

# Η ΕΜΜΕΣΟΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ \*

Υπό ΣΤΑΥΡΟΥ Β. ΡΟΥΣΣΕΦΑ

Καθηγητοῦ τῆς Οικονομικῆς

## I

Κατὰ τὸν κ. Lawrence Ritter, ἡ ἀποστολὴ τῶν κεντρικῶν Τραπεζῶν ἀναφέρεται εἰς δύο ταύτοχρόνως ἀντικειμενικούς σκοπούς: τὴν διατήρησιν βραχυχρονίου οἰκονομικῆς σταθερότητος καὶ τὴν χρηρῆγησιν τῶν ἀναγκαιῶν χρηματικῶν μέσων πρὸς ἐπίτευξιν πραγματικῆς οἰκονομικῆς προόδου.

Εἰς περιόδους βραχυχρονίων πληθωρικῶν πιέσεων πρὸς ἀποσάβησιν τῆς ἐντάσεως τῶν πληθωρικῶν πιέσεων καὶ τῆς ἐξελίξεώς των εἰς ἐκτεταμένον πληθωρισμὸν ἡ κεντρικὴ Τράπεζα θὰ ἔπρεπε νὰ περιορίσῃ τὴν προσφορὰν χρήματος, ἐνῶ ἀντιθέτως διὰ τοὺς σκοπούς τῆς οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως, ἡ προσφορὰ χρήματος θὰ ἔπρεπε νὰ αὐξηθῇ. Ἐκ πρώτης ὄψεως τοῦτο ἀποτελεῖ δίλημμα, διότι: ἐὰν ἡ κεντρικὴ Τράπεζα μειώσῃ τὴν προσφορὰν χρήματος πρὸς ἀποφυγὴν τῆς δημιουργίας πληθωρικῆς καταστάσεως διὰ τῆς ἐνεργείας τῆς ταύτης θὰ θέσῃ ἐν ταύτῃ εἰς κίνδυνον τὴν πραγματικὴν ἀνάπτυξιν τῆς οἰκονομίας. Μία δυνατὴ ἐξοδος ἀπὸ τὸ ἀνωτέρω δίλημμα κατὰ τὴν ἵκωσιν τοῦ κ. Ritter, εἶναι ἡ διατήρησις σταθερᾶς τῆς ἀπολύτου προσφορᾶς τοῦ χρήματος μὲ παράλληλον αὐξήσιν τῆς ἀναγκαιούσης διὰ τοὺς σκοπούς τῆς ἀναπτύξεως ποσότητος χρήματος ἐμμέσως διὰ μεταβολῶν τῆς εἰσοδηματικῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας τοῦ χρήματος, ἐπὶ τῆς ὁποίας ἡ κεντρικὴ Τράπεζα ὁμολογουμένως ἀσκεῖ μικρὸν ἄμεσον ἔλεγχον. Κατὰ τὴν ἔκφρασιν τοῦ ἰδίου τοῦ κ. Ritter (σελ. 128):

«Ἐφ' ὅσον ὑπάρχουν ἀδρανῆ, ταμειακὰ διαθέσιμα ἢ ἐπιδιωκομένη αὐξήσις τοῦ ἀκαθάριστου ἐθνικοῦ προϊόντος εἶναι δυνατόν νὰ ἐπιτευχθῇ μὲ σταθερὰν προσφορὰν χρήματος καὶ μεγαλυτέραν ταχύτητα κυκλοφορίας τοῦ χρήματος. Κατὰ τὸν τρόπον αὐτὸν περικόπτονται μερικαὶ δαπάναι, διατηρεῖται ἀτμοσφαῖρα νομισματικοῦ περιορισμοῦ καὶ αἱ

\* Ἡ ἀνωτέρω ἐργασία ἀνεκινώθη εἰς τὴν Ἑταιρείαν Οἰκονομικῶν Ἐπιστημῶν κατὰ τὴν συνεδρίαν τῆς 22-1-1960. Τὸ κείμενον ἀρχικῶς συνετάχθη εἰς τὴν Ἀγγλικήν. Μετεφράσθη δὲ εἰς τὴν Ἑλληνικὴν ὑπὸ τοῦ Γραμματέως τῆς Ἑταιρείας κ. Κων/νου Δ. Καλόγηρον καὶ ἡ διάλεξις ἐγένετο Ἑλληνιστί. Ἀπὸ τῆς θέσεως ταύτης ὁ συγγραφεὺς ἐκφράζει τὰς θερμὰς του διὰ τοῦτο εὐχαριστίας πρὸς τὸν μεταφραστὴν.

νομισματικά άρχαί είναι εις θέσιν νά έπανακτήσουν τήν ικανότητα παραχολουθήσεως τών κινήσεων τῆς άγοράς».

‘Η διατήρησις σταθεράς τῆς προσφοράς τοῦ χρήματος είναι ύμολογουμένως ιδεατή περίπτωσις. ‘Ως έκ τούτου ο κ. Ritter προσθέτει (σελ. 128) <sup>1</sup> :

«Είς τήν πράξιν όμως είναι πιθανόν ότι θα λάβουν ταύτοχρόνως χώραν μερικαί αύξήσεις τῆς προσφοράς χρήματος δεδομένου ότι ή τεχνική τοῦ περιορισμοῦ τοῦ χρηματικοῦ αποθέματος λαμβάνει συνήθως τήν μορφήν έπιβραδύνσεως τών αύξήσεων τῆς προσφοράς χρήματος έν σχέσει με τάς αύξήσεις αί όποιαί θα έλάμβανον κατ’ άλλον τρόπον χώραν παρά τήν μορφήν τῆς έπιβολῆς άπολύτων φραγμῶν κατά πάσης αύξήσεως τῆς προσφοράς τοῦ χρήματος.

Οὕτω τὸ πρόβλημα περιορίζεται εις τήν σχετικὴν αύξησιν τῆς προσφοράς χρήματος έν συγκρίσει πρὸς τήν αύξησιν τῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας τοῦ χρήματος».

Αί μεταβολαί τῆς ταχύτητος τῆς χρηματικῆς κυκλοφορίας έν πάση περιπτώσει καθιστοῦν τήν κεντρικὴν Τράπεζαν ικανήν «πρὸς έφαρμογήν καθεστῶτος μεγαλύτερου νομισματικοῦ περιορισμοῦ από εκείνο τὸ όποῖον θα ήδύνατο νά διακινδυνεύσει κατ’ άλλον τρόπον», διά τῆς δημιουργίας εις χεῖρας τῆς Τραπεζῆς μιᾶς ασφαλιστικῆς δικλειδὸς έναντίον τών παρά τήν θέλησιν τῆς ύπερβολικῶν αύξήσεων τῆς ποσότητος τοῦ χρήματος, άκριβῶς ὅπως άσκει τήν αὐτὴν λειτουργίαν ὁ προεξοφλητικὸς τόκος έναντι τών έπιδράσεων τῆς πολιτικῆς καί άνοικτῆς άγορᾶς ἐπὶ τών αποθεμάτων τῆς Τραπεζῆς. ‘Η ενεργοποίησις ἐξ άλλου τών άδρανῶν ταμειακῶν διαθεσίμων (δηλαδή ή αύξησις τῆς ταχύτητος τῆς χρηματικῆς κυκλοφορίας) ὑπὸ συνθήκας νομισματικῆς στενότητος παρέχει κατ’ άνεξάρτητον τρόπον τὰ μέσα πρὸς κάλυψιν τών έκ τῆς προόδου τῆς οίκονομίας δημιουργουμένων άναγκῶν εις χρηματικὰ μέσα.

Κατὰ τὸν τρόπον αὐτόν, κατὰ τήν γνώμη τοῦ κ. Ritter αἴρεται καταλλήλως τὸ παράδοξον διά τῆς έπιτεύξεως έν τέλει τοῦ καλύτερου δυνατοῦ έφοδιασμοῦ τῆς οίκονομίας διά έπαρκῶν χρηματικῶν μέσων χωρὶς κίνδυνον πληθωρισμοῦ.

Κατὰ τὰ φαινόμενα λοιπὸν αἱ λειτουργίαι τοῦ οίκονομικοῦ συστήματος έχουν μίαν άπροσδόκητον έλαστικότητα, ή όποία έπιτρέπει εις τὸ σύστημα τήν διά συνεχῶς αὐτοδιορθώσεως προσέγγισιν του εις τήν optimum γωνίαν κλίσεως.

1. ‘Ιδε L. S. Ritter : «Income, Velocity and Monetary Policy», American Economic Review, March 1959, pp. 120-192.

## II

Πρὶν ἐπιχειρηθῆ κριτικὴ ἀνάλυσις καὶ στάθμισις τῆς ἀληθείας τῶν ἀνωτέρω προβαλλομένων ὑπὲρ τῆς ἀπόψεως τοῦ κ. Ritter ἐπιχειρημάτων, πρὸς διευκόλυνσιν τῆς ἐρένης θὰ ἐπιδιωχθῆ νὰ προσαρμοσθῆ ἡ ἀνάλυσις εἰς ἓνα περισσότερον θεωρητικὸν καὶ κάπως μαθηματικὸν πλαίσιον. Τὰ ἐπιχειρήματα τοῦ κ. Ritter θὰ διατυπωθῶν ἐκ νέου κατὰ τρόπον ὥστε αἱ μεταβολαὶ τῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας νὰ ἐμφανισθοῦν μὲ τὰ ἀντίστοιχὰ των χρηματικὰ μεγέθη καὶ θὰ προστεθῆ ἡ «ἔμμεσος» προσφορά χρήματος εἰς τὴν «ἄμεσον», ἡ ὁποία συνήθως λέγεται ἀπλῶς προσφορά χρήματος. Ἐκ τῆς προσθήκης ταύτης προκύπτει ἓνα μέγεθος τὸ ὁποῖον εἶναι δυνατόν νὰ ὀνομασθῆ συνολικὴ ἢ «ἐνεργός» ἢ προσφορά χρήματος. Οἱ κατωτέρω παρατιθέμενοι ὑπολογισμοὶ τῶν ἐπίσειων ποσοστῶν μεταβολῆς τῆς προσφορᾶς χρήματος ἀναφέρονται εἰς τὴν τελευταίαν ταύτην ἔννοιαν.

Νομίζω ὅτι μὲ τὴν τεχνικὴν ταύτην εἶναι δυνατόν νὰ ἐμφανισθοῦν προοπτικῶς καλύτερα αἱ ἐπιδράσεις τῶν γενικῶν πιστωτικῶν ἐλέγχων καὶ τῶν αἰτιωδῶς συνδεδεμένων μετ' αὐτῶν μεταβολῶν τῆς ταχύτητος τῆς χρηματικῆς κυκλοφορίας καὶ νὰ ἐλεγχθῆ καλύτερα ἡ ἀξία τῶν ἐπιχειρημάτων τοῦ κ. Ritter.

Αἱ αὐξήσεις τοῦ ἀκαθαρίστου χρηματικοῦ ἐθνικοῦ προϊόντος δύνανται νὰ παρασταθοῦν διὰ τῆς ἐξίσωσως :

$$(1) \quad \Delta Y = Y_1 - Y_0 = M_1 V_1 - M_0 V_0$$

Ὅπου τὸ  $Y$  εἶναι τὸ ἐθνικὸν προϊόν, τὸ  $M$  προσφορά χρήματος, καὶ τὸ  $V$  ταχύτης τῆς κυκλοφορίας. Ἡ ἐξίσωσις αὕτη, δυνατόν νὰ διατυπωθῆ ἐπίσης ὑπὸ τὴν μορφήν <sup>2</sup> :

$$(2) \quad \Delta Y = \Delta M V_1 + \Delta V M_0$$

Διὰ τῆς εἰσαγωγῆς τῆς ἐννοίας τῆς αὐξήσεως τῆς «ἐμμέσου» προσφορᾶς χρήματος ἢ ἐξίσωσις (2) δύναται νὰ διατυπωθῆ ὑπὸ τὴν μορφήν :

$$(3) \quad \Delta M_i = M_0 (\Delta V / V_0)$$

Τὸ  $\Delta M_i$  εἶναι ἀπλῶς τὸ κατὰ προσέγγισιν ἀντίστοιχον χρηματικὸν μέγεθος μιᾶς μεταβολῆς τῆς εἰσοδηματικῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας ἢ ὁποῖα ὑπολογίζεται διὰ τοῦ πολλαπλασιασμοῦ τῆς ἀπολύτου προσφορᾶς χρήματος κατὰ μίαν περίοδον — βάσιν ἐπὶ τὸ ποσοστὸν τῆς μεταβολῆς τῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας. Ἡ ἐλαχίστη ἀξία τοῦ  $\Delta M_i$  εἶναι τὸ μηδέν. Ἡ μεγίστη ἀξία του προσδιορίζεται ἀπὸ τὴν μεγίστην ἀξίαν τὴν ὁποῖαν δύναται νὰ

2. Ἡ ἐξισωγὴ τῆς ἐξίσωσως 2 εἶναι πολὺ ἀπλῆ :

$$\begin{aligned} M_1 V_1 - M_0 V_0 &= (M_0 + \Delta M) (V_0 + \Delta V) - M_0 V_0 \\ &= \Delta M (V_0 + \Delta V) + \Delta V M_0 \\ &= \Delta M V_1 + \Delta V M_0 \end{aligned}$$

λάβη τὸ  $V$  ὑπὸ δεδομένον θεσμολογικὸν πλαίσιον καὶ ἀποκλειομένου τοῦ ἐκτεταμένου πληθωρισμοῦ ἢ ὑπερπληθωρισμοῦ.<sup>3</sup>

Πολλαπλασιάζοντας ἀμφοτέρας τὰς πλευρὰς τῆς ἐξίσωσης (3) ἐπὶ  $V_0$  λαμβάνομεν τὴν ἐξίσωσιν :

$$(4) \quad \Delta M_i V_0 = [ M_0 (\Delta V / V_0) ] V_0 \\ = \Delta V M_0$$

Χρησιμοποιοῦντες τὴν ἀνωτέρω εἰσαχθεῖσαν ἔννοιαν τῆς ἐμμέσου προσφορᾶς χρήματος δυνάμεθα νὰ γράψωμεν ἐκ νέου τὴν ἐξίσωσιν (2) ὑπὸ τὴν μορφήν :

$$(5) \quad \Delta Y = \Delta M_d V_1 + \Delta M_i V_0$$

ὅπου  $\Delta M_d =$  ἡ αὐξήσις τῆς ἀπολύτου ἢ ἀμέσου προσφορᾶς χρήματος.

Ἡ ἐξίσωσις (5) δύναται νὰ γίνῃ περισσότερον σαφῆς διὰ τῆς ἐρεύνης τῶν δύο ἀκραίων δυνατῶν περιπτώσεων, δηλαδὴ τῆς περιπτώσεως καθ' ἣν τὸ  $\Delta Y = 0$  καὶ τῆς περιπτώσεως καθ' ἣν τὸ  $\Delta Y =$  ἡ μεγίστη δυνατὴ τιμὴ τοῦ  $V$  πλὴν τοῦ πληθωρισμοῦ.

Ἐὰν  $\Delta Y = 0$  τὸ  $\Delta M_i$ , ὅπως ἐξάγεται ἀπὸ τὴν ἐξίσωσιν (3) πρέπει νὰ εἶναι ἐπίσης ἴσον μὲ τὸ μηδέν, καὶ

$$(6) \quad \Delta Y = \Delta M_d \bar{V}$$

Ἐάν, ἀφ' ἐτέρου,  $\Delta M_d = 0$ , τότε

$$(7) \quad \Delta Y = \Delta M_i V_0$$

Ἀπὸ τὰς ἐξισώσεις (6) καὶ (7) προκύπτει ὅτι  $\Delta M \bar{V}$  καὶ  $\Delta M_i V_0$  εἶναι δύο λογικῶς<sup>3</sup> ἰσοδύναμοι τρόποι ὑπολογισμοῦ τοῦ αὐτοῦ μεγέθους, δηλαδὴ μιᾶς δεδομένης αὐξήσεως τοῦ ἀκαθαρίστου χρηματικοῦ ἔθνικοῦ προϊόντος<sup>4</sup>.

Ἡ κατάστασις τὴν ὁποίαν ἀπεικονίζει ἡ ἐξίσωσις (6) εἶναι φαινομενικῶς ὀλιγώτερον συνήθης ἢ τοῦλάχιστον θὰ ἔπρεπε νὰ εἶναι ὀλιγώτερον συνήθης. Ὁ σταυρὸς τῆς ἀνωτέρω ἐπιχειρηματολογίας εἶναι τὸ ὅτι ἡ ἐξίσωσις (7) εἶναι ἡ περισσότερον ἐπιθυμητὴ διὰ τὴν καταπολέμησιν τοῦ πληθωρισμοῦ ἐνῶ παρέχει τὰ χρηματικὰ μέσα διὰ τὴν πραγματικὴν οἰκονομικὴν πρόοδον διὰ τῆς αὐξήσεως τῆς ἀμέσου προσφορᾶς χρήματος. Ὅπως ὅμως εἶδομεν ἀνωτέρω ἡ «τεχνικὴ τοῦ περιορισμοῦ τοῦ χρηματικοῦ ἀποθέματος συνήθως λαμβάνει τὴν μορφήν τῆς πραγματοποιήσεως μικροτέρων αὐξήσεων τῆς προσφορᾶς χρήματος ἀπὸ τὰς αὐξήσεως αἱ ὁποῖαι θὰ ἐλάμβανον κατ' ἄλλον

3. Εἰς τὴν πρᾶξιν φυσικὰ αἱ κοινωνικαὶ καὶ αἱ οικονομικαὶ συνέπειαι αἱ ἀπορρέουσαι ἀπὸ τὰς ἐξισώσεις (6) καὶ (7) δὲν εἶναι αἱ αὐταί, ὅπερ εἶναι ἡ οὐσία τῶν ἐπιχειρημάτων τοῦ κ. Ritter. Ἐν συνόψει δυνάμεθα νὰ εἰπωμεν ὅτι ἂν καὶ μαθηματικῶς αἱ ἐξισώσεις  $\Delta M_d V_1$  καὶ  $\Delta M_i V_0$  εἶναι συγγενεῖς ἐμπειρικῶς προκαλοῦν ἐντελῶς διάφορα ἀποτελέσματα.

4. Δέον νὰ καταστήθῃ σαφές ὅτι αἱ ἀνωτέρω σχέσεις προκύπτουν ἐξ ὀρισμοῦ ἀπορρέουσαι ἀπὸ τὴν ταυτότητα  $Y = MV$ .

τρόπον χώραν, παρά τὴν μορφήν τῆς ἐπιβολῆς ἀπολύτων φραγμῶν κατὰ πάσης αὐξήσεως τῆς προσφορᾶς χρήματος», εἶναι δὲ εὐλογον νὰ ἀναμένωνται ὡς δυνατὰ αἱ συνθήκαι τῆς ταύτοχρόνου αὐξήσεως τῆς ἀμέσου καὶ τῆς ἐμμέσου προσφορᾶς χρήματος, αἱ περιγραφεῖσαι ὑπὸ τῆς ἐξισώσεως (5).

### III

Ἡ πλέον πρόσφατος μετὰ τὸν πόλεμον πληθωρικὴ περίοδος δύναται νὰ προσαρμωσθῇ ἱκανοποιητικῶς εἰς τὸ ἀνωτέρω περιγραφέν σχῆμα.

Ἐὰν ἐρευνήσωμεν πληθωρικὴν περίοδον ἢ ὅποια διήρκεσεν ἀπὸ τὸ δεύτερον τρίμηνον τοῦ ἔτους 1951 μέχρι τὸ δεύτερον τρίμηνον τοῦ ἔτους 1953, παρατηροῦμεν ὅτι τὸ ἀκαθάριστον χρηματικὸν (ἐθνικὸν) προϊόν ἠύξθη ἀπὸ \$ 329,3 εἰς \$ 366,3, δηλαδὴ κατὰ \$ 37 δισεκατομμύρια. Κατὰ τὴν περίοδον ταύτην ἡ προσφορά χρήματος ἠύξθη κατὰ \$ 10,6 δισεκατομμύρια, ἦτοι ἀπὸ \$ 115,7 εἰς \$ 126,3 (εἰς τὴν προσφορὰν χρήματος διδομένου τοῦ συνήθους ὀρισμοῦ τὸν ὅποιον δέχεται καὶ ὁ κ. Ritter, καθ' ὃν προσφορὰ χρήματος εἶναι ἡ ποσότης τοῦ ἐκτὸς τῶν Τραπεζῶν κυκλοφοροῦντος χρήματος σὺν τὴν ζήτησιν καταθέσεων ὄψεως).

Ἡ περίοδος αὕτη δὲν εἶναι δυνατόν νὰ χαρακτηρισθῇ ὡς περίοδος στενύτητος τοῦ χρήματος ἀν καὶ ἡ αὐξήσις τῆς εἰσοδηματικῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας τοῦ χρήματος ἀπὸ 2.846 εἰς 2.900, ὅπως θὰ ἔπρεπε νὰ ἀναμένεται, ὑπῆρξε μικρά, ἀνελθοῦσα εἰς τὸ πολὺ μέτριον ποσοστὸν 1,9 τοῖς ἑκατὸν ἐν σχέσει μὲ τὴν αὐξήσιν τῆς ἀμέσου προσφορᾶς χρήματος.

Οὕτως ὁ πληθωρισμὸς τῆς περιόδου 1951-1953 πλησιάζει πρὸς τὴν ὀλιγώτερον ἐπιθυμητὴν περίπτωσιν τῆς ἐξισώσεως (6) καὶ ὡς ἐκ τούτου δὲν ἀποτελεῖ κριτήριον τῆς κυρίας θέσεως. Ἡ ἔμμεσος προσφορά χρήματος κατὰ τὴν ἀνωτέρω περίοδον ἠύξθη κατὰ \$ 115,7 X 0,019 ἢ κατὰ \$ 2,2 δισεκατομμύρια, δηλαδὴ κατὰ ἓνα μικρὸν ποσὸν ἐν συγκρίσει πρὸς τὴν κατὰ \$ 10,6 δισεκατομμύρια αὐξήσιν τῆς ἀμέσου προσφορᾶς χρήματος. Αἱ πραγματικαὶ μεταβολαὶ τῆς περιόδου ταύτης δύναται νὰ ἀπεικονισθοῦν συνοπτικῶς διὰ τῆς ἀντικαταστάσεως τῶν συμβόλων εἰς τὴν ἐξίσωσιν (5) διὰ τῶν καταλλήλων ἀριθμῶν ὅτε προκύπτει ἡ ἐξίσωσις :

$$(8) \quad \$ 37 = \$ 10.6(2.9) + \$ 2.2(2.846)$$

Πρὸς ἐξήγησιν τῆς προελεύσεως τοῦ μεγέθους τῆς αὐξήσεως τοῦ ἀκαθάριστου χρηματικοῦ προϊόντος κατὰ \$ 37 δισεκατομμύρια, πρέπει προφανῶς νὰ κατανοηθῇ ὅτι ἡ εἰσοδηματικὴ ταχύτης τῆς κυκλοφορίας τῆς ἐπομένης περιόδου προστίθεται εἰς τὴν αὐξήσιν τῆς ἀμέσου προσφορᾶς χρήματος ΔM<sub>d</sub>. Εἰς τὸ ἐξαγόμενον πρέπει νὰ προστεθῇ ἐπίσης ἡ ἔμμεσος προσφορά χρήματος χρησιμοποιοῦμένων τῶν ἀριθμῶν τῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας τῆς περιόδου-βάσεως, δεδομένου ὅτι τὸ ΔM<sub>i</sub> V<sub>0</sub> δύναται νὰ τεθῇ εἰς τὴν θέσιν τοῦ ΔM<sub>d</sub>

εις την άρχικην του τιμήν τής ταχύτητος τής κυκλοφορίας διά να φθάσωμεν εις την δεδομένην αύξησιν του άκαθαρίστου έθνικου προϊόντος.

Η περίοδος 1955-57 άντιστοιχεί περισσότερον εις την ιδεατήν περίπτωσιν και συνεπώς είναι περισσότερον διαφωτιστική. Από το πρώτον τρίμηνον του 1955 μέχρι το τρίτον τρίμηνον του 1957 το άκαθάριστον χρηματικόν προϊόν ηύξήθη από \$ 379.0 εις \$ 445.6 δισεκατομμύρια, δηλαδή κατά \$ 66 δισεκατομμύρια. Έν συγκρίσει προς την περίοδον 1951-53 ή άμεσος προσφορά χρήματος ηύξήθη κατά το σημαντικώς μικρότερον ποσόν των \$ 3.6 δισεκατομμυρίων, δηλαδή από \$ 131.3 εις \$ 134.9 δισεκατομμύρια και χωρίς να είναι τουτο εκπληκτικόν ή ταχύτης τής χρηματικής κυκλοφορίας ηύξήθη κατά 14.4 τοις εκατόν ήτοι από 2.887 εις 3.303. Ός εκ τούτου ή έμμεσος προσφορά χρήματος ηύξήθη κατά \$ 18,9 δισεκατομμύρια. Η σχετική με την περίπτωσιν ταύτην εξίσωσις είναι :

$$(9) \quad \$ 66.6 = \$ 3.6(3.303) - \$ 18.9(2.887)$$

Έκ τής συγκρίσεως των εξισώσεων (8) και (9) προκύπτει ότι εις την περίπτωσιν τής εξισώσεως (9) ή αύξησις τής έμμέσου προσφοράς χρήματος είναι καταφανώς πολύ σημαντικώτερα από τας μεταβολάς τής άμέσου προσφοράς εις δε την περίπτωσιν τής εξισώσεως (8) άντιστρόφως.

Ακόμη έγγυτέρα εις το πρότυπον του κ. Ritter είναι ή περίοδος από το δεύτερον τρίμηνον του 1956 μέχρι το τρίτον τρίμηνον του 1957 ότε εις την πράξιν έφηρμόσθη ύπό τής κεντρικής Τραπεζής πολιτική «περιορισμένου χρήματος» (Tight Money Policy). Η άμεσος προσφορά χρήματος κατά την στενήν άνωτέρω περίοδον ηύξήθη κατά ένα ονομαστικόν ποσόν μόλις \$ 0.9 δισεκατομμυρίων, δηλαδή από \$ 134 εις \$ 134.9. Ός εκ τούτου ή περίοδος αύτη όμοιάζει περισσότερον με το πρότυπον πολιτικής το όποιον παριστᾶ ή εξίσωσις (7), διότι δι' όλους τους πρακτικούς σκοπούς το  $M_d$  δύναται να θεωρηθῆ σταθερόν. Το άκαθάριστον έθνικόν προϊόν κατά την στενωτέραν ταύτην περίοδον ηύξήθη κατά 8.5 τοις εκατόν, δηλαδή από \$ 410.8 -εις \$ 445.6 δισεκατομμύρια και ή ταχύτης τής κυκλοφορίας κατά 7.7 τοις εκατόν, δηλαδή από 3.066 εις 3.303, ήτοι με άλλας λέξεις εις χρονικόν διάστημα κατά τι μεγαλύτερον του έτους ή έμμεσος προσφορά του χρήματος ηύξήθη κατά \$ 10.3 δισεκατομμύρια. Η εξίσωσις μας λαμβάνει την μορφήν :

$$(10) \quad \$ 34.8 = \$ 0.9(3.303) + \$ 10.3(3.066)$$

#### IV

Αί τρεις άναλυθεΐσαι άνωτέρω περίοδοι είναι δυνατόν να έρευνηθοϋν συνοπτικώς διά τής εισαγωγής του έπομένου όρισμοϋ τής συνολικής ή «ένεργοϋ» προσφοράς χρήματος :

$$(11) \quad \Delta M_c = \Delta M_d + \Delta M_f$$

Ο Πίναξ I παρέχει τὰ ἀναγκαῖα στοιχεῖα διὰ τὴν ἀνακεφαλαιωτικὴν μορφήν <sup>δ</sup> τῆς ἀναλύσεως.

ΠΙΝΑΞ I

(Εἰς δισεκατομύρια δολλάρια)

	2ον τρίμ.-1951 μέχρι 3ον τρίμ.-1953	1ον τρίμ.-1955 μέχρι 3ον τρίμ.-1957	2ον τρίμ.-1956 μέχρι 3ον τρίμ.-1957
$\Delta M_d$	\$ 10.6	\$ 3.6	\$ 0.9
$\Delta M_i$	\$ 2.2	\$ 18.9	\$ 10.3
$\Delta M_e$	\$ 12.8	\$ 22.5	\$ 11.2
$V_1$	2.900	3.303	3.303
$V_0$	2.846	2.887	3.066
$\Delta V$	0.054	0.416	0.237
$\Delta Y$	\$ 37.0	\$ 66.6	\$ 34.8

Κατὰ τὴν πρώτην περίοδον, δηλαδὴ τὴν περίοδον 1951-1953, ἡ ἐνεργὸς προσφορά χρήματος (= ἡ ἄμεσος + ἡ ἔμμεσος προσφορά) ἠΰξθη μὲ ἐτήσιον ρυθμὸν \$ 5.7 δισεκατομμυρίων. Κατὰ τὰς περιόδους ἀπὸ τὸ πρῶτον τρίμηνον τοῦ 1955 μέχρι τὸ τρίτον τρίμηνον τοῦ 1957 καὶ ἀπὸ τὸ δεύτερον τρίμηνον τοῦ 1956 μέχρι τὸ τρίτον τρίμηνον τοῦ 1957 ὁ ἐτήσιος ρυθμὸς αὐξήσεως τῆς συνολικῆς προσφορᾶς χρήματος ἦτο \$ 9 δισεκατομύρια. "Ὅταν ληφθῇ ὑπ' ὄψιν ὅτι αἱ μεταξὺ τῶν ἐτῶν 1955 καὶ 1957 περίοδοι εἶναι αἱ εὐνοικώτεραι διὰ τὴν ἐρευνωμένην «θέσιν» θὰ ἦτο δυνατόν νὰ ἐξαχθῇ ἐπιπολαίως τὸ συμπέρασμα ὅτι τὸ ὀλιγώτερον ἐπιθυμητὸν πρότυπον ἀντιπροσωπεύει τὴν συνηθεστέραν ἐξέλιξιν εἰς τὴν πρᾶξιν, δηλαδὴ ὅτι διὰ τῆς αὐξήσεως τῆς ἀμέσου προσφορᾶς τοῦ χρήματος διὰ τοὺς σκοποὺς τῆς προόδου ἴσως αἱ πληθωρικαὶ

5. Ἡ ἀποτελεσματικὴ προσφορά χρήματος πολλαπλασιαζομένη ἐπὶ μίαν σταθμισμένην ταχύτητα κυκλοφορίας  $V_1$  (βάσει τῆς σχετικῆς σπουδαιότητος τοῦ  $V_0$  ἢ τοῦ  $V_1$ , ἡ ὁποία ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὸ ἐὰν σημαντικώτερον εἶναι τὸ  $\Delta M_i$  ἢ τὸ  $\Delta M_d$ ) δύναται νὰ μᾶς δώσῃ τὸ κατάλληλον μέγεθος τοῦ  $\Delta Y$  δι' ἐκάστην ἐξεταζομένην περίοδον, π.χ. κατὰ τὴν περίοδον 1951-53 τὸ σπουδαιότερον στοιχεῖον τῆς αὐξήσεως τῆς ἀποτελεσματικῆς προσφορᾶς χρήματος ἀποτελοῦν τὸ 82.8 τοῖς ἑκατὸν τοῦ  $V = 0.054$  μᾶς δίδει 0.005 τὸ ὑποῖον ἀφαιρούμεν ἀπὸ τὸ .054 καὶ μᾶς δίδει τὸ μέγεθος (.049). Προσθέτομεν τὸ .049 εἰς τὸ  $V$ , ὅπερ = μὲ 2.846 καὶ προκύπτει ἡ σταθμισμένη τιμὴ τοῦ  $V$ , ἧτοι 2.895. Ἡ ἐξίσωσις  $\Delta Y = \Delta M_e \cdot VW$  γίνεται  $\$ 37 = \$ 12.8(2.895)$ . Ὅμοίως διὰ τὰς ὑπολοίπους δύο περιόδους ἡ σταθμισμένη τιμὴ τοῦ  $V$  εἶναι 2.954 καὶ 3.085 ἀντιστοίχως.

πιέσεις ἐπὶ τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν εἶναι ὀλιγώτερον ἔντονοι ἐνῶ, ὅταν ὑπάρχουν προβλέψεις ὅτι ἡ κεντρικὴ Τράπεζα θὰ προβῇ εἰς περιορισμὸν τῆς αὐξήσεως τοῦ  $M_d$  ἢ ὅτι εἰς τὴν πραγματικότητα τὸ  $M_d$  θὰ μείνῃ σταθερόν, ὅπως ἐγίνε κατὰ τὴν περίοδον 1956-57, τὸ τελικὸν ἀποτέλεσμα θὰ εἶναι ἴσως μία ἀκόμη μεγαλύτερα αὐξήσις τῶν χρηματικῶν μέσων λόγῳ τῆς ἐπιταχύνσεως τῆς δαπάνης καὶ τῆς αὐξήσεως τοῦ δανεισμοῦ συνετεία τῶν προβλέψεων περὶ τῶν ἐνεργειῶν τῆς Τραπεζῆς αἱ ὁποῖαι καθ' ἑαυτὰς τείνουν νὰ ἐπιβεβαιώσουν καὶ ἐπιτείνουν τὰς ἐπιχειρηματικὰς προβλέψεις ὡς πρὸς τὴν πορείαν τῆς οἰκονομίας.

Ὡς ἀποτέλεσμα τῶν ἀνωτέρω δυνατῶν ἢ αὐξήσις τοῦ  $V$  νὰ εἶναι πολὺ ταχύτερα παρέχουσα τὰ μέσα μᾶς ἀ κ ὀ μ η ταχύτερας αὐξήσεως τῆς συνολικῆς προσφορᾶς διὰ μέσου τοῦ  $M_1$  ἀπὸ ὅ,τι θὰ ἐπετυγχάνετο μὲ μίαν ὀχι τόσον μετρίαν αὐξήσιν τοῦ  $M$ . Ὁ κ. Ritter δὲν ἐρευνᾷ σοβαρῶς αὐτὴν τὴν δυνατότητα. (Εἰς τὴν σελ. 128) γράφει :

«Πρὸς ἐπίτευξιν τῆς αὐξήσεως ταύτης τοῦ ἀκαθαρίστου χρηματικοῦ προϊόντος προφανῶς εἶναι ἀναγκαῖον νὰ αὐξηθῇ εἴτε τὸ  $M$  εἴτε τὸ  $V$  εἴτε ἀμφοτέρω. Ἐὰν ὑπάρχουν ἔντονοι πληθωρικοὶ πιέσεις εἶναι πολὺ ὀλιγώτερον ἐπικίνδυνον νὰ ἐπιδιωχθῇ ἢ αὐξήσις τοῦ ἀκαθαρίστου ἐθνικοῦ προϊόντος κυρίως διὰ μέσου τῆς αὐξήσεως τῆς ταχύτητος τῆς χρηματικῆς κυκλοφορίας  $V$  παρά διὰ μέσου τῆς αὐξήσεως τοῦ  $M$ , δηλαδὴ τῆς προσφορᾶς χρήματος. Ἡ αὐξήσις τοῦ ἀκαθαρίστου ἐθνικοῦ προϊόντος διὰ μέσου τῆς αὐξήσεως τῆς ταχύτητος τῆς χρηματικῆς κυκλοφορίας, θέτει εἰς ἐνέργειαν παράγοντας αὐτοπεριορισμοῦ, οἱ ὁποῖοι καθιστοῦν ἀπίθανον τὸ ὅτι ὁ πληθωρισμὸς θὰ ἐκφύγῃ τοῦ ἐλέγχου, ἐνῶ ἡ ἐπιλογή τῆς ἄλλης δυνατῆς ὁδοῦ, δηλαδὴ τῆς αὐξήσεως τοῦ εἰσοδήματος διὰ τῆς αὐξήσεως τῆς προσφορᾶς χρήματος, θὰ ὀδηγήσῃ εἰς τὴν μείωσιν καὶ ἴσως τὴν ἐγκατάλειψιν τῶν περιορισμῶν».

Προφανῶς τὸ πρόβλημα εἶναι πρόβλημα βαθμοῦ καὶ εἶναι ἀδύνατος ὁ ἐκ τῶν προτέρων προσδιορισμὸς τοῦ καλυτέρου δυνατοῦ (optimum) συγκερασμοῦ. Ὑπάρχει μία αὐτοτελὴς δυνατότης καθ' ἣν μεγαλύτερα αὐξήσις τῆς ἀπολύτου ἢ ἀμέσου προσφορᾶς χρήματος ἀπὸ τὴν ἐπιθυμητὴν ὑπὸ τῆς κεντρικῆς Τραπεζῆς, δυνατόν νὰ ἀποδειχθῇ μακροχρονίως ὀλιγώτερον πληθωρική.

Ἐν πάσῃ περιπτώσει μία αὐξήσις τῆς ἀποτελεσματικῆς προσφορᾶς τοῦ χρήματος μὲ ἐτήσιον ρυθμὸν § 9 δισεκατομμυρίων, ὑπερβαίνει βεβαίως τὰς ἀνάγκας τῆς οἰκονομίας διὰ τοὺς σκοποὺς τῆς οἰκονομικῆς προόδου καὶ οὐδεὶς λόγος δικαιολογεῖ τὴν σκέψιν ὅτι θὰ λάβουν χώραν αὐτόματοι μεταβολαὶ τοῦ  $V$  κατὰ τὴν καλυτέραν στιγμὴν καὶ εἰς τὸ optimum μέγεθος, εἴτε διὰ τὴν ἀντικυκλικὴν πολιτικὴν εἴτε διὰ τὴν μακροχρόνιον οἰκονομικὴν πρόδοον. Ἀπεναντίας τὸ πιθανώτερον εἶναι ὅτι εἰς τὴν πραγματικότητα θὰ συμβῇ τὸ

ἀκριβῶς ἀντίθετον. Ἡ ταχύτης καὶ ἡ ἔκτασις τῶν μεταβολῶν τοῦ V ἐξαρτᾶται : ἀπὸ τὴν ἀσχοιμένην ὑπὸ τῆς κεντρικῆς Τραπεζῆς πίεσιν, ἀπὸ τὰς ἱκανότητας καὶ τὰς ροπὰς τῶν μεσαζόντων εἰς ἐξωτραπεζικὰς χρηματοδοτήσεις, ἀπὸ τὴν κατὰ τομεῖς προέλευσιν τῶν πληθωρικῶν πιέσεων καὶ τὴν ἔκτασιν τῶν ἀδρανοποιηθέντων χρηματικῶν διαθέσιμων (π.χ. τὸν ὄγκον τῶν μὴ διανεμηθέντων κερδῶν εἰς τοὺς βιομηχανικοὺς κλάδους), ἀπὸ τὴν κατανομήν τῆς ἰσχύος εἰς τὴν οἰκονομίαν, ἀπὸ τὰς προβλέψεις δι' ὀλόκληρον γενικῶς τὴν οἰκονομίαν καὶ τὰς ἐνεργείας τῆς κεντρικῆς Τραπεζῆς ἰδιαίτερώς, ἀπὸ τὰς προσδοκωμένας ἐνεργείας τῆς ὁμοσπονδιακῆς κυβερνήσεως, καὶ οὕτω καθ' ἑξῆς. Αὐτόματοι μεταβολαὶ τοῦ V θὰ λάβουν βεβαίως χώραν εἰς τὴν πραγματικότητα. Εἶναι ἐπίσης πιθανὸν ὅτι θὰ λάβουν χώραν μεταβολαὶ τοῦ V συνεπεῖα μεταβολῆς ἄλλων παραγόντων καὶ μεγεθῶν. Εἶναι ὁμως τελείως ἀπίθανον ὅτι τὰ πράγματα θὰ μεταβληθοῦν αὐτομάτως κατὰ τὸν καλύτερον διὰ τὴν ἀνάπτυξιν καὶ τὴν σταθερότητα τρόπον. Οὕτω παραμένει ἀκόμη τὸ πρόβλημα τοῦ ἐλέγχου καὶ τοῦ περιορισμοῦ ἢ τῆς κατευθύνσεως τῶν μεταβολῶν τοῦ V διὰ μέσου ἀποφάσεων τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν λαμβανομένων μετὰ διακριτικῆς εὐχερείας καὶ συνεπαγομένων μορφᾶς ἀμέσων νομισματικῶν ἐλέγχων (ὡς π.χ. ἐπὶ τοῦ εἴδους καὶ τοῦ ὄγκου περιουσιακῶν στοιχείων διαφυλασσομένων ὑπὸ τῶν Τραπεζικῶν καὶ μὴ Τραπεζικῶν πιστωτικῶν Ἰδρυμάτων). Ἡ ἐπίτευξις τοῦ optimum ρυθμοῦ τῆς οἰκονομικῆς προόδου ὑπὸ συνθήκας σχετικῆς σταθερότητος διὰ μέσου αὐτομάτων καὶ ἀνευ ἐλέγχου μεταβολῶν τοῦ V εἶναι ἀπίθανος.

Τέλος ὑπάρχει καὶ χρήζει ἀναλύσεως τὸ ἐπιχείρημα ὅτι εἶναι ὀλιγώτερον πιθανὸν νὰ ἐκφύγουν τοῦ ἐλέγχου πληθωρισμοὶ χρηματοδοτούμενοι διὰ μεταβολῶν τοῦ  $M_1$  περισσότερον παρὰ διὰ μεταβολῶν τοῦ  $\Delta M_d$  (ἴδε τὸ ἀνωτέρω χωρίον). Ὁ προβαλλόμενος σχετικῶς λόγος εἶναι ὅτι αἱ μεταβολαὶ τῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας δὲν εἶναι δυνατόν νὰ ἐξακολουθήσουν ἐπ' ἄπειρον καὶ ὅτι κατ' ἀνάγκην θὰ ὑπάρξῃ μία ἀσυμπτωτικὴ προσέγγισις εἰς τὴν καμπύλην τόκου-ταχύτητος κυκλοφορίας. Τὸ ἐπιχείρημα τοῦτο λέγει τὰ ἑξῆς : ἀπαξ τὰ ἀδρανή χρηματικὰ διαθέσιμα φθάσουν τὸ minimum ἐπίπεδόν των, θὰ ἀρχίσῃ ἡ ἐπιβολὴ γενικῶν πιστωτικῶν ἐλέγχων καὶ συνεπῶς εἶναι ὀλιγώτερον πιθανὸν νὰ καταστῇ σφοδρὸς ὁ πληθωρισμός, με ἀποτέλεσμα νὰ συκρατηθῇ ἐντὸς πολιτικῶς ἀνεκτῶν ὀρίων. Τὸ ἀνωτέρω ἐπιχείρημα εἶναι ἐξαπατητικὸν μὲ κάποιον βαθμὸν ἀληθείας, ὅπως φαίνεται ἀπὸ τὴν σχετικὴν ἡπιότητα τῶν μεταπολεμικῶν κυκλικῶν διακυμάνσεων.

Θὰ ἔπρεπεν ὁμως εἰς τὰς σχετικὰς συγκρίσεις τῶν διακυμάνσεων νὰ ληφθοῦν ὑπ' ὄψιν αἱ συνέπειαι τῶν ἐπὶ τῶν συγκριτικῶν ρυθμῶν οἰκονομικῆς προόδου, ὅτε δὲν εἶναι ἀπίθανον νὰ διαπιστωθῇ ὅτι εἰς ἓνα ριζικῶς μεταβαλλόμενον κόσμον στατιστικῶς ἡπιώτεραι διακυμάνσεις ἀπὸ τὴν κρίσιν τοῦ 1930-1939 εἶναι δυνατόν νὰ ἔχουν περισσότερον ὀδυνηρὰς συνεπεῖας. Ἐὰν

αί κυκλικαί διακυμάνσεις, όσονδήποτε μέτριαι και άν είναι στατιστικώς, επιβραδύνουν τόν ρυθμόν τής οικονομικής προόδου εις ένα νεο-μερκαντιστικόν κόσμον διεπόμενον υπό τής ισχύος, αί συνέπειαι δυνατών εις τήν πραγματικότητα να είναι πολύ δυσώϊνοι. Ἀπόδειξιν αποτελεῖ ἡ διαφορά τοῦ ρυθμοῦ τής οικονομικής προόδου τῶν Ἠνωμένων Πολιτειῶν και τής Σοβιετικῆς Ἐνώσεως μετά τόν πόλεμον ὁ ὁποῖος, παρά τās δυσκολίας στατιστικῶν συγκρίσεων εις τās δύο χώρας, εις τās Ἠνωμένας Πολιτείας ὑπῆρξεν μικρότερος τοῦ ἡμίσεος τοῦ ρυθμοῦ προόδου τής Σοβιετικῆς Ἐνώσεως. Μπορεῖ πολύ καλά να πιστεῦθῃ ἡ κεντρικῆ Τράπεζα ὅτι διὰ μέσου γενικῶν πιστωτικῶν ἐλέγχων οἱ ὁποῖοι λειαινουν τās μεταβολάς τοῦ V δύναται να περιορίσῃ τās κυκλικάς διακυμάνσεις ἐντὸς πολιτικῶς ἀνεκτῶν ὀρίων, δυνατόν ὅμως αί συνέπειαι τῶν ἐπὶ τής πίστεως ταύτης βασιζομένων ἐνεργειῶν εις τήν πρᾶξιν να εἶναι πολύ σοβαραί. Διακυμάνσεις αί ὁποῖαι υπό στατιστικὴν ἢ πολιτικὴν ἔννοιαν εἶναι ἡπιαί, ἐξεταζόμεναι ἀπὸ τής ἀπόψεως συγκριτικῶν ρυθμῶν οικονομικῆς προόδου δυνατόν να ἀποδειχθοῦν μακροχρονίως καταστρεπτικά.

Ἡ παρατήρησις αὕτη ἐνισχύεται ἐπίσης και ἀπὸ τήν εὔλογον ἀμφιβολίαν ὡς πρὸς τὸ ὅτι αί αὐτόματοι μεταβολαί τοῦ V δύναται να λάβουν τὸ optimum μέγεθος και μορφήν διὰ τήν πολιτικὴν κατὰ τῶν κυκλικῶν διακυμάνσεων και διὰ τήν προώθησιν τής οικονομικῆς προόδου, δηλαδὴ δύο σκοπῶν τής οικονομικῆς πολιτικῆς οἱ ὁποῖοι εἶναι στενῶς συνδεδεμένοι.

## V. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Ἡ ἀνωτέρω ἀνάλυσις δύναται να συνοψισθῇ εις τὰ ἐξῆς συμπεράσματα : Ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ δὲν ὑπεισέρχεται βάσει σχεδίου εις ὠρισμένας ἰδιαιτέρας ἀγοράς ἢ τομεῖς τής οικονομίας. Μὲ ἄλλας λέξεις ἡ κεντρικῆ Τράπεζα δὲν ἔχει τήν δύναμιν να προκαλέσῃ ἐνθάρρυνσιν τής ἐπεκτάσεως τῶν ἐν ὑφέσει εὐρισκομένων τομέων τής οικονομίας ἢ ἀγορῶν περιορίζουσα τήν ἐπέκτασιν ἄλλων τομέων ἢ ἀγορῶν, ἢ ὁποῖα ἐπέκτασις θὰ ὠδήγῃ εις οικονομικὰς δυσαρμονίας. Ἐάν ἡ ὑπερανάπτυξις ἐνὸς ἢ περισσοτέρων τομέων τής οικονομίας εἶναι πρόξενος διαταραχῶν αί ὁποῖαι ἀπειλοῦν τήν σταθερότητα ἐν τῷ συνόλῳ τῆς, ἡ ἀπόφασις τής εἰσαγωγῆς γενικῆς μορφῆς ἐλέγχων δημιουργεῖ ἓνα δῆλημα : Ἡ θὰ ἀφεθῇ ἐλευθέρα ἢ συνέχισις τής προκαλούσης τήν ἀνισορροπιστικὴν ἐπίδρασιν ἐπεκτάσεως ἢ θὰ εἰσαχθοῦν γενικοὶ περιορισμοί, οἱ ὁποῖοι ἐπηρεάζουν ἐπίσης ἄλλους τομεῖς τής οικονομίας. Ἐάν οἱ ἄλλοι οὔτοι τομεῖς εὐρίσκοντο ἀρχικῶς εις κατάστασιν ὑφέσεως, ἡ θέσις των θὰ χειροτερεύσῃ. Ἐάν ἀφ' ἐτέρου εὐρίσκοντο εις κατάστασιν ἐπεκτάσεως μὲ ἓνα λογικόν ρυθμόν θὰ ἐπεξετείνοντο μόνοι αὐτοί. Καὶ ἐάν οἱ γενικοὶ ἐλεγχοὶ προκαλοῦν σχετικῶς μικρὰν ἐπίδρασιν ἐπὶ τῶν ἀδίκαιολογήτως ἐπεκτεινομένων τομέων τής οικονομίας λόγῳ τῶν ὑπερβολικῶν προσδοκιῶν κέρδους, τὸ

καθαρόν ἀποτέλεσμα θὰ εἶναι χειρότερον ἀπὸ τὸ νὰ μὴ εἶχον χρησιμοποιηθῆ οὔτοι καθ' ὄλου. Διὰ νὰ καταστῆ ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ ἀποτελεσματικὸν ὄργανον διὰ τὴν οἰκονομικὴν σταθερότητα καὶ τὴν οἰκονομικὴν πρόοδον θὰ ἀπαιτηθῆ ἡ εἰσαγωγὴ εἰδικῶν ποιοτικῶν ἐλέγχων τοῦ χρήματος.

Τοῦτο δὲν κατενόηθη μέχρι τοῦδε εἰς τὰς Ἡνωμένας Πολιτείας Ἀμερικῆς καὶ πρέπει ὀπωσδήποτε νὰ κατανοηθῆ. Προσωπικῶς ἔχω μεγάλην ἀμφιβολίαν ὡς πρὸς τὴν δυνατότητα ἐξευρέσεως ταχείας λύσεως.

Bard College (U.S.A.)

---