

# ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΕΩΝ

Ὑπό

Ι. Δ. ΠΙΝΤΟΥ

Ἡ ἀνεύρεσις τῶν αἰτίων τῶν προκαλούντων τὰς οἰκονομικὰς διακυμάνσεις καὶ ὁ ἐντεῦθεν καθορισμὸς τῆς καταλλήλου πολιτικῆς, πρὸς ἀποφυγὴν ἢ μετριασμὸν τῶν περιοδικῶν κρίσεων, ἀποτελεῖ ἐν τῶν ἐπικαιροτέρων θεμάτων τῆς κοινωνικῆς οἰκονομικῆς. Ἡ ἐπικαιρότης τοῦ θέματος τούτου δὲν ἀποδεικνύεται μόνον ἐκ τῶν ἀπείρων θεωρητικῶν συζητήσεων, αἵτινες ἐπ' αὐτοῦ διεξήχθησαν, ἀλλ' ἰδίᾳ ἐκ τοῦ γεγονότος ὅτι τὰ σπούδαιότερα τῶν Κρατῶν, μετὰ τὴν παρέλευσιν τῆς τελευταίας κρίσεως, ἀνέλαβον ἐνεργῶς τὴν ἐφαρμογὴν οἰκονομικῆς πολιτικῆς, τεινούσης, ὅχι μόνον εἰς τὴν ἔξοδον τῆς οἰκονομίας τῶν ἐκ τῆς κρίσεως, ἀλλ' εἰς τὴν πραγματοποίησιν τῆς ἔξοδου ταύτης ἄνευ κινδύνου νέας οἰκονομικῆς ὑφέσεως, νέας δηλ. περιοδικῆς κατιούσης διακυμάνσεως.

Τὸ πρόβλημα, συνεπῶς, τὸ ὁποῖον τίθεται σήμερον διὰ τὴν οἰκονομικὴν πολιτικὴν, παρουσιάζει δύο ἀπόψεις :

α) Τὴν βελτίωσιν τῆς σημερινῆς οἰκονομικῆς θέσεως τῶν Κρατῶν, τὴν ἔναρξιν δηλαδὴ καὶ τὴν συνέχισιν τῆς οἰκονομικῆς αὐτῶν ἀνόδου· καὶ

β) Τὴν κατὰ τὸ δυνατόν πραγματοποίησιν τοιαύτης οἰκονομικῆς ἀνόδου, ἀποκλειούσης ἢ, τοῦλάχιστον, μὴ παρεχούσης τὴν βεβαιότητα νέας ἐν τῷ μέλλοντι οἰκονομικῆς κρίσεως.

Καὶ τὸ μὲν πρῶτον, ἡ ἀνοδος δηλ. τῆς παγκοσμίου οἰκονομίας, φαίνεται ἤδη ὡς εἰσερχόμενον εἰς τὸ στάδιον τῆς πραγματοποιήσεως, τόσον κατὰ τὰς στατιστικὰς παρατηρήσεις τῆς Κ. Τ. Ε., ὅσον καὶ κατὰ τὴν γενικὴν διαπίστωσιν τῶν περὶ τὸ ζήτημα ἀσχολουμένων.

Τὸ δεύτερον ὅμως ζήτημα, ὅπερ παρουσιάζει καὶ τὸ σπουδαιότερον, ἐν προκειμένῳ, θεωρητικὸν ἐνδιαφέρον, ἐξαρτᾶται :

1) Ἐκ τῆς ὀρθῆς διαγνώσεως τῶν αἰτίων, τῶν προκαλούντων τὰς οἰκονομικὰς διακυμάνσεις, καὶ

2) Ἐκ τῆς καταλληλότητος τῆς ἐφαρμοζομένης οἰκονομικῆς πολιτικῆς πρὸς ἐπιτυχίαν σχετικῆς ὁμαλότητος ἐν τῇ οἰκονομικῇ ἐξελίξει.

Ἡ διερεύνησις τῶν δύο τούτων ζητημάτων ἦτο φυσικὸν ὅτι θ' ἀπετέλει μίαν τῶν σπουδαιότερων κατευθύνσεων τῆς συγχρόνου θεωρητικῆς οἰκονομικῆς.

\* \* \*

Ἦδη, ἀπὸ τοῦ 19ου αἰῶνος ἡ θεωρητικὴ ἐξήγησις τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων, πρὸς δύο κυρίως κατευθύνσεις εἶχε στραφῆ. Κατὰ τὴν πρώτην, αἱ περιοδικαὶ αὗται κινήσεις τῆς οἰκονομίας ἔδει ν' ἀποδοθῶσιν εἰς ἐνδογενῆ οἰκονομικὰ αἴτια, εἰς αὐτὴν ταύτην δηλ. τὴν διαμόρφωσιν τῆς συγχρόνου οἰκονομικῆς ὀργανώσεως. Κατὰ τὴν δευτέραν, ἣτις εἶναι καὶ χρονολογικῶς μεταγενεστέρα, τὰ αἴτια τὰ προκαλοῦντα τὰς οἰκονομικὰς διακυμάνσεις, ἔπρεπε ν' ἀναζητηθοῦν εἰς τὸ νομισματικὸν καὶ πιστωτικὸν σύστημα.

Ἡ πρώτη κατεύθυνσις ἦτο, ὡς φυσικόν, ἀπαισιόδοξος. Ἐφ' ὅσον ἡ αἰτία τῶν διακυμάνσεων ἔγκειται ἐν αὐτῇ ταύτῃ τῇ οἰκονομικῇ ὀργανώσει, δὲν ἦτο δυνατὸν νὰ νοηθῆ πολιτικὴ, σκοποῦσα ἀποφυγὴν τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων, ἄνευ μεταβολῆς τοῦ οἰκονομικοῦ συστήματος. Ἀντιθέτως, ἡ δευτέρα, ἡ ὁποία σήμερον ἔχει γίνῃ ρητῶς ἢ σιωπηρῶς ἀποδεκτὴ ἀπὸ πάντα σχεδὸν τὰ σύγχρονα κράτη, παρουσιάζει τὸ πλεονέκτημα ὅτι ἐπιτρέπει τὴν ἐφαρμογὴν συστήματος κρατικῆς πολιτικῆς, ἐπενεργοῦντος ἀμέσως ἐπὶ τῆς «αἰτίας» τῶν διακυμάνσεων, τοῦ νομισματικοῦ δηλ. καὶ τοῦ πιστωτικοῦ συστήματος. Δὲν πρέπει, ἄλλως τε, νὰ λησμονῆται ὅτι μὲ τὸ σύγχρονον σύστημα τῶν Ἐκδοτικῶν Τραπεζῶν, τὸ νόμισμα δύναται εὐχερέστατα ν' ἀποτελέσῃ ὄργανον οἰκονομικῆς πολιτικῆς.

Ἐλέχθη, ὅτι τὴν δευτέραν κατεύθυνσιν ἠκολούθησαν πάντα σχεδὸν τὰ σύγχρονα κράτη, τοῦτο δὲ ἀκριβῶς μᾶς ἀναγκάζει νὰ ἐπιστήσωμεν ἰδιαιτέρως τὴν προσοχὴν μας

ἐπὶ τῶν νομισματικῶν ἢ πιστωτικῶν θεωριῶν τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων, τὰς ὁποίας θὰ ἐξετάσωμεν δι' ὀλίγων τόσον ἀπὸ ἀπόψεως θεωρίας, ὅσον καὶ ἀπὸ ἀπόψεως συνεπειῶν.

Καὶ κατ' ἀρχὰς μὲν παρατηροῦμεν ὅτι, ὡς καὶ ἄλλοτε ἐγράψαμεν<sup>1</sup>, αἱ διακυμάνσεις τῆς οἰκονομίας ἀποτελοῦσι φαινόμενον κατ' ἐξοχὴν πολυσύνθετον, μὴ δυνάμενον ν' ἀποδοθῆ εἰς μίαν καὶ μόνην σαφῶς καθωρισμένην κατηγορίαν αἰτίων. Πᾶσα, κατὰ συνέπειαν, μονομερῆς προσπάθεια ἐξηγήσεως τοῦ φαινομένου, εἶναι κατ' ἀνάγκην σχετικῆς ἀξίας.

Εἰδικώτερον, αἱ νομισματικαὶ θεωρίαι βασίζονται ἐπὶ τῆς προϋποθέσεως, καθ' ἣν αἱ τιμαὶ καὶ αἱ καταναλισκόμεναι ποσότητες τῶν ἀγαθῶν ἐξαρτῶνται ἐκ τῆς ποσότητος τοῦ κυκλοφοροῦντος νομίσματος. Ἡ σχέσις αὕτη μεταξὺ τιμῶν καὶ νομίσματος εἶχεν ἤδη διατυπωθῆ ὑπὸ τοῦ Jevons καὶ ἄλλων παλαιότερων οἰκονομολόγων, μέχρις οὗ ἔλαβε τὴν τελευταίαν αὐτῆς μορφήν ἐν τῇ ποσοτικῇ ἐξισώσει τοῦ Irving Fisher.

Καὶ εἰς παλαιότερας μὲν ἐποχάς, ὅτε ὑφίστατο μεταλλικὴ κυκλοφορία, ἡ σχέσις τῆς ἐν τινὶ χώρᾳ ὑφισταμένης ποσότητος πολυτίμων μετάλλων καὶ τῶν τιμῶν ἦτο φανερά καὶ ἀναμφίβολος. Ἡ ἐμφάνισις ὅμως τοῦ πιστωτικοῦ νομίσματος ἐν τῇ συγχρόνῳ οἰκονομίᾳ, τοῦ διακανονισμοῦ δηλ. συναλλαγῶν δι' ἀπλῶν ὑποσχέσεων πληρωμῆς, αἵτινες δὲν εἶναι ἀπαραίτητον νὰ πραγματοποιοῦνται, ἠλλοίωσε τὴν σχέσιν ταύτην. Ἡ ποσότης τῶν ὑποσχέσεων τούτων πληρωμῆς ἐξαρτᾶται πλέον κατ' οὐσίαν ὄχι ἐκ τῆς ὑφισταμένης ποσότητος πολυτίμων μετάλλων, ἀλλ' ἐκ τῆς πιθανότητος ἐπικερδῶν συναλλαγῶν, διὰ τῶν ὁποίων καθίσταται δυνατὴ ἡ ἀντιμετώπισις τῶν ἀναληφθεισῶν ὑποσχέσεων πληρωμῆς. Οὕτως, εἰσάγεται καὶ ἡ ἔννοια τῆς ταχύτητος ὄχι μόνον τῆς νομισματικῆς, ἀλλὰ καὶ τῆς πιστωτικῆς κυκλοφορίας, ἣτις ἐπίσης δύναται νὰ ἔχη ἄμεσον ἐπίδρασιν ἐπὶ τῶν τιμῶν.

Κατ' αὐτὸν τὸν τρόπον ἡ ποσότης τοῦ κυκλοφοροῦντος νομίσματος δὲν περιορίζει ὀπωσδήποτε τὴν ταχύτητα καὶ τὴν πληθὺν τῶν συναλλαγῶν. Ἀντιθέτως, ἡ πληθὺς τῶν συν-

1) Πρὸβλ. Ι. Δ. Πίντου: Ἡ θεωρητικὴ ἀνάλυσις τῶν μεταβολῶν τῶν τιμῶν ἐν τῇ συγχρόνῳ οἰκονομίᾳ. Ἀθῆναι 1936, σελ. 108.

αλλαγῶν, δύναται τις νὰ εἶπη, προσδιορίζει τὴν ποσότητα τοῦ κυκλοφοροῦντος νομίσματος. Ἐκ τῆς ἀπόψεως δὲ ταύτης εἶναι χαρακτηριστικὴ ἡ ἀπόψις τοῦ καθηγητοῦ Ο. von Zwiedineck-Südenhorst, καθ' ἣν «χρῆμα ὡς ἀγοραστικὴν δύναμιν γεννᾶ ἐν τῇ κοινωνικῇ οἰκονομίᾳ πᾶσα παροχὴ οἴου-» δῆποτε ἀτόμου, ἥτις, πληρωνομένη ἐν τῇ ἀγορᾷ, ἀναγνωρίζεται ἐντεῦθεν ὡς συμβολὴ εἰς τὸ κοινωνικὸν εἰσόδημα»<sup>1</sup>.

Ὅπως δῆποτε ἡ διατύπωσις τῆς ποσοτικῆς θεωρίας παρὰ τοῦ Fisher περιλαμβάνει καὶ τὴν σχέσιν τοῦ πιστωτικοῦ νομίσματος, καθὼς καὶ τῆς ταχύτητος τῆς πιστωτικῆς κυκλοφορίας, πρὸς τὰς τιμὰς. Ἐπειδὴ δὲ ἡ σπουδαιότερα ἐκδήλωσις τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων εἶναι ἡ ἀύξομειώσεις τῶν τιμῶν, συνήχθη ἐντεῦθεν, ὅτι αὗται ὀφείλονται εἰς μεταβολὰς τῆς ποσότητος τοῦ κυκλοφοροῦντος νομίσματος (μεταλλικοῦ ἢ πιστωτικοῦ). Κατὰ συνέπειαν, διὰ καταλλήλου νομισματικῆς πολιτικῆς θὰ ἦτο δυνατὴ καὶ ἡ σταθεροποίησις τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν καὶ ἡ σχετικὴ ἀποφυγὴ τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων.

Οὕτως ἔχει ἐν συνόψει ἡ θεωρητικὴ βᾶσις, ἐφ' ἧς ἐστηρίχθη ἡ σύγχρονος νομισματικὴ καὶ πιστωτικὴ πολιτικὴ.

Ἄς ἐρευνήσωμεν ἐν πρώτοις τὸν σύνδεσμον, τὸν ὑφιστάμενον μεταξὺ μεταβολῶν τῆς ποσότητος τοῦ κυκλοφοροῦντος νομίσματος καὶ ἀύξομειώσεως τῶν τιμῶν.

Ἡ στατιστικὴ παρατήρησις ἀπέδειξεν ὅτι αἱ νομισματικαὶ μεταβολαὶ δὲν ἐπηρεάζουν ὁμοιομόρφως τὸ γενικὸν ἐπίπεδον τῶν τιμῶν<sup>2</sup>, ἀλλ' ὅτι ὑπάρχουν κατηγορίαι μόνον τιμῶν εὐπαθεῖς καὶ ταχέως ἀντιδρῶσαι εἰς τὰς μεταβολὰς ταύτας. Τοῦτο ἀπέδειξε καὶ ἡ ἐξέλιξις τῶν τιμῶν ἐν Ἡνωμέναις Πολιτείαις τῆς Ἀμερικῆς, μετὰ τὴν πτώσιν τοῦ δολλαρίου ὡς καὶ τὸ πρόσφατον γαλλικὸν πείραμα.

1) Πρὸβλ. Ο. von Zwiedineck-Südenhorst: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, Berlin, 1932, σελ. 177: «Geld als Kaufkraft entsteht innerhalb der gesellschaftlichen Wirtschaft durch eine Leistung irgendeines Wirtschafters die die Wirtschafts-gesellschaft durch ihre Bezahlung auf dem Markte als Beitrag zum Sozialprodukt anerkeunt».

2) Ἡ χρησιμότης τῆς ἐννοίας τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν εἶναι λίαν ἀμφισβητουμένη ἐν τῇ νεωτέρᾳ νομισματικῇ θεωρίᾳ. Πρὸβλ. σύνοψιν τῶν διαφόρων ἀντιρρήσεων παρὰ G. Halm, Geld - Kredit - Banken, München 1935, σελ. 22.

Ἡ ἐμπειρική ἐπομένως παρατήρησις ἐνίσχυσε τὴν γνώμην ὅτι ἡ αὐξανομένη ποσότης τῆς νομισματικῆς κυκλοφορίας, ἡ δημιουργουμένη δηλ. ἀγοραστική δύναμις, δὲν ἐπιδρᾷ ὁμοιομόρφως ἐπὶ τῶν τιμῶν καὶ τῆς παραγωγῆς. Ἀντιθέτως, κατὰ τὸ νομισματικὸν πείραμα τῶν Ἑνωμένων Πολιτειῶν, τὸ νέον χρήμα συνετέλεσε κατ' ἀρχάς, ἀποκλειστικῶς σχεδόν, εἰς τὴν αὐξήσιν τῶν διαθεσίμων τῶν Τραπεζῶν, εἰς τὰς ὁποίας καὶ συνέρρευσεν ὑπὸ μορφὴν καταθέσεων ἢ πληρωμῆς παλαιῶν ὀφειλῶν.

Ἡ διαπίστωσις αὕτη ἀποδεικνύει ὅτι ἡ ἐπίδρασις τῆς δημιουργίας πίστεως ἐπὶ τῆς παραγωγῆς, ἐξαρτᾶται ἐκ τῆς φάσεως τῆς οἰκονομικῆς διακυμάνσεως, καθ' ἣν πρόκειται ν' ἀσκηθῆ. Τὸ παράδειγμα τῶν Ἑνωμένων Πολιτειῶν ἐπεκύρωσε τὴν ἄποψιν, καθ' ἣν ἡ κατὰ τὴν περίοδον γενικῆς ὑφέσεως προσπάθεια οἰκονομικῆς ἀνεξίξεως διὰ τῆς δημιουργίας προσθέτων μέσων πληρωμῆς, δὲν εἶναι ἀμέσως δυνατή.

Τοῦναντίον, εἰς περίοδον ἐνάρξεως οἰκονομικῆς ἀνόδου, ὅπου, πρὸ πάντων, ἀρχίζει ν' ἀποκαθίσταται ὁμαλότης εἰς τοὺς ψυχολογικοὺς παράγοντας, ἡ δημιουργία πίστεως καὶ, γενικώτερον, προσθέτων μέσων πληρωμῆς, θὰ διευκολύνη τὴν χρηματοδότησιν τῆς αὐξανομένης παραγωγῆς καὶ τὴν ὁμαλὴν ἀνέλιξιν τῆς οἰκονομίας.

Δὲν εἶναι, ἐπομένως, ἡ πιστωτικὴ πολιτικὴ τῶν Τραπεζῶν, ἡ δυναμένη νὰ ρυθμίση τὰς φάσεις τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων. Ἡ ἀποτελεσματικότης τῆς πιστωτικῆς πολιτικῆς ἐξαρτᾶται πλήρως ἐκ τῆς γενικωτέρας φάσεως, ἣν διέρχεται ἡ οἰκονομία κατὰ τὴν ἐποχὴν τῆς δημιουργίας τῶν νέων μέσων πληρωμῆς.

Ἡ εἰς ἐποχὴν κρίσεως ἐμφανιζομένη -στενότης κεφαλαίων καὶ μέσων πληρωμῆς δὲν ὀφείλεται εἰς τεχνικὴν ἀνεπάρκειαν χρήματος, ἀλλ' εἰς τὰς μεμειωμένας πιθανότητας ἐπικερδῶν τοποθετήσεων κεφαλαίων. Οὗτος ἀκριβῶς εἶναι ὁ λόγος, δι' ὃν αἱ ἐπιχειρήσεις δὲν δύνανται νὰ εὔρουν τὰ ἀπαιτούμενα κεφάλαια πρὸς κάλυψιν τῶν ὑποχρεώσεων αὐτῶν, τῶν πηγαζουσῶν ἐκ τῆς προηγηθείσης τῆς κρίσεως περιόδου καὶ ἀναγκάζονται νὰ χρησιμοποιοῦσιν τὰ τυχὸν ὑφιστάμενα ἀποθέματα.

Εὐθὺς ὡς παρέλθη ἡ κρίσις, ἀποκατασταθῆ δηλ. ἡ πεποίθησις περὶ τὴν μελλοντικὴν παραγωγικότητα τῶν ἐπιχειρήσεων, αὐξάνουν τὰ παρεχόμενα κεφάλαια, ἐν συγκρίσει δὲ πρὸς τὰς ἐν καιρῷ κρίσεως ἀναληφθείσας ἡλαττωμένας ὑποχρεώσεις, δημιουργοῦν δὲ οὕτω πλεόνασμα, τὸ ὁποῖον ἐπιτρέπει τὴν ἀποκατάστασιν τῶν ἀποθεμάτων καὶ τὴν ζωηροτέραν κίνησιν τῆς χρηματαγορᾶς.

Οὕτως ἐξηγεῖται καὶ τὸ ἀπὸ τῆς ἀπόψεως τῆς ποσοτικῆς θεωρίας παράδοξον φαινόμενον, καθ' ὃ ἡ στενότης κεφαλαίου γίνεται αἰσθητὴ εἰς περιόδους μειωμένης παραγωγῆς, ἐνῶ ἐξαφανίζεται εἰς ἐποχὴν ἀνιούσης οἰκονομικῆς ἐξελίξεως. Ἡ στενότης αὕτη δὲν συνδέεται, ἐπομένως, μὲ τὸ πιστωτικὸν σύστημα, ἀλλὰ προκύπτει ἐξ αὐτῆς ταύτης τῆς λειτουργίας τῆς ἀνταλλακτικῆς οἰκονομίας. Δὲν εἶναι, κατὰ συνέπειαν, δυνατὴ καὶ ἡ καταπολέμησις τοῦ φαινομένου τούτου διὰ μόνης τῆς δημιουργίας νέων μέσων πληρωμῆς. Ἐπέκτασις τῶν πιστώσεων εἰς περιόδους ὑφέσεων, θὰ ἐπηύξανε τὰς ζημίας τῆς κοινωνικῆς οἰκονομίας, ἐφ' ὅσον τὰ νέα κεφάλαια θὰ ἐτοποθετοῦντο εἰς ἐπιχειρήσεις μὴ ἐπικερδῶς λειτουργούσας, ἢ θὰ συνέτεινον εἰς τὴν αὐξησιν τῶν παρὰ Τραπεζαῖς διαθεσίμων ἐὰν δὲν ἐτοποθετοῦντο εἰς τὴν παραγωγὴν. Ἡ τελευταία αὕτη περίπτωσις, ἡ ὁποία ἄλλωστε ἐσημειώθη εἰς τὰς Ἡνωμένας Πολιτείας κατὰ τὸ 1932, εἶναι λίαν πιθανή, καθ' ὅσον εἰς περίοδον ὑφέσεως ἡ ζήτησις κεφαλαίων δὲν ἀποβλέπει τόσον εἰς παραγωγικὰς τοποθετήσεις, ὅσον εἰς ἐξόφλησιν ἀναληφθεισῶν ὑποχρεώσεων. Ἀντιθέτως, αὐξήσις πιστώσεων καὶ δημιουργία νέων τοιούτων, δύναται νὰ εἶναι, κατὰ τὴν περίοδον ἐνάρξεως τῆς ἀνόδου, ἰσχυρότατοι συντελεσταὶ ἐντάσεως τοῦ ρυθμοῦ τῆς οἰκονομικῆς ἀνεξίξεως.

\* \* \*

Ἄς ἐξετάσωμεν ἤδη δι' ὀλίγων καὶ τὸ πρόβλημα τοῦ προεξοφλητικοῦ τόκου ὡς μέσου ἐπιδράσεως ἐπὶ τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων, ὡς ἰδίᾳ ἀνεπτύχθη ἀπὸ τὸν Wicksell.

Ὡς γνωστόν, κατὰ τὴν θεωρίαν τοῦ Wicksell, ὁ τόκος εἰς μίαν ἐν ἰσορροπία εὕρισκομένην οἰκονομίαν, προσαρμόζεται πάντοτε εἰς τι σημεῖον (φυσικὸς τόκος), ὅπου καθίσταται δυνατὴ ἡ κάλυψις τῆς ζητήσεως κεφαλαίων, διὰ τῆς προσ-

φορᾶς αὐτῶν. Εἰς τὴν σημερινὴν ὁμῶς οἰκονομίαν, ὁ φυσικὸς αὐτὸς τόκος (ἢ τόκος ἰσορροπίας) σπανίως συναντᾶται ἐν τῇ ἀγορᾷ. Ὁ πραγματικὸς τόκος ἀπέχει τοῦ φυσικοῦ, καθ' ὅσον αἱ Τράπεζαι κατευθύνουν κατ' οἰκείαν κρίσιν καὶ πρὸς στυπούς ἐπικερδείας τὴν προσφορὰν κεφαλαίων. Οὕτως, ὁ πραγματικὸς τόκος ἐνδέχεται, ἐφ' ὅσον ὑπάρχει ηὔξημένη προσφορὰ κεφαλαίων ἐκ μέρους τῶν Τραπεζῶν, νὰ εἶναι χαμηλότερος τοῦ φυσικοῦ. Τὸ γεγονός τοῦτο προκαλεῖ ὑψώσιν τῶν τιμῶν, ἣτις ἀποτέλεσμα ἔχει τὴν ἐπίτευξιν ἀναγκαστικῆς ἀποταμιεύσεως (Zwangssparen) καὶ τὴν ἐντεῦθεν δημιουργίαν τῶν πρὸς τὸ ὕψος τοῦ τόκου ἀναλογούντων κεφαλαίων. Διὰ τῆς ὑψώσεως ταύτης τῶν τιμῶν, ἄρχεται οἰκονομικὴ ἄνοδος, μὴ ὀφειλομένη εἰς γενικωτέρους λόγους, ἀλλὰ μόνον εἰς τὴν πιστωτικὴν πολιτικὴν τῶν Τραπεζῶν καὶ τὴν ἐκ μέρους τούτων προσφορὰν κεφαλαίων.

Γεννᾶται ἤδη τὸ ἐρώτημα, ἂν ἡ ἀρξαμένη αὕτη οἰκονομικὴ ἄνοδος μοιραίως θὰ καταλήξῃ εἰς κρίσιν.

Εἰς τὸ σημεῖον τοῦτο ὁ μὲν Wicksell ἀπαντᾷ καταφατικῶς, ἐνῶ ἀντιθέτως ὁ Schumpeter δὲν θεωρεῖ ὡς βεβαίαν τὴν οἰκονομικὴν ὑφεσιν, ἣτις, πάντως, καὶ ἂν ἐπέλθῃ, δὲν θὰ ὀφείλεται κατ' ἀνάγκην εἰς τὴν αὔξησιν τῶν πιστώσεων.

Ἄλλὰ καὶ ἀνεξαρτήτως τῆς βασικῆς ταύτης διαφωνίας, τῆς ὑφισταμένης μεταξὺ τῶν θεωρητικῶν, καὶ οἱ δεχόμενοι τὴν ἐπέλευσιν τῆς κρίσεως ὡς ἀναγκαίαν συνέπειαν τῆς πιστωτικῆς πολιτικῆς τῶν Τραπεζῶν διαφωνοῦν ριζικῶς ὡς πρὸς τὴν ἀκολουθητέαν πολιτικὴν διὰ τὴν κατάπαυσιν τῶν περιοδικῶν τούτων διακυμάνσεων. Αἱ ἀπόψεις των δύνανται εἰς δύο κυρίως κατηγορίας νὰ καταταχθῶσι :

α) Εἰς τὰς ἀκολουθούσας κατὰ βάσιν τὴν θεωρίαν τοῦ Wicksell περὶ τόκου μετὰ παραλλαγῶν κατὰ τὸ μᾶλλον ἢ ἥττον οὐσιωδῶν. Ὁ Wicksell ἐθεώρει, ὡς ἤδη ἐλέχθη, τὴν ἀποκατάστασιν τῆς οἰκονομικῆς ἰσορροπίας ὡς δυνατὴν μόνον διὰ τῆς ἐκάστοτε προσαρμογῆς τοῦ πραγματικοῦ πρὸς τὸν «φυσικὸν» τόκον.

β) Εἰς τὰς δεχομένας τὴν δυνατότητα ἀμέσου ἐπιδράσεως ἐπὶ τοῦ ποσοῦ τοῦ κυκλοφοροῦντος νομίσματος. Τοιαύτη εἶναι, πρὸ πάντων, ἡ θεωρία τοῦ F. Hayek περὶ «οὐδετέρου νομίσματος» καὶ πᾶσαι αἱ περὶ ταύτην ἀναπτυχθεῖσαι ἀπόψεις. Ἡ θεωρία αὕτη τοῦ Hayek ἀπετέλεσεν ἀντικείμενον

πολλῶν συζητήσεων, ὄχι μόνον διότι ἐμείωσε τὴν σημασίαν τῆς μέχρι τοῦδε ὡς κέντρον πάσης σχετικῆς συζητήσεως θεωρουμένης ποσοτικῆς θεωρίας<sup>1</sup>, ἀλλὰ καὶ διὰ τὰς πρακτικὰς συνεπειάς, ἃς θὰ συνεπήγετο διὰ τὴν πιστωτικὴν πολιτικὴν ἢ ἀποδοχὴ τῶν ἀπόψεων τῆς «οὐδετερότητος» τοῦ νομίσματος.

Ὁ ὁχῶρος δὲν ἐπαρκεῖ διὰ ν' ἀναλύσωμεν καὶ τὰς δύο κατηγορίας τῶν θεωριῶν τούτων νομισματικῆς πολιτικῆς. Περιοριζόμεθα, κατὰ συνέπειαν, εἰς τὴν ἔκθεσιν παρατηρήσεων τινῶν ἐπὶ τῆς πρώτης κατηγορίας, ἐπιφυλασσόμενοι νὰ ἐπανέλθωμεν εὐρύτερον εἰς τὸ ὅλον θέμα.

\* \* \*

Ἡ ἄποψις τῶν δεχομένων, ὡς ὁ Wicksell, τὴν δυνατότητα ἐπιδράσεως ἐπὶ τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων μέσω τοῦ προεξοφλητικοῦ τόκου, — ἄποψις ἐπιδράσασα σημαντικώτατα εἰς τὴν πιστωτικὴν πολιτικὴν τῆς μεταπολεμικῆς περιόδου — δὲν εἶναι πλέον, μετὰ τὴν πείραν ἰδίως τῶν τελευταίων ἐτῶν, ἀνεπίδεκτος ἀμφιβολιῶν.

α') Ἡ αὐστηρὰ ἐξάρτησις μεταξὺ προεξοφλητικοῦ τόκου καὶ τιμῶν ἐτέθη πλέον σοβαρῶς ἐν ἀμφιβόλῳ. Καὶ ἂν ἀκόμη δὲν δεχθῶμεν τὴν ἄποψιν ἐκείνων, οἵτινες ἄρνοῦνται πᾶσαν ἐπίδρασιν τοῦ προεξοφλητικοῦ τόκου ἐπὶ τῶν τιμῶν, πάντως δὲν δυνάμεθα παρὰ νὰ παρατηρήσωμεν ὅτι ἡ πτώσις τῶν ἐπιτοκίων συνεβάδισε κατὰ καιροῦς τόσον μὲ μειωμένας ὅσον καὶ μὲ ὑψωμένας τιμάς. Τοῦτο σημαίνει ὅτι ἡ ἐπίδρασις ἐπὶ τῶν τιμῶν ἐξαρτᾶται πάντοτε καὶ ἐκ τοῦ σταδίου τῆς διακυμάνσεως, ἣν διέρχεται γενικώτερον ἢ οἰκονομία<sup>2</sup>. Οὕτως εἰς περίοδον ἀνόδου, ζωηρᾶς δηλ. κινήσεως τῆς χρηματαγορᾶς καὶ τῆς παραγωγῆς, καθ' ἣν αἱ ἐλπίδες καὶ τὰ περιθώρια κέρδους εἶναι μεγάλα, ἡ ὑψωσις προεξοφλητικοῦ τόκου εἶναι ζήτημα ἂν εἶναι εἰς θέσιν νὰ

1) Χαρακτηριστικὴ εἶναι ἡ ἐπίθεσις τοῦ Hayek (βλ. *Prices and Production*, 2α ἔκδ., σελ. 3-4) κατὰ τῆς θέσεως, ἣν κατεῖχεν ἡ ποσοτικὴ θεωρία εἰς τὰ νομισματικὰ ζητήματα. Οὕτω, γράφει ὅτι, «this theory... has ...unduly usurped the central place in monetary theory.. and is... a positive hindrance to further progress».

2) Τὴν ἄποψιν ταύτην ὑποστηρίζει καὶ ὁ Somary εἰς *Bankpolitik*, Tübingen 1934, σελ. 89.



σταματήση τὴν ἐντεινομένην ἐπένδυσιν τῶν κεφαλαίων. Ἡ ἐπίδρασις τῆς ὑψώσεως τοῦ τόκου ἐπὶ τῶν παραγωγικῶν τοποθετήσεων θὰ καταστῇ αἰσθητὴ εἰς τὸ ἀνώτατον σημεῖον τῆς ἐξελίξεως, ὅτε 1 ἢ 2% ἐπὶ πλέον δύνανται νὰ ἀσκήσουν δυσμενεῖς συνεπειάς ἐπὶ τῶν ὀριακῶν παραγωγῶν καὶ νὰ καταστήσουν δι' αὐτοὺς δυσχερῆ τὴν περαιτέρω συνέχισιν τῆς ἐπιχειρήσεώς των.

Ἡ ἐπίδρασις ὅμως αὕτη ἔρχεται πολὺ ἄργά διὰ νὰ σταματήση τὴν κρίσιν. Διότι οἱ ἐπιχειρηματῆται θὰ προσπαθήσουν νὰ πληρώσουν οἰονδήποτε ἐπιτόκιον διὰ νὰ ἀποκτήσουν τὰ ἀπαιτούμενα κεφάλαια πρὸς συνέχισιν τῆς ἐπιχειρήσεώς των. Τοῦτο θὰ ἐλαττώσῃ ἔτι μᾶλλον τὸ κατὰ τὴν διάρκειαν τῆς οἰκονομικῆς ἀνόδου ὑφιστάμενον περιθώριον κέρδους καὶ θὰ καταστήσῃ τὴν κρίσιν ἀναπόφευκτον καὶ δι' αὐτὰς τὰς μέχρι τοῦδε παραγωγικῶς ἐργαζομένας ἐπιχειρήσεις.

β') Ἐπὶ πλέον ὁ «φυσικὸς τόκος», τὸν ὁποῖον αἱ θεωρίαι τῆς ὁμάδος Wicksell δέχονται ὡς ὄριον προσαρμογῆς, δὲν εἶναι ἔννοια, ἢ ὁποῖα δύνανται εὐκόλως νὰ προσδιορισθῇ. Τὸ μέγεθος τούτου ἐξαρτᾶται ἐκ τῆς γενικωτέρας καταστάσεως, εἰς ἣν εὐρίσκεται δεδομένη οἰκονομία, καὶ δὲν δύνανται ἐπακριβῶς νὰ καθορισθῇ. Ἄν δὲ ληφθῇ ὑπ' ὄψιν καὶ ἡ ἀνωτέρω γενομένη παρατήρησις, καθ' ἣν τὸ γενικὸν ἐπίπεδον τῶν τιμῶν εἶναι ἀπλῆ ἀφαίρεσις, τότε θὰ καταστῇ ἐμφανὲς ὅτι ἡ θεωρία τοῦ Wicksell δὲν εἶναι δυνατὸν ν' ἀνταποκρίνεται πρὸς τὴν πραγματικότητα.

Οὕτως ἡ διδασκαλία περὶ τοῦ φυσικοῦ τόκου, τοῦ δυναμένου ν' ἀποκαθιστᾶ τὴν διαταραχθεῖσαν οἰκονομικὴν ἰσορροπίαν, κλονίζεται ἰσχυρῶς. Καὶ ἂν ἔτι διατηρῇ ὑπὲρ αὐτῆς θεωρητικὰ τινὰ ἐπιχειρήματα, πάντως δὲν εἶναι εἰς θέσιν νὰ παράσχῃ σταθερὰς βάσεις διὰ τὴν ἄσκησιν πολιτικῆς διὰ τὴν περιστολὴν τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων.

\* \* \*

Αἱ παρατηρήσεις αὗται ἐνισχύουν τὴν ἄποψιν, καθ' ἣν ἡ ἀποτελεσματικότης παντὸς νομισματικοῦ καὶ πιστωτικοῦ μέτρου ἐξαρτᾶται ἀκριβῶς ἐκ τῆς γενικωτέρας φάσεως, ἣν διέρχεται ἡ οἰκονομία. Εἶναι κατὰ συνέπειαν ἀπαραίτητον ἢ πολιτικὴ τῶν Ἐκδοτικῶν Τραπεζῶν νὰ εὐρίσκε-

ται ἐν ἀρμονίᾳ πρὸς τὴν οἰκονομικὴν φάσιν, εἰς ἣν ἀσκεῖται. Οὕτω, δὲν θὰ κατορθώσῃ μὲν ν' ἀποτρέψῃ τὰς διακυμάνσεις τῆς οἰκονομίας, ὡς ἐπιστεύετο μέχρι τοῦδε, ἀλλὰ θὰ συντελέσῃ εἰς τὴν μείωσιν τῆς ἐντάσεως αὐτῶν. Διότι εἶναι γνωστὸν ὅτι ἢ κατὰ καιροὺς ἀσκηθεῖσα ἐσφαλμένη πιστωτικὴ καὶ νομισματικὴ πολιτικὴ, ἐνεδυνάμωνε πάντοτε τὸν ρυθμὸν τῆς οἰκονομικῆς ἐξελίξεως, καὶ κατὰ συνέπειαν τὴν ὀξύτητα τῆς κρίσεως, ἐνῶ ἐξ ἄλλου ἐδυσχέρανε τὴν ἀφ' ἑαυτῆς ἐπάνοδον τῆς οἰκονομίας εἰς ὀμαλωτέρας συνθήκας.

Δὲν εἶναι ἐπομένως εἰς τὸ πιστωτικὸν ἢ τὸ νομισματικὸν σύστημα, ὅπου πρέπει ν' ἀναζητηθοῦν τὰ πρωταρχικὰ αἷτια τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων. Ἡ ὀρθὴ ἢ ἡ ἐσφαλμένη πιστωτικὴ πολιτικὴ συντελεῖ μόνον εἰς τὴν αὐξομείωσιν, ἀλλ' ὄχι καὶ εἰς τὴν γένεσιν αὐτῶν.

Ἐπὶ τοῦ ζητήματος τῶν αἰτίων τῶν διακυμάνσεων, ἀρκούμεθα σημειώνοντες καὶ ἐνταῦθα τὴν σημασίαν τοῦ παράγοντος τοῦ χρόνου διὰ τὴν παραγωγικὴν διαδικασίαν<sup>1</sup>. Τὸ γεγονός ὅτι ὁ ἐπιχειρηματίας ἐργάζεται πάντοτε βάσει προβλέψεων, καὶ ὅτι ἡ ἐπένδυσις τῶν κεφαλαίων του θ' ἀποφέρῃ τὸ παραγωγικὸν αὐτῆς ἀποτέλεσμα κατόπιν χρονικοῦ διαστήματος κατὰ τὸ μᾶλλον ἢ ἥττον μεγάλου, ἢ δυνατότης τῆς ἐπελεύσεως μεταβολῆς τῶν τιμῶν καὶ ἀλλαγῆς τῶν παραγωγικῶν μεθόδων, ὁ διαρκῆς κίνδυνος δυσαναλογίας μεταξὺ ἐτοιμῶν καὶ ἡμικατεργασμένων προϊόντων, εἶναι τινὰ ἐκ τῶν πρωταρχικῶν αἰτίων τῶν οἰκονομικῶν διακυμάνσεων.

Ἰδιαιτέρα σημασία νομίζομεν ὅτι πρέπει ν' ἀποδοθῇ εἰς τὴν διαμόρφωσιν τῶν παραγωγικῶν ἐξόδων κατὰ τὴν διάρκειαν τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας. Ἡ αὐξομείωσις, π. χ., τῆς συμμετοχῆς τοῦ κεφαλαίου ἢ τῆς ἐργασίας διὰ τὴν παραγωγὴν ὀρισμένου προϊόντος, ἐπιδρῶσα καὶ ἐπὶ τοῦ σχηματισμοῦ τοῦ εἰσοδήματος, τῆς ἀγοραστικῆς δηλ. δυνάμεως κατηγοριῶν ὀλοκλήρων καταναλωτῶν, εἶναι καὶ μόνη ἐπαρκῆς διὰ νὰ προκαλέσῃ οἰκονομικὰς διακυμάνσεις.

Ἡ ἐπίδρασις τῶν αἰτίων τούτων ἀλλοιοῦται, ὡς εἶναι φυ-

1) Πρὸβλ. ὡς πρὸς τὸ ζήτημα τοῦτο, I. Πασκευόπουλου: Οἰκονομικὴ Πίστις. Ἀθῆναι, 1936, καὶ I. Πίντου ἑ. ἄ.

ἐπίσπευσιν καὶ ἐνίσχυσιν τῆς ἀρξαμένης κινήσεως.

Ἡ κρατοῦσα νομισματικὴ ἄποψις εἰς τὰς περὶ διακυμάνσικόν, ἀπὸ διαφόρους ἐπιπλοκάς, αἴτινες συντελοῦν εἰς τὴν σεων θεωρίας ὀφείλεται, ὡς ἤδη ἐλέχθη, εἰς τὸ γεγονὸς, ὅτι ἡ ἐσφαλμένη πολιτικὴ ἐπὶ τοῦ πεδίου τούτου ὑπῆρξε, κατὰ τὰ τελευταῖα ἔτη, ἡ σπουδαιότερα ἐνίσχυσις τῆς ὀξύτητος τῶν διακυμάνσεων. Ἐνῶ ἐξ ἄλλου τὰ νομισματικὰ καὶ πιστωτικὰ συμπτώματα τῶν κρίσεων εἶναι τὰ μᾶλλον εὐχερῶς περιπίπτοντα εἰς τὴν ἀντίληψιν τῶν ἀσχολουμένων μὲ τὴν πορείαν τῶν οἰκονομικῶν κύκλων.

Ι. Δ. ΠΙΝΤΟΣ

---