

# ΑΡΧΕΙΟΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

= 1921 =

ΕΚΔΙΔΟΜΕΝΟΝ

ΥΠΟ

ΔΗΜΗΤΡ. ΕΜΜ. ΚΑΛΙΤΣΟΥΝΑΚΗ

ΕΤΟΣ 40ον (1960)  
ΤΟΜΟΣ 40ος

ΤΕΥΧΟΣ Α'  
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ - ΜΑΡΤΙΟΣ

## Η ΡΟΠΗ ΠΡΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΑΙ ΑΝΟΙΚΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ

Υπό ΚΩΣΤΑ ΑΝΔΡΕΟΥ ΘΑΝΟΥ

Columbia University

### I

Αι συναλλαγαι ανοικτης αγορας δια την Κεντρικην Τραπεζαν ειναι δε,τι και αι συμφηριστικαι συναλλαγαι δια τας εμπορικας τραπεζας. Οθεν το θεμα ειναι ευρυ και υπεισερχεται εντος αλλων ευρεων θεματων, οπως το θεμα της ροπης προς ρευστοτητα και της προσφορας του χρηματος.

Εις την παροσαν μελετην ερευνωνται: η γενικη φυσικη των συναλλαγων ανοικτης αγορας υπο της Κεντρικης Τραπεζης και η σχεσις των μετα της ροπης προς ρευστοτητα.

### II

Συναλλαγαι ανοικτης αγορας. Αι συναλλαγαι της ανοικτης αγορας δυνανται να προσδιορισθουν ως συναλλαγαι της Κεντρικης Τραπεζης επι εμπορευσιμων πιστωτικων τιτλων μετα των αγοραστων και πωλητων τούτων, μεσφ της αγορας οπου τοιούτου ειδους τιτλοι συνήθως διαπραγματευονται.

Αι συναλλαγαι αυται δυνανται να λαμβανουν χωραν ειτε τη πρωτοβουλια της Κεντρικης Τραπεζης ειτε υπο των ιδιωτων, αλλ' εις αμφοτερας τας περιπτωσεις η Κεντρικη Τραπεζα λαμβανει μέρος εις τας συναλλαγας δια να ασκηση πιστωτικην πολιτικην και ουχι δι' αποκτησιν κερδων. Τα χρησιμοποιουμενα κυριως μεσα υπο της Κεντρικης Τραπεζης, δια την ασκησιν τοιαυτης πολιτικης ειναι τα κρατικα χρεωγραφα. Κατα συνεπειαν η αγορα ενθα η Κεντρικη Τραπεζα συνήθως ενεργει δια να ασκηση εσωτερικην νομισματικην πολιτικην, ειναι η αγορα κρατικων χρεωγραφων.

Η αγορα αυτη θεωρεϊται ως ελευθερα αγορα υπο την εννοιαν της ελλειψως οργανωσης, της ευρυτητας, της ανταγωνιστικης ελευθεριας και της

έλευθέρως συμμετοχής αγοραστών και πωλητών. Όθεν, αί συναλλαγαι τής Κεντρικής Τραπεζης επί τών κρατικῶν χρεωγράφων αναφέρονται ὡς συναλλαγαι ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, ἔστω και ἐάν ἐλάχιστοι ἀγοραστοι και πωληται δύνανται οὐσιαστικῶς νά συναλλάσσωνται μετά τῆς Κεντρικῆς Τραπεζης.

Συναλλαγαι ἀνοικτῆς ἀγορᾶς δύνανται νά ἀναληφθοῦν, μέ τόν ειδικόν σκοπόν τοῦ ἐπηρεασμοῦ τῆς ρευστότητος τοῦ τραπεζικοῦ συστήματος ἢ τών ἐπιτοκίων. Συναλλαγαι ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, αἰτινες ἀλλοιώνουν τὰ εἰς ρευστόν ἀποθέματα, ἀλλοιώνουν ταυτοχρόνως και τὰ ἐνεργητικά και παθητικά στοιχεία τῆς Κεντρικῆς Τραπεζης (1).

Ἐνῷ αἱ συναλλαγαι σκοπόν ἔχουσι, τήν διατήρησιν ἀναλλοιώτων τών στοιχείων ρευστότητος ἀνήκουν ὡς ἐκ τῆς φύσεώς των εἰς τὰς συναλλαγὰς σταθεροποιήσεως. Αὗται ἀντισταθμίζουν τὰ ἀποτελέσματα τών ἀνεξαρτήτων μεταβολῶν εἰς τοὺς λογαριασμούς τῆς Κεντρικῆς Τραπεζης, αἰτινες ἐπιφέρουν μεταβολήν τών στοιχείων ρευστότητος (2).

Συναλλαγαι ἀνοικτῆς ἀγορᾶς γινόμεναι πρὸς ἐπηρεασμόν τῆς συνθέσεως τών ἐπιτοκίων ἀνήκουν εἰς τὰς συναλλαγὰς αἰτινες ἐπιφέρουν ἀλλοίωσιν εἰς τήν σύνθεσιν τών ἐνεργητικῶν στοιχείων τῆς Κεντρικῆς Τραπεζης ἄνευ ἐπηρεασμοῦ τοῦ συνόλου τούτων. Ἡ Κεντρική Τράπεζα πωλεῖ χρεώγραφα ἐνδῶς εἶδους καί ἀγοράζει χρεώγραφα ἐτέρου εἶδους, ἀλλά ἴσου ποσοῦ (3).

Οὐδεμία ἐπίδρασις τών εἰς ρευστόν διαθέσιμων προκύπτει ἐκ τοῦ εἶδους αὐτοῦ τών συναλλαγῶν. Τοῦτο ἕως δὲν συμβαίνει δταν ἐνεργοῦνται συναλλαγαι ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, μέ τόν σκοπόν νά ἐπηρεάσουν τήν ἐκ τών χρεωγράφων προσδοκωμένην πρόσοδον. Ἡ αἰτία τῆς διενεργείας τούτων συναλλαγῶν εἶναι συνήθως ὁ μετριασμός τών διακυμάνσεων εἰς τὰς τιμὰς τών χρεωγρά-

1. «Market and «Open Market», Encyclopedia of Banking and Finance, comp. Glen G. Munn and F. L. Garcia (Fifth edition): Cambridge, Massachusetts: The Bankers' Publishing Company, 1949, pp. 385, 513.

2. Εἰς τὰς ἀρχὰς τοῦ 1950 εἰς τὰς Η.Π.Α. αἱ συναλλαγαι ἀνοικτῆς ἀγορᾶς τοῦ Federal Reserve System ἐλάμβανον χώραν μέσω δέκα μόνον ἐμπόρων κρατικῶν χρεωγράφων, περιλαμβανομένων πέντε Τραπεζῶν, Monetary Policy and the Management of the Public Debt: Compendium, Pt. 1, p. 623. Τὸ 1956 ὁ ἀριθμὸς τών συναλλασσομένων μέ κρατικά χρεώγραφα ἤτο δέκα ἐπτά, περιλαμβανομένων ἀκόμη μόνον πέντε Τραπεζῶν. Robert V. Roosa, Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Markets (New York: Federal Reserve Bank of New York, July, 1956), pp. 28-29.

3. Αἱ τούτου εἶδους συναλλαγαὶ ἀποκαλοῦνται συναλλαγαὶ μετατροπῆς, ἔχουν δὲ τύχει ἐφαρμογῆς εἰς Καναδᾶν. A. F. W. Plumtree, Central Banking in the British Dominions, p. 233. Ἐπίσης ἔχουν ἐνεργηθῆ ὑπὸ τῆς Τραπεζης τῆς Ἀγγλίας. Great Britain Committee on Finance and Industry. Report p. 152, εἰς τὸ ὅποιον ἀναγράφονται ἐπίσης ἕτερα εἶδη, συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, ἐφαρμοσθέντα ὑπὸ τῆς Τραπεζης τῆς Ἀγγλίας.

φων, ὅπερ σημαίνει: ὅτι ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα συνήθως εἶναι ὑποχρεωμένη νὰ ἀγοράσῃ, δεὰν ἡ ἀγορὰ προσφέρῃ πρὸς πώλησιν καὶ ἀντιστρόφως. Αἱ συναλλαγὰὶ αὗται ἐξαρτῶνται ἐκ τῆς πρωτοβουλίας τῆς ἀγορᾶς καὶ ὡς ἐκ τούτου ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα δὲν δύναται νὰ ἀσκήσῃ ἔλεγχον ἐπὶ τοῦ ὄγκου τῶν εἰς ρευστὴν διαθέσιμων.

Συναλλαγὰὶ ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, αἵτινες ἀποβλέπουν εἰς τὴν ἀποτελεσματικότητα δεδομένης πολιτικῆς προεξοφλητικῆς τόκου, θεωροῦνται γενικῶς ὅτι ἀνήκουν εἰς ἰδιαιτέραν κατηγορίαν, ἀλλ' αὐτὴ ἡ διάκρισις δὲν δύναται νὰ θεωρηθῆ χρήσιμος ἐνταῦθα. Ἄν καὶ ὑπάρχει σχέσις μεταξὺ δανείων παρεχομένων ὑπὸ τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς καὶ συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, οὐχ ἦσαν συναλλαγὰὶ ἀνοικτῆς ἀγορᾶς ἀποτελοῦν ἐν ἀνεξάρτητον μέσον ἀσκήσεως πολιτικῆς, τοῦ ὁποίου τὸ πρῶτον ἀποτέλεσμα ἐκδηλοῦται ἐπὶ τῶν εἰς ρευστὸν ἀποθεμάτων καὶ ἐπὶ τῆς προσόδου τῶν χρεωγράφων. Αἱ συναλλαγὰὶ ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, ὡς μέσον ἀσκήσεως νομισματικῆς πολιτικῆς, ἔχουν φθάσει εἰς πλήρη ἀνάπτυξιν εἰς τὸ Ἠνωμένον Βασίλειον, Ἡνωμένας Πολιτείας τῆς Ἀμερικῆς καὶ Καναδᾶ, ἐνῶ εἰς τὰς λοιπὰς χώρας τυγχάνουν περιωρισμένης ἐφαρμογῆς (4).

Αὗται θεωρεῖται ὅτι ἐφηρμόθησαν τὸ πρῶτον ἐν Ἀγγλίᾳ κατὰ τὸν 19ον αἰῶνα καὶ εἰδικώτερον πρὸ τοῦ 1833 (5), ἡ Τράπεζα τῆς Ἀγγλίας ἐχρησιμοπολεῖ συναλλαγὰς ἐπὶ χρεωγράφων πρὸς τὸν σκοπὸν νὰ ἐπανορθώσῃ τὴν εἰς ἀποθέματα θέσιν τῆς. Πάντως ὡς βασικὴ αἰτία τῶν ἐπὶ χρεωγράφων συναλλαγῶν, τῶν διενεργηθειῶν ὑπὸ τῆς Τραπεζῆς τῆς Ἀγγλίας πρὸ τοῦ 1914, θεωρεῖται ὡς γενομένη διὰ νὰ ἐπανορθώσῃ τὴν εἰς ἀποθέματα θέσιν τῆς, μᾶλλον ἢ νὰ ἐπιηρέασῃ τὴν γενικὴν κατάστασιν τῆς ἐπιχειρηματικῆς δραστηριότητος (6). Αἱ συναλλαγὰὶ αὗται ἁμοιάζουν περισσότερον τῶν νῦν συμψηφιστικῶν συναλλαγῶν τῶν ἐμπορικῶν Τραπεζῶν, ἢ τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς.

Αἱ συναλλαγὰὶ ἐπὶ χρεωγράφων ἐνὸς τραπεζικοῦ ἰδρύματος, τότε μόνον λαμβάνουσι τὰ χαρακτηριστικὰ συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, ὑπὸ τὴν σύγ-

4. Peter G. F o u s e k, Foreign Central Banking : The Instruments of Monetary Policy (New York : Federal Reserve Bank of New York, November 1957), p. 31.

5. Ralph George Hawtrey, A Century of Bank Rate (London : Longmans, Green and Co., 1938), p. 256 ; J a c o b V i n e r, Studies in the Theory of International Trade (New York : Harper and Brothers, 1937), pp. 257-61.

6. Ἐὰν ἡ πρὸ τοῦ 1914 Τράπεζα τῆς Ἀγγλίας, δὲν ἦτο μίᾳ Κεντρικῇ Τράπεζᾳ ὑπὸ τὴν σύγχρονον τοῦ ὅρου ἔννοιαν, δὲν θὰ ἤδύνατο νὰ ἐφαρμόσῃ συναλλαγὰς ἀνοικτῆς ἀγορᾶς κατὰ τὸν 19ον αἰῶνα, διότι αἱ συναλλαγὰὶ αὗται ἀνήκουν ἀποκλειστικῶς καὶ μόνον εἰς τὰ καθήκοντα τοῦ Κεντρικοῦ Τραπεζικοῦ συστήματος. Βλέπε ἄρθρον μου : «The Definition of A Central Bank and its Practical Implications», «Economia Internazionale», Φεβρουάριος 1958, ἀναδημοσιευθὲν εἰς τὴν Ἰσπανικὴν, ὑπὸ τοῦ Ἰνστιτούτου Νομισματικῶν Μελετῶν Λατινικῆς Ἀμερικῆς, Μάρτιος 1959.

χρονον τῷ ὄρου ἔννοιαν, ἐφ' ὅσον ἐνεργοῦνται μὲ τὸν πρῶτιστον σκοπὸν νὰ ἐπιδράσουν ἐπὶ ἐτέρων τραπεζικῶν ἰδρυμάτων καὶ οὐχὶ ἐπὶ τῆς εἰς ἀποθέματα θέσεως τῆς ἐνεργούσης τὰς συναλλαγὰς τραπεζῆς.

Ὅθεν, ὑπ' αὐτὴν τὴν ἔννοιαν ἡ Τράπεζα τῆς Ἀγγλίας δὲν ἤσκησε συναλλαγὰς ἀνοικτῆς ἀγορᾶς μέχρι τοῦ 1920 ὅποτε τὸ πρῶτον ἐφημερίσθησαν δι' ἐτέρους σκοποὺς καὶ οὐχὶ διὰ τὴν τακτοποίησιν τῶν ἀποθεματικῶν τῆς Τραπεζῆς (7).

Ἡ πρώτη χρησιμοποίησις τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς ὡς μέσου ἐπηρεασμοῦ τῆς γενικῆς πιστωτικῆς καταστάσεως χρονολογεῖται ἀπὸ τοῦ 1923, ὅτε ἡ τοιοῦτου εἶδους πολιτικὴ διευτυπώθη ὑπὸ τῶν νομοματικῶν ἀρχῶν τῶν Ἡνωμένων Πολιτειῶν τῆς Ἀμερικῆς. Τοῦτο ἦτο μία ἀληθὴς καινοτομία εἰς τὰ μέσα ἐξασκήσεως (8) νομοματικῆς πολιτικῆς καὶ χαρακτηρίζει τὴν πρόλευσιν τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς ὡς ἐν γνήσιον μέσον νομοματικῆς πολιτικῆς. Συναλλαγαι ἐπὶ χρεωγράφων τῶν Federal Reserve Banks τὸ πρῶτον διενηργήθησαν ἐπὶ εὐρείας κλίμακος κατὰ τὸ 1922 καὶ εἶχον ὡς σκοπὸν τὴν προμήθειαν τῶν Τραπεζῶν διὰ προσοδοφόρων ἐνεργητικῶν στοιχείων τὴν ἐποχὴν καθ' ἣν τὰ πρὸς τὰς τραπεζὰς-μέλη δάνειά των ἦσαν ἠλαττωμένα συνεπεῖα τῆς εὐρείας εἰσορῆς χρυσοῦ εἰς Ἡνωμένας Πολιτείας (9).

Κατὰ τὸ 1923 καθωρίσθη ἡ πολιτικὴ αὕτη καὶ ἔκτοτε τοιαῦται συναλλαγαι πρέπει νὰ ἐφαρμίζωνται μὲ τὸν ἀντικειμενικὸν σκοπὸν τὴν γενικὴν πιστωτικὴν κατάστασιν (10).

7. Cf. J. M. Keynes, A Treatise on Money, II, p. 231.

8. R. G. Hawtrey, A Century of Bank Rate, σελ. 256, διατείνεται ὅτι δὲν ἦτο καινοτομία ἀλλ' ὁμιλεῖ ἀπὸ τὴν ἀποψιν ὅτι ἡ Τράπεζα τῆς Ἀγγλίας ἀνέλαβε συναλλαγὰς ἐπὶ χρεωγράφων κατὰ τὸν 19ον αἰῶνα.

9. H.P.A., Federal Reserve Board, Annual Report, 1923, 11-26, 18, J. M. Keynes, Treatise . . . , II, 255, ἐστήριξε τὴν ἀνάπτυξιν τοῦ ἐπὶ τῆς ἐξελίξεως τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς εἰς τὰς Η.Π.Α., ἐπὶ τῆς ὡς ἄνω ἐκθέσεως. Περαιτέρω πληροφορίαι ἐπὶ τῆς ἐξελίξεως τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς εἰς Η.Π.Α. δίδονται ὑπὸ U.S. Congress, Joint Committee on the Economic Report, Monetary Policy and the Management of the Public Debt : Patman Replies, Pt. 1, pp. 214-33, 279-93, Pt. 2, pp. 669-72.

10. Κατὰ τὸ 1952 μόνον πέντε Τράπεζαι εἰς Η.Π.Α. συμμετεῖχον εὐθέως εἰς τὰς συναλλαγὰς ἀνοικτῆς ἀγορᾶς μετὰ τοῦ Federal Reserve System. Εἰς Καναδᾶν, ἕνεκα τοῦ περιορισμένου ἀριθμοῦ — ἐνῆξ πρὸς τὸ παρὸν — ὅλαι αἱ Τράπεζαι δύνανται νὰ συναλλάσσονται μετὰ τῆς Τραπεζῆς τοῦ Καναδᾶ. Παρομοίως ἐν Ἀγγλίᾳ ἔπασαι αἱ Τράπεζαι τοῦ Λονδίνου—μέλη τοῦ συμψηφιστικοῦ Γραφείου—διεξάγουσιν συναλλαγὰς ἐπὶ χρεωγράφων μετὰ τῆς Τραπεζῆς τῆς Ἀγγλίας. Εἰς τὴν πραγματικότητά ἡ Τράπεζα τῆς Ἀγγλίας δὲν συναλλάσσεται ἀπ' εὐθείας, ἀλλὰ μέσω τοῦ ὑπάρχοντος θεσμοῦ τῶν brokers εἰς τὴν τοιαύτην ἀγοράν. Ὅθεν εἰς εἰδικὰς συναλλαγὰς ἡ ἀγορὰ δύναται νὰ μὴ γνωρίζῃ κατὰ πόσον ὁ ἕτερος τῶν συμβαλλομένων εἶναι ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα, εἰμὴ μόνον μετὰ τὴν συναλλαγὴν.

Ὡς ἀνεφέρθη αἱ συναλλαγαὶ ἀνοικτῆς ἀγορᾶς συνήθως κατεθίνονται ὑπὸ τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς, τῇ βοηθεῖα ἐνὸς μικροῦ ἀριθμοῦ ἐμπόρων χρεωγράφων περιλαμβανομένων καὶ τῶν Τραπεζῶν-μελῶν.

Ἐγκρίεται ὅτι αἱ Τράπεζαι καὶ οἱ λοιποὶ ἔμποροι, οἵτινες διαπραγματεύονται χρεώγραφα ἐντὸς τοῦ αὐτοῦ πλαισίου, ὡς ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα, δὲν συναλλάσσονται εἰς τὴν ἀγορὰν χρεωγράφων μὲ τὸν εἰδικὸν σκοπὸν τῆς ἀσκήσεως συναλλαγῶν μετὰ τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς. Ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα εἶναι ἀπλῶς ὁ εἰς ἓκ τῶν σηθόλλοιμένων εἰς τὴν ἀγορὰν ταύτην καὶ οἱ λοιποὶ συναλλασσόμενοι ἄπτονται τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς, κατὰ τὴν συνήθη πορείαν τῶν συναλλαγῶν. Ὡς ἔκ τούτου τὸ τιμῆμα τοῦτο ὁπερ συναλλάσσεται μετὰ τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς, ἀναλαμβάνει πρωτοβουλίαν. Παρὰ ταῦτα ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα δύναται ἀφ' ἐαυτῆς νὰ ἀναλάβῃ τὴν πρωτοβουλίαν καὶ νὰ ἔλθῃ εἰς ἐπαφὴν μὲ τοὺς ἐμπόρους καὶ Τραπεζᾶς μετὰ τῶν ὁποίων συναλλάσσεται, Ἡ τεχνικὴ τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς εἰς τὴν περίπτωση ταύτην, εἶναι νὰ λαμβάνῃ προσφερομένης τιμᾶς ἀγορᾶς ἢ πωλήσεως κρατικῶν χρεωγράφων (11).

Ἡ ἐπίδρασις ἢ τὸ μέγεθος ἐπιδράσεως τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, ἐξαρτᾶται ἐκ τῆς ἀμέσου θέσεως τῶν συναλλασσομένων τῶν συνδεόμενων μετὰ τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς. Ἡτοι ἐξαρτᾶται ἐκ τῶν ἀναγκῶν τῶν

11. Αὕτη εἶναι ἡ συνήθως χρησιμοποιουμένη μέθοδος εἰς τὰς Η.Π.Α. διὰ τὴν ἐπιτροπὴν τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, ὅπου αὐτὰ ἀναφέρονται ὡς συναλλαγαὶ κυκλικαί. Παρὰ ταῦτα, εἰς τινὰς περιπτώσεις, συναλλαγαὶ ἀνοικτῆς ἀγορᾶς δύνανται νὰ διεξαχθῶν ἀνευ δημιουργίας κύκλου πελατῶν, διὰ τῆς ἀπλῆς ὁποδοχῆς τιμῶν ἀγορᾶς πωλήσεως προσφερθεῖσων ἐθελουσίως ὑπὸ τῆς ἀγορᾶς ἐν τῇ πορείᾳ τῶν συνήθων συναλλαγῶν. R o b e r t V. R o o s a, Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Markets (New York : Federal Reserve Bank of New York, July 1956), p. 82 ; United States Congress, Joint Committee, Subcommittee on Economic Stabilization Hearings 84th Congress, 2nd Session, December 10-11, 1956, p. 152.

Εἰς τὸν Καναδᾶν αἱ συναλλαγαὶ ἀνοικτῆς ἀγορᾶς συνηθέστερον λαμβάνουν χώραν διὰ τῆς ἀφέσεως τῆς ἀγορᾶς νὰ ἔλθῃ εἰς ἐπαφὴν μετὰ τῆς Τραπεζῆς τοῦ Καναδᾶ μέλλον καὶ οὐχὶ κατόπιν πρωτοβουλίας τῆς ἐν λόγῳ Τραπεζῆς νὰ προσεγγίσῃ τὴν ἀγορὰν.

Αὕτῃ ἡ πολιτικὴ ἔχει χαρακτηρισθῆ ὑπὸ τοῦ Διοικητοῦ τῆς Τραπεζῆς τοῦ Καναδᾶ ὡς ἀκολούθως : «Ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα δὲν λαμβάνει συνήθως τὴν πρωτοβουλίαν νὰ αὐξήσῃ ἢ ἐλαττώσῃ τὰ εἰς ρευστὸν ἀποθέματα τῶν Ἐμπορικῶν Τραπεζῶν. Ἐν ἄλλοις λόγοις, δὲν ἐνεργεῖ ἀνταγωνιστικῶς, ἐάν κρίνῃ ὅτι μίᾳ αὐξήσεως τῶν εἰς ρευστὸν ἀποθεμάτων θὰ ἦτο ἐπιθυμητὴ, οὔτε καὶ ἐάν κρίνῃ ὅτι μίᾳ ἐλάττωσιν τῶν εἰς ρευστὸν ἀποθεμάτων ὀχ ἦτο ἐπιθυμητὴ.

Μέχρις ἐνὸς βηθμοῦ, οὐχὶ συνήθως, κατὰ τὸ πλεῖστον ὑπάρχον συναλλαγαὶ εἰς τὴν ἀγορὰν διεξχόμεναι συνεχῶς. Τὸ κοινὸν ἐνεργεῖ προσφοράς δι' ἀγορὰν ἢ πώλησιν καὶ ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα εὐρίσκειται συνήθως εἰς κατάστησον ν' ἀντιποικροῦθῃ, εἰς τὰς προσφοράς καὶ ἀγορᾶσιν ἀπὸ τοὺς ἄλλους παρά νὰ ἀναλάβῃ τὴν πρωτοβουλίαν νὰ προβῇ, εἰς προσφοράς». Canada, Parliament House, Standing Committee on Banking and Commerce, Minutes, of Proceedings and Evidence, No. 9. May 15, 1956, p. 349.

δι' αγοράς ή πωλήσεις διά την διευθέτησιν τής ίδιας των θέσεως, ή διά την αντιμετώπισιν παραγγελιών εκ μέρους των πελατών των, ή εκ τής δυνατότητος έπιρροής επί τής διαθέσεως των πελατών των, δι' αγοράν ή πώλησιν. Επί τής μιάς περιπτώσεως ή πίεσις διά συναλλαγάς μεταφέρεται εκ τής εύρυτέρας αγοράς εις έσώτερον κύκλον περιλαμβάνοντα την Κεντρικήν Τράπεζαν, επί τής έτέρας, ή πίεσις έπενεργεί από την Κεντρικήν Τράπεζαν και μέσω του έσωτέρου κύκλου εις την εύρυτέραν αγοράν. Η πίεσις αυτή επεκτείνεται εις άμφοτέρας τάς κατευθύνσεις διά προσλήσεως συναλλαγών μεταξύ χρεωγράφων και χρήματος. Ούτω, μία συναλλαγή χρεωγράφων και χρήματος λαμβάνει χώραν μεταξύ τής Κεντρικής Τραπεζής και του ιδιωτικού παράγοντος, ώσάν εν έμμεσον άποτέλεσμα συναλλαγής άνοικτης αγοράς. Μία περαιτέρω συναλλαγή παρημοίας φύσεως δύναται να λάβη χώραν μεταξύ των τραπεζών - μελών και του εκτός - τραπεζής ιδιωτικού παράγοντος, έφόσον αι τράπεζαι προβαίνουν εις συμφηφιστικάς συναλλαγάς χρεωγράφων ως άποτέλεσμα τής άλλαγής εις τά εις ρευστόν άποθέματά των. Αι συνέπειαι των συναλλαγών άνοικτης αγοράς, έξαρτώνται εύρέως επί του πώς αι αντικαταστάσεις αυτές ή αι συναλλαγαι μεταξύ χρεωγράφων και χρήματος λαμβάνουν χώραν. Έφ' όσον τούτο είναι το θέμα τής θεωρίας τής ροπής προς ρευστότητα, ή πολιτική τής άνοικτης αγοράς δύναται κάλλιστα να εξετασθή υπό το πρίσμα τής θεωρίας ταύτης.

### III

Συναλλαγαί άνοικτης αγοράς και ροπή προς ρευστότητα. Η έννοια τής ροπής προς ρευστότητα έπισηθηεί την ανάπτυξιν των συναλλαγών άνοικτης αγοράς καλλίτερον, έφόσον περιορίζεται εις τον εκτός-τραπεζής ιδιωτικόν τομέα. Το καθαρόν ενεργητικόν αυτού του τομέως, άποτελείται από ρευστά διαθέσιμα, κυκλοφορούν χρήμα πλέον τραπεζικάς καταθέσεις, δημόσιον χρέος, και πραγματικών ενεργητικών. Αι εις το εκτός - τραπεζής τμήμα γενόμεναι πιστωτικαι συναλλαγαι, δέν μεταβάλλουν το καθαρόν ενεργητικόν του τμήματος ως σύνολον και ως εκ τούτου δύναται να παραλειφθούν (12). Έάν τά τραπεζικά δάνεια, ή προτίμησις διά πραγματικά ενεργητικά στοιχεία και ή ζήτησις διά ρευστά αναγκαιοϋντα διά τάς συναλλαγάς κρατηθούν σταθερά, ή τάσις του ιδιωτικού τομέως προς παρακράτησιν του άπομένου πλούτου υπό μορφήν κυκλοφορούντος χρήμα-

12. Ralph Turvey, «Consistency and Consolidation in the Theory of Interest», «Economica», 21 : 302 : 5, November, 1954, ό όποιος συζητεί τον τμηματισμόν τής ροπής προς ρευστότητα εις τον εκτός Τραπεζής ιδιωτικόν τομέα. Η διαγραφή του ιδιωτικού χρέους εκτός του Τμήματος των τραπεζικών δανείων, ύπονοεί ότι δέν ύπάρχει δανεισμός από τον κυβερνητικόν τομέα.

τος, νεκρῶν ρευστῶν καὶ δημοσίου χρέους, παρὶστὰ τὴν ροπὴν πρὸς ρευστότητα.

Δι' ἓνα ἰδιώτην ἢ ροπή πρὸς ρευστότητα ὑπὸ μορφήν νεκρῶν ρευστῶν καὶ δημοσίου χρέους, δύναται νὰ παρασταθῇ δι' ἑνὸς συστήματος καμπυλῶν ἀδιαφορίας ἀναφερομένων εἰς ἓν ζεύγος ἀξόνων κατὰ μῆκος τῶν ὁποίων τὰ ἀκίνητοποιηθέντα ὑπόλοιπα μετροῦνται ἐπὶ τῆς μιᾶς θετικῆς διευθύνσεως καὶ ἢ ὀνομαστικῆ ἀξία ἢ ἀριθμὸς τῶν κρατικῶν χρεωγράφων ἐπὶ τῆς ἑτέρας θετικῆς διευθύνσεως. Αἱ καμπύλαι αὗται θὰ εἶναι κυρταὶ πρὸς τὴν ἀφετηρίαν τῶν ἀξόνων, ἐπειδὴ τὰ ἀκίνητοποιηθέντα ὑπόλοιπα καὶ τὰ κρατικά χρεώγραφα δὲν εἶναι τέλεια ὑποκατάστατα τὸ ἓν διὰ τὸ ἄλλο (13). Δηλαδή ὅσον περισσότερα ἀχρησιμοποίητα διαθέσιμα εὐρίσκονται εἰς χεῖρας ἑνὸς ἰδιώτου, τόσο ὀλιγώτερον εἶναι διατεθειμένος νὰ προβῇ εἰς διαθέσειν χρεωγράφων, διὰ νὰ αὐξήσῃ περισσότερον τὰ ἀχρησιμοποίητα ταῦτα διαθέσιμα, καὶ ὅσον περισσότερα χρεώγραφα κατέχει τόσο ὀλιγώτερον εἶναι διατεθειμένος—παραιτίως—νὰ ἀποκτήσῃ ἀκόμη περισσότερα χρεώγραφα ἐλαττώων τὰ ἀχρησιμοποίητα διαθέσιμα (14). Κερδοσκοπικὰ καὶ προληπτικὰ κίνητρα εἶναι ἴσως ἐπαρκῆ νὰ ἐξηγήσουν τὴν προηγουμένην σχέσιν μεταξὺ τῶν κτητόρων χρεωγράφων καὶ ἀχρησιμοποίητων διαθέσιμων (15).

Δοθέντος τοῦ ποσοῦ τοῦ πλούτου, ὁ ἰδιώτης εἶναι ὑποχρεωμένος νὰ τὸν κατανείμῃ μεταξὺ τῶν νεκρῶν ρευστῶν καὶ κρατικῶν χρεωγράφων—ἔλαι αἱ ἄλλαι ροπαὶ αὐτοῦ ὡς πρὸς τὰ καταναλωτικά του σχέδια θεωροῦνται σταθεραὶ—ἢ κατανομή τοῦ ὡς ἄνω πλούτου μεταξὺ χρεωγράφων καὶ ρευστῶν θὰ ἐξαρτηθῶν ἐκ τῆς ροπῆς πρὸς ρευστότητα αὐτοῦ, ὅπως ἐμφαίνεται ἐκ τῆς καμπύλης τῆς ἀδιαφορίας του, καὶ ἐπὶ τῆς τιμῆς τῶν χρεωγράφων.

Αἱ δυνατότητες ἐπιλογῆς δύνανται νὰ ἀπεικονίζωνται διὰ τῆς παρεμβολῆς μιᾶς εὐθείας γραμμῆς ἐπὶ διαγράμματος τῆς ροπῆς πρὸς ρευστότητα

13. 'Ο Earl R. Rolph, «Principles of Debt Management», «American Economic Review» 47 : 307, June 1957, ἔχει τὴν γνώμην ὅτι δημοσίον χρέος καὶ κυκλοφοροῦν χρήμα δὲν εἶναι τέλεια ὑποκατάστατα, ἐπειδὴ τὸ κοινὸν δὲν προβαίνει εἰς ὑποκατάστασιν τῶν ρευστῶν διὰ χρεωγράφων μὲ τὴν παραιμιαν πῶσιν τῶν τιμῶν τῶν χρεωγράφων. Μᾶλλον ἀπεδείχθη ὅτι κρατῶν ἀμφότερα, τὸ χρέος καὶ τὸ κυκλοφοροῦν χρήμα εἰς περίπτωσιν μεγάλης διακομάνσεως εἰς τὴν τιμὴν τῶν χρεωγράφων.

14. Cf. Frank P. R. Breckling, «A Note on Bond-Holding and the Liquidity Preference Theory of Interest», «Review of Economic Studies», 24 : 190, June 1957.

15. Μόνον τὸ κερδοσκοπικὸν κίνητρον δὲν εἶναι ἐπαρκὲς διὰ νὰ ἐξηγήσῃ τὴν κλίσιν (κυρτότητα) τῶν καμπυλῶν. Ἐὰν αἱ προοπτικαὶ τοῦ κοινοῦ ἐπὶ τῆς περιείας τῶν τιμῶν τῶν χρεωγράφων προσδιορίζουν τὴν προτίμησιν του διὰ κυκλοφοροῦν χρήμα ἢ χρεώγραφα, θὰ ἀποδείχθῃ ὅτι κρατεῖ χρεώγραφα ἢ κυκλοφοροῦν χρήμα, ἀλλ' οὐχὶ ἀμφότερα πρὸς τοσοῦτως. Borjje Kragh, «The Meaning and Use of Liquidity Curves in Keynesian Interest Theory», International Economic Papers, No. 5, 1955, pp. 161-62.

διὰ χρεώγραφα καὶ διαθέσιμα, ἢ ἐποῖα ἐπιφέρει μίαν θετικὴν τομὴν ἐπὶ τοῦ ἄξονος τῶν ἀχρησιμοποιεῖτων διαθεσίμων καὶ ἐπὶ τοῦ ποσοῦ τῶν πραγμηθέντων διαθεσίμων, τὸ ὅποιον ὁ ἰδιώτης ἠδύνατο νὰ κρατῇ, ἐὰν δλόκληρος ἢ ροπή πρὸς ρευστότητα ἱκανοποιεῖτο ὑπ' αὐτὴν τὴν μορφήν, καὶ μίαν θετικὴν τομὴν ἐπὶ τοῦ ἄξονος τῶν χρεωγράφων καὶ ἐπὶ τοῦ ποσοῦ τῶν χρεωγράφων, τὰ ὅποια οὗτος ἠδύνατο νὰ κρατῇ ἐὰν δλόκληρος ἢ ροπή πρὸς ρευστότητα ἐστρέφετο πρὸς κρατικὰ χρεώγραφα, δοθείσης τῆς τιμῆς τῶν χρεωγράφων. Ἡ γραμμὴ αὕτη δύναται νὰ ἀποκαληθῆται περιοριστικὴ γραμμὴ τοῦ πλοῦτος. Ἡ κλίσις τῆς ἀπεικονίζει τὴν τιμὴν τῶν χρεωγράφων. Δοθείσης τῆς ροπῆς ταύτης διὰ χρεώγραφα καὶ ρευστά, μία ἀλλαγὴ εἰς τὰς δαπάνας τοῦ διὰ πραγματικὰ ἐνεργητικὰ στοιχεῖα ἢ μία ἀλλαγὴ εἰς τὴν ζήτησίν τοῦ διὰ χρήμα διὰ συναλλαγὰς μεταβάλλει τὴν περιοριστικὴν γραμμὴν τοῦ πλοῦτος ἀνευ ἀλλαγῆς τῆς κλίσεώς τῆς.

Ὅτως, μία αὔξησις εἰς τὰ παραχωρηθέντα κεφάλαια πρὸς ἱκανοποίησιν τῆς ροπῆς τοῦ διὰ χρεώγραφα καὶ ρευστά κατανέμεται μεταξύ τῶν δύο κατ' ἀναλογίαν προσδιοριζομένην ἐκ τοῦ σημείου ἐπαφῆς τῆς γραμμῆς τοῦ πλοῦτος καὶ μιᾶς καμπύλης ἀδιαφορίας. Μία μείωσις τοῦ πλοῦτος θὰ ἀποβῇ εἰς δάρος τῶν χρεωγράφων καὶ νεκρῶν ρευστῶν τῶν λοιπῶν ροπῶν παραμεινόντων σταθερῶν. Μία καμπύλη ζήτησεως διὰ χρεώγραφα, δύναται νὰ ἐξαχθῇ ἐκ τοῦ διαγράμματος τῆς ροπῆς διὰ ρευστά ἢ χρεώγραφα κατὰ τὸν τυπικὸν τρόπον διὰ τῆς ἀφέσεως τῆς περιοριστικῆς γραμμῆς τοῦ πλοῦτος, νὰ περιστρέφεται μέσφ τῶν διαφόρων σειρῶν τῶν τιμῶν διὰ κρατικὰ χρεώγραφα. Ὅπως καὶ εἰς τὴν ἀνάλυσιν τῆς ζήτησεως τῶν λοιπῶν οἰκονομικῶν ἀγαθῶν, τὰ ἀποτελέσματα τῆς μεταβολῆς τῆς τιμῆς των εἶναι δύο (οὐδέμια ἄλλη μεταβολὴ γενομένη) : α) τάσις πρὸς ἀντικατάστασιν δι' ἄλλων ἀγαθῶν καὶ β) μεταβολὴ τοῦ ἀτομικοῦ εισοδήματος, ὅτω καὶ μία μεταβολὴ τῆς τιμῆς τῶν χρεωγράφων ἐπιφέρει ταυτοχρόνως τάσιν πρὸς ἀντικατάστασιν καὶ μεταβολὴν τοῦ ἀτομικοῦ εισοδήματος (16). Ἡ τάσις πρὸς ἀντικατάστασιν ἀπεικο-

16. Ὁ Frank P. R. Brekling, «A note on Bond-Holding and the Liquidity Preference Theory of Interest», op. cit., 190-91, διαπραγματεύεται τὰς δύο αὐτὰς τάσεις συνδεομένας μετὰ τῆς καμπύλης ζήτησεως διὰ χρεώγραφα καὶ υποδεικνύει ὅτι αὐταὶ ἀνταποκρίνονται πρὸς παρομοίαις τοιαύτας παρατηρουμένας εἰς τὴν γενικὴν θεωρίαν περὶ ζήτησεως τῶν ἀγαθῶν. Παρ' ὅλα ταῦτα δὲν ἐξάγει τὴν καμπύλην ζήτησεως διὰ χρεώγραφα καὶ χρήμα ἐκ τῶν καμπύλων ἀδιαφορίας καὶ ἡ ἔρμηνεία του περὶ τῶν καμπύλων ζήτησεως εἶναι ἐλαφρῶς δισσεζήρητος, ἐπειδὴ ἐπιμένει ὅτι αὐταὶ βασίζονται ἐπὶ τῆς προϋποθέσεως τῆς σταθερᾶς ποσότητος τοῦ πλοῦτος, ἐνῶ ταυτοχρόνως λαμβάνεται ὑπ' ὄψιν ἡ εισοδηματικὴ μεταβολὴ προερχομένη ἐξ ἀλλαγῆς ἐπελευθέρσεως εἰς τὰς τιμὰς τῶν χρεωγράφων, σελ. 191, 4. Ἡ σύγχυσις ἐπέρχεται διότι ὑπάρχουν δύο εισοδηματικὴ μεταβολαί, μιᾶς προερχομένης ἐξ ἀλλαγῆς εἰς τὸ σύνολον τοῦ πραγματικοῦ πλοῦτος (ὀφειλο-

νίζει τὸ γεγονός, ὅτι τὰ χρεώγραφα ἀντικαθίστανται διὰ νεκρῶν ρευστῶν, ὅταν αἱ τιμαὶ τῶν χρεωγράφων πίπτουν καὶ ὅτι τὰ ρευστὰ ταῦτα ἀντικαθίστανται διὰ χρεωγράφων, ὅταν αἱ τιμαὶ τῶν χρεωγράφων αὐξάνουν.

Ἡ εἰσοδηματικὴ μεταβολὴ σημαίνει: ὅτι μία πτώσις τῶν τιμῶν τῶν χρεωγράφων παρέχει τὴν δυνατότητα εἰς τὸν ἰδιώτην νὰ ἀγοράσῃ περισσότερα χρεώγραφα μὲ ἑσθὲν κεφάλαιον καὶ οὕτω οὕτως αὐξάνει τὸν πλοῦτον τοῦ ὑπὸ τὴν ἔννοιαν τοῦ ἀποκτηθέντος εἰσοδήματος ἐκ τόκων. Ἡ πτώσις εἰς τὴν κεφαλαιακὴν ἀξίαν τῶν εἰς χεῖρας τοῦ ὑπαρχόντων χρεωγράφων, ὀφειλεμένη εἰς τὴν πτώσιν τῆς τιμῆς τῶν χρεωγράφων, δὲν ἐπηρεάζει εὐθέως τὰς συναλλαγὰς τοῦ ἐπὶ τῶν χρεωγράφων, διότι κρατεῖ ταύτας ὡς ἐν ἀπόθεμα πλούτου καὶ οὐχὶ ὡς μέσον πληρωμῆς. Ἡ πτώσις αὕτη ἐν τούτοις δυνατόν νὰ τὸν ἐξαναγκάσῃ νὰ ἐλαττώσῃ τὰς δαπάνας του, ἀπελευθερουμένου οὕτω κυκλοφοροῦντος χρήματος ἀπὸ τὴν ἐξυπηρέτησιν συναλλαγῶν καὶ οὕτω νὰ ὠθήσῃ τὴν περιοριστικὴν γραμμὴν τοῦ πλούτου του, πρὸς τὰ ἄνω καὶ δεξιὰ.

Ἐκ τῆς καμπύλης ζητήσεως διὰ χρεώγραφα, ἐξαχθείσῃς κατὰ τὸν προηγουμένον τρόπον, εἶναι ἀπλοῦν ζήτημα ὁ ὑπολογισμὸς τοῦ ποσοῦ τῶν νεκρῶν ρευστῶν, τὰ ὅποια ὁ ἰδιώτης κρατεῖ ἀναλόγως τοῦ ὑπάρχοντος ἐπιτοκίου. Κατ' αὐτὸν τὸν τρόπον ἡ καμπύλη ζητήσεως διὰ νεκρὰ ρευστὰ δύναται νὰ ἐξηγηθῇ ἀπὸ τὴν σκοπιὰν τῶν ἐπιτοκίων. Αὕτη εἶναι ἡ καμπύλη, ἣτις ἐνίοτε ἀναφέρεται ὡς καμπύλη τῆς ροπῆς πρὸς ρευστότητα. Τὸ σπουδαιότερον χαρακτηριστικὸν αὐτῆς τῆς καμπύλης εἶναι, ὅτι ὁ ἀριθμὸς τῶν χρεωγράφων μεταβάλλεται καὶ ὄχι: τῆς καμπύλης, ὥστε μία αὐξήσις εἰς τὸ ποσοῦν τῶν νεκρῶν ρευστῶν, σημαίνει μίαν ἐλάττωσιν τοῦ ἀριθμοῦ τῶν κρατούμενων χρεωγράφων καὶ ἀντιστρόφως.

Ἡ καμπύλη ζητήσεως τοῦ κοινοῦ διὰ νεκρὰ ρευστὰ ἐντὸς τοῦ ἐκτός - τραπεζῆς ἰδιωτικοῦ τομέως ἔχει τὰς αὐτὰς ἰδιότητας ὡς καὶ ἡ ἀτομικὴ καμπύλη ζητήσεως. Ἡ ὑπόθεσις τοῦ *ceteris paribus* πρέπει νὰ ἐγκλείη τὰ κάτωθι: τὴν προτίμησιν δι' ἐνεργητικὰ στοιχεῖα, τὴν κατανομὴν τοῦ πλούτου ἐντὸς τοῦ ἰδιωτικοῦ τομέως, τὴν σύνθεσιν τοῦ δημοσίου χρέους τοῦ κρατούμενου ὑπὸ τοῦ ἰδιωτικοῦ τομέως ἔστω καὶ ἂν τὸ σύνολον ποικίλλῃ, ὥστε μόνον ἐν ἐπιτόκιον παραμένει ἀντιπροσωπευτικόν, τὸ ποσοῦν καὶ ἡ προτίμησις διὰ πραγματικὰ ἐνεργητικὰ στοιχεῖα, τραπεζικὰ δάνεια πρὸς τὸν ἰδι-

---

μένας π.χ. εἰς μίαν ἀλλοτρίαν εἰς τὰς ἀποταμιεύσεις) καὶ ἑτέραν προεργουμένην ἐξ ἄλλης εἰς τὴν τιμὴν τῶν ἐνεργητικῶν στοιχείων. Αὗται εἶναι παρόμοιοι τῶν δύο μεταβολῶν εὐρισκομένων εἰς τὴν συνήθη θεωρίαν τῆς ζητήσεως, εἰς τὴν ὅποιαν ἡ μίξ εἶναι ἐσωματωμένη εἰς τὴν καμπύλην τῆς ζητήσεως καὶ ἡ ἄλλη ὄχι. Cf. Milton Friedman, «The Marshallian Demand Curve», *Essays in Positive Economics* (Chicago: The University of Chicago Press, 1953), pp. 63-64, ἀνατυπωμένον ἐκ τοῦ *Journal of Political Economy* 57: 463-95, December 1949.

τικόν τομέα, και τελικώς ή ανάγκη διά κυκλοφορούν χρήμα διά την διενέργειαν συναλλαγών (17). 'Αλλά αύται αί καταστάσεις είναι έπαρκείς να καθορίσουν ένα μοναδικόν τρόπον προσαρμογής της αγοράς εκφράζουσαι την ροπήν του ιδιώτου διά νεκρά ρευστά και κρατικά χρεώγραφα (18).

'Εκάστη καμπύλη εκφράζουσα τās διαθέσεις της αγοράς έπιβληθεί τόν καθορισμόν της άκαλογίας κατά την όποιαν ε συνολικός πλούτος (εις χρεώγραφα και νεκρά ρευστά) θά κατανεμηθῆ μεταξύ χρεωγράφων και νεκρών ρευστών εις έκάστην τιμήν των χρεωγράφων. Συνδεδειμένη με έκάστην συνολικήν καμπύλην ζητήσεως διά νεκρά ρευστά άποτελεί ένα μοναδικόν τρόπον προσαρμογής της αγοράς άπεικονίζουσα την προτίμησιν του κοινού διά τά νεκρά ρευστά και κρατικά χρεώγραφα. Μία άλλαγή του προσδωκαμένου έπιτοκίου ή μία άλλαγή εις την μη κερδοσκοπικήν ροπήν μεταβάλλει τās ως άνω καμπύλας διαθεσεως και ούτω άλλοιώνει την καμπύλην ζητήσεως ήτις έστηρίχθη επ' αυτών. 'Εάν ή άλλαγή αύτη ως προς την ροπήν λάβη χώραν ώστε ούτε τό ποσόν των νεκρών ρευστών ούτε ο αριθμός των χρεωγράφων του ιδιωτικού τομέως άλλοιούνται, πρέπει να έπακολουθήση μία άλλαγή έπιτοκίων. 'Η περιοριστική γοαμμή του πλούτου πρέπει να κινηθῆ κατά τοιοῦτον τρόπον ώστε να παραμείνη έφαπτομένη της καμπύλης προσαρμογής διά της άφρηρίας αντιπροσωπεύουσα τόν σταθερόν συνδυασμόν των κρατουμένων χρεωγράφων και άχρησιμοποιητών νεκρών ρευστών (19). 'Εάν τό ποσόν των νεκρών ρευστών άλλοιούται ταυτοχρόνως με τās έπερχομένας άλλαγās των προτιμήσεων δυνατόν να μη είναι άναγκαία ή άλλαγή της κλι-

17. 'Ολοι αύται αί καταστάσεις προσδιορίζονται υπό του T u r n e y, «Consistency and Consolidation in the Theory of Interest». Βλέπε ως άνω σελ. 301-5, όστις θεωρεί ταύτας ως καταστάσεις άναγκαίας να άποδείξουν μίαν καμπύλην ζητήσεως διά χρήμα.

18. J a m e s E d w a r d M e a d e, A Geometry of International Trade (London : George Allen and Unwin Ltd., 1952), p. 9n, δηλοῖ ότι μία μοναδική όμως κοινωνικών καμπυλών άδιαφορίας ύφίσταται δι' οίκαδήποτε δύο αγαθά, των όποιών αί σχετικαί τιμαί έξαρτώνται μόνον εκ των συνολικών ποσών των δύο αγαθών προσφερομένων εις την αγοράν διά κατανάλωσιν και άποδίδει εις τόν M r. T u r n e y την υπόδειξιν της καταστάσεως του.

Αί καμπύλαι προσωπικής διαθέσεως της αγοράς είναι παρόμοιαι των κοινωνικών καμπυλών άδιαφορίας : T i b o r D e S e i t o v s z k y, «A Reconsideration of the Theory of Tariffs», Readings in the Theory of International Trade (Philadelphia : The Blakiston Company 1949), p. 366, άνατυπούμενω εκ της Review of Economic Studies 9 : 89-110, 1942.

19. Αυτό ένισχύει τό συμπέρασμα ότι μεταβολαί εις την τάσιν του κοινού όσον άφορῆ την άπλην μορφήν ύπ' ήν θέλει να κρατῆ τās αποταμίεσεις του, δύνανται να άλλάξουν τά έπιτόκια ακόμη και έν ή τάσει προς άτοταμίεσιν και ή της επενδύσεως παραμένον άντλοώτοι. L e l a n d B. Y e a g e r, «Interest Rates and Total Spending Southern Economic Journal, 24 : 289, January 1958.

σεως τῆς γραμμῆς - τιμῆς. Αὕτη μεταβάλλεται εἰς μίαν νέαν θέσιν καὶ τελικῶς ἡ γραμμὴ ἢ ἀπεικονίζουσα τὸν συνδυασμὸν νεκρῶν ρευστῶν καὶ χρεωγράφων δυνατὸν νὰ ἐφάπτεται τῆς καμπύλης διαθέσεως ἐπ' αὐτοῦ τοῦ σημείου (20).

Ἡ κοινωνικὴ περιοριστικὴ γραμμὴ τοῦ πλοῦτου δύναται νὰ μεταβάλληται κατόπιν μιᾶς ἀλλαγῆς εἰς τὰ προγράμματα ἐξόδων, ἧτις ἀπελευθερῶναι ἢ ἀπορροφᾶ κεφάλαια διὰ συναλλακτικούς σκοπούς. Ἀλλὰ μίᾳ κοινωνικῆ ὀικονομία δύναται νὰ ἀλλοιώσῃ τὸ ποσὸν τῶν νεκρῶν ρευστῶν τῆς, μεταλλάσσοντας ταῦτα ἀπὸ τὴν ἐνεργὸν εἰς τὴν μὴ ἐνεργὸν σφαῖραν. Δὲν δύναται νὰ ἀλλοιώσῃ ἀπ' ἐαυτῆς τὸ σύνολον τῶν ἀποθεμάτων τῆς εἰς κρατικὰ χρεώγραφα, διότι ταῦτα εἶναι σταθερά. Οὕτω, ἡ ἀλλαγὴ τῆς κοινωνικῆς περιοριστικῆς γραμμῆς τοῦ πλοῦτου, ἔνεκα μεταβολῆς μεταξὺ τῶν ἐνεργῶν καὶ μὴ ὑπολοίπων, ἧτις λαμβάνει χώραν ἄνευ ἀλλαγῆς τῆς συνολικῆς ροπῆς πρὸς χρεώγραφα καὶ ἀκίνητα ρευστά, πρέπει συνήθως νὰ ἀλλοιώσῃ τὴν κλίσιν τῆς, ἐν ἄλλοις λόγοις πρέπει νὰ ἀλλοιώσῃ τὰς τιμὰς τῶν χρεωγράφων. Οὕτω, τὸ κοινόν, ἐν ἀντιθέσει πρὸς τὸν ἰδιώτην δὲν δύναται νὰ διαιρέσῃ μίαν δοθεῖσαν αὐξησιν εἰς τὴν ροπήν πρὸς ρευστὸν πλοῦτον μεταξὺ ρευστῶν καὶ χρεωγράφων, οὔτε καὶ νὰ ἀποσύρῃ κεφάλαια εἴτε διὰ τραδήγηματος ἐπὶ τῶν ὑπαρχόντων ὑπολοίπων εἴτε διὰ ρευστοποιήσεως χρεωγράφων. Ἄπασαι αἱ καθαραι προσθήκαι ἢ ἀναλήψεις πρέπει νὰ ἀπεικονίζωνται ἀποκλειστικῶς εἰς

20. Ἐπίσης καλύπτει τὸ παρόμοιον σημεῖον ὁρισθὲν ὑπὸ τοῦ I. M. Keynes. The General Theory of Employment, Interest and Money, (London: Macmillan and Co. Limited, 1936), 6. 198 ἐπ. Ὁ Keynes ἀναπτύσσει ὅτι ὅταν διαφοροὶ μεταβολαὶ ἐπιδρῶν ἐπὶ τῆς προοπτικῆς τοῦ κοινοῦ, ἐπὶ τῶν ἐπιτοκίων ἀκριβῶς κατὰ τὸν ἴδιον τρόπον τὸ ἐπιτόκιον θὰ προσαρμοσθῇ εἰς τὴν νέαν κατάστασιν ἕνευ ἀνάγκης συναλλαγῶν εἰς τὴν ἀγοράν».

Οὕτως εἰς τὴν ἀπλουστεράν περίπτωσιν ὅπου ἕκαστος ἐπιχεῖται ἀπὸ τοῦ ἰδίου παράγοντας, μίᾳ ἀλλαγῇ συνθηκῶν ἢ προσδοκιῶν (προοπτικῆς) δὲν θὰ εἶναι ἱκανὴ νὰ ἐπιφέρῃ ἐκτόπισιν τοῦ χρήματος. Ἀπλῶς θὰ ἐπιφέρῃ ἀλλαγὴν τοῦ ἐπιτοκίου εἰς βαθμὴν ὅσῃς θεωρεῖται ἀναγκαῖος διὰ νὰ ἐξαρκήσῃ τὴν τάσιν τοῦ ἰδιώτου—ἧτις προκλήθῃ ἔνεκα τοῦ προηγουμένου ἐπιτοκίου—νὰ ἀλλάξῃ τὸ κυκλοφοροῦν χρήμα, ὅπου διαθέτει κατ' ἀναλογίαν τῶν νέων συνθηκῶν ἢ προσδοκιῶν. Καὶ ἐπ' ὅσον τὸ κοινὸν ἀλλάξῃ τὸν ἴδιον ὅσον ἀπορρᾶ τὸ ἐπιτόκιον, ὅπερ προτρέπει τούτο νὰ ἀλλοιώσῃ τὰ διαθέσιμα του εἰς κυκλοφοροῦν χρήμα κατὰ τὸν αὐτὸν βαθμὸν, δὲν ἔχομεν ὡς συνέπεια τούτων συναλλαγῆς.

Αὐτὸ θὰ παριστᾷ τὴν κατάστασιν ὅπου οἱ ἰδιῶται εἴτινες διατηροῦν τὸν ρευστὸν πλοῦτον τῶν ὑπὸ τὴν μορφήν τῶν νεκρῶν ρευστῶν, ἀποφασίσουν νὰ μεταβάλλουν τὸν ὀικὸν πλοῦτον τῶν διατηροῦντες χρεώγραφα καὶ ὅπου ἄλλοι ἰδιῶται εἴτινες διαθέτουν ἑμφύτερα, ρευστά καὶ χρεώγραφα, ἀλλάξουν τὴν ροπήν των καὶ προβοῦν εἰς μεταφοράν διαθέσιμων, τότε δύνανται νὰ ἀλλοιωθῶν ἄνευ ἐπιδράσεως τῶν ἐπιτοκίων. Cf. Dennis H. Robertson «Mr. Keynes and the Rate of Interest. Readings in the Theory of Income Distribution (Philadelphia: The Blakiston Company 1946), pp. 445-46, ἀνατυπωθὲν ὑπὸ Essays in Monetary Theory (London P. S. King and Son Ltd.). pp. 1-38.

τά νεκρά ρευστά. Το κοινόν διὰ τῆς ἀποσπίρας ἕπως ρευστοποιήσῃ χρεώγραφα καὶ ἀποσύρη ἀχρησιμοποίητα διαθέσιμα, τὸ μόνον τὸ ὁποῖον ἐπιτυχῶς εἶναι, ἢ ἀλλοιώσῃς τῆς ἀναλογικῆς σχέσεως τῶν νεκρῶν ρευστῶν πρὸς τὰ χρεώγραφα ἅτινα κρατοῦνται ἐντὸς τοῦ ἰδιωτικοῦ τομέως καὶ μὲ σταθερὰς τάσεις ἢ ἀναλογία αὕτη δύναται μόνον νὰ ἀλλοιωθῇ, δι' ἀλλαγῆς τῆς τιμῆς τῶν χρεωγράφων. Τὸ κοινόν τότε τοῦ ὁποῖου ἢ ροπῆ πρὸς ρευστότητα παραμένει σταθερά, δὲν δύναται νὰ μετακινήσῃ τὴν περιοριστικὴν γραμμὴν τοῦ πλούτου, ἄνευ ἀλλοιώσεως τῆς κλίσεώς της. Ὁ μόνος τρόπος κατὰ τὸν ὁποῖον τὸ κοινόν δύναται νὰ ἀλλοιώσῃ τὰ διαθέσιμά του εἰς δημόσιον χρέος εἶναι, νὰ διαπραγματευθῇ μετὰ τῶν Τραπεζῶν ἢ τοῦ Δημοσίου τομέως. Μὲ τοὺς ἄλλους παράγοντας σταθεροῦς τοιαῦται συναλλαγὰὶ λαμβάνουν χώραν ἐπὶ τῆς καμπύλης προσφορᾶς χρήματος καὶ χρεωγράφων. Μέσῳ τοιούτων συναλλαγῶν τὸ ποσὸν τῶν διαθέσιμων χρεωγράφων καὶ τῶν νεκρῶν ρευστῶν εἰς τὸν ἰδιωτικὸν τομέα, ἀλλοιοῦται καὶ ἡ κοινωνικὴ καμπύλη ζητήσεως δεικνύει τὴν σχέσιν τὴν διαχαραχθεῖσαν μετὰ τοῦ ποσοῦ τῶν νεκρῶν ρευστῶν τῶν κρατουμένων εἰς τὸν ἰδιωτικὸν τομέα καὶ τοῦ ἐπιτοκίου (21). Οὕτως ὁ ἰδιωτικὸς τομέυς δύναται νὰ ἀλλοιώσῃ τὴν ἀναλογίαν τῶν ἀκίνητοποιηθέντων ὑπολοίπων πρὸς τὰ διαθέσιμα χρεώγραφα, ὄχι μόνον διὰ τῆς μετακινήσεως κεφαλαίων μετὰ τῶν ἐνεργῶν καὶ μὴ ἐνεργῶν ὑπολοίπων, ἀλλ' ἐπίσης διὰ τῶν συναλλαγῶν μετὰ τῆς Τραπεζῆς καὶ τοῦ Δημοσίου τομέως. Πάντως συναλλαγὰὶ μετὰ τῆς Τραπεζῆς καὶ τοῦ Δημοσίου τομέως, διαταράσσουσιν τὴν τιμὴν τῶν χρεωγράφων περισσότερο ἀπὸ ὅσον μίᾳ μεταβολῇ τοῦ αὐτοῦ μεγέθους μετὰ τῶν ἐνεργῶν καὶ μὴ ἐνεργῶν διαθέσιμων (22).

21. Ἐπειδὴ ἡ κοινωνικὴ καμπύλη ζητήσεως ἀπεικονίζει μίαν ἀνταλλαγὴν μετὰ τῶν χρεωγράφων καὶ νεκρῶν ρευστῶν, φερομένων μετὰ τοῦ ἐξω-τραπεζικοῦ ἰδιωτικοῦ τομέως καὶ τοῦ τραπεζικοῦ συστήματος ἢ καμπύλη δὲν γίνεται εὐθεῖα δι' ὠρισμένον ἐπιτόκιον. Τὸ κοινόν ἀνταλλάσσει χρεώγραφα μὲ ρευστά ἕνεκα σοβαρῶς χαμηλοῦ ἐπιτοκίου καὶ ἀντάλασσει χρεώγραφα διὰ ρευστά ἐφόσον τὸ ἐπιτόκιον πίπτει καὶ συνεχίζει νὰ ἐνεργῇ τοιοῦτοτρόπως, ἐφόσον ὑπάρχουσιν χρεώγραφα πρὸς πώλησιν. Ὅτε ἡ προσφορὰ τῶν χρεωγράφων ἐξαντληθῇ ἢ καμπύλη ζητήσεως τούτου διὰ χρεώματα σταματᾷ ἢ τελειώνει εἰς αὐτὸ τὸ σημεῖον. Cf. K r a g h, «The Meaning and Use of Liquidity Curves in Keynesian Theory». Βλέπε ὡς ἄνω 158, ὅστις ἐπίσης ἀποφαίνεται ὅτι ἡ καμπύλη ζητήσεως διὰ ἀχρησιμοποίητα διαθέσιμα τίνει νὰ σταματήσῃ, ὅτε ὁ ἰδιωτικὸς τομέυς δὲν διαθέτει πλέον χρεώγραφα.

Ἐν πλεόν λεπτομερειακὸν ἐπιχειρήμα ἐναντίον τῆς καμπύλης ζητήσεως, ἥτις καταλήγει εἰς εὐθεῖαν δίδεται ὑπὸ τοῦ Don Patinkin Money Interest and Prices: An Intergration of Monetary and Value Theory (Evanston Illinois: Row Peterson and Company 1956), σελ. 146-49.

22. Τὸ συμπέρασμα τοῦτο πηγάζει ἐκ τῆς γεωμετρίας τῆς καμπύλης τῆς προσαρμογῆς τῆς ἀγορᾶς. Μία δοθεῖσα αὐξήσις εἰς τὰ νεκρά ρευστά ἕνεκα μιᾶς μεταβολῆς κεφαλαίων ἀπὸ ὑπόλοιπα συναλλαγῶν, δὲν ἐπηρεάζει τὸν ἀριθμὸν τῶν χρεωγράφων. Οὕτω τὸ νέον σημεῖον ἰσορροπίας εὐρίσκειται ἐπὶ μιᾶς ὑψηλοτέρας καμπύλης διχθέσεως ἀπὸ ἑτι, τὸ σγ.

μείν ἰσορροπίας διὰ τὴν αὐτὴν αὐξήσιν εἰς τὰ νεκρά ρευστά, προκληθεῖσιν διὰ ἀνταλλαγῆς χρεωγράφων. Τὰ δύο σημεῖα ἰσορροπίας κείνται ἐπὶ τῆς αὐτῆς εὐθείας γραμμῆς, παραλλήλου πρὸς τὸν ἄξονα τῶν χρεωγράφων. Κατὰ μήκος τῆς γραμμῆς τριτύτης, αἱ κλίσεις τῶν ὑψηλοτέρων καμπυλῶν ζητήσεως κατ' ἀναφορὰν πρὸς τὸν ἄξονα τῶν χρεωγράφων κατὰ πᾶσαν πιθανότητα, εἶναι μικροτέρα ἀπὸ ὅ,τι τῶν χαμηλοτέρων καμπυλῶν. Ἐφ' ὅσον αἱ κλίσεις αὗται παριστοῦν τιμὰς χρεωγράφων εἰς τὰ σημεῖα ἰσορροπίας, τότε ὅσον μικροτέρα ἡ κλίσις, τόσο μικροτέρη ἡ τιμὴ τῶν χρεωγράφων. Ὅθεν μία δοθεῖσα αὐξήσις εἰς τὰ νεκρά ρευστά προκαλουμένη μέσω συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς, προκαλεῖ μιαν εὐρύτεραν πτώσιν εἰς τὰς τιμὰς τῶν χρεωγράφων, ἀπὸ ὅ,τι ἡ αὐτὴ αὐξήσις ἢ προκαλουμένη μέσω μιᾶς μεταβολῆς κεφαλαίων ἀπὸ ἐνεργὰ ὑπόλοιπα. Κατὰ συνέπειαν ἔχθημεν εἰς τὸ αὐτὸ συμπέρασμα ἀλλὰ διὰ διαφορετικῆς ὁδοῦ ὑπὸ τοῦ Breckling, *A contribution to the Liquidity Preference Theory of Interest*, σελ. 436, and by Patinkin, *Money Interest and Prices*, σελ. 208.

Ὁ Turney «Consistency and Consolidation in the Theory of Interest» op. cit. σελ. 301, προϋποθέτει ὅτι μία *ceteris paribus* αὐξήσις εἰς τὴν ποσότητα τῶν ἀχρησιμοποιήτων διαθεσίμων, θὰ μειώσῃ τὸ ἐπιτόκιον. Δὲν θὰ υπάρξῃ μόνον ἐπίδρασις ἐπὶ τοῦ ἐπιτοκίου ὡσὰν ἐν ἀποτέλεσμα μιᾶς μεταβολῆς ἀπὸ ἐνεργὰ νεκρά ρευστά, δταν ἡ ὀριακὴ ροπή τῆς πρκακρατήσεως ἀχρησιμοποιήτων διαθεσίμων εἶναι μονάς. Breckling, «A Contribution to the Liquidity Preference Theory of Interest» σελ. 435.