

# Η ΕΜΜΕΣΟΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ\*

Υπό ΣΤΑΥΡΟΥ Β. ΡΟΥΣΣΕΑ  
Καθηγητοῦ τῆς Οἰκονομικῆς εἰς τὸ Κολλέγιον Bard τῶν Η.Π.Α.

## I

Κατὰ τὸν κ. Lawrence Ritter ἡ ἀποστολὴ τῶν κεντρικῶν Τραπεζῶν ἀναφέρεται εἰς δύο ταυτοχρόνως ἀντικειμενικοὺς σκοποὺς: τὴν διατήρησιν βραχυχρονίου οἰκονομικῆς σταθερότητος καὶ τὴν χορήγησιν τῶν ἀναγκαίων χρηματικῶν μέσων πρὸς ἐπίτευξιν πραγματικῆς οἰκονομικῆς προόδου.

Εἰς περιόδους βραχυχρονίων πληθωρικῶν πιέσεων πρὸς ἀποσόβησιν τῆς ἐντάσεως τῶν πληθωρικῶν πιέσεων καὶ τῆς ἐξελίξεώς των εἰς ἐκτεταμένον πληθωρισμόν, ἡ κεντρικὴ Τράπεζα θὰ ἔπρεπε νὰ περιορίσῃ τὴν προσφορὰν χρήματος, ἐνῶ ἀντιθέτως, διὰ τοὺς σκοποὺς 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 ταῦτῳ εἰς κίνδυνον τὴν πραγματικὴν ἀνάπτυξιν τῆς οἰκονομίας. Μία δυνατὴ ἐξοδος ἀπὸ τὸ ἀνωτέρω δίλημμα κατὰ τὴν ἀποψιν τοῦ κ. Ritter, εἶναι ἡ διατήρησις σταθερᾶς τῆς ἀπολύτου προσφορᾶς τοῦ χρήματος μετὰ παράλληλον αὐξήσιν τῆς ἀναγκαιούσης διὰ τοὺς σκοποὺς 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 ταμιακὰ διαθέσιμα, ἡ ἐπιδιωκομένη αὐξήσις τοῦ ἀκαθαρίστου ἐθνικοῦ προϊόντος εἶναι δυνατὸν νὰ ἐπιτευχθῇ μετὰ σταθερὰν προσφορὰν χρήματος καὶ μεγαλυτέραν ταχύτητα κυκλοφορίας τοῦ χρήματος. Κατὰ τὸν τρόπον αὐτὸν περικόπτονται μερικαὶ δαπάναι, διατηρεῖται ἀτμοσφαῖρα νομισματικοῦ περιορισμοῦ καὶ

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

αί νομισματικά άρχαί είναι εις θέσιν νά επανακτήσουν την ικανότητα παρακολούθησεως των κινήσεων τής άγοράς».

‘Η διατήρησις σταθεράς τής προσφοράς του χρήματος είναι δμολογουμένως ιδεατή περίπτωσης. ‘Ως εκ τούτου ο κ. Ritter προσθέτει (σελ. 128) (1).

Είς την πράξιν όμως είναι πιθανόν ότι θα λάβουν ταυτοχρόνως χώραν μερικαί αύξήσεις τής προσφοράς χρήματος, δεδομένου ότι ή τεχνική του περιορισμού του χρηματικού αποθέματος λαμβάνει συνήθως την μορφήν επιβραδύνσεως των αύξήσεων τής προσφοράς χρήματος εν σχέσει με τας αύξήσεις αί όποιαί θα έλάμβανον κατ’ άλλον τρόπον χώραν παρά την μορφήν τής επιβολής άπολύτων φραγμών κατά πάσης αύξήσεως τής προσφοράς του χρήματος. Ούτω, τό πρόβλημα περιορίζεται εις την σχετικήν αύξησιν τής προσφοράς χρήματος εν συγκρίσει πρòς την αύξησιν τής ταχύτητος τής κυκλοφορίας του χρήματος.

Αί μεταβολαί τής ταχύτητος τής χρηματικής κυκλοφορίας εν πάση περιπτώσει καθιστούν την κεντρικήν Τράπεζαν ικανήν «πρòς εφαρμογήν καθεστώτος μεγαλύτερου νομισματικού περιορισμού από εκείνο τό όποιον θα ήδύνατο νά διακινδυνεύσει κατ’ άλλον τρόπον», δια τής δημιουργίας εις χείρας τής Τραπεζής μιās ασφαλιστικής δικλειδός, εναντίον των παρά την θέλησίν της υπερβολικών αύξήσεων τής ποσότητος του χρήματος, ακριβòς όπως άσκει την αυτήν λειτουργίαν ο προεξοφλητικός τόκος εναντι των επιδράσεων τής πολιτικής και άνοικτής άγοράς επί των αποθεμάτων τής Τραπεζής. ‘Η ενεργοποίησις έξ άλλου των άδρανών ταμιακών διαθεσίμων (δηλαδή ή αύξησις τής ταχύτητος τής χρηματικής κυκλοφορίας) υπό συνθήκας νομισματικής στενότητος παρέχει κατ’ ανεξάρτητον τρόπον τά μέσα πρòς κάλυψιν των εκ τής προόδου τής οικονομίας δημιουργουμένων ανάγκων εις χρηματικά μέσα.

Κατά τον τρόπον αυτόν, κατά την γνώμην του κ. Ritter αίρεται καταλλήλως τό παράδοξον δια τής επιτεύξεως εν τέλει του καλύτερου δυνατού έφοδιασμού τής οικονομίας δι’ έπαρκών χρηματικών μέσων χωρίς κίνδυνον πληθωρισμού.

Κατά τά φαινόμενα λοιπόν αί λειτουργίαί του οικονομικού συστήματος έχουν μιάν άπροσδόκητον ελαστικότητα, ή όποία επιτρέπει εις τό σύστημα την δια συνεχούς αυτοδιορθώσεως προσέγγισίν του εις την optimum γωνίαν κλίσεως.

## II

Πριν επιχειρηθή κριτική ανάλυσις και στάθμισις τής άληθείας των άνωτέρω προβαλλομένων υπέρ τής άπόψεως του κ. Ritter επιχειρημάτων, πρòς διευκλυσιν τής έρεύνης, θα επιδιωχθή νά προσαρμοσθή ή ανάλυσις εις ένα περισσότερο θεωρητικόν και κάπως μαθηματικόν πλαίσιον. Τά επιχειρήματα του κ. Ritter θα διατυπωθòσιν εκ νέου κατά τρόπον ώστε αί μεταβολαί τής ταχύτητος τής κυκλο-

1) ‘Ιδε L. S. Ritter : «Income, Velocity and Monetary Policy». American Economic Review, March, 1959, pp. 120—1929.

φορίας να εμφανισθούν με τὰ αντίστοιχὰ των χρηματικὰ μεγέθη καὶ θὰ προστεθῆ ἡ «ἐμμέσος» προσφορὰ χρήματος εἰς τὴν «ἄμεσον», ἢ ὁποῖα συνήθως λέγεται ἀπλῶς προσφορὰ χρήματος. Ἐκ τῆς προσθήκης ταύτης προκύπτει ἕνα μέγεθος τὸ ὁποῖον εἶναι δυνατόν νὰ ὀνομασθῆ συνολικὴ ἢ «ἐνεργὸς» ἢ προσφορὰ χρήματος. Οἱ κατωτέρω παρατιθέμενοι ὑπολογισμοὶ τῶν ἐτησίων ποσοστῶν μεταβολῆς τῆς προσφορᾶς χρήματος ἀναφέρονται εἰς τὴν τελευταίαν ταύτην ἔννοιαν.

Νομίζω ὅτι με τὴν τεχνικὴν ταύτην εἶναι δυνατόν νὰ εμφανισθοῦν 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 ἀυξήσεις τοῦ ἀκαθαρίστου χρηματικοῦ ἐθνικοῦ προϊόντος δύνανται νὰ παρασταθοῦν διὰ τῆς ἐξίσωσως :

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

Ὅπου τὸ  $Y$  εἶναι τὸ ἐθνικὸν προϊόν, τὸ  $M$  προσφορὰ χρήματος, καὶ τὸ  $V$  ταχύτης τῆς κυκλοφορίας. Ἡ ἐξίσωσις αὕτη δυνατόν νὰ διατυπωθῆ ἐπίσης ὑπὸ τὴν μορφήν (2).

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

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

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

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 περιοδὸν—θάσιν 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 λάβῃ τὸ  $V$  ὑπὸ δεδομένον θεσμολογικὸν πλαίσιον καὶ ἀποκλειομένου τοῦ ἐκτεταμένου πληθωρισμοῦ ἢ ὑπερπληθωρισμοῦ.

Πολλαπλασιάζοντες ἀμφότερα τὰ μέλη τῆς ἐξίσωσως (3) διὰ  $V_0$  λαμβάνομεν τὴν ἐξίσωσιν :

$$\begin{aligned} \Delta M_i V_0 &= [M_0 (\Delta V / V_0)] V_0 \\ &= \Delta V M_0 \end{aligned} \quad (4)$$

Χρησιμοποιοῦντες τὴν ἀνωτέρω εἰσαχθεῖσαν ἔννοιαν τῆς ἐμμέσου προσφορᾶς

2) Ἡ ἐξαγωγή τῆς ἐξίσωσως 2 εἶναι πολὺ ἀπλῆ

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

χρήματος δυνάμεθα νὰ γράψωμεν ἐκ νέου τὴν ἐξίσωσιν (2) ὑπὸ τὴν μορφήν:

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

ὅπου  $\Delta M_d = \eta$  αὐξησις τῆς ἀπολύτου ἢ ἀμέσου προσφορᾶς χρήματος.

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

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

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

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

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

Ἀπὸ τὰς ἐξισώσεις (6) καὶ (7) προκύπτει ὅτι  $\Delta M \bar{V}$  καὶ  $\Delta M_i V_0$  εἶναι δύο λογικῶς (3) ἰσοδύναμοι τρόποι ὑπολογισμοῦ τοῦ αὐτοῦ μεγέθους δηλαδή μιᾶς δεδομένης αὐξήσεως τοῦ ἀκαθαρίστου χρηματικῆς ἐθνικοῦ προϊόντος (4).

Ἡ κατάστασις τὴν ὁποίαν ἀπεικονίζει ἡ ἐξίσωσις (6) εἶναι φαινομενικῶς δλιγώτερον συνήθης ἢ τουλάχιστον θὰ ἔπρεπε νὰ εἶναι δλιγώτερον 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 οικονομικὴν πρόδοον διὰ τῆς αὐξήσεως τῆς ἐμμέσου προσφορᾶς χρήματος. Ὅπως ὁμως εἶδομεν ἀνωτέρω ἡ «τεχνικὴ τοῦ περιορισμοῦ τοῦ χρηματικῆς ἀποθέματος συνήθως λαμβάνει τὴν μορφήν τῆς πραγματοποιήσεως μικροτέρων αὐξήσεων τῆς προσφορᾶς χρήματος ἀπὸ τὰς αὐξήσεις αἱ ὁποῖαι θὰ ἐλάμβανον κατ' ἄλλον τρόπον χώραν, παρὰ τὴν μορφήν τῆς ἐπιβολῆς ἀπολύτων φραγμῶν κατὰ πάσης αὐξήσεως τῆς προσφορᾶς χρήματος», εἶναι δὲ εὐλογον νὰ ἀναμένονται ὡς δυνατὰ αἱ συνθήκαι τῆς ταυτοχρόνου 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 ἣ ὁποία διήρκεσεν ἀπὸ τὸ δεύτερον τρίμηνον τοῦ ἔτους 1951 μέχρι τὸ δεύτερον τρίμηνον τοῦ ἔτους 1953, παρατηροῦ-

3) Εἰς τὴν πρᾶξιν φυσικὰ αἱ κοινωνικὰ καὶ αἱ οικονομικὰ 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 εἴπωμεν 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 καταστή σαφές ὅτι αἱ ἀνωτέρω σχέσεις προκύπτουν ἐξ ὀρισμοῦ ἀπορρέουσαι ἀπὸ τὴν ταυτότητα  $\Gamma = MV$ .

μεν ότι το ακαθάριστον χρηματικόν (έθνικόν) προϊόν ηυξήθη από 329,3 εις δολ. 366,3 δηλαδή κατά δολ. 37 δισεκατομμύρια δολλάρια. Κατά την περίοδον ταύτην ή προσφορά χρήματος ηυξήθη κατά \$ 10,6 δισεκατομμύρια δολλάρια ήτοι από \$ 115,7 εις δολ. 126,3, εις την προσφοράν χρήματος διδομένου του συνήθους όρισμοϋ τόν όποτον δέχεται και ο κ. Ritter καθ' όν προσφορά χρήματος είναι ή ποσότης του έκτος των Τραπεζών κυκλοφορούντος χρήματος σϋν την ζήτησιν καταθέσεων όψεως.

Η περίοδος αύτη δέν είναι δυνατόν να χαρακτηρισθῆ ως περίοδος στενότητος του χρήματος άν και ή αύξησης τῆς εισοδηματικῆς ταχύτητος κυκλοφορίας του χρήματος από 2.846 εις 2.900, όπως θά έπρεπε να αναμένεται, ύπῆρξε μικρά άνελθοϋσα εις τό πολϋ μέτριον ποσοστόν 1,9 τοις έκατόν έν σχέσει με την αύξησης τῆς άμέσου προσφοράς χρήματος.

Όυτως ο πληθωρισμός τῆς περιόδου 1951 - 1953 πλησιάζει προς την δλιγώτερον έπιθυμητήν περίπτωση τῆς εξίσωσης (6) και ως έκ τούτου δέν αποτελεί κριτήριο τῆς κυρίας θέσεως. Η έμμεσος προσφορά χρήματος κατά την άνωτέρω περίοδον ηυξήθη κατά \$ 115,7 X 0,019 ή κατά \$ 2,2 δισεκατομμύρια δολλάρια δηλαδή κατά ένα μικρόν ποσόν έν συγκρίσει προς την κατά \$ 10,6 δισεκατομμύρια δολλάρια αύξησιν τῆς άμέσου προσφοράς χρήματος. Αί πραγματικά μεταβολαί τῆς περιόδου ταύτης δύνανται να άπεικονισθοϋν συνοπτικώς δια τῆς αντίκαταστάσεως των συμβόλων εις την εξίσωσιν (5) δια των καταλλήλων αριθμών δετε προκύπτει ή εξίσωσις:

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

Προς εξήγησιν τῆς προελεύσεως του μεγέθους τῆς αύξήσεως του ακαθαρίστου χρηματικοϋ προϊόντος κατά \$ 37 δισεκατομμύρια δολλάρια πρέπει προφανώς να κατανοηθῆ ότι ή εισοδηματική ταχύτης τῆς κυκλοφορίας τῆς έπομένης περιόδου προστίθεται εις την αύξησιν τῆς άμέσου προσφοράς χρήματος. ΔΜ<sub>α</sub>. Εις τό έξαχόμενον πρέπει να προστεθῆ επίσης ή έμμεσος προσφορά χρήματος χρησιμοποιουμένων των αριθμών τῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας τῆς περιόδου—θάσεως δεδομένου ότι τό ΔΜ<sub>ι</sub> V<sub>ο</sub> δύνανται να μητῆ εις την θέσιν του ΔΜ<sub>α</sub> εις την άρχικήν του τιμήν τῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας δια να φθάσωμεν εις την δεδομένην αύξησιν του ακαθαρίστου έθνικοϋ προϊόντος.

Η περίοδος 1955 - 57 αντίστοιχεί περισσότερο εις την ιδεατήν περίπτωση και συνεπώς είναι περισσότερο διαφωτιστική. Από τό πρώτον τρίμηνον του 1955 μέχρι τό τρίτον τρίμηνον του 1957 τό ακαθάριστον χρηματικόν προϊόν ηυξήθη από \$ 379.0 εις \$ 445,6 δισεκατομμύρια δολλάρια δηλαδή κατά 66 δισεκατομμύρια δολλάρια. Έν συγκρίσει προς την περίοδον 1951 - 53 ή άμμεσος προσφορά χρήματος ηυξήθη κατά τό σημαντικώς μικρότερον ποσόν των \$ 3.6 δισεκατομμυρίων δολλαρίων, δηλαδή από \$ 131.3 εις \$ 134.9 δισεκατομμύρια δολλάρια και χωρίς να είναι τούτο έκπληκτικόν ή ταχύτης τῆς χρηματικής κυκλοφορίας ηυξήθη κατά 14.4 τοις έκατόν ήτοι από 2.887 εις 3.303. Ως έκ τούτου ή έμμεσος προσφορά χρήματος ηυξήθη κατά \$ 18.9 δισεκατομμύρια δολλάρια.

μύρια δολάρια. Ἡ σχετική μὲ τὴν περίπτωσιν ταύτην ἐξίσωσις εἶναι :

$$\text{\$ } 66.6 = \text{\$ } 3.6 (3.303) - \text{\$ } 18.9 (2\ 887) \quad (9)$$

Ἐκ τῆς συγκρίσεως τῶν ἐξισώσεων (8) καὶ (9) προκύπτει ὅτι εἰς τὴν περίπτωσιν τῆς ἐξισώσεως (9) ἡ αὐξήσις τῆς ἐμμέσου προσφορᾶς χρήματος εἶναι καταφανῶς πολὺ σημαντικώτερα ἀπὸ τὰς μεταβολὰς τῆς ἀμέσου προσφορᾶς εἰς δὲ τὴν περίπτωσιν τῆς ἐξισώσεως (8) ἀντιστρόφως.

Ἀκόμη ἐγγυτέρως εἰς τὸ πρότυπον τοῦ κ. Ritter εἶναι ἡ περίοδος ἀπὸ τὸ δεύτερον τρίμηνον τοῦ 1956 μέχρι τὸ τρίτον τρίμηνον τοῦ 1957 ὅτε εἰς τὴν πρᾶξιν ἐφηρμόσθη ὑπὸ τῆς κεντρικῆς Τραπεζῆς πολιτικὴ «περιορισμένου χρήματος» (Tight money Policy). Ἡ ἄμεσος προσφορὰ χρήματος κατὰ τὴν στενὴν ἀνωτέρω περίοδον ἠϋξήθη κατὰ ἓνα ὀνομαστικὸν ποσὸν μάλισ  $\text{\$ } 0.9$  δισεκατομμυρίων δολ., δηλαδὴ ἀπὸ  $\text{\$ } 134$  εἰς  $134.9$ . Ὡς ἐκ τούτου ἡ περίοδος αὕτη ὁμοιάζει περισσότερον μὲ τὸ πρότυπον πολιτικῆς τὸ ὁποῖον παριστᾷ ἡ ἐξίσωσις (7) διότι δι' ὅλους τοὺς πρακτικοὺς σκοποὺς τὸ  $M_d$  δύναται νὰ θεωρηθῆ σταθερόν. Τὸ ἀκαθάριστον ἔθνικὸν προϊόν κατὰ τὴν στενωτέραν ταύτην περίοδον ἠϋξήθη κατὰ 8.5 τοῖς ἑκατὸν δηλαδὴ ἀπὸ 410.8 δολ. εἰς 445.6 δισεκατομμύρια δολ. καὶ ἡ ταχύτης τῆς κυκλοφορίας κατὰ 7.7 τοῖς ἑκατὸν δηλαδὴ ἀπὸ 3.066 εἰς 3.303 ἦτοι μὲ ἄλλας λέξεις εἰς χρονικὸν διάστημα κατὰ τι μεγαλύτερον τοῦ ἔτους ἢ ἔμμεσος προσφορὰ τοῦ χρήματος ἠϋξήθη κατὰ  $\text{\$ } 10.3$  δισεκατομμύρια δολάρια. Ἡ ἐξίσωσις μας λαμβάνει τὴν μορφήν :

$$\text{\$ } 34.8 = \text{\$ } 0.9 (3.303) - \text{\$ } 10.3 (3.066) \quad (10)$$

#### IV

Αἱ τρεῖς ἀναλυθεῖσαι ἀνωτέρω περίοδοι εἶναι δυνατόν νὰ ἐρευνηθοῦν συνοπτικῶς διὰ τῆς εἰσαγωγῆς τοῦ ἐπομένου ὀρισμοῦ τῆς συνολικῆς ἢ «ἐνεργοῦ» προσφορᾶς χρήματος :

$$\Delta M_e = \Delta M_d + \Delta M_i \quad (11)$$

Ἐπί πάλιν I παρέχει τὰ ἀναγκαῖα στοιχεῖα διὰ τὴν ἀνακεφαλαίωτικὴν μορφήν <sup>(5)</sup> τῆς ἀναλύσεως.

5) Ἡ ἀποτελεσματικὴ προσφορὰ 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  $V = .054$  μᾶς δίδει  $\cdot 005$  τὸ ὁποῖον ἀφαιροῦμεν ἀπὸ τὸ  $\cdot 054$  καὶ μᾶς δίδει τὸ μέγεθος ( $\cdot 049$ ). Προσθέτομεν τὸ  $\cdot 049$  εἰς τὸ  $V_0$ , ὅπερ=μὲ 2.846 καὶ προκύπτει ἡ σταθμισμένη τιμὴ τοῦ  $V$  ἦτοι 2.895. Ἡ ἐξίσωσις  $\Delta Y = \Delta M_e \cdot V_w$  γίνεται  $\text{\$ } 37 = \text{\$ } 12.8 (2.895)$ . Ὅμοίως διὰ τὰς ὑπολοίπους δύο περιόδους ἢ σταθμισμένην τιμὴν τοῦ  $V$  εἶναι 2.954 καὶ 3.085 ἀντιστοίχως.

## Π Ι Ν Α Ξ Ι

(Είς δισεκατομμύρια δολλάρια)

	2ον τριμ.—1951 μέχρι 3ον τριμ.—1953	1ον τριμ.—1955 μέχρι 3ον τριμ.—1957	2ον τριμ.—1956 μέχρι 3ον τριμ.—1957
$\Delta M_d$	\$ 10.6	\$ 3.6	\$ 0.9
$\Delta M_i$	\$ 2.2	\$ 18.9	\$ 10.3
$\Delta M_c$	\$ 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 δηλαδή τὴν περίοδον 1951-1953 ἡ ἐνεργὸς προσφορὰ χρήματος (= ἡ ἄμεσος + ἡ ἔμμεσος προσφορὰ) ἠϋξήθη μὲ ἐτήσιον ρυθμὸν \$ 5.7 δισεκατομμυρίων δολλαρίων. 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 δισεκατομμύρια δολλάρια. Ὅταν ληφθῇ ὑπ' ὄψιν ὅτι αἱ μεταξὺ τῶν ἐτῶν 1955 καὶ 1957 περίοδοι εἶναι αἱ εὐνοϊκώτεραι διὰ τὴν ἐρευνωμένην «θέσιν» θὰ ἦτο δυνατόν νὰ ἐξαχθῇ ἐπιπολαιῶς τὸ συμπέρασμα ὅτι τὸ ὀλιγώτερον ἐπιθυμητὸν πρότυπον ἀντιπροσωπεύει τὴν συνηθεστέραν ἐξέλιξιν εἰς τὴν πρᾶξιν, δηλαδή ὅτι διὰ τῆς αὐξήσεως τῆς ἀμέσου προσφορᾶς τοῦ χρήματος διὰ τοὺς σκοποὺς τῆς προόδου ἴσως αἱ πληθωρικαὶ 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 σταθερὸν ὅπως ἔγινε κατὰ τὴν περίοδον 1956-1957, τὸ τελικὸν ἀποτέλεσμα θὰ εἶναι ἴσως μία ἀκόμη μεγαλύτερα αὐξήσις τῶν χρηματικῶν μέσων λόγῳ τῆς ἐπιταχύνσεως τῆς δαπάνης καὶ τῆς αὐξήσεως τοῦ δανεισμοῦ συνεπεία τῶν προβλέψεων περὶ τῶν ἐνεργειῶν τῆς Τραπεζῆς· αἱ ὁποῖαι καθ' ἑαυτὰς τείνουν νὰ ἐπιθεδαιώσουν καὶ ἐπιτείνουν τὰς ἐπιχειρηματικὰς προβλέψεις ὡς πρὸς τὴν πορείαν τῆς οἰκονομίας.

Ὡς ἀποτέλεσμα τῶν ἀνωτέρω δυνατῶν ἢ αὐξήσεως τοῦ  $V$  νὰ εἶναι πολὺ ταχύτερα παρέχοντα τὰ μέσα μίᾳς ἀκόμη ταχύτερας αὐξήσεως τῆς συνολικῆς προσφορᾶς διὰ μέσου τοῦ  $M_i$  ἀπὸ ὅ,τι θὰ ἐπαυγαχάνετο μὲ μίαν ὄχι 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 ἀκαθάριστου χρηματικοῦ προϊόντος προφανῶς εἶναι ἀνγκαζιὸν νὰ αὐξηθῇ εἴτε τὸ  $M$  εἴτε τὸ  $V$  εἴτε ἀμφότερα. Ἐὰν ὑπάρχουν ἔντονοι πληθωρικαὶ πιέσεις εἶναι πολὺ ὀλιγώτερον ἐπικίνδυνον νὰ ἐπιδιωχθῇ ἡ αὐξήσις τοῦ ἀκαθάριστου ἐθνικοῦ προϊόντος κυρίως διὰ μέσου τῆς αὐξήσεως τῆς ταχύτητος τῆς χρη-

ματικῆς κυκλοφορίας  $V$  παρὰ διὰ μέσου τῆς αὐξήσεως τοῦ  $M$  δηλαδή τῆς προσφορᾶς χρήματος. Ἡ αὐξησις τοῦ ἀκαθαρίστου ἐθνικοῦ προϊόντος διὰ μέσου τῆς αὐξήσεως τῆς ταχύτητος τῆς χρηματικῆς κυκλοφορίας θέτει εἰς ἐνέργειαν παράγοντας αὐτοπεριορισμοῦ οἱ ἑποιοὶ καθίστουν ἀπίθανον τὸ ὅτι ὁ πληθωρισμὸς θὰ ἐκφύγη τοῦ ἐλέγχου ἐνῶ ἡ ἐπιλογή τῆς ἄλλης δυνατῆς ὁδοῦ δηλαδή 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. Ἐπάρχει μία αὐτοτελὴς δυνατότης καθ' ἣν μεγαλύτερα αὐξησις τῆς ἀπολύτου ἢ ἀμέσου προσφορᾶς χρήματος ἀπὸ τὴν ἐπιθυμητὴν ὑπὸ τῆς κεντρικῆς Τραπεζῆς, δυνατὸν νὰ ἀποδειχθῇ μακροχρονίως ὀλιγώτερον πληθωρικῆ.

Ἐν πάσῃ περιπτώσει μία αὐξησις τῆς ἀποτελεσματικῆς προσφορᾶς τοῦ χρήματος μὲ ἐτήσιον ρυθμὸν \$ 9 δισεκατομμυρίων ὑπερβαίνει θεαίως 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 προόδον. Ἀπειναντίως τὸ πιθανώτερον εἶναι ὅτι εἰς τὴν πραγματικότητα θὰ συμβῇ ἀκριβῶς τὸ ἀντίθετον. Ἡ ταχύτης καὶ ἡ ἔκτασις τῶν μεταβολῶν τοῦ  $V$  ἐξαρτᾶται: ἀπὸ τὴν ἀσκουμένην 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 διαθεσίμων (π.χ. τὸν ὄγκον τῶν μὴ διανεμηθέντων κερδῶν εἰς τοὺς βιομηχανικοὺς κλάδους), ἀπὸ τὴν κατανομὴν τῆς ἰσχύος εἰς τὴν οἰκονομίαν, ἀπὸ τὰς προβλέψεις δι' ὀλίγηρον γενικῶς τὴν οἰκονομίαν καὶ τὰς ἐνεργείας τῆς κεντρικῆς Τραπεζῆς ἰδιαίτερος, ἀπὸ τὰς προσδοκώμενας ἐνεργείας τῆς δημοσποδιακῆς κυβερνήσεως, καὶ οὕτω καθ' ἑξῆς. Αὐτόματοι μεταβολαὶ τοῦ  $V$  θὰ λάβουν θεαίως χώραν εἰς τὴν πραγματικότητα. Εἶναι ἐπίσης πιθανὸν ὅτι θὰ λάβουν χώραν μεταβολαὶ τοῦ  $V$  συνεπεῖα μεταβολῆς ἄλλων παραγόντων καὶ μεγεθῶν. Εἶναι ὅμως 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 διαφυλακισσομένων ὑπὸ τῶν Τραπεζικῶν καὶ μὴ Τραπεζικῶν πιστωτικῶν Ἰδρυμάτων). Ἡ ἐπίτευξις τοῦ optimum ρυθμοῦ τῆς οἰκονομικῆς προόδου ὑπὸ συνθήκας σχετικῆς σταθερότητος διὰ μέσου αὐτομάτων καὶ ἄνευ ἐλέγχου μεταβολῶν τοῦ  $V$  εἶναι ἀπίθανος.

Τέλος, ὑπάρχει καὶ χρήζει ἀναλύσεως τὸ ἐπιχειρήμα ὅτι εἶναι ὀλιγώτερον πιθανὸν νὰ ἐκφύγουν τοῦ ἐλέγχου πληθωρισμοὶ χρηματοδοτούμενοι διὰ μεταβο-



λῶν τοῦ  $M_1$  περισσότερο παρά διὰ μεταβολῶν τοῦ  $\Delta M_d$  (ἴδε τὸ ἀνωτέρω χωρίον). Ὁ προβαλλόμενος σχετικὸς λόγος εἶναι ὅτι αἱ μεταβολαὶ τῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας δὲν εἶναι δυνατόν νὰ ἐξακολουθήσουν ἐπ' ἄπειρον καὶ ὅτι κατ' ἀνάγκην θὰ ὑπάρξῃ μία ἀσυμπτωτική προσέγγισις εἰς τὴν καμπύλην τόκου—ταχύτητος κυκλοφορίας. Τὸ ἐπιχειρήμα τοῦτο λέγει τὰ ἑξῆς: ἄπαξ τὰ ἀδρανῆ χρηματικά διαθέσιμα φθάσουν τὸ minimum ἐπίπεδόν των θὰ ἀρχίσῃ ἡ ἐπιβολὴ γενικῶν πιστωτικῶν ἐλέγχων καὶ συνεπῶς εἶναι ὀλιγώτερον πιθανόν νὰ καταστῇ σφοδρὸς ὁ πληθωρισμὸς, μὲ ἀποτέλεσμα νὰ συγκρατηθῇ ἐντὸς πολιτικῶς ἀνεκτῶν ὀρίων. Τὸ ἀνωτέρω ἐπιχειρήμα εἶναι ἐξαπατητικὸν μὲ κάποιον βαθμὸν ἀληθείας ὅπως φαίνεται ἀπὸ τὴν σχετικὴν ἡπιότητα τῶν μεταπολεμικῶν κυκλικῶν διακυμάνσεων.

Θὰ ἔπρεπε ὅμως εἰς τὰς σχετικὰς συγκρίσεις τῶν διακυμάνσεων νὰ ληφθοῦν ὑπ' ὄψιν αἱ συνέπειαι τῶν ἐπὶ τῶν συγκριτικῶν ρυθμῶν οικονομικῆς προόδου ὅτε δὲν εἶναι ἀπίθανον νὰ διαπιστωθῇ ὅτι εἰς ἕνα ριζικῶς μεταβαλλόμενον κόσμον στατιστικῶς ἡπιότεραι διακυμάνσεις ἀπὸ τὴν κρίσιν τοῦ 1930-1939 εἶναι δυνατόν νὰ ἔχουν περισσότερο ὀδυνηρὰς συνεπείας. Ἐὰν αἱ κυκλικαὶ διακυμάνσεις, ὅσονδήποτε μέτρια καὶ ἂν εἶναι στατιστικῶς, ἐπιβραδύνουν τὸν ρυθμὸν τῆς οικονομικῆς προόδου εἰς ἕνα νεο-μερκαντιλιστικὸν κόσμον διεπόμενον ὑπὸ τῆς ἰσχύος, αἱ συνέπειαι δυνατόν εἰς τὴν πραγματικότητα νὰ εἶναι πολὺ δυσώϊνοι. Ἀπόδειξιν ἀποτελεῖ ἡ διαφορὰ τοῦ ρυθμοῦ τῆς οικονομικῆς προόδου τῶν Ἠνωμένων Πολιτειῶν καὶ τῆς Σοβιετικῆς Ἐνώσεως μετὰ τὸν πόλεμον ὁ ὁποῖος, παρά τὰς δυσκολίας στατιστικῶν συγκρίσεων εἰς τὰς δύο χώρας, εἰς τὰς Ἠνωμένας Πολιτείας ὑπῆρξε μικρότερος τοῦ ἡμίσεος τοῦ ρυθμοῦ προόδου τῆς Σοβιετικῆς Ἐνώσεως. Μπορεῖ πολὺ καλὰ νὰ πιστεῦῃ ἡ κεντρικὴ Τράπεζα ὅτι διὰ μέσου γενικῶν πιστωτικῶν ἐλέγχων οἱ ὁποῖοι λειαινούν τὰς μεταβολὰς τοῦ  $V$  δύναται νὰ περιορίσῃ τὰς κυκλικὰς διακυμάνσεις ἐντὸς πολιτικῶς ἀνεκτῶν ὀρίων, δυνατόν ὅμως αἱ συνέπειαι τῶν ἐπὶ τῆς πίστεως ταύτης βασισομένων ἐνεργειῶν εἰς τὴν πράξιν νὰ εἶναι πολὺ σοβαραὶ. Διακυμάνσεις αἱ ὁποῖαι ὑπὸ στατιστικὴν ἢ πολιτικὴν ἔννοιαν εἶναι ἡπιαὶ ἐξεταζόμεναι ἀπὸ τῆς ἀπόψεως συγκριτικῶν ρυθμῶν οικονομικῆς προόδου δυνατόν νὰ ἀποδειχθοῦν μακροχρονίως καταστρεπτικά.

Ἡ παρατήρησις αὕτη ἐνισχύεται ἐπίσης καὶ ἀπὸ τὴν εὐλογον ἀμφιβολίαν ὡς πρὸς τὸ ὅτι αἱ αὐτόματοι μεταβολαὶ τοῦ  $V$  δύναται νὰ λάβουν τὸ optimum μέγεθος καὶ μορφήν διὰ τὴν πολιτικὴν κατὰ τῶν κυκλικῶν διακυμάνσεων καὶ διὰ τὴν προώθησιν τῆς οικονομικῆς προόδου δηλαδὴ δύο σκοπῶν τῆς οικονομικῆς πολιτικῆς οἱ ὁποῖοι εἶναι στενῶς συνδεδεμένοι.

## V

## Συμπέρασμα

Ἡ ἀνωτέρω ἀνάλυσις δύναται νὰ συνοψισθῇ εἰς τὰ ἑξῆς συμπεράσματα: Ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ δὲν ὑπείσρχεται θάσει σχεδίου εἰς ὄρισμένας ἰδιαιτέρας ἀγορὰς ἢ τομεῖς τῆς οἰκονομίας. Μὲ ἄλλας λέξεις ἡ κεντρικὴ Τράπεζα δὲν ἔχει τὴν δύναμιν νὰ προκλήσῃ ἐνθάρρυνσιν τῆς ἐπεκτάσεως τῶν ἐν ὑφέσει ἐδρι-

σκομένων τομέων τῆς οἰκονομίας ἢ ἀγορῶν περιορίζουσα τὴν ἐπέκτασιν ἄλλων τομέων ἢ ἀγορῶν, ἢ ὁποῖα ἐπέκτασις θὰ ὠδήγει εἰς οἰκονομικὰς δυσαρμονίας. Ἐὰν ἡ ὑπερανάπτυξις ἐνὸς ἢ περισσοτέρων τομέων τῆς οἰκονομίας εἶναι πρόξενος διαταραχῶν αἱ ὁποῖαι ἀπειλοῦν τὴν σταθερότητα ἐν τῷ συνόλῳ τῆς, ἢ ἀπόφασις τῆς εἰσαγωγῆς γενικῆς μορφῆς ἐλέγχων δημιουργεῖ ἕνα δίλημμα: Ἡ θὰ ἀφεθῆ ἔλευθέρα ἢ συνέχισις τῆς προκαλούσης τὴν ἀνισορροπιστικὴν ἐπίδρασιν ἐπεκτάσεως ἢ θὰ εἰσαχθοῦν γενικοὶ περιορισμοί, οἱ ὁποῖοι ἐπηρεάζουσι ἐπίσης ἄλλους τομείς τῆς οἰκονομίας. Ἐὰν οἱ ἄλλοι οὗτοι τομείς εὐρίσκοντο ἀρχικῶς εἰς κατάστασιν ὑφέσεως, ἢ θέσις των θὰ χειροτερέψῃ. Ἐὰν ἀφ' ἐτέρου εὐρίσκοντο εἰς κατάστασιν ἐπεκτάσεως μὲ ἕνα λογικὸν ρυθμὸν θὰ ἐπεξετείνοντο μόνοι αὐτοί. Καὶ ἐὰν οἱ γενικοὶ ἔλεγχοι προκαλοῦν σχετικῶς μικρὰν ἐπίδρασιν ἐπὶ τῶν ἀδικαιολογήτως ἐπεκτεινομένων τομέων τῆς οἰκονομίας λόγῳ τῶν ὑπερβολικῶν προσδοκιῶν κέρδους, τὸ καθαρὸν ἀποτέλεσμα θὰ εἶναι χειρότερον ἀπὸ τὸ νὰ μὴν εἶχον χρησιμοποιηθῆ οὗτοι καθ' ὅλου. Διὰ νὰ καταστῆ ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ ἀποτελεσματικὸν ὄργανον διὰ τὴν οἰκονομικὴν σταθερότητα καὶ τὴν οἰκονομικὴν πρόοδον θὰ ἀπαιτηθῆ ἡ εἰσαγωγὴ ποιοτικῶν καὶ σκοπίμων ἐλέγχων τοῦ χρήματος.

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