χώρες καθόριζαν τις ισοτιμίες τους σε σχέση με τον χρυσό μόνο έμμεσα καθώς υπολόγιζαν την σχέση εθνικού νομίσματος ανά ουγγιά χρυσού που

επιθυμούσαν και όριζαν αντίστοιχα την ισοτιμία τους με το δολάριο. Το δολάριο έτσι έγινε «παρεμβατικό νόμισμα» για την διατήρηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Με τη χρήση του παραπάνω συστήματος στη δεκαετία του 1950 άρχισαν να φαίνονται τα αναμενόμενα αποτελέσματα με την μορφή της μεγάλης ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου, της οικονομικής ανάπτυξης και των επενδύσεων. Όμως, η ανελαστικότητα των τιμών στα τέλη της δεκαετίας του 1960 και η γενικότερη αστάθεια στην διεθνή πολιτική και οικονομική σκηνή προκάλεσαν διαδοχικές υποτιμήσεις και ανατιμήσεις των ισχυρών νομισμάτων γεγονός που οδήγησε σε αστάθεια, αβεβαιότητα και την ανάγκη λήψης νομισματικών μέτρων από τις ΗΠΑ για την στήριξη του δολαρίου. Τα μέτρα αυτά όμως δεν απέδωσαν καθώς τόσο το ελλειμματικό ισοζύγιο των ΗΠΑ όσο και το κλίμα της διεθνούς αβεβαιότητας συνέχισαν να συντηρούνται στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, και τελικά το 1971 με απόφαση του προέδρου Richard Nixon, οι ΗΠΑ εγκαταλείπουν την μετατρεψιμότητα του δολαρίου σε χρυσό και μαζί μ' αυτήν το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods.

Έτσι αρχίζει η νεότερη εποχή των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σε αυτό το σύστημα τα νομίσματα είναι «ελεύθερα» να κυμαίνονται και η αξία τους καθορίζεται από τις δυνάμεις της αγοράς.

### 1.2.2 Ονομαστική και πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία

Η συναλλαγματική ισοτιμία διακρίνεται σε ονομαστική και πραγματική. Η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία χρησιμοποιείται στις τρέχουσες συναλλαγές και εξαρτάται από το λόγο των τιμών κάθε χώρας, ενώ η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση των τάσεων των ισοτιμιών και εξαρτάται από την ονομαστική ισοτιμία, τα επίπεδα των τιμών και τα επίπεδα πληθωρισμού των δύο χωρών.

Η **Ονομαστική Συναλλαγματική Ισοτιμία (e)** είναι η αξία μίας μονάδας εγχώριου νομίσματος σε τρέχουσες μονάδες ξένου. Μαθηματικά ορίζεται ως ο λόγος

ανταλλαγής του ξένου νομίσματος προς το εγχώριο , όπως ακριβώς υπολογίσαμε και τη συναλλαγματική ισοτιμία παραπάνω

$$e = P / P^*$$

Η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία είναι η τιμή στην οποία μπορεί κάποιος να ανταλλάξει ένα νόμισμα με κάποιο άλλο. Για παράδειγμα, η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία Ευρώ – δολάριο, αντιστοιχεί σε  $1€ = 1,40\$$ , ενώ δολάριο-Ευρώ αντιστοιχεί σε  $1 / 1,40$  δηλαδή  $1 \$ = 0,714€$ . Αν μεταβληθεί η ισοτιμία και απαιτείται μεγαλύτερο ποσό σε ευρώ για την αγορά ενός δολαρίου, τότε στην πράξη αυξάνεται ο παρονομαστής και μειώνεται το κλάσμα. Αυτό για τους συναλλασσόμενους υποδηλώνει αύξηση της αξίας του δολαρίου. Χρησιμοποιούνται κυρίως, δύο τρόποι, για να αποδώσουμε λεκτικά την μεταβολή αυτή, είτε λέγοντας ότι το Ευρώ υποτιμάται έναντι του δολαρίου, είτε το δολάριο ανατιμάται έναντι του Ευρώ. Συμπερασματικά, η ανατίμηση του δολαρίου έναντι του Ευρώ, σημαίνει πτώση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και το αντίστροφο.

Η **Πραγματική Συναλλαγματική Ισοτιμία (real exchange rate)**, είναι ο λόγος των τιμών μεταξύ εγχώριων και αλλοδαπών προϊόντων, μεταφρασμένος σε μονάδες εγχώριου νομίσματος. Στην ουσία είναι η τιμή των αγαθών σε δύο χώρες εκφρασμένη σε κοινό νόμισμα και αποτελεί μέτρο σύγκρισης της ανταγωνιστικότητας ενός κράτους. Οι διακυμάνσεις στη πραγματική ισοτιμία επιδρούν στη κατανομή των παραγωγικών πόρων και του πλούτου.

Μαθηματικά η **πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία (ε)** ορίζεται ως το γινόμενο της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (e) επί τον λόγο του επιπέδου των τιμών των εγχώριων προϊόντων (P) προς εκείνο των ξένων (P\*), έτσι έχουμε:

$$\varepsilon = e ( P / P^* )$$



Έτσι, για παράδειγμα αν η ισοτιμία ευρώ - δολαρίου είναι  $e = 1,40$  το επίπεδο τιμών των ΗΠΑ  $P^* = 120\$$  και το επίπεδο τιμών στην Ευρωζώνη  $P = 100$ , τότε  $e = 1,40 * (100/120) = 1,16$ . Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία εκφράζεται ως δείκτης. Η τιμή  $e = 1,16$  που προέκυψε στο πιο πάνω παράδειγμα, σημαίνει ότι η ονομαστική ισοτιμία είναι υπερτιμημένη κατά 16%.

Όσο υψηλότερη η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, τόσο φθηνότερα είναι τα εισαγόμενα σε σχέση με τα εγχώρια αγαθά (και το αντίστροφο). Αν η πραγματική τιμή συναλλάγματος είναι υψηλή, τα ξένα αγαθά είναι φθηνότερα και τα εγχώρια σχετικά ακριβότερα, ενώ αν η πραγματική τιμή συναλλάγματος μειωθεί, τα ξένα αγαθά γίνονται ακριβότερα και τα εγχώρια αγαθά φθηνότερα. Εκτός από το εισόδημα, ο βασικότερος παράγοντας που σχετίζεται με το επίπεδο εισαγωγών – εξαγωγών είναι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία. Η σχέση μεταξύ πραγματικής ισοτιμίας και εξαγωγών είναι αρνητική. Μία ενδεχόμενη μείωση της πραγματικής ισοτιμίας, κάνει τα εγχώρια αγαθά φθηνότερα και πιο ανταγωνιστικά σε σχέση με τα ξένα και έτσι αυξάνονται οι εξαγωγές.

### 1.2.3 Προσδιοριστικοί παράγοντες των συναλλαγματικών ισοτιμιών

Η συναλλαγματική ισοτιμία αποτελεί έναν από τους κυριότερους παράγοντες προσδιορισμού μιας οικονομίας, γεγονός που αποδεικνύει την πρόβλεψη και τον υπολογισμό της σε βασικό μέλημα ενός κράτους, γι' αυτό και στη συνέχεια αναλύονται οι δυνάμεις που την επηρεάζουν, το πώς και κατά πόσο αυτές δρουν προσδιοριστικά. Η πρόβλεψη των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι απαραίτητη στην άσκηση χρηματοοικονομικής διοίκησης σε θέματα όπως επενδύσεις, βραχυχρόνια αντιστάθμιση κινδύνου, επέκταση δραστηριότητας στο εξωτερικό κ.α.

Το να ανατρέξει κανείς στο παρελθόν, προκειμένου να προβλέψει την εξέλιξη των συναλλαγματικών ισοτιμιών, είναι κάτι που μόνο αυθαίρετα και

λανθασμένα συμπεράσματα, μπορεί να παράγει. Το επίπεδο και οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, αποτελούν ένα από τα μείζονα οικονομικά θέματα μιας χώρας, εξαιτίας των έντονων επιπτώσεών τους και καθιστούν την εξέτασή τους, ως υψίστης σημασίας. Απαραίτητη για αυτή τη διαδικασία είναι η διαπίστωση αρχικά των παραγόντων που επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες (Σ.Ι) και η διερεύνησή τους, ανάλογα με τις επικρατούσες κοινωνικοπολιτικές και οικονομικές συνθήκες, εγχώρια, αλλά και διεθνώς. Βασική προϋπόθεση, εκτός από την εξοικείωση με τους προσδιοριστικούς παράγοντες που βρίσκονται πίσω από τις μετακινήσεις των Σ.Ι., είναι και η βαθειά γνώση των εξελίξεων στην αγορά συναλλάγματος.

Σήμερα, η κεφαλαιακές ροές έχουν απελευθερωθεί στα περισσότερα κράτη, δίνοντας τη σκυτάλη του προσδιορισμού των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις κυρίαρχες δυνάμεις της αγοράς, δηλαδή στην προσφορά και ζήτηση για νομίσματα. Αυτές οι δυνάμεις, διαμορφώνονται ανάλογα με τις προσδοκίες του κοινού και τις κοινωνικοπολιτικές εξελίξεις κάθε κράτους.

Ακόμη, αναγκαία κρίνεται για τον προσδιορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών η διερεύνηση των παρακάτω παραγόντων:

- **οι κοινωνικοπολιτικές και οικονομικές συνθήκες**, οι οποίες είναι ικανές να προκαλέσουν αύξηση στη ζήτηση για συναλλαγές και ξένο νόμισμα, οδηγώντας έτσι στη πτώση της αξίας του εγχώριου νομίσματος.
- **ο πληθωρισμός**, ο οποίος αν βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα, συνεπάγεται για μια χώρα, μειωμένη ζήτηση για το εθνικό της νόμισμα από τα υπόλοιπα κράτη.
- **τα προσφερόμενα προϊόντα και οι υπηρεσίες των ξένων κρατών** που δεν υπάρχει δυνατότητα απόκτησής τους στην εγχώρια αγορά. Επομένως, η ζήτηση συναλλάγματος για την εισαγωγή τους, θα σημειώσει αύξηση.
- **το ελλειμματικό Ισοζύγιο πληρωμών**, όπου το ισοζύγιο πληρωμών μιας χώρας περιλαμβάνει τις οικονομικές συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν

σε ορισμένο διάστημα, μεταξύ της ίδιας και των άλλων χωρών, καθώς και το ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων. Για παράδειγμα η ύπαρξη ελλείμματος υποδηλώνει μεγαλύτερη εκροή Ευρώ από την Ελλάδα σε χρονικό διάστημα ενός έτους, από ότι εισροή του ίδιου νομίσματος από ξένες χώρες. Όσο αυξάνεται ο βαθμός πώλησης Ευρώ στη συναλλαγματική αγορά, τόσο μειώνεται η αξία του σε αυτήν, ανεβάζοντας έτσι, την αξία άλλων νομισματικών μονάδων, πέρα από το προσδοκώμενο. Στο σημείο αυτό, εμφανίζεται η κρατική παρέμβαση, με σκοπό να εξισορροπηθεί η τιμή τους. Οι ενέργειες των κυβερνήσεων, περιλαμβάνουν σε αυτές τις περιπτώσεις, την πώληση των εθνικών τους νομισμάτων και την αγορά Ευρώ.

- Οι **τρόποι δράσης και οι πολιτικές του κράτους και της Κεντρικής Τράπεζας**, που περιλαμβάνουν την αγοραπωλησία συναλλάγματος, με σκοπό να εξισορροπηθεί η τιμή στο νόμισμα. Οι Κεντρικές Τράπεζες εφαρμόζουν συναλλαγματική πολιτική, χρησιμοποιώντας τα αποθέματά τους σε ξένο νόμισμα, για να μεταβάλουν την αξία του εγχώριου νομίσματος.
- Οι **ανακοινώσεις των Κεντρικών Τραπεζών**, καθώς αρκετές φορές μία πληροφορία, σχετική με τα μακροοικονομικά μεγέθη, μπορεί να έχει διαφορετικό αντίκτυπο στη συναλλαγματική ισοτιμία, ανάλογα με την περίοδο που κοινοποιείται και τις επικρατούσες συνθήκες. Επίσης, ιδιαίτερης σημασίας είναι και η ερμηνεία που θα αποδώσει η αγορά στις ανακοινώσεις αυτές και κυρίως αν αυτό γίνει με βάση τις προσδοκίες του κοινού.
  - Η συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να θεωρηθεί και ως **συνάρτηση των προσδοκιών του αγοραστικού και επενδυτικού κοινού**, αναφορικά με την εξέλιξη της τιμής των εθνικών νομισμάτων και των ισοτιμιών τους (άνοδος – πτώση). Η επιρροή που ασκείται στις επενδυτικές, κερδοσκοπικές και εμπορικές κινήσεις του κοινού από τις προσδοκίες, έχει ως αποτέλεσμα τελικά, την μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Οι διακυμάνσεις που υφίστανται οι συναλλαγματικές ισοτιμίες ανά μέρα, στην ουσία οφείλονται, συνήθως, σε πρόσκαιρα ή απρόσμενα γεγονότα και συνθήκες, όπως η ξαφνική και μαζική εξαγωγή / εισαγωγή αγαθών. Έτσι, προκαλείται μεγαλύτερη εισροή και ανταλλαγή (ξένου) χρήματος, κάτι που ισχυροποιεί το εγχώριο νόμισμα. Οι διαφορές που προκύπτουν ημερησίως μεταξύ των ισοτιμιών, ιδιαίτερα αν είναι έντονες και απρόσμενες, επιφέρουν αντίστοιχες διαφορές σε κέρδη και ζημίες των συναλασσόμενων. Περισσότερο επηρεάζονται βέβαια, οι αποδόσεις όσων διαπραγματεύονται στην αγορά μεγάλα ποσά των νομισμάτων αυτών.

Η κατάσταση στα μακροοικονομικά μεγέθη μιας χώρας, καθώς και οι εξελίξεις που παρουσιάζονται σε αυτά, συνδέονται, σύμφωνα με τους αναλυτές, άρρηκτα με την πορεία των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Θεωρούνται από τους κρισιμότερους παράγοντες που επηρεάζουν τη συναλλαγματική ισοτιμία, λόγω της αυξημένης ευαισθησίας της στις διακυμάνσεις τους, αν και οι μακροοικονομικές μεταβλητές προσφέρουν μειωμένη δυνατότητα πρόβλεψης της ισοτιμίας, βραχυχρόνια. Οι μακροοικονομικοί παράγοντες μιας χώρας, όπως τα επιτόκια, η προσφορά και ζήτηση χρήματος, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, είναι κάποιοι από τους παράγοντες που μεταβάλλουν και προσδιορίζουν αναλόγως, τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Η συναλλαγματική αγορά δεν ασχολείται μόνο με τη παρούσα κατάσταση των μακροοικονομικών μεγεθών μιας χώρας, αλλά και με τη μελλοντική τους εξέλιξη. Έτσι, επενδυτές και λοιποί ενδιαφερόμενοι είναι υποχρεωμένοι να εξετάζουν κάθε φορά που ανακοινώνεται κάτι σχετικά με αυτά, αν πρόκειται για μία κατάσταση μη αναστρέψιμη ή για ένα περιοδικό φαινόμενο, καθώς και τις αλλαγές που θα επιφέρει. Κάθε περίπτωση είναι μοναδική και η διάρκεια που θα έχει η εκάστοτε μεταβολή στα μακροοικονομικά μεγέθη (Μ.Μ), προσδιορίζει τις παροντικές και μελλοντικές κινήσεις των επενδυτών (traders) . Οι αλλαγές στα μακροοικονομικά μεγέθη επιφέρουν σχεδόν πάντα αντιδράσεις και στις πολιτικές που ασκούνται στα πλαίσια μιας χώρας. Αφού όμως, τα μακροοικονομικά μεγέθη, δημοσιοποιούνται

περιοδικά, το νωρίτερο, ανά μήνα και το αργότερο, ανά έτος, η διαδικασία πρόβλεψης των ισοτιμιών καθημερινά, με βάση αυτά, είναι αδύνατη.

Ωστόσο, η συναλλαγματική αγορά δεν ασχολείται μόνο με την παρούσα κατάσταση των μακροοικονομικών μεγεθών μιας χώρας, αλλά και με τη μελλοντική τους εξέλιξη. Έτσι, επενδυτές και λοιποί ενδιαφερόμενοι, είναι υποχρεωμένοι να εξετάζουν κάθε φορά που ανακοινώνεται κάτι νέο σχετικά με αυτά, αν πρόκειται για μια κατάσταση μη αναστρέψιμη και μόνιμη, ή για ένα παροδικό φαινόμενο, καθώς επίσης, και τις αλλαγές που θα επιφέρει σε όλες τις εκφάνσεις της οικονομικής δραστηριότητας.

Κάθε περίπτωση είναι μοναδική και η διάρκεια που θα έχει η όποια μεταβολή στα μακροοικονομικά μεγέθη, προσδιορίζει τις παροντικές και μελλοντικές κινήσεις των επενδυτών. Επιπλέον, εφόσον οι αλλαγές σε τέτοιους τομείς επιφέρουν σχεδόν πάντα αντιδράσεις και στην αγορά συναλλάγματος και στη πολιτική που ακολουθεί κάθε κυβέρνηση, κρίνεται απαραίτητη η περαιτέρω διερεύνησή τους με χρήση των κατάλληλων μοντέλων.

#### **1.2.4 Συναλλαγματικός Κίνδυνος**

Ο Συναλλαγματικός Κίνδυνος ορίζεται ως ο κίνδυνος απωλειών από δυσμενή μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών και συναντάται κυρίως στα πλαίσια επενδυτικών και κερδοσκοπικών κινήσεων. Οι πιθανές μεταβολές και ποσοτικές διαφορές, είναι μέρος που κινδύνου που διέπει τις συναλλαγματικές αγορές. Όσο πιο συχνά παρουσιάζονται, τόσο περισσότερο αυξάνεται ο κίνδυνος, με αποτέλεσμα να αναλαμβάνεται μεγαλύτερο ρίσκο από επενδυτές και εμπόρους. Στην περίπτωση αυτή, είτε θα ανεβούν οι τιμές για να αντιμετωπιστεί ο κίνδυνος, είτε θα σημειωθεί πτώση στο διακρατικό εμπόριο. Για την αντιμετώπισή του συναλλαγματικού κίνδυνου υπάρχουν μια σειρά από κατάλληλα παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (future contracts), προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts), ανταλλαγές νομισμάτων (swap contracts), δικαιώματα προαίρεσης (options) κ.α

Η ανασφάλεια, η έλλειψη σχετικής σταθερότητας και το μεγάλο ρίσκο, είναι βασικοί ανασταλτικοί παράγοντες για την εμπορική δραστηριότητα. Γίνεται λοιπόν κατανοητό, ότι αν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες προσδιορίζονταν ελεύθερα, χωρίς καμία παρεμβατική κίνηση, οι επιπτώσεις στο εμπόριο και τις επενδύσεις διεθνώς, θα ήταν εντονότερες και με άγνωστα αποτελέσματα. Προκειμένου να διεξάγονται ομαλά οι διακρατικές συναλλαγές, είναι επιτακτική η ανάγκη για σχετική ισορροπία στις Σ.Ι. Για τον λόγο αυτό, έχει διαμορφωθεί από τα εμπλεκόμενα κράτη, ένα φάσμα κανόνων που εμποδίζουν τις απότομες αλλαγές στις ισοτιμίες. Το επίπεδο αυτό είναι ουσιαστικά η τιμή που εξισώνει την εγχώρια ζήτηση συναλλάγματος για προϊόντα και υπηρεσίες της αλλοδαπής χώρας με τη προσφερόμενη ποσότητα συναλλάγματος από την αλλοδαπή χώρα.

### 1.3 Θεωρίες συναλλαγματικής ισοτιμίας

#### α) Ισοτιμία αγοραστικής δύναμης

Η ισοτιμία αγοραστικής δύναμης συνδέει τις κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών με τις διαφορές μεταξύ του εγχώριου επιπέδου τιμών και του επιπέδου τιμών των μεγάλων εμπορικών εταίρων της χώρας. Η θεωρία της ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης αντλεί την έμπνευσή της από την Αρχή της Μίας Τιμής. Σύμφωνα με την αρχή αυτή, αν δύο αγαθά είναι πανομοιότυπα, θα πωληθούν στην ίδια τιμή. Αλλιώς θα μας συμφέρει να αγοράσουμε το αγαθό εκεί που είναι πιο φθηνό και να το πουλήσουμε εκεί που είναι πιο ακριβό. Η κερδοσκοπική αγοραπωλησία (αρμπιτράζ) είναι η διαδικασία που διασφαλίζει την εκμετάλλευση της κάθε διαφοράς στις τιμές μεταξύ δύο χωρών με στόχο τη δημιουργία ακίνδυνου κέρδους (θα γίνει εκτενής αναφορά στη διαδικασία του αρμπιτράζ στο επόμενο κεφάλαιο). Αν αυτή η αρχή επεκταθεί σε όλα τα αγαθά, μετατρέπεται στην θεωρία της απόλυτης ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης. Η κεντρική αρχή της θεωρίας είναι ότι όταν το γενικό επίπεδο των τιμών μετατραπεί σε ένα κοινό νόμισμα, θα είναι το ίδιο για όλες τις χώρες. Αν αυτό δεν συν έβαινε, τα άτομα που εξειδικεύονται στο

αρμπιτράζ θα είχαν προσοδοφόρα κίνητρα να διεξάγουν το εμπόριο αγαθών μέχρι να εξαφανιστεί η διαφορά.

#### Εμπειρική ανάλυση της ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης

- οι εμπειρικές εκτιμήσεις της ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης έχουν πολλές πρακτικές χρήσεις. Χρησιμοποιούνται ευρέως για τη σύγκριση των βιοτικών επιπέδων μεταξύ των χωρών.
- η απόκλιση μεταξύ της ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης και της πραγματικής ισοτιμίας αποτελεί σύνηθες φαινόμενο.
- οι δείκτες της σχετικής ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης αν και βρίσκουν μεγαλύτερη θεωρητική αποδοχή από ό,τι οι απόλυτοι δείκτες, έχουν αποφέρει ανάμεικτα αποτελέσματα κατά την ανάλυση και πρόβλεψη των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- η ισοτιμία αγοραστικής δύναμης έχει την τάση να μην εμφανίζει καλές επιδόσεις όταν συμβαίνουν σημαντικές δομικές μεταβολές, όπως η αύξηση της τιμής του πετρελαίου κατά τη δεκαετία του '70, η ραγδαία άνοδος της ανεργίας ή η επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης μίας χώρας.

Κάτω από αυτές τις συνθήκες, η αντίληψη της αγοράς για μία οικονομία, για την ικανότητά της να προσχωρήσει σε ένα καθεστώς χαμηλού πληθωρισμού, τη δέσμευσή της για την εξυπηρέτηση του χρέους της κ.λ.π., περνάει μεγάλες μεταβολές. Η πραγματική ή αναμενόμενη πολιτική αστάθεια έχει επίσης μεγάλη επίδραση στη συναλλαγματική ισοτιμία. (Τα γεγονότα αυτά δεν επηρεάζουν απαραίτητως το τρέχον ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, μπορούν όμως να έχουν σοβαρές επιπτώσεις στο μελλοντικό ισοζύγιο.) Η αναμονή των μελλοντικών δυσκολιών είναι αυτή που κινητοποιεί τις κεφαλαιακές ροές και μεταβάλλει τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Επιπλέον, η ισοτιμία αγοραστικής δύναμης δεν είναι χρήσιμη στο βραχυπρόθεσμο επίπεδο, στο οποίο λειτουργούν οι διαπραγματευτές συναλλάγματος.

## **β) Το ισοζύγιο πληρωμών και οι νομισματικές προσεγγίσεις**

Μία εναλλακτική πρόταση στην προσέγγιση της ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης για τον προσδιορισμό του επιπέδου ισορροπίας μίας ισοτιμίας είναι η προσέγγιση του ισοζυγίου πληρωμών. Η θεωρία αυτή εστιάζεται πιο άμεσα στην σχέση μεταξύ του εμπορικού ισοζυγίου και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, τα οποία έχουν υποστεί τις κατάλληλες τροποποιήσεις, προκειμένου να περιλάβουν τις μακροπρόθεσμες κεφαλαιακές ροές και τη μεταβολή των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σύμφωνα με αυτήν την άποψη, μία χώρα με διαρκές έλλειμμα έχει αρκετές πιθανότητες να προβεί σε υποτίμηση, και μία χώρα με διαρκές πλεόνασμα είναι πιο πιθανό να προβεί σε ανατίμηση.

## **γ) Θεωρία της ισοδυναμίας ονομαστικών επιτοκίων (interest rate parity)**

Σύμφωνα με τη θεωρία της ισοδυναμίας των ονομαστικών επιτοκίων το προθεσμιακό πρίμ ή έκπτωση ενός νομίσματος σχετίζεται με τη διαφορά των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων μεταξύ δύο χωρών. Αυτή η διαφορά των επιτοκίων πρέπει να είναι περίπου ίση με το προθεσμιακό πριμ ή έκπτωση. Όταν η αγορά βρίσκεται σε ισορροπία, η διαφορά μεταξύ της προθεσμιακής και της τρέχουσας συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι τέτοια που να αντισταθμίζει τη διαφορά μεταξύ των επιτοκίων και να καθιστά το καλυμμένο αρμπιτράζ επιτοκίου μη χρήσιμο. Μη χρήσιμο σημαίνει ότι εάν ισχύει η ισοδυναμία ονομαστικών επιτοκίων οι επενδυτές δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν καλυμμένο αρμπιτράζ επιτοκίου για να πετύχουν αποδόσεις μεγαλύτερες από αυτές των εγχωρίων. Συνεπώς όταν ισχύει η ισοδυναμία ονομαστικών επιτοκίων, ο επενδυτής επιτυγχάνει μια απόδοση που είναι ίση της εγχώριας ανεξάρτητα του εάν επενδύει στην εγχώρια αγορά ή στην ξένη αγορά χρησιμοποιώντας αρμπιτράζ καλυμμένου επιτοκίου.



## **Κεφάλαιο 2 : Η Αγορά Συναλλάγματος**

### **2.1 Η Αγορά Συναλλάγματος**

Μετά την κατάρρευση του Συστήματος Bretton-Woods του 1944, στις 15 Αυγούστου του 1971, λόγω της μονομερούς απόφασης των ΗΠΑ να παύσει η μετατρεψιμότητα των δολαρίων σε χρυσό, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες σταδιακά απελευθερώθηκαν και καταστάθηκαν κυμαινόμενες. Έτσι, δημιουργήθηκε η διεθνής αγορά συναλλάγματος, στην οποία καθορίζεται η σχετική αξία των νομισμάτων μεταξύ τους.

Η διεθνής αγορά συναλλάγματος ή αλλιώς FOREX (από το foreign exchange) είναι η μεγαλύτερη αγορά χρήματος στον κόσμο με αντικείμενο την διαπραγμάτευση των νομισμάτων. Αποτελεί μια παγκόσμια και πλήρως αποκεντρωμένη αγορά, αφού δεν υπάρχει κάποιο μοναδικό σημείο σε κάθε χώρα, στο οποίο να πραγματοποιείται η αγοραπωλησία διαφορετικών νομισμάτων, όπως είναι τα χρηματιστήρια για τις μετοχές εταιρειών. Οι πράξεις αγοραπωλησίας συναλλάγματος είναι συναλλαγές OTC (από τα αρχικά των λέξεων Over-the-Counter), δηλαδή πραγματοποιούνται μέσω δικτύων μεσιτών που λειτουργούν ως μεσάζοντες μεταξύ αγοραστών και πωλητών συναλλαγματικών αξιών. Οι μεσίτες διενεργούν πράξεις και για λογαριασμό τους.

Στη διεθνή αγορά συναλλάγματος, που πρακτικά αποτελείται από ένα εκτεταμένο δίκτυο διασυνδεδεμένων υπολογιστών σε τράπεζες, οργανισμούς, επιχειρήσεις, ανταλλακτήρια κ.α., συμμετέχουν εμπορικές και κεντρικές τράπεζες, κυβερνήσεις, εταιρείες, θεσμικοί επενδυτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, ιδιώτες επενδυτές, ακόμα και hedge funds. Η αγοραπωλησία νομισμάτων είναι

απαραίτητη για το διασυνοριακό εμπόριο, αλλά προσελκύει και κερδοσκόπους. Πρόκειται για τη μεγαλύτερη αγορά του κόσμου και εμφανίζει εξαιρετικά εκτεταμένη γεωγραφική διασπορά, υπόκειται σε ελάχιστη εποπτεία, ενώ δεν "κοιμάται" ποτέ τις καθημερινές, μόνο τα Σαββατοκύριακα. Από το βράδυ της Κυριακής στις 20:15 ώρα Γκρίνουιτς μέχρι την Παρασκευή το βράδυ στις 22:00 ώρα Γκρίνουιτς, πραγματοποιούνται εκατομμύρια πράξεις συναλλάγματος 24 ώρες το 24ωρο.

Οι μεγαλύτερες αγορές βρίσκονται στο Λονδίνο, την Νέα Υόρκη, το Χονγκ Κονγκ και το Τόκυο. Το άνοιγμα των αγορών ξεκινάει πρώτα στη Νέα Ζηλανδία και Αυστραλία, μετά στην Ασία, Μέση Ανατολή, Ευρώπη και τελικά στην Αμερική. Πριν κλείσουν οι αγορές της Ασίας, ανοίγουν οι αγορές της Ευρώπης και έτσι υπάρχουν πάντα ανοιχτές αγορές σε ολόκληρο τον κόσμο. Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται οι μεγαλύτερες αγορές καθώς και οι ώρες που ανοίγουν και κλείνουν.

### Πίνακας -1-

#### *Σπουδαιότερες αγορές ανά τον κόσμο- ώρα ανοίγματος και κλεισίματος*

<b><u>Time Zone</u></b>	<b><u>New York</u></b>	<b><u>GMT</u></b>
<b>Tokyo open</b>	7:00 pm	0:00
<b>Tokyo close</b>	4:00 am	9:00
<b>London open</b>	3:00 am	8:00
<b>London close</b>	12:00 pm	17:00
<b>New York open</b>	8:00 am	13:00
<b>New York close</b>	5:00 pm	22:00

Οι οθόνες των υπολογιστών σε όλο τον κόσμο δείχνουν συνεχώς συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ένας trader βάζει στον υπολογιστή του μια 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, και δεν έχει καμία σημασία για αυτόν, εάν ο αντισυμβαλλόμενος βρίσκεται στο Λονδίνο, στη Σιγκαπούρη ή στο Μπουένος Άιρες.

Οι συνθήκες της αγοράς ξένου συναλλάγματος ενδέχεται να αλλάξουν ανά πάσα στιγμή, επειδή οποιοδήποτε συμβάν σε κάποιο σημείο του πλανήτη έχει επιπτώσεις στην αξία των νομισμάτων. Η αγορά Forex αποτελεί τη μεγαλύτερη αγορά στον κόσμο, όπου πραγματοποιούνται συναλλαγές ανάμεσα σε τράπεζες, οργανισμούς, επενδυτές και μεμονωμένους ανθρώπους. Λόγω της κολοσσιαίας ρευστότητάς της θεωρείται σχεδόν ιδανική από τους οπαδούς της πλήρως απελευθερωμένης οικονομίας, καθώς η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών που πραγματοποιούνται σε αυτήν παγκοσμίως υπολογίζεται σε 4 τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ. Εξ αυτών, συναλλαγές αξίας μεγαλύτερης των 2 τρισ. δολαρίων αφορούν σε συναλλαγματικές πράξεις που θα ολοκληρωθούν στο μέλλον, μέσω forwards, swaps και άλλων παρόμοιων χρηματοοικονομικών συμφωνιών. Το 36% των συναλλαγών στην αγορά Forex πραγματοποιείται μέσω της Μεγάλης Βρετανίας, το 17% μέσω των ΗΠΑ και το 6% μέσω της Ιαπωνίας.

Αρχικά, εντός της συναλλαγματικής αγοράς διενεργούνταν κυρίως συναλλαγές που αφορούσαν το διεθνές εμπόριο. Στις μέρες μας όμως, ένα πολύ μεγάλο μέρος, σχετίζεται με τις διεθνές επενδύσεις. Η συναλλαγματική αγορά συνδέει το εγχώριο με το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και έτσι, μπορούν οι κάτοικοι της ημεδαπής να έχουν πρόσβαση στις διεθνείς αγορές και το αντίστροφο. Συνδέεται με άλλες εγχώριες χρηματοπιστωτικές αγορές και οι εξελίξεις σε αυτήν επιδρούν στα επιτόκια, τη προσφορά χρήματος και την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, οι εξελίξεις σε αυτήν, επηρεάζουν το επίπεδο τιμών, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, τις ροές κεφαλαίων και τις αποφάσεις των επιχειρήσεων σχετικά με τη δραστηριοποίησή τους στο εξωτερικό.

Στόχος του επενδυτή στις συναλλαγές Forex είναι να σημειωθεί για αυτόν κέρδος χάρη στις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Κατά κανόνα, τα

βασικά νομίσματα, η Βρετανική Λίρα (GBP), το Ευρώ (EUR), το Ιαπωνικό γιεν (JPY), και το Ελβετικό φράγκο (CHF) διαπραγματεύονται έναντι του Αμερικάνικου δολαρίου (USD). Τα ζεύγη διαπραγμάτευσης τα οποία δεν περιλαμβάνουν το USD ονομάζονται cross pairs (σταυροειδή νομισματικά ζευγάρια), και εμφανίζονται με πολύ μικρότερη συχνότητα.

Η αγορά συναλλάγματος 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 συνάλλαγμα μικρών ποσοτήτων σε προκαθορισμένη τιμή. 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, όπου δεν γίνεται ανταλλαγή «πραγματικού» χρήματος. 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 και οι δύο τράπεζες που εμπλέκονται θα μεταφέρουν απλά τραπεζικές καταθέσεις μέσω του SWIFT προκειμένου να διακανονισθεί η συναλλαγή.

Η αγορά συναλλάγματος διακρίνεται επίσης σε άμεση (spot) και προθεσμιακή (forward), ανάλογα με το χρόνο παράδοσης του ξένου νομίσματος. Στη πρώτη περίπτωση ο πελάτης προβαίνει σε άμεση αγοραπωλησία νομίσματος. Οι συναλλαγές νομισμάτων σε συγκεκριμένη τιμή και ημερομηνία, εντάσσονται στην προθεσμιακή αγορά (forward market), η οποία αποτελεί πόλο έλξης για όσους επιθυμούν να αποκομίσουν κέρδη προβλέποντας ορθά τις μεταβολές στις νομισματικές ισοτιμίες.

Τέλος, υπάρχει και η συναλλαγή κατά την οποία γίνεται ανταλλαγή νομισμάτων (Swap), η οποία συνδυάζει ταυτόχρονα τις άλλες δύο. Στη περίπτωση αυτή, ο συναλλασσόμενος, πωλεί ένα νόμισμα για άμεση παράδοση και αγοράζει το ίδιο νόμισμα για παράδοση στο μέλλον. Στη συναλλαγματική αγορά

αναφέρονται πάντα δύο είδη τιμών για την εκάστοτε ισοτιμία, η τιμή αγοράς (Bid rate) και η τιμή πώλησης (Ask rate). Η διαφορά μεταξύ των δύο τιμών (Spread), είναι στην ουσία το ποσό που κρατεί η εκάστοτε τράπεζα ως κέρδος και αντιστοιχεί σε λιγότερο από το 1/10 της ποσοστιαίας μονάδας της αξίας των συναλλαγών των βασικών νομισματικών μονάδων.

Η αγορά συναλλάγματος, ισχυροποίησε τη χρήση ξένου νομίσματος και την κατέστησε πιο δημοφιλή ως μέσο επένδυσης και κερδοσκοπίας. Στην αγορά συναλλάγματος στρέφονται οι επενδυτές που δεν αποστρέφονται τον κίνδυνο, αλλά επιθυμούν ανάληψη αυξημένου επενδυτικού κινδύνου και επίτευξη υψηλών αποδόσεων.

## **2.2 Κίνδυνοι στην αγορά συναλλάγματος και αντιστάθμιση**

Η αγορά Forex συμπεριφέρεται διαφορετικά από ότι οι υπόλοιπες αγορές. Η ταχύτητα, η αστάθεια, και το τεράστιο μέγεθος της αγοράς έρχονται σε αντίθεση με οτιδήποτε άλλο στον οικονομικό κόσμο. Ακριβώς όπως και κάθε άλλη κερδοσκοπική επιχείρηση, ο αυξημένος κίνδυνος συνεπάγεται ευκαιρίες για ένα υψηλότερο κέρδος ή ζημία. Οι αγορές συναλλάγματος είναι πολύ υποθετικές και ασταθείς από την φύση τους. Οποιοδήποτε νόμισμα μπορεί να γίνει πολύ ακριβό ή πολύ φθινό σε σχέση με οποιοδήποτε άλλο ακόμη και με όλα τα άλλα νομίσματα μέσα σε λίγες μέρες ή ώρες, ακόμη και σε λίγα λεπτά. Αυτή η απρόβλεπτη φύση των νομισμάτων είναι που προσελκύει έναν επενδυτή να επενδύσει στην αγορά συναλλάγματος.

Οι Τράπεζες ανά τον κόσμο προτείνουν και διαφημίζουν παραλλαγές των προϊόντων της συναλλαγματικής αγοράς. Γενικά οι τράπεζες έχουν την ευκαιρία να προσφέρουν ένα ενοποιημένο πακέτο υπηρεσιών σε εξαγωγικές επιχειρήσεις, που περιλαμβάνει πρόβλεψη μελλοντικών συναλλαγματικών ισοτιμιών, ανάλυση και παροχή συμβουλών για το είδος του συναλλαγματικού κινδύνου που αντιμετωπίζει

μια εξαγωγική επιχείρηση, παροχή συμβουλών για τα συγκριτικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των εναλλακτικών τρόπων προστασίας, πρόταση και τέλος, παροχή του κατάλληλου χρηματοοικονομικού προϊόντος.

Οι διαμορφωτές της αγοράς δραστηριοποιούνται σε μεγάλους όγκους κεφαλαίων και συναλλαγών. Έχουν τη δυνατότητα να συνδυάσουν όλα τα κεφάλαια των πελατών τους και να χρησιμοποιήσουν τις τράπεζες για να ελαχιστοποιήσουν τους κινδύνους. Έτσι, η ζημιά από την επένδυση σε ένα ζεύγος νομισμάτων μπορεί να αντισταθμιστεί από το κέρδος μιας άλλης επένδυσης. Η πρακτική αυτή ονομάζεται αντιστάθμιση κινδύνων (hedging) και, συνδυάζοντας όλα τα κεφάλαια, η αντιστάθμιση γίνεται επί του συνόλου τους, εξασφαλίζοντας στους διαμορφωτές αγοράς σημαντικά ισχυρότερη θέση.

Τα swaps (οι ανταλλαγές) συνήθως χρησιμοποιούνται για τη μείωση του κινδύνου βραχυπρόθεσμων συναλλαγματικών μεταβολών. Για παράδειγμα έστω ότι ένας trader στις ΗΠΑ θέλει να επενδύσει σε προθεσμιακό λογαριασμό μιας εβδομάδας σε λίρες Αγγλίας. Αγοράζει λοιπόν λίρες Αγγλίας spot και κάνει την προθεσμιακή του κατάθεση, ενώ ταυτόχρονα πουλάει προθεσμιακά τις λίρες Αγγλίας. Η προθεσμιακή πώληση των λιρών, τον προστατεύει από μια μελλοντική υποτίμηση της λίρας ως προς το δολάριο στην διάρκεια της ζωής της προθεσμιακής του κατάθεσης. Επιπλέον οι traders χρησιμοποιούν τα swaps συναλλάγματος για να μεταβάλουν τη δομή της ωρίμανσης της συνολικής συναλλαγματικής τους θέσης.

## 2.3 Arbitrage Συναλλάγματος

Κάτω από συνθήκες ελεύθερου ανταγωνισμού η τιμή συναλλάγματος πρέπει να είναι ίδια σε όλες τις αγορές συναλλάγματος σε διάφορες χώρες. Εκείνο που εξασφαλίζει την ενιαία τιμή συναλλάγματος σε όλες τις χώρες είναι η διενέργεια

αρμπιτράζ. Αρμπιτράζ είναι η ταυτόχρονη αγορά και πώληση νομισμάτων όταν υπάρχουν διαφορές στις ισοτιμίες των νομισμάτων αυτών σε διάφορες χώρες. Το διμερές αρμπιτράζ αναφέρεται στην αγοραπωλησία δύο νομισμάτων ενώ το τριγωνικό μεταξύ τριών .

Αρμπιτράζ δεν είναι κερδοσκοπία στην αγορά συναλλάγματος δεδομένου ότι αυτός που ασχολείται με αυτό δε διατρέχει κανένα κίνδυνο από τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών διότι αγοράζει και πωλεί συνάλλαγμα ταυτόχρονα για να καλυφθεί από πιθανές διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η διαφορά του αρμπιτράζ με την κερδοσκοπία είναι ότι ο κερδοσκόπος αγοράζει ένα νόμισμα με την προσδοκία να το πουλήσει ακριβότερα στο μέλλον ενώ η διαδικασία του arbitrage είναι ταυτόχρονη και εκμεταλλεύεται την διαφορά των ισοτιμιών στις διάφορες χώρες εκείνη την στιγμή.

Το αρμπιτράζ καλυμμένου επιτοκίου είναι η επένδυση σε ξένο νόμισμα με ταυτόχρονη κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου μέσω προθεσμιακών πράξεων. Σκοπός του είναι η επίτευξη κερδών από τη διαφορά που υπάρχει μεταξύ του προθεσμιακού πριμ ή έκπτωσης και των επιτοκίων επί των δύο νομισμάτων . Τα βήματα του αρμπιτράζ καλυμμένου επιτοκίου είναι:

- Μετατροπή του εγχώριου νομίσματος σε ξένο νόμισμα και η επένδυσή του για n-μέρες.
- Την ίδια στιγμή γίνεται πώληση του ξένου νομίσματος στην προθεσμιακή αγορά για n-μέρες.
- Μετά από n-μέρες το ξένο νόμισμα μετατρέπεται σε εγχώριο με την συμφωνηθείσα προθεσμιακή τιμή.

Η διαδικασία του καλυμμένου αρμπιτράζ επιτοκίου οδηγεί σε αλλαγές που εξαλείφουν τα κέρδη προερχόμενα από το αρμπιτράζ. Οι αλλαγές που γίνονται αφορούν την τρέχουσα και τη συναλλαγματική ισοτιμία και τα επιτόκια των δύο χωρών. Η διαδικασία των αλλαγών αυτών θα σταματήσει όταν πλέον δεν υπάρχουν κέρδη να πραγματοποιηθούν μέσω του καλυμμένου αρμπιτράζ επιτοκίου. Όταν

αυτό συμβεί σημαίνει ότι θα υπάρχει μια συγκεκριμένη σχέση μεταξύ του προθεσμιακού πριμ ή έκπτωσης και της διαφοράς των επιτοκίων των δύο χωρών.

## **Κεφάλαιο 3: Θεμελιώδης και Τεχνική Ανάλυση**

Η διακύμανση της αξίας ενός νομίσματος εξελίσσεται ανάλογα με τις εξελίξεις στην τοπική οικονομία αλλά και με τις παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις. Οι μεταβολές των ισοτιμιών στην αγορά Forex αναλύονται βάσει δύο συνισταμένων, μέσω της θεμελιώδους και της τεχνικής ανάλυσης.

### **3.1 Θεμελιώδης Ανάλυση (Fundamental Analysis)**

Η θεμελιώδης ανάλυση μιας συναλλαγματικής ισοτιμίας αποτελεί την ανάλυση των πραγματικών γεγονότων και μακροοικονομικών δεδομένων που σχετίζονται με την οικονομία της χώρας αναφοράς αλλά και των παγκοσμίων οικονομικό-πολιτικών εξελίξεων. Πιο συγκεκριμένα αναλύονται μεταβλητές όπως το ύψος των επιτοκίων και του πληθωρισμού μιας οικονομίας, οι αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών αλλά και μια σειρά άλλων παραγόντων όπως το ύψος της ανεργίας, η πορεία του ΑΕΠ, η βιομηχανική παραγωγή, το ύψος του δημόσιου και του ιδιωτικού δανεισμού και άλλοι. Η θεμελιώδης ανάλυση βρίσκει καλύτερη εφαρμογή στις μακροπρόθεσμες αποφάσεις σχετικά με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Οι κεντρικές τράπεζες επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την πορεία των διεθνών συναλλαγματικών ισοτιμιών.



Μία δυσκολία με την θεμελιώδη ανάλυση είναι η ακριβής μέτρηση των σχέσεων μεταξύ των μεταβλητών. Αναγκαστικά ο αναλυτής πρέπει να κάνει εκτιμήσεις βάσει εμπειρίας. Επιπλέον οι αγορές τείνουν να προλαμβάνουν τα γεγονότα και να τα αφαιρούν από την αξία των νομισμάτων εκ των προτέρων. Τέλος, κάτι που λειτουργεί τόσο σαν πλεονέκτημα όσο και μειονέκτημα (εξαρτάται από την στιγμή), είναι ότι οι αγορές συχνά αργούν να αναγνωρίσουν ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν ευθυγραμμίζονται με την αξία.

Η θεμελιώδης ανάλυση αποτελεί μια μέθοδο, μέσω της οποίας επιχειρείται η πρόβλεψη της εσωτερικής αξίας μιας επένδυσης. Βασίζεται στη θεωρία ότι η αγοραία τιμή ενός στοιχείου τείνει να μετακινείται προς την «πραγματική αξία» ή την «εσωτερική αξία».

Η θεμελιώδης ανάλυση του Forex περιλαμβάνει πρόγνωση ως προς την εκτίμηση της τιμής ενός συναλλάγματος και των τάσεών του στην αγορά, αναλύοντας τις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες, την κυβερνητική πολιτική και τους κοινωνικούς παράγοντες στα πλαίσια ενός κύκλου οικονομικής δραστηριότητας. Οι επενδυτές Forex εκτιμούν την οικονομική κατάσταση μιας χώρας εξετάζοντας τους μακροοικονομικούς δείκτες, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται:

- Ανακοίνωση Επιτοκίων
- Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ)
- Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (Πληθωρισμός) και Καταναλωτικοί Δείκτες
- Δείκτες Απασχόλησης
- Λιανικό Εμπόριο και Εμπιστοσύνη Καταναλωτών
- Ισοζύγιο Εμπορικού Πλεονάσματος ή Ελλείμματος
- Κυβερνητική Δημοσιονομική και Νομισματική Πολιτική

### 3.2 Τεχνική Ανάλυση (Technical Analysis)

Τεχνική ανάλυση στην αγορά FOREX είναι η διαδικασία ανάλυσης των κινήσεων των αγορών και των πωλήσεων μιας ισοτιμίας για μια περίοδο και συνεπώς των εισροών και των εκροών κεφαλαίου. Ανάλογα με την προσφορά και την ζήτηση μιας συναλλαγματικής αξίας διαμορφώνεται μια ιστορική πορεία των τιμών, βάσει της οποίας μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα για το μέλλον. Η τεχνική ανάλυση μετρά κατά κάποιο τρόπο την ψυχολογία και τη ροή κεφαλαίου μιας ισοτιμίας αδιαφορώντας για τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα της οικονομίας. Στόχος του επενδυτή συναλλάγματος που την χρησιμοποιεί είναι ο εντοπισμός των βέλτιστων σημείων εισόδου / εξόδου σε μια συναλλαγματική ισοτιμία. Πρακτικά η τεχνική ανάλυση αποτυπώνεται συνήθως σε ένα σχεδιάγραμμα που ακολουθείται και από μια σειρά δεικτών και σημάτων αγοράς και πώλησης. Σε μια αγορά όπως του FOREX, στην οποία τα νέα θεμελιώδη δεδομένα αποτυπώνονται τάχιστα στις τιμές, η αξία της τεχνικής ανάλυσης αποκτά ιδιαίτερη σημασία. Στην αγορά FOREX είναι ευρέως διαδεδομένα ρομποτικά συστήματα συναλλαγών. Τα συστήματα αυτά πραγματοποιούν συναλλαγές αυτόματα και εξυπηρετούν την εφαρμογή στρατηγικών (π.χ. stop-loss στρατηγικές). Σίγουρο είναι ότι ένας επενδυτής δεν μπορεί να βασιστεί σε τέτοια συστήματα για να κερδίσει, μπορεί όμως να τα χρησιμοποιήσει βοηθητικά για την συγκράτηση του ρίσκου του χαρτοφυλακίου του. Η τεχνική ανάλυση αποτελεί καλή μέθοδο όταν

χρησιμοποιείται βραχυπρόθεσμα για τη λήψη αποφάσεων σχετικά με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Η τεχνική ανάλυση δεν βασίζεται σε κάποια «μαγική συνταγή», κάτι που ενδεχομένως να ισχυρίζονται όσοι ακολουθούν θεμελιώδης ανάλυση. Μπορεί άμεσα να χρησιμοποιηθεί, απλώς αξιολογώντας την κατεύθυνση και τη δυναμική της τάσης σε μια αγορά. Η τεχνική ανάλυση που στηρίζεται στον προσδιορισμό της τάσης βοηθάει τον επενδυτή να εκτιμήσει την κατεύθυνση ενός νομισματικού ζεύγους και επομένως και την κατεύθυνση της συναλλαγής.

Το παρακάτω γράφημα αποτελεί ένα παράδειγμα για το πώς ένας επενδυτής που ακολουθεί την τεχνική ανάλυση μπορεί να παρατηρήσει την τάση 6.000 pips στο EURAUD, με το AUD να είναι συγκριτικά ισχυρότερο σε σχέση με το αδύναμο EUR (για αυτό η ισοτιμία υποχωρεί). Ο επενδυτής θα πραγματοποιήσει συναλλαγή στην κατεύθυνση αυτής της τάσης προχωρώντας στην πώληση του EURAUD (πουλάει το ευρώ, αγοράζει ταυτόχρονα δολάριο Αυστραλίας).

### **Διάγραμμα -1-**

#### **Διάγραμμα Τεχνικής Ανάλυσης EUR/AUD**

Πηγή: [www.dailyfx.gr](http://www.dailyfx.gr)



Συμπερασματικά, υπάρχουν δύο τύποι ανάλυσης (τεχνική και θεμελιώδης). Οι περισσότεροι traders συνδυάζουν τα δύο είδη ώστε να εξάγουν ασφαλέστερα συμπεράσματα για το πότε και σε ποια συναλλαγή θα «μπουν» και πότε θα βγουν από αυτή. Στη συνέχεια, συγκρίνονται οι δύο μέθοδοι και παρουσιάζονται τα κοινά τους στοιχεία καθώς και η διαφορές τους.

### 3.3 Κοινά Στοιχεία και Διαφορές

Στις αγορές επικρατεί η άποψη πως η τεχνική ανάλυση είναι αντίθετη με τη θεμελιώδη. Ωστόσο, η πραγματικότητα έγκειται στο γεγονός ότι οι θιασώτες της τεχνικής ανάλυσης δεν μπορούν να λειτουργήσουν χωρίς μια στοιχειώδη κατανόηση και αποδοχή της θεμελιώδους ανάλυσης όπως και οι περισσότερο «θεμελιώδεις» αναλυτές ανακαλύπτουν πως εξαρτώνται και έλκονται από τη τεχνική ανάλυση όταν πρόκειται να κάνουν συναλλαγές στις αγορές.

Ένα κοινό στοιχείο και στις δυο παραπάνω μεθόδους αποτελεί η μελέτη της ανθρώπινης φύσης καθώς βρίσκεται στο επίκεντρο κάθε ανάλυσης περι

συναλλαγών στις αγορές. Όταν οι τεχνικοί αναλυτές χρησιμοποιούν τις μεθόδους τους προσπαθώντας να προβλέψουν την καλύτερη ευκαιρία εισόδου ή εξόδου από την αγορά, αυτό που στη πραγματικότητα κάνουν είναι να προσπαθούν να προβλέψουν πως μια αγορά αποτελούμενη από ανεξάρτητους συμμετέχοντες θα αντιδράσει όταν όλοι αυτοί οι συμμετέχοντες αντιμετωπίσουν την ίδια εικόνα. Με παρόμοιο τρόπο, όταν οι θεμελιώδεις αναλυτές αλλάζουν θέση ως συνέπεια μιας πρόσφατης είδησης το κάνουν βασιζόμενοι στη προσδοκία πως η είδηση θα προκαλέσει την ανάγκη και σε άλλους traders να αναθεωρήσουν τη θέση τους.

Ακόμη, πολλοί διαφορετικοί άνθρωποι αναλύουν την αγορά με τον ίδιο τρόπο και βλέπουν τους ίδιους σχηματισμούς και αντιδρούν στην ανάλυση τους με τον ίδιο τρόπο, δίνοντας το έναυσμα μιας επίδρασης στην αγορά που επαληθεύει την ανάλυση τους. Αυτή η επίδραση είναι συνέπεια τόσο της θεμελιώδους όσο και της τεχνικής ανάλυσης αλλά είναι περισσότερο εμφανής στη περίπτωση της θεμελιώδους ανάλυσης. Έστω ότι μια ανακοίνωση αναφέρει πως η παραγωγή αργού πετρελαίου στη Νιγηρία θα αντιμετωπίσει προβλήματα. Τα νέα θα έχουν άμεση επίδραση στις τιμές του αργού και θα τις εκτοξεύσει ψηλότερα καθώς οι συναλλασσόμενοι στην αγορά θα μεταφράσουν την είδηση ως ένα σημάδι περιορισμένης προσφοράς ακόμη και αν στη πραγματικότητα ο περιορισμός αυτός δεν θα συμβεί τουλάχιστον νωρίτερα από ένα μήνα ή περισσότερο. Η τιμή του πετρελαίου θα αλλάξει ως αποτέλεσμα της επίδρασης που έχει η είδηση στις αποφάσεις των μεμονωμένων traders στην αγορά, οι οποίοι προβλέπουν άνοδο της τιμής και αγοράζουν πετρέλαιο και αυτό προκαλεί μια πραγματική άνοδο της τιμής που επαληθεύει τις προβλέψεις της θεμελιώδους ανάλυσης. Μπορεί κανείς να εντοπίσει την ίδια επίδραση και στη τεχνική ανάλυση επειδή οι περισσότεροι συμμετέχοντες στις αγορές προσπαθούν να εντοπίσουν τους ίδιους σχηματισμούς και να πάρουν την αντίστοιχη κίνηση όταν νομίζουν πως βλέπουν τέτοιους σχηματισμούς. Αντί να είναι μια παρενέργεια της συναλλακτικής πρακτικής, η αυτό-εκπληρούμενη όψη της τεχνικής ανάλυσης έχει γίνει η «ατμομηχανή» που κινεί την αγορά, ειδικά στη περίπτωση των ενδοσυνεδριακών συναλλαγών.

Ωστόσο, υπάρχουν και διαφορές στον τρόπο που οι δύο αυτές μέθοδοι υπολογίζουν και προσεγγίζουν τις αγορές. Η θεμελιώδης ανάλυση λειτουργεί καλύτερα όταν χρησιμοποιείται στην «μεγάλη εικόνα» καθώς μπορεί να μας βοηθήσει να δούμε πότε η τρέχουσα οικονομική κατάσταση βρίσκεται στη κόψη μιας σημαντικής μεταστροφής και η δυναμική της αγοράς έχει αρχίσει να δείχνει ασταθής. Αν και δεν μπορεί ωστόσο να μας προσφέρει μια ημερομηνία ή ώρα που θα πραγματοποιηθεί αυτή η μεταστροφή της αγοράς, εκτός αν πρόκειται για μια μελλοντική οικονομική ανακοίνωση με ιδιαίτερη σημασία, η θεμελιώδης ανάλυση μπορεί να μας προειδοποιήσει για τη πιθανότητα μιας αλλαγής της τάσης της αγοράς.

Η τεχνική ανάλυση από την άλλη χρησιμοποιεί τα διαγράμματα των ιστορικών τιμών για να αναγνωρίσει σήματα και σημεία στα οποία είναι πιθανότερο να εκδηλωθεί μια κίνηση στις τιμές. Αυτό που δεν μπορεί να προσφέρει ωστόσο είναι τη δυνατότητα να ξεφύγει από την ιστορική θεώρηση και να αναγνωρίσει καινοφανείς αλλαγές στην αγορά και πρωτόγνωρες συνθήκες, όπως εκείνες που έζησε η αγορά το 2008 μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers και την οικονομική κρίση που ακολούθησε. Σε τέτοιες περιστάσεις η τεχνική ανάλυση παύει να έχει εφαρμογή και μόνον η θεμελιώδης ανάλυση μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως πυξίδα για το που πρόκειται να κατευθυνθεί η αγορά στο μέλλον. Τα προβλήματα όμως προκύπτουν όταν η θεμελιώδης και η τεχνική ανάλυση, τις οποίες εφαρμόζουν χιλιάδες επενδυτές, αναλύουν τις τάσεις της αγοράς με εντελώς διαφορετικό τρόπο. Είναι πιθανόν, για παράδειγμα, για τεχνικούς λόγους οι αναλυτές να προβλέπουν την πτώση ενός δείκτη αλλά για θεμελιώδεις λόγους κάποιοι άλλοι να βλέπουν άνοδο των τιμών. Όταν προκύπτει μια τέτοια αντίθεση είναι πιθανόν να παρατηρηθεί αύξηση της μεταβλητότητας της αγοράς η οποία μπορεί με τη σειρά της να κάνει την εφαρμογή κάθε μεθόδου ανάλυσης περισσότερο δύσκολη.

Συχνά παρατηρούμε ορισμένους θεμελιώδεις παράγοντες να μεταβάλουν άρδην τις τεχνικές προοπτικές, ή κάποιους τεχνικούς παράγοντες να εξηγούν μια κίνηση των τιμών που δεν μπορεί να ερμηνευθεί θεμελιωδώς. Κατά συνέπεια, η

απάντηση στη προαναφερθείσα ερώτηση είναι πως θα πρέπει κανείς να χρησιμοποιεί και τις δύο. Και οι δύο μέθοδοι είναι σημαντικές και μπορούν να επηρεάσουν τη δράση της τιμής μιας αξίας. Το κλειδί, ωστόσο, είναι να κατανοήσει κανείς τα οφέλη της κάθε μεθόδου και να γνωρίζει πότε πρέπει να χρησιμοποιήσει τη κάθε μια από αυτές. Η θεμελιώδης ανάλυση είναι χρήσιμη στο να καταδεικνύει το ευρύτερο πλαίσιο μέσα στο οποίο κινείται η αγορά, ενώ η τεχνική ανάλυση είναι χρήσιμη για τον εντοπισμό συγκεκριμένων επιπέδων εισόδου και εξόδου σε αυτήν. Τα θεμελιώδη στοιχεία δεν αλλάζουν εν ριπή οφθαλμού. Στις περισσότερες περιπτώσεις, τα θεμελιώδη στοιχεία παραμένουν αμετάβλητα για εβδομάδες, μήνες ακόμα και χρόνια.

Έπειτα λοιπόν και από την παραπάνω ανάλυση, το βασικό ερώτημα παραμένει. Οι συναλλαγές μας στις αγορές θα πρέπει να βασίζονται στα δεδομένα της θεμελιώδους ανάλυσης ή στα διαγράμματα της τεχνικής ανάλυσης; Πρόκειται για τη σημαντικότερη ίσως ερώτηση, την οποία οι συναλλασσόμενοι στις αγορές συζητούν εδώ και δεκαετίες και θα συνεχίσουν πιθανότατα να τη συζητούν και για πολλές δεκαετίες στο μέλλον. Η τεχνική ανάλυση επιδιώκει την επιτυχή πρόβλεψη του μέλλοντος χρησιμοποιώντας την εξέλιξη των τιμών κατά το παρελθόν. Η θεμελιώδης ανάλυση, από την άλλη πλευρά, ενσωματώνει τις οικονομικές και πολιτικές ειδήσεις προκειμένου να καθορίσει τη μελλοντική αξία ενός χρηματοπιστωτικού προϊόντος. Το ερώτημα «ποια από τις δύο μεθόδους είναι καλύτερη;» είναι πολύ δύσκολο να απαντηθεί.

## **Κεφάλαιο 4: Εμπειρική Διερεύνηση- ένα παράδειγμα στην συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD**

Όπως αναλύθηκε διεξοδικά και στο προηγούμενο κεφάλαιο, οι επενδυτές έχουν στα χέρια τους εργαλεία ικανά για να προβλέψουν την τάση των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στο παρόν κεφάλαιο θα ελέγξουμε κατά πόσο τα εργαλεία της τεχνικής και θεμελιώδης ανάλυσης παρέχουν ουσιαστική πληροφόρηση πρόβλεψης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας την τεχνική και θεμελιώδη ανάλυση που βρίσκεται στο ηλεκτρονικό site [www.dailyfx.gr](http://www.dailyfx.gr) ως προς ένα συγκεκριμένο διάστημα και για μια συγκεκριμένη συναλλαγματική ισοτιμία, εδώ του EUR/USD , και συγκρίνοντας τις αναλύσεις με την πραγματική τάση της αγοράς στο ίδιο διάστημα για την ίδια ισοτιμία θα προσπαθήσουμε να διεξάγουμε τα συμπεράσματά μας ως προς την ικανότητα πρόβλεψης των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Στο διάγραμμα -2- απεικονίζεται η πορεία της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD ανά ημέρα μέχρι και τις 04/01/2013. Μέχρι και εκείνη την ημερομηνία η συναλλαγματική ισοτιμία μεταβάλλεται μέσα στο χρόνο σταθερά ανοδικά από τον Αύγουστο του 2012 με μικρές πτωτικές διακυμάνσεις και καταλήγει στις 04/01/2013 στην συναλλαγματική ισοτιμία των 1,30668 μονάδων.

### **Διάγραμμα -2-**

**Πορεία της Συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD μέχρι 04/01/2013**

### **Διάγραμμα Τεχνικής ανάλυσης**

Πηγή [www.dailyfx.gr](http://www.dailyfx.gr)





Σύμφωνα με τη θεμελιώδη ανάλυση που μας προσφέρει η ίδια πηγή για το πώς θα κυμανθεί η συναλλαγματική ισοτιμία την επόμενη εβδομάδα, δηλαδή από τις 07/01 έως και τις 11/01 αναμένεται να διατηρηθεί η πτωτική τάση στη σχέση των δυο νομισμάτων. Η ίδια πηγή αναφέρει :

#### Θεμελιώδης Πρόβλεψη: Πτώση

Το ευρώ ήταν από τα νομίσματα με τη χειρότερη απόδοση την περασμένη εβδομάδα, χάνοντας έδαφος έναντι των βασικών νομισμάτων με εξαίρεση το γεν. Τα commodity currencies ενισχύθηκαν ιδιαίτερα έναντι του ευρώ με το ενιαίο νόμισμα να υποχωρεί 2,59% σε σχέση με το δολάριο Νέας Ζηλανδίας, κατά 2,17% σε σχέση με το δολάριο Αυστραλίας και 2,13% σε σχέση με το δολάριο Καναδά. Αυτό οφείλεται κυρίως στην ανακούφιση που πρόσφερε η αποφυγή του fiscal cliff στις ΗΠΑ, επιτρέποντας στους επενδυτές να πάρουν ανάσες και να στραφούν στο ρίσκο και στα νομίσματα υψηλότερης απόδοσης.

Όμως, με τόσα ζητήματα που απασχόλησαν το ευρώ και την ευρύτερη διάθεση για ρίσκο από τα μέσα του 2012 να αποτελούν μακρινή ανάμνηση, θα μπορέσει το ευρώ να ανακάμψει εκ νέου; Πιθανόν, αν και όχι την ερχόμενη

εβδομάδα, διατηρώντας τις απαισιόδοξες προβλέψεις μας ενόψει της απόφασης της ΕΚΤ την Πέμπτη για δύο βασικούς λόγους.

Πρώτον, για το ίδιο το ευρώ: όπως δείχνει η πρώτη έκθεση τοποθετήσεων επενδυτών της CFTC του νέου έτους, οι τοποθετήσεις στα futures παρουσιάζουν τους traders να απομακρύνονται από τις θέσεις πώλησης στο EURUSD με τις συνολικές θέσεις αγοράς να αγγίζουν τις 5.126, τη στιγμή που οι θέσεις πώλησης μόλις τις 2.549. Με άλλα λόγια, οι θέσεις πώλησης δεν έχουν πλέον μαζική συμμετοχή. Αυτό είναι σημαντικό σε συνάρτηση με τα πρακτικά της FOMC, της συνεδρίασης του Δεκεμβρίου, τα οποία έδειξαν διαφοροποίηση ως προς την άποψη των αξιωματούχων γύρω από την απόσυρση του τρίτου γύρου στήριξης QE3 και τον τερματισμό του προγράμματος. Η διαφοροποίηση αυτή ενίσχυσε την ελκυστικότητα του δολαρίου όπως αποτυπώθηκε και στην άνοδο του Dow Jones FXCM Dollar Index (Ticker: USDOLLAR) και στις αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων. Αν και το πρόγραμμα της Fed θα δεν τερματιστεί σύντομα, η προσδοκία συχνά εκλαμβάνεται ως πραγματικότητα και η ίδια η συζήτηση γύρω από την ολοκλήρωση του QE3 πριν από τις εκτιμήσεις της αγοράς επιδρά βραχυπρόθεσμα θετικά για το δολάριο και όχι για το ευρώ. Υπάρχουν επαρκείς λόγοι να πιστεύουμε ότι το EURUSD θα μπορούσε να υποχωρήσει τις επόμενες εβδομάδες βάσει της παραπάνω προοπτικής.

Δεύτερον, η απόφαση της ΕΚΤ την Πέμπτη δεν προσφέρει περιθώρια για άνοδο του ευρώ. Από τη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου και έπειτα, στην οποία ο πρόεδρος Mario Draghi ανακοίνωσε το πρόγραμμα απεριόριστων αγορών ομολόγων OMT ώστε να αποκλιμακωθεί το κόστος δανεισμού στην Ισπανία και την Ιταλία, κάθε συνεδρίαση που ακολούθησε δεν τροφοδότησε την αισιοδοξία και επομένως θα πρέπει να γίνει κάτι από πλευράς ΕΚΤ ώστε να αποκτήσει ενδιαφέρον το ευρώ: στη συνεδρίαση του Νοεμβρίου το EURUSD υποχώρησε κατά 24 pips την ημέρα και σε αυτή του Δεκεμβρίου κατά 98 pips. Χωρίς να αναμένεται αλλαγή στη νομισματική πολιτική, είναι πιθανό να συνεχιστεί αυτό το «σχήμα».

Τέλος, αν κοιτάξουμε τα υπόλοιπα στοιχεία, δεν υπάρχει λόγος να είμαστε αισιόδοξοι- οι περισσότερες ανακοινώσεις εκτιμάται ότι θα δείξουν

αποπληθωρισμό στην Ευρωζώνη και επιδείνωση της αγοράς εργασίας. Θεμελιωδώς η αισιοδοξία γύρω από το ευρώ μπορεί να εξαντληθεί και αυτή την εβδομάδα όπως ακριβώς τη δεύτερη εβδομάδα του Ιανουαρίου 2012, ασκώντας περαιτέρω πιέσεις.

**Διάγραμμα -3-**

**Διάγραμμα Τεχνικής Ανάλυσης EUR/USD , στις 07/01/2013**

Πηγή: [www.dailyfx.gr](http://www.dailyfx.gr)



Στο παραπάνω διάγραμμα -3- απεικονίζεται η μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας από τον Οκτώβριο του 2012 έως και τον Ιανουάριο του 2013. Συγκεκριμένα στο παραπάνω διάγραμμα φαίνεται πως κινήθηκε η αγορά στις 07/01/2013 μετά την ανάλυση που έγινε στο διάγραμμα -2- όπου αναμενόταν

πτωτική τάση. Ωστόσο, η ισοτιμία διαμορφώθηκε στο 1,30764, που δείχνει μια αμελητέα άνοδο σε σχέση με το 1,30668 που έκλεισε στις 04/01.

**Διάγραμμα -4-**

**Τεχνική Ανάλυση EUR/USD**

**(11/09/2012- 11/01/2013)**



**Πίνακας -2-**

**Ισοτιμία EUR/USD (κλείσιμο ημέρας), 07/01-11/01/2013**

Πηγή : [www.dailyfx.gr](http://www.dailyfx.gr)

	<b>EUR/USD (κλείσιμο ημέρας)</b>
<b>07/01/2013</b>	<i>1,31148</i>
<b>08/01/2013</b>	<i>1,30794</i>
<b>09/01/2013</b>	<i>1,30623</i>
<b>10/01/2013</b>	<i>1,32659</i>
<b>11/01/2013</b>	<i>1,33416</i>

Στο διάγραμμα -4- παρουσιάζεται η μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας μέχρι και τις 11/01/2013, δηλαδή εμπεριέχει και την εβδομάδα για την οποία έγιναν οι προβλέψεις παραπάνω. Ο πίνακας -2- παρουσιάζει τις τιμές κλεισίματος της συναλλαγματικής ισοτιμίας EUR/USD την συγκεκριμένη εβδομάδα. Συγκρίνοντας μεταξύ τους τα διαγράμματα και τον πίνακα και λαμβάνοντας υπόψη την εβδομαδιαία πρόβλεψη που παρουσιάσαμε σύμφωνα με τη θεμελιώδη ανάλυση, παρατηρούμε ότι οι προβλέψεις βγήκαν εν μέρει αξιόπιστες καθώς αναμενόταν πτώση στην ισοτιμία των δύο νομισμάτων τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Ωστόσο, υπήρχε μια μικρή επιφύλαξη για την εξέλιξη των γεγονότων στις 10/01 καθώς η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα έπαιρνε σημαντικές αποφάσεις που θα επηρέαζαν τις αγορές. Επειδή οι αποφάσεις στις οποίες κατέληξε η ΕΚΤ θεωρήθηκαν θετικές από τις αγορές, η ισοτιμία όχι μόνο δεν ακολούθησε πτωτική τάση αλλά η αγορά ανταποκρίθηκε θετικά και σημείωσε σημαντική αύξηση σε σχέση με τις προηγούμενες ημέρες.

Όπως φαίνεται και στον πίνακα -2- η ισοτιμία ακολουθεί μια σταθερή πορεία με μικρές διακυμάνσεις μέχρι και τις 10/01, όπου η τιμή κλεισίματος διαμορφώνεται στο 1,32659 σε σχέση με το 1,30623 που ήταν η τιμή ανοίγματος και συνεχίζει την πορεία προς την ίδια κατεύθυνση και την επόμενη ημέρα για να κλείσει η εβδομάδα στο 1,33416 σε σχέση με το 1,30742 που ήταν η τιμή

ανοίγματος στις 07/01. Έτσι λοιπόν, η ισοτιμία EUR/USD κλείνει φανερά ανοδικά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Όπως παρατηρούμε από την παραπάνω ανάλυση, που αποτελεί ένα μόνο παράδειγμα χρήσης θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης στην πράξη, ο συνδυασμός των δυο μεθόδων για έναν επενδυτή, μπορεί να καταλήξει πολύ κερδοφόρος σε σχέση με την επιλογή μόνο της μίας από τις δυο αναλύσεις. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες επηρεάζονται από πολλούς παράγοντες και το πώς θα εξελιχθούν οι αγορές ανά τον κόσμο αποτελεί μια κατάσταση με υψηλό ρίσκο. Δεν υπάρχει βεβαιότητα για την ακριβή μελλοντική μεταβολή καμίας συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ωστόσο, η σωστά συνδυασμένη χρήση θεμελιώδους και τεχνικής ανάλυσης, μπορεί να αντισταθμίσει το ρίσκο μέχρι ένα σημείο, βοηθώντας τους επενδυτές να κατανοήσουν την τάση που ακολουθεί μια οικονομία και κατ'επέκταση και το νόμισμά της.

Όπως συνέβη και στο παραπάνω παράδειγμα, αναλύοντας με τα θεμελιώδη δεδομένα και γνωρίζοντας μια καταλυτική ημερομηνία για ένα συμβάν που θα επηρεάσει τις αγορές, εδώ οι αποφάσεις της ΕΚΤ, οι επενδυτές είναι γνώστες εκ των προτέρων ότι εκείνο το διάστημα και πιο συγκεκριμένα στις 10/01 θα υπάρχει μια μεταβολή στην ισοτιμία, είτε αρκετά θετική είτε αρνητική. Από μόνη της όμως η θεμελιώδης ανάλυση δεν μπορούσε να προβλέψει τα όρια στα οποία θα κινηθεί η συγκεκριμένη μεταβολή. Έτσι, η τεχνική ανάλυση με τη χρήση των κατάλληλων εργαλείων και των διαγραμμάτων της που είναι σε απευθείας σύνδεση με την κινητοποίηση των αγορών αποτελεί το σημαντικό εκείνο δείκτη για τη μεταβολή στις ισοτιμίες τη δεδομένη στιγμή και βοηθάει τους επενδυτές να επιλέξουν προς τα ποια θέση θα κινηθούν ανάλογα με τις προσδοκίες τους.

## **Επίλογος**

Δεν υπάρχει μία μοναδική και πλήρης θεωρία των συναλλαγματικών ισοτιμιών που να είναι σε θέση να εξηγήσει τις απότομες διακυμάνσεις τους. Η

σχετική ισοτιμία αγοραστικής δύναμης δηλώνει ότι αν οι τιμές σε δύο χώρες αλλάξουν με διαφορετικό ρυθμό, η συναλλαγματική ισοτιμία θα ανατιμηθεί ή θα υποτιμηθεί έτσι ώστε να διατηρήσει την ισοτιμία τιμών ή αγοραστικής δύναμης μεταξύ δύο χωρών. Οι θεωρίες της ισοτιμίας αγοραστικής δύναμης εστιάζονται στους σχετικούς ρυθμούς του πληθωρισμού ως προσδιοριστικού παράγοντα της συμπεριφοράς των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Άλλες θεωρίες δίνουν μεγαλύτερη έμφαση στο ισοζύγιο πληρωμών, τους διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης της προσφοράς χρήματος και τα αποτελέσματα των διεθνών επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας επηρεάζουν τόσο τη μεμονωμένη επιχείρηση όσο και ολόκληρη την οικονομία. Οι αναπροσαρμογές της συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορούν να έχουν θετική επίδραση για μια οικονομία και να βοηθήσουν τη διαδικασία της προσαρμογής σε μεταβολές της ανταγωνιστικής ισχύος μιας χώρας, σε κλαδικές ανισορροπίες, ή σε ποικίλες απότομες μεταβολές της προσφοράς και της ζήτησης.

Όμως η αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορεί να έχει και αρνητικά αποτελέσματα όπως:

1. Διαταραχή των εγχώριων αντιπληθωριστικών προγραμμάτων
2. Συστημική αστάθεια, μέσω της οποίας οι μεταβολές του νομίσματος μιας χώρας μπορούν να προκαλέσουν προβλήματα σε άλλες χώρες.
3. Λανθασμένες αναπροσαρμογές για σημαντικά χρονικά διαστήματα, οι οποίες οδηγούν σε λανθασμένες επενδυτικές αποφάσεις και αποφάσεις μάρκετινγκ
4. Υψηλά κόστη συναλλαγών και αντιστάθμισης κινδύνου

Όπως έγινε ήδη κατανοητό στην παραπάνω ανάλυση, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες αποτελούν ένα πολύ σημαντικό κεφάλαιο για την οικονομία μιας χώρας. Ο

τρόπος που μεταβάλλονται, επηρεάζει τα μεγέθη της χώρας και τις αποφάσεις των διοικούντων, οι οποίες με τη σειρά τους επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Δεν υπάρχει μια πλήρως αξιόπιστη μέθοδος για την πρόβλεψη των ισοτιμιών, ωστόσο η επιστημονική έρευνα και η εμπειρία έχει να επιδείξει δυο μεθόδους με αξιόπιστα αποτελέσματα παρόλη την ασταθή φύση του συναλλάγματος. Πρόκειται για τη θεμελιώδη και τεχνική ανάλυση που αναλύθηκαν διεξοδικά στα πλαίσια της παρούσας εργασίας και χρησιμοποιήθηκαν εμπειρικά στη μελέτη ενός παραδείγματος.

Όταν πρόκειται λοιπόν, για την ικανότητα που έχουν οι επενδυτές να προβλέψουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, η κάθε μια από τις παραπάνω μεθόδους αποτελεί αρκετά αξιόπιστο εργαλείο. Καθώς όμως η κάθε μέθοδος συνοδεύεται από πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα έναντι της άλλης, ο συνδυασμός τους από την άλλη αποτελεί το κατάλληλο εργαλείο για την πρόβλεψη της τάσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Έτσι, είναι στο χέρι του επενδυτή να μελετήσει σωστά την τάση της αγοράς με τη χρήση των κατάλληλων εργαλείων και την εμπειρία που διαθέτει ώστε να προβλέψει τον τρόπο που θα μεταβληθούν και να κάνει τις κατάλληλες κινήσεις ώστε να επιτύχει το επιθυμητό αποτέλεσμα.

## Πηγές



## **Βιβλιογραφία**

- ☐ Bennett T. McCallum (2002). *Νομισματική Θεωρία και Πολιτική* , Εκδόσεις Κριτική
- ☐ Καπόπουλος Π. / Λαζαρέτου Σ. (1997). *Νομισματικές Σχέσεις, Διεθνής Τραπεζική και Χρηματοδότηση* , Εκδόσεις Παπαζήση
- ☐ Καραφάκης Ι. Κωνσταντίνος (2003). *Διεθνείς Νομισματικές Σχέσεις* , Εκδόσεις Τυπώθωτω Γ. Δαρδάνος
- Νούλας Γ. Αθανάσιος (2000). *Χρήμα και Τράπεζες*, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας
- ☐ Σπύρου Ι. Σπύρου (2003). *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου* , Εκδόσεις Γ. Μπένου

## **Μελέτες- Διαλέξεις- Πανεπιστημιακά Εγχειρίδια**

- Αναστασάτος Τ. (2006-2007) 'Πρόβλεψη Συναλλαγματικών Ισοτιμιών' (Διάλεξη 8) , Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Διεθνής Χρηματοοικονομική
- ☐Αναστασάτος Τ. (2006-2007). 'Η Αγορά Συναλλάγματος' (Διάλεξη 2) , Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Διεθνής Χρηματοοικονομική
- Αναστασάτος Τ. (2006-2007). 'Διεθνείς Σχέσεις Ισοδυναμίας – Ισοδυναμία της Αγοραστικής Δύναμης' (Διάλεξη 3), Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Διεθνής Χρηματοοικονομική
- Αναστασάτος Τ. (2006-2007). 'Προσδιορισμός των Συναλλαγματικών Ισοτιμιών' (Διαλέξη 5) , Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Διεθνής Χρηματοοικονομική

- Αποστόλου Άρης (2008). 'Το Συναλλάγμα στην Σύγχρονη Χρηματοοικονομική Αγορά', Βιβλιοθήκη Πανεπιστημίου Πειραιώς
- Καράμπελας Εμμανουήλ (2006). 'Αγορά Συναλλάγματος' (κεφάλαιο 7), ΑΤΕΙ Κρήτης, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ασφαλιστικής, Διεθνή Χρηματοοικονομικά και Αγορές
- Καράμπελας Εμμανουήλ (2006). 'Ισοδυναμία Αγοραστικών Δυνάμεων' (κεφάλαιο 4), ΑΤΕΙ Κρήτης, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Ασφαλιστικής, Διεθνή Χρηματοοικονομικά και Αγορές

## Ιστοσελίδες

- Εγκυκλοπαίδεια Βικιπαίδεια (Wikipedia) - <http://el.wikipedia.org>
- Εφημερίδα Ναυτεμπορική - <http://www.naftemporikigr>
- Τράπεζα της Ελλάδος - <http://www.bankofgreece.gr>
- Forex Cult - <http://www.forexcult.com>
- Forex Global Market - <http://www.fxgm.eu>
- Trading Economics - <http://www.tradingeconomics.com>
- Κεντρική βιβλιοθήκη ΑΤΕΙ Κρήτης - <http://nefeli.lib.teicrete.gr>
- Ευρετήριο Οικονομικών Όρων - <http://www.euretirio.com>
- Capital Invest - <http://www.capitalinvest.gr>
- Easy Forex - <http://www.easy-forex.com>
- FXCM - <http://www.fxcm.gr>
- Daily FX - <http://www.dailyfx.gr>

- Investing.com - <http://gr.investing.com>
- Χρήμα- μηνιαίο οικονομικό και επενδυτικό περιοδικό - <http://www.hrima.gr>
- Economica- <http://www.economica.gr>
- Forexworldcode blogspot - <http://forexworldcode.blogspot.gr>