

# ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΩΝ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ

Τοῦ κ. ΧΡΗΣΤΟΥ ΠΟΛΥΔΩΡΟΠΟΥΛΟΥ, Μ.Α. (Kent)

## I. ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΩΝ ΣΤΑΘΕΡΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ

### A. Εἰσαγωγή

Πολὺς λόγος γίνεται, μετὰ τὴν τελευταίαν νομισματικὴν κρίσιν, ἡ ὁποία ἐνετάθη καὶ ἀπὸ τὴν κρίσιν τοῦ πετρελαίου, περὶ τοῦ διεθνoῦς νομισματικοῦ συστήματος. Μέχρι πρό τινος τὸ ἐπικρατοῦν νομισματικὸν σύστημα ἦτο αὐτὸ τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν (fixed exchange rates system).

Τὸν Ἰούλιον τοῦ ἔτους 1944, εἰς τὸ Μπρέττον Γούντς (Bretton Woods, New Hampshire), 44 χῶραι υπέγραψαν, διὰ τῶν ἐκπροσώπων των, συμφωνίαν συστάσεως τοῦ Διεθνoῦς Νομισματικοῦ Ταμείου (I.M.F. = International Monetary Fund). Ἑτεραι 58 χῶραι προσεχώρησαν ἀργότερον εἰς αὐτό. Αἱ ἀνατολικαὶ χῶραι καὶ ἡ Ἑλβετία εἶναι αἱ πρὸ σπουδαῖαι ἀπ' αὐτάς, αἱ ὁποῖαι δὲν προσεχώρησαν εἰς τὴν, ὡς ἄνω, συμφωνίαν.

Κατ' αὐτὴν κάθε μέλος - χώρα καθώρισε τὴν ἰσοτιμίαν τοῦ νομίσματός της ἐν σχέσει πρὸς τὰ ξένα νομίσματα — κυρίως πρὸς τὸ δολλάριον καὶ κατ' ἐπέκτασιν πρὸς τὸν χρυσὸν — καὶ ἀνέλαβε τὴν ὑποχρέωσιν ὅπως διατηρήσῃ τὴν ἰσοτιμίαν ταύτην σταθεράν, πλὴν μιᾶς μικρᾶς ἐπιτρεπομένης διακυμάνσεως  $\pm 1\%$ . Τοῦτο ἠδύνατο νὰ ἐπιτευχθῇ διὰ δημοσιονομικῆς ἢ φορολογικῆς πολιτικῆς ἢ καὶ ἀκόμη διὰ τῆς πολιτικῆς τῆς παρεμβάσεως εἰς τὴν ἀγορὰν συναλλάγματος. Μεταβολαὶ τῆς ἰσοτιμίας ἐπετρέποντο μόνον εἰς περιπτώσιν βασικῆς καὶ μακροχρονίου διαταράξεως τῆς ἰσορροπίας τοῦ ἰσοζυγίου ἐξωτερικῶν πληρωμῶν (Fundamental disequilibrium). Οὐδαμοῦ, ἐν τούτοις, τῆς συμφωνίας δίδεται ὁρισμὸς τοῦ ἀνωτέρω ὅρου.

Οἱ εἰδικοί, οἱ ὁποῖοι συνεκεντρώθησαν εἰς τὸ Bretton Woods προσεπάθησαν νὰ συνδύασου τὰ πλεονεκτήματα τῶν συστημάτων τοῦ χρυσοῦ κανόνος καὶ τῆς ἐλευθέρας διακυμάνσεως τῶν ἰσοτιμιῶν καὶ ν' ἀποφύγουν τὰ μειονεκτήματα αὐτῶν.

## B. Λειτουργία του συστήματος

Υποθέτομεν, ὅτι, συνεπεία κάποιας αἰτίας, αἱ εἰσαγωγαὶ τῆς χώρας Α αὐτὴν ξάνουν καὶ δημιουργοῦν, ὡς ἐκ τούτου, ἔλλειμμα εἰς τὸ ἰσοζύγιον ἐξωτερικῶν πληρωμῶν. Ἡ, ἐν λόγῳ, χώρα θὰ χρησιμοποιοῦσιν τὰ συναλλαγματικά της ἀποθέματα, θὰ συνάψῃ ἐξωτερικὸν δάνειον ἢ θὰ ζητήσῃ πίστωσιν ἀπὸ τὸ IMF διὰ τὴν χρηματοδοτήσῃ τὸ ἔλλειμμα.

Ἡ ἀνωτέρω αὔξισις τῶν εἰσαγωγῶν περιορίζει τὸ ἐθνικὸν εἰσοδήμα διὰ τῆς λειτουργίας τοῦ πολλαπλασιαστοῦ τοῦ διεθνοῦς ἐμπορίου (foreign trade multiplier). Ὁ περιορισμὸς τοῦ εἰσοδήματος ὁδηγεῖ εἰς μείωσιν τῶν εἰσαγωγῶν διὰ τὸν λόγον ὅτι αἱ τελευταῖαι ἀποτελοῦν συνάρτησιν αὐτοῦ ( $M = f(Y)$ ). Οὕτω τὸ πλεόνασμα τῶν εἰσαγωγῶν περιορίζεται. Ἐκτὸς τῶν ἀνωτέρω, τὸ ἀρχικὸν ἔλλειμμα ὁδηγεῖ εἰς διαρροὴν χρυσοῦ καὶ ἐπομένως εἰς τὴν μείωσιν τῆς προσφορᾶς ἐγχωρίου νομίσματος, γεγονόςς τὸ ὁποῖον ὁδηγεῖ περαιτέρω εἰς αὔξισιν τοῦ ἐπιτοκίου καὶ περιορισμὸν τῶν ἐπενδύσεων καὶ εἰσοδήματος καὶ κατ' ἐπέκτασιν εἰς νέον περιορισμὸν τῶν εἰσαγωγῶν καὶ τοῦ ἀρχικοῦ ἔλλειμματος. Ἡ μείωσις τοῦ εἰσοδήματος ὁδηγεῖ, προσέτι, εἰς πτώσιν τῶν τιμῶν τῶν ἐγχωρίων προϊόντων καὶ εἰς τὴν συνεπεία τούτου, αὔξισιν τῶν ἐξαγωγῶν καὶ μείωσιν τῶν εἰσαγωγῶν.

Ὅλαι αἱ περιγραφόμεναι ἀνωτέρω ἀλληλοεπιδράσεις τείνουσιν πρὸς τὴν κατεύθυνσιν τῆς ἰσοσκελίσεως τοῦ ἰσοζυγίου. Τὸ πρόβλημα, ἐν τούτοις, εἰς ὅλον αὐτὸν τὸν αὐτόματον μηχανισμόν τῆς ἐπαναφορᾶς τοῦ διαταραχθέντος ἰσοζυγίου εἰς ἰσορροπίαν εἶναι ἢ πρὸς τὰ κάτω δυσκαμψία τῶν τιμῶν. Οὕτως, ἢ πτώσις τῶν τιμῶν καὶ τοῦ εἰσοδήματος δὲν εἶναι ἱκανὴ διὰ τὴν δημιουργίαν συνθηκῶν ἰσορροπίας. Ἐπακόλουθον τοῦ συνεχιζομένου ἔλλειμματος θὰ εἶναι ἢ πτώσις τῆς ἀξίας τοῦ ἐγχωρίου νομίσματος ἐν σχέσει πρὸς τὸ ξένον νόμισμα. Θὰ ἀπαιτοῦνται, δηλαδὴ, περισσότεραι μονάδες αὐτοῦ διὰ τὴν ἀγορὰν μιᾶς μονάδος συναλλάγματος π.χ. § 1. Ἡ κεντρικὴ Τράπεζα τῆς ἐξεταζομένης χώρας θὰ πρέπει νὰ παρέμβῃ εἰς τὴν διεθνή ἀγορὰν συναλλάγματος διὰ τὴν κρατήσῃ τὴν τιμὴν τοῦ ἐγχωρίου νομίσματος ἐντὸς τῶν, ὑπὸ τῆς Συμφωνίας τοῦ Bretton Woods, καθοριζομένων ὀρίων. Ἐὰν τὸ ἔλλειμμα εἶναι προσωρινὸν συνεπεία κυκλικῶν ἢ τυχαίων γεγονότων αἱ νομισματικαὶ ἀρχαὶ θὰ χρηματοδοτήσουν τοῦτο ὡς ἀνωτέρω. Εἰς τὴν περίπτωσιν κατὰ τὴν ὁποίαν ἢ ἐλλειμματικὴ κατάσταση τοῦ ἰσοζυγίου εἶναι μόνιμον φαινόμενον ἢ ἐν λόγῳ χώρα θὰ πρέπει νὰ λάβῃ μέτρα πολιτικῆς δημοσιονομικῆς ἢ νομισματικῆς, διὰ τὴν ἐξάλειψιν τοῦ ἔλλειμματος. Δύναται ἀκόμη νὰ μεταβάλλῃ τὴν ὑπάρχουσαν ἰσοτιμίαν, ἤτοι νὰ ὑποτιμήσῃ τὸ νόμισμά της ἐν σχέσει πρὸς τὰ ξένα νομίσματα, εἰς τὴν περίπτωσιν κατὰ τὴν ὁποίαν ἢ διατάραξις εἶναι βασικὴ καὶ μακροχρόνιος (Fundamental disequilibrium).

Τὸ περιγραφόμενον ἀνωτέρω διεθνὲς νομισματικὸν σύστημα ἐλειτούργησε καλῶς κατὰ τὴν διάρκειαν τριῶν συνεχῶν δεκαετιῶν καὶ ἐξάλειψε τὴν χαώδη κατάστασιν τὴν ὁποίαν ἐδημιούργησαν αἱ μεγάλαι διακυμάνσεις τῶν ἰσοτιμιῶν κατὰ τὴν περίοδον τῶν ἐτῶν 1920 - 1940 κατὰ τὴν ὁποίαν ὄρισμένοι χώροι ἠκολούθουν τὸ σύστημα τῶν ἐλευθέρως κυμαινομένων ἰσοτιμιῶν.

## Γ. Πλεονεκτήματα τοῦ συστήματος

Τὸ κύριον πλεονέκτημα αὐτοῦ εἶναι ἡ βεβαιότης τὴν ὁποίαν δημιουργεῖ εἰς τὰς ἐξωτερικὰς συναλλαγὰς περὶ τῶν μελλοντικῶν εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν. Ὡς εἶναι γνωστὸν αἱ, περὶ ἀγοραπωλησιῶν συμφωνίαι ὑπογράφονται ἀρκετοῦς μῆνας πρὶν ἢ ἡ πληρωμὴ λάβει χώραν, ἡ δὲ ἀξία αὐτῶν ἐκφράζεται εἰς νόμισμα τὸ ὁποῖον εἶναι ξένον τουλάχιστον διὰ τὸν ἕνα ἐκ τῶν συμβαλλομένων ὁ ὁποῖος, συμφώνως πρὸς τὸ σύστημα αὐτό, εἶναι βέβαιος - ἐξαιρουμένης τῆς ὁποιασδήποτε περιπτώσεως τῆς ὑποτιμήσεως ἢ ἀνατιμήσεως — περὶ τῆς μελλοντικῆς πληρωτέας ἢ εἰσπρακτέας ἀξίας ἐκπεφρασμένης εἰς ἐγγῶριον νόμισμα. Συνεπεία τοῦ πλεονεκτήματος αὐτοῦ τὸ σύστημα τοῦτο ἔδωσε τεραστίαν ὄθησιν εἰς τὸ διεθνὲς ἐμπόριον καὶ διεθνεῖς ἐπενδύσεις.

## Δ. Μειονεκτήματα τοῦ συστήματος

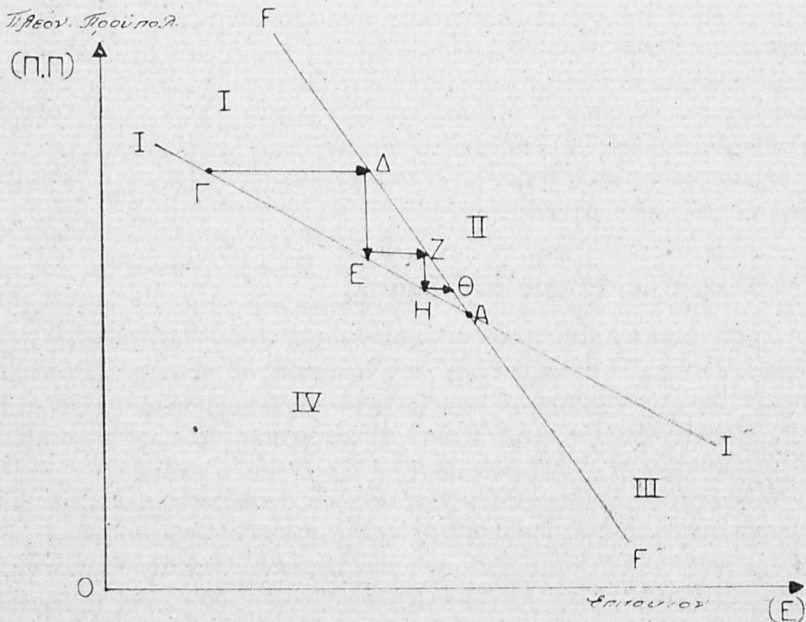
Τὸ πρωταρχικὸν μειονέκτημα τοῦ συστήματος εἶναι ἡ ἀνταγωνιστικότης τῶν στόχων. Ἐάν π.χ. ἡ ἔλλειμματικὴ χώρα προσπαθῇ νὰ μειώσῃ τὴν ὑποαπατῶν σχόλησιν καὶ ἡ πλεονασματικὴ νὰ περιορίσῃ τὸν πληθωρισμὸν τὰ συνήθη μέσα πολιτικῆς διὰ τὴν ἐπίτευξιν τῶν ἐγγχωρίων στόχων χειροτερεύουν τὴν κατάστασιν τοῦ ἰσοζυγίου.

Τὰ κύρια, πρὸς διόρθωσιν τῆς καταστάσεως, μέσα πολιτικῆς, τὰ ὁποῖα διαθέτει ἐν προκειμένῳ, ἡ ἔλλειμματικὴ χώρα εἶναι ἡ μείωσις τῶν τιμῶν καὶ τοῦ εἰσοδήματος (ὑφεςις) ἢ ἡ ὑποτίμησις τοῦ νομίσματος. Δεδομένου ὅτι αἱ τιμαί, ὡς ἀνωτέρω ἀναφερόμεν εἶναι πρὸς τὰ κάτω δύσκαμπτοι, προσπάθεια μείωσεως αὐτῶν (ἀντιπληθωριστικὰ μέτρα πολιτικῆς) θὰ ὠδήγῃ εἰς δυσαναλόγως μεγάλου βαθμοῦ περιορισμὸν τοῦ ἐγγχωρίου προϊόντος καὶ τῆς ἀπασχολήσεως. Τὸ κόστος τῶν ὡς εἴρηται μέτρων ὑπὸ μορφήν μείωσεως τῆς ἀπασχολήσεως καὶ τοῦ εἰσοδήματος εἶναι τόσον ὑψηλὸν ὥστε τὰ σύγχρονα πολιτικὰ κόμματα πρὸς χάριν τῶν ἐξωτερικῶν τοιούτων.

Κατὰ τὴν συμφωνίαν τοῦ Bretton Woods αἱ ἰσοτιμίαι τῶν νομισμάτων μεταβάλλονται κατὰ μὴ περιοδικὰ διαστήματα καὶ κατόπιν προηγουμένης ἐγκρίσεως τοῦ IMF. Ἐάν οὕτως ὑπάρχῃ ἀνταγωνιστικότης εἰς τὴν ἐπίτευξιν τῶν ἐσωτερικῶν καὶ ἐξωτερικῶν στόχων καὶ ἐάν δίδεται προτεραιότης εἰς τὴν ἐπίτευξιν τῶν πρώτων δὲν θὰ ὑπάρξῃ μεταβλητὴ εἰς τὸ σύστημά μας μέσῳ τῆς ὁποίας θὰ ἠδυνάμεθα νὰ ἐπιτύχωμεν ἰσορροπίαν εἰς τὸ ἰσοζύγιον ἐξωτερικῶν πληρωμῶν διὰ τὰ μεσοδιαστήματα.

Μερικοὶ οἰκονομολόγοι, ἐν τούτοις, ὑποστηρίζουν ὅτι ἐὰν ἡ ἔλλειμματικὴ χώρα ἔχῃ εἰς τὴν διάθεσίν της ἴσον τουλάχιστον ἀριθμὸν μέσων πολιτικῆς (policy instruments) μὲ τοὺς ἐπιδιωκόμενους στόχους, οἱ στόχοι οὗτοι δύνανται νὰ ἐπιτευχθοῦν (Kindleberger). Ὁ δὲ Mundell συμπληρώνει ὅτι δὲν ἀρκεῖ ἡ χώρα νὰ διαθέσῃ ἀρκετὸν ἀριθμὸν μέσων πολιτικῆς ἀλλὰ θὰ πρέπει ἐπὶ πλέον νὰ χρησιμοποίησῃ ἕκαστον μέσον πολιτικῆς διὰ τὴν ἐπίτευξιν τοῦ στόχου ἐκείνου.

ἐπὶ τοῦ ὁποίου ἔχει τὸ μεγαλύτερον ἀποτέλεσμα. Ἦτοι ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ θὰ πρέπει νὰ κατευθυνθῇ διὰ τὴν ἐπίτευξιν τοῦ ἐξωτερικοῦ στόχου καὶ ἡ δημοσιονομικὴ διὰ τὴν ἐπίτευξιν τοῦ ἐσωτερικοῦ στόχου τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως.



Διάγραμμα I

Ἐξετάσωμεν τὸ διάγραμμα I. Ἡ τεταγμένη τοῦ συστήματος δεικνύει τὸ πλεόνασμα τοῦ προϋπολογισμοῦ τὸ ὁποῖον δύναται νὰ εἶναι καὶ ἀρνητικὸν (ἔλλειμμα προϋπολογισμοῦ), ἡ τετημένη τοῦ συστήματος δεικνύει τὸ ὕψος τοῦ ἐπιτοκίου. FF' δεικνύει τὸν γεωμετρικὸν τόπον τῶν σημείων τὰ ὁποῖα εἶναι συνδυασμοὶ τοῦ ΠΠ καὶ ε κατὰ τοὺς ὁποίους τὸ ἰσοζύγιον ἐξωτερικῶν πληρωμῶν εὑρίσκεται ἐν ἰσορροπία. Μία αὔξισις τοῦ ε προσελκύει ξένα κεφάλαια καὶ δημιουργεῖ πλεόνασμα εἰς τὸ ἰσοζύγιον πληρωμῶν (ἔφ' ὅσον ἀρχικῶς εὑρίσκεται ἐν ἰσορροπία). Πρὸς ἐπαναφορὰν ὅθεν τοῦ ἰσοζυγίου εἰς κατάστασιν ἰσορροπίας θὰ πρέπει νὰ μειώσωμεν τὸ πλεόνασμα τοῦ προϋπολογισμοῦ (ἢ ν' αὔξισωμεν τὸ ἔλλειμμα). II παρουσιάζει τὸν γεωμετρικὸν τόπον τῶν σημείων τὰ ὁποῖα εἶναι συνδυασμοὶ τοῦ ΠΠ καὶ εε κατὰ τοὺς ὁποίους ἡ οἰκονομία εὑρίσκεται εἰς πλήρη ἀπασχόλησιν. Εἶναι φανερὸν ὅτι ὑπάρχει μόνον ἐν ἐπίπεδον ἐγχαρίου ζητήσεως διὰ τὰ ἐγχώρια προϊόντα, με δεδομένον τὸ ὕψος τῶν ἐξαγωγῶν, τὸ ὁποῖον εἶναι συνεπὲς μὲ τὴν κατάστασιν τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως. Ἐπομένως ἡ εὐθεῖα III' δεικνύει εἰς ὅλα τὰ σημεία τῆς σταθερὰν συνολικὴν δαπάνην. Διὰ νὰ διατηρήσωμεν, συνεπῶς, τὸ ὕψος τῆς δαπάνης σταθερὸν μία αὔξισις τοῦ ε θὰ πρέπει νὰ συνοδεύεται ἀπὸ ἀνάλογον μείωσιν τοῦ ΠΠ.



Τὸ διάγραμμα περαιτέρω διαιρεῖται εἰς τέσσαρα τμήματα τὰ ὅποια ἀντιπροσωπεύουν τὰς ἀκολουθοῦσας καταστάσεις τῆς οἰκονομίας :

- Τμήμα I ἔλλειμμα σὺν ὕφεις
- Τμήμα II πλεόνασμα σὺν ὕφεις
- Τμήμα III πλεόνασμα σὺν πληθωρισμός
- Τμήμα IV ἔλλειμμα σὺν πληθωρισμός.

Εἰς τὸ σημεῖον Α ὅπου αἱ δύο εὐθεῖαι τέμνονται ἐπιτυγχάνονται καὶ οἱ δύο στόχοι, ἴτοι πλήρης ἀπασχόλησις καὶ ἰσορροπία ἰσοζυγίου ἐξωτερικῶν πληρωμῶν.

Ἄς ὑποθέσωμεν τώρα, ὅτι ἡ οἰκονομία εὐρίσκεται εἰς τὸ σημεῖον Γ, ὑπάρχει δηλαδὴ πλήρης ἀπασχόλησις ἀλλὰ τὸ ἰσοζύγιον εἶναι ἔλλειμματικὸν καὶ ὅτι ἡ κυβέρνησις ἔχει εἰς τὴν διάθεσίν της δύο μέσα πολιτικῆς, ἴτοι τὴν δημοσιονομικὴν καὶ τὴν φορολογικὴν τοιαύτην.

Ἐάν κατευθύνωμεν τὴν νομισματικὴν πολιτικὴν πρὸς ἐπίτευξιν τοῦ ἐξωτερικοῦ στόχου καὶ τὴν δημοσιονομικὴν πρὸς ἐπίτευξιν τοῦ ἐσωτερικοῦ τοιοῦτου τὸ σύστημά μας θὰ εἶναι σταθερόν. Ἦτοι διὰ διαδοχικῶν αὐξήσεων τοῦ εἰσόδου καὶ μειώσεων τοῦ ΠΠ δυνάμεθα νὰ ὀδηγήσωμεν τὴν οἰκονομίαν εἰς τὸ σημεῖον Α ἀκολουθοῦντες τὴν διαδρομὴν ΓΔΕΖΗΘΑ καὶ νὰ ἐπιτύχωμεν καὶ τοὺς δύο στόχους.

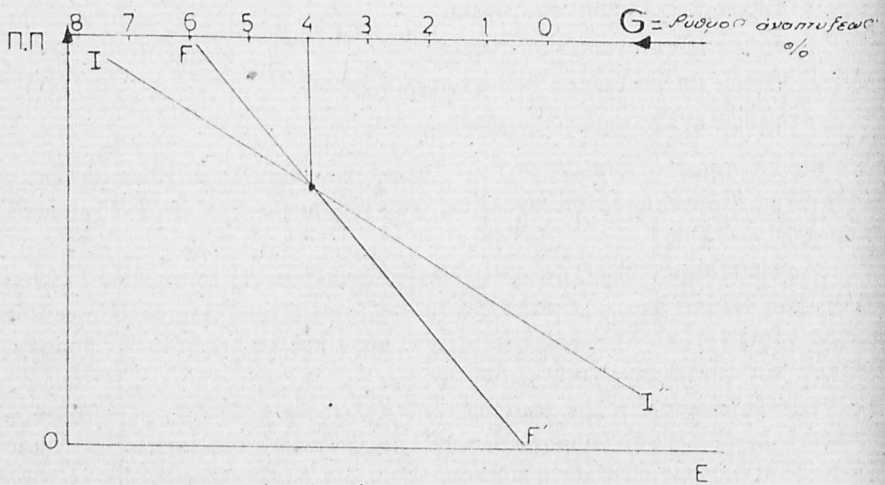
Ἐάν, ἀντιθέτως, κατευθύνωμεν τὴν νομισματικὴν πολιτικὴν πρὸς ἐπίτευξιν τῆς ἐσωτερικῆς ἰσορροπίας καὶ τὴν δημοσιονομικὴν πολιτικὴν πρὸς ἐπίτευξιν τῆς ἐξωτερικῆς τοιαύτης, τὸ σύστημά μας εἶναι ἀσταθές, ἴτοι ἀπομακρύνεται ἀπὸ τὸ σημεῖον γενικῆς ἰσορροπίας Α.

Ὅπως δὴποτε οἱ ἀνωτέρω οἰκονομολόγοι παραβλέπουσιν ἓνα ἄλλον ἐξ ἴσου, διὰ τὰς ἐν ἀναπτύξει οἰκονομίας, σημαντικὸν στόχον, δηλονότι, τῆς ἐπιτεύξεως ὑψηλῶν ρυθμῶν ἀναπτύξεως. Ἐφαρμόζοντες δημοσιονομικὴν καὶ νομισματικὴν πολιτικὴν δυνάμεθα νὰ ἐπιτύχωμεν ἀμφοτέρους τοὺς ἐσωτερικοὺς στόχους, ἴτοι ὑψηλοῦς ρυθμοὺς ἀναπτύξεως καὶ πλήρη ἀπασχόλησιν, πλὴν ὅμως εἰς τὴν περίπτωσιν ταύτην τὸ ἰσοζύγιον ἐξωτερικῶν πληρωμῶν ὑπεισέρχεται ὡς περιοριστικὸς παράγων εἰς τὸ σύστημά μας. Ταχεῖς ρυθμοὶ ἀναπτύξεως δύναται νὰ ἐπιτευχθοῦν διὰ τοῦ περιορισμοῦ τῆς τρεχούσης καταναλώσεως πρὸς χάριν τῆς μελλούσης τοιαύτης, ἴτοι διὰ τῆς αὐξήσεως τῆς φορολογικῆς ἐπιβαρύνσεως ἐν συνδυασμῷ πρὸς εὐκόλον χρηματοδότησιν.

Ὡς βλέπομεν εἰς τὸ διάγραμμα II δυνάμεθα νὰ ἐπιτύχωμεν ρυθμοὺς ἀναπτύξεως μέχρι 8 % πλὴν ὅμως ἢ ὑπέρβασις τοῦ 4 % δημιουργεῖ τὸ πρόβλημα τοῦ ἐλλείμματος εἰς τὸ ἰσοζύγιον ἐξωτερικῶν πληρωμῶν.

Τὸ δεύτερον μειονέκτημα τοῦ συστήματος εἶναι αἱ πράξεις τῶν κερδοσκόπων. Ἐάν ἡ ἰσοτιμία εὐρίσκεται ἐπὶ μακρὸν εἰς τὸ κατώτατον ἐπιτρεπόμενον ὑπὸ τοῦ IMF σημεῖον οἱ κερδοσκόποι, συνήθως, ἀναμένουν ὅτι, ἀργὰ ἢ γρήγορα, αἱ νομισματικαὶ ἀρχαὶ τῆς χώρας θὰ ὑποτιμήσουν τὸ ἐγχώριον νόμισμα καὶ

σπεύδουν ν' ἀπαλλαγούν ἀπ' αὐτὸ ἀγοράζοντες πιδ ἰσχυρὰ νομίσματα (ὑποθέτο-  
μεν ἐλευθέραν μετατρεψιμότητα). Διὰ τῆς πράξεώς των αὐτῆς οἱ κερδοσκοποῦ-



Διάγραμμα II

χειροτερεύουν τὴν κατάστασιν καὶ ἐξαναγκάζουν τὴν ἐν λόγῳ χώραν νὰ προβῇ  
τελικὰ εἰς ὑποτίμησιν ἔστω καὶ ἂν ἐσκόπευε ν' ἀποφύγη ταύτην.

Ὁ μεγαλύτερος πολέμιος τοῦ συστήματος M. Friedman ἰσχυρίζεται ὅτι  
οἱ εἰδικοί τοῦ Bretton Woods προσπαθοῦντες νὰ συνδυάσουν τὰ πλεονεκτήματα  
τῶν συστημάτων τοῦ Χρυσοῦ κανόνος καὶ τῶν ἐλευθέρως κυμαινομένων ἰσοτι-  
μιῶν τὸ μόνον ποῦ ἐπέτυχον ἦτο νὰ συνδυάσουν τὰ μειονεκτήματά των.

## 2. ΣΥΣΤΗΜΑ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΣ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ

### A. Λειτουργία τοῦ συστήματος

Κατὰ τὸ σύστημα αὐτὸ ὑπάρχει πάντοτε κάποια τιμὴ τοῦ ἐγχωρίου νομί-  
σματος ἐν σχέσει πρὸς τὸ ξένον νόμισμα ἢ ὁποῖα ἐξισώνει τὴν ζήτησιν μὲ τὴν  
προσφορὰν. Τυχὸν διατάραξις τῆς ἰσορροπίας τοῦ ἰσοζυγίου θὰ προκαλέσῃ  
μεταβολὰς εἰς τὴν ἰσοτιμίαν αἱ ὁποῖαι, ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν ἰδανικῶν συνθηκῶν,  
θὰ ἐπιφέρουν ἀλλαγὰς εἰς τὰς εἰσαγωγὰς, ἐξαγωγὰς καὶ τὴν κίνησιν τῶν κερδο-  
σκοπικῶν βραχυχρονίων κεφαλαίων, αἱ ὁποῖαι θὰ ἐπαναφέρουν τὴν ἰσορροπίαν  
εἰς τὸ ἰσοζύγιον (ὑποθέτομεν ἀρχικὴν ἰσορροπίαν).

Ἐν ἔλλειμμα εἰς τὸ ἰσοζύγιον δημιουργεῖ ἀξηθητικὴν ἐπίδρασιν ἐπὶ τῆς  
τιμῆς τοῦ ξένου συναλλάγματος ἐν σχέσει πρὸς τὸ ἐγχώριον τοιοῦτον, τὸ γεγο-

αὐτὸ ὀδηγεῖ περαιτέρω εἰς τὴν μείωσιν τῆς καταναλώσεως ἐξαγωγίμων προϊόντων — διότι αὐξάνεται ἡ τιμὴ τῶν ἐξαγωγῶν ἐκπεφρασμένη εἰς ἐγχώριον νόμισμα — καὶ τὴν αὐξησιν τῶν διαθεσίμων πρὸς ἐξαγωγήν ποσοτήτων. Ἡ τιμὴ τῶν εἰσαγωγῶν, ἐκπεφρασμένη εἰς ἐγχώριον νόμισμα, ἐπίσης αὐξάνει καὶ δημιουργεῖ τὰς συνθήκας μειώσεως αὐτῶν. Αἱ ὡς ἄνω, περιγραφόμεναι ἀλληλοεπιρᾶσεις τείνουν, ὡς εἰκόσ, εἰς τὴν ἀποκατάστασιν τῆς ἰσορροπίας εἰς τὰς ἐξωτερικὰς πληρωμάς. Καὶ εἰς τὴν περίπτωσιν αὐτὴν, ἐν τούτοις, ὑπάρχει τὸ πρόβλημα τῆς καθυστερήσεως τῆς ἀνταποκρίσεως τοῦ ἐμπορίου εἰς τὰς μεταβολὰς τῶν τιμῶν. Οὕτω μία μεταβολὴ εἰς τὴν ἰσοτιμίαν εἶναι πιθανὸν νὰ μὴ προκαλέσῃ ἄμεσον καὶ σχετικῶς ἀξιόλογον εἰς μέγεθος μεταβολὴν τοῦ ἐμπορίου. Ἦτοι, χρειάζεται ἀρκετὸς χρόνος διὰ νὰ πεισθῇ ὁ καταναλωτὴς ν' ἀντικαταστήσῃ τὸ ἴδιον προϊόν μὲ ἐν ἐγχώριον τοιοῦτον ἢ νὰ μετακινηθοῦν οἱ παραγωγικοὶ πόροι ἀπὸ τὸν τομέα παραγωγῆς ἐγχωρίου καταναλώσεως προϊόντων εἰς τὸν ἐξαγωγικὸν τομέα. Ἡ ταχύτης ἀναπροσαρμογῆς, φυσικὰ, ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὸν βαθμὸν τῆς μεταβολῆς τῶν τιμῶν, ἀπὸ τὴν ὑπαρξιν ἢ μὴ ἀργούσης παραγωγικῆς ἱκανότητος, ἀπὸ τὴν κινητικότητα τῶν παραγωγικῶν πόρων καὶ ἀπὸ τὸν βαθμὸν εὐκολίας μὲ τὸν ὁποῖον οἱ ἀγοραστὰι δύνανται ν' ἀλλάξουν προμηθειτὴν.

Ἐπειδὴ λοιπὸν τὸ ἐμπόριον ἀνταποκρίνεται μὲ μεγάλην καθυστέρησιν εἰς τὰς μεταβολὰς τῶν τιμῶν, ἡ ἀρχικὴ ὑποτίμησις τοῦ ἐγχωρίου νομίσματος θὰ πρέπει νὰ εἶναι ἀρκούντως μεγάλη διὰ νὰ προκαλέσῃ μεταβολὰς εἰς τὰς ἐξαγωγὰς καὶ εἰσαγωγὰς αἱ ὁποῖαι θὰ εἶναι ἱκαναὶ νὰ ἐπαναφέρουν τὴν ἰσορροπίαν εἰς τὸ ἰσοζύγιον. Λέγομεν ἀρκούντως μεγάλη, ὑπὸ τὴν ἔννοιαν ὅτι ἡ μεταβολὴ τῆς συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας θὰ πρέπει νὰ εἶναι ὑψηλότερα τῆς ἀπαιτουμένης διὰ τὴν ἐπὶ μακροχρονίου βάσεως ἐπίτευξιν ἰσορροπίας εἰς τὸ ἰσοζύγιον. Οὕτως, ἡ ὑπερβολικὴ αὕτη ὑποτίμησις θὰ τείνῃ νὰ δημιουργήσῃ, μακροχρονίως, πλεόνασμα εἰς τὸ ἰσοζύγιον, τὸ ὁποῖον, ἐν συνεχείᾳ, θὰ προκαλέσῃ ὑπερβολικὴν ἀνατίμησιν τοῦ νομίσματος ὀδηγοῦσαν εἰς ἐλλειμματικὸν ἰσοζύγιον καὶ οὕτω καθ' ἑξῆς. Οἱ ὄροι ἐπομένως ἀνταλλαγῆς τῶν νομισμάτων θὰ εἶναι ἀσταθεῖς.

Ἐν τούτοις ὑπάρχει μία δύναμις, ἡ ὁποία ἐλαχιστοποιεῖ τὴν ἀρχικὴν ἐπὶ πλεόν τῆς ἀπαιτουμένης διακύμανσιν τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν. Τοῦτο ἐκχυρίζονται, τουλάχιστον, οἱ ὑποστηρικταὶ τοῦ συστήματος αὐτοῦ (π.χ. Friedman). Πρόκειται, ἐν προκειμένῳ, διὰ τὴν κίνησιν τῶν βραχυχρονίων κερδοσκοπικῶν κεφαλαίων. Ἐὰν οἱ κερδοσκόποι εἶναι βέβαιοι ὅτι, μία πτώσις τῆς τιμῆς ἐνὸς νομίσματος ἐν σχέσει πρὸς τὸ ξένον νόμισμα, εἶναι προσωρινή, σπεύδουν καὶ ἀγοράζουσι τὸ νόμισμα τοῦτο καὶ διὰ τῆς πράξεώς των αὐτῆς χρηματοδοτοῦν τὸ ἐλλεῖμμα τοῦ ἰσοζυγίου καὶ μειώνουν εἰς τὸ ἐλάχιστον τὰς διακυμάνσεις. Διὰ νὰ ἐνεργήσουν, ἐν τούτοις, οἱ κερδοσκόποι κατὰ τὸν ἀνωτέρω περιγραφόμενον τρόπον θὰ πρέπει νὰ εἶναι καλῶς πληροφορημένοι. Ὁ Friedman λέγει ὅτι, ἡ ἀναζητήσις τοῦ κέρδους συντελεῖ ὥστε οὗτοι νὰ εἶναι πράγματι καλῶς πληροφορημένοι, εἰς τρόπον ὥστε ν' ἀγοράζουσι ὅταν ἡ τιμὴ εἶναι χαμηλὴ καὶ νὰ πωλοῦν ὅταν αὕτη εἶναι ὑψηλὴ. Ἡ ὑπαρξὶς καὶ μόνον, συνεχίζει ὁ ἴδιος συγγραφεὺς, τῶν κερδοσκοπῶν εἰς τὴν ἀγορὰν συναλλάγματος ἀποδεικνύει ὅτι οὗτοι

ἀπολαμβάνουν κέρδη ἀπὸ τὴν ἐμπορικὴν των πράξιν, δηλονότι τῆς ἀγορᾶς καὶ τῆς πωλήσεως συναλλάγματος. Συνεπῶς ἐνεργοῦν οὗτοι πρὸς τὴν ὀρθὴν κατεύθυνσιν. Ἐάν, ἀντιθέτως, ἡγόραζον ὅταν ἡ τιμὴ ἦτο ὑψηλὴ καὶ ἐπώλου εἰς χαμηλὴν τοιαύτην θὰ ἐβαρύνοντο μὲ ζημίας καὶ οὕτω θὰ ἐξηφανίζοντο ἀπὸ τὴν ἀγορὰν συναλλάγματος.

## Β. Πλεονεκτήματα τοῦ συστήματος

α) Ἀπλότης. Ἡ τιμὴ τοῦ συγκεκριμένου νομίσματος ἐν σχέσει πρὸς τὸ ξένον νόμισμα μεταβάλλεται εἰς μίαν ἐλευθέραν ἀγορὰν πρὸς ἐξίσωσιν προσφορᾶς καὶ ζητήσεως. Ὅθεν, κάθε πρόβλημα πλεονάσματος, ἐλλείμματος, συναλλαγματικῶν ἀποθεμάτων ἢ ρευστότητος ἐξαφανίζεται.

β. Ἀποφυγὴ τῶν ζημιολογῶν ἐπιδράσεων τῆς πρὸ τῆς ὑποτιμήσεως περιόδου.

Αἱ ἀνεπαίσθητοι διαδοχικαὶ διακυμάνσεις τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν ἐξαφανίζον τὸ σὸκ τὸ ὁποῖον ὑφίσταται ἡ οἰκονομία κατὰ τὴν περίοδον ἢ ὁποία προηγείται τῆς ὑποτιμήσεως. Κατὰ τὸ 1971 - 1972 ἡ λίρα στερλίνα ὑποτιμήθη περίπου 10 % χωρὶς νὰ δημιουργησῆ πρόβλημα, ἐν ἀντιθέσει πρὸς τὴν ἐκ 14 % ὑποτίμησιν αὐτῆς ὑπὸ τῆς ἐργατικῆς κυβερνήσεως τὸ ἔτος 1967.

γ) Ἀνεξάρτησία εἰς τὴν ἐπιδίωξιν τῶν ἐσωτερικῶν στόχων. Μὲ τὸ σύστημα τῆς ἐλευθέρου διακυμάνσεως τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν, κάθε κυβέρνησις δύναται νὰ συγκεντρώνη τὸ ἐνδιαφέρον τῆς εἰς τὴν ἐπίτευξιν τῶν ἐσωτερικῶν στόχων τῆς πλήρους ἀπασχολήσεως καὶ τῶν μεγάλων ρυθμῶν ἀναπτύξεως καὶ ν' ἀφήνη τὴν φροντίδα διὰ τὴν ἐπίτευξιν τῆς ἐξωτερικῆς ἰσορροπίας εἰς τὰς αὐτομάτους διακυμάνσεις τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν. Αὐτὸ βεβαίως δὲν εἶναι καθ' ὅλοκληριαν ἀληθές. Ἡ πολιτικὴ τῆς ἐπίτευξιν τῶν ἐσωτερικῶν στόχων δὲν θὰ πρέπει, ἐπ' οὐδενί λόγῳ, νὰ διακυβερνηθῆ ἀπὸ τὴν ἐξωτερικὴν ἀποθετικὴν πολιτικὴν. Ἡ ἐξωτερικὴ ἀποθετικὴ πολιτικὴ θ' ἀπεθάρρυνε τὸ διεθνὲς ἐμπόριον καὶ διεθνεῖς ἐπενδύσεις.

## Γ. Μειονεκτήματα τοῦ συστήματος

α) Μείωσις ὄγκου διεθνοῦς ἐμπορίου καὶ ἐπενδύσεων. Ἡ παραδοχὴ ἢ μὴ τοῦ ἀνωτέρου μειονεκτήματος ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὴν θέσιν τὴν ὁποίαν λαμβάνει κανεὶς ὡς πρὸς τὴν συμπεριφορὰν τῶν κερδοσκόπων. Οἱ πολέμοι τοῦ ἐξεταζομένου συστήματος δέχονται ὅτι οἱ κερδοσκόποι δὲν συμπεριφέρονται κατὰ τὸν ὀρθὸν τρόπον δηλ. ἐνεργοῦν περίπου ὡς οἱ καταναλωταὶ εἰς τὴν ἀγορὰν ἐμπορευμάτων ὅταν ἐπικρατοῦν συνθήκαι πληθωρισμοῦ, ἢ θεωροῦν κάθε αὐξήσιν τιμῶν ὡς μίαν ἔνδειξιν ὅτι αὐτὰ θ' αὐξηθοῦν ἐτι περισσότερο εἰς τὸ μέλλον καὶ ἀντὶ νὰ περιορίσουν τὰς ἀγοράς των σπεύδουν ν' ἀπάρθουν ἐτι μεγαλύτερας ποσότητας προκαλοῦντες περαιτέρω αὐξήσιν τῶν τιμῶν. Ἐάν, ἐπομένως, δεχθῶμεν ὅτι οἱ κερδοσκόποι συμπεριφέρονται κατ' αὐτὸν τρόπον, ἢ παρεμβολὴ των συμβάλλει εἰς τὴν αὐξήσιν τοῦ εὗρους τῶν διασπορῶν.



μάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών και εις την αστάθειαν, γενικῶς, τοῦ συστήματος. Ὑπὸ τὰς συνθήκας αὐτὰς τὸ ἐξωτερικὸν ἐμπόριον καὶ αἱ διεθνεῖς ἐπενδύσεις, ὡς εἰκός, περιορίζονται.

β) Δημιουργία προϋποθέσεων πληθωριστικῶν τάσεων. Ὡς εἶδομεν ἀνωτέρω, ἐὰν τὸ ἰσοζύγιον ἐξωτερικῶν πληρωμῶν μιᾶς χώρας ἔχη τάσιν, δι' οἷονδῆποτε λόγον, δημιουργίας ἐλλείμματος, τὸ γεγονὸς αὐτὸ ὀδηγεῖ εἰς μείωσιν τῆς τιμῆς τοῦ ἐγχωρίου νομίσματος ἐν σχέσει πρὸς τὸ ξένον νόμισμα, ἡ μείωσις αὕτη ὀδηγεῖ, ἐν συνεχείᾳ, εἰς αὔξησιν τῶν τιμῶν τῶν ἐισαγομένων εἰδῶν. Οὕτω τὸ κόστος διαβίωσης τῶν ἐργαζομένων, ἐφ' ὅσον ἡ ἐισαγωγή αὐτῶν ἐξαρτᾶται κατὰ μέγαν βαθμὸν ἀπὸ τὰς ἐισαγωγὰς — περίδιατροφή αὐτῶν ἐξαρτᾶται κατὰ μέγαν βαθμὸν ἀπὸ τὰς ἐισαγωγὰς — πιέζουν πτωσίς Ἡνωμένου Βασιλείου (40 %) — ἀνέρχεται καὶ οἱ ἐργαζόμενοι πιέζουν δι' αὔξησιν ἀποδοχῶν, ἡ αὔξησις ἀποδοχῶν δημιουργεῖ συνθήκας αὐξήσεως τῶν τιμῶν, ἡ ὁποία τελικῶς ὀδηγεῖ εἰς τὴν δημιουργίαν ἐλλείμματος εἰς τὸ ἰσοζύγιον ἐξωτερικῶν πληρωμῶν καὶ οὕτω καθ' ἐξῆς.

γ) Ἀνάγκη κινητικότητος τῶν συντελεστῶν τῆς παραγωγῆς. Ἄς ὑποθέσωμεν ὅτι ἡ χώρα Α ἀποτελεῖται ἀπὸ δύο περιοχῶν Β καὶ Γ, αἱ ὁποῖαι παράγουν τὰ προϊόντα χ καὶ ψ ἀντιστοίχως. Ὑποθέτομεν περαιτέρω ὅτι ἡ ἐξωτερικὴ ζήτησις διὰ τὸ προϊόν χ αὐξάνει ὅποτε τὸ ἐγχώριον νόμισμα ἀνατιμᾶται, γεγονὸς τὸ ὁποῖον ὀδηγεῖ εἰς μείωσιν τῶν ἐξαγωγῶν ἀπὸ τὴν περιοχὴν Γ. Οὕτως, εἰς τὴν τελευταίαν αὐτὴν περιοχὴν θὰ δημιουργηθοῦν συνθήκαι ὑφέσεως — ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν τῆς μὴ κινητικότητος τῶν συντελεστῶν τῆς παραγωγῆς —. Ἐὰν αἱ νομισματικαὶ ἀρχαὶ αὐξήσουν τὴν κυκλοφορίαν τοῦ νομίσματος διὰ νὰ περιορίσουν τὴν ἀνεργίαν εἰς τὴν περιοχὴν Γ τὸ ἀποτέλεσμα τοῦ μέτρου αὐτοῦ διὰ τὴν περιοχὴν Β θὰ εἶναι πληθωρισμός.

### 3. ΠΡΟΣΦΑΤΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Τὸ 1971 ὑπεγράφη εἰς Ουάσιγκτον συμφωνία δι' ἧς αἱ κυριώτεραι βιομηχανικαὶ χῶραι ἀνέλαβον τὴν ὑποχρέωσιν ὅπως ἐκάστη διατηρήσῃ τὰς διακυμάνσεις τῆς τιμῆς τοῦ νομίσματος τῆς ἐν σχέσει πρὸς τὰ ξένα νομίσματα ἐντὸς τοῦ περιθωρίου 4,5 %.

Τὸ Ἡνωμένον Βασίλειον πρῶτον παρέβη τὴν ἀνωτέρω συμφωνίαν διὰ τῆς μὴ ἐπεμβάσεως τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν πρὸς διατήρησιν τῆς τιμῆς τῆς στερλίνας ἐντὸς τοῦ περιθωρίου 4,5 %. Ἡ Ἰταλία τὴν 23ην Ἰανουαρίου 1973 καθιέρωσε διπλὴν ἀγορὰν συναλλάγματος. Ἐν συνεχείᾳ ἡ Ἑλβετία ἐπέτρεψε τὴν ἑλευθέραν διακύμανσιν τοῦ φράγκου. Μετὰ τὴν νομισματικὴν κρίσιν τοῦ Φεβρουαρίου 1973 ἐπετράπη ἡ ἐλευθέρωσις τῆς λιρέττας καὶ ἡ πρὸς τὰ ἀνω διακύμανσις τοῦ γιέν. Ἠκολούθησεν ἑτέρα νομισματικὴ κρίσις τὸν Μάρτιον τοῦ 1973. Μετὰ ἀπὸ τὴν κρίσιν αὐτὴν αἱ χῶραι τῆς ΕΟΚ καθώρισαν τὸ ἀνώτατον εὔρος τῶν διακυμάνσεων τῶν τιμῶν τῶν νομισμάτων τῶν εἰς τὰς μετὰξὺ τῶν σχέσεις εἰς τὸ ποσοστὸν 2,25 %, ἀφέθη δὲ ἐλευθέρωσις ἢ ἀπὸ κοινῶν διακυμάνσεων πρὸς τὰ νομίσματα τῶν ἐκτὸς τῆς Ε.Ο.Κ. χωρῶν.

Μετὰ τὴν κρίσιν τοῦ πετρελαίου ἡ Γαλλικὴ κυβέρνησις ἐπέτρεψε τὴν

ἐλευθέραν διακίμανσιν τοῦ φράγκου εἰς τὰς σχέσεις του πρὸς τὰ νομίσματα τῶν λοιπῶν κρατῶν-μελῶν τῆς ΕΟΚ. Οὕτως ἐφθάσαμεν εἰς τὴν de facto κατάργησιν τοῦ διεθνoῦς νομισματικοῦ συστήματος τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν.

Ἦδη τὴν 14ην Ἰουνίου ἐ.ἔ. ἐπετεύχθη συμφωνία ὑπὸ τῆς 20μελοῦς ἐπιτροπῆς ἐπὶ τῆς Διεθνoῦς Νομισματικῆς Μεταρρυθμίσεως καὶ Συναφῶν θεμάτων, ἡ ὁποία συνεστήθη ὑπὸ τὴν αἰγίδα τοῦ IMF, διὰ τὴν κατάργησιν τοῦ χρυσοῦ ὡς μέσου ἐκτιμῆσεως ἀξιῶν ἀπὸ 1ης Ἰουλίου 1974. Περαιτέρω συμφωνήθη ἡ μερικὴ ἀπελευθέρωσις τῆς τιμῆς τοῦ χρυσοῦ. Μέχρι τῆς ἀνωτέρω ἡμερομηνίας αἱ μεταξὺ τῶν κεντρικῶν τραπεζῶν συναλλαγαὶ ἐπὶ τοῦ χρυσοῦ δὲν ἐπιτρέπονται νὰ λάβουν χώραν εἰς τιμὴν ἀνωτέραν τῆς ἐπισήμου τοιαύτης δηλαδὴ 42, 22 ἀνὰ οὐγγίαν ἔναντι τῶν 150 δολλαρίων περίπου τῆς τρεχούσης τιμῆς.

Διὰ τῆς νέας ρυθμίσεως ἐπετράπη εἰς τὰς κεντρικὰς τραπεζὰς ὅπως ὑπολογίζουσι τὴν τιμὴν τοῦ παραδιδομένου, διὰ συναλλαγματικὰς διευκολύνσεις, χρυσοῦ ὡς ἐνεχύρου εἰς τὴν τρέχουσαν τιμὴν. Τὸ μέτρον αὐτὸ τὸ ὅποῖον εὐνοεῖ περισσότερο τὴν Γαλλίαν καὶ Ἰταλίαν ἐλήφθη διὰ νὰ ἀνακουφίσῃ τὰς χώρας αὐτάς ἀπὸ τὴν ἐλλειμματικότητα τῶν ἰσοζυγίων των, συνεπεῖα τῆς ἀνατιμῆσεως τοῦ πετρελαίου.

#### BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Clement - Prifer - Rothwell, Theoretical Issues in International Economics (1967).
  2. Friedman, M., The Case for Flexible Exchange Rates.
  3. Johnson, H. G., Theoretical Problems of the International Monetary System. *Pakistan Development Review*, 1967.
  4. Johnson, H. G., Equilibrium under Fixed Exchange Rates AER, 1963.
  5. Jones, R. W., Monetary and Fiscal Policy JPE, 1968. Supplement.
  6. Kindleberger, C., International Economics.
  7. Mundell, R., International Economics.
  8. Mundell, R., The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates QJE, 1960.
  9. Mundell, R., The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability, Internat. Monetary Staff papers, March 1962.
  10. Niehans, J., Monetary and Fiscal Policy in open Economics JPE, 1968, Supplement.
  11. Södersten, B. O., International Economics.
  12. Sohmen, E., Fiscal and Monetary Policies under Alternative Exchange Rate Systems. QJE. August, 1967.
  13. Sohmen, E., Flexible Exchange Rates Theory and Controversy (2nd edition).
  14. Tinbergen, J., On the Theory of Economic Policy.
  15. Tsiang, S. C., The Role of Money in Trade Balance Stability AER Dec. 1961.
- Τράπεζα τῆς Ἑλλάδος—Ἐκθεσις τοῦ Διοικητοῦ τῆς Τραπεζῆς, 1974.