

ΞΕΝΟΦΩΝΤΟΣ ΖΟΛΩΤΑ

ΑΙ ΚΙΝΗΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΝ ΣΥΣΤΗΜΑ

‘Από της ἑποχῆς της 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 ἴδιως βραχυπροθέσμων κεφαλαίων, ἐπεξετάθησαν καὶ κατέστησαν πλέον εὐέλικτοι, διεμορφώθη δὲ τὸ εὐρω-νόμισμα καὶ εἰδικώτερον ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολαρίου ἡ ὅποια κατὰ τὰ τελευταία ἔτη ἔλαβε τεραστίας διαστάσεις. Αἱ ἔξελίξεις αὐταὶ λαβοῦσαι χώραν ἐντὸς ἑνὸς γενικωτέρου κλίματος δυσπιστίας καὶ ἀβεβαιότητος ἐδημιούργησαν νέα σοβαρὰ προβλήματα ἐν σχέσει πρὸς τὴν σταθερότητα τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος.

“Ας ἔξετάσωμεν ποῖαι εἶναι αἱ συνέπειαι ἐπὶ τῆς σταθερότητος τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος καὶ ποῖα μέτρα ἐνδείκνυνται διὰ τὴν ἀντιμετώπισιν τῶν διαταρασσούσῶν τὴν ἰσορροπίαν δυνάμεων, αἱ ὅποιαι ἴδιως κατὰ τὰ τελευταῖα δύο ἔτη κατέστησαν ἄκρως ἐπικινδυνοί.

‘Ο κυριώτερος παράγων διαταράξεως τῆς ἰσορροπίας εἰς τὰς κινήσεις κεφαλαίου ὁφείλεται εἰς τὴν μεταβολὴν τῆς ἐμπιστοσύνης, ἡ ὅποια δυνατὸν νὰ φθάσῃ μέχρι τοῦ βαθμοῦ τοῦ πανικοῦ καὶ δύναται νὰ προκαλέσῃ ὑποτίμησιν ἀκόμη καὶ εἰς περίπτωσιν καθ’ ἥν δὲν ὑφίσταται βασικὴ ἔλλειψις ἰσορροπίας ἡ νὰ ὁδηγήσῃ εἰς ὑποτίμησιν μεγαλυτέρων τῆς ἐνδεικνυομένης, ἡ ὅποια νὰ δημιουργήσῃ νέαν κατάστασιν ἔλλειψεως ἰσορροπίας.

“Οταν ὑφίσταται κλῖμα 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. ‘Τὸ τὸν κλασσικὸν χρυσοῦν κανόνα αἱ μετακινήσεις αὐταὶ ἀπὸ τὰς χώρας αἱ ὅποιαι παρουσιάζουν περιστεύματα πρὸς ἐκείνας ποὺ παρουσιάζουν ἔλλειμματα παίζουν ἔξισορροπητικὸν ρόλον ἐπὶ τῶν ἰσοζυγίων πληρωμῶν ἀνταποκρινόμεναι εἰς τὰς διαφορὰς τοῦ τόκου. ‘Η ὁρθολογικὴ αὐτὴ κίνησις κεφαλαίων ἀποκαθιστᾷ τὴν ἰσορροπίαν ὅταν δὲν ὑφίστανται βεβαίως ὁργανικοὶ παράγοντες ἔλλειψεως ἰσορροπίας. Πιστεύεται μάλιστα ὅτι ὑπὸ τὸ καθεστώς τοῦ κλασσικοῦ «ΑΡΧΕΙΟΝ» Δ. Ε. Καλιτσουνάκη, Τόμ. 51ος (1971), Τεῦχ. Α'-Δ' 1

χρυσοῦ κανόνος αἱ διαφοραὶ τοῦ τόκου ἔπαιξαν σπουδαιότερον ρόλον εἰς τὴν ρύθμισιν τῆς ἴσορροπίας τοῦ ἴσοζυγίου πληρωμῶν ἀπὸ τὴν ἀναπροσαρμογὴν τῶν τιμῶν.

’Ανάλογα θὰ ἔπρεπε νὰ ἴσχύσουν καὶ διὰ τὰς κινήσεις κεφαλαίων ὑπὸ τὸν ὑφιστάμενον κανόνα συναλλάγματος χρυσοῦ ἐφ’ ὅσον θὰ ἐπληροῦντο οἱ ὄροι τῆς γενικῆς καὶ εἰδικῆς ἐμπιστοσύνης. Εἶναι ἀληθὲς ὅτι λόγῳ τῆς προτεραιότητος ἡ ὅποια δίδεται ὑπὸ πολλῶν ἐκ τῶν κυρίων βιομηχανικῶν χωρῶν εἰς τὴν πολιτικὴν πλήρους ἀπασχολήσεως καὶ οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως πολλάκις ἐρχομένας εἰς σύγκρουσιν μὲ τὴν ἔξωτερικὴν ἴσορροπίαν ἡ πολιτικὴ τοῦ τόκου εύρισκεται πρὸ ἀντιτιθεμένων ἀπαιτήσεων. ’Απὸ ἐσωτερικῆς μὲν σκοπιᾶς εἶναι δύνατὸν νὰ ἐνδείκνυνται χαμηλότεροι τόκοι, ἀπὸ ἔξωτερικῆς δὲ ὑψηλότεροι ἡ ἀντιστρόφως. Παρὰ ταῦτα ἐὰν ὑφίστατο κλῖμα γενικῆς καὶ εἰδικῆς ἐμπιστοσύνης καὶ βεβαιότητος εἰς τὰς μεταπολεμικὰς κινήσεις κεφαλαίων θὰ ἐπεκράτουν αἱ ἔξισορροπητικαὶ ἐπιδράσεις καὶ θὰ ἤρχοντο εἰς δευτέραν μοῖραν αἱ διαταράσσουσαι τὴν ἴσορροπίαν ἐπιδράσεις. Λόγῳ ὅμως τοῦ ἐπικρατήσαντος κλίματος τῆς γενικῆς καὶ εἰδικῆς δυσπιστίας καὶ ἀβεβαιότητος ἡ παράγων τῆς κινήσεως κεφαλαίων, ίδίως κατὰ τὴν διάρκειαν τοῦ 1960 ἔξειλήθη ἐν τῷ συνόλῳ του εἰς κατ’ ἔξοχὴν παράγοντα διαταράξεως τῆς ἴσορροπίας. Τοῦτο δὲν εἶναι τὶ τὸ νέον. Κατὰ τὸ μεσοπόλεμον διάστημα, λόγῳ τῆς ἐπικρατήσεως παρομοίου κλίματος αἱ βραχυχρόνιοι κινήσεις κεφαλαίων ἀπὸ σταθεροποιητικοὺς είχον μεταβληθῆ ἐπίσης εἰς παράγοντας διαταράξεως τῆς σταθερότητος τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος.

’Αναφερόμενοι εἰς τὸ κλῖμα τῆς γενικῆς δυσπιστίας καὶ ἀβεβαιότητος θὰ ἔπρεπε νὰ τονίσωμεν ἐδῶ τὰ ἔξῆς :

Κατὰ τὴν διάρκειαν τοῦ 1960, ἡ ἀποδοχὴ τῆς μετατρεψιμότητος ὑπὸ τῶν κυριωτέρων ἐμπορικῶν χωρῶν, ἡ ἀπελευθέρωσις τῆς κινήσεως κεφαλαίων καὶ κυρίως ἡ αὔξησις τοῦ ὅγκου τῶν βραχυπροθέσμων κεφαλαίων καὶ ἡ δημιουργία τοῦ εὐρω-νομίσματος καὶ εἰδικώτερον τῆς ἀγορᾶς εὐρω-δολλαρίου συνετέλεσαν εἰς τεραστίαν ἀνάπτυξιν τῆς κινητικότητος τῶν κεφαλαίων. Παραλλήλως ὅμως τὸ κλῖμα τῆς ἐμπιστοσύνης καὶ βεβαιότητος κατὰ διαστήματα τόσον διὰ τὴν σταθερότητα τοῦ χρυσοῦ καὶ τῶν ἀποθεματικῶν νομισμάτων ὅσον καὶ διὰ τὰ ἄλλα νομίσματα μείζονος σημασίας ἔχειροτέρευσε σοβαρῶς.

’Αποτέλεσμα τούτου ὑπῆρξεν ἡ ἀγορὰ βραχυπροθέσμων κεφαλαίων νὰ λάβῃ κερδοσκοπικὸν κατὰ τὸ πλεῖστον χαρακτῆρα, ἡ δὲ κίνησις κεφαλαίων νὰ κατευθύνεται ἄλλοτε διατάξεων καὶ ἄλλοτε περισσότερον ἀπὸ τὴν κερδοσκοπίαν. Πολὺ συχνὰ ὁ κύριος παράγων τῆς κινήσεως κεφαλαίων δὲν εἶναι αἱ διαφοραὶ τοῦ τόκου ἀλλὰ τὰ κύματα κερδοσκοπίας τὰ ὅποια κατὰ καιρούς διγκοῦνται διὰ νὰ περιορισθοῦν προσωρινῶς καὶ κατόπιν νὰ δρασθοῦν ἀπειλητικῶς ἐκ νέου. ’Αποτέλεσμα τούτου ὑπῆρξαν αἱ γνωσταὶ φυγαὶ ἀπὸ τοῦ δολλαρίου καὶ τῆς στερλίνας καὶ ἡ μεγάλη ζήτησις χρυσοῦ, ὡς ἐπίσης καὶ ἡ μαζικὴ

φυγή κεφαλαίων ἀπό διαφόρους «ύπόπτους» διὰ ύποτιμησιν τῶν μείζονος ἀξίας νομισμάτων των χώρας (π.χ. γαλλικὸν φράγκον) καὶ ἡ μεγάλη ζήτησις μείζονος ἀξίας νομισμάτων (π.χ. γερμανικὸν μάρκον) ύπόπτων δι' ἀνατίμησιν. Ἡ κατάστασις αὐτὴ ἔχει καταστήσει τὰς κινήσεις κεφαλαίων εἰς τὸ ἔπαυρον παραλόγους καὶ τὰς μετέβαλεν εἰς κύριον παράγοντα διαταράξεως τῆς ἴσοροπίας τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος. Τὸ νομισματικὸν σύστημα κατόπιν τούτου κυριαρχεῖται ἀπό τὴν κερδοσκοπίαν, εἶναι κερδοσκοπικὸν καὶ οὐσιαστικῶς μετεβλήθη εἰς κανόνα κερδοσκόπων. Ὑπελογίσθη δτι μόνον μεταξὺ Σεπτεμβρίου καὶ Νοεμβρίου τοῦ 1968 ἡ Deutsche Bank ἡγόρασε περὶ τὰ \$ 4 δισεκατομμύρια προελθόντα κυρίως ἀπό 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 ὅμως μερικῶς εἰς Γαλλίαν καὶ M. Βρετανίαν, σημαντικὸν δὲ μέρος αὐτῶν συνέρρευσεν εἰς τὴν ἀγορὰν τοῦ Εὐρω-δολλαρίου.

Ἡ ἀγορὰ εὐρω-νομίσματος καὶ ίδιαιτέρως ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου ἀπέκτησε μεγάλην σημασίαν εἰς τὴν κίνησιν κεφαλαίων. Καὶ ναὶ μὲν κατὰ διαστήματα ἔπαιξεν ἔξισορροπητικὸν καὶ σταθεροποιητικὸν ρόλον εἰς τὸ διεθνὲς νομισματικὸν σύστημα, δύναται ὅμως νὰ ἀποβῇ λόγῳ τοῦ ἀσταθοῦς χαρακτήρος τῆς μοιραίας διὰ τοῦτο.

Συμφώνως πρὸς ὡρισμένους ὑπολογισμούς ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου φάνεται νὰ ἔχῃ φθάσει τὰ \$ 25 δισεκατομμύρια.

‘Ως γνωστὸν ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου συνίσταται εἰς κεφάλαια ἐκ περισσευμάτων δολλαρίων δημιουργηθέντα ύπὸ τῶν Εὐρωπαίων μέσω τοῦ διαρκοῦς ἡλλείμματος τοῦ ἀμερικανικοῦ ἴσοζυγίου πληρωμῶν. Εἰς ταῦτα κατὰ τὸ παρελθόν ἔτος προσετέθησαν σημαντικὰ ποσὰ δολλαρίων προελθόντα ἀπὸ φυγὴν κεφαλαίων ἀπὸ χώρας αἱ ὄποιαι ὑπέστησαν νομισματικὴν κρίσιν.

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

Μέχρι πρό τινος εἴχομεν γνωρίσει τὴν ἀγαθὴν πλευρὰν τῆς ἀγορᾶς εὐρω-δολλαρίου ἡ ὄποια ἐπέδρασε σταθεροποιητικῶς ἐπὶ τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος ἀπορροφήσασα μεγάλας ποσότητας κεφαλαίων εἰς δολλάρια, διοχετεύσασα ταῦτα εἰς κεντρικὰς τραπέζας ἔχούσας ἀνάγκην ἐνισχύσεως τῶν ἀποθεματικῶν των, ἡ πρὸς ἀμερικανικὰς ἐμπορικὰς τραπέζας πρὸς αὔξησιν τῆς ρευστότητός των ἡ πρὸς τοποθέτησιν εἰς ἀμερικανικὰ χρεώγραφα.

Εἰς τοῦτο συνέβαλον δύο τινά, ἀφ' ἐνὸς ἡ ἀπὸ τοῦ Μαρτίου 1968 σημειωθεῖσα βελτίωσις τῆς ἐμπιστοσύνης πρὸς τὸ δολλάριον, καὶ ἀφ' ἑτέρου οἱ ὑψηλοὶ τόκοι. Αὐτὸς ὅμως σημαίνει ὅτι χειροτέρευσις τοῦ κλίματος ἐμπιστοσύνης ἔναντι

τοῦ δολλαρίου καὶ μείωσις τῶν τόκων εἰς τὴν ἀγορὰν εὐρω-δολλαρίου θὰ ἡδύ-
νατο νὰ προκαλέσῃ νέαν δξεῖαν κρίσιν τοῦ δολλαρίου ὁδηγοῦσαν εἰς ἀναβίωσιν
τῆς ψυχώσεως χρυσοῦ – δολλαρίου καὶ τὴν κατάρρευσιν τοῦ παρόντος διεθνοῦς
νομισματικοῦ συστήματος. Ὡς ὅρθως παρετήρησε προσφάτως ὁ Πρόεδρος
τῆς Swiss National Bank, Edwin Stopper: «The eurodollar market is
the most fragile link in the international monetary system». Τὸν πρόπει
νὰ παραβλέπεται ὅτι τὸ εὐρω-νόμισμα καὶ εἰδικώτερον ἡ
ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου εἶναι ἡ δλιγχώτερον ἐλεγχομένη ἀγορὰ χρήματος
καὶ ἡ παρουσιάζουσα τὴν μεγαλυτέραν κινητικότητα τὴν ὅποιαν ἔγνω-
ρισε ποτὲ διάσπορος. Δεδομένου ὅτι ἡ ἀγορὰ αὕτη βασίζεται κυρίως ἐπὶ
τοῦ δολλαρίου τὸ πᾶν ἔξαρτᾶται ἀπὸ τὴν ἐμπιστοσύνην ἢ τὴν δυσπιστίαν ἡ
ὅποια θὰ ἐπικρατήσῃ εἰς τὸ μέλλον πρὸς τὸ δολλάριον. Εἳναι κατορθωθῆν
διατηρηθῆν ἡ ἐμπιστοσύνη ἡ ἀγορὰ εὐρω-δολλαρίου δὲν θὰ παρουσιάσῃ ἐπι-
κινδύνους ἐκπλήξεις. Αλλως πρόπει νὰ ἀναμένωμεν νέαν σοβαρὰν ἐπιδείνωσιν
τῆς διεθνοῦς νομισματικῆς καταστάσεως μὲ δλεθρίας συνεπείας διὰ τὸ διεθνὲς
νομισματικὸν σύστημα. Τοῦτο σημαίνει ὅτι ὑφίσταται ἔνας ἐπὶ πλέον σοβα-
ρώτατος λόγος διὰ τὴν καταβολὴν πάσης δυνατῆς προσπαθείας πρὸς διατή-
ρησιν ἀμειώτου τῆς ἐμπιστοσύνης πρὸς τὸ δολλάριον.

Ἐδῶ ὅμως ἔχομεν νὰ ἀντιμετωπίσωμεν εὐθὺς ἐξ ἀρχῆς ἓνα δυσμενῆ παρά-
γοντα τὴν πιθανὴν ἀναβίωσιν σημαντικοῦ ἐλλείμματος εἰς τὸ ίσοζύγιον πληρω-
μῶν τῆς Ἀμερικῆς, ἐὰν δὲ δώσωμεν πίστιν εἰς τὰς προσφάτους προβλέψεις
τοῦ Ἀμερικανοῦ Υπουργοῦ Εμπορίου Stans δὲν πρόπει νὰ εἴμεθα πολὺ αἰσιό-
δοξοί. Μία ἐπανεμφάνισις ἀμερικανικῶν ἐλλειμμάτων ἀνερχομένων εἰς δισε-
κατομμύρια δολλάρια εἶναι λίαν πιθανὸν νὰ θέσῃ εἰς κίνησιν τὰς κερδοσκοπικὰς
δυνάμεις τῆς ἀγορᾶς εὐρω-δολλαρίου ἐκ παραλλήλου δὲ καὶ τῆς ἀγορᾶς χρυσοῦ
μὲ ἀπροβλέπτους συνεπείας.

Ἐκτὸς ὅμως τῶν ἀνωτέρω ἡ ἀπό τινων ὅμως μηνῶν σημειωθεῖσα ἀλματώ-
δης προσφυγὴ τῶν ἀμερικανικῶν τραπεζῶν πρὸς τὴν ἀγορὰν εὐρω-δολλαρίου
διὰ ν' ἀντιμετωπίσουν τὸν ἐσωτερικὸν περιορισμὸν πιστώσεων κατόπιν τῆς
ἐφαρμογῆς τῆς πολιτικῆς ἀκριβοῦ χρήματος ὑπὸ τῶν H.P.A. πρὸς ἀντιμετώ-
πισιν τοῦ πληθωρισμοῦ ἐπροκάλεσε τεραστίαν ὑψωσιν τοῦ τόκου εἰς τὴν ἀγορὰν
αὐτὴν καὶ ἐδημιούργησε νέα σοβαρὰ προβλήματα εἰς τὴν διεθνῆ χρηματαγορὰν
μὲ ἐπικινδύνους ἐπιπτώσεις ἐπὶ τοῦ διεθνοῦς νομισματικοῦ συστήματος. Υπο-
λογίζεται ὅτι μέχρι σήμερον ἀπερρόφησαν περὶ τὰ \$ 10 δισεκατομμύρια ἀπὸ
τὰ κεφάλαια \$ 25 δισεκατομμυρίων τῆς ἀγορᾶς εὐρω-δολλαρίου.

Τοῦτο εἶχεν ως συνέπειαν τὰ ἔξης :

Πρῶτον : ἐπροκάλεσε σημαντικὴν ὑψωσιν τοῦ τραπεζικοῦ τόκου εἰς
Μεγ. Βρεταννίαν, Ολλανδίαν, Σουηδίαν, Δανίαν, Βέλγιον καὶ Γερμανίαν.
Εἶναι ἀληθές ὅτι τοῦτο ἀρχικῶς θὰ ἡδύνατο νὰ συμβάλῃ εἰς τὸν περιορισμὸν
τῶν πληθωρικῶν πιέσεων εἰς δρισμένας χώρας ἀπὸ τὸ ἄλλο μέρος ὅμως ἡ παρά-

τασις τῆς καταστάσεως αὐτῆς δὲν ἀποκλείεται νὰ ὁδηγήσῃ εἰς γενικωτέραν οἰκονομικὴν ἀνάσχεσιν. Κατόπιν τούτου αἱ Η.Π.Α. κατηγοροῦνται δτὶ διὰ τοῦ οἰκονομικοῦ των μεγέθους καὶ τῆς μὴ συνεργασίμου πολιτικῆς των εἰς μὲν τὸ παρελθόν ἔξηγαγον πληθωρισμὸν τώρα δὲ διοχετεύουν ἀντιπληθωρισμόν.

Δε εὑτερον : Διάφοροι εὐρωπαῖκαὶ χῶραι, ἐκτὸς τῆς Μεγ. Βρετανίας καὶ Γαλλίας, ὡς ἡ Ἰταλία, τὸ Βέλγιον καὶ ἡ Ὀλλανδία ἡναγκάσθησαν νὰ ἐπιβάλονται 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 ὄποια εἶχον ἀρχίσει νὰ διαρρέουν πρὸς τὴν ἀγορὰν εὐρω-δολλαρίου.

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

Ἡ μεγάλη ἀνάπτυξις τοῦ εὐρω-συναλλαγματος καὶ τῆς ἀγορᾶς δολλαρίου ἥζεις νὰ προσθέσῃ νέαν ἀπόδειξιν τῆς διεθνοῦς οἰκονομικῆς καὶ νομισματικῆς ἀλληλεξαρτήσεως ἡ ὄποια ὑφίσταται μεταξὺ ὅλων ἀνεξαιρέτως τῶν χωρῶν ἰδίως δὲ τῶν κυρίων βιομηχανικῶν χωρῶν.

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

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

Βασικὸς παράγων εἰς τὸ ὅλον θέμα εἶναι ἡ ἀποκατάστασις καὶ διατήρησις γενικῆς καὶ εἰδικῆς ἐμπιστοσύνης. "Οταν λέγω γενικὴ ἐμπιστοσύνη ἐννοῶ τὴν ἐμπιστοσύνην πρὸς τὰ ἀποθεματικὰ νομίσματα κυρίως τὸ δολλάριον 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 συναλλαγματος χρυσοῦ, πρᾶγμα τὸ ὄποιον 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 συμβάλῃ ἐξ ὅλου ἡ ἐνίσχυσις καὶ ἡ ἐπιτυχία τῶν δημοσιονομικῶν καὶ νομισματικῶν μέτρων τὰ ὄποια λαμβάνονται πρὸς καταπολέμησιν τῶν πληθωρικῶν πιέσεων καὶ τῶν ἀναπτυχθεισῶν διαφορῶν μεταξὺ κόστους καὶ τιμῶν εἰς τὰς Η.Π.Α. Μέχρι τῆς στιγμῆς παρὰ τὰς καταβληθείσας συντόνους προσπαθείας τὰ ἀποτελέσματα δὲν ὑπῆρξαν ίκανοποιητικά, ἐπειδὴ δὲ καὶ εἰς τὸ παρελθόν ἔξηγγέλθησαν ἀνάλογα μέτρα, χωρὶς οὖσιώδη ἐπιτεύγματα, ὁ κόσμος ἔξακολουθεῖ νὰ εἶναι ἐπιφυλακτικὸς ἔναντι αὐτῶν. Θὰ χρειασθῇ ὡς ἐκ τούτου μεγάλη ἀποφασιστικότης καὶ ἐπιμονὴ

έκ μέρους τῶν Η.Π.Α. εἰς τὴν ἐφαρμογὴν τῆς ἔξυγιαντικῆς της πολιτικῆς διὰ νὰ πεισθῇ ὁ κόσμος ὅτι αὗται ἔχουσαι ἐπίγνωσιν τοῦ ρόλου των ὡς παγκαστικούς οἰκονομικοῦ ἥγετου καὶ τοῦ φύλακος τοῦ διεθνοῦς 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 μειωθοῦν δὲ εἰς τὸ ἐλάχιστον οἱ ἐπικρεμάμενοι κίνδυνοι ἐκ τῆς ἀγορᾶς εὐρώ-δολλαρίου. Λίγαν ἐποικοδομητικαὶ ἐπὶ τοῦ θέματος αὐτοῦ ὑπῆρχαν αἱ πρόσφατοι δηλώσεις τοῦ Προέδρου Νίξον εἰς τὰς ὄποιας ἐπιδεικνύεις ἀξιοσημείωτον θέλησιν καὶ ἀποφασιστικότητα πρὸς ἀποτελεσματικὴν καταπολέμησιν τῶν πληθωρικῶν πιέσεων δι’ ὀργανικῶν μέτρων καὶ ὅχι διὰ ἐλέγχων.

Ἐκτὸς τῆς γενικωτέρας ἐμπιστοσύνης πρέπει νὰ ἔξασφαλισθῇ καὶ εἰδικωτέρᾳ ἐμπιστοσύνῃ πρὸς τὰ νομίσματα μείζονος σημασίας ἵνα ἔξαφανισθοῦν ἡ περιορισθοῦν εἰς τὸ ἐλάχιστον αἱ κερδοσκοπικαὶ κινήσεις κεφαλαίων καὶ καταστῆ ἡ διεθνὴς ἀγορὰ χρήματος σταθεροποιητικὸς παράγων τῶν ἰσοζυγίων πληρωμῶν. Τοῦτο σημαίνει ὅτι ἐπιβάλλεται ἡ ἀποδοχὴ ἐκ μέρους ὅλων τῶν χωρῶν, κυρίως ὅμως τῶν κυρίων βιομηχανικῶν χωρῶν, πολιτικῆς ἐσωτερικῆς καὶ ἔξωτερικῆς νομισματικῆς ἴσορροπίας καὶ ἡ ἔγκαιρος λῆψις ὃπ’ αὐτῶν μέτρων πρὸς ἀντιμετώπισιν διαταραχτικῶν παραγόντων. Τοῦτο ὅπως ἔχει τονισθῇ ἐπανειλημμένως εἶναι συχνὰ δυσχερές διότι ἔρχεται εἰς σύγκρουσιν μὲ τοὺς σκοποὺς τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως καὶ ἀναπτύξεως. Ἡ τέχνη συνίσταται ἀκριβῶς εἰς τὴν ἔξεύρεσιν τοῦ ἐκάστοτε ἀρίστου συνδυασμοῦ ὃ ὄποιος δὲν θὰ ἔθετε εἰς κίνδυνον οἰονδήποτε τῶν ἀνωτέρω σκοπῶν.

‘Η ἐφαρμογὴ πολιτικῆς οἰκονομικῆς καὶ νομισματικῆς σταθερότητος εἶναι ὁ βασικὸς παράγων δημιουργίας ἐμπιστοσύνης καταπολεμήσεως τῆς κερδοσκοπίας καὶ ματαιώσεως τῆς φυγῆς τῶν κεφαλαίων. ’Εφ’ ὅσον ὑπάρχει ἡ πεποιθησίς ὅτι δὲν κινδυνεύει ἡ σταθερότης τοῦ νομίσματος μιᾶς χώρας τὰ ἐλαττήρια τῆς ἔξασφαλίσεως καὶ κερδοσκοπίας ἐκείπονταν ἀφ’ ἔκυτῶν, ἐνῷ ἀντιθέτως ἡ ὑποψία ὅτι μία νομισματικὴ ἀνισορροπία εἶναι πιθανὸν νὰ ὀδηγήσῃ εἰς ὑποτίμησιν, δύναται νὰ προκαλέσῃ φυγὴν κεφαλαίων ὄδηγοῦσαν ἀναγκαστικῶς εἰς ὑποτίμησιν μὴ δικαιολογουμένην ἵσως ἐξ ὀργανικῶν λόγων.

‘Ἐάν δὲν ἐπιτευχθῇ νομισματικὴ πειθαρχία εἰς ἔθνικὸν καὶ διεθνὲς ἐπίπεδον καὶ γενικωτέρος συντονισμὸς καὶ ἐναρμόνισις τῆς πολιτικῆς δὲν πρέπει νὰ ἀναμένωμεν περιορισμὸν τῶν κυμάτων διεθνῶν κινήσεων κεφαλαίων, ἀτινα διαταράσσουν τὴν ἴσορροπίαν. Εἰς περίπτωσιν ὅμως ἐπικρατήσεως μεγαλυτέρας νομισματικῆς τάξεως, αἱ κινήσεις κεφαλαίων θὰ ἀποκτήσουν ἔνα περισσότερον ὀρθολογικὸν χαρακτῆρα καθ’ ὅσον θὰ ἀνταποκρίνονται κυρίως εἰς τὰς διαφορὰς τοῦ τόκου καὶ τῶν κερδῶν. Εἰς τὴν περίπτωσιν αὐτὴν αἱ κινήσεις βραχυπραθέσμων κεφαλαίων θὰ παίξουν τὸν ἔξισορροπητικὸν ρόλον των ὃ ὄποιος ὀδηγεῖ εἰς τὴν ἔξισωσιν τῶν ἐλλειμμάτων πλεονασμάτων ὅπότε θὰ ἥρκει ἡ

κατάλληλος πολιτική τόκου πρὸς διατήρησιν βραχυπροθέσμως τῆς ίσορροπίας τῶν ίσοζυγίων πληρωμῶν.

Τὰ ἀνωτέρω εἶναι οὐσιαστικῶς εὐχαὶ αἱ ὅποιαι ἔχουν ἐπαναληφθῆ κατὰ κόρον κατὰ τὴν τελευταίαν δεκαετίαν ἀπὸ διεθνεῖς ὁργανισμούς, τραπεζίτας καὶ θεωρητικοὺς χωρὶς μέχρι τοῦδε νὰ ἔχουν ἐφαρμοσθῆ ριζικώτεραι λύσεις. Ἐν τῷ μεταξύ διήλθομεν ἀπὸ ἐπανειλημμένας νομισματικὰς κρίσεις αἱ ὅποιαι κατέστη δυνατὸν νὰ ὑπερνικηθοῦν χάρις εἰς τὴν ὀλονὲν 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 παράσχῃ τὴν βεβαιότητα ὅτι παρομοία πολιτικὴ θὰ εἶναι εἰς θέσιν νὰ σώσῃ τὴν κατάστασιν καὶ εἰς τὸ μέλλον.

Πάντως εἰς τὸ πεδίον τῆς συνεργασίας τῶν ἔκδοτικῶν τραπεζῶν ἔχει σημειωθῆ ἀξιοσημείωτος πρόοδος, ιδίως διὰ τῆς ἀναπτύξεως τοῦ γνωστοῦ δικτύου "ἀμοιβαίων πιστωτικῶν διευκολύνσεων (Swaps) αἱ ὅποιαι ἔσωσαν ἐπανειλημμένως τὴν κατάστασιν κατὰ δὲ τὴν τελευταίαν περίοδον συνετέλεσαν εἰς τὴν ὑπερνίκησιν τῶν κρίσεων τῆς στερλίνας καὶ τοῦ γαλλικοῦ φράγκου. Ὡς γνωστὸν ἔκτος τῆς δικτύου Swap τῆς Federal Reserve ἐκ \\$ 10,5 δισεκατομμυρίων μὲ 14 Κεντρικὰς Τραπέζας καὶ τὴν B.I.S. ὡργανώθησαν 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 ὅποιαν 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 ἔξης λόγους : Πρῶτον, διότι αὕτη θὰ ἥδυνατο νὰ χαλαρώσῃ περισσότερον 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 ἐν μέρος δὲ μόνον ἔφθασαν εἰς τὰ ἀποθεματικά τῶν ἔκδοτικῶν τραπεζῶν.

Τελικῶς ἡ Ὀμάδας τῶν Δέκα κατέληξεν εἰς τὴν γνωστὴν ἀπόφασιν τοῦ Φεβρουαρίου 1969 καθ' ἥν «... 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».

‘Η απόφασις αύτη αποτελεῖ ούσιαστικήν συνέχισιν τῆς μέχρι τοῦδε ἀκολουθηθείσης πολιτικῆς. Μολονότι ἀναγνωρίζω τὰς δυσκολίας καὶ τοὺς κινδύνους τῆς υἱοθετήσεως ἐνὸς αὐτομάτου συστήματος ἐπιστροφῆς ἀπὸ τὸ ἄλλο μέρος ἡ ἐμμονὴ εἰς τὴν πολιτικὴν τῶν ad hoc ἀποφάσεων χωρὶς καμμίαν θεσμοποίησιν τοῦ συστήματος τῶν Swaps δὲν νομίζω ὅτι εἶναι ἀρκετὴ διὰ νὰ δημιουργήσῃ σταθερώτερον κλῖμα ἐμπιστοσύνης καὶ νὰ ἀποσοβήσῃ κύματα κερδοσκοπίας. Τοῦτο δὲ διότι εἶναι ἀναγκαῖον ὅπως ἡ κερδοσκοπία γνωρίζῃ ἐκ τῶν προτέρων ὅτι ύφισταται μηχανισμὸς ὁ διποῖος δὲν θὰ ἐπιτρέψῃ πραγματοποίησιν τῶν φόβων ἢ τῶν προσδοκιῶν της. Ός ἐκ τούτου θὰ ἔπρεπε τὸ δίκτυον τῶν ἐσωτερικῶν πιστωτικῶν διευκολύνσεων νὰ λάβῃ πλέον συστηματικὴν μορφὴν ἐντὸς τῶν πλαισίων τῆς Bank of International Settlements ὅπως συνέρχωνται εἰς τὴν ἀρχὴν ἐκάστου μηνὸς οἱ διοικηταὶ τῶν κυρίων Κεντρικῶν Τραπέζων καὶ ἀσχολοῦνται μὲ τὰ τρέχοντα θέματα τῶν διεθνῶν πληρωμῶν. Ό θεσμὸς αὐτὸς ὑπῆρξε σωτήριος διότι αἱ συναντήσεις αὐταὶ θεωροῦνται ὡς συνήθεις συνεργασίαι μὴ ἔξαπτουσαι ἐκάστοτε τὴν εὐφάνταστον κερδοσκοπίαν.

‘Ἐν σχέσει πρὸς τὸ θέμα τοῦτο θεώρω σκόπιμον νὰ προσθέσω ὅτι εἰς ἣν περίπτωσιν ἐγίνετο τὸ ὑπὸ ἐμοῦ προταθὲν σχέδιον ἐνὸς συγκεντρωτικοῦ πολυνομισματικοῦ κανόνος, ἡ ἐπιστροφὴ τῶν κερδοσκοπικῶν κεφαλαίων ἐγίνετο αὐτομάτως ὑπὸ τοῦ I.M.F.

Συγκεκριμένως εἰς τὴν μελέτην μου αὕτην δημοσιευθεῖσαν τὸ 1965 ἀνέφερον τὰ ἔξῆς :⁽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, Idern, The Problem of International Monetary Liquidity, Athens 1961, σελ. 11.