

**ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΙΣ**  
**ÉCONOMIE ET DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE**

ΑΙ ΚΙΝΗΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ  
ΚΑΙ ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΝ ΣΥΣΤΗΜΑ

---

Ἐκ τῆς ἐποχῆς τῆς γενικῆς τάσεως πρὸς τὴν μετατρεψιμότητα καὶ τῆς χαλαρώσεως τῶν περιορισμῶν ἐπὶ τῶν κινήσεων τῶν κεφαλαίων δηλαδὴ κατὰ τὸ τέλος τοῦ 1950 καὶ ἀρχὰς τοῦ 1960, αἱ μετακινήσεις ἰδίως βραχυπροθέσμων κεφαλαίων, ἐπεξετάθησαν καὶ κατέστησαν πλέον εὐέλκτικοι, διεμορφώθη δὲ τὸ εὐρω-νόμισμα καὶ εἰδικώτερον ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου ἢ ὑποία κατὰ τὰ τελευταία ἔτη ἔλαβε τεραστίαι διαστάσεις. Αἱ ἐξελίξεις αὐταὶ λαβοῦσαι χώραν ἐντὸς ἐνὸς γενικωτέρου κλίματος δυσπιστίας καὶ ἀβεβαιότητος ἐδημιούργησαν νέα σοβαρὰ προβλήματα ἐν σχέσει πρὸς τὴν σταθερότητα τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος.

Ἐξ ἐτάσωμεν ποῖαι εἶναι αἱ συνέπειαι ἐπὶ τῆς σταθερότητος τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος καὶ ποῖα μέτρα ἐνδείκνυνται διὰ τὴν ἀντιμετώπισιν τῶν διαταρασσουσῶν τὴν ἰσορροπίαν δυνάμεων, αἱ ὁποῖαι ἰδίως κατὰ τὰ τελευταία δύο ἔτη κατέστησαν ἄκρως ἐπικίνδυναι.

Ὁ κυριώτερος παράγων διαταράξεως τῆς ἰσορροπίας εἰς τὰς κινήσεις κεφαλαίου ὀφείλεται εἰς τὴν μεταβολὴν τῆς ἐμπιστοσύνης, ἢ ὑποία δυνατόν νὰ φθάσῃ μέχρι τοῦ βαθμοῦ τοῦ πανικοῦ καὶ δύναται νὰ προκαλέσῃ ὑποτίμησιν ἀκόμη καὶ εἰς περιπτώσιν καθ' ἣν δὲν ὑφίσταται βασικὴ ἔλλειψις ἰσορροπίας ἢ νὰ ὀδηγήσῃ εἰς ὑποτίμησιν μεγαλυτέραν τῆς ἐνδεικνυομένης, ἢ ὁποία νὰ δημιουργήσῃ νέαν κατάστασιν ἐλλείψεως ἰσορροπίας.

Ὅταν ὑφίσταται κλίμα ἐμπιστοσύνης ὡς πρὸς τὴν σταθερότητα τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος γενικώτερον καὶ πρὸς τὰ νομίσματα μείζονος σημασίας εἰδικώτερον, αἱ βραχυχρόνιοι κινήσεις κεφαλαίων προσδιορίζονται μόνον ἀπὸ τὰς δυνάμεις τῆς ἀγορᾶς ὅπως εἶναι ὁ τόκος καὶ τὸ κέρδος. Ἐπὶ τὸν κλασσικὸν χρυσοῦν κανόνα αἱ μετακινήσεις αὐταὶ ἀπὸ τὰς χώρας αἱ ὁποῖαι παρουσιάζουν περισσεύματα πρὸς ἐκείνας ποὺ παρουσιάζουν ἐλλείμματα παίζουσι ἐξισορροπητικὸν ρόλον ἐπὶ τῶν ἰσοζυγίων πληρωμῶν ἀνταποκρινόμεναι εἰς τὰς διαφορὰς τοῦ τόκου. Ἡ ὀρθολογικὴ αὐτὴ κίνησις κεφαλαίων ἀποκαθιστᾷ τὴν ἰσορροπίαν ὅταν δὲν ὑφίστανται βεβαίως ὄργανικοὶ παράγοντες ἐλλείψεως ἰσορροπίας. Πιστεύεται μάλιστα ὅτι ὑπὸ τὸ καθεστῶς τοῦ κλασσικοῦ «ΑΡΧΕΙΟΝ» Δ. Ε. Καλιτσουάκη, Τόμ. 51ος (1971), Τεύχ. Α'-Δ'

χρυσού κανόνος αί διαφοραί του τόκου έπαιξαν σπουδαιότερον ρόλον εις την ρύθμισιν τής ισορροπίας του ίσοζυγίου πληρωμών από την αναπροσαρμογήν των τιμών.

Ανάλογα θά έπρεπε νά ίσχύσουν και διά τās κινήσεις κεφαλαίων υπό τον ύφιστάμενον κανόνα συναλλάγματος χρυσού έφ' όσον θά έπληροϋντο οί όροι τής γενικής και ειδικής έμπιστοσύνης. Είηαι άληθές ότι λόγω τής προτεραιότητας ή όποία δίδεται υπό πολλών εκ των κυρίων βιομηχανικών χωρών εις την πολιτικήν πλήρους άπασχολήσεως και οικονομικής ανάπτυξεως πολλαίς έρχομένας εις σύγκρουσιν με την έξωτερικήν ισορροπίαν ή πολιτική του τόκου εύρίσκεται πρό άντιτιθεμένων άπαιτήσεων. Από έσωτερικής μεν σκοπιάς είναι δυνατόν νά ένδεικνυνται χαμηλότεροι τόκοι, από έξωτερικής δέ ύψηλότεροι η άντιστρόφως. Παρά ταϋτα εάν ύφίστατο κλίμα γενικής και ειδικής έμπιστοσύνης και βεβαιότητας εις τās μεταπολεμικάς κινήσεις κεφαλαίων θά επεκράτουσιν αί έξισοροπητικαί επιδράσεις και θά ήρχοντο εις δευτέραν μοίραν αί διαταράσσουσαι την ισορροπίαν επιδράσεις. Λόγω όμως του επικρατήσαντος κλίματος τής γενικής και ειδικής δυσπιστίας και άβεβαιότητας έ παράγων τής κινήσεως κεφαλαίων, ιδίως κατά την διάρκεια του 1960 έξελίχθη εν τώ συνόλω του εις κατ' έξοχήν παράγοντα διαταράξεως τής ισορροπίας. Τοϋτο δέν είναι τί τό νέον. Κατά τό μεσοπόλεμον διάστημα, λόγω τής επικρατήσεως παρομοίου κλίματος αί βραχυχρόνιοι κινήσεις κεφαλαίων από σταθεροποιητικούς είχαν μεταβληθῆ επίσης εις παράγοντας διαταράξεως τής σταθερότητας του διεθνοϋς νομισματικού συστήματος.

Αναφερόμενοι εις τό κλίμα τής γενικής δυσπιστίας και άβεβαιότητας θά έπρεπε νά τονίσωμεν έδω τά εξής :

Κατά την διάρκεια του 1960, ή άποδοχή τής μετατρεψιμότητας υπό των κυριωτέρων έμπορικων χωρών, ή άπελευθέρωσις τής κινήσεως κεφαλαίων και κυρίως ή αύξησις του όγκου των βραχυπροθέσμων κεφαλαίων και ή δημιουργία του εύρω-νομίσματος και ειδικώτερον τής άγοράς εύρω-δολλαρίου συνετέλεσαν εις τεραστίαν ανάπτυξιν τής κινητικότητας των κεφαλαίων. Παράλληλως όμως τό κλίμα τής έμπιστοσύνης και βεβαιότητας κατά διαστήματα τόσον διά την σταθερότητα του χρυσού και των άποθεματικών νομισμάτων όσον και διά τά άλλα νομίσματα μείζονος σημασίας έχειροτέρευσε σοβαρώς.

Αποτέλεσμα τούτου υπήρξεν ή άγορά βραχυπροθέσμων κεφαλαίων νά λάβη κερδοσκοπικόν κατά τό πλείστον χαρακτήρα, ή δέ κινήσις κεφαλαίων νά κατευθύνεται άλλοτε όλιγώτερον και άλλοτε περισσότερον από την κερδοσκοπία. Πολύ συχνά ό κύριος παράγων τής κινήσεως κεφαλαίων δέν είναι αί διαφοραί του τόκου αλλά τά κύματα κερδοσκοπίας τά όποια κατά καιρούς όγκοϋνται διά νά περιορισθοϋν προσωρινώς και κατόπιν νά όγκωθοϋν άπειλητικώς εκ νέου. Αποτέλεσμα τούτου υπήρξαν αί γνωσταί φυγαί από του δολλαρίου και τής στεργλίνας και ή μεγάλη ζήτησις χρυσού, ως επίσης και ή μαζική

φυγή κεφαλαίων από διαφόρους «υπόπτους» διά υποτίμησιν τῶν μείζονος ἀξίας νομισμάτων των χώρας (π.χ. γαλλικὸν φράγκον) καὶ ἡ μεγάλη ζήτησις μείζονος ἀξίας νομισμάτων (π.χ. γερμανικὸν μάρκον) ὑπόπτων δι' ἀνατίμησιν. Ἡ κατάστασις αὐτὴ ἔχει καταστήσει τὰς κινήσεις κεφαλαίων εἰς τὸ ἔπακρον παραλόγους καὶ τὰς μετέβαλεν εἰς κύριον παράγοντα διαταράξεως τῆς ἰσορροπίας τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος. Τὸ νομισματικὸν σύστημα κατόπιν τούτου κυριαρχεῖται ἀπὸ τὴν κερδοσκοπίαν, εἶναι κερδοσκοπικὸν καὶ οὐσιαστικῶς μετεβλήθη εἰς κανόνα κερδοσκοπῶν. Ὑπελογίσθη ὅτι μόνον μεταξύ Σεπτεμβρίου καὶ Νοεμβρίου τοῦ 1968 ἡ Deutsche Bank ἠγόρασε περὶ τὰ § 4 δισεκατομμύρια προελθόντα κυρίως ἀπὸ φυγὴν κεφαλαίων ἀπὸ τὴν Γαλλίαν καὶ Μεγάλην Βρετανίαν μὲ σημαντικὴν μείωσιν τῶν ἀποθεματικῶν τῶν ἀντιστοίχων κεντρικῶν τραπεζῶν. Τὰ κεφάλαια ταῦτα κατόπιν ἀλλαγῆς τῆς κερδοσκοπικῆς ψυχολογίας ἐγκατέλειψαν τὴν Γερμανίαν ἐπανῆλθον ὁμως μερικῶς εἰς Γαλλίαν καὶ Μ. Βρετανίαν, σημαντικὸν δὲ μέρος αὐτῶν συνέρρευσεν εἰς τὴν ἀγορὰν τοῦ Εὐρω-δολλαρίου.

Ἡ ἀγορὰ εὐρω-νομίσματος καὶ ἰδιαιτέρως ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου ἀπέκτησε μεγάλην σημασίαν εἰς τὴν κίνησιν κεφαλαίων. Καὶ ναὶ μὲν κατὰ διαστήματα ἔπαιξεν ἐξισοροπητικὸν καὶ σταθεροποιητικὸν ρόλον εἰς τὸ διεθνὲς νομισματικὸν σύστημα, δύναται ὁμως νὰ ἀποβῇ λόγῳ τοῦ ἀσταθοῦς χαρακτῆρος τῆς μειραΐα διὰ τοῦτο.

Συμφώνως πρὸς ὠρισμένους ὑπολογισμοὺς ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου φαίνεται νὰ ἔχη φθάσει τὰ § 25 δισεκατομμύρια.

Ὡς γνωστὸν ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου συνίσταται εἰς κεφάλαια ἐκ περισσευμάτων δολλαρίων δημιουργηθέντα ὑπὸ τῶν Εὐρωπαίων μέσῳ τοῦ διαρκοῦς ἐλλείμματος τοῦ ἀμερικανικοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν. Εἰς ταῦτα κατὰ τὸ παρελθὸν ἔτος προσετέθησαν σημαντικὰ ποσὰ δολλαρίων προελθόντα ἀπὸ φυγὴν κεφαλαίων ἀπὸ χώρας αἱ ὁποῖαι ὑπέστησαν νομισματικὴν κρίσιν.

Ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου προσέλαβε μέγεθος τεράστιον καὶ ἀπειλητικόν, ἤρχισε δὲ νὰ ἀνησυχῇ σοβαρῶς τὰς κεντρικὰς τραπεζὰς τῶν κυρίων βιομηχανικῶν χωρῶν καθόσον ἐγκλείει τεραστίους κινδύνους διὰ τὰ ἀποθεματικὰ νομίσματα καὶ τὸ διεθνὲς νομισματικὸν σύστημα.

Μέχρι πρό τινας εἶχομεν γνωρίσει τὴν ἀγαθὴν πλευρὰν τῆς ἀγορᾶς εὐρω-δολλαρίου ἡ ὁποία ἐπέδρασε σταθεροποιητικῶς ἐπὶ τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος ἀπορροφήσασα μεγάλας ποσότητας κεφαλαίων εἰς δολλάρια, διοχετεύσασα ταῦτα εἰς κεντρικὰς τραπεζὰς ἐχοῦσας ἀνάγκην ἐνισχύσεως τῶν ἀποθεματικῶν των, ἢ πρὸς ἀμερικανικὰς ἐμπορικὰς τραπεζὰς πρὸς αὐξήσιν τῆς ρευστότητός των ἢ πρὸς τοποθέτησιν εἰς ἀμερικανικὰ χρεώγραφα.

Εἰς τοῦτο συνέβαλον δύο τινά, ἀφ' ἑνὸς ἡ ἀπὸ τοῦ Μαρτίου 1968 σημειωθείσα βελτίωσις τῆς ἐμπιστοσύνης πρὸς τὸ δολλᾶριον, καὶ ἀφ' ἑτέρου οἱ ὑψηλοὶ τόκοι. Αὐτὸ ὁμως σημαίνει ὅτι χειροτέρευσις τοῦ κλίματος ἐμπιστοσύνης ἐναντι

τοῦ δολλαρίου καὶ μείωσις τῶν τόκων εἰς τὴν ἀγορὰν εὐρω-δολλαρίου θὰ ἡδύνατο νὰ προκαλέσῃ νέαν ὀξεῖαν κρίσιν τοῦ δολλαρίου ὁδηγοῦσαν εἰς ἀναβίωσιν τῆς ψυχώσεως χρυσοῦ - δολλαρίου καὶ τὴν κατάρρευσιν τοῦ παρόντος διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος. Ὡς ὀρθῶς παρετήρησε προσφάτως ὁ Πρόεδρος τῆς Swiss National Bank, Edwin Stopper: «The eurodollar market is the most fragile link in the international monetary system». Δὲν πρέπει νὰ παραβλέπεται ὅτι τὸ εὐρω-νόμισμα καὶ εἰδικώτερον ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου εἶναι ἡ ὀλιγώτερον ἐλεγχόμενη ἀγορὰ χρήματος καὶ ἡ παρουσιάζουσα τὴν μεγαλύτεραν κινητικότητα τὴν ὁποίαν ἐγνώρισε ποτὲ ὁ κόσμος. Δεδομένου ὅτι ἡ ἀγορὰ αὕτη βασιζέται κυρίως ἐπὶ τοῦ δολλαρίου τὸ πᾶν ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὴν ἐμπιστοσύνην ἢ τὴν δυσπιστίαν ἢ ὁποῖα θὰ ἐπικρατήσῃ εἰς τὸ μέλλον πρὸς τὸ δολλᾶριον. Ἐὰν κατορθωθῇ νὰ διατηρηθῇ ἡ ἐμπιστοσύνη ἢ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου δὲν θὰ παρουσιάσῃ ἐπικινδύνους ἐκπλήξεις. Ἄλλως πρέπει νὰ ἀναμένωμεν νέαν σοβαρὰν ἐπιδείνωσιν τῆς διεθνοῦς νομισματικῆς καταστάσεως με ὀλεθρίας συνεπειάς διὰ τὸ διεθνὲς νομισματικὸν σύστημα. Τοῦτο σημαίνει ὅτι ὑφίσταται ἕνας ἐπὶ πλέον σοβαρώτατος λόγος διὰ τὴν καταβολὴν πάσης δυνατῆς προσπαθείας πρὸς διατήρησιν ἀμειώτου τῆς ἐμπιστοσύνης πρὸς τὸ δολλᾶριον.

Ἐδῶ ὅμως ἔχομεν νὰ ἀντιμετωπίσωμεν εὐθὺς ἐξ ἀρχῆς ἕνα δυσμενῆ παράγοντα τὴν πιθανὴν ἀναβίωσιν σημαντικοῦ ἔλλειμματος εἰς τὸ ἰσοζύγιον πληρωμῶν τῆς Ἀμερικῆς, ἐὰν δὲ δώσωμεν πίστιν εἰς τὰς προσφάτους προβλέψεις τοῦ Ἀμερικανοῦ Ἑμπορίου Stans δὲν πρέπει νὰ εἴμεθα πολὺ αισιόδοξοι. Μία ἐπανεμφάνισις ἀμερικανικῶν ἐλλειμμάτων ἀνερχομένων εἰς δισεκατομμύρια δολλᾶρια εἶναι λίαν πιθανὸν νὰ θέσῃ εἰς κίνησιν τὰς κερδοσκοπικὰς δυνάμεις τῆς ἀγορᾶς εὐρω-δολλαρίου ἐκ παραλλήλου δὲ καὶ τῆς ἀγορᾶς χρυσοῦ με ἀπροβλέπτους συνεπειάς.

Ἐκτὸς ὅμως τῶν ἀνωτέρω ἢ ἀπὸ τινων ὅμως μηνῶν σημειωθεῖσα ἀλματώδης προσφυγὴ τῶν ἀμερικανικῶν τραπεζῶν πρὸς τὴν ἀγορὰν εὐρω-δολλαρίου διὰ ν' ἀντιμετωπίσουν τὸν ἐσωτερικὸν περιορισμὸν πιστώσεων κατόπιν τῆς ἐφαρμογῆς τῆς πολιτικῆς ἀκριβοῦς χρήματος ὑπὸ τῶν Η.Π.Α. πρὸς ἀντιμετώπισιν τοῦ πληθωρισμοῦ ἐπροκάλεσε τεραστίαν ὑψωσιν τοῦ τόκου εἰς τὴν ἀγορὰν αὐτὴν καὶ ἐδημιούργησε νέα σοβαρὰ προβλήματα εἰς τὴν διεθνῆ χρηματαγορὰν με ἐπικινδύνους ἐπιπτώσεις ἐπὶ τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος. Ὑπολογίζεται ὅτι μέχρι σήμερον ἀπερρόφησαν περὶ τὰ \$ 10 δισεκατομμύρια ἀπὸ τὰ κεφάλαια \$ 25 δισεκατομμυρίων τῆς ἀγορᾶς εὐρω-δολλαρίου.

Τοῦτο εἶχεν ὡς συνέπειαν τὰ ἑξῆς :

Π ρ ῶ τ ο ν : ἐπροκάλεσε σημαντικὴν ὑψωσιν τοῦ τραπεζικοῦ τόκου εἰς Μεγ. Βρετανίαν, Ὁλλανδίαν, Σουηδίαν, Δανίαν, Βέλγιον καὶ Γερμανίαν. Εἶναι ἀληθές ὅτι τοῦτο ἀρχικῶς θὰ ἡδύνατο νὰ συμβάλῃ εἰς τὸν περιορισμὸν τῶν πληθωρικῶν πιέσεων εἰς ὠρισμένας χώρας ἀπὸ τὸ ἄλλο μέρος ὅμως ἡ παρά-

τασις τῆς καταστάσεως αὐτῆς δὲν ἀποκλείεται νὰ ὀδηγήσῃ εἰς γενικωτέραν οἰκονομικὴν ἀνάσχεσιν. Κατόπιν τούτου αἱ Η.Π.Α. κατηγοροῦνται ὅτι διὰ τοῦ οἰκονομικοῦ των μεγέθους καὶ τῆς μὴ συνεργασίμου πολιτικῆς των εἰς μὲν τὸ παρελθὸν ἐξήγαγον πληθωρισμὸν τῶρα δὲ διοχετεύουσι ἀντιπληθωρισμὸν.

Δ ε ὑ τ ε ρ ο ν : Διάφοροι εὐρωπαϊκαὶ χῶραι, ἐκτὸς τῆς Μεγ. Βρετανίας καὶ Γαλλίας, ὡς ἡ Ἰταλία, τὸ Βέλγιον καὶ ἡ Ὀλλανδία ἠναγκάσθησαν νὰ ἐπιβάλλουν ἐλέγχους ἐπὶ τῶν κινήσεων τοῦ κεφαλαίου πρὸς τὸν σκοπὸν ὅπως ἀπομονώσουν τὴν ἐσωτερικὴν ἀγορὰν χρήματος καὶ νὰ θέσουν τέρμα εἰς τὴν διαρροὴν συναλλαγματικῶν των διαθεσίμων τὰ ὅποια εἶχον ἀρχίσει νὰ διαρρέουν πρὸς τὴν ἀγορὰν εὐρω-δολλαρίου.

Ἡ γενίκευσις ὅμως καὶ ἡ μονιμοποίησις τῶν ἐλέγχων ἐπὶ τῆς κινήσεως κεφαλαίων θὰ ἀπετέλει καίριον πλῆγμα κατὰ τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος.

Ἡ μεγάλη ἀνάπτυξις τοῦ εὐρω-συναλλάγματος καὶ τῆς ἀγορᾶς δολλαρίου ἤλθε νὰ προσθέσῃ νέαν ἀπόδειξιν τῆς διεθνοῦς οἰκονομικῆς καὶ νομισματικῆς ἀλληλεξαρτήσεως ἡ ὅποια ὑφίσταται μεταξύ ὄλων ἀνεξαιρέτως τῶν χωρῶν ἰδίως δὲ τῶν κυρίως βιομηχανικῶν χωρῶν.

Ἐπιβάλλεται στενὸς συντονισμὸς καὶ ἐναρμόνισις τῆς πολιτικῆς βάσει σχεδίου τὸ ὅποιον θὰ προβλέπη περὶ τῶν ἀμοιβαίων συνεργασιῶν καὶ ὑποχρεώσεων.

Τὸ ζήτημα ἐπείγει, δὲν πρέπει δὲ νὰ ἐπιχειρηθῇ ἡ μερικὴ ἀντιμετώπισις αὐτοῦ, ἀλλὰ νὰ τεθῇ ἐπὶ τάπητος ὁλόκληρον τὸ θέμα τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος καὶ ἐντὸς τοῦ πλαισίου αὐτοῦ νὰ δοθοῦν ἐν ἐναρμονίσει αἱ εἰδικώτεραι λύσεις.

Βασικὸς παράγων εἰς τὸ ὅλον θέμα εἶναι ἡ ἀποκατάστασις καὶ διατήρησις γενικῆς καὶ εἰδικῆς ἐμπιστοσύνης. Ὅταν λέγω γενικὴ ἐμπιστοσύνη ἐννοῶ τὴν ἐμπιστοσύνην πρὸς τὰ ἀποθεματικὰ νομίσματα κυρίως τὸ δολλᾶριον καὶ τὸν χρυσόν. Ἐπιθυμῶ νὰ τονίσω ὅτι μονιμωτέρα γενικὴ ἐμπιστοσύνη δὲν δύναται νὰ ἀποκατασταθῇ ἐὰν δὲν διακοπῇ οὐσιαστικῶς ὁ δεσμὸς τοῦ δολλαρίου μετὰ τοῦ χρυσοῦ, χωρὶς ἀπομάκρυνσιν ἀπὸ τὸν κανόνα συναλλάγματος χρυσοῦ, πᾶργμα τὸ ὅποιον ὑπὸ τὰς παρούσας συνθήκας δύναται νὰ ἐπιτευχθῇ μὲ τὰ πιστοποιητικὰ χρυσοῦ. Εἰς τὴν ἀποκατάστασιν τῆς γενικῆς ἐμπιστοσύνης καὶ τῆς σταθεροποιήσεως τῆς ἀγορᾶς εὐρω-δολλαρίου θὰ συμβάλλῃ ἐξ ἄλλου ἡ ἐνίσχυσις καὶ ἡ ἐπιτυχία τῶν δημοσιονομικῶν καὶ νομισματικῶν μέτρων τὰ ὅποια λαμβάνονται πρὸς καταπολέμησιν τῶν πληθωρικῶν πιέσεων καὶ τῶν ἀναπτυχθεισῶν διαφορῶν μεταξύ κόστους καὶ τιμῶν εἰς τὰς Η.Π.Α. Μέχρι τῆς στιγμῆς παρὰ τὰς καταβληθείσας συντόνους προσπαθείας τὰ ἀποτελέσματα δὲν ὑπῆρξαν ἱκανοποιητικά, ἐπειδὴ δὲ καὶ εἰς τὸ παρελθὸν ἐξηγγέλθησαν ἀνάλογα μέτρα, χωρὶς οὐσιώδη ἐπιτεύγματα, ὁ κόσμος ἐξακολουθεῖ νὰ εἶναι ἐπιφυλακτικὸς ἐναντι αὐτῶν. Θὰ χρειασθῇ ὡς ἐκ τούτου μεγάλη ἀποφασιστικότης καὶ ἐπιμονή

ἐκ μέρους τῶν Η.Π.Α. εἰς τὴν ἐφαρμογὴν τῆς ἐξυγιαντικῆς τῆς πολιτικῆς διὰ νὰ πεισθῇ ὁ κόσμος ὅτι αὐταὶ ἔχουσαι ἐπίγνωσιν τοῦ ρόλου των ὡς παγκοσμίου οἰκονομικοῦ ἡγέτου καὶ τοῦ φύλακος τοῦ διεθνoῦς νομισματικοῦ συστήματος θὰ πραγματοποιήσουν τὰ ὑποσχεθέντα. Εἰς τὴν περίπτωσιν αὐτὴν καὶ μόνον θὰ ἀποκατασταθῇ μονιμωτέρα ἐμπιστοσύνη πρὸς τὸ δολλάριον καὶ δι' αὐτοῦ πρὸς τὸ διεθνὲς νομισματικὸν σύστημα θὰ μειωθoῦν δὲ εἰς τὸ ἐλάχιστον οἱ ἐπικρεμάμενοι κίνδυνοι ἐκ τῆς ἀγορᾶς εὐρω-δολλαρίου. Λίαν ἐποικοδομητικαὶ ἐπὶ τοῦ θέματος αὐτοῦ ὑπῆρξαν αἱ πρόσφατοι δηλώσεις τοῦ Προέδρου Νίξον εἰς τὰς ὁποίας ἐπιδεικνύει ἀξιοσημείωτον θέλησιν καὶ ἀποφασιστικότητα πρὸς ἀποτελεσματικὴν καταπολέμησιν τῶν πληθωρικῶν πιέσεων δι' ὄργανικῶν μέτρων καὶ ὄχι διὰ ἐλέγχων.

Ἐκτὸς τῆς γενικωτέρας ἐμπιστοσύνης πρέπει νὰ ἐξασφαλισθῇ καὶ εἰδικωτέρα ἐμπιστοσύνη πρὸς τὰ νομίματα μείζονος σημασίας ἵνα ἐξαφανισθοῦν ἢ περιορισθοῦν εἰς τὸ ἐλάχιστον αἱ κερδοσκοπικαὶ κινήσεις κεφαλαίων καὶ καταστῇ ἡ διεθνὴς ἀγορὰ χρήματος σταθεροποιητικὸς παράγων τῶν ἰσοζυγίων πληρωμῶν. Τοῦτο σημαίνει ὅτι ἐπιβάλλεται ἡ ἀποδοχὴ ἐκ μέρους ὄλων τῶν χωρῶν, κυρίως ὁμως τῶν κυρίων βιομηχανικῶν χωρῶν, πολιτικῆς ἐσωτερικῆς καὶ ἐξωτερικῆς νομισματικῆς ἰσορροπίας καὶ ἡ ἐγκαιρὸς λήψις ὑπ' αὐτῶν μέτρων πρὸς ἀντιμετώπισιν διαταρακτικῶν παραγόντων. Τοῦτο ὅπως ἔχει τονισθῇ ἐπανελημμένως εἶναι συχὰ δυσχερὲς διότι ἔρχεται εἰς σύγκρουσιν μὲ τοὺς σκοποὺς τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως καὶ ἀναπτύξεως. Ἡ τέχνη συνίσταται ἀκριβῶς εἰς τὴν ἐξεύρεσιν τοῦ ἐκάστοτε ἀρίστου συνδυασμοῦ ὁ ὁποῖος δὲν θὰ ἔθετε εἰς κίνδυνον οἰονδήποτε τῶν ἀνωτέρω σκοπῶν.

Ἡ ἐφαρμογὴ πολιτικῆς οἰκονομικῆς καὶ νομισματικῆς σταθερότητος εἶναι ὁ βασικὸς παράγων δημιουργίας ἐμπιστοσύνης καταπολεμήσεως τῆς κερδοσκοπίας καὶ ματαιώσεως τῆς φυγῆς τῶν κεφαλαίων. Ἐφ' ὅσον ὑπάρχει ἡ πεποιθήσις ὅτι δὲν κινδυνεύει ἡ σταθερότης τοῦ νομίσματος μιᾶς χώρας τὰ ἐλατήρια τῆς ἐξασφαλίσεως καὶ κερδοσκοπίας ἐκλείπουν ἀφ' ἑαυτῶν, ἐνῶ ἀντιθέτως ἡ ὑποψία ὅτι μία νομισματικὴ ἀνισορροπία εἶναι πιθανὸν νὰ ὀδηγήσῃ εἰς ὑποτίμησιν, δύναται νὰ προκαλέσῃ φυγὴν κεφαλαίων ὀδηγοῦσαν ἀναγκαστικῶς εἰς ὑποτίμησιν μὴ δικαιολογουμένην ἴσως ἐξ ὄργανικῶν λόγων.

Ἐὰν δὲν ἐπιτευχθῇ νομισματικὴ πειθαρχία εἰς ἔθνικὸν καὶ διεθνὲς ἐπίπεδον καὶ γενικωτερος συντονισμὸς καὶ ἐναρμόνισις τῆς πολιτικῆς δὲν πρέπει νὰ ἀναμένωμεν περιορισμὸν τῶν κυμάτων διεθνῶν κινήσεων κεφαλαίων, ἅτινα διαταράσσουσιν τὴν ἰσορροπίαν. Εἰς περίπτωσιν ὁμως ἐπικρατήσεως μεγαλύτερας νομισματικῆς τάξεως, αἱ κινήσεις κεφαλαίων θὰ ἀποκτῆσουν ἓνα περισσότερον ὀρθολογικὸν χαρακτῆρα καθ' ὅσον θὰ ἀνταποκρίνονται κυρίως εἰς τὰς διαφορὰς τοῦ τόκου καὶ τῶν κερδῶν. Εἰς τὴν περίπτωσιν αὐτὴν αἱ κινήσεις βραχυπροθέσμων κεφαλαίων θὰ παύξουν τὸν ἐξισορροπητικὸν ρόλον των ὁ ὁποῖος ὀδηγεῖ εἰς τὴν ἐξίσωσιν τῶν ἐλλειμμάτων πλεονασμάτων ὁπότε θὰ ἤρκει ἡ

κατάλληλος πολιτική τόκου πρὸς διατήρησιν βραχυπροθέσμως τῆς ἰσορροπίας τῶν ἰσοζυγίων πληρωμῶν.

Τὰ ἀνωτέρω εἶναι οὐσιαστικῶς εὐχαι αἱ ὁποῖαι ἔχουν ἐπαναληφθῆ κατὰ κόρον κατὰ τὴν τελευταίαν δεκαετίαν ἀπὸ διεθνεῖς ὀργανισμούς, τραπεζίτας καὶ θεωρητικούς χωρὶς μέχρι τοῦδε νὰ ἔχουν ἐφαρμοσθῆ ριζικώτεροι λύσεις. Ἐν τῷ μεταξύ διήλθομεν ἀπὸ ἐπανειλημμένας νομισματικὰς κρίσεις αἱ ὁποῖαι κατέστη δυνατόν νὰ ὑπερνικηθοῦν χάρις εἰς τὴν ὅλον ἐν καθισταμένην στενωτέραν συνεργασίαν τῶν κυριωτέρων κεντρικῶν τραπεζῶν (τῆς Ὀμάδος τῶν Δέκα) καὶ τὴν λῆψιν συμπτωματικῶν ad hoc μέτρων. Βεβαίως μία τοιαύτη ἀντιμετώπισις τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ προβλήματος δὲν ἀνταποκρίνεται οὔτε εἰς τὰς προσδοκίας τῶν λαῶν οὔτε εἰς τὰ ἐπιτεύγματα τῆς ἐπιστήμης καὶ τῆς τεχνολογίας οὔτε ἐπίσης δύναται νὰ παράσχη τὴν βεβαιότητα ὅτι παρομοία πολιτικὴ θὰ εἶναι εἰς θέσιν νὰ σώσῃ τὴν κατάστασιν καὶ εἰς τὸ μέλλον.

Πάντως εἰς τὸ πεδῖον τῆς συνεργασίας τῶν ἐκδοτικῶν τραπεζῶν ἔχει σημειωθῆ ἀξιοσημείωτος πρόοδος, ἰδίως διὰ τῆς ἀναπτύξεως τοῦ γνωστοῦ δικτύου ἄμοιβαίων πιστωτικῶν διευκολύνσεων (Swaps) αἱ ὁποῖαι ἔσωσαν ἐπανειλημμένως τὴν κατάστασιν κατὰ δὲ τὴν τελευταίαν περίοδον συνετέλεσαν εἰς τὴν ὑπερνίκησιν τῶν κρίσεων τῆς στερλίνιας καὶ τοῦ γαλλικοῦ φράγκου. Ὡς γνωστὸν ἐκτὸς τῆς δικτύου Swap τῆς Federal Reserve ἐκ \$ 10,5 δισεκατομμυρίων μὲ 14 Κεντρικὰς Τραπεζὰς καὶ τὴν B.I.S. ὠργανώθησαν καὶ ad hoc πολυμερεῖς καὶ διμερεῖς διευκολύνσεις.

Βάσει τῆς πείρας αὐτῆς πρὸς ἀντιμετώπισιν τῶν ἐπαναλαμβανομένων κρίσεων κερδοσκοπίας ἐγένετο πρότασις (Carli Plan) περὶ μιᾶς συμφωνίας μεταξὺ τῶν κεντρικῶν τραπεζῶν τῆς Ὀμάδος τῶν Δέκα κατὰ τὴν ὁποῖαν εἰς περίπτωσιν φυγῆς κερδοσκοπικῶν κεφαλαίων ἀπὸ μιᾶς χώρας καὶ εἰσροῆς αὐτῶν εἰς ἄλλην νὰ ὑφίσταται αὐτομάτως ὑποχρέωσις τῆς τελευταίας νὰ ἐπιστρέψῃ τὰ κεφάλαια αὐτὰ πρὸς τὴν χώραν προελεύσεώς των. Ἡ πρότασις αὕτη δὲν ἐγένετο δεκτὴ διὰ τοὺς ἐξῆς λόγους : Πρῶτον, διότι αὕτη θὰ ἠδύνατο νὰ χαλαρώσῃ περισσότερο τὴν νομισματικὴν πειθαρχίαν τῶν ἐλλειμματικῶν χωρῶν. Δεύτερον, διότι εἶναι δοσχερὲς νὰ καθορισθῇ ποῖα κεφάλαια εἶναι καθαρῶς κερδοσκοπικά. Τρίτον δέ, διότι συχνὰ κερδοσκοπικὰ κεφάλαια ἔλαβον τὴν ἀγούσαν πρὸς τὴν ἀγορὰν εὐρω-χρήματος, κατὰ ἓν μέρος δὲ μόνον ἔφθασαν εἰς τὰ ἀποθεματικά τῶν ἐκδοτικῶν τραπεζῶν.

Τελικῶς ἡ Ὀμάς τῶν Δέκα κατέληξεν εἰς τὴν γνωστὴν ἀπόφασιν τοῦ Φεβρουαρίου 1969 καθ' ἣν «... facilities between central banks or with the BIS, have been established extremely quickly in case of need. If, at any time in the future, it appears that new arrangements are needed in order to cope with an unusually large movement of speculative funds, the central banks of the group declare themselves ready to meet toge-

ther immediately, at the request of the President of the BIS, to arrange such additional facilities as the group may judge appropriate.

Decisions about the form, extent and duration of any such additional facilities and about participation in them will be taken in the light of the situation prevailing in each individual case.

The governors consider that the BIS, both with its existing resources and with other funds obtained towards the alleviation of the impact on reserves of speculative movements of funds».

Ἡ ἀπόφασις αὕτη ἀποτελεῖ οὐσιαστικὴν συνέχισιν τῆς μέχρι τοῦδε ἀκολουθηθείσης πολιτικῆς. Μολονότι ἀναγνωρίζω τὰς δυσκολίας καὶ τοὺς κινδύνους τῆς υἱοθετήσεως ἑνὸς αὐτομάτου συστήματος ἐπιστροφῆς ἀπὸ τὸ ἄλλο μέρος ἢ ἐμμονὴ εἰς τὴν πολιτικὴν τῶν ad hoc ἀποφάσεων χωρὶς καμμίαν θεσμοποίησιν τοῦ συστήματος τῶν Swaps δὲν νομίζω ὅτι εἶναι ἀρκετὴ διὰ τὴν δημιουργίαν σταθερώτερον κλίμα ἐμπιστοσύνης καὶ τὴν ἀποσοβήσιν κύματα κερδοσκοπίας. Τοῦτο δὲ διότι εἶναι ἀναγκαῖον ὅπως ἡ κερδοσκοπία γνωρίζῃ ἐκ τῶν προτέρων ὅτι ὑφίσταται μηχανισμὸς ὁ ὁποῖος δὲν θὰ ἐπιτρέψῃ πραγματοποίησιν τῶν φόβων ἢ τῶν προσδοκιῶν τῆς. Ὡς ἐκ τούτου θὰ ἔπρεπε τὸ δίκτυον τῶν ἐσωτερικῶν πιστωτικῶν διευκολύνσεων νὰ λάβῃ πλέον συστηματικὴν μορφήν ἐντὸς τῶν πλαισίων τῆς Bank of International Settlements ὅπως συνέρχονται εἰς τὴν ἀρχὴν ἐκάστου μηνὸς οἱ διοικηταὶ τῶν κυρίων Κεντρικῶν Τραπεζῶν καὶ ἀσχολοῦνται μὲ τὰ τρέχοντα θέματα τῶν διεθνῶν πληρωμῶν. Ὁ θεσμὸς αὐτὸς ὑπῆρξε σωτήριος διότι αἱ συναντήσεις αὐταὶ θεωροῦνται ὡς συνήθεις συνεργασίαι μὴ ἐξάπτουσαι ἐκάστοτε τὴν εὐφάνταστον κερδοσκοπίαν.

Ἐν σχέσει πρὸς τὸ θέμα τοῦτο θεωρῶ σκόπιμον νὰ προσθέσω ὅτι εἰς τὴν περίπτωσιν ἐγένετο τὸ ὑπ' ἐμοῦ προταθὲν σχέδιον ἑνὸς συγκεντρωτικοῦ πολυνομισματικοῦ κανόνος, ἢ ἐπιστροφή τῶν κερδοσκοπικῶν κεφαλαίων ἐγένετο αὐτομάτως ὑπὸ τοῦ I.M.F.

Συγκεκριμένως εἰς τὴν μελέτην μου αὐτὴν δημοσιευθεῖσαν τὸ 1965 ἀνεφέρον τὰ ἐξῆς: (1) The Fund though its investments will have the capacity to counteract major disequilibrating tendencies through rational transfers of its deposits from surplus to deficit countries. In doing so, however it will have to examine carefully whether a deficit is the result of temporary or fundamental disequilibrium. In the latter case multilateral surveillance by the Fund would contribute to the timely and effective adoption of the necessary corrective measures.

---

(1) X. Zolotas, Remodelling the International Monetary System, Athens 1965, σελ. 22, I d e r n, The Problem of International Monetary Liquidity, Athens 1961, σελ. 11.