

# Α Π Ο Ψ Ε Ι Σ

## ΕΠΙ ΤΗΣ ΣΥΜΒΟΛΗΣ ΤΩΝ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΕΙΣ ΤΗΝ ΠΟΛΙΤΙΚΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ

Τοῦ κ. Κ. Α. ΘΑΝΟΥ

### Ι. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ἡ πολιτικὴ οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως ἀποβλέπει, ὡς γνωστόν, εἰς τὴν ἐκπλήρωσιν ἑνὸς ἐκ τῶν κατωτέρω τριῶν βασικῶν ἀντικειμενικῶν σκοπῶν, ἦτοι:

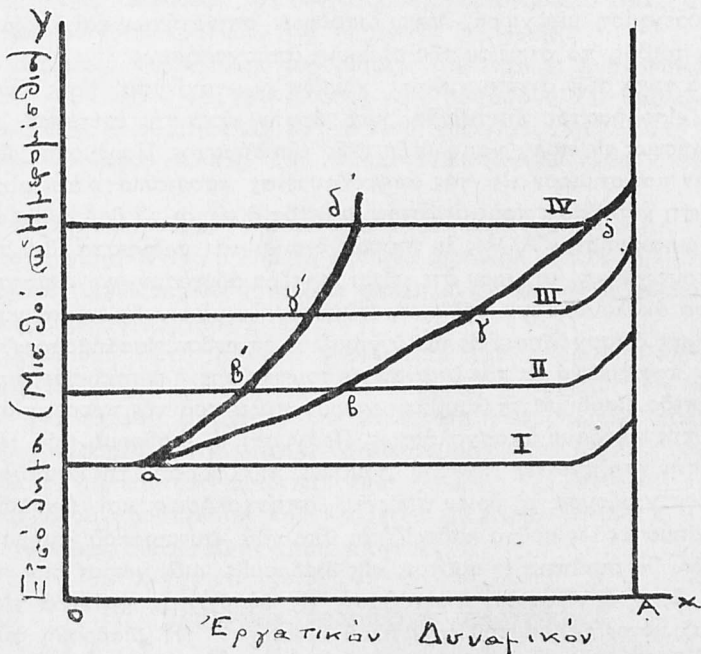
- α) Μεγιστοποίησιν τῆς ἀπασχολήσεως.
- β) Μεγιστοποίησιν τοῦ εἰσοδήματος.
- γ) Συνδυασμένην μεγιστοποίησιν εἰσοδήματος καὶ ἀπασχολήσεως.

Οἱ παράγοντες, οἱ ὅποιοι ἐπηρεάζουν τὴν ἐπιλογὴν ἑνὸς ἐκ τῶν ἀντικειμενικῶν τούτων σκοπῶν σχετίζονται κατ' ἀρχὴν πρὸς πολιτικὰ κριτήρια καὶ ἐξαρτῶνται ἐκ τῶν ἠθικῶν ἀξιολογήσεων τῆς Κυβερνήσεως. Ἐκτὸς τῶν πολιτικῶν ὁμως ὑπάρχουν καὶ ὠρισμένοι καθαρῶς οἰκονομικῆς φύσεως παράγοντες, οἱ ὅποιοι χρήζουσιν ἀναλύσεως.

Συγκεκριμένως, εἰς τὴν περίπτωσιν τῆς μεγιστοποιήσεως τοῦ ἐπιπέδου ἀπασχολήσεως δύναται νὰ παρατηρηθῆ ὅτι ἡ ἐπίτευξις πλήρους ἀπασχολήσεως εἶναι κατ' ἀρχὴν εὐκόλος ἐφ' ὅσον ἀγνοηθῆ ὁ ἀντικειμενικὸς σκοπὸς τῆς μεγιστοποιήσεως τοῦ εἰσοδήματος (1). Πράγματι, πρόβλημα ὑποαπασχολήσεως δὲν εἶναι δυνατὸν νὰ ὑπάρξῃ (θεωρητικῶς) ἐφ' ὅσον ἀγνοηθῆ ὁ παράγων τοῦ εἰσοδήματος. Ἐν προκειμένῳ ἡ θεωρητικὴ ἀνυπαρξία τοῦ προβλήματος ὑποαπασχολήσεως δὲν στηρίζεται ἐπὶ τῶν ἀξιομάτων περὶ ἐλαστικότητος τοῦ εἰσοδήματος τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς τῶν κλασσικῶν, ἀλλὰ μᾶλλον ἐπὶ τῆς πολιτικῆς κρατικοῦ παρεμβατισμοῦ εἰς τὴν διαμόρφωσιν τῶν ἀμοιβῶν τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς. Τὸ γεγονός ὅτι εἰς τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας μὲ ἐλεύθερα οἰκονομικὰ συστήματα, ὑφίσταται πραγματικὸν πρόβλημα ὑποαπασχολήσεως, ὀφείλεται εἰς λόγους, οἱ ὅποιοι θὰ ἐξηγηθοῦν κατωτέρω.

1) Ἐφ' ὅσον δηλαδὴ τὸ ἐπίπεδον τοῦ εἰσοδήματος καθορίζεται ὄχι βάσει τῆς βουλῆσεως τῶν οἰκονομικῶν μονάδων ἀλλὰ βάσει διευθυνομένης πολιτικῆς.

Δύναται οὕτω νὰ παρατηρηθῆ ὅτι ὅταν ἐξετάζεται τὸ πρόβλημα τοῦ ἐπιπέδου τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως θὰ πρέπει νὰ καθορίζεται ἀκριβῶς ποῖον ἐπίπεδον ἀπασχολήσεως λαμβάνεται ὑπ' ὄψιν. Διότι πράγματι ὑπάρχουν διάφορα ἐπίπεδα πλήρους ἀπασχολήσεως καθοριζόμενα ἐκ τῶν διαφορῶν ἐπιπέδων εἰσοδήματος τῶν ἀπασχολουμένων. Τὸ πρόβλημα τοῦτο δύναται νὰ διερευνηθῆ διαγραμματικῶς ὡς ἀκολούθως:



Εἰς τὸ ὡς ἄνω διάγραμμα τὸ ἐργατικὸν δυναμικὸν μιᾶς χώρας μετρεῖται ἐπὶ τοῦ ἄξονος  $OX$ . Ἐξ ἄλλου ἐπὶ τοῦ ἄξονος  $OY$  μετρεῖται τὸ ἐπίπεδον εἰσοδήματος τοῦ ἐργατικοῦ δυναμικοῦ. Εἶναι εὐνόητον ὅτι μακροχρονίως δὲν ὑφίστανται περιοριστικὰ ἀνώτατα ὅρια τόσοι διὰ τὸν ἄξονα  $OY$  ὅσον καὶ διὰ τὸν ἄξονα  $OX$ . Βραχυχρονίως ὅμως ὑπάρχουν καθωρισμένα ὅρια λόγῳ περιορισμοῦ τῶν τεχνικῶν δυνατοτήτων διὰ τὴν περίπτωσιν τοῦ ἐπιπέδου τοῦ εἰσοδήματος καὶ φυσιολογικῶν περιορισμῶν διὰ τὴν περίπτωσιν τοῦ ἐργατικοῦ δυναμικοῦ. Τὸ σημεῖον  $A$  ἐπὶ τοῦ ἄξονος  $OX$  ἀντιπροσωπεύει τὴν πλήρη ἀπασχόλησιν ὡς αὕτη ὀρίζεται ὑπὸ τῶν ἀρμοδιῶν Ἐργαζομένων. Αἱ καμπύλαι I, II, III, IV ἀντιπροσωπεύουν, ὡς εἶναι δυνατόν νὰ παρατηρηθῆ, συνδυασμὸν ἐπιπέδων ἀπασχολήσεως καὶ εἰσοδήματος. Ἡ μέχρι τοῦ σημείου πλήρους ἀπασχολήσεως ὀριζοντία κλίσις τούτων ὑποδηλοῖ ὅτι κατ' ἀρχὴν ὁ ἀντικειμενικὸς σκοπὸς εἶναι ἡ ἐπίτευξις πλήρους ἀπασχολήσεως τοῦ ἐπιπέδου εἰσοδήματος παραμένοντος σταθεροῦ (1). Εὐθύς ἐν τούτοις ὡς αἱ καμ-

1) Ὅχι βεβαίως δι' ὅλας τὰς κατηγορίας εἰσοδηματιῶν, διότι λαμβάνουν χώραν συμψηφιστικαὶ μεταβολαί.

πύλαι προσεγγίσουν, ἢ μᾶλλον πλησιάσουν τὸ σημεῖον Α τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως, κλίνουν πρὸς τὰ ἄνω λαμβάνουσαι κάθετον κατεύθυνσιν. Μετατοπιζόμενου δὲ τοῦ σημείου τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως (μακροχρονίως) πρὸς τὰ δεξιὰ μετατοπίζονται καὶ αἱ καμπύλαι. Ἡ κλίσις τῶν καμπυλῶν δὲν λαμβάνει συνήθως χώραν ἀποτόμως ὑπὸ μορφήν ὀρθῆς γωνίας καὶ τοῦτο διότι ἡ μετακίνησις πρὸς ἀνώτερα ἐπίπεδα εἰσοδήματος πραγματοποιεῖται πρὶν προσεγγίσει μία χώρα, λόγῳ διαφόρων στενοτήτων καὶ κυρίως λόγῳ ἀνεργίας τριβῆς, τὸ σημεῖον τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως.

Διὰ τινὰς τῶν ἀνεπτυγμένων χωρῶν, ἡ μετακίνησις πρὸς ὑψηλότερα ἐπίπεδα εἰσοδήματος ἐπετεύχθη κατ' ἀρχὴν μετὰ τὴν ἐπίτευξιν πλήρους ἀπασχολήσεως εἰς πολὺ χαμηλὰ ἐπίπεδα εἰσοδήματος. Παρόμοιον δὲ λαμβάνει χώραν καὶ σήμερον εἰς τὰς ἀποκαλούμενας «σοσιαλιστικὰς» οἰκονομίας. Ἡ τοιαύτη μετάβασις πρὸς ἀνώτερα ἐπίπεδα δύναται νὰ θεωρηθῆ ὡς «κανονικὴ» μετακίνησις. Ἄλλως ἐν τούτοις ἔχουσι τὰ πράγματα διὰ τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας σήμερον ὅτε εἶναι σχεδὸν ἀδύνατον νὰ ἀπαιτηθῆ ἀπὸ ταύτας νὰ ἀκολουθήσουν πολιτικὴν «ὑπομονῆς» μέσῳ τῆς ὁποίας νὰ ἐπιτευχθῆ πλήρης ἀπασχολήσις εἰς πολὺ χαμηλὸν ἐπίπεδον εἰσοδήματος (1).

Ἐν προκειμένῳ εἰς τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας ἡ μετακίνησις πρὸς ἀνώτερα ἐπίπεδα εἰσοδήματος λαμβάνει χώραν πολὺ πρὸ τῆς προσεγγίσεως τοῦ σημείου τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως. Πράγματι, ἡ διαδρομὴ τῆς μετακινήσεως εἰς τὴν περίπτωσιν ταύτην λαμβάνει τὴν μορφήν τῆς καμπύλης α, β, γ, δ, προσεγγίζουσα τὸ ὄριον πλήρους ἀπασχολήσεως καὶ ὑψηλοῦ ἐπιπέδου εἰσοδήματος ὡς τοῦτο καθορίζεται ὑπὸ τοῦ συνοριακοῦ τμήματος τῶν καμπυλῶν. Ἡ συνέπεια ἐν τούτοις τῆς διαδρομῆς μιᾶς χώρας διὰ τῆς καμπύλης α, β, γ, δ, εἶναι ὅτι ἡ μετάβασις εἰς ὑψηλότερα ἐπίπεδα εἰσοδήματος ἀφορᾷ μόνον τμήμα τοῦ ἐργατικοῦ δυναμικοῦ. Ἡ διαδρομὴ αὕτη συνήθως ἐπιβάλλεται τόσον διὰ λόγους τεχνικοὺς ὅσον καὶ κοινωνικοὺς ἔστω καὶ ἐὰν ἐκ πρώτης ὄψεως ἡ βελτίωσις τοῦ εἰσοδήματος τῶν ἀπασχολουμένων φαίνεται ὡς ἀντικοινωνικὴ ἐφ' ὅσον ὑφίστανται ἀνεργοί. Ἡ βελτίωσις τοῦ ἐπιπέδου τοῦ εἰσοδήματος ἐν προκειμένῳ δὲν θὰ πρέπει νὰ θεωρῆται μόνον ὡς ἀποτέλεσμα ἀναπροσαρμογῶν μισθῶν καὶ ἡμερομισθίων (ἰδιαιτέρως προκειμένου περὶ εἰδικευμένης ἐργασίας), ἀλλὰ καὶ ὡς σχετιζομένη πρὸς τὰς διαφόρους ὑπηρεσίας, αἱ ὁποῖαι παρέχονται ἐν εἴδει ὀδικῶν βελτιώσεων, συκοινωνιακῶν εὐκολιῶν κλπ. διὰ τὰς πόλεις. Παράδειγμα ἐν προκειμένῳ ἀποτελοῦν πολλὰ ὑπανάπτυκτοι χώροι ὡς ἡ Ἰνδία, Βραζιλία, Ἑλλὰς κλπ., ἐνθα τὸ ἐπίπεδον ζωῆς τῶν ἀπασχολουμένων εἰς τὰ κέντρα εἶναι σημαντικῶς ὑψηλότερον τοῦ τοιοῦτου τῶν ὑποαπασχολουμένων εἰς τὴν «περιφέρειαν».

Εἰς ὠρισμένας τῶν ὑπαναπτύκτων χωρῶν ἐν τούτοις ἡ μετακίνησις πρὸς ἀνώτερα ἐπίπεδα ἀπασχολήσεως λαμβάνει τὴν μορφήν τῆς καμπύλης α', β', γ', δ'. Εἰς τὴν περίπτωσιν ταύτην ἔχομεν τὴν περίπτωσιν τοῦ ἀπο-

1) Χωρὶς νὰ ὑπονοηθῆ ὅτι αἱ χώραι αὗται δὲν ἐξαναγκάζονται εἰς τὴν ἐφαρμογὴν πολιτικῆς «ὑπομονῆς».

φθέγματος *The rich get richer and the poor poorer*. Το φαινόμενον τοῦτο παρατηρεῖται εἰς σημαντικὸν ἄριθμὸν ὑπαναπτύκτων χωρῶν. Δὲν εἶναι ὁμοῦ ἢ περίπτωσις αὕτη ἀποτέλεσμα τόσον διαρθρωτικῶν τῆς οἰκονομίας αἰτίων ὅσον μᾶλλον ἑλλείψεως προγραμματισμένης πολιτικῆς καὶ χαμηλοῦ πολιτιστικοῦ ἐπιπέδου. Τυπικὸν παράδειγμα ἐν προκειμένῳ ἀπετέλει ἡ Βενεζουέλα μέχρι τῆς ἀντικαταστάσεως τῆς δικτατορικῆς κυβερνήσεως, καθὼς καὶ πολλὰ τῶν λοιπῶν «δημοκρατιῶν» τῆς Λατινικῆς Ἀμερικῆς.

Ἡ ἀνωτέρω περίπτωσις παρουσιάζει σημαντικὰς δυσκολίας διὰ τὰς ὑπευθύνους κυβερνήσεις τὰς ἐπιθυμοῦσας νὰ διασπᾶσιν τὸν φαῦλον κύκλον τῆς αὐξανομένης ἀνισότητος καὶ οἰκονομικοῦ μαρασμοῦ καὶ τοῦτο διότι οἱ παράγοντες οἱ διαμορφοῦντες τὴν κατάστασιν ταύτην εἶναι κατὰ βάσιν θεσμολογικοί.

Ἐν πάσῃ περιπτώσει δύναται γενικῶς νὰ παρατηρηθῇ ὅτι ἡ διαγραμματικὴ ἀπεικόνισις, ἡ ὁποία δίδεται ἐνταῦθα ἐμφανίζει σαφῶς τὴν διαδρομὴν τῶν σταδίων (συνδυασμῶν ἐπιπέδων εἰσοδήματος καὶ ἀπασχολήσεως) τῆς οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως μιᾶς χώρας.

Ἡ διαδρομὴ αὕτη βεβαίως προϋποθέτει τὴν ἐφαρμογὴν καταλλήλου οἰκονομικῆς πολιτικῆς, μέρος τῆς ὁποίας συνιστᾷ ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ. Ἐνταῦθα ἀντικείμενον ἐξετάσεως θὰ ἀποτελέσῃ ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ ἐν σχέσει μὲ τὴν ἐφαρμοζομένην πολιτικὴν οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως. Ἰδιαιτέρως θὰ καταβληθῇ προσπάθεια ὅπως μελετηθῇ ὁ ρόλος τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς εἰς τὰς καθ' ὅλου προσπάθειάς πρὸς ἐπίτευξιν ἀνωτέρων ἐπιπέδων εἰσοδήματος ὑπὸ συνθήκας αὐξανομένης ἀπασχολήσεως.

## II. ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

*Γενικά:* Ὡς Κεντρικὴ Τράπεζα θεωρεῖται σήμερον τὸ τραπεζικὸν ἴδρυμα, τοῦ ὁποίου σκοπὸς εἶναι ὁ ποσοτικὸς καὶ ποιοτικὸς ἔλεγχος τῆς νομισματικῆς κυκλοφορίας, διὰ τὴν ἀποτελεσματικὴν ἐφαρμογὴν ὠρισμένης νομισματικῆς πολιτικῆς. Ἐν ἄλλοις λόγοις ὁ ρόλος τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς σήμερον εἶναι κατ' ἀρχὴν ἐκτελεστικὸς καὶ οὐχὶ διαμορφωτικὸς τῆς ἐκάστοτε ἐφαρμοζομένης πολιτικῆς μεταβολῶν τῶν νομισματικῶν μεγεθῶν. Δύναται βεβαίως ἐν κεντρικὸν τραπεζικὸν ἴδρυμα νὰ προσπαθῆσιν νὰ ἐπηρεάσῃ τὴν ὑπεύθυνον κυβέρνησιν εἰς τὴν διαμόρφωσιν τῆς νομισματικῆς πολιτικῆς μέχρι τοῦ σημείου ἐνοχλήσεως (*Nagging*) ὡς παρετήρησεν ὁ *Montague Norman*, ἀλλὰ εἶναι τοῦτο ὑποχρεωμένον ἐν τελικῇ ἀναλύσει ὅπως καταβάλλῃ κάθε προσπάθειαν διὰ τὴν ἐφαρμογὴν τῆς ὑπὸ τῆς Κυβερνήσεως καθοριζομένης νομισματικῆς πολιτικῆς. Τοῦτο ἰσχύει εἰδικώτερον διὰ τὰς Κεντρικὰς Τραπεζὰς τῶν ὑπαναπτύκτων χωρῶν ἔνθα αἱ Κεντρικαὶ Τράπεζαι, δημιουργήματα συνήθως κρατικῶν ἐνεργειῶν, ἐπωμίζονται εὐθύναν ἐξικνουμένας πέραν ἐκείνων τὰς ὁποίας ἐπωμίζονται αἱ Κεντρικαὶ Τράπεζαι εἰς τὰς ἀνεπτυγμένας χώρας. Γενικώτερον ἡ πολιτικὴ τῶν Κεντρικῶν Τραπεζῶν εἰς τὰς ὑπανα-

πτύκτους χώρας τὰς ἐπιδιωκούσας νὰ ἀνέλθουν εἰς ὑψηλότερα ἐπίπεδα εἰσοδήματος καὶ ἀπασχολήσεως, ἐπηρεάζεται συνήθως ἐκ τῶν κάτωθι παραγόντων :

α) Περιωρισμένη χρησιμοποίησις τῶν δι' ἐπιταγῶν πληρωμῶν.

β) Ἀνυπαρξία ἀνεπτυγμένου βραχυπροθέσμου τμήματος τῆς χρηματογορίας.

γ) Εἰς πολλὰς περιπτώσεις μὴ ἐπαρκῆς ἀνάπτυξις τοῦ ἐμπορικοῦ τραπεζικοῦ συστήματος.

δ) Σοβαραὶ ἀπαιτήσεις τῆς Κεντρικῆς Κυβερνήσεως δι' ἀπ' εὐθείας ὑπὸ τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς χρηματοδοτήσιν κρατικῶν δαπανῶν.

Αἱ συνέπειαι ἐκ τῆς ὑπάρξεως τῶν ὡς ἄνω συνθηκῶν ἀναλύονται κάτωτέρω :

Ἡ μὴ διάδοσις τῶν δι' ἐπιταγῶν πληρωμῶν ἔχει ὡς συνέπειαν ὅτι ὁ πολλαπλασιαστὴς δημιουργίας τραπεζικοῦ χρήματος εἶναι χαμηλός. Τὸ γεγονός τοῦτο εἶναι κατ' ἀρχὴν εὐνοϊκόν, διότι ἡ ὑπὸ τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς ἐκδοσις νέου χρήματος δὲν διογκώνει τὴν προσφορὰν χρήματος σημαντικῶς. Ἡ κατ' ἐξοχίην, ἐν τούτοις χρησιμοποίησις τραπεζογραμματίων διὰ τὰς συναλλαγὰς καὶ τὸ γεγονός ὅτι αἱ ἀνάγκαι ρευστότητος τῶν οἰκονομικῶν μονάδων ἱκανοποιοῦνται κατ' ἀρχὴν δι' ἐνεργητικῶν στοιχείων ἀπολύτου βαθμοῦ ρευστότητος (τραπεζογραμμάτια) ἔχουν ὡς ἀποτέλεσμα ὅτι τὸ ἐπιτόκιον τῆς παγίδος ρευστότητος εἶναι ὑψηλόν, δημιουργοῦν οὕτω δυσκολίας εἰς τὴν ἀξιοποίησιν τῶν ἀποταμιεύσεων. Τοῦτο συνάγεται ἐκ τοῦ ὅτι λόγῳ τῶν δυσκολιῶν ἀναλήψεως ἐπενδύσεων εἰς τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας, ἡ ἀπόδοσις (φυσικὸς τόκος) θὰ πρέπει νὰ εἶναι πολὺ ὑψηλὴ διὰ νὰ καλύψῃ τὸν κίνδυνον ἀφ' ἐνὸς καὶ τὸ ὑψηλὸν ἐπιτόκιον τῆς παγίδος ρευστότητος ἀφ' ἑτέρου.

Ἡ κατάστασις αὕτη δημιουργεῖ διὰ τὴν Κεντρικὴν Τράπεζαν εὐθύναις ἀπ' εὐθείας<sup>(1)</sup> χρηματοδοτήσεως ἐπενδύσεων εἰς ἐπιτόκια χαμηλότερα τῶν τῆς παγίδος ρευστότητος. Κατὰ πόσον ἡ διὰ τῆς ὁδοῦ ταύτης χρηματοδοτήσις εἶναι καὶ ἡ πρέπουσα ἀπὸ πλευρᾶς χρηματογορίας ἐξετάζεται ἀργότερον. Ἐνταῦθα δεόν νὰ τονισθῇ ὅτι ὑπὸ τὰς ἀνωτέρω συνθήκας ἡ παρέμβασις τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς εἶναι ἀπαραίτητος.

Ἡ ἀνυπαρξία ἀνεπτυγμένου βραχυπροθέσμου τμήματος τῆς χρηματογορίας ἐξ ἄλλου καθορίζει μέχρι ὠρισμένου βαθμοῦ καὶ τὴν ἔκτασιν τῆς ἐνασκήσεως ἐμμέσου νομισματικῆς πολιτικῆς ἐκ μέρους τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς. Τοῦτο ἰσχύει εἰδικώτερον διὰ τὴν πολιτικὴν προεξοφλητικοῦ τόκου καὶ συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς. Ὡς γνωστὸν ἡ σπουδαιότης τῆς πολιτικῆς τοῦ προεξοφλητικοῦ τόκου ἔγκειται εἰς τὴν ἐπίδρασιν ἣν ἔχει ὄχι κυρίως ὡς κόστος ἀλλὰ ὡς ψυχολογικὸς παράγων. Ἡ ἀποτελεσματικότης ἐν τούτοις τοῦ τελευταίου ἐξαρτᾶται ἐκ τῆς ὑπάρξεως ἀνεπτυγμένων τμημάτων εἰς τὴν χρημα-

1) Ἡ, διὰ τῆς χρηματοδοτήσεως διαφόρων χρηματοδοτικῶν ὀργανισμῶν εἰς χαμηλὰ ἐπιτόκια.

ταγοράν ἔχόντων τὴν ἀπαιτουμένην συνοχήν διὰ τὰ μεταφέρουν τὴν ἔρμηνείαν, ἢν δίδουν ταῦτα εἰς τὰς μεταβολὰς τοῦ προεξοφλητικοῦ ἐπιτοκίου μεταξὺ των καὶ εἰς τὸ οἰκονομικὸν σύστημα γενικώτερον. Πράγματι ὅσον περισσότερο ἀνεπτυγμένη εἶναι ἡ χρηματαγορὰ μιᾶς χώρας τόσο ὁ ψυχολογικὸς παράγων τῆς μεταβολῆς τοῦ προεξοφλητικοῦ ἐπιτοκίου γίνεται ἔντονώτερος.

Καὶ διὰ τὴν πολιτικὴν τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς εἶναι ἀπαραίτητος ἡ ὑπαρξις ἀνεπτυγμένων τμημάτων εἰς τὴν καθ' ὅλου χρηματαγοράν. Εἰδικώτερον δὲ ἐν προκειμένῳ θὰ πρέπει νὰ παρατηρηθῇ ὅτι ἡ χρησιμότης τῆς πολιτικῆς τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς καθίσταται μεγαλύτερα ἐφ' ὅσον ὑπάρχουν διάφορα τμήματα εἰς τὴν χρηματαγοράν εἰς τὰ ὅποια δύναται νὰ ἐφαρμοσθῇ αὕτη (1).

**Πολιτικὴ ἐπιτοκίον :** Ἡ κατάσταση, ἐν τούτοις, εἰς τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας, ὅσον ἀφορᾷ τὴν χρησιμοποίησιν τῶν ὡς ἄνω «ὀρθοδόξων» μέσων νομισματικοῦ ἐλέγχου, δὲν παρουσιάζεται εὐνοϊκῆ. Ἡ πολιτικὴ τῶν ἐπιβαλλομένων ἐπιτοκίων (δηλαδὴ ἐπιτοκίων καθοριζομένων ὑπὸ τῶν Νομισματικῶν Ἀρχῶν) ἀφ' ἑνὸς καὶ ἡ ἔλλειψις ἐπαρκῶς ἀνεπτυγμένης χρηματαγορᾶς ἀφ' ἑτέρου καθιστοῦν προβληματικὴν τὴν ἀποτελεσματικὴν ἐφαρμογὴν πολιτικῆς προεξοφλητικοῦ τόκου ἀφ' ἑνὸς καὶ συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς ἀφ' ἑτέρου. Πράγματι ἡ ὑπὸ τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν ἐπιβολὴ τῶν ἐπιτοκίων ἐμποδίζει τὴν ἀνάπτυξιν τμημάτων εἰς τὴν ἀγοράν μὲ ἐπιτόκια ἀντικατοπτρίζοντα τὴν πραγματικὴν σχέσιν προσφορᾶς καὶ ζητήσεως κεφαλαίων. Κατὰ συνέπειαν αἱ μεταβολαὶ τοῦ προεξοφλητικοῦ τόκου δὲν ἐπηρεάζουν τὴν πολιτικὴν τῶν ἐπενδύσεων τοῦ ἰδιωτικοῦ τομέως τῆς οἰκονομίας, τραπεζικοῦ καὶ μὴ τραπεζικοῦ. Εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας οἰαδιήποτε δανειακαὶ συναλλαγὰὶ λαμβάνουν χώραν, ἔχουν συνήθως διμερῆ μονοπωλιακὴν μορφήν. Ἐξ ἄλλου ἡ πολιτικὴ τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς δὲν εἶναι δυνατὸν νὰ ἀσκηθῇ ἐὰν δὲν ὑπάρχουν τμήματα τῆς χρηματαγορᾶς ἀνεπτυγμένα, διότι ἄλλως αἱ μεταβολαὶ εἰς τὰς τιμὰς τῶν χρεωγράφων θὰ εἶναι ἀπαγορευτικά. Πέραν δὲ τούτου ἡ πολιτικὴ τῶν ἐπιβαλλομένων ἐπιτοκίων δὲν ἐπιτρέπει σοβαρὰς μεταβολὰς εἰς τὰς τιμὰς τῶν χρεωγράφων.

Πράγματι εἶναι πολὺ δύσκολον διὰ τὰ ὑπὸ τῶν Νομισματικῶν Ἀρχῶν ἐπιβαλλόμενα ἐπιτόκια νὰ εὐρίσκωνται εἰς σχέσιν ἀφ' ἑνὸς μετὰ τῶν ἐλευθέρων—πραγματικῶν ἐπιτοκίων ἀντικατοπτρίζοντων τὴν πραγματικὴν διάρθρωσιν προσφορᾶς καὶ ζητήσεως κεφαλαίων, καὶ ἀφ' ἑτέρου μετὰ τῶν ἰδιαιτέρως ἡ ἔλλειψις συνοχῆς τῶν ἐπιτοκίων μετὰ τῶν καθιστᾶ ἀδύνατον τὴν ὑπαρξιν «ἐπιπέδου ἐπιτοκίων» μὲ ὀρισμένην διάρθρωσιν.

Διὰ τοῦ ὅρου «ἐπίπεδον ἐπιτοκίων» ἐννοεῖται ἡ ὑπαρξις ἀριθμοῦ ἐπιτοκίων σχετιζομένων μετὰ τῶν κατὰ τοιοῦτον τρόπον, ὥστε τὸ ὕψος τοῦ

1) Θὰ πρέπει νὰ παρατηρηθῇ ὅτι ἡ δυνατότης χρησιμοποίησεως τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς εἰς «συγκεκριμένα» τμήματα τῆς ἀγορᾶς δίδει εἰς ταύτας ὑπεροχὴν ἔναντι ἄλλων μέσων νομισματικοῦ ἐλέγχου.

ένος να είναι μερικῶς ἀποτέλεσμα τοῦ ὕψους τῶν ἄλλων. Ἡ συσχέτισις δὲ αὕτη, ἡ ὁποία δίδει καὶ τὴν ὠρισμένην διάρθρωσιν τῶν «ἐπιτοκίων» ὀφείλεται εἰς δύο λόγους κυρίως, ἦτοι :

α) Εἰς τὸ κίνητρον πρὸς κερδοσκοπίαν τῶν δανειστῶν καὶ δανειζομένων, καὶ

β) Εἰς τὴν δυνατότητα «μεταφορῶν» μεταξύ τῶν διαφόρων τμημάτων τῆς χρηματαγορᾶς.

Λόγῳ τῆς δυνατότητος διενεργείας «μεταφορῶν» μεταξύ τῶν διαφόρων τμημάτων τῆς χρηματαγορᾶς ἔπεται ὅτι οἱ δανειζόμενοι καὶ οἱ δανεισταὶ θὰ προσπαθήσουν νὰ ἐξασφαλίσουν τὸ ἐλάχιστον κόστος ἀφ' ἑνὸς καὶ τὴν μεγίστην ἀπόδοσιν ἀφ' ἑτέρου. Τόσον ὁ τραπεζικὸς ὅσον καὶ ὁ μὴ τραπεζικὸς ἰδιωτικὸς τομεὺς προσπαθοῦν νὰ κατανέμουν καὶ χρησιμοποιοῦν τὰ διαθέσιμά των κατὰ τοιοῦτον τρόπον ὥστε αἱ ὑπάρχουσαι δυνατότητες ἐπενδύσεων νὰ μὴ δίδουν ὑψηλοτέραν ἀπόδοσιν. Ἐν ἄλλοις λόγοις τὸ «ἐπίπεδον τῶν ἐπιτοκίων» εἶναι τοιοῦτον ὥστε δεδομένων τῶν διαφορισμῶν εἰς τὴν ἀπόδοσιν, λόγῳ κινδύνων καὶ θεσμολογικῶν δυσκολιῶν εἰς τὴν χρηματαγοράν, οἱ ἀγορασταὶ καὶ οἱ πωληταὶ χρεωγράφων νὰ μὴ αἰσθάνονται τὴν ἀνάγκην περαιτέρω μεταφορῶν. Βεβαίως δὲν ὑφίσταται εἰς τὴν πραγματικότητα τοιαύτη ἰσορροπία τοῦ ἐπιπέδου «ἐπιτοκίων». Ἀποτελεῖ ὅμως τοῦτο τὸ σημεῖον πρὸς τὸ ὁποῖον τείνει μία ἐλευθέρη χρηματαγορὰ (δηλαδὴ μία χρηματαγορὰ εἰς τὴν ὁποίαν δὲν ὑπάρχουν ἐπιβαλλόμενα ἐπιτόκια, ἂν καὶ βεβαίως ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα διὰ τῆς πολιτικῆς τῆς ἐπηρεάζῃ τὰ ἐλευθέρως διαμορφούμενα ἐπιτόκια). Προφανῶς δύναται νὰ παρατηρηθῇ ὅτι τοῦθ' ὅπερ συνιστᾷ σημεῖον ἰσορροπίας ἐπιπέδου ἐπιτοκίων μεταβάλλεται ἐφ' ὅσον εἶναι ἀποτέλεσμα ἀνταγωνιστικῶν δυνάμεων εἰς τὴν ἀγοράν.

Τὸ «ἐπίπεδον ἐπιτοκίων» ὑπὸ τὴν ἀνωτέρω ἔννοιαν εἶναι δυνατόν νὰ ὑπάρξῃ τότε μόνον ὅταν ὑπάρχῃ ἀνεπτυγμένη χρηματαγορὰ. Εἰς τὴν περίπτωσιν ταύτην ἡ διάρθρωσις τοῦ «ἐπιπέδου» ἂν καὶ μερικῶς εἶναι ἀποτέλεσμα ἐνδεχομένως τῆς ἐφαρμοζομένης νομισματικῆς πολιτικῆς, ἐν τούτοις κατὰ κύριον λόγον ἀντιπροσωπεύει τὰς διαφοροὺς ὀργανικὰς στενότητας τῶν τμημάτων τῆς χρηματαγορᾶς. Ἀκριβῶς δὲ ἐδῶ ἐγκρίεται καὶ ἡ ἀδυναμία τῆς πολιτικῆς τῶν ἐπιβαλλομένων ἐπιτοκίων, ἡ ὁποία δὲν εἶναι δυνατόν νὰ μετρήσῃ ἐπακριβῶς τὰ ὡς ἄνω μεγέθη καὶ νὰ καθορίσῃ οὕτω τὰς σχέσεις τῶν διαφόρων ἐπιτοκίων μεταξύ των.

Ἡ πολιτικὴ τῶν ἐπιβαλλομένων ἐπιτοκίων εἶναι κυρίως ἀποτέλεσμα τῶν προσπαθειῶν τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν πρὸς ἐπιβολὴν ποιοτικοῦ νομισματικοῦ ἐλέγχου, ἀπαντᾶται δέ, τόσον εἰς τὰς ἀνεπτυγμένας, ὅσον καὶ εἰς τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας. Ἐνῶ ὅμως εἰς τὰς πρώτας ἡ πολιτικὴ αὕτη εἶναι ἀφ' ἑνὸς περιορισμένη εἰς ἕκτασιν (συνήθως εἰς τὸ μῆμα τῆς καταναλωτικῆς πίστεως) καὶ ἀφ' ἑτέρου προσωρινοῦ χαρακτῆρος, εἰς τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας ἡ πολιτικὴ αὕτη ὑποκαθιστᾷ πλήρως τὴν χρηματαγοράν. Εἰς τὴν τελευταίαν περίπτωσιν τὰ ἐπιτόκια ὄλων τῶν εἰδῶν δανεισμοῦ καθορίζονται ὑπὸ τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν διὰ λόγους περιορισμοῦ τῆς ζητήσεως. Ἐν

προκειμένω ὡς πρόβλημα νομισματικοῦ ἐλέγχου θεωρεῖται κατ' ἀρχὴν ἡ ζήτησις δι' ὠρισμένα εἶδη δανεισμοῦ. Ἐν ἄλλοις λόγοις ἡ πολιτικὴ τῶν ἐπιτοκίων ἀποβλέπει εἰς τὸν περιορισμὸν τῆς ζητήσεως (ἐπιτυγχανομένης καὶ ποσοστῶσεως) κατ' ἀρχὴν οὐχὶ διὰ λόγους περιωρισμένης προσφορᾶς ἀλλὰ κυρίως διὰ λόγους οἰκονομικῆς πολιτικῆς εὐνοούσης ὠρισμένα εἶδη δανεισμοῦ. Ἡ κατὰ σημαντικὸν δὲ βαθμὸν παραγνώρισις τοῦ παράγοντος τῆς προσφορᾶς καθιστᾷ ἀδύνατον τὴν ὑπαρξιν «ἐπιπέδου ἐπιτοκίων» διότι ἀγνοεῖται τὸ ἕτερον μέρος τῆς «ψαλίδος» τοῦ νόμου προσφορᾶς καὶ ζητήσεως.

Ἡ πολιτικὴ τῶν ἐπιβαλλομένων ἐπιτοκίων ἂν καὶ ἐνδείκνυται εἰς πολλὰς περιπτώσεις, ἐν τούτοις δὲν θὰ πρέπει νὰ θεωρῆται ὡς μόνιμον ὑποκάστατον τῆς χρηματαγορᾶς. Διότι ἡ παραγνώρισις τῆς πραγματικῆς δυναμικότητος τῆς οἰκονομίας νὰ ἱκανοποιῆ κατ' ἐκλογὴν ὠρισμένα εἶδη ζητήσεως, εἶναι πολὺ πιθανὸν νὰ ὠθήσῃ εἰς ἀντιοικονομικὴν κατανομὴν τῶν διαθέσιμων.

**Ὁ ρόλος τῆς χρηματαγορᾶς :** Τὰ ὡς ἂν ἐπιχειρήματα ἰσχύουν βεβαίως εἰς σημαντικὸν βαθμὸν διὰ τὴν ἔλλειψιν ἀνεπτυγμένων βραχυπροθέσμων τμημάτων τῆς καθ' ὅλου χρηματαγορᾶς. Ἐν προκειμένω δύναται νὰ παρατηρηθῆ ὅτι ἡ ὑπαρξίς βραχυπροθέσμου τμήματος ἀποτελεῖ τὸ κύριον χαρακτηριστικὸν στοιχείον μιᾶς ἀνεπτυγμένης χρηματαγορᾶς. Διότι ἂν καὶ εἶναι δυνατόν νὰ ἀναπτυχθῆ ἀγορὰ διὰ τὰς μακροπροθέσμους πιστωτικὰς ἀνάγκας, εἶναι πολὺ δύσκολον νὰ συμβῆ τοῦτον διὰ τὰς βραχυπροθέσμους ἐκτὸς τῶν τραπεζῶν. Τοῦτο ἐν πολλοῖς ὀφείλεται εἰς τὸ γεγονός ὅτι ἡ ἀγορὰ διὰ μακροπρόθεσμα κεφάλαια ἱκανοποιεῖ κατὰ κύριον λόγον εἰσοδηματικὰς ἀνάγκας τῶν δανειστῶν καὶ ἐξασφαλίζει κεφαλαιακὴν «ἡσυχίαν» εἰς τοὺς δανειζομένους. Ἀντιθέτως ὁ ἐθισμὸς τῶν δανειστῶν ὅσον καὶ τῶν δανειζομένων εἰς βραχυπροθέσμους πιστωτικὰς πράξεις προϋποθέτει κατανόησιν τῆς σημασίας τῆς ρευστότητος τῶν ἐνεργητικῶν στοιχείων διὰ τοὺς δανειστὰς καὶ διὰ τοὺς δανειζομένους μὲ ἀνεπτυγμένον τὸ ἐπιχειρηματικὸν πνεῦμα ἀφ' ἑνός, καὶ ἀφ' ἑτέρου γινώσιν τῶν ὠφελημάτων, τὰ ὁποῖα προκύπτουν διὰ τοὺς δανειζομένους ἐκ τοῦ βραχυπροθέσμου δανεισμοῦ. Ἀμφότερα τὰ στοιχεῖα ταῦτα ἔλλείπουν παντελῶς ἢ δὲν εἶναι ἀνεπτυγμένα εἰς τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας. Κατὰ συνέπειαν καὶ τὸ κόστος τῶν δανειζομένων κεφαλαίων εἶναι ὑψηλόν. Θὰ πρέπει δὲ νὰ κατανοηθῆ ὅτι, ἐφ' ὅσον αἱ δανειακαὶ συναλλαγαὶ θεωροῦνται ἐκ μέρους τῶν δανειστῶν ὡς ἱκανοποιούσαι εἰσοδηματικὰς ἀνάγκας μόνον (!), τὸ κόστος δανεισμοῦ θὰ ἐξακολουθήσῃ νὰ εἶναι ὑψηλόν, καὶ τὰ ἐνδεχομένως χαμηλὰ ἐπιβαλλόμενα ἐπιτόκια θὰ συνιστοῦν ἀνελαστικὸς παράγοντας.

Εἰς τὴν προκειμένην περίπτωσιν ὁ ρόλος τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς συνίσταται εἰς τὴν δημιουργίαν τῶν προϋποθέσεων ἐκείνων, αἱ ὁποῖαι εἶναι ἀπαραίτητοι διὰ τὴν δημιουργίαν καὶ ἀνάπτυξιν βραχυπροθέσμου τμή-

1) Εἰς τὴν προκειμένην περίπτωσιν τὸ ἀσφάλιστρον εἶναι ὑψηλόν ἐφ' ὅσον δὲν προβλέπεται μεταφορὰ τῶν οὕτω δανειζομένων κεφαλαίων ὑπὸ τῶν δανειστῶν.



ματος εις τὴν χρηματαγοράν. Αἱ προϋποθέσεις αὗται ἀφοροῦν ἄφ' ἑνὸς τὴν ὑπαρξιν τίτλων καὶ ἄφ' ἑτέρου φορέων διὰ τὴν ἐλευθέραν ἀγοραπωλησίαν τῶν τίτλων τούτων. Πέραν δὲ τούτου θὰ ἀπαιτηθοῦν καὶ προσπάθειαι ἐκ μέρους τῶν ἐμπορικῶν Τραπεζῶν διὰ τὴν διαφώτισιν τῶν ἐπιχειρήσεων ἐπὶ τῶν πλεονεκτημάτων τοῦ βραχυπροθέσμου δανεισμοῦ. Τὰ ἐπιτόκια εἰς τὰ ὁποῖα θὰ προσφερθοῦν οἱ τίτλοι θὰ πρέπει νὰ εἶναι ἐλεύθερα ἔστω καὶ ἂν αὐτὸ σημαίνει ὑψηλὸν κόστος δανεισμοῦ διὰ τὸ Δημόσιον. Θὰ πρέπει νὰ κατανοηθῆ ὅτι ἡ δημιουργία καὶ ἀνάπτυξις βραχυπροθέσμου τμήματος εἰς τὴν καθ' ὅλου χρηματαγοράν αὐξάνει τὴν ρευστότητα τοῦ συστήματος χρηματοδοτήσεως μιᾶς χώρας. Τῆς αὐξήσεως δὲ ταύτης δύναται νὰ ἐπωφεληθῆ τὸ Δημόσιον δι' ἑνδεχόμενον συνεχῆ δανεισμόν, αἱ Τράπεζαι διὰ τὴν πολιτικὴν τῶν τοποθετήσεων (αἱ μεταβολαὶ εἰς τὴν σύνθεσιν τῶν τοποθετήσεων των θὰ διευκολυνθοῦν) καὶ ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα εἰς τὴν ἐφαρμογὴν ἐμμέσου νομισματικῆς πολιτικῆς. Πάντα ταῦτα θὰ διευκολύνουν τὴν ἱκανοποίησιν τῶν πιστωτικῶν ἀναγκῶν μιᾶς ἀναπτυσσομένης οἰκονομίας ἄνευ σημαντικῶν ἐπεμβάσεων εἰς τὴν ἐλευθερίαν τῶν καταναλωτῶν καὶ παραγωγῶν. Βεβαίως δύναται νὰ προταθῆ τὸ ἐπιχείρημα ὅτι διὰ τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας ὅπου ὁ μηχανισμὸς τῶν τιμῶν δὲν λειτουργεῖ, δὲν εἶναι δυνατόν νὰ θεωρηθῆ ὅτι εἶναι δυνατόν νὰ λειτουργήσῃ ὁ ἐλεύθερος μηχανισμὸς τῆς κατανομῆς τῶν διαθεσίμων. Ἐὰν ἐν τούτοις δύναται νὰ ἰσχυρισθῆ τις ὅτι ὁ μηχανισμὸς οὗτος δὲν εἶναι δυνατόν νὰ λειτουργήσῃ ἢ ἀκόμη ὅτι δὲν εἶναι ἐπιθυμητὸν νὰ λειτουργήσῃ, παραμένει ὁμως τὸ πρόβλημα τῆς περισυλλογῆς τῶν ὑπαρχόντων διαθεσίμων. Καὶ διὰ τὸν σκοπὸν αὐτὸν ἡ δημιουργία τμημάτων εἰς τὴν χρηματαγοράν ἱκανῶν νὰ ἱκανοποιήσουν εἰδικὰς ἀνάγκας ἀποταμιευτῶν καθίσταται ἀπαραίτητος ἐκτὸς ἂν ἡ φορολογία ὑποκαταστήσῃ πλήρως τὸ σύστημα δημιουργίας καὶ περισυλλογῆς τῶν ἀποταμιεύσεων. Τοῦτο ὁμως προκειμένου περὶ ἐλευθέρων οἰκονομιῶν καθίσταται ἀδύνατον.

**Ἡ διάρθρωσις τοῦ συστήματος χρηματοδοτήσεως:** Ἡ δημιουργία καὶ περισυλλογὴ ἀποταμιεύσεων εἰς τὰς ἐλευθέρους οἰκονομίας εἶναι δυνατὴ μόνον ἐφ' ὅσον ὑπάρχει ἐπαρκῶς ἀνεπτυγμένον σύστημα χρηματοδοτήσεως. Ὡς γνωστὸν τὸν κυριώτερον ρόλον ἐν προκειμένῳ παίζουν αἱ Ἐμπορικαὶ Τράπεζαι. Δὲν θὰ πρέπει ὁμως νὰ παραγνωρίζεται καὶ ἡ σπουδαιότης τοῦ ρόλου τῶν ἰδρυμάτων ἀποταμιεύσεως. Ἰδιαιτέρως τὰ τελευταῖα εἶναι ἀπαραίτητα ὄχι τόσο διὰ τὴν περισυλλογὴν τῶν ὑφισταμένων ἀποταμιεύσεων ὅσον διὰ τὴν δημιουργίαν νέων τοιούτων. Ἐν προκειμένῳ θὰ ἔδει νὰ παρατηρηθῆ ὅτι ἡ δημιουργία νέων ἀποταμιεύσεων ὀφείλεται κατὰ κύριον λόγον εἰς τὴν ὑπαρξιν ὀριακῆς ροπῆς πρὸς κατανάλωσιν ἐπιδείξεως. Ἡ τελευταία ἐμφανίζεται εὐθύς ὡς αἱ βᾶσει ὠρισμένων κοινωνικῶν κριτηρίων βασικαὶ ἀνάγκαι ἱκανοποιηθοῦν. Μετὰ τὴν ἱκανοποίησιν τῶν ἀναγκῶν τούτων ἐμφανίζεται καθ' ὠρισμένον ποσοστὸν τὸ φαινόμενον τῆς ἱκανοποιήσεως ἀναγκῶν ἐπιδείξεως. Εἰς τὴν περίπτωσιν ταύτην εἶναι δυνατόν τὰ ἰδρύματα ἀποταμιεύσεων νὰ ἀποσπᾶσούν μέρος τῶν διαθεσίμων τῶν οἰκονομικῶν μονάδων τῶν διαθεθειμένων διὰ τὴν ἱκανοποίησιν ἀναγκῶν ἐπιδείξεως. Τοῦτο εἶναι δυνατόν ἂν

προσφερθούν εις τούς άποταμιευτάς ύψηλά έπιτόκια ή μερίσματα τών όποιών ή «όριακή» χρησιμότης ύπερβαίνει τήν τοιαύτην έκ τής καταναλώσεως έπιδείξεως (1).

Ό ρόλος τής Κεντρικής Τραπεζής εις τήν ανάπτυξιν τών χρηματοδοτικών ιδρυμάτων εις τās ύπαναπτύκτους χώρας θά πρέπει νά μήν έξαντλήται μέ τόν έλεγχον τών ιδρυμάτων τούτων. Βασικόν καθήκον τών νομισματικών άρχών γενικώτερον και τής Κεντρικής Τραπεζής ειδικώτερον θά πρέπει νά είναι ή παρεμπόδισις δημιουργίας πολλών ανεξαρτήτων μονοπωλιακών χρηματοδοτικών ιδρυμάτων και τούτο πρós άποφυγήν τής έκ τής μονοπωλιακής όργανώσεως τών ιδρυμάτων σπατάλης κεφαλαιακών διαθεσίμων, διά τήν κεφαλαιακήν συγκρότησιν τών καθ' έκαστον κειχωρισμένων ιδρυμάτων. Έκτός δέ τούτου και ό έλεγχος πολλών μονοπωλιακών ιδρυμάτων καθίσταται προβληματικός. Έξ άλλου ή όλιγοπωλιακή όργανωσις τών χρηματοδοτικών ιδρυμάτων παρουσιάζει ώρισμένα βασικά χαρακτηριστικά έξαρτώμενα έκ τής άρχής τής ποιότητος τών επενδύσεων, ή όποία κυριαρχεί. Πράγματι βασικώς διακρίνονται δύο άρχαι τής ποιότητος τών επενδύσεων. Η τής συμμετοχής τών χρηματοδοτικών ιδρυμάτων και ιδιαίτερα τών τραπεζών εις τās ύπ' αυτών δανειοδοτουμένας έπιχειρήσεις και ή τής ικανοποίησης έκ μέρους τών χρηματοδοτικών ιδρυμάτων άναγκών κεφαλαίων κινήσεως (έμπορικαι τράπεζαι) ή άναγκών κεφαλαιακής συγκροτήσεως άνευ συμμετοχής. Ούτω εάν ή άρχή τής συμμετοχής είναι ή υπό τών νομισματικών άρχών παραδεδεγμένη τότε ό «όρθόδοξος» τρόπος πολιτικής έλέγχου τών χρηματοδοτικών ιδρυμάτων δέν είναι άποτελεσματικός. Η πολιτική προεξοφλητικού τόκου είναι σχεδόν άνίσχυρος εις τήν περίπτωσιν ταύτην, ή δέ πολιτική τών συναλλαγών άνοικτης άγοράς δέν ενδείκνυται διότι αί διακυμάνσεις τών τιμών τών τίτλων μακροπροθέσμου λήξεως είναι σημαντικάί.

Προκειμένου περι χωρών στερουμένων άνεπτυγμένων χρηματαγορών εις τās όποιας τά ως άνω μέσα νομισματικού έλέγχου δέν έχουν άποτελεσματικήν χρησιμότητα, πρόβλημα ως τó άνωτέρω δέν γεννάται. Γεννάται όμως τó πρόβλημα τού έλέγχου τών όλιγοπωλιακώς συγκροτουμένων χρηματοδοτικών ιδρυμάτων.

Συγκεκριμένως ή δύναμις τών όλιγοπωλιακώς ώργανωμένων έπιχειρηματικών μονάδων είναι σημαντική και ή υίοθέτησις κοινής πολιτικής μεταξύ των είναι περισσότερο εύκολος άπό ότι εις τήν περίπτωσιν τών μονοπωλιακώς ώργανωμένων. Έξ άλλου ή χρηματοδότησις τών άναγκών ανάπτυξεως —έλλείψει χρηματαγοράς— είναι δυνατή μόνον υπό ισχυρών χρηματοδοτικών όργανισμών. Κατά συνέπειαν ό έλεγχος τής Κεντρικής Τραπεζής θά πρέπει νά λαμβάνη κυρίως τήν μορφήν ποιοτικής ξετεάσεως τών χαρτοφυλακίων τών έμπορικών τραπεζών και άλλων χρηματοδοτικών ιδρυμάτων. Τοιοϋτος έλεγχος

1) Γενικώς εν τούτοις τόσοσιν τά άμιγή Τραπεζικά 'Ιδρύματα όσον και τά 'Ιδρύματα 'Αποταμιεύσεων καθώς και τά Μικτής φύσεως είναι άπαραίτητα διά τήν ικανοποίησιν τών άναγκών τών πληρωμών άφ' ενός και τών άναγκών ρευστότητος και εισοδήματος άφ' έτέρου.

ὅμως εἶναι σχεδὸν ἀδύνατος διότι ἡ πολιτικὴ ἐπενδύσεων τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων δὲν εἶναι γενικῶς ἀποτέλεσμα ἀντικειμενικῶν κριτηρίων. Τὰ κοινωνικὰ κριτήρια, ἐξ ἄλλου, τῶν ἐπενδύσεων δὲν ἔχουν ἄφ' ἐνὸς ἐπιβληθῆ καὶ ἄφ' ἐτέρου δὲν εἶναι ἀποτέλεσμα οικονομικῶν παραγόντων. Δὲν θὰ πρέπει νὰ διαφεύγη τῆς προσοχῆς ὅτι κοινωνικὴ χρησιμοποίησις οἰκονομικῶς περι-συλλεγειῶν ἀποταμιεύσεων ἀποτελεῖ ὀξύμωρον σχῆμα, καὶ τοῦτο διότι ἡ οἰκονομικὴ συγκέντρωσις ἀποταμιεύσεων προϋποθέτει τὴν ἱκανοποίησιν τῶν εἰσοδηματικῶν ἀναγκῶν (ἢ ρευστότητος) τῶν ἀποταμιευτῶν ἐνῶ αἱ κοινωνικαὶ ἐπενδύσεις ἀποφέρουν συνήθως μικρὰς ἀποδόσεις καὶ ἔχουν μικρὸν βαθμὸν ρευστότητος. Καθίσταται οὕτω δύσκολον διὰ τὰς κεντρικὰς Τραπεζὰς τῶν ὑπαναπτύκτων χωρῶν νὰ καταβάλλουν προσπάθειάς οἰκονομικῆς συγκεντρώσεως τῶν ἀποταμιεύσεων εἰς τὰ διάφορα χρηματοδοτικὰ ἰδρύματα καὶ νὰ ἐπιβάλλουν τὴν κατὰ κύριον λόγον ἐπένδυσιν τούτων εἰς ἔργα χαμηλῆς ἀποδόσεως. Εἰς τὴν προκειμένην περίπτωσιν θὰ ἀπαιτηθῆ νὰ λάβῃ χώραν εἴτε ἐπιδότησις τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων τῶν ἐπιφορτισθέντων μὲ τὴν περισυλλογὴν τῶν ἀποταμιεύσεων ἢ ἐθνικοποίησις τούτων.

Καὶ ἐὰν ἀκόμη ὁ ἰδιωτικοοικονομικὸς χαρακτήρ τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων δὲν ἐπηρεασθῆ, ἢ κατὰ τὰ ἀνωτέρω ἐπένδυσιν τῶν περισυλλεγειῶν ἀποταμιεύσεων καθιστᾷ ἀδύνατον τὴν χρησιμοποίησιν τῶν συνήθων κριτηρίων διὰ τὴν ἐφαρμογὴν νομισματικοῦ ἐλέγχου. Συγκεκριμένως αἱ συνήθεις σχέσεις μεταξὺ τῶν ἐνεργητικῶν στοιχείων τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων δὲν ἰσχύουν, διότι ἡ ποιοτικὴ σύνθεσις τῶν στοιχείων τούτων καθορίζεται ὑπὸ τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν. Τὸ ἐπιχείρημα τοῦτο ἰσχύει βεβαίως καὶ διὰ τὴν πλέον συνηθισμένην περίπτωσιν τῆς ποιοτικῆς νομισματικῆς πολιτικῆς. Εἶναι δὲ περίεργον ὅτι εἰς τὴν ἐφαρμογὴν τῆς ποιοτικῆς νομισματικῆς πολιτικῆς θεωροῦνται αἱ σχέσεις μεταξὺ τῶν ἐνεργητικῶν στοιχείων τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων ὡς καθοριζόμεναι ὑπὸ τῶν ἰδίων ἰδρυμάτων καὶ δεκτικαὶ ἐλέγχου, ἐνῶ κατ' οὐσίαν εἶναι εἰς σημαντικὸν βαθμὸν ἀποτέλεσμα οὐχὶ τῆς πολιτικῆς τοῦ καθ' ἕκαστον ἰδρύματος ἀλλὰ τῆς νομισματικῆς πολιτικῆς. Μόνον εἰς τὴν περίπτωσιν ποσοτικοῦ ἐλέγχου αἱ ὡς ἄνω σχέσεις δύνανται νὰ θεωρηθοῦν ὡς ἀποτέλεσμα ἀντικειμενικῶν συνθηκῶν.

Καταφαίνεται οὕτω ὅτι ἐφ' ὅσον τὰ χρηματοδοτικὰ ἰδρύματα ἀκολουθοῦν τὴν ἀρχὴν τῆς συμμετοχῆς (καὶ τοῦτο δύναται κατ' ἀρχὴν νὰ γίνῃ μόνον ἐφ' ὅσον ὑπάρχουν ὀλιγοπωλιακὰ χρηματοδοτικὰ συγκροτήματα) ὁ ἔλεγχος τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς καθίσταται ἐν πολλοῖς ἀδύνατος ἴσως δὲ καὶ ἀσύμφορος. Εἰδικώτερον ὡς πρὸς τὸ τελευταῖον θὰ πρέπει νὰ παρατηρηθῆ ὅτι ἐφ' ὅσον ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα μιᾶς χώρας ἐπηρεάζει τὴν ὡς ἀνωτέρω μορφήν πολιτικῆς ἐπενδύσεων, δὲν εἶναι δυνατόν αὕτη νὰ ἐφαρμόζῃ τὴν πολιτικὴν ταύτην εἰς εὐρείαν ἔκτασιν διότι αἱ μεταβολαὶ εἰς τὰς κεφαλαιακὰς ἀξίας εἶναι σημαντικαὶ καὶ δύνανται νὰ ὀδηγήσουν εἰς γενικωτέρους κινδύνους (πανικοῦ). Ἡ πολιτικὴ μιᾶς Κεντρικῆς Τραπεζῆς δὲν θὰ πρέπει νὰ ἀποβλέπῃ εἰς τὸν διὰ τῶν μακροπροθέσμων ἐπενδύσεων ἄμεσον ἐπηρεασμὸν τῶν μεταβολῶν τῶν οἰκονομικῶν μεγεθῶν.

Ἐξεταζομένη ἡ ἀρχὴ τοῦ ἀπλοῦ δανεισμοῦ ὑπὸ τῶν τραπεζῶν ἐμφανίζει τὰ κάτωθι εἰδικώτερα χαρακτηριστικά :

α) Διευκολύνει τὴν πολιτικὴν ἐπενδύσεων τῶν Ἐμπορικῶν Τραπεζῶν δεδομένου ὅτι ἡ ρευστοποίησις καὶ ὑποκατάστασις τῶν δανείων εἶναι εὐκολωτέρα ἀπὸ τὴν τοιαύτην τῶν συμμετοχῶν.

β) Ἐπιτρέπει τὴν εὐνοϊκωτέραν χρησιμοποίησιν τῶν διαθέσιμων καὶ κατὰ συνέπειαν διευκολύνει καὶ τὴν πολιτικὴν ρευστότητος τῶν τραπεζικῶν ἰδρυμάτων, καὶ

γ) Ἡ ἐφαρμογὴ τοῦ Κεντρικοῦ Τραπεζικοῦ ἐλέγχου εἶναι ὀλιγώτερον ἐπίπονος διὰ τὰς Ἐμπορικὰς Τραπεζάς.

Σχετικῶς μὲ τὴν πολιτικὴν ἐπενδύσεων τῶν Ἐμπορικῶν Τραπεζῶν εἶναι γνωστὸν ὅτι αὕτη καθορίζεται ἐν γενικαῖς γραμμαῖς ὑπὸ δύο ἀναλογιῶν ἀντιπροσωπευουσῶν τὴν ἀνωτάτην καὶ κατωτάτην σχέσιν δανείων πρὸς ἐπενδύσεις χαρτοφυλακίου. Μεταξὺ τῶν δύο αὐτῶν σχέσεων ἐν τούτοις ὑφίστανται περιθώρια ὑποκαταστάσεως εἰς τὰς διαφόρους κατηγορίας δανείων. Κατὰ συνέπειαν ὅσον εὐχερέστερος εἶναι ἡ μετατροπὴ τῶν διαφόρων δανείων διὰ τῆς ἐξοφλήσεως τούτων, τόσον εὐκολωτέρα εἶναι καὶ ἡ διὰ τῆς πολιτικῆς ὑποκαταστάσεως ἀξιοποίησις τῶν διαθέσιμων. Ἡ γενικὴ αὕτη ἀρχὴ ἔχει μεγαλυτέραν σημασίαν διὰ τὰς χώρας τὰς στερουμένας ἀνεπτυγμένων χρηματαγορῶν καὶ κατὰ συνέπειαν στερουμένων καὶ φορέων μεταφορᾶς τῶν ἐνεργητικῶν στοιχείων τῶν Ἐμπορικῶν Τραπεζῶν. Εἰς τὰς χώρας ταύτας ἡ ρευστοποίησις τῶν δανείων εἶναι σχεδὸν ταυτόσημος πρὸς, καὶ ἐξαρτᾶται ἀπὸ, τὴν ἐξοφλήσιν καὶ οὐχὶ ἀπὸ τὴν μεταφορὰν τούτων.

Τὰ ἀνωτέρω ἰσχύουν βεβαίως καὶ διὰ τὴν πολιτικὴν ρευστότητος τῶν Ἐμπορικῶν Τραπεζῶν.

Ὅσον ἀφορᾷ τὸν ἔλεγχον τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς δέον νὰ παρατηρηθοῦν τὰ ἀκόλουθα : Ὁ ἔλεγχος οὗτος στηρίζεται ἐπὶ τῆς ἀρχῆς τῆς ἐπιβολῆς τῆς πολιτικῆς ὑποκαταστάσεως εἰς τραπεζικὰ ἰδρύματα. Σπανίως δὲ αὕτη συνταυτίζεται καὶ μὲ τὴν πολιτικὴν ὑποκαταστάσεως τῶν Ἐμπορικῶν Τραπεζῶν.

Κατὰ συνέπειαν ὅσον περισσότερον ρευστοποιήσιμα—μεταφέρσιμα εἶναι τὰ ἐνεργητικὰ στοιχεῖα τῶν Ἐμπορικῶν Τραπεζῶν τόσον περισσότερον ἐπιτυχῆς εἶναι ἡ ὑπὸ τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς ἐπιβαλλομένη πολιτικὴ ὑποκατάστασεως καὶ τόσον ὀλιγώτερον ὀδυνηρὰ εἶναι αὕτη διὰ τὰ Τραπεζικὰ Ἰδρύματα. Εἰς τὰς χώρας εἰς τὰς ὁποίας ὑπάρχουν ἀνεπτυγμέναι χρηματαγοραὶ εἶναι δυνατὸν ἀκόμη καὶ συμμετοχαὶ τῶν Ἐμπορικῶν Τραπεζῶν νὰ ρευστοποιηθοῦν. Ἐνῶ εἰς χώρας στερουμένας ἀνεπτυγμένων χρηματαγορῶν ὡς ἐτονίσθη καὶ αὕτη αὕτη ἡ μεταφορὰ τῶν βραχυπροθέσμων ἐνεργητικῶν στοιχείων τῶν Ἐμπορικῶν Τραπεζῶν καθίσταται προβληματικὴ.

Φαίνεται ὅτι ἡ μορφή τοῦ ἀπλοῦ δανεισμοῦ τῶν τραπεζικῶν ἰδρυμάτων ἐνδείκνυται εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας. Πιθανὸν ἐν τούτοις νὰ προταθῇ τὸ ἐπιχείρημα ὅτι ἡ πολιτικὴ τῶν τραπεζικῶν ἢ ἄλλων χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων δὲν θὰ πρέπει νὰ διαμορφώνεται μὲ σκοπὸν τὴν διευκόλυνσιν τοῦ

έλέγχου εκ μέρους τής Κεντρικής Τραπεζής. Εις τούτο θά ήδύνατο νά παρατηρηθοῦν τὰ ακόλουθα :

**Πρῶτον**, παρ' ὄλον ὅτι τὰ πλέον ἐξελιγμένα τραπεζικά συστήματα ἀρχικῶς ἐδημιουργήθησαν καί διεμόρφωσαν τήν πολιτικήν των ἀνεξαρτήτως ἐλέγχου, ἐντούτοις δὲν θά πρέπει νά παροραῖται καί τὸ γεγονός ὅτι αἱ πτωχεύσεις ὑπῆρξαν μόνιμον φαινόμενον κατὰ τὰς ἐποχὰς ὅτε ὁ ἔλεγχος τής Κεντρικῆς Τραπεζῆς ἢ ἄλλων ὀργάνων ἐλέγχου ἦτο ἀνύπαρκτος. Αἱ συνέπειαι δὲ τῶν πτωχεύσεων δὲν ἐξηντλήθησαν μὲ τήν ἐκμηδένισιν τῶν τραπεζικῶν ἰδρυμάτων ἀλλὰ ἐπηρέασαν τήν ἐξέλιξιν τῶν οἰκονομικῶν μεγεθῶν γενικώτερον. Ἡ μέθοδος τοῦ πειραματισμοῦ ἔχει σοβαρὰς συνεπείας. Κατὰ συνέπειαν καί ἐὰν ἀκόμη τὸ ἀντικείμενον τής Κεντρικῆς Τραπεζικῆς Πολιτικῆς δὲν ἀποβλέπει εἰς γενικώτερους σκοποὺς πολιτικῆς κοινωνικῶν ἐπενδύσεων ἢ καί ἰσοζυγίου πληρωμῶν, ὁ ἔλεγχος οὗτος εἶναι ἀπαραίτητος ἐφ' ὅσον ὁ ρυθμὸς τής περισυλλογῆς τῶν ἀποταμιεύσεων καί διαφυλάξεως τούτων θεωρεῖται ὅτι πρέπει νά διατηρηθῆ.

**Δεύτερον**, ὁ δεύτερος παράγων ὅστις ἐπιβάλλει τήν διαμόρφωσιν κανόνων πολιτικῆς τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων διευκολυνόντων τὸν κεντρικὸν τραπεζικὸν ἔλεγχον ἀναφέρεται εἰς τήν σπουδαιότητα, ἣν ἔχει λάβει ἢ κατανομή τῶν διαθεσίμων τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων διὰ τήν κοινωνικὴν πολιτικὴν ἐπενδύσεων ὡς ἀνελύθη ἐνωρίτερον. Ὁ παράγων οὗτος ἐπιτάσσει ὅτι ἡ πολιτικὴ τῶν ἐπενδύσεων τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων δὲν θά πρέπει νά εἶναι ἀποκλειστικῶς ἀντικείμενον τῶν ἰδρυμάτων τούτων.

**Τρίτον**. Τέλος ὡς εἰς τὰς περιπτώσεις τής πολιτικῆς οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως αἱ ὑπανάπτυκτοι χώραι δὲν ἀκολουθοῦν τήν πολιτικὴν τής «ἐξελίξεως», ἣτις ἠκολοθηθήτη ὑπὸ τῶν ἀνεπτυγμένων χωρῶν ὡς ἡ Ἀγγλία, Γαλλία καί Ἀμερική, ἀλλὰ τούναντίον ἐφαρμόζουν τὰς τελευταίας μεθόδους τής οἰκονομικῆς ἀναλύσεως καί τεχνικῆς. Οὕτω καί εἰς τήν περίπτωσιν τοῦ κεντρικοῦ τραπεζικοῦ ἐλέγχου αἱ ὑπανάπτυκτοι χώραι δὲν εἶναι δυνατὸν νά ἀνεχθοῦν τήν πολυτέλειαν τής ἐξελίξεως τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων εἰς ἐλεγχόμενα τοιαῦτα.

Βεβαίως αἱ ἀνωτέρω παρατηρήσεις δὲν θά πρέπει νά ὠθήσουν τὸν ἀναγνώστην εἰς τὸ συμπέρασμα ὅτι ἡ ἰδανικὴ πολιτικὴ τῶν τραπεζικῶν ἰδρυμάτων εἶναι ἡ τοιαύτη τοῦ ἀπλοῦ δανεισμοῦ. Ἄτυχῶς εἰς τὰς ὑπανάπτυκτους χώρας ὑπάρχουν σοβαρὰ πιστωτικὰ κενὰ ἰδίᾳ εἰς τὸν τομέα τῶν χρηματοδοτήσεων μακροπροθέσμων πιστωτικῶν ἀναγκῶν, τὰ ὅποια ἔλλειπει ἐθισμοῦ δανεισμοῦ διὰ τῆς κεφαλαιαγορᾶς θά πρέπει νά πληρωθοῦν ὑπὸ τῶν τραπεζικῶν ἰδρυμάτων. Τοῦτο βεβαίως καθιστᾷ τὸν ἔλεγχον ἐκ μέρους τής Κεντρικῆς Τραπεζῆς ἐνδεχομένως περισσότερον ὀδυνηρὸν καί κατὰ συνέπειαν ἀπαιτεῖται μεγαλυτέρα προσοχή. Τὸ φαινόμενον τοῦτο ὅμως δὲν θά πρέπει νά ἀποτελῆ μόνιμον τροχοπέδην εἰς τήν ἐφαρμογὴν τοῦ νομισματικοῦ ἐλέγχου. Καί ἐὰν ἀκόμη δὲν εἶναι δυνατὸν νά δημιουργηθοῦν ἰδρύματα χρηματαγορᾶς κατάλληλα νά ἀναλάβουν τὸν ρόλον τῆς πληρώσεως τῶν μακροπροθέσμων πιστωτικῶν κενῶν τῶν μακροπροθέσμων ἀναγκῶν ἢ εἰδικευμένων πιστωτι-

κῶν ἀναγκῶν, θὰ πρέπει τὰ τραπεζικὰ ἰδρύματα νὰ διαχωρίζουν σαφῶς τὰς λειτουργίας ἱκανοποιήσεως μὴ καθαρῶς τραπεζικῶν ἀναγκῶν (π. χ. ἀσφαλιστικὸν λειτούργημα) ἀπὸ τὰς λοιπὰς. Κατ' αὐτὸν τὸν τρόπον καὶ ἡ πολιτικὴ ρευστότητος θὰ εἶναι εὐχερεστέρα καὶ ὁ ἔλεγχος τῆς Κεντρικῆς Τραπεζῆς θὰ εἶναι δυνατὸν νὰ ἐξασκηθῆ εἰς οἰανδήποτε ἔκτασιν ἐπιθυμοῦν αἱ Νομισματικαὶ Ἀρχαὶ ἄνευ φόβου ἀμέσων ἐπιδράσεων ἐπὶ τοῦ χαρτοφυλακίου τῶν μακροπροθέσμων ἐπενδύσεων. Βεβαίως ἔμμεσοι ἐπιδράσεις θὰ ὑπάρξουν ἐφ' ὅσον, ὡς ἐτονίσθη ἐνωρίτερον, ὁ κανὼν τῆς πολιτικῆς ἐπενδύσεως τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων εἶναι ἡ ὑποκατάστασις τῶν διαφόρων ἐνεργητικῶν στοιχείων μεταξύ των, αὐταὶ ὅμως δὲν θὰ ἐμφανίζωνται ὡς ἀπαγορευτικαὶ ἐφ' ὅσον δὲν ὑπάρχει καὶ δυνατότης σοβαρῶν μεταφορῶν. Ἐπίσης θὰ εἶναι δυνατὸν νὰ ἀσκηθῆ ἀπ' εὐθείας ἐπίδρασις ἐπὶ τοῦ χαρτοφυλακίου τῶν μακροπροθέσμων ἐπενδύσεων. Ἐπὶ τούτου δέον νὰ παρατηρηθῆ ὅτι εἰς τὰς χώρας ἐνθα ὑπάρχουν ἀνεπτυγμέναι χρηματαγοραὶ ὁ Κεντρικὸς Τραπεζιτικὸς Ἐλεγχος ὑπὸ μίαν ἐκ τῶν τριῶν μορφῶν — προεξοφλητικοῦ τόκου, συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς καὶ πολιτικῆς ἀποθεματικῶν — ἐξασκεῖται μέσῳ τῶν τραπεζῶν καὶ ἐκεῖθεν μέσῳ τῆς πολιτικῆς τῆς ὑποκαταστάσεως ἢ ἐπίδρασις μεταδίδεται εἰς ἄλλα τμήματα τῶν ἐπενδύσεων τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων. Βεβαίως καθ' ὃ μέτρον ἐξασκεῖται πολιτικὴ ἐπιβαλλομένων ἐπιτοκίων (π. χ. εἰς Η.Π.Α. τὰ ἐπιτόκια διὰ δάνεια οἰκοδομῶν καθορίζονται ὑπὸ τῶν Ἀρχῶν) ἢ καὶ ἄλλου εἴδους ποιοτικὴ πολιτικὴ εἶναι δυνατὸν νὰ ἐπηρεάζωνται πολλὰ τμήματα τῶν ἐπενδύσεων τῶν χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων συγχρόνως. Τὸ ἴδιον δὲ δύναται νὰ διατυπωθῆ καὶ διὰ τὴν πολιτικὴν τῶν συναλλαγῶν ἀνοικτῆς ἀγορᾶς ὅσον ἀφορᾷ τοὺς τίτλους μέσης καὶ μακρᾶς λήξεως. Εἰς χώρας ἐν τούτοις στερουμένης χρηματαγορῶν ὁ ποιοτικὸς ἔλεγχος τῶν ἐπενδύσεων ἐνδείκνυται ὅπως ἀσκήται ἀμέσως καὶ ἐπὶ τῶν μακροπροθέσμων τοποθετήσεων τῶν Τραπεζῶν καὶ ἄλλων χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων. Ἐν πάσῃ περιπτώσει ἐφ' ὅσον παρίσταται ἀνάγκη διὰ τὰς ἐμπορικὰς Τραπεζὰς νὰ ὑποκαθιστοῦν τὴν κεφαλαιαγορὰν εἰς τὸν ρόλον τῆς ἱκανοποιήσεως κεφαλαιακῶν ἀναγκῶν, πρέπει ὁ διαχωρισμὸς τῶν τοιούτων ἐπενδύσεων ἀπὸ τὰς λοιπὰς τραπεζικὰς τοιαύτας νὰ μὴ ἐξαντλήται μὲ τὸν τυπικὸν διαχωρισμὸν των εἰς τοὺς ἰσολογισμούς. Κυρίως θὰ πρέπει νὰ ἀποφεύγηται ὑψηλὴ συσχέτισις παροχῆς κεφαλαίων ἐγκαταστάσεων καὶ βραχυπροθέσμων τοιούτων εἰς τὴν ἰδίαν ἐπιχειρηματικὴν μονάδα διότι ἐν τοιαύτῃ περιπτώσει αἱ ἀρχαί, αἱ ὁποῖαι πρυτανεύουν εἰς τὴν παροχὴν βραχυπροθέσμων πιστώσεων θὰ ἀλλοιωθοῦν διὰ νὰ «διαφυλαχθῆ» ὁ μακροπροθέσμος δανειζόμενος.

Τέλος δὲν θὰ πρέπει νὰ διαφεύγη τῆς προσοχῆς καὶ τὸ γεγονός ὅτι ἡ ὑποκατάστασις τῶν τραπεζῶν εἰς τὸν ρόλον ἱκανοποιήσεως μακροπροθέσμων ἀναγκῶν τῶν ἐπιχειρήσεων, θὰ πρέπει νὰ ἀντιμετωπίζεται ὡς τι τὸ προσωρινόν. Ὁ διὰ μέσου τῶν κεφαλαιαγορῶν δανεισμὸς ἐξασκεῖ καὶ ρόλον «καθαρτικόν» διὰ τοὺς δανειζομένους, ὁ ὁποῖος εἶναι περισσότερον ἀντικειμενικὸς καὶ ἀπρόσωπος ἀπὸ ὅ,τι ὁ διὰ μέσου τῶν τραπεζῶν, αἱ ὁποῖαι ἔχουν «πελάτας» καὶ οἱ ὁποῖοι ἀναμένεται νὰ παραμείνουν ὡς τοιοῦτοι.

**Δημόσιον χρέος:** Ἐκτὸς τοῦ προβλήματος τῆς μορφῆς τοῦ δανεισμοῦ ὑπὸ τῶν διαφόρων χρηματοδοτικῶν ἰδρυμάτων, τὸ ὁποῖον δύναται νὰ θεωρηθῆ ἄχρι ἐνὸς ὁρίου ὡς θεσμολογικὸν ὑφίσταται καὶ τὸ πρόβλημα τοῦ Κρατικοῦ Δανεισμοῦ οὐχὶ μόνον διὰ τὴν ἱκανοποίησιν ταμιακῶν ἀναγκῶν καὶ τοιοῦτων ὠρισμένων κεφαλαιακῶν ἐπενδύσεων ἀλλὰ διὰ τὰς εἰς μεγαλυτέραν ἔκτασιν ἀνάγκας τὰς ἀπορροεύσας ἐκ τῆς Κυβερνητικῆς πολιτικῆς ἐπενδύσεων καὶ οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως. Εἶναι γνωστὸν ὅτι αἱ ἀνάγκαι αὗται διὰ τὰς ἀναπτυσσομένης χώρας εἶναι σημαντικαὶ καὶ καθίστανται μὲ τὴν πάροδον τοῦ χρόνου σημαντικώτεραι. Τὰ προβλήματα δὲ τὰ ὁποῖα ἐμφανίζει εἶναι ποικίλα.

Ὡς γνωστὸν πρὸ τοῦ Κέυνες ἡ συζήτησις ὅσον ἀφορᾷ τὰς οἰκονομικὰς συνεπείας τοῦ δημοσίου χρέους ἐβασίζετο ἐπὶ τῆς ὑποθέσεως ὅτι ὑφίσταται τάσις εἰς τὸ οἰκονομικὸν σύστημα ἐπιβάλλουσα τὴν ἐπίτευξιν ἐπιπέδου πληθῶν ἀπασχολήσεως. Κατὰ συνέπειαν ἡ ἀνάλυσις τοῦ δημοσίου χρέους ἀφώρρα κυρίως τὴν ἀπάντησιν εἰς τὸ ἐρώτημα ἐὰν τὸ δημόσιον χρέος αὐτὸ καθ' ἑαυτὸ ἐπέβαλλεν ἓνα εἶδος «θυσίας» διὰ τὰς οἰκονομικὰς μονάδας. Ἡ Κεϋνσιανὴ θεωρία ἐπέφερε δύο ἀλλαγὰς εἰς τὸν ὡς ἄνω τρόπον σκέψεως τῶν κλασσικῶν καὶ συγκεκριμένως:

α) Κατεβλήθη προσπάθεια ὅπως μελετηθοῦν εἰς σοβαρὰν ἔκτασιν τὰ προβλήματα, τὰ ὁποῖα δημιουργοῦνται ἐκ τῶν μεταβολῶν τοῦ δημοσίου χρέους καὶ τῆς ἐπιδράσεως τῶν μεταβολῶν τούτων ἐπὶ τῆς συνολικῆς ζητήσεως καὶ ἀπασχολήσεως.

β) Ἐγένετο μία ἐπανεξέτασις τῆς ἰδέας τῆς ἐκ τοῦ δημοσίου χρέους προκυπτούσης «θυσίας».

Ὅσον ἀφορᾷ τὴν πρώτην ἀλλαγὴν, ἡ συζήτησις συνεχίζεται δεδομένου ὅτι καὶ ἡ Ἐπιτροπὴ Radcliffe ἠσχολήθη μὲ τὸ πρόβλημα τῆς πολιτικῆς τῆς σταθερότητος ἐν σχέσει μὲ τὴν ὑπαρξιν τοῦ δημοσίου χρέους. Ἐθεώρησε δὲ ἡ Ἐπιτροπὴ αὕτη ὡς ἀπαραίτητον τὴν ὑπαρξιν τοῦ δημοσίου χρέους διὰ τὴν ἐπιτυχῆ ἐφαρμογὴν τῆς νομισματικῆς πολιτικῆς. Πέραν δὲ τούτου ἐθεωρήθη ὑπὸ τῆς Ἐπιτροπῆς ὅτι τὸ δημόσιον χρέος ἔχει καὶ κοινωνικὴν σπουδαιότητα.

Ἡ διὰ τοῦ ἄνω τρόπου ἀντιμετώπισις τοῦ προβλήματος τοῦ δημοσίου χρέους ἀποδίδει πρωτεύουσαν σημασίαν εἰς τὴν οὕτως εἶπεν «συνολικὴν» μακρο-οικονομικὴν ἐπίδρασιν τῆς ὑπάρξεως τοῦ δημοσίου χρέους ἐπὶ τῆς συνολικῆς προσφορᾶς καὶ ζητήσεως τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς. Μόνον δευτερεύουσα σημασία ἀποδίδεται εἰς τὸ πρόβλημα τῆς οἰκονομικῆς (ἀποδοτικῆς) κατανομῆς τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς. Ἐν ἄλλοις λόγοις ἡ ἀνάλυσις τοῦ δημοσίου χρέους ἀπὸ πλευρᾶς πολιτικῆς σταθεροποιήσεως ἀποβλέπει εἰς τὴν ἐξέτασιν τῶν ὀλικῶν μεγεθῶν προϋποθέτουσα ὅμως ὅτι αἱ μεταβολαὶ τῶν μερικῶν μεγεθῶν συμψηφίζονται μεταξύ των,

Ἡ τοιαύτη ἀντιμετώπισις τοῦ προβλήματος τοῦ δημοσίου χρέους περιορίζει ἀτυχῶς τὴν ἀνάλυσιν εἰς τὸ πρόβλημα τῆς ἐκ τοῦ Δημοσίου χρέους προκυπτούσης «θυσίας».

Ἀποδοτικωτέρα θὰ ἦτο μία ἀναλυτικὴ σύγκρισις τῆς κλασσικῆς καὶ μετα-Κεῦνσιανῆς ἰδέας ὅσον ἀφορᾷ τὴν αἰτιολόγησιν καὶ δικαιολόγησιν τῆς ἐκ τοῦ δημοσίου χρέους θυσίας. Δύναται νὰ παρατηρηθῇ ὅτι ἡ μετα-Κεῦνσιανὴ συζήτησις ἐπὶ τοῦ δημοσίου χρέους εἶχε ὡς ἀποτέλεσμα τὴν δημιουργίαν τριῶν ἐπιχειρημάτων, τὰ ὁποῖα φαίνεται νὰ ἀντιμάχωνται τὰς παλαιοτέρας ἀντιλήψεις. Τὰ ἐπιχειρήματα ταῦτα δύναται νὰ διακριθοῦν ὡς ἀκολούθως :

**Πρῶτον :** Ἡ σπουδαιότης τοῦ ἐπιχειρήματος ὅτι ὁ σημερινὸς δανεισμὸς τοῦ Κράτους δὲν εἶναι δυνατόν νὰ ἐπιβαρύνῃ τὰς μελλούσας γενεάς.

**Δεύτερον :** Ἡ διαφορὰ (οἰκονομικὴ) μεταξὺ τοῦ δημοσίου χρέους καὶ τοῦ Ἰδιωτικοῦ ὅσον ἀφορᾷ τὰς ἐπιπτώσεις των, καὶ

**Τρίτον :** Τὸ ἐσωτερικὸν δημόσιον χρέος, τὸ ὁποῖον διαφέρει εἰς τὰς ἐπιπτώσεις του ἀπὸ τὸ ἐξωτερικόν.

Τὸ πρῶτον ἐπιχείρημα ἀφορᾷ τὸ κατ' ἐξοχὴν πρόβλημα τῆς θυσίας. Βεβαίως εἶναι δυνατόν νὰ διατυπωθῇ ὅτι ὁ κρατικὸς δανεισμὸς ἐπιβάλλει ὠρισμένην θυσίαν (κυρίως ὑπὸ τὴν μορφήν διαφόρων διοικητικῶν ἐξόδων κλπ.) διὰ τὰς μελλούσας γενεάς. Ἐπίσης δὲν δύναται νὰ παροραθῇ καὶ τὸ γεγονός ὅτι ἀπὸ ἀπόψεως ἐπιπτώσεων ἐπὶ τῶν οἰκονομικῶν μονάδων (ἀτομικῶς λαμβανομένων) τόσον διὰ τὸ παρὸν ὅσον καὶ διὰ τὸ μέλλον αὐταὶ θὰ εἶναι διαφορετικαὶ τῶν ἐπιπτώσεων ἐκείνων, αἵτινες θὰ προκύψουν ἀπὸ τὴν χρησιμοποίησιν τοῦ φόρου ὡς μέσου ἰκανοποιήσεως τῶν χρηματοδοτικῶν ἀναγκῶν τοῦ Δημοσίου. Δύναται ἐν τούτοις νὰ προταθῇ ὅτι ὁ κρατικὸς δανεισμὸς δὲν δημιουργεῖ πραγματικὴν θυσίαν διὰ τὰς μελλούσας γενεάς καὶ τοῦτο διότι ἡ ὑποχρέωσις ἐξοφλήσεως ἰσοδυναμεῖ μὲ ἀπλᾶς μεταφορὰς χρηματικῶν ποσῶν μὲ συνέπειαν νὰ ἐπέρχεται συμψηφισμὸς ὑποχρεώσεων καὶ ἀπαιτήσεων. Ἡ μεταφορὰ χρηματικῶν ποσῶν ἀπὸ ἰδιωτικὰς οἰκονομικὰς μονάδας πρὸς τὸ Δημόσιον, ἐφ' ὅσον ταῦτα χρησιμοποιηθοῦν ὑπὸ τοῦ τελευταίου κατὰ τὴν ἰδίαν περίοδον, ἔχει ὡς συνέπειαν τὴν μεταφορὰν συντελεστῶν παραγωγῆς ἀπὸ τὸν ἰδιωτικὸν εἰς τὸν δημόσιον τομέα. Ὑπάρχει οὕτω ὠρισμένη «θυσία» ἀπὸ πλευρᾶς ἰδιωτικοῦ τομέως. Ἡ θυσία αὕτη ἐν τούτοις εἶναι συνέπεια τῆς δαπάνης τῶν ὑπὸ τοῦ Δημοσίου δανειζομένων ποσῶν καὶ οὐχὶ τῆς πράξεως τοῦ δανεισμοῦ αὐτοῦ καθ' ἑαυτοῦ, ἀφορᾷ δὲ τὴν παρούσαν γενεάν καὶ οὐχὶ τὰς μελλούσας. Ἡ θέσις αὕτη βεβαίως εἶναι καταφανὲς ὅτι διαφέρει σημαντικῶς ἀπὸ ἐκείνην τῆς προ-Κεῦνσιανῆς ἐποχῆς, ὅτε ὡς θυσία ὑπενόητο ἡ ὑποχρέωσις τῶν μελλουσῶν γενεῶν διὰ τὴν ἐξόφλησιν τοῦ δημοσίου χρέους τοῦ παρελθόντος.

Ὅσον ἀφορᾷ τὸ δεύτερον ἐπιχείρημα δέον νὰ παρατηρηθοῦν τὰ ἀκόλουθα: Ὡς γνωστόν, κατὰ τὴν κλασσικὴν θεωρίαν τοῦ δημοσίου χρέους δὲν ὑφίσταται διαφορὰ μεταξὺ τοῦ Δημοσίου καὶ τοῦ Ἰδιωτικοῦ χρέους ἀπὸ πλευρᾶς κόστους. Διὰ τὸν ἰδιώτην ὅμως τὸ κόστος τοῦ δανεισμοῦ (κυρίως τόκος) διὰ χρέος τοῦ παρελθόντος ἀποτελεῖ πραγματικὴν θυσίαν. Τὸ ἴδιον ὅμως δὲν δύναται νὰ διατυπωθῇ καὶ διὰ τὴν περίπτωσιν τοῦ κόστους τοῦ δημοσίου δανεισμοῦ ἐφ' ὅσον προκειμένου περὶ ἐσωτερικοῦ δημοσίου χρέους καὶ οἱ λαμβάνοντες τόκους διὰ τοὺς ὑπὸ τὴν κατοχὴν των τίτλους τοῦ Δη-



μοσίου και οι καταβάλλοντες τούτους υπό την μορφήν φόρων είναι οι αυτοί(1). Έξ άλλου η κατανομή των κοινωνικών εισοδηματικών ροών χρονικώς δεν μεταβάλλεται εις σοβαράν έκτασιν λόγω τῆς υπάρξεως τοῦ δημοσίου χρέους. Ἐν τούτοις ἂν και ἡ ἀπόρριψις τῆς ἀναλογίας τοῦ δημοσίου και ιδιωτικοῦ χρέους, ὡς αὕτη διετυπώθη ὑπὸ τῶν κλασσικῶν, θεωρεῖται ὡς γενικὴ ἀρχή, ἡ ἐπίδρασις τῆς ἀναλογίας φαίνεται νὰ εἶναι ἀρκετὰ σαφῆς ὅσον ἀφορᾷ τὸ πρόβλημα τῆς ἀπασχολήσεως. Τὸ ἐπιχείρημα τοῦτο ἔχει χρησιμοποιηθῆ ἐιδικῶς διὰ τὴν ὑποστήριξιν τῆς γνώμης ὅτι εἰς περιόδους ὑποαπασχολήσεως μία αὔξησις τοῦ δημοσίου χρέους δύναται νὰ χρησιμοποιηθῆ διὰ τὴν αὔξησιν τῆς ἀπασχολήσεως και τοῦ εισοδήματος. Οὕτω αἱ μελλοντικαὶ πληρωμαὶ δύνανται νὰ προέλθουν ἀπὸ τὸ ηὔξημένον εισόδημα και ἐν τελευταίᾳ ἀναλύσει ἀπὸ τὰ ηὔξημένα φορολογικὰ ἔσοδα, ἀνευ ἀνάγκης αὔξησεως τῶν φορολογικῶν συντελεστῶν. Ἐν τοιαύτῃ περιπτώσει αἱ μέλλουσαι γενεαὶ δὲν θὰ ὑποστοῦν θυσίαν.

Τέλος σχετικῶς μὲ τὸ τρίτον ἐπιχείρημα δύναται νὰ παρατηρηθῆ ὅτι ἔὰν ἡ θέσις τῶν κλασσικῶν ἐπὶ τοῦ προβλήματος τοῦ δημοσίου χρέους δὲν διαχωρίζη τὸ ἐσωτερικὸν ἀπὸ τὸ ἐξωτερικόν, ἡ μετα-Κεῦνσιανὴ θέσις εἶναι διάφορος, ὑπὸ τὴν ἔννοιαν ὅτι αἱ ἐπιπτώσεις τοῦ ιδιωτικοῦ χρέους εἶναι διάφοροι τῶν τοῦ δημοσίου. Ἡ διαφορὰ δὲ ἔγκειται εἰς τὸ γεγονός ὅτι αἱ πληρωμαὶ γίνονται εἰς τὸ ἐξωτερικόν και κατὰ συνέπειαν ἔλλείπει ὁ συμψηφιστικὸς μηχανισμὸς ὡς εἰς τὴν περίπτωσιν τοῦ ἐσωτερικοῦ Δημοσίου χρέους.

Ἡ ἀνωτέρω διατυπωθεῖσα νέα θέσις ὅσον ἀφορᾷ τὴν μορφήν, ἦν λαμβάνει ἡ ἐκ τοῦ δημοσίου χρέους «θυσία» τοῦ κοινοῦ ἔχει γίνεαι γενικῶς ἀποδεκτὴ και τοῦτο διότι θεωρεῖται σήμερον ὅτι διὰ καταλλήλου πολιτικῆς δημοσίου χρέους δύνανται νὰ ἐπιτευχθοῦν ἀνώτερα ἐπίπεδα ἀπασχολήσεως και εισοδήματος. Συνέπεια δὲ τούτου εἶναι βεβαίως και τὸ γεγονός ὅτι τὸ μέγεθος τοῦ δημοσίου χρέους δὲν ἐνδιαφέρει εἰς τὴν ἰδίαν έκτασιν ὡς κατὰ τὴν περίοδον τῆς ἐφαρμογῆς «ὀρθοδόξων» μέσων οἰκονομικῆς πολιτικῆς. Ἐν τούτοις ἡ ὡς ἄνω θέσις περιέχει ἐν αὐτῇ μίαν οὕτως εἰπεῖν ἀντινομίαν. Ἡ ἀντινομία δὲ αὕτη ὀφείλεται εἰς τὸ γεγονός ὅτι ἐφ' ὅσον ὁ ἐσωτερικὸς δανεισμὸς ὑπὸ τοῦ Δημοσίου δὲν ἐπιβάλλει ὠρισμένην «θυσίαν» ἐπὶ τοῦ κοινοῦ, ὡς τοῦτο γίνεται εἰς τὴν περίπτωσιν τοῦ ἐξωτερικοῦ δανεισμοῦ, καθίσταται προτιμότερος ὁ ἐσωτερικὸς δανεισμὸς ἀνεξαρτήτως κόστους δανεισμοῦ και ὅταν ἀκόμη τὸ κόστος δανεισμοῦ εἰς τὸ ἐξωτερικόν εἶναι μηδέν. Ἐν πάσῃ περιπτώσει τόσον ἡ νέα θέσις ἐπὶ τοῦ προβλήματος τῆς ἐκ τοῦ δημοσίου χρέους «θυσίας» ὅσον και ἡ παρατηρηθεῖσα ἀντινομία, προκαλοῦν δύο ἐρωτήματα. Τὸ πρῶτον ἀφορᾷ τὴν ἀναλυτικὴν μέθοδον, ἡ ὁποία χρησιμοποιεῖται διὰ τὴν μελέτην τοῦ προβλήματος τῆς «θυσίας». Συγκεκριμένως ἀπαιτεῖται νὰ διατυπωθῆ σαφῶς ἡ θέσις (κατάστασις) πρὸς τὴν ὁποίαν συγκρίνεται ἡ περίπτωσις τοῦ δημοσίου δανεισμοῦ. Τὸ δεύτερον ἐρώτημα ἀναφέρε-

1) Τὸ ἴδιον δὲ ἰσχύει και διὰ τὴν καταβολὴν τῶν ἀναγκασιούτων ποσῶν διὰ τὴν ἐξόφλησιν.

ται εις τὸ εἶδος τοῦ χρέους, τὸ ὁποῖον λαμβάνεται ὑπ' ὄψιν εις τὴν μελέτην τοῦ προβλήματος τῆς θυσίας.

Ὅσον ἀφορᾷ τὸ πρῶτον ἐρώτημα ἡ ἀνάλυσις τοῦ προβλήματος τῆς «θυσίας» εἴθισται νὰ γίνεται ἐν σχέσει μὲ τὴν περίπτωσιν τῆς παντελοῦς ἔλλειψεως δανεισμοῦ τοῦ Δημοσίου. Εἰς τὴν περίπτωσιν δὲ ταύτην θεωρεῖται ὅτι τόσοι τὰ μεγέθη ὅσον καὶ αἱ μεταξύ τούτων σχέσεις εἰς τὴν οἰκονομίαν παραμένουσιν ἀναλλοίωτοι. Ἡ ὑπόθεσις αὕτη φαίνεται νὰ εἶναι ἐσφαλμένη, πηγάζει δὲ ἐκ μιᾶς ἄλλης ὑποθέσεως βάσει τῆς ὁποίας τὸ δημόσιον χρέος θεωρεῖται μόνον ὡς μέσον ἰκανοποιήσεως τῶν πιστωτικῶν ἀναγκῶν τοῦ Δημοσίου. Κατὰ τὴν ἀντίληψιν ταύτην τὸ δημόσιον χρέος θεωρεῖται ὡς ἓνα ἐπὶ πλέον οἰκονομικὸν μέγεθος μὴ ἐπηρεάζον τὰς σχέσεις τῶν ὑπολοίπων οἰκονομικῶν μεγεθῶν καὶ κατὰ συνέπειαν ὡς μὴ ἐπηρεάζον τὰς διαφόρους ροπὰς πρὸς δαπάνην καὶ ἀποταμίευσιν τῶν οἰκονομικῶν μονάδων. Τοῦτο ὅμως δὲν εἶναι ὀρθόν, πρῶτον διότι σήμερον ἔχουν δημιουργηθῆ ὠρισμένοι ἀνάγκαι διὰ τοποθετήσεις τῶν διαθεσίμων τῶν οἰκονομικῶν μονάδων εἰς χρεώγραφα τοῦ Δημοσίου ἔχοντα ὑψηλὸν ρυθμὸν μεταφερισιμότητος καὶ ἀσφαλείας καί, δεύτερον, ἡ ἀνάλυσις θὰ πρέπει πάντοτε νὰ λαμβάνη ὑπ' ὄψιν τὰς ὑπαρχούσας διεξόδους διὰ τὸ Δημόσιον πρὸς ἰκανοποίησιν τῶν χρηματοδοτικῶν του ἀναγκῶν. Ἐν προκειμένῳ δύναται νὰ διατυπωθῆ ὅτι ἡ διεξοδος τῆς φορολογίας δημιουργεῖ ἄλλας μεταβολὰς εἰς τὰ μεγέθη τῆς οἰκονομίας.

Ὅσον ἀφορᾷ τὸ δεύτερον ἐρώτημα τὸ σχέσιν ἔχον μὲ τὸ εἶδος τοῦ χρέους δεόν νὰ παρατηρηθῶν τὰ ἀκόλουθα: Μέχρι τοῦδε ἡ συζήτησις περὶ τῆς ἐκ τοῦ Δημοσίου χρέους προκυπτούσης «θυσίας» ἐβασίζετο ἐπὶ τῆς ὑποθέσεως ὅτι τὸ Δημόσιον χρέος ἀποτελεῖται ἀπὸ ὠρισμένης συγκεκριμένης κατηγορίας. Ἡ ὑπόθεσις ὅμως αὕτη δὲν φαίνεται νὰ εὐσταθῆ πλήρως διότι, ὡς γνωστόν, αἱ διάφοροι ταξινομήσεις τῶν κατηγοριῶν τοῦ Δημοσίου χρέους ποικίλλουν σημαντικῶς ὡς π.χ. Μεταφέρσιμον (Marketable) χρέος, Κυμαινόμενον χρέος (Floating debt) κλπ. Προσέτι δὲ αἱ αἰτίαι δανεισμοῦ ποικίλλουν σημαντικῶς μεταξύ των καθὼς καὶ τὸ μέγεθος τοῦ χρέους. Ἐπίσης ἡ οἰκονομικὴ κατάστασις γενικῶς, ἡ ὁποία κυριαρχεῖ κατὰ τὴν ἐποχὴν τοῦ δανεισμοῦ ἐπηρεάζει σοβαρῶς τόσοι τὸν τύπον τοῦ χρέους ὅσον καὶ τὴν διάρθρωσιν τῆς λήξεως καὶ κατὰ συνέπειαν ἡ πολιτικὴ τοῦ δημοσίου χρέους δύναται νὰ ποικίλλη ἀναλόγως. Οὕτω ὁ δανεισμὸς ὑπὸ τοῦ Δημοσίου εἰς περιόδους πλήρους ἀπασχολήσεως δύναται νὰ ἀποβλέπη εἰς χρησιμοποίησιν συντελεστῶν παραγωγῆς εἰς ἔργα, τὰ ὁποῖα δυνατὸν νὰ μὴ θεωροῦνται ὡς αὐτορρευστοποίησιμα. Ἡ, ὁ ὑπὸ τοῦ Δημοσίου δανεισμὸς δύναται νὰ λάβῃ χώραν εἰς τοιαύτην ἔκτασιν, ὥστε νὰ πρέπει νὰ ληφθῆ ἰδιαιτέρως ὑπ' ὄψιν ἡ καθόλου οἰκονομικὴ κατάστασις ἢ, τέλος, ὁ δανεισμὸς νὰ εἶναι τόσοι μικρὸς ὥστε νὰ μὴ ἐπηρεάσῃ τὰς τιμὰς ἢ τὰ διάφορα ἐπιτόκια.

Ἡ προηγηθεῖσα ἐξέτασις περὶ τῆς ἐκ τοῦ δημοσίου χρέους προκυπτούσης «θυσίας» ἀγεί εἰς τὸ συμπέρασμα ὅτι ἀνάλυσις γενικοῦ χαρακτῆρος ὅσον ἀφορᾷ τὸ δημόσιον χρέος καθίσταται διὰ θεωρητικούς μὲν λόγους ἀσύμφορος διὰ λόγους δὲ πολιτικῆς ἐπικίνδυνος. Τὸ τελευταῖον θὰ πρέπει ἰδιαιτέρως νὰ

τονισθῆ, διότι τὸ δημόσιον χρέος, ὡς ἀνεφέρθη ἑνωρίτερον, δὲν ἀποτελεῖ μόνον μέσον ἱκανοποιήσεως τῶν πιστωτικῶν ἀναγκῶν τοῦ Δημοσίου ἀλλὰ προσέτι ἐπηρεάζει ὅλας τὰς οἰκονομικὰς ἐκδηλώσεις τῶν οἰκονομικῶν μονάδων, καταναλωτικῶν καὶ παραγωγικῶν. Ὅσον ἀφορᾷ δὲ τὴν χρησιμοποίησιν τοῦ Δημοσίου χρέους διὰ τὴν ἐπιδίωξιν ὠρισμένης πολιτικῆς ἀπασχολήσεως θὰ πρέπει νὰ κατανοηθοῦν ἀπολύτως αἱ διαφοραὶ μεταξὺ τοῦ ἐξωτερικοῦ καὶ ἐσωτερικοῦ χρέους. Οὕτω εἰς περιόδους ὑποαπασχολήσεως τὸ πραγματικὸν κόστος τοῦ δημοσίου δανεισμοῦ ἐσωτερικῶς εἶναι μηδέν, καθ' ὅσον οἱ παραγωγικοὶ συντελεσταί, οἱ ὅποιοι ἀξιοποιοῦνται, δὲν χρησιμοποιοῦνται εἰς τὴν παραγωγήν. Δανεισμός ἐν τούτοις τοῦ Δημοσίου εἰς τὸ ἐξωτερικὸν δημιουργεῖ μελλοντικὰς ὑποχρεώσεις διὰ τὴν ἐξαγωγήν ἀγαθῶν πρὸς ἐξόφλησιν τοῦ χρέους.

Εἰς περίπτωσιν ὅμως πλήρους ἀπασχολήσεως ὁ ἐσωτερικὸς δανεισμός — ἐφ' ὅσον βεβαίως τὰ δανειζόμενα ποσὰ χρησιμοποιοῦνται — θὰ ἔχη ὡς ἀποτέλεσμα τὴν μείωσιν τῆς ἰδιωτικῆς καταναλώσεως καὶ ἐπενδύσεως. Κατὰ συνέπειαν ἐφ' ὅσον λαμβάνει χώραν μείωσις τῶν ἰδιωτικῶν ἐπενδύσεων ἢ ἐνδεχομένη αὐξησης τοῦ εἰσοδήματος τοῦ Δημοσίου τομέως λαμβάνει χώραν διὰ τῆς μειώσεως τοῦ εἰσοδήματος τοῦ Ἰδιωτικοῦ τομέως. Ἐὰν ἐν τούτοις ὁ δανεισμός γίνῃ εἰς τὸ Ἐξωτερικὸν καὶ λάβῃ τὴν μορφήν κεφαλαιουχικῶν ἀγαθῶν δὲν λαμβάνει χώραν μείωσις τοῦ εἰσοδήματος τοῦ ἰδιωτικοῦ τομέως. Βεβαίως καὶ εἰς τὴν περίπτωσιν ταύτην θὰ πρέπει νὰ ἐξαχθοῦν ἀγαθὰ, ἀλλὰ ἡ ροὴ τοῦ εἰσοδήματος ἀπὸ τὸ ὅποιον λαμβάνουν χώραν ἐξαγωγὰς τῶν ἀγαθῶν διὰ τὸν ὡς ἄνω σκοπὸν, αὐξάνει λόγῳ τῆς μὴ μειώσεως τῶν ἐπενδύσεων τοῦ ἰδιωτικοῦ τομέως. Εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας συγκρίσιμα μεγέθη ἀποτελοῦν τὰ ἐπιτόκια ἐσωτερικοῦ καὶ ἐξωτερικοῦ.

Ἐὰν βεβαίως γίνῃ ἀποδεκτὸν ὅτι ἡ πολιτικὴ τοῦ δημοσίου χρέους δὲν ἀποβλέπει εἰς τὴν ἐπίτευξιν ἑνὸς ὠρισμένου σκοποῦ ὅπως τῆς σταθερότητος τῶν οἰκονομικῶν μεγεθῶν ἀλλὰ καὶ εἰς ἄλλους, τότε ἡ χρησιμότης τῆς ἐξετάσεως τῶν διαφόρων τρόπων διὰ τῶν ὁποίων ἐνδεχομένη πολιτικὴ δημοσίου χρέους δύναται νὰ ἐφαρμοσθῆ καθίσταται ἐμφανῆς καὶ ἀπομακρύνεται τοῦ προβλήματος τῆς «θυσίας» αὐτοῦ καθ' ἑαυτοῦ.

Εἰς τὸ γεγονός ἀκριβῶς τοῦτο ἔγκειται καὶ ἡ σημασία τῆς χρησιμοποίησεως τοῦ δημοσίου χρέους ὡς παράγοντος ἐπηρεάζοντος τὴν ἐξέλιξιν ὅλων τῶν βασικῶν μεγεθῶν μιᾶς οἰκονομίας (εἰσόδημα, ἀπασχόλησις κλπ.). Ἡ κατανόησις δὲ τῆς σημασίας τοῦ γεγονότος τούτου καθιστᾷ ἐμφανῆ καὶ τὴν μεταβολήν, ἢ ὅποια ἔχει ἐπέλθει εἰς τὸν τρόπον ἀναλύσεως τῶν προβλημάτων τοῦ δημοσίου χρέους. Ὁ ὑπὸ τοῦ Δημοσίου δανεισμός δὲν ἀντιμετωπίζεται πλέον ὡς παθητικὸν στοιχεῖον διὰ τὸ Δημόσιον, ἀφοῦ ἐν τελικῇ ἀναλύσει οὐδέποτε ἐξοφλεῖται, ἀλλὰ ὡς μέσον διὰ τοῦ ὁποίου δύναται ἡ Κεντρικὴ Τράπεζα νὰ ἐφαρμόζῃ τὴν πολιτικὴν τῆς.

Εἰδικώτερον διὰ τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας τὸ πρόβλημα τοῦ δημοσίου χρέους ἔχει μεγαλύτεραν σπουδαιότητα ἀπὸ ὅ,τι εἰς τὰς ἀνεπτυγμένας τοιαύτας, διότι εἶναι τὸ μόνον μέσον ἱκανοποιήσεως τῶν χρηματοδοτικῶν ἀναγκῶν οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως δεδομένου ὅτι ἡ πολιτικὴ οἰκονομικῆς ἀνα-

πτύξεως λαμβάνει μορφήν κρατικού παρεμβατισμού ύφίσταται δὲ καὶ ἀδυναμία δανεισμοῦ εἰς συναγωνιστικά ἐπιτόκια.

Ὅσον ἀφορᾷ τὴν πολιτικὴν τοῦ δημοσίου χρέους ἐν συσχετίσει μὲ συγκριμένην πολιτικὴν ἀπασχολήσεως, πρέπει νὰ παρατηρηθῶν τὰ ἀκόλουθα:

Ὁ ὑπὸ τοῦ Δημοσίου δανεισμός διὰ τὴν ἐπιτυχίαν τοῦ πρώτου ἐκ τῶν εἰς τὴν εἰσαγωγὴν ἀναφερομένων τριῶν σκοπῶν τῆς πολιτικῆς οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως ἀποτελεῖ ἓνα νέον μέσον ἀντιμετωπίσεως τοῦ προβλήματος τῆς ὑποαπασχολήσεως — ἀνεξαρτήτως τῶν ἄλλων ἐπιπτώσεων — τοῦ ὁποίου ἢ σημασία δὲν πρέπει νὰ ὑποτιμᾶται. Ὅσον ἀφορᾷ τὴν ἐπίτευξιν τῶν δύο ἄλλων ἀντικειμενικῶν σκοπῶν ἤτοι τὴν μεγιστοποίησιν τοῦ εἰσοδήματος ἢ τὴν συνδυσασμένην μεγιστοποίησιν τοῦ εἰσοδήματος καὶ ἀπασχολήσεως ἢ ἀποτελεσματικὴν χρησιμοποίησιν τοῦ δανεισμοῦ ὑπὸ τοῦ Δημοσίου θὰ ἐξαρτηθῇ ἐκ τῆς συγκριτικῆς ἀναλύσεως τῶν μεγεθῶν τοῦ εἰσοδήματος τοῦ ἰδιωτικοῦ καὶ δημοσίου τομέως. Ἐν ἄλλοις λόγοις θὰ ἐξαρτηθῇ ἐκ τοῦ ἐὰν ἢ λόγῳ τοῦ δημοσίου δανεισμοῦ ἀπόσπασις συντελεστῶν παραγωγῆς λαμβάνει χώραν εἰς περίοδον ὑποαπασχολήσεως καὶ ἐὰν ἢ ὑπὸ τοῦ δημοσίου τομέως χρησιμοποίησις τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς εἶναι περισσότερον παραγωγικὴ ἀπὸ τὴν τοιαύτην εἰς τὸν ἰδιωτικὸν τομέα. Ἡ συγκριτικὴ ὁμῶς ἀνάλυσις τῶν ἀντιστοίχων μεγεθῶν τοῦ εἰσοδήματος εἶναι δύσκολος δεδομένου ὅτι εἰς τὴν περίπτωσιν τοῦ δημοσίου τομέως ἢ αὐξήσις τοῦ εἰσοδήματος λαμβάνει περισσότερον τὴν μορφήν ὑπηρεσιῶν μὴ δυναμένων νὰ ἐκτιμηθῶν ἐπαρκῶς τόσον διὰ τὴν παραγωγὴν ὅσον καὶ διὰ τὴν κατανάλωσιν. Πέραν ἐν τούτοις τῆς ἀνωτέρω δυσκολίας ὑφίσταται καὶ ἕτερα τοιαύτη, ἢ ὁποία ἀφορᾷ τὰ ἀποτελέσματα τῆς μεταξὺ τοῦ δημοσίου καὶ ἰδιωτικοῦ τομέως κατανομῆς τοῦ εἰσοδήματος ἐπὶ τῆς ἀτομικῆς ὠφελιμότητος τῶν οἰκονομικῶν μονάδων. Τοῦτο βεβαίως ἐξέρχεται τῶν ὁρίων τῆς παρούσης μονογραφίας.

Φαίνεται οὕτω ὅτι δὲν εἶναι εὐκόλος ἢ μέτρσις τῶν ἀποτελεσμάτων ὠρισμένης πολιτικῆς δημοσίου χρέους προσανατολισμένης πρὸς σύγχρονον αὐξήσιν ἀπασχολήσεως καὶ βελτιώσεως τοῦ εἰσοδήματος. Πέραν ὁμῶς τούτου δὲν θὰ πρέπει νὰ παρορᾶται καὶ ἡ σημασία τοῦ γεγονότος ὅτι ὁ ὑπὸ τοῦ Δημοσίου δανεισμός ἂν καὶ δύναται νὰ εἶναι τὸ μόνον ἐφικτὸν μέσον ἰκανοποιήσεως τῶν χρηματοδοτικῶν ἀναγκῶν ἐνὸς προγράμματος οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως, μετὰ τὴν φορολογίαν, ἐν τούτοις τότε μόνον εἶναι ὀρθολογικὸν ὅταν τὰ ἐπιτόκια ἀντικατοπτρίζουν τὴν πραγματικὴν κεφαλαιακὴν στενότητα μιᾶς οἰκονομίας. Προνομιακὸς δανεισμός ὑπὸ τοῦ Δημοσίου ἀφ' ἐνὸς ἐκτοπίζει τὸν ἰδιωτικὸν τομέα ἀπὸ τὴν κεφαλαιαγοράν, καὶ ἀφ' ἑτέρου δημιουργεῖ ἐντύπωσιν περὶ δυνατοτήτων εὐθηνοῦ δανεισμοῦ καὶ ἐπαρκείας κεφαλαίων.

Ἡ ἀντιμετώπισις βεβαίως τῶν ὡς ἄνω προβλημάτων ἐν τελικῇ ἀναλύσει θὰ ἐξαρτηθῇ ἐκ τῶν θεσμολογικῶν ἐξελίξεων εἰς τὸν μηχανισμόν συγκεντρώσεως καὶ κατανομῆς τῶν ἀποταμιεύσεων. Τοιαῦται ἐξελίξεις εἶναι ἀπαραίτητοι εἰς τὰς ὑπαναπτύκτους χώρας τὰς ἐπιδιωκούσας ἀνάπτυξιν ἐπὶ τῇ βάσει συστήματος ἐλευθέρου οἰκονομίας.