

## ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΣΗ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΠΛΗΡΩΜΩΝ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

(Συνέχεια)

Του Δρ. ΣΠΥΡΟΥ Α. ΠΑΠΑΔΟΠΟΛΗ  
Οικονομολόγου της Τραπέζης της Ελλάδος

### III. Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ

#### 1. Γενικά

Με δεδομένη την άκαμψία του επιπέδου των τιμών, ή σχέση του έθνικού νομίσματος, πρὸς ἐκεῖνα τῶν ἄλλων χωρῶν διαδραματίζει οὐσιαστικό ρόλο στίς ἐξωτερικές συναλλαγές μιᾶς χώρας <sup>82</sup>.

82. Κατὰ τὸν E. Bernstein («The Economics of Fluctuating Exchange Rates», in Exchange Rate Flexibility», G. Haberler - Th. Willet, Eds., 1978, σ. 9) : «ἡ τιμὴ τοῦ συναλλάγματος εἶναι κάτι πολὺ περισσότερο ἀπὸ μία κανονικὴ τιμὴ. Εἶναι ὁ συνδετικός κρίκος μεταξὺ τῆς διαρθρώσεως τῶν τιμῶν μιᾶς χώρας, με ἐκείνες ὄλων τῶν ἄλλων χωρῶν καί, ἔτσι, μεταξὺ τῆς ἐθνικῆς καὶ τῆς παγκόσμιας οἰκονομίας. Ὑπάρχουν περιπτώσεις, πού οἱ τιμές, πού διαμορφώνονται σὲ μιὰ ἀγορὰ, προκύπτουν ἀπὸ ἐσφαλμένες ὑποθέσεις, σχετικὰ με τὴν μελλοντικὴ ἐξέλιξη τῆς προσφορᾶς καὶ ζήτησεως. Ἐάν τοῦτο συμβαίνει κατὰ καιροὺς στὴν τιμὴ ἐνὸς ἢ ὀλίγων ἀγαθῶν, δὲν προκύπτουν σοβαρὲς συνέπειες. Εἶναι, ὁμως, διαφορετικὴ ἡ περίπτωση ὅταν ἡ τιμὴ τοῦ συναλλάγματος δὲν ἀνταποκρίνεται στὴ σχετικὴ κατάσταση τῆς χώρας στὴν παγκόσμια οἰκονομία.... Μία ἀκατάλληλη συναλλαγματικὴ ἰσοτιμία θὰ προκαλέσει, παρατεινόμενη, σοβαρὴ διαταραχὴ στὴν οἰκονομία.»

Ἐξάλλου ὁ G. Haberler («The Choice of Exchange Rates after the War», American Economic Review, 1945, σελ. 308 - 318) θεωρεῖ ὅτι ἡ τιμὴ τοῦ συναλλάγματος (καί, γενικότερα, ἡ συναλλαγματικὴ πολιτικὴ) ἀποβλέπει : 1) στὴν ἐξισορρόπηση τῆς προσφορᾶς καὶ ζήτησεως συναλλάγματος, 2) στὸν ἐπηρεασμὸ τῶν ὄρων ἐμπορίου καὶ 3) στὴν ἐνίσχυση τῆς ἀπασχολήσεως, ὅταν ἡ ἐγχώρια ζήτηση εἶναι ἀνεπαρκῆς.

Τιμὴ ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος θεωρεῖται, ἐνίοτε, ἐκείνη, πού ἐξισορροπεῖ τὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν κατὰ μέσο ὄρο σὲ μιὰ σειρά ἐτῶν. Ὑποστηρίζεται, ὁμως, ὅτι ὑπάρχει ἀπεριόριστος ἀριθμὸς τέτοιων τιμῶν, πού ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὸ ὕψος τοῦ ἐθνικοῦ εἰσοδήματος στὸ ἐσωτερικὸ καὶ στὸ ἐξωτερικὸ. Κατὰ συνέπεια, ἰδεώδης διάρθρωση τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν θὰ ἦταν, τότε, ἐκείνη, πού διατηρεῖ σὲ ἰσορροπία τὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν ὄλων τῶν χωρῶν, ὅταν σὲ ὅλες ἐπικρατεῖ ἐπίπεδο πλήρους ἀπασχολήσεως. Πάντως, ἡ ex ante διαπίστωση ἐάν ἡ τρέ-

Ο καθορισμός της σχέσεως αυτής αποβλέπει, αρχικά, στη μετατροπή του συγκριτικού πλεονεκτήματος σε απόλυτο και, εν συνεχεία, στη διατήρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Πρέπει να σημειωθεί ότι δεν ανατίθεται στη συναλλαγματική ισοτιμία ή εν γένει εξισορρόπηση του ισοζυγίου πληρωμών, επειδή, όταν η διαταραχή τούτου δεν έχει θεμελιώδη ή διαρθρωτικό χαρακτήρα, μεγαλύτερη σημασία αποκτά η άσκηση της ένδεδειγμένης νομισματικής πολιτικής, ενώ ο ρόλος της τιμής του συναλλάγματος καθίσταται υποβοηθητικός.<sup>83</sup>

Η θεωρία των συναλλαγματικών ισοτιμιών αναζητεί τους παράγοντες εκείνους, που καθορίζουν τη σχέση μεταξύ των εθνικών νομισμάτων των διαφόρων χωρών.<sup>84</sup> Ειδικότερα, θα πρέπει να αναλυθεί η προέλευση της προσφοράς και ζήτησης συναλλάγματος και το αποτέλεσμα, που προκύπτει εάν οι δυνάμεις της αγοράς άφεθούν να επενεργήσουν ελεύθερα.<sup>85</sup> Το πρόβλημα είναι θεωρητικό αλλά και εμπειρικό. Και η εμπειρία, που αποκτήθηκε μετά την κατάργηση του συστήματος Bretton - Woods (το 1973) και τη μέχρι τώρα εφαρμογή των κυμαινομένων ισοτιμιών, απέδειξε ότι η ελεύθερη διαμόρφωσή τους εμφάνισε βίαιες και συχνά απρόβλεπτες διακυμάνσεις, που προσδίδουν αστάθεια στο όλο οικονομικό σύστημα.

---

χουσα τιμή του συναλλάγματος είναι ή όχι η τιμή ισορροπίας του, παρουσιάζει σοβαρές δυσκολίες. Βλ. σχ. και A. Bloomfield, "Foreign Exchange Theory and Policy", in New Economics, S. Harris, Ed., 1948, σελ. 293 - 314.

83. Όπως έχει τονισθεί στο προηγούμενο κεφάλαιο, μία οικονομία, παρόλο ότι διατηρεί την διεθνή ανταγωνιστικότητά της, θα έχει έλλειμματικό ισοζύγιο πληρωμών, εάν η συνολική δαπάνη υπερβαίνει το εθνικό εισόδημα ή εμφανίζεται υπερπροσφορά χρήματος.

84. O P. Isard ("Exchange Rate Determination", Princeton Studies in International Finance, No. 42, σ. 1) γράφει: «Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες καθορίζονται σε μία διαδικασία, η οποία προσδιορίζει, συγχρόνως, πολλές άλλες μεταβλητές στην παγκόσμια οικονομία και, κατά συνέπεια, δεν είναι έφικτος ο σχηματισμός ενός υποδείγματος καθορισμού των χωρίς να γίνουν ουσιώδεις άπλοποιήσεις. Διαφορετικές απόψεις της διαδικασίας διαμορφώσεως της τιμής του συναλλάγματος αντίστοιχούν σε διαφορετικές άπλοποιημένες συνθήκες και θα πρέπει να κριθούν από την καταλληλότητα των συνθηκών αυτών».

85. Ο γενικός «νόμος» της προσφοράς και ζήτησης, που τόσο συχνά επικαλείται η οικονομική θεωρία και πράξη, δεν περικλείει παρά μόνον μία απλή τ ά σ η της τιμής να μειούται, όταν η προσφορά υπερβαίνει τη ζήτηση και να αυξάνει στην αντίθετη περίπτωση. Η συγκεκριμένη τιμή ισορροπίας της αγοράς παραμένει, βάσει του νόμου τούτου, άπροσδιόριστη. Έξάλου η τάση αυτή ελέγχεται σε αξιόλογο βαθμό, τόσο μέσω μειωτικού, κυρίως, έπηρεασμού της (βραχυχρόνιας) προσφοράς, όσο και με την διαμόρφωση της ένεργου ζήτησεως. Έτσι, η ένίσχυση της τελευταίας αυτής εμφανίζεται, συχνά, σαν αίτημα (συνδικαλισμένων) παραγωγών, για να άποτραπεί, με τον τρόπο αυτό, η τάση μειώσεως της τιμής των προϊόντων τους. Χαρακτηριστικό σχετικό παράδειγμα στη χώρα μας άποτελεί η προσπάθεια, που καταβάλουν οι άσχολούμενοι με την οικοδομή, για να άδξηθούν τ ά χορηγούμενα στεγαστικά δάνεια.

Ἀπὸ πλευρᾶς θεωρίας, ἡ ἀρχὴ τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων τοῦ G. Cassel, ἐξακολουθεῖ νὰ καθορίζει τὴ μακροχρόνια τάση τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν. Ἡ ἀνεπαρκής, ὅμως, ἐμπειρική ἐπαλήθευση τῆς ἀρχῆς αὐτῆς καὶ οἱ προαναφερθεῖσες ἀνώμαλες ἐξελίξεις στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος ὀδήγησαν στὴ διαμόρφωση μιᾶς «ἀποθεματικῆς» θεωρήσεως τοῦ συναλλάγματος, ποὺ καθορίζει τὴν τιμὴ του βραχυχρόνια. Συγκεκριμένα, ἡ μακροχρόνια συναλλαγματικὴ ἰσοτιμία θεωρεῖται ὅτι διαμορφώνεται ἀπὸ τὸ σχετικὸ ἐπίπεδο τῶν τιμῶν μεταξὺ τῶν χωρῶν<sup>86</sup>, ἐνῶ ἡ βραχυχρόνια ἰσοτιμία ἐπηρεάζεται, βασικά, ἀπὸ τὴν κερδοσκοπία.

## 2. Ἡ ἰσοτιμία τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων

Κατὰ τὴ διάρκεια τοῦ πρώτου παγκοσμίου πολέμου, οἱ ἐμπορικὲς συναλλαγὲς μεταξὺ τῶν χωρῶν ὑπέστησαν ἰσχυρὸ κλονισμό, μεταξὺ, δέ, τῶν ἀντιμαχομένων εἶχαν τελείως διακοπεῖ. Παράλληλα, εἶχαν ἐκδηλωθεῖ πληθωριστικὲς πιέσεις μὲ ἔντονη διαφοροποίηση στὶς διάφορες χῶρες. Μετὰ τὴ λήξη τοῦ πολέμου τέθηκε τὸ πρόβλημα τῆς καθιερώσεως μιᾶς νέας ἰσοτιμίας τῶν ἐθνικῶν νομισμάτων μὲ ἀπ' εὐθείας καθορισμὸ τῆς ἢ μὲσω τῆς σχέσεώς τους μὲ τὸ χρυσό, ἐφόσον θὰ διετηρεῖτο τὸ σύστημα τοῦ χρυσοῦ κανόνα.

Οἱ ἰδιάζουσες συνθήκες τῆς ἐποχῆς ἐκείνης, μὲ κύριο χαρακτηριστικὸ τὴ διαφορετικὴ, κατὰ χώρα, μεταβολή, σχετικὰ μὲ τὴν πρὶν ἀπὸ τὸν πόλεμο περίοδο, τοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν, ὀδήγησαν στὴ διαμόρφωση καὶ ἀποδοχῆ τῆς ἀρχῆς τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων. Ἡ θεωρία αὐτή, σύμφωνα μὲ τὴν ὁποία οἱ ἰσοτιμίες τῶν νομισμάτων ὀφείλουν νὰ συμβαδίζουν μὲ τὴ σχέση τῆς ἐσωτερικῆς τους ἀξίας, ἀπέβλεψε νὰ προσφέρει τὴ δυνατότητα πρακτικῆς ἐκτιμήσεως τῶν νέων (σταθερῶν) ἰσοτιμιῶν<sup>87</sup>.

86. Κατὰ τὸν P. Isard (ἐνθ. ἀν., σ. 1) «ἡ ἰσοτιμία τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων ἀπορρίπτεται σὰν βραχυχρόνια ὑπόθεση, ἀλλὰ μπορεῖ νὰ ἀποκτήσει ἀξιόλογη βαρύτητα σὲ χρονικὲς περιόδους ἐπαρκῶς μεγάλες, ὥστε οἱ λόγοι τῶν ἐθνικῶν τιμαρίθμων νὰ μεταβληθῶν ριζικά.... Ἐπειδὴ οἱ διορθωτικὲς δυνάμεις χρειάζονται χρόνο—γιὰ τὴν ἀποκατάσταση τῆς ἰσότητος μεταξὺ τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος καὶ τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων—ἡ ἀξιοπιστία τῆς θεωρίας αὐτῆς ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὸ χρονικὸ ὀρίζοντα, ποὺ ἐπισκοπεῖται».

87. Ὁ P. Samuelson ("Theoretical Notes on Trade Problems", Review of Economics and Statistics, May 1964, σ. 153) ἐκφράζει φόβους γιὰ τὴν ἀκριβῆ αὐτὴ ἐκτίμηση τῶν ἰσοτιμιῶν: «Ἡ ἰσοτιμία τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων εἶναι ἓνα παραπλανητικὸ δόγμα, ποὺ ὑπόσχεται αὐτὸ, ποὺ εἶναι σπάνιο στὰ οἰκονομικά: μία λεπτομερῆ ἀριθμητικὴ πρόβλεψη».

Ἀντίθετα ὁ G. Haberler ("A Survey of International Trade Theory", 1961, σελ. 50-51) ὑποστηρίζει ὅτι «ὅταν οἱ ἐμπορικὲς σχέσεις μεταξὺ χωρῶν διακόπηκαν ἢ περιορίσθηκαν σὲ ἀντιπραγματισμὸ ἢ σὲ διακυβερνητικὴ βάση, ἡ ἰσοτιμία τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων μπορεῖ νὰ προσφέρει μιὰ ἐνδειξὴ τῆς τιμῆς ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος, ποὺ θὰ εἶναι ἐφαρμόσιμη ὅταν ἀποκατασταθοῦν κανονικὲς ἐμπορικὲς σχέσεις.»

Ἐξάλλου, κατὰ τοὺς P. T. Ellsworth ("The International Economy, 1950, σ. 600), LI, A.

Κατά τους ύποστηρικτές τῆς ἀρχῆς αὐτῆς, σκοπὸς τῆς ζητήσεως ἐνὸς ξένου νομίσματος εἶναι ἡ ἀπόκτηση ἀγοραστικῆς δυνάμεως στὴν ἀγορά, ὅπου τοῦτο κυκλοφορεῖ. Κατὰ συνέπεια, γιὰ νὰ ὑπάρξει ἰσορροπία στὴν ἀγορά συναλλάγματος θὰ πρέπει οἱ ἰσοτιμίες τῶν διαφόρων νομισμάτων νὰ δίνουν τὴν ἴδια ἀγοραστικὴ δύναμη σὲ ὅλες τὶς χῶρες. Ἐάν, μετὰ τὴ μετατροπὴ τοῦ ἐγχώριου νομίσματος σὲ ξένο, βᾶσει τῆς ἰσχύουσας ἰσοτιμίας, ἀποκτᾶται μεγαλύτερη δύναμη ἀγοραστικὴ στὴν ἀλλοδαπή, ἀπὸ ἐκεῖνη πού παρέχει τὸ ἐθνικὸ νόμισμα στὴν ἐσωτερικὴ ἀγορά, ἡ ἀπόκτηση συναλλάγματος εἶναι ἐπικερδῆς καὶ ἡ ζήτησή του θὰ εἶναι, στὴ δεδομένη ἰσοτιμία, μεγαλύτερη τῆς προσφορᾶς.

Ὁ συσχετισμὸς αὐτὸς τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων, γιὰ τὸν καθορισμὸ τῆς ἰσοτιμίας, δίνει τὴν καλούμενη «ἀπόλυτη» ἐκδοχὴ τῆς θεωρίας, ἐνῶ κατὰ τὴ «συγκριτικὴ» ἐκδοχὴ τῆς ἡ (νέα) ἰσοτιμία προσδιορίζεται ἀπὸ τὴ σχετικὴ μεταβολὴ τοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν στὶς διάφορες χῶρες.

Ἡ «ἀπόλυτη» ἰσοτιμία τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων στηρίζεται στὸν ἀπλὸ συλλογισμὸ ὅτι, ἐφόσον ἡ ὑπάρχουσα ἰσοτιμία δίνει μεγαλύτερη ἀγοραστικὴ δύναμη στὴν ξένη ἀγορά, οἱ εἰσαγωγές θὰ ἀυξηθοῦν καὶ οἱ ἐξαγωγές θὰ μειωθοῦν, μὲ ἀποτέλεσμα τὴν ἐμφάνιση ἐλλείμματος στὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν. Τὸ γεγονός τοῦτο προκαλεῖ ὑπερπροσφορὰ τοῦ ὑπερτιμημένου ἐγχώριου νομίσματος

Metzler ("The Theory of International Trade", in H. S. Ellis, Ed. «A Survey of Contemporary Economics», 1948, σελ. 222 - 23), R. Stern ("The Balance of Payments", 1973, σ. 147), F. A. Lutz ("The Problem of International Economic Equilibrium", 1966, σ. 23) καὶ ἄλλους, ἀναγνωρίζεται ὅτι ἡ ἰσοτιμία τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων ἀνταποκρίνεται, κατὰ προσέγγιση ἔστω, στὴν τιμὴ ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος.

Ὁ H. Gailliot ("Purchasing Power Parity as an Explanation of Long-Term Changes in Exchange Rates" Journal of Money Credit and Banking, Aug. 1970, σ. 349) παραθέτει τὴν ἀκόλουθη ἄποψη τοῦ G. Cassel: «Σημαντικὲς μεταβολές στὴν ἐσωτερικὴ ἀγοραστικὴ δύναμη τοῦ χρήματος ἔχουν πολὺ μεγαλύτερη ἐπίδραση στὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος, ἀπὸ κάθε ἄλλη μεταβολὴ στὶς πραγματικὲς συνθήκες τοῦ διεθνoῦς ἐμπορίου. Οἱ ἀριθμητικὲς ἐκτιμήσεις... ἀποτελοῦν, συνεπῶς, ἕναν πρῶτο χονδροειδῆ ὑπολογισμὸ τῆς νέας τιμῆς ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος, μετὰ ἀπὸ μία μεγάλη νομισματικὴ μεταβολή». Καὶ ὁ Gailliot (ἐνθ. ἀνωτ. σ. 348) σημειώνει: «Χῶρες, πού ἐπιτρέπουν στὸν ἐσωτερικὸ πληθωρισμὸ νὰ ἐξελιχθεῖ σὲ βαθμὸ σημαντικὰ ἀνώτερο, ἀπὸ ἐκεῖνον τῶν ἐμπορικῶν τῶν ἐταίρων, πρέπει νὰ εἶναι προετοιμασμένες νὰ πληρῶσουν τὸ τίμημα τῆς ὑποτιμῆσεως, ἢ τοῦ (σχετικοῦ) ἐσωτερικοῦ ἀντιπληθωρισμοῦ, ἐκτὸς ἐάν πείσουν τὶς ἄλλες χῶρες νὰ ἀσκήσουν πληθωριστικὴ πολιτικὴ».

Εἰδικότερα ὁ J. Artus ("Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate", σ. 297 - 98) σημειώνει ὅτι ἐάν ἐπρόκειτο γιὰ μιὰ ἀκριβῆ ἐκτίμηση τῆς (μακροχρόνιας) τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ἡ μέθοδος τῆς ἀρχῆς τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων θὰ ἀπερρίπτετο. Ἄλλὰ πρόκειται γιὰ ἕνα χονδροειδῆς μέτρο, πού θὰ βοηθήσει τὶς ἀρμόδιες ἀρχές νὰ διατηρήσουν μιὰ λογικὴ τιμὴ συναλλάγματος, ἡ ὁποία δὲν θὰ ἀποκλίνει ἀπὸ τὴν τιμὴ ἰσορροπίας τῆς κατὰ μεγάλο ποσοστὸ διαφορᾶς (20 - 30%), ὅπως συνέβαινε, συχνά, στὸ παρελθόν. Γιὰ τὸ σκοπὸ αὐτὸ ἡ ἐν λόγω ἀρχὴ θεωρεῖται, ἀπὸ τὸν Artus, ἐπαρκῆς καί, ἰδίᾳ, ἐφόσον ἐρμηνεύεται μὲ πλήρη κατανόηση τῶν διαφόρων πηγῶν ἀποκλίσεως, πού ἐνσωματώνει.

καί, κατά συνέπεια, υποτίμησή του, ώστε, τελικά, ή αγοραστική του δύναμη στο έξωτερικό νά μειωθεί και νά εξισωθεί με εκείνη, πού έχει τοῦτο στην ἐσωτερική αγορά<sup>88</sup>.

Ἄλλὰ ὁ μηχανισμός αὐτός, πού πιέζει τήν τιμή τοῦ συναλλάγματος πρὸς τὸ σημεῖο ἰσορροπίας της, (πού προσδιορίζεται ἀπὸ τήν ἰσοτιμία τῶν αγοραστικῶν δυνάμεων στὸ ἐσωτερικὸ καὶ στὸ ἐξωτερικὸ), προϋποθέτει ὅτι ὅλα τὰ ἀγαθὰ, πού εἶναι ἐμπορεύσιμα στὴν ἐγχώρια ἀγορά, διακινῶνται ἐπίσης καὶ διεθνῶς. Ἄλλὰ τοῦτο, προφανῶς, δὲν συμβαίνει, ὅπως, λ.χ., προκειμένου γιὰ τὰ ἀκίνητα, τίς ὑπηρεσίες καὶ ἄλλα ἀγαθὰ, γιὰ τὰ ὁποῖα δὲν ὑπάρχει δικαιολογητική

88. Ὁ B. Balassa ("The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *Journal of Political Economy*, Dec. 1964, σελ. 584-96) διαπιστώνει, μεταξύ τῆς (ἀπόλυτης) ἰσοτιμίας τῶν αγοραστικῶν δυνάμεων καὶ τῆς τιμῆς ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος, συστηματικὴ ἀπόκλιση, πού ἀξάνει, ὅσο διευρύνεται ἡ διαφορὰ τῆς παραγωγικότητας καὶ τοῦ ἐπιπέδου ἀναπτύξεως μεταξύ τῶν χωρῶν. Τοῦτο ὀφείλεται στὸ γεγονός ὅτι ἡ τεχνολογικὴ πρόοδος δὲν διαχέεται συμμετρικὰ σὲ ὅλους τοὺς κλάδους τῆς οἰκονομίας, ἀλλὰ συγκεντρώνεται, βασικά, στὰ ἐμπορεύσιμα ἀγαθὰ, ὥστε μεταξύ αὐτῶν καὶ τοῦ τομέα τῶν μὴ ἐμπορευσίμων ἀγαθῶν (καί, κατὰ κύριο λόγο, τῶν ὑπηρεσιῶν) νά προκύπτει ἕνα διευρυνόμενο χάσμα παραγωγικότητας, ὅσο βελτιώνεται ἡ τελευταία αὐτή. Παράλληλα, ἡ τιμὴ τῶν ἐμπορευσίμων ἀγαθῶν τείνει νά καταστῆ ἐνιαία σὲ ὅλες τίς χώρες, ἐνῶ στὴν ἴδια χώρα ἐμφανίζεται ἐνιαία ἡ ἀμοιβὴ τῆς ἐργασίας. Κατὰ συνέπεια, ὁ λόγος τῆς τιμῆς τῶν μὴ ἐμπορευσίμων ἀγαθῶν, πρὸς ἐκείνην τῶν ἐμπορευσίμων ἀγαθῶν, εἶναι μεγαλύτερος, ὅσο περισσότερο ἀνεπτυγμένη (καὶ μὲ μεγαλύτερο κατὰ κεφαλὴν εἰσόδημα) εἶναι μία χώρα. Ὅμως, οἱ τιμὲς τῶν μὴ ἐμπορευσίμων ἀγαθῶν (πού εἶναι, σχετικὰ, ὑψηλότερες στίς ἀνεπτυγμένες χώρες) δὲν ἐπηρεάζουν ἄμεσα, τοῦλάχιστο, τὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν. Συνεπῶς, ἡ ἰσοτιμία τῶν νομισμάτων, πού προκύπτει ἀπὸ τὴ συσχέτιση τοῦ γενικοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν τῶν χωρῶν, δίνει (λόγω τῆς συμμετοχῆς σὲ τοῦτο τῶν τιμῶν καὶ τῶν μὴ ἐμπορευσίμων ἀγαθῶν) τιμὴ συναλλάγματος χαμηλότερη ἀπὸ ἐκείνην, πού πράγματι ἀπαιτεῖται γιὰ τὴν ἐξισορρόπηση τοῦ ἰσοζυγίου τῶν (τρεχουσῶν) συναλλαγῶν μιᾶς περισσότερου, μὲ μία ὀλιγότερο ἀνεπτυγμένη οἰκονομία.

Προκύπτει, δηλαδή, ἀπὸ τὴν ἄνοδο τῆς παραγωγικότητας, μία συστηματικὴ μεταβολὴ τοῦ σχετικοῦ (συνολικοῦ) ἐπιπέδου τῶν τιμῶν μεταξύ χωρῶν διαφορετικοῦ βαθμοῦ οἰκονομικῆς ἀναπτύξεως, μὲ συνέπεια τὴν ἐπίσης συστηματικὴ ἀπόκλιση τῆς ἰσοτιμίας τῶν αγοραστικῶν δυνάμεων τῶν νομισμάτων τῶν, ἀπὸ ἐκείνην τῆς τιμῆς ἰσορροπίας τῆς ἀγορᾶς συναλλάγματος. Κατὰ τὸν L. Officer ("The Purchasing-Power-Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article" *Document of IMF*, DM/75/81, Sept. 11, 1975, σ. 15) ἡ ἄποψη αὐτὴ τοῦ Balassa ἀνατρέπει, ἐκ πρώτης ὄψεως, τὴν ἀπόλυτη ἐκδοχὴ τῆς ἰσοτιμίας τῶν αγοραστικῶν δυνάμεων, ἐφ' ὅσον πρόκειται γιὰ τὰ νομίσματα χωρῶν μὲ διαφορετικὸ ἐπίπεδο ἀναπτύξεως. Ὅμως, ἀφ' ἐνός ἡ ποιότητα τῶν προσφερομένων μὴ ἐμπορευσίμων ἀγαθῶν εἶναι καλύτερη στίς ἀνεπτυγμένες χώρες, ὥστε ἡ ἀπλὴ σύγκριση τῶν (σχετικῶν) τιμῶν τῶν μεταξύ τῶν χωρῶν νά μὴν εἶναι βάσιμη καί, ἀφ' ἑτέρου, ἡ ἀναφερόμενη θεωρία παραμένει ἐφαρμόσιμη μεταξύ χωρῶν τοῦ ἰδίου ἐπιπέδου ἀναπτύξεως.

Ἐξάλλου, ὁ Officer (ἐνθ. ἀν., σ. 41) τονίζει ὅτι ἡ ὑπαρξὴ συστηματικῶν ἀποκλίσεων, ἐφ' ὅσον ὑπάρχει δυνατότητα προβλέψεών τους, ἐπιτρέπει τὴ διατήρηση τῆς ἐμπειρικῆς χρησιμοποίησεως τῆς ἰσοτιμίας τῶν αγοραστικῶν δυνάμεων, ἔστω καὶ ἐάν ἡ θεωρητικὴ τῆς βάση κλονίζεται.

βάση αντιστοιχίας της αγοραστικής δυνάμεως των διαφόρων νομισμάτων στις σχετικές αγορές <sup>89</sup>.

Ἡ «συγκριτική» ἰσοτιμία των αγοραστικῶν δυνάμεων παρακάμπτει, ἐκ πρώτης ὄψεως, τὴ δυσκολία, ποὺ ἀνακύπτει μὲ τὰ ἀγαθὰ, ποὺ δὲν εἶναι ἐμπορεύσιμα στὴ διεθνή ἀγορά, ἀλλὰ ἢ πρόκριση τοῦ κατάλληλου τιμαριθμοῦ γιὰ τὴν ἐκτίμησή της δὲν ἔτυχε ἀκόμη γενικὰ ἀποδεκτῆς λύσεως <sup>90</sup>.

89. Ἐάν, λ. χ., ἡ τιμὴ των ἀκινήτων στὸ ἐξωτερικὸ εἶναι, βάσει τῆς ὑφιστάμενης συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας, χαμηλότερη τῆς τιμῆς τους στὸ ἐσωτερικὸ, δὲν νοεῖται (ὑπερ)προσφορά τοῦ (ὑπερτιμημένου) ἐγχώριου νομίσματος, γιὰ τὴν ἀγορὰ ἀκινήτου στὴν ἀλλοδαπή καὶ μεταφορά του στὴ χώρα τοῦ ἐσωτερικοῦ. Τοῦτο, βέβαια, ἰσχύει μόνο ἐφ' ὅσον ἡ ζήτηση των διαφόρων νομισμάτων ἀποβλέπει ἀποκλειστικὰ σὲ ἀπόκτηση αγοραστικῆς δυνάμεως.

Ἡ τάση νὰ ἔχουν τὰ ἴδια (ἐμπορεύσιμα) ἀγαθὰ τὴν ἴδια τιμὴ (σὲ κοινὸ νόμισμα), σὲ ὅλες τὶς χώρες, ἀποκαλεῖται (μὲ κάποια δόση ὑπερβολῆς) «ὁ νόμος τῆς μιᾶς (παγκόσμιας) τιμῆς». Ἡ ὑπαρξη, ὁμως, διαφορετικῶν δασμολογικῶν καὶ ἄλλων ἐπιβαρύνσεων στὰ διακινούμενα ἀγαθὰ στὶς διάφορες χώρες, τοῦ κόστους μεταφορᾶς των κλπ., δὲν ἐπιτρέπουν στὸ «νόμο» αὐτὸ νὰ ἔχει πλήρη ἐφαρμογὴ στὴν παγκόσμια οἰκονομία. Παράλληλα, ἡ στάθμιση των ἐπιμέρους ἀγαθῶν δὲν εἶναι ἢ ἴδια στοὺς διαφόρους (ἐθνικοὺς) τιμαριθμούς. Προκύπτει, συνεπῶς, ὅτι ἡ σύγκριση των τελευταίων τούτων (ἔστω καὶ ἐάν περιλαμβάνουν μόνον διεθνῶς ἐμπορεύσιμα ἀγαθὰ), ποὺ χρησιμοποιεῖται γιὰ τὴν ἐκτίμηση τῆς ἰσοτιμίας των αγοραστικῶν δυνάμεων, δὲν ἀποδίδει τὴν πραγματικὴ σχέση, ποὺ ἀναζητεῖ ἢ ἀντίστοιχη θεωρία. Γιὰ τὴν ὀρθὴ ἐκτίμηση τῆς σχέσεως αὐτῆς θὰ πρέπει εἴτε οἱ ἐπιμέρους συντελεστὲς σταθμίσεως των ἀγαθῶν, ποὺ χρησιμοποιοῦνται στὶς διάφορες χώρες, νὰ εἶναι οἱ ἴδιοι, εἴτε ἡ, μεταξὺ των χωρῶν, σχέση τῆς τιμῆς ὄλων των ἀγαθῶν νὰ εἶναι ἢ ἴδια, ὅποτε δὲν ἔχει σημασία ἡ διαφορετικὴ στάθμισή τους. Στὴν τελευταία αὐτὴ περίπτωση ὑπάρχει προφανῶς καὶ ἡ πλήρης ἐφαρμογὴ τοῦ «νόμου τῆς μιᾶς τιμῆς», ποὺ συνεπάγεται ἰσότητα τῆς σχέσεως αὐτῆς μὲ τὴ μονάδα. Βλ. σχ. J. Vanek, "International Trade: Theory and Economic Policy" 1962, σ. 84.

90. Ὁ J. M. Keynes ("Tract on Monetary Reform", 1924) ὑπεστήριξε ὅτι, σὲ περίπτωσι χρησιμοποίησεως δείκτη, ποὺ περιλαμβάνει μόνον διεθνῶς ἐμπορεύσιμα ἀγαθὰ, ἡ ἀρχὴ τῆς ἰσοτιμίας των αγοραστικῶν δυνάμεων δὲν ἐκφράζει τίποτα περισσότερο ἀπὸ μία κοινοτυπία. Ὅμως, ἡ διάμρφωση ἐνιαίας τιμῆς γιὰ τὰ ἀναφερόμενα διεθνή ἀγαθὰ, στὶς διάφορες χώρες, μὲ δεδομένες τὶς συναλλαγματικὲς ἰσοτιμίες, προποθεῖ εὐκαμψία των (ἐσωτερικῶν) τιμῶν. Μὲ ἀκαμψία τούτων, ὅπως ὁ ἴδιος ὁ Keynes ὑπεστήριξε ἀργότερα, ἡ διεθνὴς ἐξομοίωση τῆς τιμῆς των ἀγαθῶν προκύπτει, βασικά, ἀπὸ προσαρμογὴ τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, σύμφωνα μὲ τὴν ἀρχὴ τῆς ἰσοτιμίας των αγοραστικῶν δυνάμεων.

Ἐξάλλου, ὅπως παρατηρεῖ ὁ A. Bloomfield ("Foreign Exchange Theory and Policy", in the New Economics, S. Harris Ed., σ. 294, ὑπ. 6): «Ἐνῶ εἶναι ἀληθές ὅτι οἱ τιμὲς των ἰδίων (διεθνῶς ἐμπορεύσιμων) ἀγαθῶν πρέπει νὰ τείνουν νὰ γίνουν ἴσες σὲ ὅλες τὶς χώρες ὅταν μετατρέπονται σὲ κοινὸ νόμισμα, ἡ σχέσις αὐτὴ δὲν ἰσχύει, κατ' ἀνάγκη, ὅταν πρόκειται γιὰ τὶς τιμὲς ὁμάδων τέτοιων ἀγαθῶν. Ὅπως ἔδειξε ὁ Viner ("Studies in the Theory of International Trade", 1937, σ. 383 - 5) ἡ θεωρία τῆς ἰσοτιμίας των αγοραστικῶν δυνάμεων μπορεῖ νὰ μὴ εἶναι ταυτολογία ὅταν ἐφαρμόζεται στὶς τιμὲς ὁμάδων διαφορετικῆς συνθέσεως ἀγαθῶν ἢ τῆς ἴδιας μὲν συνθέσεως ἀλλὰ διαφορετικῆς σταθμίσεως τῶν ἐπὶ μέρους ἀγαθῶν».

Ἐπίσης, ἡ ὑπαρξη μὴ συμμετρικῶν ἐμποδίων στὴ διακίνηση των ἀγαθῶν μεταξὺ των χωρῶν,

Ευρύτερη προτίμηση εμφανίζει ο δείκτης τιμών καταναλωτού, ο οποίος, όμως, περιλαμβάνει και μη διεθνώς εμπορεύσιμα αγαθά, για τα όποια, όπως έχει ήδη σημειωθεί, δεν δικαιολογείται ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων των νομισμάτων<sup>91</sup>, που προκύπτει μόνον εφόσον η τιμή τους μεταβάλλεται ομοιόμορφα με εκείνη των διεθνώς εμπορευσίμων αγαθών. Έξάλλου, γενικότερα, όπως παρατήρησε ο P. Samuelson, για την ορθότητα της σχετικής έκδοχης της ισοτιμίας των αγοραστικών δυνάμεων, απαιτείται όπως ή εσωτερική διάρθρωση των σχετικών τιμών κάθε χώρας δεν μεταβάλλεται<sup>92</sup>. Στην αντίθετη περίπτωση αναφάνεται και πάλι το πρόβλημα της διαφορετικής σταθμίσεως των επιμέρους αγαθών στους τιμαριθμούς των διαφόρων χωρών<sup>93</sup>.

Δυσχέρειες εμφανίζει και ο καθορισμός της περιόδου βάσεως, σχετικά με

το κόστος μεταφοράς των, ως και η ανεπαρκής ενημέρωση, σχετικά με τις ξένες αγορές, αποτρέπουν τη διαμόρφωση ενιαίας τιμής σε όλες τις χώρες ακόμη και των ίδιων προϊόντων.

Όπως, δέ, σημειώνει ο J. Artus ("Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate", σ. 285) και εάν ακόμη όλες οι χώρες παρήγαγαν τα ίδια ακριβώς προϊόντα, που θα διακινούντο τελείως ελεύθερα μεταξύ των χωρών, η ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων απλώς θα αποτελούσε εφαρμογή του «νόμου της μιάς (παγκόσμιας) τιμής».

91. Αντίθετης άποψως είναι ο H. S. Houthakker ("Exchange Rate Adjustment", in Factors Affecting the U. S. Balance of Payments, Joint Economic Committee, Congress of U. S., 1962, σελ. 289 - 304), ο οποίος γράφει (σ. 295 - 96): "Η εγχώρια παραγωγή ανταγωνίζεται τις εισαγωγές, γεγονός, που σημαίνει ότι οι τιμές εξισούνται και το όριακό προϊόν της εργασίας μπορεί να μετρηθεί, επίσης, σε αγαθά, που καταναλώνονται, αντί εκείνων, που παράγονται. Κατά συνέπεια, η ανταγωνιστική θέση των χωρών μπορεί να εκτιμηθεί από το σχετικό επίπεδο των τιμών των καταναλωτικών αγαθών. Έτσι, είναι αναγκαίο να δίδεται προσοχή όχι μόνο σε αγαθά, που υπεισέρχονται στο διεθνές εμπόριο, αλλά επίσης και σε όλα τα άλλα αγαθά, κατά την αναλογία, που καταναλώνονται σε κάθε χώρα... Οι επικριταί (της θεωρίας της ισοτιμίας των αγοραστικών δυνάμεων) συνήθως παραβλέπουν τη σχέση μεταξύ τιμής και κόστους, που είναι βασική στη θεωρία αυτή».

92. P. Samuelson: "Theoretical Notes on Trade Problems", Review of Economics and Statistics, May 1964, σ. 145 - 54. Η περίπτωση αυτή προϋποθέτει είτε ότι οι μεταβολές των τιμών προκύπτουν αποκλειστικά από νομισματικές επιδράσεις και ότι ο ρόλος του χρήματος είναι ουδέτερος, είτε ότι η ελαστικότητα υποκαταστάσεως των εμπορευσίμων με μη εμπορεύσιμα αγαθά είναι μεγάλη.

Ο P. Samuelson (ένθ. άνωτ., σ. 146) σημειώνει ότι η ουδετερότητα του χρήματος ισχύει μόνο μακροχρόνια. Όμως, κατά τον ίδιο τον Samuelson, εάν οι μεταβολές στα νομισματικά μεγέθη είναι έντονότερες των πραγματικών μεταβολών της οικονομίας, ή σχετική έκδοχη της αναφερόμενης θεωρίας είναι εφαρμόσιμη, αλλά μόνο εάν προσέγγιση προς την πραγματικότητα.

Ο L. Officer (ένθ. άνωτ., σ. 7) παρατηρεί ότι την ίδια άποψη με τον Samuelson υπεστήριξε και ο G. Cassel. Έξάλλου, στην θεωρία αυτή αποδίδεται, πλέον, μακροχρόνιος χαρακτήρας.

93. Στην πράξη, για την αντιμετώπιση του προβλήματος τούτου, υποδεικνύεται ο ύπολογισμός του γεωμετρικού μέσου των ισοτιμιών, που προκύπτουν από την εναλλακτική χρησιμοποίηση, σε επιλεγμένη ομάδα αγαθών, των συντελεστών σταθμίσεως, που εφαρμόζουν οι συγκρινόμενες χώρες (Βλ. σχ. και L. Officer, ένθ. άνωτ., σ. 11).

τήν όποία θά έκτιμηθοῦν οί μεταβολές στό επίπεδο τῶν τιμῶν τῶν χωρῶν καί στήν όποία θά πρέπει νά επικρατοῦσε ἰσορροπία στήν ἀγορά συναλλάγματος, ὥστε ἡ τότε τρέχουσα τιμῆ τούτου νά ἦταν ἴση μέ τήν ἀπόλυτη ἰσοτιμία τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων.<sup>94</sup>

Ἐχει ἐπίσης προταθεῖ ἡ ρύθμιση τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν βάσει τῆς σχέσεως τοῦ κόστους παραγωγῆς στίς διάφορες χώρες <sup>95</sup>, ἀλλά καί πάλι προκύπτουν προβλήματα δεικτοποιήσεως, ἐνῶ ἐξάλλου, τὸ κόστος δέν εἶναι ἐνιαῖο κατὰ χώρα, ἀλλά ποικίλλει ὄχι μόνο μεταξὺ τῶν ἐπιχειρήσεων, ἀλλά καί ἀνάλογα μέ τὸ επίπεδο παραγωγῆς <sup>96</sup>.

Ἡ ἀρχὴ τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων ἀπαιτεῖ, ἐπίσης, ὀρισμένες αὐστηρὲς προϋποθέσεις, σχετικὰ μέ τήν ἐλαστικότητα ζητήσεως τῶν ἀγαθῶν. Συγκεκριμένα, ἀπαιτεῖται εἴτε ὅπως οἱ τιμές ὄλων τῶν ἀγαθῶν κινοῦνται ὁμοίωμα καί ἡ συνολικὴ ἐλαστικότητα ζητήσεώς τους εἶναι ἴση μέ τὴ μονάδα, εἴτε ἡ ἐλαστικότητα ζητήσεως κάθε ἀγαθοῦ νά εἶναι ἴση πρὸς τὴ μονάδα ἢ μηδέν.<sup>97</sup>

---

94. Ὑποδεικνύεται, συνήθως, ἡ ἐκτίμηση τῆς ἀπολύτου ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων σὲ μίᾳ ἀρχικῇ περιόδῳ, πού ἐκλαμβάνεται, στὴ συνέχεια, σὰν ἔτος βάσεως γιὰ τὸ μεταγενέστερο ὑπολογισμό τῶν σχετικῶν ἰσοτιμιῶν.

95. Σὰν ἐπιχειρήματα, πού συνηγορεῖ ὑπὲρ τῆς ἰσοτιμίας τοῦ κόστους, σὲ ἀντικατάσταση ἐκείνης τῶν τιμῶν, ἀναφέρεται τὸ γεγονός ὅτι τὸ κόστος παραγωγῆς, ἐφ' ὅσον δέν περιλαμβάνει τὸ ἀσταθές καί κυμαινόμενο κέρδος, ἐκφράζει καλύτερα ἀπὸ τὸ τρέχον επίπεδο τῆς τιμῆς, τὴν μακροχρόνια τάση τῆς.

Ἐπίσης, ἀφενὸς ἡ διάρθρωση τῶν τιμῶν τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς, σὲ μίᾳ χώρα, μεταβάλλεται πολὺ βραδύτερα ἀπὸ ἐκείνην τῶν ἀγαθῶν καί, ἀφετέρου, τὸ επίπεδο τῶν πρώτων (ἴδια ἢ τιμῆ τῆς ἐργασίας) ὑπόκειται σὲ μικρότερη ἄμεση ἐπίδραση ἀπὸ τὸ ἐξωτερικό.

96. Ἀντικατάσταση τῆς σχέσεως τοῦ κόστους, μέ ἐκείνη τῶν ἡμερομισθίων, θά ἀπαιτοῦσε ἐνσωμάτωση, στοὺς σχετικούς ὑπολογισμοὺς καί τῆς παραγωγικότητας τῆς ἐργασίας στίς διάφορες χώρες.

Πάντως, σὰν ὁ, σχετικὰ, καλύτερος δείκτης τοῦ κόστους ἐμφανίζεται τὸ μέσο, κατὰ μονάδα παραγωγῆς, ἐργατικὸ κόστος στό μεταποιητικὸ τομέα τῆς οἰκονομίας.

97. Τυπικὸ παράδειγμα εἶναι τὸ ἀκόλουθο. Ἐστω ὅτι ὁ Καναδὰς ἐξάγει στίς Η.Π.Α. δύο προϊόντα, Α καί Β. Στὴν ἀρχικῇ περιόδῳ ἰσορροπίας ἡ ἀμερικανικὴ ζήτηση ἀνέρχεται σὲ 1 ἑκατ. μονάδες ἀπὸ κάθε ἓνα ἀπὸ τὰ δύο προϊόντα, πού ἔχουν τὴν ἴδια τιμῆ (ἓνα καναδικὸ \$). Τὸ σύνολο τῶν ἐξαγωγῶν τοῦ Καναδᾶ πρὸς τίς Η.Π.Α. ἀνέρχεται, συνεπῶς, σὲ 2 ἑκατ. καναδ. \$. Ἐστω, ὅτι, ἐν συνεχείᾳ, ἡ τιμῆ τοῦ προϊόντος Α ἀυξάνει κατὰ 20% καί ἀνέρχεται σὲ \$ Καναδᾶ 1,20, ἐνῶ τοῦ Β μειώνεται κατὰ 20% καί γίνεται \$ Καναδᾶ 0,80. Ὁ γενικός τιμάρημος τοῦ Καναδᾶ δὲ μεταβάλλεται καί, συνεπῶς, δέν προκύπτει ἀνάγκη μεταβολῆς στὴ σχέση τῶν νομισμάτων τῶν δύο χωρῶν, βάσει τῆς ἀρχῆς τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων. Τοῦτο, ὅμως, ἰσχύει ἐὰν ἡ (ἀμερικανικὴ) ἐλαστικότητα ζητήσεως τῶν δύο ἀγαθῶν εἶναι ἴση πρὸς τὴ μονάδα ἢ μηδέν. Στὴν πρώτη περίπτωση, ἐξ ὀρισμοῦ, ἡ ἀξία τῶν ἐξαγωγῶν καί τῶν δύο προϊόντων δέν μεταβάλλεται, ἄρα καί οἱ συνολικὲς ἐξαγωγές τους στίς Η.Π.Α. παραμένουν ἀμετάβλητες (\$ Καναδᾶ 2 ἑκατ.). Στὴ δευτέρη περίπτωση (μέ ἐλαστικότητα ζητήσεως μηδέν) ἡ ἀξία τῶν ἐξαγωγῶν



Τὸ σοβαρότερο, ὅμως, ἴσως, θεωρητικὸ μειονέκτημα τῆς ἀρχῆς τοῦ Cassel εἶναι ἡ ἀντιμετώπιση μόνον τῶν ἐμπορευματικῶν συναλλαγῶν τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν καὶ ἡ παράβλεψη κάθε ἄλλης μορφῆς προσφοράς καὶ ζητήσεως συναλλάγματος, πού, ὅμως, ἐπηρεάζουν τὴν τιμὴ ἰσορροπίας του. Σὰν παράδειγμα τῆς παραλείψεως αὐτῆς ἀναφέρεται ἡ Ἑγγλία, ἡ ὁποία, στὴ διάρκεια τοῦ τελευταίου παγκόσμιου πολέμου, ρευστοποιήσε τὰ ἐνεργητικὰ καὶ αὔξησε τὰ χρεωστικὰ στοιχεῖα τῆς στὸ ἐξωτερικόν, μὲ ἀποτέλεσμα νὰ καταστεῖ ὀφειλέτιδα, ἀπὸ πιστῶτρια χώρα στὴ διεθνή ἀγορά. Ἐναντὶ ἀπὸ εἰσπράξεις ἐπενδυτικῶν κερδῶν ἡ Ἑγγλία ὀφείλει, μετὰ τὸν πόλεμο, νὰ καταβάλλει στὸ ἐξωτερικόν τόκους καὶ μερίσματα. Κατὰ συνέπεια, τὸ ἐμπορικόν τῆς ἰσοζυγίου ἔπρεπε ἀπὸ ἑλλειμματικόν, πού ἦταν πρὶν ἀπὸ τὸν πόλεμο, νὰ καταστεῖ ἐντόνα πλεονασματικόν. Ὁ καθορισμὸς ὅμως, τῆς συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας τῆς στερλίνιας, βάσει τῆς ἀρχῆς τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων, ἀποκαθιστοῦσε τὴν προπολεμικὴ θέσιν τῆς χώρας αὐτῆς στὸ διεθνὲς ἐμπόριο, ἀλλὰ δὲν ἐξισορροποῦσε τὸ συνολικόν ἰσοζύγιον πληρωμῶν τῆς. Ἡ διεθνὴς ἀνταγωνιστικότης τῆς Ἑγγλίας ὀφείλει νὰ καταστεῖ ἰσχυρότερη τῆς προπολεμικῆς τῆς θέσεως, γὰρ νὰ καλυφθεῖ τὸ ἑλλεμματὶκὸν στὴν κίνηση κεφαλαίων, πού προέκυψε μετὰ τὸν πόλεμο.

Ἡ προηγούμενη παρατήρηση θὰ πρέπει νὰ διευρυνθεῖ καὶ νὰ καταλογισθεῖ στὴν ἀρχὴ τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων ἢ μονόπλευρη θεώρηση τοῦ συναλλάγματος, μόνον, δηλαδὴ ἀπὸ τῆς πλευρᾶς τῆς παροχῆς ἀγοραστικῆς δυνάμεως καὶ ἡ παράβλεψη τῆς ἄλλης βασικῆς λειτουργίας του, ὅπως καὶ κάθε νομίσματος, σὰν ἀποθεματικῆς ἀξίας, πού συνιστᾷ αὐτόνομο παράγοντα ζητήσεως του<sup>98</sup>.

Ἐξάλλου, ἀμφισβητεῖται ἡ παθητικὴ ἐξάρτηση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος ἀπὸ τὸ σχετικόν ἐπίπεδον τῶν τιμῶν τῶν χωρῶν, ἐπειδὴ καὶ οἱ τιμὲς ἐπηρεάζονται, κατὰ μεγαλύτερον ἢ μικρότερον βαθμὸν, ἀνάλογα μὲ ὀρισμένα χαρακτηριστικὰ τῆς χώρας ἀναφορᾶς τους, ἀπὸ τὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος<sup>99</sup>.

τοῦ Α προϊόντος θὰ ἀνέλθει σὲ :  $1.000.000 \times 1,20 = \$$  Καναδὰ 1.200.000 καὶ τοῦ Β προϊόντος σὲ :  $1.000.000 \times 0,80 = \$$  Καναδὰ 800.000. Ὡστε συνολικὰ καὶ πάλι οἱ εἰσαγωγὲς τῶν Η.Π.Α ἀπὸ τὸν Καναδὰ θὰ ἀνέρχονται σὲ \$ Καναδὰ 2 ἑκατ.

Ἐάν, ὅμως, οἱ ἐλαστικότητες ζητήσεως τοῦ ἐνὸς ἢ καὶ τῶν δύο προϊόντων εἶναι διάφορες τῆς μονάδας ἢ τοῦ μηδενός, ἡ ἀξία τῶν εἰσαγωγῶν στὶς Η.Π.Α. ἀπὸ τὸν Καναδὰ καὶ, συνεπῶς, καὶ ἡ ζήτησις καναδικῶν δολλαριῶν θὰ μεταβληθεῖ. Τοῦτο, *Ceteris Paribus*, θὰ μεταβάλλει τὴν σχέσιν τῶν νομισμάτων τῶν δύο χωρῶν, ἐνῶ ἡ σταθερότητα τοῦ τιμαριθμοῦ στὸν Καναδὰ καὶ Η.Π.Α. συνηγορεῖ, βάσει τῆς ἀρχῆς τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων, στὴ διατήρησιν ἀμετάβλητης τῆς σχέσεως αὐτῆς.

98. Παράδειγμα τῆς παραλείψεως αὐτῆς εἶναι ὁ L. B. Yeager ("A Rehabilitation of Purchasing Power Parity", *Journal of Political Economy*, Dec. 1958, σ. 516) πού τονίζει ὅτι : «Ὁ λαὸς δίνει στὰ νομίσματα τὴν ἀξία τῶν ἀγαθῶν ἐκείνων, πού μποροῦν καὶ ἀγοράζονται μὲ αὐτὰ καί, (κατὰ συνέπεια) σὲ μὴ ἐλεγχόμενες ἀγορᾶς τὰ ἀνταλλάσσει σὲ σχέσιν, πού προσεγγίζει τὶς σχετικὰ ἀγοραστικὰς δυνάμεις.»

99. Ὁ P. Isard (ἐνθ. ἀν., σ. 3) γράφει : «ἡ σχετικὴ ἐκδοχὴ τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν

Τέλος, υπενθυμίζεται ή άμφισβήτηση, τουλάχιστο, τής πρωταρχικής σημασίας του σχετικού επιπέδου των τιμών μεταξύ των χωρών, στον έπηρεασμό του έξωτερικού τους έμπορίου, που έπηρεάζεται, επίσης, από μεταβολές στο εισόδημά τους (έκτός εάν θεωρηθεί ότι στις οικονομίες επικρατεί άμετάβλητο επίπεδο πλήρους άπασχολήσεως), ως και από λόγους μεταβολής τής ζητήσεως, όπως, λ.χ., από άλλαγή στις προτιμήσεις των καταναλωτών κλπ.<sup>100</sup>

δυνάμεων δηλώνει ότι ή άνταλλακτική σχέση μεταξύ των νομισμάτων δύο χωρών πρέπει να είναι ένα σταθερό πολλαπλάσιο του λόγου των τιμαρίθμων των χωρών αυτών, ή ότι ή ποσοστιαία μεταβολή τής συναλλαγματικής ισοτιμίας πρέπει να είναι ίση με την ποσοστιαία μεταβολή εις τον λόγον των τιμαρίθμων. Η διακήρυξη αυτή δέν συνεπάγεται, κατ' ανάγκη, ότι οι σχετικές μεταβολές των τιμών προκαλούν μεταβολές στην τιμή του συναλλάγματος. Ούτε πρόκειται και για πλήρες υπόδειγμα προσδιορισμού τής τιμής του συναλλάγματος, έφ' όσον δέν έξηγει την συμπεριφορά των σχετικών τιμών... Κάθε άπόκλιση τής τιμής του συναλλάγματος από τον λόγο των τιμαρίθμων θέτει σε κίνηση διορθωτικές δυνάμεις, που ένεργοούν για την άποκατάσταση τής (μεταξύ τους) ισορροπίας». Επίσης κατά τους R. Dornbush - P. Krugman (ένθ' άνωτ., σ. 542) : «Η ισοτιμία των άγοραστικών δυνάμεων ύποδηλοι μία γραμμή αιτιότητας από τά ήμερομίσθια στην τιμή του συναλλάγματος. Άλλά, ύφίσταται άλληλεπίδραση μεταξύ τής συναλλαγματικής ισοτιμίας και των τιμών... Η ισοτιμία αυτή συνιστά, στην καλύτερη περίπτωση, μία σχέση ισορροπίας μεταξύ τιμής συναλλάγματος και τιμών και όχι μία θεωρία των συναλλαγματικών ισοτιμιών.»

Αντίθετα ό L. B. Yeager (ένθ' άνωτ., σ. 520-22) ύποστηρίζει ότι, παρ' όλο, που οι τιμές των άγαθών και ή τιμή του συναλλάγματος άλληλοεξαρτώνται, ή επίδραση των πρώτων στη δεύτερη είναι, κανονικά, ισχυρότερη. Έφ' όσον ή νομισματική πολιτική άσκηθεί ύπεύθυνα, ή μεταβολή στην τιμή του συναλλάγματος δύσκολα θά έπηρεάσει τό έσωτερικό επίπεδο των τιμών.

100. Ο L. Officer (ένθ' άνωτ., σ. 7) σημειώνει ότι ό ίδιος ό G. Cassel άναγνώριζε τους άκόλουθους λόγους, που προκαλούν άπόκλιση τής (τρεχούσης) τιμής του συναλλάγματος από την ίσο τιμία των άγοραστικών δυνάμεων : 1) Περιορισμούς στο διεθνές έμπόριο, που είναι άσθητότεροι στη μία από τις δύο πλευρές διενεργείας του. 2) Την κερδοσκοπία στην άγορά συναλλάγματος. 3) Τις προβλέψεις, σχετικά με την εξέλιξη του πληθωρισμού στο έσωτερικό και τό έξωτερικό. 4) Τις πραγματικές - σε άντίθεση με τις νομισματικές - εξελίξεις, που προκαλούν μεταβολή στο (έσωτερικό) σχετικό επίπεδο των τιμών των άγαθών. 5) Την διακίνηση κεφαλαίων μακροχρόνιου χαρακτήρα. 6) Την παρέμβαση των νομισματικών άρχων στην άγορά συναλλάγματος.

Έξάλλου, κατά τον L. Yeager (ένθ. άνωτ., σ. 520) κάθε μεταβολή τής τιμής του συναλλάγματος, που δέν όφείλεται σε μεταβολή των (σχετικών) τιμών μεταξύ των χωρών, διατηρείται σε περιορισμένα επίπεδα. Έάν, λ.χ., συναφθεί δάνειο στο έξωτερικό και άνατιμηθεί τό έγχώριο νόμισμα, θά προκληθεί μηχανισμός, που θά άνατρέψει την άνατιμητική αυτή κίνηση. Συγκεκριμένα, ή μόν τιμή των εισαγωγών (σε έγχώριο νόμισμα) θά μειωθεί και θά διευρυνθεί, έτσι, ή ζήτησή τους, ενώ εκείνη των έξαγωγών (σε συνάλλαγμα) θά αύξηθεί και θά περιορισθεί ή ζήτησή τους. Κατά συνέπεια, λόγω τής επιδράσεως αυτής τής άνατιμήσεως του έθνικού νομίσματος στο ίσοζύγιο τρέχουσών συναλλαγών, ή τιμή του συναλλάγματος θά τείνει να ύψωθεί στο παλαιό της επίπεδο. Ο ίδιος μηχανισμός τίθεται σε κίνηση εάν μεταβληθεί τό εισόδημα στο έσωτερικό ή τό έξωτερικό και προκαλέσει άπόκλιση τής τιμής του συναλλάγματος από εκείνην τής ισοτιμίας των άγοραστικών δυνάμεων. Σημειούται, όμως, ότι ή άποψη αυτή του Yeager

Παρόλη, όμως, τήν ὀξεία κριτική, πού ἀσκήθηκε ἐναντίον της, τόσο ἀπό θεωρητικῆς, ὅσο καί ἀπό πλευρᾶς ἐμπειρικῆς ἐπαληθεύσεώς της, ἡ ἀρχή τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων ἐξακολουθεῖ νά θεωρεῖται ὅτι ἐκφράζει τή μακροχρόνια τιμή ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος, ἡ ὁποία διαμορφώνεται ἀπό τοὺς θεμελιώδεις παράγοντες, πού ἐπηρεάζουν τὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν <sup>101</sup>. Τοῦτο εἶναι ἀναμφισβήτητο σὲ περιόδους ἔντονου καί μὲ μεγάλες ἀποκλίσεις, μεταξὺ τῶν διαφόρων χωρῶν, πληθωρισμοῦ, καί, γενικά, ὅταν ἡ διατάραξη τῆς ἰσορροπίας τοῦ ἰσοζυγίου ἔχει, βασικά, θεμελιώδη χαρακτήρα, προκλήθηκε, δηλαδή, ἀπὸ μεταβολή στὴ διεθνή ἀνταγωνιστικὴ ἰκανότητα τῆς χώρας. Σὲ ἄλλες περιπτώσεις ἀπαιτεῖται μία περισσότερο πολὺπλοκη ἐκτίμηση τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν, πού, ὅμως, δὲν ἔχει ἀκόμη διαμορφωθεῖ. Τὸ τελευταῖο τοῦτο γεγονός ἀποτελεῖ πρόσθετο στοιχεῖο, πού συντελεῖ στὴ διατήρηση τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων, σὰν τοῦ μοναδικοῦ τρόπου ἐκτιμήσεως τῆς τιμῆς ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος <sup>102</sup>.

ὑπόκειται στὴν κριτική, πού ἀσκήθηκε στὴν ἀρχὴ τῶν ἐλαστικότητων, στὴν ὁποία καί βασίζεται.

Πάντως, ὅπως παρατηρεῖ ὁ L. Officer (ἐνθ' ἄνωτ., σ. 13), δὲν ἐπεται ὅτι κάθε κίνηση κεφαλαίων εἶναι αὐτόνομη καί προκαλεῖ ἀπόκλιση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος ἀπὸ τὴν ἰσοτιμία τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων. Συμβαίνει καί τὸ ἀντίθετο : ἡ τέτοια ἀπόκλιση νά προκαλεῖ (ἐξισοροπητικὴ) κίνηση κεφαλαίων. Ὡς πρὸς δὲ τὴν ἐπίδραση τῶν μεταβολῶν τοῦ εἰσοδήματος στὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος ὁ Officer (ἐνθ' ἄνωτ., σ. 41) ὑποδεικνύει νά περιληφθεῖ στὴ συνάρτηση προσδιορισμοῦ της καί τὸ εἰσόδημα, σὰν μεταβλητὴ συμπληρωματικὴ τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων. Ἐφ' ὅσον δὲ ἡ τελευταία αὐτὴ παραμένει ὁ κυριότερος ἐρμηνευτικὸς παράγων τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ἡ προσθήκη τῆς εἰσοδηματικῆς μεταβλητῆς βελτιώνει καί δὲν κλονίζει τὴ σχετικὴ θεωρία.

101. Ὁ J. Polak (ἐνθ' ἄνωτ., σ. 7) γράφει : «Εἶναι ἐντυπωσιακὸ τὸ γεγονός ὅτι ἡ θεωρία τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων, ἡ ὁποία εἶχε παῦσει νά εἶναι τῆς μόδας ἀπὸ τὰ μέσα τῆς δεκαετίας τοῦ 1930, ἀνθίξει ξαφνικά, ξανά καί χρησιμοποιεῖται παρ' ὅλες τὶς ἀνεπάρκειές της, στὶς ὁποῖες, πρὶν ἀπὸ πενήντα χρόνια, εἶχε ἀσκηθεῖ τόσο οἰσθητικὴ κριτικὴ».

Ἐπίσης, οἱ D. Dornbush - P. Krugman (ἐνθ' ἄνωτ., σ. 540) σημειώνουν : «Κάτω ἀπὸ τὸ περὶ κάθε διεθνολόγου οἰκονομολόγου βρίσκεται ἡ βαθειὰ ἐδραιωμένη πίστη σὲ κάποια παραλαγὴ τῆς θεωρίας τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων».

102. Ὁ Officer (ἐνθ' ἄνωτ., σ. 41) θεωρεῖ ὅτι «ἡ ἀποτυχία τῆς θεωρίας τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων, νά ἀναπτυχθεῖ σὲ περιπελεγμένες μορφές, εἶναι, σὲ μεγάλο βαθμὸ, ἓνα εὐνοϊκὸ χαρακτηριστικὸ της. Ὑποδείγματα προσδιορισμοῦ τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος πέρα τῆς θεωρίας αὐτῆς εἶναι ἐξαιρετικὰ πολὺπλοκα. Ἡ ἀπλότητά της, χωρὶς τὴν ἀνάγκη οἰκονομικῆς ἢ μαθηματικῆς τεχνικῆς, συνιστᾷ τὴν κυριότερὴν ἀρετὴ της.»

Ἡ ἄποψη αὐτὴ τοῦ Officer θυμίζει τὸν P. Samuelson ("International Trade and the Equalization of Factor Prices," Economic Journal 1948), ὁ ὁποῖος, ἀναφερόμενος στὴν ἀπλότητα τῆς θεωρίας τῶν ἀναλογιῶν τῶν συντελεστῶν τῆς παραγωγῆς (τῶν E. Heckscher - B. Ohlin) ἔγραφε : «Ἴσχυρὰ ἀπλοποιημένες περιπτώσεις δείχνουν, συχνά, τὴν ὑπαρξὴ ἐνός στοιχείου ἀληθείας, πού ὑπάρχει σὲ μία «περιπελεγμένη κατάσταση.» (Συνεχίζεται)

‘Ο Machlup<sup>103</sup> σημειώνει επιγραμματικά : «Τίποτα δὲν ἐπηρεάζει πιὸ ἀπο-  
τελεσματικά τὶς συνθήκες προσφορῆς καὶ ζήτησεως τοῦ συναλλάγματος—καί,  
συνεπῶς καὶ τὴν τιμὴ του— ἀπὸ τὸν πληθωρισμό. Γιὰ τὸ λόγο αὐτὸ ἡ ἐξήγηση  
κάθε μεγάλης μεταβολῆς στὶς συναλλαγματικές ἰσοτιμίες πρέπει νὰ στραφεῖ  
στὶς μεταβολὲς τοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν. Ἄλλ’ αὐτὸ δὲν πρέπει νὰ μᾶς ἀποκρύπτει  
τὸ γεγονός ὅτι, μεταβολὲς στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος— λιγότερο ἐμφανεῖς,  
ἀλλὰ ἀρκετὰ σημαντικές— μπορεῖ νὰ λάβουν χώραν, χωρὶς καμμία προηγούμενη  
μεταβολὴ στὶς ἰσοτιμίες τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων»<sup>104</sup>.

Οἱ διαφορὲς προσπάθειες ἐμπειρικῆς ἐπαληθεύσεως τῆς θεωρίας τοῦ Cassel  
δὲν ὑπῆρξαν, μέχρι τώρα, στὸ σύνολό τους, ἐνθαρρυντικές<sup>105</sup>. Ἄλλὰ ἡ σχετική

Σημειοῦται, πάντως, ὅτι σὲ περιπτώσεις ἐλεύθερης διακινήσεως κεφαλαίων μεταξὺ τῶν χω-  
ρῶν, ἡ τιμὴ τοῦ συναλλάγματος συνδέεται ἐπίσης, ἀλλὰ, ἴσως, μόνον βραχυχρόνια, μὲ τὸ (σχε-  
τικό) ἐπίπεδο τῶν ἐπιτοκίων στὶς ἀντίστοιχες χώρες.

103. “The Alignment of Foreign Exchange Rates» New York, 1972.

104. ‘Ο H. Gailliot (ἐνθ’ ἄνωτ., σ. 348-349) δίδει τρεῖς ἐρμηνεῖες στὴν ἀρχὴ τῆς ἰσοτιμίας  
τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων : 1) Κατὰ τὴ δογματικὴ ἀποψη, ἡ σχέση (κάποιων) τιμαρίθμων  
τῶν χωρῶν καθορίζει ἐπακριβῶς τὴν τιμὴν ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος. 2) Ἡ μεταβολὴ  
στὸ σχετικὸ (μεταξὺ τῶν χωρῶν) ἐπίπεδο τῶν τιμῶν εἶναι ἡ μόνη σημαντικὴ μεταβλητὴ, στὸν κα-  
θορισμὸ τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος. 3) Ἡ μεταβολὴ στὸ (σχετικὸ) ἐπίπεδο τῶν τιμῶν εἶναι ὁ  
πρωταρχικὸς προσδιοριστικὸς παράγων τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ἀλλὰ ὑπάρχουν καὶ ἄλ-  
λοι δευτερεύοντες παράγοντες - ὅπως οἱ δασμοί, ἡ κίνηση κεφαλαίων, οἱ προσδοκίαι κλπ. -  
ποῦ ἐπενεργοῦν στὴν διαμόρφωσή της. ‘Ο Gailliot ὑποστηρίζει τὴν τελευταία αὐτὴ ἐρμηνεία,  
ποῦ θεωρεῖ ὅτι ἀποδίδει τὴν αὐθεντικὴ ἀποψη τοῦ Cassel.

105. Κατὰ τὸν P. Isard (ἐνθ’ ἄνωτ., σ. 3) τὸ γεγονός ὅτι προκύπτουν βραχυχρόνιες ἀποκλί-  
σεις, μεταξὺ τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων καὶ τῆς τρέχουσας τιμῆς τοῦ συναλλάγ-  
ματος, δὲν ἀποδεικνύει ὅτι ἡ θεωρία αὐτὴ δὲν ἰσχύει μακροχρόνια. Ἐξάλλου, κατὰ τὸν S. C.  
Tsiang (“Fluctuating Exchange Rates in countries with relatively stable economies”, IMF Staff  
Papers, Oct. 1959, σ. 244-73), οἱ ἀποκλίσεις τῶν (κυμαινομένων) ἰσοτιμιῶν ἀπὸ τὴν ἰσοτιμία τῶν  
ἀγοραστικῶν δυνάμεων ὀφείλονται σὲ κερδοσκοπία στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος.

Ἐκτεταμένη ἀνασκόπηση τῶν ἐμπειρικῶν ἐφαρμογῶν καὶ ἐπαληθεύσεων τῆς θεωρίας αὐ-  
τῆς παρουσιάζει ὁ L. Officer (ἐνθ’ ἄνωτ., σελ. 21-40), ὁ ὁποῖος, συμπερασματικά, γιὰ τὴν ἐμπειρι-  
κὴ ἀξιολόγηση τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων, ὑποδεικνύει σύγκριση τῆς ἰκανότη-  
τάς της νὰ προβλέπει τὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος, μὲ τὶς προβλέψεις τῶν ἄλλων ὑποδειγμάτων  
προσδιορισμοῦ τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν.

‘Ο δὲ H. Gailliot (ἐνθ’ ἄνωτ., σ. 350-54) θεωρεῖ ὅτι τὰ ἀποτελέσματα ἐμπειρικῆς ἐπαληθεύ-  
σεως τῆς ἀναφερομένης ἀρχῆς, στὴν ὁποία προέβη, ὑποστηρίζουν τὴν μακροχρόνια ἰσχὺ της,  
ἀλλὰ προσθέτει : «Τὰ ἀποτελέσματα δείχνουν τὴν συχνὰ δραματικὴ ἐπίδραση μὴ-νομισματικῶν  
παραγόντων σὲ μεμονωμένες περιόδους, ἀλλὰ, συγχρόνως, ἀποκαλύπτουν τὸν προσωρινὸ χαρ-  
κτῆρα τῶν λοξοδρομήσεων αὐτῶν».

Ἐξάλλου, ὁ H. Genberg (“Purchasing power parity under fixed and flexible exchange rates”,  
Journal of International Economics, 1978, σ. 247-76) συμπεραίνει τὰ ἀκόλουθα, ἀπὸ τὴν ἐμπει-  
ρικὴ διερεύνηση τῆς ἐν λόγῳ ἀρχῆς, στὴν ὁποία προέβη (ἐνθ’ ἄνωτ. σ. 272-273) : «Φαίνεται  
καθαρά ὅτι ἡ ἰσοτιμία τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων εἶναι, κυρίως, ἓνα μακροχρόνιο φαι-

έρευνα απέβλεψε στη συσχέτιση τών τρεχουσών τιμών τής αγοράς συναλλάγματος, με εκείνες τής ισοτιμίας τών αγοραστικών δυνάμεων. Όπως, όμως, έχει ήδη σημειωθεί, ή θεωρία αυτή δέν καλύπτει τó σύνολο τών συναλλαγών, πού προσδιορίζουν τήν προσφορά και ζήτηση συναλλάγματος, αλλά, στην καλύτερη περίπτωση, μόνον εκείνες, πού εμφανίζονται στο ίσοζύγιο τρεχουσών (ή μόνον εμπορικών) συναλλαγών. Θά ήταν, συνεπώς, δυνατό νά θεωρηθεί σάν επαλήθευση τής θεωρίας αυτής ή εμφάνιση έλλείμματος (ή πλεονάσματος) στις τρέχουσες (ή μόνον εμπορικές) συναλλαγές, όταν ή τρέχουσα τιμή τού συναλλάγματος είναι, αντίστοιχα, μικρότερη (ή μεγαλύτερη) από εκείνη, πού προσδιορίζεται από τήν ισοτιμία τών αγοραστικών δυνάμεων. Στην πρώτη περίπτωση τó έγχώριο νόμισμα εμφανίζεται υπερτιμημένο, ένω στη δεύτερη είναι υποτιμημένο. Έφόσον, δηλαδή, ή καθαρά κίνηση κεφαλαίων είναι πλεονασματική, ή υπερπροσφορά συναλλάγματος στις σχετικές συναλλαγές τείνει νά μειώσει τήν τιμή του, με αποτέλεσμα τήν υπερτίμηση τού έγχώριου νομίσματος και τήν εμφάνιση έλλείμματος στο ίσοζύγιο τρεχουσών ή εμπορικών συναλλαγών. Η περίπτωση αυτή δέν άναιρεί, αλλά μάλλον επιβεβαιώνει τήν άρχή τής ισοτιμίας τών αγοραστικών δυνάμεων, έφόσον αυτή θεωρηθεί ότι έκφράζει τήν τιμή τού συναλλάγματος, πού έξισορροπεί τó έμπορικό ίσοζύγιο μόνο ή' έστω, τις τρέχουσες συναλλαγές και όχι τó συνολικό ίσοζύγιο πληρωμών <sup>106</sup>.

νόμμο, με τήν έννοια ότι... προκύπτει μόνο σάν ένας μέσος όρος, στη διάρκεια περισσοτέρων τριμηνιαίων περιόδων. Σε περιπτώσεις μετριάς μόνον διαφοράς τών ρυθμών πληθωρισμού μεταξύ τών χωρών (μικρότερης, δηλαδή, τού 10 % τόν χρόνο) οι διαρθρωτικές άλλαγές (πού μεταβάλλουν τή σχέση τών έσωτερικών τιμών ή όδηγούν σε διαφοροποιήσεις στη σύνθεση τής παραγωγής, άναφορικά με τις εξαγωγές και τά ύποκατάστατα τών εισαγωγών) θά πρέπει νά ληφθούν υπόψη χωριστά... Η μαρτυρία μου είναι ότι ή ένεργός τιμή τού συναλλάγματος δέν είναι πιθανό νά άφίσταται πολύ τής ισοτιμίας τών αγοραστικών δυνάμεων, εάν γίνει ή προσαρμογή για τις διαρθρωτικές αυτές μεταβολές». Βλ. σχ. και καθηγητή Σ. Σαραντιδη «Η θεωρία τής διεθνούς οικονομικής ίσορροπίας», Πειραιεύς, 1963.

106. Άξίζει νά σημειωθεί ότι ό Keynes ("Treatise", Vol. I., σ. 68-89) στην άρχική τής εμφάνιση ύπεστήριξε τή θεωρία τού Cassel, άλλ' άργότερα ("The future of the foreign exchanges", L.Loyd's Bank, Monthly Review, 1935, σ. 528) τήν επέκρινε. Στην άκόμη μεταγενέστερη όμως, όμιλία του στη Βουλή τών Λόρδων, άναφερόμενος στα πλεονεκτήματα τής συμφωνίας Bretton-Woods τόνισε ότι αυτή επιτρέπει «τήν προσαρμογή τής έξωτερικής άξίας έ: ός νομίσματος, στην όπο αδήποτε de facto έσωτερική του άξία». Είναι, όμως, προφανές, ότι ή έσωτερική άξία ένός νομίσματος προσδιορίζεται από τήν αγοραστική του δύναμη στην έγχώρια άγορά και είναι τó αντίστροφο τού έσωτερικού επιπέδου τών τιμών. Όταν, συνεπώς, ή έξωτερική άξία κάθε νομίσματος προσαρμόζεται στην έσωτερική του άξία, δέν ύποδηλώνεται, με αυτό, ότι οι σχέσεις τών νομισμάτων μεταξύ τους - ή ισοτιμία τους δηλαδή - έκφράζουν τή σχέση τής αγοραστικής τους δυνάμεως; Άλλ' αυτό άκριβώς ύπόστηρίζει και ό Cassel στη θεωρία του, για τήν όποία όμως, ό Keynes τó 1935 σημείωνε ότι «κάνεις τώρα δέν τής δίνει πίστη».

### 3. 'Η βραχυχρόνια τιμή του συναλλάγματος

Σχετικά πρόσφατα έχει εμφανισθεί ή λεγόμενη «άποθεματική» θεωρία του συναλλάγματος (Asset theory of exchange rate determination), σύμφωνα με την οποία ή (βραχυχρόνια) τιμή του διαμορφώνεται, βασικά, από τη ζήτηση και την προσφορά του σαν άποθεματικού στοιχείου και όχι από τις ροές, που συνεπάγεται τὸ ἐξωτερικὸ ἐμπόριο ἢ ἔστω οἱ τρέχουσες συναλλαγές<sup>107</sup>.

Γίνεται ἀμέσως φανερό ὅτι ἡ θεωρία αὐτὴ προβάλλει τὴν ιδιότητα ἐκεῖνη τοῦ χρήματος, πού παραλείπει ἡ ἀρχὴ τῶν ἰσοτιμιῶν τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων. Τὴ χρησιμοποίησι, δηλαδή, τοῦ συναλλάγματος σαν ἀποθεματικὸ ἀξίας. Εἶναι, ἐπίσης, προφανές, ὅτι ἡ ἄποψη αὐτὴ ἰσχύει γιὰ τὰ νομίσματα χωρῶν, στὶς ὁποῖες δὲν ὑπάρχουν περιορισμοὶ στὴ διακίνησι κεφαλαίων στὴ διεθνή ἀγορά<sup>108</sup>.

Ἡ ἀναγνώρισι ἐπηρεασμοῦ τῆς ἀγορᾶς συναλλάγματος ἀπὸ τὶς μεταβολές στὴ σύνθεσι τοῦ χαρτοφυλακίου τῶν περιουσιακῶν στοιχείων τῶν οἰκονομούντων ἀτόμων, εἰσάγει στὴ διαμόρφωσι τῆς τιμῆς τοῦ παράγοντες, οἱ ὁποῖοι εἶναι ποικίλης προελεύσεως ἀλλὰ καὶ βίαιης συμπεριφορᾶς. Πραγματικὲς καὶ ὑποθετικὲς, ἐσωτερικὲς καὶ διεθνεῖς, πολιτικὲς καὶ οἰκονομικὲς ἐξελίξεις καὶ κάθε ἄλλο γεγονός, πού ἐπηρεάζει τὴν προσδοκωμένη πρόσοδο (κεφαλαιακῆς ἢ ἄλλης μορφῆς) ἀπὸ τὴν ἀπόκτησι ἢ διάθεσι συναλλάγματος<sup>109</sup>, κατευθύνουν τὴν προσφορά

107. Ἡ ἀποθεματικὴ θεωρία προκύπτει ἀπὸ τὴ νομισματικὴ θεώρησι τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν, ὅταν ἡ διακύμανσι τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος εἶναι ἐλεύθερη. Στὴν περίπτωσι αὐτὴ τὰ συναλλαγματικὰ ἀποθέματα τῆς χώρας παραμένουν ἀμετάβλητα καὶ ἡ προσφορά τοῦ χρήματος καθίσταται ἐξωγενὴς μεταβλητὴ, πού ἐλέγχεται ἀπὸ τὶς νομισματικὲς ἀρχές. Ἡ μεταβολὴ στὴν (ἀποτελεσματικὴ) τιμὴ τοῦ συναλλάγματος ἀποδίδεται, τότε, στὴν ἔλλειψι ἰσορροπίας στὴν κατανομή, κατὰ χώρα, τῶν παγκοσμίων ἀποθεμάτων χρήματος (καί, γενικότερα, τῶν χρηματικῶν στοιχείων), σὲ ἀντίθεσι μὲ τὴ συμβατικὴ Κεϋνσιανὴ ἄποψη, πού ἀντιμετωπίζει τὴ μεταβολὴ αὐτὴ σαν ἔλλειψι ἰσορροπίας στὶς ροές ἀγαθῶν. Βλ. W. Whitman, "Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments", σ. 516 καὶ 519.

108. Κατὰ τοὺς R. Dornbush καὶ P. Krugman ("Flexible Exchange Rates", Brookings Papers on Economic Activity, 3 : 1976, σ. 554) ἡ ἀποθεματικὴ θεωρία προσδιορισμοῦ τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος βασίζεται «κρίσιμα» στὴν ὑπόθεσι τῆς τελείας, διεθνοῦς διακινήσεως κεφαλαίων καὶ τῆς συνεχοῦς καὶ στιγμιαίας ἐξισορροπήσεως τῆς ἀγορᾶς τῶν. Ὑποτίθεται δηλαδή, ὅτι ἐπιτυγχάνεται πάντοτε ἰσορροπία στὰ χαρτοφυλάκια περιουσιακῶν στοιχείων.

109. Γενικά, πρόκειται γιὰ τὴν πρόσοδο ἀποθεματικῶν στοιχείων, πού ἀποτιμῶνται σὲ ξένο συνάλλαγμα. Ἡ προσδοκωμένη πρόσοδος τούτων, πού ἐπηρεάζει τὴν ζήτησι καὶ προσφορά τους, ἔχει σχετικὴ (πρὸς ἐκεῖνη τῶν ἐγχωρίων ἀποθεματικῶν στοιχείων) σημασία καὶ προσδιορίζεται, βασικά, ἀπὸ τὴ διαφορὰ τῶν ἐπιτοκίων, μεταξὺ τῶν χωρῶν καὶ τὴν προβλεπόμενη μεταβολὴ στὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος. Ὁ μεγάλος βαθμὸς ἀβεβαιότητος καί, κατὰ συνέπεια, οἱ ἐναλλαγές στὶς προβλέψεις, σχετικὰ μὲ τὴν τελευταία αὐτὴ τιμὴ, προσδίδουν στὴ βραχυχρόνια συναλλαγματικὴ τιμὴ τὴν ἐντονὴ ἀστάθειά της. Ἐξάλλου, στὴν προκειμένη περίπτωσι, ἡ ἐλαστικότητα τῆς ζήτησεως ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὸ βαθμὸ τῆς δυνατότητος καὶ τῆς ἐπιθυμίας ὑποκατα-

και ζήτησή του και διαμορφώνουν τη βραχυχρόνια, τουλάχιστο, τιμή του. 110.

Οί «πραγματικές» ανάγκες της οικονομίας σε συνάλλαγμα, προκειμένου να εξυπηρετηθούν οί εισαγωγές αγαθών, όπως και η προσφορά του, μετά από εξαγωγές αγαθών, διαδραματίζουν δευτερεύοντα ρόλο στη διαμόρφωση της βραχυχρόνιας τιμής του. Κατά την άποψη αυτή, δηλαδή, η ζήτηση και η προσφορά συναλλάγματος, που προκύπτει από επιθυμητές μεταβολές στα αποθέματά του,

στάσεως ήμεδαπών με άλλοδαπά περιουσιακά στοιχεία. Βλ. σχ. J. Artus - A. D. Crockett : "Floating Exchange Rates and the Need for Surveillance", Princeton University, Essays In International Finance, No. 127, May 1978, σ. 6 και P. Isard "Exchange Rate Determination: A Survey of Popular Views and Recent Models", Princeton Studies in International Finance, No 42, May 1978, σ. 31. Ο Artus («Methods of Assessing the Long-run Equilibrium "Value of an Exchange Rate", Journal of International Economics, 1978, σ. 280) εκφράζει μαθηματικά την αποθεματική θεωρία προσδιορισμού της (βραχυχρόνιας) τιμής του συναλλάγματος, ως ακόλουθος :

$$A = g \{R - [RF + (FS - S)] / S\}$$

όπου A = η καθαρή ιδιωτική ζήτηση της άλλοδαπης για έγχωρια χρηματικά στοιχεία (σε έγχωριο νόμισμα)

R = όνομαστική τιμή του επιτοκίου στο έσωτερικό

RF = » » » » » εξωτερικό

S = η τρέχουσα (spot) τιμή του συναλλάγματος

FS = η προσδοκομένη (τρέχουσα-spot) τιμή του συναλλάγματος στο μέλλον.

Έτσι, η σχετική ζήτηση έγχωρίων και άλλοδαπών χρηματικών στοιχείων, από τον ιδιωτικό τομέα, εξαρτάται από τη (σχετική) προσδοκομένη πρόσδοσή τους, η οποία επηρεάζεται από τη διαφορά των επιτοκίων στο έσωτερικό και το εξωτερικό (R-RF) και την προσδοκομένη μεταβολή στην (τρέχουσα-spot) τιμή του συναλλάγματος (FS-S)/S. Εάν στη συνάρτηση αυτή δοθεί γραμμική και διαφορική μορφή, προκύπτει ότι :

$$\delta S \% = (a_0 / a_1) - \left( \frac{1}{a_1} \right) \delta A + (\delta R - \delta RF + \delta FS \%)$$

Γίνεται, έτσι, εμφανές ότι η (ποσοστιαία) μεταβολή στην τρέχουσα (spot) τιμή του συναλλάγματος ( $\delta S \%$ ) εξαρτάται, σε μεγάλο βαθμό, από τις προβλέψεις, σχετικά με την (ποσοστιαία) μεταβολή της μελλοντικής τιμής της ( $\delta FS \%$ ). Ειδικότερα, η μελλοντική αυτή τιμή ενσωματώνεται (έφόσον παραμένει σταθερή) στην τρέχουσα τιμή του συναλλάγματος και, Ceteris Paribus, η τελευταία αυτή δεν μεταβάλλεται. Έξάλλου, η μελλοντική αυτή τιμή του συναλλάγματος (FS) άντανακλά και τη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, που προβλέπεται να την επηρεάσουν. Κατά συνέπεια, η βραχυχρόνια τιμή του συναλλάγματος, όπως προσδιορίζεται από την αποθεματική θεωρία, εμφανίζεται συνεπής με το μακροχρόνιο προσδιορισμό της, που ακολουθεί την ισορροπία των αγοραστικών δυνάμεων. Σημειωτέον, όμως, ότι, όπως τονίζει ο Artus, η μακροχρόνια τιμή του συναλλάγματος δεν θά πρέπει να εκληφθεί σαν σταθερή, αλλά σαν ένας βασικός προσδιοριστικός παράγων της βραχυχρόνιας τιμής του και ένας στόχος της οικονομικής πολιτικής, ο οποίος μεταβάλλεται, συνεχώς, στην πορεία του χρόνου.

110. Οί Dornbush και Krugman (ένθ. άνωτ., σ. 555) γράφουν : «Βραχυχρόνια, ... η τιμή του συναλλάγματος διαμορφώνεται στις αγορές περιουσιακών στοιχείων και (συγχρόνως) διαμορφώνει το ίσοζύγιο (τρέχουσών) συναλλαγών. Παράλληλα, το τελευταίο τουτο, με τις επιδράσεις του στο εισόδημα, τις τιμές και τα περιουσιακά στοιχεία, επηρεάζει το ρυθμό μετα-

πού διαθέτει ή οικονομία, είναι (βραχυχρόνια) μεγαλύτερη από εκείνη, πού προκύπτει από τις τρέχουσες συναλλαγές του ισοζυγίου πληρωμών<sup>111</sup>.

Η διαφοροποίηση των παραγόντων, πού επηρεάζουν την τιμή του συναλλάγματος βραχυχρόνια, από εκείνους, πού την επηρεάζουν μακροχρόνια, συνεπάγεται τò ένδεχόμενο οί δύο αυτές τιμές (πού εκφράζουν την ισορροπία, ή μὲν πρώτη των άποθεμάτων, ή δὲ δεύτερη των ροών) νά εμφανίζονται μεταξύ τους σοβαρή απόκλιση. Τò γεγονός αυτό, όπως και οί βίαιες διακυμάνσεις, πού παρατηρούνται στις συναλλαγματικές ισοτιμίες από την εποχή τής καταργήσεως του συστήματος Bretton Woods<sup>112</sup>, έμπόδισε την εφαρμογή διεθνούς νομισματικού συστήματος ελεύθερα κυμαινομένων ισοτιμιών. Αντίθετα, ή παρέμβαση στην άγορά συναλλάγματος των νομισματικών άρχων κατέστη αναγκαία<sup>113</sup> για τόν έλεγχο τής βραχυχρόνιας συναλλαγματικής ισοτιμίας, ώστε νά περιορίζεται, κατά τò δυνατό, ή απόκλισή της από τή μακροχρόνια τιμή ισορροπίας του συναλλάγματος. Καί τούτο, παρά τò γεγονός ότι ή δυνατότητα εκτιμήσεως τής τελευταίας αυτής τιμής παρουσιάζει τις δυσχέρειες και άνεπάρκειες, πού συνοδεύουν την άρχή τής ισοτιμίας των αγοραστικών δυνάμεων.

Όπως ήδη τονίστηκε, ό βασικός λόγος, πού ή βραχυχρόνια τιμή του συναλ-

---

βολής τής τιμής του συναλλάγματος. Προκύπτουν, έτσι, δύο επακόλουθα: 1) Η τρέχουσα τιμή ισορροπίας του συναλλάγματος είναι συνάρτηση τής έν γένει μελλοντικής πορείας τής οικονομίας, περιλαμβανομένων των εξελίξεων στο εισόδημα, στις τιμές και στα περιουσιακά στοιχεία... 2) Μόνο με άτελή ύποκατάσταση των ήμεδαπών και άλλοδαπών περιουσιακών στοιχείων μπορεί ή κεντρική τράπεζα νά προσδιορίζει τόσο την τιμή του συναλλάγματος, όσο και τόν τόκο.»

111. J. R. Artus - A. D. Crockett, ένθ. άνωτ., σ. 1.

112. Οί Artus και Crockett (ένθ. άν., σ. 3) διαπιστώνουν ότι τά πρώτα χρόνια εφαρμογής των κυμαινομένων ισοτιμιών, οί βραχυχρόνιες διακυμάνσεις τους ήσαν πολύ μεγαλύτερες από τις (σχετικές) μεταβολές των (άντίστοιχων) έσωτερικών επιπέδων τιμών.

113. Οί ύποστηρικταί των ελεύθερα κυμαινομένων ισοτιμιών θά πρέπει νά υποθέτουν ότι οί κερδοσκόποι έχουν σταθερές και όρθές προβλέψεις, σχετικά με την τιμή του συναλλάγματος, ώστε ό ρόλος τους στην άγορά νά είναι σταθεροποιητικός.

Κατά τόν M. Friedman ("The Case for Flexible Exchange Rates", 1953), λ. χ., μόνον οί έρασιτέχνες κερδοσκόποι επηρεάζουν άποσταθεροποιητικά την άγορά συναλλάγματος. Αντίθετα, οί επαγγελματίες κερδοσκόποι δρουν σταθεροποιητικά και κερδίζουν σε βάρος των έρασιτεχνών, πού, τελικά, εκτοπίζονται από την άγορά.

Η άποψη, όμως, αυτή του Friedman έχει επανειλημμένα άμφισβητηθεί. Βλ. σχ. W. Baumol, "Speculation, Profitability and Stability", Review of Economics and Statistics, Aug. 1957, σ. 263 - 71. Επίσης, M. Kemp, "Speculation and the Stability of the Foreign Exchange Market" In the Pure Theory of International Trade, 1964, σ. 256 - 66.

Εξάλλου, ή άποψη αυτή του Friedman θά ήταν όρθή στην περίπτωση, πού θά άρκούσε μία μοναδική «κάθαρση» τής άγοράς και θά άπεκλείετο κάθε νέα διείσδυση σ' αυτήν έρασιτεχνών-κερδοσκόπων. Άλλά τούτο, προφανώς, δὲ συμβαίνει. Βλέπε και άπόψεις R. Nurkse στην ύποσ. 115, ως και την ύποσ. 143 του παρόντος.



λάγματος παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις είναι ό έπηρεασμός της από τόν άβέβαιο παράγοντα τών μελλοντικών έξελίξεων. Η άβεβαιότητα τών προβλέψεων εισάγει σ' αυτές ένα ποσοστό κινδύνου, σχετικά μέ τήν πραγματοποίησή τους, πού έξαρτάται από ποικίλης προελεύσεως και συχνά άστάθμητους παράγοντες, οικονομικής και έξωοικονομικής φύσεως. Άλλά και σέ περιπτώσεις, πού ή τιμή τοϋ συναλλάγματος φαίνεται νά έπηρεάζεται από γεγονότα χωρίς κανένα στοιχείο άβεβαιότητας, παρατηρήθηκε, συχνά, άδικαιολόγητα μεγάλη διακύμανσή της. Συγκεκριμένο παράδειγμα άποτελεί ή διαπίστωση ότι περιορισμένης έκτάσεως νομισματικές διαταραχές, προκαλοϋν, σέ πολλές περιπτώσεις, δυσανάλογα μεγάλες μεταβολές στήν τιμή τοϋ συναλλάγματος.<sup>114</sup> Σύμφωνα μέ μία πρώτη έξήγηση (πού φέρει τήν όνομασία «Band - Wagon - Hypothesis»), τοϋ φαινομένου τούτου, ή μεταβολή στο διαφορισμό τών έπιτοκίων μεταξύ τών χωρών, πού προκαλείται από τή μεταβολή στα σχετικά νομισματικά μεγέθη τους, συνεπάγεται, άρχικά, μικρή και εύλογη μεταβολή στις συναλλαγματικές ίσοτιμίες. Ύποτίμηση, δηλαδή, τοϋ νομίσματος τής χώρας, μέ τήν αύξημένη προσφορά χρήματος και τó χαμηλότερο έπιτόκιο. Οί κερδοσκόποι, όμως, προβλέποντας συνέχιση τής μεταβολής στις συναλλαγματικές ίσοτιμίες πρós τήν ίδια κατεύθυνση, έπεμβαίνουν άποσταθεροποιητικά στήν άγορά συναλλάγματος και επτείνουν τή μεταβολή, σέ έκταση πολύ μεγαλύτερη τής εύλογης άρχικης<sup>115</sup>.

114. 'Ο J. R. Artus ("Exchange Rate Stability and Managed Floating", IMF Staff Papers, July 1976), έρευνώντας τή διακύμανση τής ίσοτιμίας άμερικανικού δολλαρίου και δυτ. γερμανικού μάρκου, συμπεραίνει (ένθ. άν., σ. 331 - 32): «Σχετικά μικρές μεταβολές στή διαφορά τών έπιτοκίων μεταξύ Φρανκφούρτης και άγοράς έϋρωδολλαρίων όδήγησαν σέ μεγάλες διακυμάνσεις τής τιμής τοϋ συναλλάγματος... Η έμπειρία τής Δ. Γερμανίας μέ τις κυμαινόμενες ίσοτιμίες δέν παρέχει τή βεβαιότητα, πού πολλοί οικονομολόγοι είχαν, σχετικά μέ τó σταθεροποιητικό ρόλο τής βραχυχρονίου κινήσεως κεφαλαίων (μεταξύ τών χωρών)... Πιθανό νά ύπήρξαν πολλοί άποσταθεροποιητικοί έξωγενείς παράγοντες και τó νέο σύστημα νά μήν είχε μία εύνοική εύκαιρία για νά λειτουργήσει όμαλά. Όπωςόποτε, όμως, οί ένδείξεις ότι οί κυμαινόμενες ίσοτιμίες μπορεί νά όδηγήσουν, βραχυρόνια, σέ μεγάλες διακυμάνσεις τής τιμής τοϋ συναλλάγματος, άκόμη και στήν περίπτωση μεγάλων βιομηχανικών χωρών, μέ όργανωμένες άγορές κεφαλαίων, είναι τώρα πολύ έμφανεϊς για νά άγνοηθοϋν.»

115. 'Ο P. Isard (ένθ. άν., σ. 16) σημειώνει, σχετικά, τά άκόλουθα: «Οί συναλλαγματικές ίσοτιμίες κινούνται κατά κερδοσκοπικά άλματα, πού άρχίζουν από μία μεταβολή τών θεμελιωδών οικονομικών συνθηκών (ή από άναθεώρηση τών προβλέψεων, σχετικά μέ αυτές), αλλά στή συνέχεια άντικοποτρίζουν άυτοτροφοδοτούμενη κερδοσκοπική ψυχολογία... Όταν ένα τραίνο διασχίζει τó σταθμό μέ ταχύτητα 90 μίλια τήν ώρα, δέν σκέφτεται κανείς πολύ για τó πού πρόκειται νά σταματήσει. Προσπαθεί μόνο νά καταφέρει νά έπιβιβασθεί.»

Κατά τόν Isard, τά δυναμικά ύποδείγματα, πού έπιχείρησαν νά έρμηνεύσουν τó φαινόμενο τής «ύπερακοντίσεως», πού παρατηρείται στή βραχυρόνια τιμή τοϋ συναλλάγματος, δέν δίδουν πειστική έρμηνεία τής βραχυρόνιας άστάθειας τών συναλλαγματικών ίσοτιμιών, πού παρατηρήθη τά τελευταία χρόνια. Τούτο, κατά τόν Isard (ένθ. άν., σ.32) «μās φέρνει πίσωστην

Ἄλλη ἐξήγηση τῆς περιπτώσεως αὐτῆς θεωρεῖ ὅτι μία ἀπρόβλεπτη, ἔστω

ἐπίπτωση ὅτι οἱ προσδοκίες γιὰ τὴ μελλοντικὴ τιμὴ τοῦ συναλλάγματος εἶναι ἐσφαλμένες.» Γι' αὐτὸ καὶ ὁ Isard ὑποδεικνύει (ἐνθ. ἀν., σ. 34) «τὴ διασπορὰ πληροφοριῶν, ποὺ θὰ ἐπέτρεπαν, σ' αὐτούς, ποὺ συμμετέχουν στὴν ἀγορὰ (συναλλάγματος) νὰ προβλέπουν μὲ μεγαλύτερη ἀκρίβεια τὴν ἐξέλιξη τῶν οικονομικῶν μεταβλητῶν». Βλ. καὶ ὑποσ. 148 τοῦ παρόντος.

Ὁ R. Nurkse ("International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period", League of Nations, 1944) εἶχε ἀποδόσει τὴν ἀστάθεια τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, στὴ διάρκεια τοῦ μεσοπολέμου, στὴν ἀποσταθεροποιητικὴ κερδοσκοπία. Καὶ ἔγραφε: «Προβλέψεις γιὰ ὑποτίμηση εἶναι ἱκανὲς νὰ προκαλέσουν τὴν πραγματοποίησή τους... ἡ ὑποτίμηση (αὐτὴ) προκαλεῖ ἢ ἐνισχύει προσδοκίες γιὰ νέα ὑποτίμηση... Οἱ κερδοσκοπικὲς προβλέψεις, ποὺ κυριαρχοῦν στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος, μπορεῖ νὰ ἐπηρεάσουν καὶ τοὺς ἐμπόρους ἀγαθῶν, ὥστε μία ὑποτίμηση, ποὺ δημιουργεῖ προσδοκίες γιὰ νέα ὑποτίμηση, εἶναι δυνατό νὰ ἐνθαρρύνει αὐξηση, ἀντὶ μείωσιν τῶν εἰσαγωγῶν, γιὰ τὴν πρόληψη νέας ἀνόδου τῆς τιμῆς των.»

Οἱ Dornbush καὶ Krugman (ἐνθ. ἀν., σ. 558) δίνουν τὴν ἀκόλουθη ἐξήγηση τοῦ φαινομένου τῆς ὑπερακοντίσεως τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος: «Μία ἄνοδος τοῦ τόκου στὴν ἐσωτερικὴ ἀγορὰ, λόγῳ νομισματικῆς περιστολῆς ἢ αὐξήσεως τῆς ζήτησεως τοῦ χρήματος, θὰ προκαλέσει... εἰσροὴ (ξένου) κεφαλαίου. Ἡ ἀνατίμηση τοῦ (ἐγχωρίου) νομίσματος θὰ συνεχιστεῖ (τότε) μέχρι τοῦ σημείου, ποὺ θὰ ἀρχίσει νὰ προβλέπεται ὑποτίμησή του. Ἡ ἔκτασι τῆς συντελουμένης αὐτῆς ἀνατίμησης (τοῦ ἐγχωρίου νομίσματος) ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὴν ἐλαστικότητά ἀφενὸς τῶν σχετικῶν προσδοκιῶν καὶ ἀφετέρου τῆς ὑποκαταστάσεως μεταξὺ τῶν ἡμεδαπῶν καὶ ἀλλοδαπῶν περιουσιακῶν στοιχείων... Πράγματι, ἡ μεταβολὴ τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος θὰ πρέπει νὰ εἶναι τόσο μεγαλύτερη, ὅσο λιγότερο ἀντιδρᾷ τὸ ἰσοζύγιο τρεχουσῶν συναλλαγῶν σ' αὐτήν».

Ἐξάλλου, κατὰ τὸν J. Artus ("Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate", σ. 282 - 83): «Ἀκόμη καὶ ἐὰν οἱ ἰδιῶτες ποὺ συμμετέχουν στὴν ἀγορὰ (συναλλάγματος) δροῦν τελειῶς ὀρθολογικά, οἱ δυνάμεις τῆς ἀγορᾶς μπορεῖ νὰ ὀδηγήσουν σὲ ἀσταθεῖς μεταβολὲς τὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος. Εἰδικότερα, μία ἀπρόβλεπτη ἀλλαγὴ στὴ νομισματικὴ πολιτικὴ, μπορεῖ νὰ ὀδηγήσει τὴν τιμὴ του σὲ ὑπερακόντιση. Σὲ μεταβολή του, δηλαδὴ, μεγαλύτερη ἀπὸ ἐκείνην, ποὺ δικαιολογεῖται ἀπὸ τὴν ἐνδεχομένη ἐπίδραση τῆς νέας νομισματικῆς πολιτικῆς στὶς τιμές.» Τοῦτο, κατὰ τὸν Artus, ὀφείλεται στὸ γεγονός ὅτι μία ἀπότομη αὐξηση τῆς προσφορᾶς τοῦ χρήματος (μὲ τὴν ὑπόθεσι ὅτι τὸ ἐπίπεδο τῶν τιμῶν παραμένει, βραχυχρόνια, σταθερὸ) θὰ θεωρηθεῖ ὑπερβάλλουσα καὶ θὰ προκαλέσει μείωση τοῦ ἐγχωρίου τόκου, γεγονός, ποὺ συνιστᾷ πρόσθετο παράγοντα ὑποτιμήσεως τοῦ ἐθνικοῦ νομίσματος. Μακροχρόνια, ὅμως, οἱ ἐσωτερικὲς τιμές θὰ προσαρμοσθοῦν στὴ νέα ποσότητα τοῦ χρήματος, τοῦ ὁποίου ἢ προσφορὰ θὰ παῦσει νὰ εἶναι ὑπερβάλλουσα καὶ ὁ τόκος θὰ ἐπανέλθει στὸ προηγούμενο ὕψος του, μὲ συνέπεια τὴ διαμόρφωση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος στὸ ἐπίπεδο, ποὺ ἀντιστοιχεῖ στὶς νέες ἐγχώριες τιμές.

Ἐπίσης, ὅμως, κατὰ τὸν Artus, παροδικὸ χαρακτηριστὴρα μεταβολὲς στὸ ἰσοζύγιο τρεχουσῶν συναλλαγῶν (ὅπως, λ. χ., οἱ ὀφειλόμενες σὲ διαφορετικὴ φάση τοῦ οικονομικοῦ κύκλου στὸ ἐσωτερικὸ καὶ τὸ ἐξωτερικὸ) προσδίδουν ἀστάθεια στὴ (βραχυχρόνια) τιμὴ τοῦ συναλλάγματος, ἐὰν ὁ βαθμὸς ὑποκαταστάσεως μεταξὺ ἐγχωρίων καὶ ξένων χρηματικῶν στοιχείων εἶναι μικρός.

Συμπερασματικά, ἡ Susan Schadler ("Sources of Exchange Rate Variability, IMF Staff Papers, Vol. 24, 1977, σ. 256) παρατηρεῖ: «Ἡ ἐξήγηση τῆς συμπεριφορᾶς τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος πρέπει νὰ ἀναζητηθεῖ στὰ ἅλτα (μέχρι τώρα) προβλήματα, σχετικὰ μὲ τὴ διαμόρφωση τῶν προσδοκιῶν, τὴ διαφορετικὴ ταχύτητα προσαρμογῆς τῶν διαφόρων ἀγορῶν καὶ τὴν ἐπίδραση τῆς ἀβεβαιότητος στὶς συναλλαγῆς συναλλάγματος.»

και περιορισμένη. αύξηση του ρυθμού προσφορᾶς χρήματος έρμηνεύεται από τους κερδοσκοπούς με έναν από τους ακόλουθους τρόπους : 1) "Οτι έχει χαρακτηρη μεταβατικό και άργότερα θα άντισταθμιστεί, 2) ότι είναι παροδικής φύσεως και δέν θα συνεχιστεί στο μέλλον και 3) ότι άποτελεί την άπαρχή έπεκτατικής νομισματικής πολιτικής. Στην πρώτη περίπτωση δέν θα προκύψει κερδοσκοπική δραστηριότητα, με άποτέλεσμα ή τιμή του συναλλάγματος νά μή μεταβληθεί πέρα του σημείου, πού δικαιολογείται από την προσωρινή άλλαγή στη σχέση των έπιτοκίων μεταξύ των χωρών. Στη δεύτερη περίπτωση οι συναλλαγματικές ίσοτιμίες θα έπηρεασθοϋν και από την προβλεπόμενη μεταβολή στο σχετικό επίπεδο των τιμών — από τή μακροχρόνια, δηλαδή, τιμή ίσορροπίας του συναλλάγματος— πού θα προκύψει από τή μεταβολή στη σχέση των νομισματικών μεγεθών μεταξύ των χωρών. Η δυσανάλογα μεγάλη μεταβολή στις συναλλαγματικές ίσοτιμίες προκύπτει στην τρίτη περίπτωση, όταν, δηλαδή, ή κερδοσκοπία προβλέπει ότι ή νομισματική πολιτική θα καταστεί έπεκτατική και έξυπηρετική του πληθωρισμού <sup>116</sup>.

Πρέπει νά σημειωθεί ότι ή προηγούμενη επιχειρηματολογία, πέρα από τις άμεσες συνέπειες τής νομισματικής πολιτικής, τονίζει και τήν έμμεση σημασία της στη διαμόρφωση των προβλέψεων και στην κερδοσκοπική δραστηριότητα, πού έπηρεάζουν άποφασιστικά τή βραχυχρόνια τιμή του συναλλάγματος <sup>117</sup>.

---

116. Κατά τους J. Artus και A. Crockett (ένθ. άν., σ. 11) οι άναφερόμενες αυτές εξηγήσεις άντικατοπτρίζουν τή διευρυνόμενη, τελευταία, άντίληψη ότι, μακροχρόνια, έχουν ισχύ τόσο ή ποσοτική θεωρία του χρήματος, όσο και ή άρχή τής ίσοτιμίας των άγοραστικών δυνάμεων. Προφανώς, όμως, δέν πρόκειται για τήν άπλοική διατύπωση τής ποσοτικής θεωρίας από τους κλασσικούς οικονομολόγους, αλλά για τή σύγχρονη έκφρασή της, πού θεωρεί τις τιμές σαν συνάρτηση και άλλων (άνεξαρτήτων) μεταβλητών, εκτός τής ποσότητας του χρήματος, πού, όμως, διατηρεί τó βασικότερο ρόλο σ' αυτήν.

117. "O W. S. Salant ("The Post-Devaluation Weakness of the Dollar", Brookings Papers on Economic Activity, σ. 481 - 496) έπισημαίνει τήν επίδραση, πού άσκει στη συναλλαγματική ίσοτιμία ενός νομίσματος όχι μόνο ή τρέχουσα οικονομική πολιτική, αλλά και ό τρόπος τής άσκήσεώς της στο παρελθόν. Άναφερόμενος, συγκεκριμένα, στη συνέχιση μειώσεως τής συναλλαγματικής τιμής του άμερικανικού δολλαρίου, τόν Ιούνιο του 1973, μετά από δύο πρόσφατες έπίσημες ύποτιμήσεις του, ό Salant σημειώνει (ένθ. άν., σ. 485): «Η πρόσφατη έμπειρία των κατόχων δολλαρίων ύπηρεξε όλιγότερο εύτυχής, από εκείνη των κατόχων άλλων νομισμάτων.... Η δεύτερη (έπίσημη) ύποτίμηση του δολλαρίου ήταν πολύ καταστρεπτική στην έπιθυμία του κοινού νά διατηρεί τέτοιο νόμισμα. Έπειδή ήταν τελείως άπρόβλεπτη, θα πρέπει νά προκάλεσε τó φόβο ότι θα μπορούσε νά συμβεί και πάλι, ειδικότερα έφόσον χαρακτηρίστηκε σαν φάρμακο, πού τó θησαυροφυλάκιο των Η.Π.Α. τó παίρνει με εύχαρίστηση... Η δεύτερη ύποτίμηση έμφανίστηκε σαν τελείως αθάίρητη και έναν τó δολλάριο μπορεί νά ύποτιμηθεί αθάίρητα μία φορά, θα μπορεί νά συμβεί τούτο και πάλι.»

#### IV. ΣΤΑΘΕΡΕΣ ΚΑΙ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΕΣ ΙΣΟΤΙΜΙΕΣ

##### 1. Διάκριση τών συστημάτων

Ἡ διαφοροποίηση τών συστημάτων σταθερῶν καὶ κυμαινόμενων ἰσοτιμιῶν δὲν θὰ ἀντιμετωπισθεῖ σὲ ἀφηρημένο, θεωρητικὸ ἐπίπεδο, πού καταλήγει σὲ διάκριση μεταξύ ἐλεύθερης λειτουργίας ἢ πλήρους ἐλέγχου τῆς ἀγορᾶς συναλλάγματος, ἀλλὰ στὸν τρόπο πού ἐφαρμόστηκαν.<sup>118</sup>

Σὲ ἓνα παγκόσμιο οἰκονομικὸ περιβάλλον, ὅπου οἱ συνθήκες μεταβάλλονται συνεχῶς, εἶναι, τουλάχιστον, ἀμφίβολο ἐὰν μία μεταβλητὴ τοῦ συστήματος, ὅπως ἡ συναλλαγματικὴ ἰσοτιμία, θὰ μπορούσε νὰ διατηρήσει τὴν τιμὴ ἰσορροπίας τῆς γιὰ μεγάλο χρονικὸ διάστημα σταθερῆ. Ἡ ἰσορροπία δὲ σημαίνει σταθερότητα.

Ἄντὶ τῆς προσαρμογῆς τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος στὶς μεταβαλλόμενες συνθήκες προσφορᾶς καὶ ζητήσεώς του εἶναι, βεβαίως, νοητὴ, τουλάχιστο, ἡ προσαρμογὴ τών συνθηκῶν αὐτῶν σὲ μία σταθερὴ τιμὴ του. Ἄλλὰ, οἱ δυσκολίες τῆς προσαρμογῆς αὐτῆς καὶ οἱ περιορισμοί, πού ἀπαιτοῦνται στὴν ἄσκηση τῆς οἰκονομικῆς πολιτικῆς, εἶναι προφανεῖς, ἀλλὰ καὶ ἀδικοιολόγητες.

Ἄκόμη καὶ ὅταν ἐπικρατοῦσε τὸ σύστημα τοῦ χρυσοῦ κανόνα - ἡ ἀκραία περίπτωση ἐφαρμογῆς στὴν πράξη τών σταθερῶν ἰσοτιμιῶν - ἡ πρόσδεση τῆς ἐξωτερικῆς ἀξίας ἑνὸς νομίσματος μὲ μία ποσότητα χρυσοῦ δὲν ἦταν ἀκατάλυτη. Ἔστω καὶ ἐάν, ὅπως σημειώνει ὁ Keynes,<sup>119</sup> «δὲν μπορούσε νὰ παραβιασθεῖ ἐντίμως, παρὰ μόνο σὲ περίπτωσιν ἐξέχουσας πίεσεως». Στὴν πρὶν ἀπὸ τὸν πρῶτο παγκόσμιο πόλεμο ἐποχῇ δὲ συνέτρεχε συχνὰ ἡ περίπτωσιν αὐτῆ τῆς ἀνωτέρας βίας, ἐπειδὴ δὲν σημειώνονταν σοβαρὲς ἀποκλίσεις στὴν ἐξέλιξιν τών οἰκονομιῶν τών προηγμένων χωρῶν καὶ εἰδικὰ στὰ ἐπίπεδα τιμῶν τους, πού, ἐξάλλου, δὲν ἐμφάνιζαν τὴ σημερινὴ ἀκαμψία τους. Κυρίως στὶς εἰδικὲς καὶ πρόσφορες αὐτὲς συνθήκες καὶ ὄχι στὴν αὐστηρότητα τοῦ χρυσοῦ κανόνα, θὰ πρέπει, ἴσως, νὰ ἀναζητηθεῖ ὁ χαρακτηρισμὸς του σὰν συστήματος σταθερῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν.

118. Ὁ A. Laffer ("Two Arguments for Fixed Rates", in the Economics of Common Currencies, σ. 25 - 33. H. Johnson - A. Swoboda, Eds., 1975) ἀντιμετωπίζει τὴν ἀκρότητα τών δύο συστημάτων καὶ ἀντιδιαστέλλει τὶς κυμαινόμενες ἀπὸ τὶς μόνιμα σταθερὲς ἰσοτιμίες. Γι' αὐτὸ, ὅμως καὶ τονίζει ὅτι καταλήγει σὲ καθαρὰ θεωρητικὰ ἐπιχειρήματα ὑπὲρ τών τελευταίων αὐτῶν.

Τὴν ἴδια ἀκραία διάκριση τών συστημάτων συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν χρησιμοποιεῖ καὶ ὁ R. Caves ("Flexible Exchange Rates", American Economic Review, Papers and Proceedings, 1963, σ. 120 - 29), ὁ ὁποῖος, ὅμως, ἀντίθετα ἀπὸ τὸν Laffer, ἀναγνωρίζει, σὲ θεωρητικὴ, ἐπίσης βάση, ὑπεροχὴ τών κυμαινόμενων ἰσοτιμιῶν.

119. Ἄπὸ ὁμιλία του στὴ Βουλὴ τών Λόρδων, στίς 18.5.1943.

Τò σύστημα Bretton - Woods, πού καθιερώθηκε μετά τò δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, προσαρμόστηκε στις νέες συνθήκες τῆς παγκόσμιας οἰκονομίας, μέ βάση τὴν ἐμπειρία, πού ἀποκτήθηκε στὴν ἐποχὴ τοῦ μεσοποπολέμου. Ἡ προσπάθεια διατηρήσεως τῶν οἰκονομιῶν σὲ ἐπίπεδο πλήρους ἀπασχολήσεως ἢ ἡ ἐπιδίωξη ταχείας ἀναπτύξεώς τους, σύμφωνα μέ τις νεώτερες ἀντιλήψεις, ἐξέθεσαν τις διάφορες χῶρες σὲ ποικίλης ἐντάσεως πληθωριστικὲς παρενέργειες. Ἀναγνωρίστηκε, συνεπῶς, ἡ ἀνάγκη συχνότερης, ἀπ' ὅ,τι σιτὸ παρελθόν, προσφυγῆς στὴ μεταβολὴ τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν. Παράλληλα, γιὰ νὰ ἀποφευχθεῖ τὸ προηγούμενο τῶν ἀνταγωνιστικῶν ὑποτιμήσεων τῆς δεκαετίας τοῦ 1930, ἡ συναλλαγματικὴ πολιτικὴ τῶν χωρῶν τέθηκε ὑπὸ διεθνῆ ἔλεγχο. Ἡ τιμὴ τοῦ συναλλάγματος ἄλλαξε μόνο ὅταν συνέτρεχαν λόγοι θεμελιώδους διαταραχῆς τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν καὶ μετὰ ἀπὸ ἔγκριση τοῦ Διεθνoῦς Νομισματικοῦ Ταμείου.

Ἡ πανηγυρικὴ διαδικασίᾳ σὲ διεθνή ἔκταση, πού ἀπαιτεῖτο γιὰ τὴν ὑποτίμηση καὶ ἡ συχνὴ ταύτιση τῆς σταθερότητας τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος μέ τὸ ἐθνικὸ γόητρο - κατάλοιπο τῆς ἐποχῆς τοῦ χρυσοῦ κανόνα - συνέτειναν ὥστε ἡ μεταβολὴ τῆς νὰ ἀντιμετωπίζεται μόνον ὅταν ἡ κατάσταση εἶχε λάβει διαστάσεις κρίσεως. Τὸ γεγονός αὐτό, σὲ συνδυασμὸ μέ τὴν ἐπίταση τοῦ διαφορισμοῦ τῶν πληθωριστικῶν πιέσεων μεταξὺ τῶν χωρῶν, ὀδήγησαν στὴν κατάρρευση τοῦ συστήματος Bretton Woods, ἡ ὁποία ἐπισημοποιήθηκε τὸ 1973.

Τὸ σύστημα, πού ἐπικρατεῖ ἀπὸ τότε χαρακτηρίζεται σὰν κυμαινομένων ἰσοτιμιῶν καὶ βρίσκεται πλησιέστερα στὴν ἐλεύθερη λειτουργία, χωρὶς ὅμως καὶ νὰ ἐξαρτᾶται ἀποκλειστικὰ ἀπὸ τις δυνάμεις τῆς ἀγορᾶς συναλλάγματος. Ἡ συμμετοχὴ τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν στὴ διαμόρφωση τῶν βραχυχρόνιων ἐξελίξεων τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ἐπεβλήθηκε ἀπὸ τὴν ἀνάγκη νὰ ἀποτραποῦν οἱ ἔντονες διακυμάνσεις καὶ οἱ μεγάλες ἀποκλίσεις τῆς ἀπὸ τὴ μακροχρόνια τιμὴ ἰσορροπίας του, πού ἐμφανίστηκαν μετὰ τὴν ἐφαρμογὴ τοῦ νέου διεθνoῦς νομισματικοῦ συστήματος.

Προκύπτει, κατὰ συνέπεια, ὅτι ὁ διαφορισμὸς μεταξὺ σταθερῶν καὶ κυμαινομένων συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν, ἀνάγεται στὴ διάκρση μεταξὺ μεταβολῶν, πού συντελοῦνται, ἀντίστοιχα, ἀφενὸς κατ' ἀραιὰ διαστήματα καὶ σὲ μεγάλῃ ἔκταση<sup>120</sup> καὶ αφετέρου συχνότερα ἢ καὶ συνεχῶς, ἀλλὰ σὲ μικρότερη ἔκταση. Ἡ δὲ σύγκριση τῶν δύο αὐτῶν συστημάτων ἀναφέρεται στὸν τρόπο, πού αὐτὰ ἐπηρεάζουν τὴν ἐσωτερικὴ καὶ ἐξωτερικὴ ἰσορροπία τῆς οἰκονομίας.

120. Γι' αὐτὸ καὶ χαρακτηρίζονται σὰν «προσαρμοζόμενες» σταθερὲς ἰσοτιμίες.

## 2. Σύγκριση τῶν συστημάτων σταθερῶν καὶ κυμαινομένων ἰσοτιμιῶν

### α) Ἀπόψεις ὑπὲρ τῶν κυμαινομένων ἰσοτιμιῶν

Ὁ Keynes, σὲ ὁμιλία του σχετικά μὲ τὸ σύστημα Bretton Woods τόνιζε<sup>121</sup>: «Στὸ μέλλον, ἡ ἐξωτερικὴ ἀξία τῆς στερλίνας θὰ προσαρμόζεται στὴν ἐσωτερικὴ τῆς ἀξία, ὅπως αὐτὴ θὰ προσδιορίζεται ἀπὸ τὴν ἐσωτερικὴ μας πολιτικὴ καὶ ὄχι ἀντιστρόφως... Ἀντὶ τοῦ ἀξιώματος ὅτι ἡ ἐσωτερικὴ ἀξία ἐνὸς ἐθνικοῦ νομίσματος θὰ πρέπει νὰ προσαρμόζεται σὲ μία καθορισμένη de jure ἐξωτερικὴ ἀξία, ἡ τελευταία αὐτὴ θὰ πρέπει νὰ μεταβάλεται, ἐὰν εἶναι ἀναγκαῖο, ὥστε αὐτὴ νὰ προσαρμόζεται στὴν ὁποιαδήποτε de facto ἐσωτερικὴ ἀξία, πὸν προκύπτει ἀπὸ τὴν ἐσωτερικὴ πολιτικὴ».<sup>122</sup>

Ἡ ἄποψη αὐτὴ τοῦ Keynes γιὰ τὸ σύστημα Bretton Woods, σὲ σύγκριση μὲ τὸ χρυσὸ κανόνα, ἀναφέρεται, ἀπὸ τότε, σὰν ἓνα ἀπὸ τὰ κυριότερα πλεονεκτήματα τῶν κυμαινομένων ἰσοτιμιῶν. Ὅτι, δηλαδή, σὲ ἓνα τέτοιο σύστημα ἡ διακύμανση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος ἐπιτυγχάνει μόνη τῆς τὴν ἐξισορρόπηση τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν, ἐνῶ ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ, ἀπερίσκεπτη, ἀποβλέπει σὲ ἐσωτερικοὺς στόχους καί, βασικά, στὴν πλήρη ἀπασχόληση τῆς οἰκονομίας.

Συγκεκριμένα, ὑποστηρίζεται ὅτι οἱ κυμαινόμενες ἰσοτιμίες ἀποτρέπουν τὴν ἀγορὰ καὶ πώληση συναλλαγματικῶν διαθεσίμων ἀπὸ τὴν Κεντρικὴ Τράπεζα, πού, διαφορετικά, θὰ ἀπαιτοῦντο γιὰ τὴ διατήρηση τῆς σταθερῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, καί, κατὰ συνέπεια, ἡ προσφορὰ χρήματος ἐλέγχεται ἀπόλυτα ἀπὸ τὶς νομισματικὲς ἀρχές καὶ προσαρμόζεται ἀποκλειστικὰ στὶς ἐσωτερικὲς οἰκονομικὲς ἐπιδιώξεις<sup>123</sup>. Ἡ κάθε χώρα θὰ ἔχει τὴν δυνατότητα νὰ ἀπο-

121. Ἀπὸ ὁμιλία του στὴ Βουλὴ τῶν Λόρδων, στὶς 23.5.1944.

122. Σημειοῦται ὅτι, στὶς διαπραγματεύσεις γιὰ τὴ συμφωνία Bretton Woods, ἐνῶ οἱ Ἀμερικανοὶ ἀπέβλεπαν σὲ ἓνα σύστημα σταθερῶν ἰσοτιμιῶν, ὁ Keynes ὑπεστήριξε τὴν ἐνίσχυση τοῦ μηχανισμοῦ ἐξισορροπήσεως τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν μὲ συχνότερη προσαρμογὴ τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν. Εἰδικότερα, κατὰ τὸν Keynes, σὲ περίπτωσι, πὸν μία χώρα ἐμφάνιζε ἔλλειμμα στὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν τῆς, τουλάχιστο ἴσο μὲ τὸ ἡμισυ τοῦ μεριδίου τῆς (Quota) στὸ Δ. Ν. Τ., μία ἀρμοδία διεθνῆς ἀρχὴ θὰ μπορούσε νὰ ἀξίωνε ἀπὸ αὐτὴν ὑποτίμηση τοῦ ἐθνικοῦ τῆς νομίσματος ἢ καὶ ἔλεγχο στὶς ἐξαγωγὲς κεφαλαίων. Βλέπε T. Underwood, "Analysis of Proposals for Using Objective Indicators as a Guide to Exchange Rates Changes", IMF, Staff Papers, 1973, σ. 100 - 117.

123. Ἡ νομισματικὴ πολιτικὴ μὲ σύστημα σταθερῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν, χαρακτηρίζεται σὰν πρακτικὴ ρουτίνας, πὸν συνίσταται, βασικά, στὴν ἀγορὰ ἢ πώληση, ἀπὸ τὴν κεντρικὴ τράπεζα, ξένου συναλλάγματος, τὸ ὁποῖο, ἀντίστοιχα, προσφέρεται ἢ ζητεῖται ἀπὸ τὸν ἰδιωτικὸ τομέα τῆς οἰκονομίας. Σὲ μία πλεονασματικὴ χώρα, ὅταν ἡ κεντρικὴ τράπεζα ἀγοράζει τὸ προσφερόμενο συνάλλαγμα, ἡ νομισματικὴ βᾶσις τῆς οἰκονομίας αὐξάνει κατὰ τὴν ποσότητα τούτου, μὲ συνέπεια ἡ συνολικὴ προσφορὰ χρήματος νὰ διογκοῦται, τελικά, κατὰ πολλαπλάσιο

φασίζει, σύμφωνα με τη δική της επιλογή, το ρυθμό πληθωρισμού, που συνδυάζεται με ένα ποσοστό ανεργίας, στα πλαίσια της (άμφισβητούμενης, όμως, τελευταία) καμπύλης του Phillips <sup>124</sup>. Για παράδειγμα αναφέρεται η Γερμανία, που αποβλέπει σε χαμηλό ρυθμό πληθωρισμού, ενώ η Γαλλία προκρίνει τη διατήρηση υψηλού επιπέδου απασχολήσεως.

Άλλα το προηγούμενο επιχείρημα υπέρ των κυμαινόμενων ισοτιμιών προϋποθέτει, κατ' αρχήν, ότι οι νομισματικές αρχές δεν παρεμβαίνουν στην αγορά συναλλάγματος, την όποια αφήνουν να λειτουργήσει ελεύθερη. Όπως, όμως, έχει ήδη σημειωθεί, οι βραχυχρόνιες διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, μετά την κατάργηση του συστήματος Bretton Woods, υπήρξαν τόσο έντονες, ώστε, για την ανάμβλυσή τους να καθίσταται αναγκαία η παρέμβαση των Κεντρικών Τραπεζών. Το γεγονός τουτο μετριάζει, στη σημερινή, τουλάχιστο πραγματικότητα, το προαναφερόμενο πλεονέκτημα των «κυμαινόμενων» ισοτιμιών. Και εάν, όμως, υποτεθεί παρέμβαση της Κεντρικής Τραπέζης στην αγορά συναλλάγματος, το σύστημα τουτο επιτρέπει, πάντως, μεγαλύτερο έλεγχο της προσφοράς χρήματος από τις νομισματικές αρχές, σε σύγκριση με την περίπτωση σταθερών ισοτιμιών.

Άλλα η μεγαλύτερη αυτονομία της νομισματικής πολιτικής, στην περίπτωση των κυμαινόμενων έναντι των σταθερών ισοτιμιών, προκύπτει επίσης και από τη μερική ή όλική εξουδετέρωση της διακινήσεως κεφαλαίων.

---

της ποσότητας αυτής. Με το χρυσό κανόνα, ειδικότερα, η νομισματική βάση της οικονομίας ηύξανε κατά πολλαπλάσιο του χρυσού, που εισήρχετο στη χώρα, κατόπιν πλεονάσματος στο ισοζύγιο πληρωμών, ενώ η προσφορά χρήματος διογκούτο κατά πολλαπλάσιο της ηύξημένης αυτής νομισματικής βάσεως.

Βέβαια, η νομισματική αυτή επέκταση θα επιφέρει μείωση, σχετικά με το εξωτερικό, του επιτοκίου και έκροη κεφαλαίων, επίσης δε και, κατά κύριο λόγο, αύξηση του έσωτερικού επιπέδου των τιμών, με τελική, μακροχρόνια, συνέπεια την εξάλειψη του πλεονάσματος στο ισοζύγιο πληρωμών.

Αντίθετα, σε έλλειμματική χώρα η νομισματική βάση της οικονομίας μειούται με τη διάθεση συναλλάγματος από την Κεντρική Τράπεζα, με αποτέλεσμα την συρρίκνωση των αποθεματικών των έμπορικών Τραπεζών, που αναγκάζονται, έτσι, να περιορίσουν τις πιστώσεις προς την οικονομία σε ύψος πολλαπλάσιο του ελλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών. Άλλα, η ύφεση, που θα έπακολουθήσει, σε συνδυασμό με ένδεχόμενη άκαμψία των έσωτερικών τιμών, θα είναι εξαιρετικά όδυνηρή, ώστε να έξαναγκασθούν οι νομισματικές αρχές σε εγκατάλειψη της σταθερότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Βλ. F. Machlup, «The Alignment of foreign exchange rates», N. York, 1972.

124. Ο A. W. Phillips («The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the U. K., 1861-1957», *Economica*, Nov. 1958, σ. 283-299) συνδυάζει, με την ανεργία, το ρυθμό μεταβολής των όνομαστικών ήμερομισθίων και όχι του πληθωρισμού. Έξάλλου, θεωρεί ότι τά ήμερομισθία επηρεάζονται, επίσης και από τη μεταβολή του κόστους ζωής. Θα ήταν, κατά συνέπεια, περισσότερο, ίσως, βάσιμη ή σύνδεση της ανεργίας με τη μεταβολή των πραγματικών, αντί των όνομαστικών ήμερομισθίων.

Με σύστημα σταθερῶν ἰσοτιμιῶν, ἡ ἄσκηση περιοριστικῆς νομισματικῆς πολιτικῆς στὸ ἐσωτερικὸ θὰ προκαλέσει ὑψωση τῶν ἐπιτοκίων καί, συνεπῶς, εἰσροὴ ξένου κεφαλαίου, ποὺ θὰ ἀνατρέψει τὴν ἀσκούμενη ἀντιπληθωριστικὴ πολιτικὴ. Ἐπίσης, σὲ περίπτωσι ἀσκήσεως ἐπεκτατικῆς πολιτικῆς, τὸ ἐπιτόκιο θὰ μειωθεῖ μὲ συνέπεια τὴν ἐκροὴ κεφαλαίων στὸ ἐξωτερικὸ καὶ τὴν περιστολὴ τῆς νομισματικῆς κυκλοφορίας<sup>125</sup>.

Ἀντίθετα, μὲ σύστημα κυμαινομένων ἰσοτιμιῶν στὴν περίπτωσι ἀσκήσεως ἀντιπληθωριστικῆς πολιτικῆς, ἡ εἰσροὴ ξένου κεφαλαίου, κατόπιν τῆς αὐξήσεως τῶν ἐπιτοκίων, θὰ προκαλέσει ἀνατίμηση τοῦ ἐθνικοῦ νομίσματος καί, συνεπῶς, μείωση τῆς διεθνoῦς ἀνταγωνιστικότητος τῆς χώρας καὶ τῶν ἐξαγωγῶν καὶ γενικότερα τῆς ζητήσεως στὴν ἐσωτερικὴ ἀγορὰ, ἰδίᾳ ἐφόσον ἡ δαπάνη εἶναι ἐλαστικὴ καὶ ὡς πρὸς τὸν τόκο. Σὲ ἄσκηση ἐπεκτατικῆς πολιτικῆς, ἐξάλλου, ἡ ἐκροὴ κεφαλαίων στὸ ἐξωτερικὸ συνεπάγεται ὑποτίμηση τοῦ ἐγχωρίου νομίσματος, ἐνίσχυση τῆς ἀνταγωνιστικότητος καὶ αὐξηση τῶν ἐξαγωγῶν καὶ γενικότερα τῆς ζητήσεως στὸ ἐσωτερικὸ. Καὶ στὶς δύο, δηλαδὴ, περιπτώσεις ἡ τελικὴ διαμόρφωση τῆς ἐνεργοῦς ζητήσεως, μὲ σύστημα κυμαινομένων ἰσοτιμιῶν, εἶναι σύμφωνη μὲ τὴν ἐπιδοκώμενη πολιτικὴ, ἡ ὁποία, ἀντίθετα, ἀναίρεῖται μὲ σταθερῆς ἰσοτιμίας.

Πρόσθετο ἐπιχείρημα, ἐνισχυτικὸ τῶν προηγουμένων, ἀποδίδει στὶς κυμαινόμενες τιμὲς τοῦ συναλλάγματος τὴν ιδιότητα νὰ ἀδρανοποιοῦν τὶς ἐξωτερικὲς οἰκονομικὲς ἐξελίξεις, ποὺ ἐμποδίζονται νὰ ἐπιδράσουν στὸ ἐσωτερικὸ, μὲ συνέπεια νὰ ἐνισχύεται ἀκόμη περισσότερο ἡ αὐτονομία τῆς ἐσωτερικῆς οἰκονομικῆς πολιτικῆς. Σὲ περίπτωσι, λ.χ., ἐκδηλώσεως πληθωριστικῶν πιέσεων στὸ ἐξωτερικὸ, τὸ ἐγχώριον νόμισμα, βάσει τῆς ἀρχῆς τῆς ἰσοτιμίας τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων, θὰ ἀνατιμηθεῖ, οἶονεὶ αὐτόματα, μὲ ἀποτέλεσμα τὴν ἀναχαίτιση τῆς διεισδύσεως τοῦ πληθωρισμοῦ στὴν ἐσωτερικὴ ἀγορὰ, ἡ ὁποία, ὅπως, χαρακτηριστικὰ, λέγεται, «ἀνοσοποιεῖται» ἐναντι τῶν «ἀσθενειῶν» τῶν ἄλλων οἰκονο-

---

125. Ὁ Keynes ("A treatise on money", Vol. II, 1930, σ. 302-308) παρατήρησε, πιθανότατα γιὰ πρώτη φορὰ στὴν οἰκονομικὴ ἱστορία, ὅτι, στὴν περίοδο τοῦ χρυσοῦ κανόνα, ἡ μεγάλη εὐαισθησία τῆς διεθνoῦς διακινήσεως κεφαλαίων στὴν περίπτωσι διαφορισμοῦ τῶν ἐπιτοκίων μεταξὺ τῶν χωρῶν, ἐπέβαλλε σ' αὐτὲς τὴν ἄσκηση νομισματικῆς πολιτικῆς, ποὺ θὰ διατηροῦσε τὸν τόκο στὰ διεθνή ἐπίπεδα. Τὸ γεγονὸς τοῦτο ἐμπόδιζε τὶς νομισματικὲς ἀρχὲς νὰ ἀσκήσουν ἀνεξάρτητη οἰκονομικὴ πολιτικὴ διατηρήσεως ἐσωτερικῆς ἰσορροπίας στὴ χώρα τους. Ὁ Keynes, τὴν ἐποχὴ ἐκείνη, ὑπέδειξε, σάν τρόπο ἀντιδράσεως, τὴν ἐπιβολὴ ἀμέσου ἐλέγχου στὴν ἐξαγωγὴ κεφαλαίων. Ἀργότερα ὁμοῦ ("The General Theory of Employment, Interest and Money", σ. 270) σάν αἰτία τοῦ κακοῦ θεώρησε τὶς σταθερῆς συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας, ποὺ τὶς χαρακτήρισε ἐξαιρετικὰ ἐπικίνδυνες, μακροχρόνια, ἐπειδὴ ἐμποδίζουν τὴ διατήρηση τοῦ ἐσωτερικοῦ ἐπιτοκίου σὲ ἐπίπεδο, ποὺ συμβιβάζεται μὲ τὴν πραγματοποίησι πλήρους ἀπασχολήσεως στὴν οἰκονομία.



μιών. <sup>126</sup> Αντίθετα, με σύστημα σταθερών Ισοτιμιών, το διεθνές επίπεδο τιμών

126. Η νομισματική θεώρηση του ισοζυγίου πληρωμών άμφισβητεί την πλήρη άνοσοποίηση της εσωτερικής οικονομίας από τις εξωτερικές εξελίξεις, στην περίπτωση των κυμαινόμενων Ισοτιμιών. Εάν λ.χ., υπάρξει οικονομική ύφεση στις Η.Π.Α. και, συνεπώς, μείωση των εξαγωγών των ευρωπαϊκών χωρών, ή υποτίμηση των νομισμάτων των τελευταίων αυτών δεν θα αποκαταστήσει τις εξαγωγές τους. Και τουτο έπειδή, βάσει του νόμου της μιάς παγκόσμιας τιμής, τα ευρωπαϊκά προϊόντα δεν θα καταστούν φθηνότερα των αμερικανικών, ώστε να τα έκτοπίσουν στην αγορά των Η.Π.Α., (όποτε ναι μόν θά προέκυπτε επίταση της ύφεσεως στην τελευταία αυτή χώρα, αλλά θά άπετρέπετο επέκτασή της στην Εύρώπη). Έξάλλου, έπειδή, λόγω της ύφεσεως, ή ζήτηση χρήματος θά μειωθεί στις Η.Π.Α., θά υπάρξει εξαγωγή κεφαλαίων από τη χώρα αυτή πρós την Εύρώπη, πού θά έμποδίσει την υποτίμηση των Ευρωπαϊκών νομισμάτων να λάβει την έκταση, πού θά άπαιτείτο για να άποκατασταθούν οι ευρωπαϊκές εξαγωγές στο άρχικό τους επίπεδο άσχετα από τη λειτουργία της μιάς παγκόσμιας τιμής, πού προαναφέρθηκε. Κατά συνέπεια, παρά τις κυμαινόμενες Ισοτιμίες, ή ύφεση στις Η.Π.Α. θά έπηρέασει πρós την ίδια κατεύθυνση και την ευρωπαϊκή οικονομία. Βλ. σχ. Μ. Kreinin - L. H. Officer, «The monetary approach to the balance of payments», σ. 26-27.

Άλλά και έκτός του χώρου της νομισματικής θεωρήσεως του ισοζυγίου πληρωμών άμφισβητείται ή πλήρης άνοσοποίηση της εσωτερικής οικονομίας από εξελίξεις στο έξωτερικό, έστω και με σύστημα κυμαινόμενων Ισοτιμιών. Η Μ. Whitman (Global monetarism and the monetary approach to the balance of payments, σ. 519,) έξαρτά τó ένδεχόμενο αυτό από τη μορφή της έξωτερικής διαταραχής. Εάν, λ.χ., έμφανισθεί μία στροφή των άλλοδαπών επενδυτών σε έγχώρια χρηματικά στοιχεία (με άμετάβλητο ύψος του έσωτερικού έπιτοκίου), θά προκύψει άνατίμηση του έθνικου νομίσματος, με συνέπεια την έλλειμματικότητα του Ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της χώρας και την (άθελγη) μείωση της ένεργου ζήτησεως και του έθνικου εισοδήματος της.

Επίσης, κατά τους S. Laursen - L. A. Metzler ("Flexible exchange rates and the theory of employment", Review of Economics and Statistics, Nov. 1950, σ. 281-299) οι έξωτερικές εισοδηματικές διακυμάνσεις μεταβιβάζονται στο έσωτερικό, σε περίπτωση κυμαινόμενων Ισοτιμιών, μέσω της μεταβολής των δρων έμπορίου και της επιδράσεως της μεταβολής αυτής στην άποταμειυτική συμπεριφορά της οικονομίας. Συγκεκριμένα, μία άνοδική πορεία του οικονομικού κύκλου στο έξωτερικό, θά προκαλέσει μάλλον άνατίμηση του έγχωρίου νομίσματος, παρά βελτίωση του έμπορικου Ισοζυγίου της χώρας, με συνέπεια τó χρηματικό μέγεθος της συνολικής ζήτησεως της οικονομίας να παραμείνει σταθερό. Παράλληλα, όμως, ή βελτίωση των δρων έμπορίου της χώρας, πού, κατά κανόνα, συνοδεύει την άνατίμηση του νομίσματος της, συνεπάγεται αύξηση του πραγματικού έγχωρίου εισοδήματος. Έτσι, με την ύπόθεση ότι ή όριακή είναι μεγαλύτερη της μέσης ροπής πρós άποταμίευση, ή τελευταία αυτή αύξάνει, ένθ τó ύψος του χρηματικού εισοδήματος παραμένει σταθερό και προκαλείται, κατά συνέπεια, μείωση της έγχώριας καί, κατ' επέκταση, της συνολικής ζήτησεως στο έσωτερικό. Τελικά, οι κυμαινόμενες Ισοτιμίες έμφανίζονται να προκαλούν ύφεση στην έγχώρια οικονομία, όταν στο έξωτερικό συντελείται οικονομική άνοδος.

Βεβαίως, όμως, οι ύποθέσεις, στις όποιες βασίζεται ή προηγούμενη άποψη των Laursen και Metzler, μπορούν να άμφισβητηθούν, κυρίως δέ ή βελτίωση των δρων έμπορίου, πού παραβλέπει τó γεγονός της άνόδου των (έγχωρίων) τιμών στις χώρες έκείνες του έξωτερικού, στις όποιες παρατηρείται αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας.

ἐπηρεάζει ἄμεσα τὶς τιμές σὲ ἐγχώριο νόμισμα, τῶν εἰσαγωγῶν καὶ ἐξαγωγῶν καί, κατ' ἐπέκταση, τὸ ὅλο κύκλωμα τῶν ἐσωτερικῶν τιμῶν.<sup>127</sup>

Ἐξάλλου, σὲ περίπτωση ἀσκήσεως ἐπεκτατικῆς πολιτικῆς στὸ ἐσωτερικὸ καὶ ἐμφανίσεως ἐλλείμματος στὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν, τὸ ἐγχώριο νόμισμα ὑποτιμᾶται καὶ διευκολύνεται, μὲ τὸν τρόπο αὐτό, ἡ ἐξισορρόπηση τοῦ ἐξωτερικοῦ τομέα τῆς οἰκονομίας. Στὸ ἐπιχείρημα τοῦτο, ὅμως, οἱ ὑποστηρικτὲς τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν ἀντιτείνουν ὅτι, ὁ μικρότερος ἐπηρεασμὸς τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν ἀπὸ τὴν ἐσωτερικὴ οἰκονομικὴ πολιτικὴ, ἀποτελεῖ μειονέκτημα, ἐπειδὴ τὰ ὑπεύθυνα ὄργανα ἀσκήσεώς της ἀπαλλάσσονται ἀπὸ τὴ φροντίδα ἐξισορροπήσεως τοῦ ἰσοζυγίου. Ἀντίθετα, μὲ σύστημα σταθερῶν ἰσοτιμιῶν, μία ἐπεκτατικὴ οἰκονομικὴ πολιτικὴ, ποὺ θὰ καταστήσει ἐλλειμματικὸ τὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν, θὰ προκαλέσει μείωση στὰ συναλλαγματικὰ διαθέσιμα τῆς χώρας, γεγονός, τὸ ὁποῖο, ἐκτὸς ἀπὸ τὴν ἄμεση περιοριστικὴ ἐπίδρασή του στὴ νομισματικὴ κυκλοφορία, θὰ θεωρηθεῖ σοβαρὴ ἔνδειξη ἀποτυχίας τῆς ἀσκουμένης πολιτικῆς, ἡ ὁποία, μὲ τὸν τρόπο αὐτό, «διαπαιδαγωγεῖται» ἀπὸ τὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν (balance of payments discipline).

Ἄλλὰ τὸ ἐρώτημα εἶναι γιὰτὶ δὲν ἀποτελεῖ ἔνδειξη ἀποτυχίας τῆς οἰκονομικῆς πολιτικῆς καὶ ἡ αὐξηση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ὥστε καὶ τότε νὰ συνετισθοῦν οἱ ἀρμόδιες ἀρχές. Πράγματι, ἡ μείωση τῶν συναλλαγματικῶν διαθέσιμων ἢ ἡ κάμψη τῆς συναλλαγματικῆς ἰσοτιμίας τοῦ ἐθνικοῦ νομίσματος ἐπισημαίνει ἐναργέστερα τὶς δυσμενεῖς ἐπιπτώσεις τῆς ἀσκουμένης πολιτικῆς στὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν ; Τὰ συναλλαγματικὰ διαθέσιμα δὲν εἶναι ἀπεριόριστα καὶ τὸ ἐνδεχόμενον ἐξαντλήσεώς τους ἐγκυμονεῖ μεγάλους κινδύνους. Παράλληλα, ὅμως, ὑπάρχει ἡ δυνατότητα προσφυγῆς σὲ ἐξωτερικὸ δανεισμό, ποὺ ἀναστέλλει τὸν περιορισμὸ τους καὶ συγκαλύπτει, τουλάχιστο ἀπὸ τὴν κοινὴ γνώμη, τὴν ἐπικίνδυνη πορεία, ποὺ ἀκολουθεῖ ἡ οἰκονομία.

Ἡ (ἀνοδικὴ) διακύμανση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος ἐξάλλου, εἶναι περισσότερο ἐμφανῆς, ἐπηρεάζει ἄμεσότερα τὶς ἐσωτερικὲς τιμές καὶ ἀποτρέπεται μόνον μὲ παρέμβαση τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος, ποὺ ἔχει τὶς ἴδιες συνέπειες στὰ συναλλαγματικὰ διαθέσιμα, ὅπως στὴν περίπτωση τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν. Δὲν προκύπτει, συνεπῶς, λιγότερο ἀποτελεσματικὴ «διαπαιδαγώγηση» τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν στὴν ἀσκηση τῆς οἰκονομ-

127. Ὁ J. Molsberger ("Exchange rate flexibility : A Conference", J. Dreyer et al Eds., 1978, σελ. 27), ἀναφερόμενος στὸ σύστημα Bretton Woods, γράφει : Ἐκείνη καὶ χῶρες, ποὺ εἶχαν ἀποφασίσει νὰ ἀκολουθήσουν ὑγιὴ νομισματικὴ πολιτικὴ, ὄφειλαν νὰ εἰσάγουν ἕνα μέρος τοῦ πληθωρισμοῦ, ποὺ ἐκδηλοῦτο στὸ ἐξωτερικόν. Οἱ δὲ χῶρες, ποὺ παρήγαγαν τὸν πληθωρισμό, μεταβίβαζαν ἕνα μέρος τῶν ἀρνητικῶν συνεπειῶν τοῦ σὲ ξένους ὄμους καί, ἔτσι, ἦσαν ἱκανεὲς νὰ προκαλέσουν μεγαλύτερο πληθωρισμό, ἀπὸ ἐκεῖνον, ποὺ θὰ μπορούσαν νὰ ἀνεχθοῦν, ἐὰν ὁ πληθωρισμὸς περιοριζόταν στὴν περιοχὴ τους». Τὸ σύστημα Bretton Woods εἶχε, κατὰ τὸν Molsberger, μία ἰσχυρὴ πληθωριστικὴ προκατάληψη.

κής πολιτικής με σύστημα κυμαινόμενων ισοτιμιών, όπως διατείνονται οι υποστηρικτές των σταθερών ισοτιμιών.

Όμως, οι προηγούμενες απόψεις, που θεωρούν πλεονέκτημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών την αποδέσμευση της έσωτερικής οικονομικής και, βασικά, της νομισματικής πολιτικής από την φροντίδα του ισοζυγίου πληρωμών, σφάλουν επί άλλης βάσεως. Αναβιώνουν την αρχή των ελαστικότητων και θεωρούν τη συναλλαγματική πολιτική σαν λύση εναλλακτική της νομισματικής πολιτικής, στα θέματα του ισοζυγίου πληρωμών, ενώ πρόκειται για συμπληρωματικές μορφές χειρισμού τους. Όπως έχει ήδη σημειωθεί, οι συνέπειες των διακυμάνσεων της τιμής του συναλλάγματος στο ισοζύγιο πληρωμών, αναιρούνται, εφόσον, δεν συμπληρωθούν από την κατάλληλη νομισματική πολιτική. Έξάλλου, η διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών ενισχύει και επιταχύνει την άποψματικότητα της επιβαλλόμενης, για την εξισορρόπηση του ισοζυγίου πληρωμών, νομισματικής πολιτικής.

Κατά συνέπεια, η άποψη ότι το σύστημα των κυμαινόμενων ισοτιμιών επιτρέπει τον άπρόσκοπτο προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής στους έσωτερικούς στόχους της οικονομίας και την ανεξαρτοποίησή της από τις εξελίξεις στο ισοζύγιο πληρωμών, δεν θεμελιώνεται. Εκτός εάν η άποψη αυτή υπονοεί ότι μακροχρόνιος στόχος της νομισματικής πολιτικής πρέπει να είναι η έσωτερική εξισορρόπηση της οικονομίας, η οποία και εξασφαλίζει (ή συμβαδίζει) με τη μακροχρόνια εξισορρόπηση του έξωτερικού της τομέα, ενώ οι βραχυχρόνιες διαταραχές του ισοζυγίου πληρωμών είναι προσφορότερο να αντιμετωπίζονται με διακυμάνσεις στην τιμή του συναλλάγματος, παρά με μεταβολές στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας και σταθερότητα στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Σ' αυτή τη βάση η σχετική επιχειρηματολογία υπέρ των κυμαινόμενων, έναντι των σταθερών ισοτιμιών, εξασθενεί.<sup>128</sup> Παραμένει, όμως, ισχυρή η πρόκρισή τους για την περίπτωση διασφάλισης της έσωτερικής οικονομίας από δυσμενείς εξελίξεις στη διεθνή αγορά και, κυρίως, από πληθωριστικές πιέσεις στο έξωτερικό. Η αυτόματη, τότε, ανατίμηση του έθνικού νομίσματος άποτρέπει τη διείσδυσή τους στην έσωτερική αγορά, χωρίς να μειώνεται η διεθνής ανταγωνιστικότητα της χώρας. Αλλά, είναι φανερό ότι το πλεονέκτημα τούτο των κυμαινόμενων ισοτιμιών, άφορᾶ σε χώρες, που η οικονομία τους εμφανίζει σταθερότητα μεγαλύτερη της μέσης εκείνης της διεθνούς κοινότητας.

Η κερδοσκοπία, σε θεωρητική βάση, υποστηριζόταν ότι, με σύστημα κυ-

128. Η Μ. Whitman (ένθ. άνωτ., σ. 143) θεωρεί ότι οι κυμαινόμενες ισοτιμίες παρέχουν μεγαλύτερο έλεγχο της όνομαστικής προσφοράς του χρήματος. Όμως, κατά την έκταση, που η μεταβολή της τιμής του συναλλάγματος επηρεάζει το έσωτερικό επίπεδο των τιμών, ή πραγματική προσφορά του χρήματος διαφεύγει του έλέγχου των νομισματικών άρχων.

μαινομένων ισοτιμιών, θα ἀπάμβλωνε τὴν ἐπίδραση τῶν ἑκτακτῶν καὶ παροδικῶν παραγόντων στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος καὶ θὰ ἔτεινε νὰ ἀποκαταστήσει τὴ μακροχρόνια συναλλαγματικὴ ισοτιμία. Ἡ ἐμπειρία, ὅμως, τῆς περιόδου μετὰ τὴν κατάργηση τοῦ συστήματος Bretton Woods δὲν ἐπιβεβαίωσε τὴν αἰσιόδοξη αὐτὴ ἄποψη, ἐπειδὴ, ἴσως, ὁ χρονικὸς ὀρίζοντας, τὸν ὁποῖο ἀτενίζει ἡ κερδοσκοπία εἶναι περιορισμένος καὶ δὲν περικλείει τὶς μακροχρόνιες τάσεις τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος<sup>129</sup>. Τὰ θεωρητικά, ὅμως, ἐπιχειρήματα ἐξακολουθοῦν νὰ εὐνοοῦν τὶς κυμαινόμενες ισοτιμίες<sup>130</sup>. Μὲ τὸ σύστημα τοῦτο ἡ κερδοσκοπία ἀποθαρρύνεται ἐπειδὴ ἀντιμετωπίζει ἴσες πιθανότητες κέρδους ἢ ζημίας, ἐφόσον ἡ βραχυχρόνια συναλλαγματικὴ ισοτιμία εἶναι ἐξίσου ἐνδεχόμενο νὰ κινηθεῖ ἀνοδικὰ ἢ πτωτικά, χωρὶς περιορισμό. Ἀντίθετα, μὲ σύστημα σταθερῶν ισοτιμιῶν, ὅταν ἓνα νόμισμα ὑφίσταται πίεση, ἡ κερδοσκοπία, μὲ τὴν προσδοκία μελλοντικῆς ὑποτιμῆσεώς του, ἀπομακρύνεται ἀπὸ αὐτὸ καὶ ἐπιδεινώνει, ἔτσι, τὴ θέση του. Ἐξάλλου καὶ ἐν ἀκόμῃ ἡ τάση ἀναστραφεῖ καί, παρὰ τὶς προδοκίες, ἐνισχυθεῖ τὸ νόμισμα αὐτό, ἡ σταθεροποιημένη τιμὴ του ἐμποδίζει τὴν ὑπερτίμησή του καὶ τὴν πρόκληση ζημιῶν στοὺς κερδοσκόπους, ἢ τὶς περιορίζει στὰ μικρὰ περιθώρια τῆς ἐνδεχόμενης ἐπιτρεπτῆς διακυμάνσεως τῆς ισοτιμίας του.

Τέλος, σημειοῦται ὅτι ἡ ἐφαρμογὴ τοῦ συστήματος κυμαινόμενων ισοτιμιῶν ἀπὸ χώρες μὲ πλεόνασμα στὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν εἶναι εὐεργετικὴ, ἐὰν ὄχι γι' αὐτὲς τὶς ἴδιες, τουλάχιστο γιὰ τὴν παγκόσμια κοινότητα. Πράγματι, μὲ σταθερὲς ισοτιμίες, στὶς πλεονασματικὲς χώρες προκύπτει ἀπλῶς συσσώρευση συναλλαγματικῶν διαθεσίμων, τῶν ὁποίων, ὅμως, ἡ αὐξητικὴ ἐπίδραση στὴ νομισματικὴ κυκλοφορία μπορεῖ νὰ ἀντισταθμισθεῖ μὲ τὴν κατάλληλη νομισματικὴ πολιτικὴ, καί, συνεπῶς, δὲν λειτουργεῖ, κατ' ἀνάγκη, μηχανισμὸς γιὰ τὴν ἐξάλειψη τοῦ πλεονάσματος στὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν, ὅπως ἄνοδος τοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν καὶ μείωση τῆς διεθνoῦς ἀνταγωνιστικότητας, ἢ αὐξηση τῆς ἐνεργοῦ ζήτησεως καὶ τῶν εἰσαγωγῶν στὶς χώρες αὐτές. Ἀντίθετα, μὲ καθεστῶς κυμαινόμενων ἰσο-

129. Ἡ ἀνεπάρκεια αὐτὴ τῆς κερδοσκοπίας ἀποδίδεται, συχνά, στὴν ἔντονη ἀστάθεια τῆς παγκόσμιας οἰκονομίας στὴ σύγχρονη ἐποχὴ, πού δυσχεραίνει τὴν ἐρμηνεία τῶν νέων γεγονότων καὶ τὴν δυνατότητα ὀρθῶν προβλέψεων ἀπὸ τοὺς κερδοσκόπους, γιὰ τὴ μελλοντικὴ ἐξέλιξη τους. Βλ. σχ. S. Schadler, "Sources of exchange rate variability : Theory and empirical evidence", IMF Staff papers, 1977, σ. 281. Βλ. καὶ ὑποσ. 113 τοῦ παρόντος.

130. Ὑποστηρίζεται, ὅμως καὶ ἡ ἄποψη ὅτι τὸ σύστημα τῶν σταθερῶν ισοτιμιῶν δημιουργεῖ τὴν ἐντύπωση ὅτι ἡ τιμὴ τοῦ συναλλάγματος εἶναι δεδομένη καὶ δὲν ὑπόκειται σὲ μεταβολές, ὥστε νὰ μὴ προσφέρεται γιὰ κερδοσκοπία. Ἀλλά, ὅπως παρατηρεῖ ὁ F. Machlup ("The Alignment of foreign exchange rates", N. Y. 1972), σημασία ἔχει τί συμβαίνει σὲ περιόδους, πού ἡ "δεδομένη" τιμὴ τοῦ συναλλάγματος ἔπαυσε ἢ, ἔστω, ἀμφισβητεῖται ὅτι ἀνταποκρίνεται στὴν τιμὴ ἰσορροπίας. Καὶ ὁ Machlup σημειώνει : «Ἡ ἀβεβαιότητα, πού δημιουργεῖται ἀπὸ τὶς κυμαινόμενες ισοτιμίες, εἶναι μικρότερη καὶ πολὺ λιγότερο ἐπιβλαβής, ἀπὸ ἐκείνην, πού προκύπτει ἀπὸ ἐσφαλμένη σταθεροποίηση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος».

τιμῶν, τὸ νόμισμα μιᾶς τέτοιας χώρας ἀνατιμᾶται. μὲ ἀποτέλεσμα τὴ μείωση τῆς διεθνούς ἀνταγωνιστικότητάς της καὶ τὸν περιορισμὸ ἢ καὶ ἐξάλειψη τῆς πλεονασματικῆς της καταστάσεως, ἐπ' ὠφελεία τῶν ἐλλειμματικῶν χωρῶν.

### β) Πλεονεκτῆματα τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν

Ὑποστηρίζεται ὅτι οἱ σταθερὲς ἰσοτιμίες παρέχουν στὴν παγκόσμια οἰκονομία τὰ πλεονεκτήματα, ποὺ παρουσιάζει σὲ μία χώρα ἢ κυκλοφορία ἐνὸς μόνο ἔθνικοῦ νομίσματος. Ἄλλὰ στὴν ἄποψη αὐτὴ διατυπώθηκαν σοβαρὲς ἀντιρρήσεις.<sup>131</sup>

Κατ' ἀρχὴν, μεταξὺ διαφορετικῶν ἐπικρατειῶν δὲν ὑφίσταται ἡ ἴδια εὐχέρεια μετακινήσεως τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς, ὅπως συμβαίνει μεταξὺ τῶν περιοχῶν τῆς ἴδιας χώρας. Τὸ γεγονός τοῦτο ἐμποδίζει τοὺς παραγωγικοὺς συντελεστῆς νὰ διαμορφώσουν ἐνιαίια τιμὴ καί, κατὰ συνέπεια, τὸ (ὑποτιθέμενο) κοινὸ νόμισμα δὲν ἀποκτᾶ τὴν ἴδια ἀγοραστικὴ δύναμη σὲ ὅλες τὶς χῶρες.

Ἐξάλλου, ἡ ὑπαρξὴ κοινῶν ἔθνικοῦ νομίσματος σὲ μία χώρα δὲν ἀποτρέπει τὴ διαφοροποίησιν τοῦ βαθμοῦ ἀναπτύξεως καὶ τῆς παραγωγικότητος στὶς διάφορες περιοχάς της, γεγονός, ποὺ μετριάζεται μὲ τὴν παρέμβαση τῆς κεντρικῆς κυβερνήσεως, ἢ ὁποῖα, γιὰ νὰ ἐπιτύχει τὴν οἰκονομικὴ ἐπιβίωσιν τῶν καθυστερημένων περιοχῶν, ἐπιδοτεῖ. μὲ διάφορους τρόπους, τὴν παραγωγή τους, μεταφέροντας σ' αὐτὲς κεφάλαια ἀπὸ τὶς περισσότερο ἀναπτυγμένους περιοχάς. Στὸ διεθνὴ χωρὸν, ὅπου λείπει ἡ διαδικασία αὐτὴ ἀνακατανομῆς τοῦ πλούτου, οἱ χῶρες, τῶν ὁποίων ἡ παραγωγικότητα ὑπολείπεται, σχετικὰ μὲ ἄλλες, περισσότερο προηγμένες, σὲ ὀλόκληρο τὸ φάσμα τῆς παραγωγικῆς τους δραστηριότητος, δὲν θὰ ἔχουν τὴ δυνατότητα, στὴν περίπτωσιν καθιερώσεως ἐνιαίου παγκόσμιου νομίσματος, νὰ μετατρέψουν τὸ συγκριτικὸ τους πλεονέκτημα σὲ ἀπόλυτο, ὥστε νὰ ἀποκτήσουν σ' αὐτὸ ἀνταγωνιστικότητα στὴ διεθνὴ ἀγορά.<sup>132</sup>

Μεγαλύτερη, ἴσως, βαρῦτητα, ὑπὲρ τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν, ἐμφανίζει ἡ ἄποψη ὅτι οἱ κυμαινόμενες ἰσοτιμίες συνεπάγονται ἕναν πληθωριστικὸ μηχανισμό, στὴ διαμόρφωσιν τοῦ ὁποίου ὑπεισέρχονται θεσμολογικοὶ παράγοντες, στοὺς

131. Βλέπε λ.χ.: 1) H. Johnson, "The case for flexible rates", Federal Reserve Bank of St. Louis, June 1969, σ. 12-24. 2) M. Whitman, "International and Interregional payments adjustment: A synthetic view", Princeton Studies in International Finance, No 19, 1967. 3) T. Scitofski, "The theory of balance of payments adjustment", Journal of Political Economy, Aug. 1967, σ. 523-531.

132. Οἱ δυσκολίες, ποὺ ἀντιμετωπίζει ἡ Ε.Ο.Κ. γιὰ τὴν καθιέρωσιν συστήματος σταθερῶν ἰσοτιμιῶν μεταξὺ τῶν νομισμάτων τῶν μελῶν της (γι' αὐτὸ καὶ ἔχει καθιερωθεῖ σύστημα εἰρύτερων περιθωρίων - Wider bands) εἶναι προφανές ὅτι θὰ ἐπιταθοῦν, ὅταν θὰ ἐνταχθοῦν σ' αὐτὸ τὰ νομίσματα χωρῶν μὲ πολὺ μεγαλύτερη διαφοροποίησιν τοῦ βαθμοῦ τῆς οἰκονομικῆς τους ἀναπτύξεως.

όποιους ή παρέμβαση τής οικονομικής πολιτικής είναι δυσχερής, εάν όχι αδύνατη. Είναι γνωστό ότι ή μείωση τής έξωτερικής άξίας ένός νομίσματος προκαλεί άνατιμητικές τάσεις στο έσωτερικό, σέ έκταση, που έξαρτάται από τó σχετικό μέγεθος του έξωτερικού έμπορίου τής χώρας και τó θεσμολογικό πλαίσιο, έντός του όποιου διαμορφώνεται τó επίπεδο τών τιμών και ήμερομισθίων. Έάν, όπως συμβαίνει συνήθως, οί τιμές και τά ήμερομισθία εμφανίζουν άκαμψία πρós τά κάτω, σέ περίπτωση άναστροφής τής κινήσεως τής τιμής του συναλλάγματος από αύξητική σέ μειωτική, δέν θά ύπάρξει μείωση τών τιμών - ήμερομισθίων, αντίστοιχη πρós τήν προηγούμενη αύξησή τους. Τó γεγονός τουτο<sup>133</sup> προσδίδει στο σύστημα τών κυμαινόμενων ίσοτιμών πληθωριστική «προδιάθεση», που λείπει από τίς σταθερές ίσοτιμίες.

Άλλά και πάλι δημιουργούνται έρωτήματα και άμφιβολίες. Έπηρεάζουν πράγματι οί μικρές και παροδικές αύξήσεις τής τιμής του συναλλάγματος τó επίπεδο τών τιμών και ήμερομισθίων, κατά τόν τρόπο, που, άναμφισβήτητα, έπενεργούν οί μεγάλες και δραστικές μεταβολές της σέ σύστημα (προσαρμοζόμενων) σταθερών ίσοτιμιών; Όπως έχει ήδη σημειωθεί, στην πρώτη περίπτωση έννοείται περισσότερο ή νομισματική παρανόηση, ένω ó ρόλος τής νομισματικής πολιτικής παραμένει πάντοτε άποφασιστικός.

Έξάλλου, όμως, θά πρέπει νά σημειωθεί ότι ύπάρχουν ύποστηρικτά τής άπόψεως ότι και οί σταθερές ίσοτιμίες επηρεάζουν πληθωριστικά, αλλά με άλλο μηχανισμό, τήν παγκόσμια οικονομία. Συγκεκριμένα, ή παρατεινόμενη έλλειμ-

133. Πρόκειται για τó γνωστό "Ratchet effect". Τουτο προϋποθέτει ότι, έστω και παροδική αύξηση τής τιμής του συναλλάγματος, επηρεάζει άμέσως άνοδικά τó έσωτερικό επίπεδο τών τιμών και τά ήμερομισθία, γεγονός, που ύποδηλοι τήν έλλειψη κάθε «νομισματικής παρανοήσεως» στην οικονομία και ειδικότερα στους εργαζόμενους. Έξάλλου, ή άσυμμετρία, που άποδίδεται στην επίδραση τής ύποτιμήσεως και άνατιμήσεως ένός νομίσματος έρμηνεύεται μέδιαφόρους τρόπους. Κατά μία άποψη, τουτο προκύπτει από τó νόμο «τής μιάς τιμής», κατ' άκολουθίαν του όποιου οί τιμές τών έξαγωγών τής ύποτιμούσης χώρας θά αύξηθούν και, τελικά, θά έξισωθούν με τίς αντίστοιχες διεθνείς τιμές, με άποτέλεσμα οί τιμές εισαγωγών τής άλλης χώρας, που τó νόμισμά της άνατιμάται, νά μη σημειώσουν καμμία ή μόνο μικρή κάμψη.

Κατά άλλη άποψη, ή άσυμμετρία αυτή προκύπτει από τó γεγονός ότι στην έποχή μας επικρατεί πληθωριστική ψυχολογία, ώστε ή μόν αύξηση τών τιμών τών εισαγομένων, σέ περίπτωση ύποτιμήσεως του έθνικού νομίσματος, νά θεωρείται όριστική, ένω ή μείωσή τους, σέ περίπτωση άνατιμήσεως του τελευταίου, χαρακτηρίζεται σαν παροδική.

Ό Μ. Goldstein ("Downward price inflexibility, ratchet effects and the inflationary impact of import price changes : Some empirical tests", IMF, DM/77/34) έπιχείρησε έμπειρική έπαλήθευση τής ύποθέσεως άσύμμετρης επίδράσεως τής ύποτιμήσεως και άνατιμήσεως του (έθνικού) νομίσματος στις τιμές, αλλά κατέληξε στο συμπέρασμα ότι χρειάζεται νέα σχετική έμπειρική έρευνα, με μεγαλύτερο δείγμα και καλύτερα στοιχεία. Σάν έπιμέρους παρατηρήσεις ó Goldstein σημειώνει : 1) Όταν όλες οί χώρες του δείγματος ληφθούν μαζί, δέν προκύπτει μαρτυρία τής ύποθέσεως άσυμμετρίας. 2) Έάν κάθε χώρα ληφθεί μεμονωμένη, ή ύπόθεση αυτή άποκτά μία περιορισμένη ύποστήριξη, τής όποιας, όμως, ó βαθμός ποικίλλει κατά περίπτωση χώρας.

ματική κατάσταση του ισοζυγίου πληρωμών (που διατηρείται από τη συμβατική υποχρέωση συγκρατήσεως της τιμής του συναλλάγματος σταθερής, σε επίπεδο ανισορροπίας), σε περίπτωση χωρών που το νόμισμά τους χρησιμοποιείται σαν διεθνές αποθεματικό, διογκώνει την παγκόσμια ρευστότητα. Παράλληλα, η κερδοσκοπική μετακίνηση κεφαλαίων από μία τέτοια χώρα (με την προοπτική επίκειμενης υποτιμήσεως του νομίσματός της) διευρύνει την αποθεματική βάση των χωρών εισροής τούτων και προκαλεί σ' αυτές απρόβλεπτη πιστωτική επέκταση.

Κατά την M. Whitman<sup>134</sup>, το σύστημα Bretton Woods, κυρίως στα τελευταία χρόνια εφαρμογής του, έλειτούργησε πληθωριστικά, ενώ η καθιέρωση κυμαινομένων ισοτιμιών έθεσε τέρμα στην έκρηκτική διόγκωση της διεθνούς ρευστότητας, που έλαβε χώρα την περίοδο 1970 - 71.

Υπάρχει όμως και ο αντίλογος στα προηγούμενα. Ότι, δηλαδή, με σύστημα κυμαινομένων ισοτιμιών ή διεθνής ρευστότητα επεκτείνεται απεριορίστα και ανεξέλεγκτα. Για εμπειρική επιβεβαίωση της απόψεως αυτής, αναφέρεται η διόγκωση της διεθνούς ρευστότητας, που σημειώθηκε μετά το 1973 και στην όποιαν αποδίδουν πολλοί, την επίταση του παγκόσμιου πληθωρισμού στην 10ετία του 1970. Άλλα και στην άποψη αυτή υπάρχει αντίλογος. Κατ' αρχήν, η συνύπαρξη αυξημένης ρευστότητας και πληθωρισμού δεν αποσαφηνίζει την αιτιώδη σχέση μεταξύ τους. Η πρώτη μπορεί να υπήρξε συνέπεια και όχι αίτια του παγκόσμιου πληθωρισμού. Γενικά, υποστηρίζεται ότι η επίδραση των διεθνών συναλλαγματικών διαθεσίμων στην εθνική δαπάνη είναι έμμεση, και, κατά συνέπεια πολύπερισσότερο άσταθής, από εκείνην της προσφοράς εθνικού χρήματος.

Η συσσώρευση, εξάλλου, της νέας ρευστότητας σε μικρό αριθμό πλεονασματικών χωρών του OPEC, αντανακλά το γεγονός ότι οι χώρες αποθεματικών νομισμάτων, που εισάγουν πετρέλαιο, εκάλυψαν, μετά την ανατίμηση τούτου, το έλλειμμα του εμπορικού τους ισοζυγίου, που προέκυψε απ' αυτό το λόγο, με τη δημιουργία νέων και όχι με τη διάθεση παλαιών αποθεματικών, που, ένδεχόμενα, θα οδηγούσε στην ανάγκη επιβολής περιορισμών στο διεθνές εμπόριο. Το γεγονός, δέ, τούτο, δεν έχει προφανώς, καμμία σχέση με το σύστημα των κυμαινομένων ισοτιμιών.<sup>135</sup>

134. Ένθ' άνωτ., σ. 142.

135. Είναι, βέβαια, γεγονός ότι μέχρι τώρα δεν έχουν θεσπισθεί κανόνες, που να ρυθμίζουν τη δημιουργία νέας διεθνούς ρευστότητας. Άλλα η παράλειψη αυτή υπήρχε και με το σύστημα Bretton Woods και δεν επεκράτησε, με τις κυμαινόμενες ισοτιμίες, μεγαλύτερη ελευθεριότητα στο σχετικό διεθνές θεσμολογικό καθεστώς, που να δικαιολογεί την ταχύτερη, σχετικά με το παλαιότερο διεθνές νομισματικό σύστημα, αύξηση της παγκόσμιας ρευστότητας. Βλ. σχ. R. Slighton, "International liquidity issues under flexible exchange rates", σ. 229-238. Επίσης F. Machlup, "Exchange Rate Flexibility", σ. 244 - 46.

Έξάλλου, όπως σημειώνει ο J. Flemming ("Floating Exchange rates, Asymmetrical Inter-

vention and the Management of International Liquidity”, IMF STAFF Papers, July 1975, σ. 263 - 84): «Μὲ τὸ σύστημα τῶν σταθερῶν προσαρμοζομένων ἰσοτιμιῶν ὑπῆρχε ἀσυμμετρία στὴ λειτουργία μεταξύ ἀφενὸς τῶν ἀποθεματικῶν νομισμάτων, μὲ τὰ ὁποῖα διενεργοῦντο οἱ παρεμβάσεις καὶ ἀφετέρου τῶν νομισμάτων τῶν ἄλλων χωρῶν... Τὰ ἑλλείμματα τῶν Η.Π.Α. ἐχρηματοδοτοῦντο, σὲ μεγάλη ἔκταση, ἀπὸ τὴ συσσώρευση ἐπισήμων ἀπαιτήσεων σὲ δολλάρια στὸ ἐξωτερικό, γεγονός πὸ ἀνακούφιζε τὴ χώρα αὐτὴ ἀπὸ τὴν πίεση, πὸ, διαφορετικά, θὰ ἐδέχετο γιὰ νὰ προβεῖ σὲ ὑποτίμηση τοῦ νομίσματος τῆς ἢ σὲ ἄλλου εἶδους προσαρμογὴ τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν τῆς... Ὁ ἀσύμμετρος αὐτὸς χαρακτήρας τοῦ συστήματος παρεμβάσεων, σὲ συνδυασμὸ μὲ μετατρεψιμότητα κατὰ τὴ βούληση τοῦ κατόχου τοῦ ἀποθεματικοῦ νομίσματος, κατέστησε τὴν προσφορὰ τῶν παγκοσμίων συναλλαγματικῶν ἀποθεμάτων μίαν συνάρτηση τοῦ ἑλλείμματος τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν τοῦ βασικοῦ ἀποθεματικοῦ κέντρου».

Βλ. σχ. καὶ R. Triffin, “Gold and the Dollar Crisis”, New Haven, 1961. Ἐπίσης τοῦ ἴδιου “Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow”, Princeton University Essays in International Finance, No. 32, 1979.

136. “How Inflation is Transmitted and Imported”, IMF. Euromoney, Sept. 1975. Ὁ Machlup ἐρμηνεύει τὸ φαινόμενο τοῦ σύγχρονου παγκόσμιου πληθωρισμοῦ, κατὰ τὸν ἀκόλουθο τρόπο: Ὁ Keynes εἶχε ὑποστηρίξει τὴν ἀνάγκη ἐξαλείψεως τῆς ἀνεργίας μὲ τόνωση τῆς ἐνεργοῦ ζήτησεως, ὅταν ἡ ὑποαπασχόληση ἔχει προκληθεῖ ἀπὸ ἀνεπάρκεια τῆς ἐνεργοῦ ζήτησεως, κατόπιν ἀπόλυτης κάμψεώς τῆς. Ὅμως, μεταγενέστεροι ὁπαδοὶ τοῦ Keynes ἐπεξέτειναν τὶς ἀπόψεις αὐτῆς καὶ ὑποστήριξαν ὅτι κάθε μορφῆς ἀνεργία εἶναι δυνατό νὰ ἐξαλειφθεῖ, ἀκόμη δὲ καὶ ἡ οἰκονομικὴ ἀνάπτυξη νὰ ἐπιταχυνθεῖ, μὲ νομισματικὴ ἐπέκταση καὶ τόνωση τῆς ἐνεργοῦ ζήτησεως. Ἀλλὰ ἡ ὑποαπασχόληση εἶναι ἐνδεχόμενο νὰ προέκυψε ἀπὸ αἰτίες ἄλλες, ἔκτος ἀπὸ ἀνεπάρκεια ζήτησεως, ὅπως, λ.χ., ἀπὸ διαρθρωτικὲς μεταβολὲς τῆς ἐγχώριας ἢ ἐξωτερικῆς ζήτησεως, ἢ ἀπὸ ὑπερβολικὴ αὐξηση τῆς ἀμοιβῆς τῆς ἐργασίας. Στὶς περιπτώσεις αὐτῆς ἡ ὑποαπασχόληση δὲν θεραπεύεται μὲ νομισματικὴ ἐπέκταση, ἢ ὁποῖα, τότε, (ὅπως καὶ στὴν περίπτωσή, πὸ ἡ ταχύρρυθμη οἰκονομικὴ ἀνάπτυξη προσκρούει σὲ ἄλλου εἶδους ἀνεπάρκειες τῆς χώρας καὶ ὄχι σὲ περιορισμένη ἐσωτερικὴ ζήτηση), ἀπλῶς προκαλεῖ πληθωριστικὲς πιέσεις. Ἡ ἄσκηση τέτοιαις ἐπεκτατικῆς πολιτικῆς σὲ παγκόσμια κλίμακα καὶ ὁ διάφορος βαθμὸς ἐντάσεως τῶν πληθωριστικῶν συνεπειῶν τῆς κατὰ χώρα, προκαλεῖ συνεχεῖς μεταβολὲς στὴ σχέση τῶν ἀγοραστικῶν δυνάμεων τῶν διαφόρων ἐθνικῶν νομισμάτων, γεγονός πὸ ἀπαιτεῖ παράλληλη μεταβολὴ στὶς ἰσοτιμίες τους. Ἡ ἐξέλιξη αὐτὴ ἀνέτρεψε τὸ σύστημα σταθερῶν ἰσοτιμιῶν, πὸ βασιζόταν στὴ διεθνή συμφωνία Bretton Woods.

Διαφορετικὴ προέλευση τοῦ σύγχρονου στασιμοπληθωρισμοῦ δίνει ὁ S. Black (“Floating Exchange Rate Policy”, 1977, σ. 50 - 65): «Παρὰ τὴν ἀνάγκη νὰ συνδυασθεῖ ἡ ὑποτίμηση τοῦ δολλαρίου (σύμφωνα μὲ τὴν Σμιθσόνεια Συμφωνία, στὶς 18.12.1971) μὲ περιοριστικὴ πολιτικὴ, οἱ Η.Π.Α. κινήθηκαν πρὸς τὴν ἀντίθετη κατεύθυνση. Μὲ τὴ μείωση τοῦ ἐπιτοκίου στὴ χώρα αὐτὴ, σχετικὰ μὲ τὸ ἐξωτερικό καὶ τὴ διεύρυνση τοῦ ἑλλείμματος τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν, τὸ δολλάριο ἔπεσε στὸ χαμηλότερο σημεῖο τῆς Σμιθσόνειας συμφωνίας. Σὲ μία μάταιη π... θεια... ἐπακολούθησε καὶ δεύτερη ὑποτίμηση τοῦ δολλαρίου... Στὴ μακρὰ διαδικασία τοῦ ἀνάτου τοῦ συστήματος Bretton Woods τεράστιες ποσότητες δολλαρίων εἶχαν συσσωρευθεῖ στὰ συναλλαγματικὰ ἀποθέματα τῶν ξένων κεντρικῶν τραπεζῶν. Οἱ κυριότερες βιομηχανικὲς χώρες ἐπέτρεψαν στὴν αὐξηση αὐτῆ τῶν ἀποθεματικῶν τους νὰ ἐκδηλωθεῖ σὲ ἐπιτάχυνση τῆς προσφορᾶς χρημάτων σὲ κλίμακα χωρὶς προηγούμενο στὶς μεταπολεμικὲς οἰκονομικὲς ἐξελίξεις. Ἡ ἀνοδικὴ στροφή τῆς παγκόσμιας οἰκονομίας, πὸ εἶχε ἤδη ἀρχίσει τὸ 1972, ἐξελίχθη, ἔτσι, σὲ



ισοτιμιών, που προκάλεσε πληθωρισμό, αλλά ο πληθωρισμός κατέστησε άναπόφευκτη αυτή την άπομάκρυνση.<sup>137</sup>

Κατά μία άποψη, ή σημασία ενός νομίσματος άντανακλά άπλώς την άγοραστική του δύναμη, που είναι το άντίκρυσμά του σε άγαθά<sup>138</sup>. Σε μία χώρα, έξειδικευμένη σε περιορισμένο αριθμό άγαθών, ή άγοραστική δύναμη του έθνικού της νομίσματος έκφράζει περισσότερο το άντίκρυσμά του σε εισαγόμενα, παρά σε έγχώρια προϊόντα, ώστε να άποκτά μεγαλύτερη σημασία ή σταθερότητα της έξωτερικής, από εκείνην της έξωτερικής του άξίας. Στην περίπτωση αυτή, που συναντάται σε λιγότερο άναπτυγμένες ή μικρές χώρες, προκρίνεται, κατά συνέπεια, το σύστημα των σταθερών ίσοτιμιών, σε σχέση με τα νομίσματα των κυριότερων χωρών, από τις όποιες προέρχεται ο όγκος των εισαγωγών, για να άποφεύγεται ο κλονισμός της έμπιστοσύνης στο έθνικό νόμισμα, ή όποια βασίζεται στην άγοραστική του δύναμη σε εισαγόμενα άγαθά.

Άλλά, ή έξωτερική άξία του έθνικού νομίσματος μις χώρας, έστω και με έξειδικευμένη παραγωγή, δέν έξαρτάται μόνον από την προσφορά του για εισαγωγές, αλλά και από τη ζήτησή του, που προκύπτει από τις έξαγωγές. Μόνο από τη συνολική προσφορά και ζήτηση του συναλλάγματος προσδιορίζεται ή τιμή του, που έμφανίζεται, έτσι, να έχει, στην καλύτερη περίπτωση, έμμεση, μόνο, έξάρτηση<sup>139</sup> από το βαθμό παραγωγικής έξειδικεύσεως της οικονομίας.

Χώρες, που ο ρόλος τους στην παγκόσμια άγορά είναι περιορισμένος και το νόμισμά τους είναι άσθενές, έχουν, πράγματι, έναν πρόσθετο, είδικό λόγο να

---

πληθωριστική έξαρση το 1973... Τα τρόφιμα υπερτιμήθηκαν κατά 25 % το 1972, 43 % το 1973 και 38 % το 1974, ένθ ή τιμή των μετάλλων αύξηθηκε κατά 45 % το 1973 και 28 % το 1974. Τελικά, έκδηλώθηκε και μία σειρά από αύξησης στην τιμή του πετρελαίου, που δέν έπесе άργότερα, όπως συνέβη .... με τα άλλα προϊόντα το 1974. Έν τω μεταξύ, ή έργασία και το κεφάλαιο άρνήθηκαν να δεχθούν περιορισμό στο πραγματικό εισόδημα και στα κέρδη... Οι τιμές των έξαγωγών των βιομηχανικών χωρών αύξηθηκαν κατά 40 % μεταξύ 1973 και 1975... Ο περιορισμός των πραγματικών διαθεσίμων προσωπικών εισοδημάτων, λόγω του πληθωρισμού και της αυτόματης αύξησης των φόρων, που προκύπτει με την αύξηση του όνομαστικού εισοδήματος και, επίσης, ή αύξηση της άποταμειωτικής ροπής, κατέληξαν σε κάμψη του ρυθμού αύξησης της τελικής ζήτησεως... Οι κυβερνήσεις έλαβαν άντικυκλικά μέτρα τονώσεως των οικονομικών των, αλλά με περίσκεψη, έν δψει του ύψηλου ρυθμού, του συνεχιζόμενου πληθωρισμού.»

137. Έπίσης, ή Μ. Whitman (ένθ. άν., σ. 144) τονίζει: «Δέν ύπάρχει άλλος τρόπος από τη διακύμανση της τιμής του συναλλάγματος, έν δψει των ψηλών και με μεγάλη άπόκλιση ρυθμών πληθωρισμού μεταξύ των χωρών.»

138. Η . Johnson, "The case for Flexible Exchange Rates", Federal Reserve Bank of St. Louis, June 1969, σ. 12 - 24. Στην άποψη αυτή, όπως έχει ήδη σημειωθεί, βασίζεται και ή άρχή της ίσοτιμίας των άγοραστικών δυνάμεων.

139. Έφόσον, δηλαδή, ή ζήτηση του περιορισμένου αριθμού των παραγομένων άγαθών, στη διεθνή άγορά, είναι άσταθής. Είναι, όμως, άμφίβολο έν τουτο θα ήταν δυνατόν να ύποστηριχθεί προκειμένου, λ.χ., για χώρες, άποκλειστικής, έστω, παραγωγής πετρελαίου.

προκρίνουν τις σταθερές ισοτιμίες, έφóσον, όμως, αντίθετα με την προηγούμενη άποψη τονισθεί ή λειτουργία του χρήματος σαν άποθέματος αξίας <sup>140</sup>. Βασικά, ή σύνδεση του νομίσματος τέτοιων χωρών με ισχυρά ξένα νομίσματα, έπηρεάζει εúνοικά την άποταμειυτική συμπεριφορά του κοινού. Η έξασφάλιση τής μακροχρόνιας άποθεματικής αξίας του έθνικού νομίσματος άποτελεί τó ισχυρότερο, ίσως, έπιχείρημα ύπέρ των σταθερών ισοτιμιών.

Ένω, όμως, ή άποταμίευση άποτελεί βασικής σημασίας μεταβλητή στη λειτουργία του οικονομικού συστήματος, είναι ένδεχόμενο, σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο, νά δίνεται προτεραιότητα σε στόχους, (όπως λ.χ., στην πλήρη άπασχόληση και τή βελτίωση τής διεθνούς ανταγωνιστικότητας τής χώρας) οί όποιοι, βραχυχρόνια, τουλάχιστο, δέν συμβιβάζονται με τή διατήρηση σταθερής τής τιμής του συναλλάγματος. Σε τέτοιες περιπτώσεις τó ειδικό αυτό έπιχείρημα ύπέρ των σταθερών ισοτιμιών έξασθενεί και είναι ένδεχόμενο νά προκριθεί ή βαθμιαία προσαρμογή των συναλλαγματικών ισοτιμιών, που έπιτρέπουν οί (ύπό έλεγχο) κυμαινόμενες ισοτιμίες. Προκύπτει, κατά συνέπεια, ή αναγκαιότητα τής δυνατότητας έναλλαγής των δύο συστημάτων <sup>141</sup>.

γ) Έλεγχόμενες συναλλαγματικές διακυμάνσεις και προσαρμοζόμενες σταθερές ισοτιμίες

Πρέπει νά έγινε σαφές από την προηγούμενη άνάλυση ότι ή σύγκριση των συστημάτων σταθερών και κυμαινόμενων ισοτιμιών δέν κατέληξε σε άποφασιστική πρόκριση του ενός από αυτά. Τά πλεονεκτήματα, που άποδίδονται στις σταθερές, συγκριτικά με τις κυμαινόμενες ισοτιμίες και αντίστροφα, άμφισβητήθηκαν στη γενικότητά τους. Παραμένει, βέβαια, άνοικτό τó θέμα τής συγκρίσεως τής λειτουργικής άποτελεσματικότητας των δύο συστημάτων.

Οί προσαρμοζόμενες σταθερές ισοτιμίες του συστήματος Bretton Woods <sup>142</sup>

140. Ο Η. Johnson, ένó στη νομισματική θεώρηση του ίσοζυγίου πληρωμών, τής όποιας υπήρξε ένας από τους κυριότερους θεμελιωτές, άποδέχεται σαν βασική λειτουργία του χρήματος τή χρησιμοποίησή του σαν άποθεματικού, για τήν ύποστήριξη των σταθερών ισοτιμιών θεωρεί τήν άγοραστική δύναμη του χρήματος σαν τή λειτουργία του εκείνη, που έχει ουσιαστική σημασία.

141. Η κατά περίπτωση έναλλαγή αυτών των δύο συστημάτων δέν συνιστά αντίφαση. Θυμίζει, μάλλον, τή συχνά άναφερόμενη περίπτωση του ανθρώπου, που ντύνεται έλαφρά τó καλοκαίρι και βαριά τó χειμώνα, χωρίς νά μπορεί νά κατηγορηθεί για άσυνέπεια.

142. Κατά τó σύστημα τούτο, ή έξισορρόπηση του ίσοζυγίου πληρωμών επιδιώκετο με τή διάθεση ιδίων συναλλαγματικών διαθεσίμων από τις χώρες και τή συμπληρωματική χρησιμοποίηση, σαν χρηματοδοτικής πηγής, του Δ.Ν.Τ., εάν είχε παροδικό χαρακτήρα, ή με τή μεταβολή τής τιμής του συναλλάγματος, εάν ή διαταραχή του έκρινετο σαν «θεμελιώδης». Έξάλλου, ή ισοτιμία των διαφόρων έθνικών νομισμάτων μεταξύ των καθοριζόταν από τήν ισοτιμία τους με τó άμερικανικό δολλλάριο, τó όποιο διατηρούσε σταθερή σχέση με τó χρυσό. Άλλά ή

στις πρώτες δύο, περίπου, δεκαετίες λειτουργίας τους, μετά το δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, συνδυάστηκαν με μία περίοδο παγκόσμιας ευημερίας, την οποία και εξυπηρέτησαν σε ικανοποιητικό βαθμό. Άλλα το σύστημα αυτό ανατράπηκε από την πληθωριστική δίνη, που άρχισε να πλήττει τη διεθνή οικονομία από τα τέλη της δεκαετίας του 1960.

Οί κυμαινόμενες ισοτιμίες, που καθιερώθηκαν από πολλές ανεπτυγμένες χώρες από το 1973 και μετά, παρουσίασαν έντονες διακυμάνσεις, που προκάλεσαν σοβαρές αντιρρήσεις σχετικά με τη δυνατότητα της ελεύθερης αγοράς να δώσει μόνη της τη μακροχρόνια τιμή ισορροπίας του συναλλάγματος<sup>143</sup>. Η σημαντική και επίμονη απόκλιση της βραχυχρόνιας από τη μακροχρόνια συναλλαγματική ισοτιμία, προκαλεί διαταραχές τόσο στην εσωτερική, όσο και στη

---

ανταγωνιστικότητα των Η.Π.Α. άρχισε, από τις αρχές της δεκαετίας του 1960, να κάμπτεται, μετά την ανάρρωση των ευρωπαϊκών χωρών και της Ιαπωνίας από τις συνέπειες του δεύτερου παγκοσμίου πολέμου και τις διαδοχικές υποτιμήσεις των νομισμάτων των, έναντι του δολλαρίου, που εμφανιζόταν, πλέον, υπερτιμημένο. Το γεγονός τουτο προκάλεσε την εξασθένηση του εξωτερικού τομέα της αμερικανικής οικονομίας και έκλονισε την εμπιστοσύνη στην ικανότητα διατηρήσεως της μετατρεψιμότητας του δολλαρίου σε χρυσό, βάσει της Ισχύουσας Ισοτιμίας. Επακολούθησαν η αύξηση της τιμής του χρυσού (από \$ 35 σε \$ 42 ανά ούγγιά), *fi-de facto* στην αρχή και επίσημα από τις 15.8.1971 αναστολή της μετατρεψιμότητας του δολλαρίου σε χρυσό και, τέλος, η Σμιθσόνεια συμφωνία (18.12.1971), που υπήρξε η τελευταία προσπάθεια διατηρήσεως του συστήματος Bretton Woods, το οποίο έγκατελείφθη οριστικά στις 19.3.1973, οπότε και άρχισε η διακύμανση της ισοτιμίας των νομισμάτων των κυριωτέρων βιομηχανικών χωρών.

143. Ο J. Haberler ("The Choice of Exchange Rates after the War", American Economic Review, 1945, σ. 310) *παρ' ότι* σταθερός υπέρμαχος της ελεύθερης οικονομίας, έγραφε, σε ανύποπτο χρόνο, σχεδόν προφητικά: «Έκ πρώτης όψεως φαίνεται ελκυστικό να αφήνεται ή τιμή τοΟ συναλλάγματος να διακυμαίνεται ελεύθερα, *ωστε να βρει μόνη της την τιμή Ισορροπίας της*. Στην πραγματικότητα, όμως, είναι βέβαιο *δι* θα προκύψουν εξαιρετικά ανεπιθύμητα άποτελέσματα... Υπάρχουν πολύ λίγες περιπτώσεις πραγματικά ελεύθερων συναλλαγματικών ισοτιμιών και καμία *δέν* θα μπορούσε να χαρακτηριστεί *σάν* επιτυχής. Τέτοιο ελεύθερο σύστημα *θά λειτουργούσε* ακόμη χειρότερα *στην* εποχή μας, επειδή ο κόσμος *τώρα έχει* πολύ περισσότερο συνείδηση του πληθωρισμού *και* οι κερδοσκοπικές αντιδράσεις *θά* ήταν πολύ εντονότερες. Νοητό είναι *ενα* σύστημα ελέγχου, που περιορίζεται *στην* απαγόρευση ή αντιστάθμιση της διακινήσεως κεφαλαίων, *ένω* παρέχει ελευθερία *σε* *όλες τις* συναλλαγές αγαθών και υπηρεσιών... *Έάν* ήτο δυνατό να *έμποδισθεί* ή κερδοσκοπική διακίνηση κεφαλαίων, *θά* απομακρυνόταν *ενα* από τα μεγαλύτερα εμπόδια των κυμαινόμενων *ισοτιμιών*.»

Επίσης ο J. R. Artus ("Methods of Assessing the Long-Run Equilibrium Value of an Exchange Rate", Journal of International Economics, 1978, σ. 279) γράφει: «Το ελεύθερο παιχνίδι των δυνάμεων της αγοράς συναλλάγματος εισάγει μεγάλη αστάθεια στην τιμή του... Μεγάλες διακυμάνσεις παρατηρήθηκαν *σε* περιπτώσεις, που ή τιμή αυτή διαμορφώθηκε σχετικά ελεύθερη από κυβερνητική παρέμβαση... *Με* βάση τη *συσσωρευθείσα* εμπειρία, *έχει* γίνει, βαθμιαία, αποδεκτό, *από* τους οικονομολόγους, ή άποψη ότι, *με* τις παρούσες περιστάσεις, *σε* *ένα* καθεστώς ελεύθερα κυμαινόμενων ισοτιμιών είναι ενσωματωμένες μεγάλες διακυμάνσεις.»

διεθνή οικονομία. Ὁ ἐξαγωγικός προσανατολισμός, ἡ διαδικασία ὑποκαταστάσεως τῶν εἰσαγωγῶν καί, γενικότερα, ἡ ἐπενδυτικὴ δραστηριότητα δυσχεραίνονται ὅταν ἡ τρέχουσα τιμὴ τοῦ συναλλάγματος δὲν παρέχει ἐπαρκῆ, τουλάχιστο, ἔνδειξη τῆς μακροχρόνιας πορείας τῆς.<sup>144</sup>

Ἐκ πρώτης ὄψεως, προκύπτει, συνεπῶς, ὅτι οἱ σταθερὲς ἰσοτιμίες τοῦ συστήματος Bretton Woods λειτούργησαν ὁμαλότερα ἀπὸ τὶς κυμαινόμενες ἰσοτιμίες, ποὺ τὸ διαδέχτηκαν. Ἀλλά, γιὰ νὰ συγκριθεῖ ἡ πρακτικὴ ἀποτελεσματικότητά τῶν δύο συστημάτων θὰ πρέπει τὸ γενικότερο οἰκονομικὸ καὶ πολιτικὸ πλαίσιο τῆς παγκόσμιας κοινότητας, μέσα στὸ ὁποῖο θὰ λειτουργήσουν, νὰ εἶναι τὸ ἴδιο. Εἶναι ἐνδεχόμενο οἱ κυμαινόμενες ἰσοτιμίες νὰ ἐξυπηρετοῦσαν ἀκόμη καλύτερα τὴ διεθνή οικονομία ἀπὸ τὸ σύστημα Bretton Woods, στὴν περίοδο, ποὺ ἴσχυε τοῦτο, ἐνῶ ἡ προσπάθεια διατηρήσεως σταθερῶν ἰσοτιμιῶν στὴ σημερινὴ πραγματικότητα, μὲ τὶς ἔντονες καὶ διαφοροποιημένες, κατὰ χώρα, πληθωριστικὲς πιέσεις, νὰ προκαλοῦσε ἰσχυρότερους κλονισμοὺς στὴν παγκόσμια οικονομία, ἀπὸ ἐκεῖνους, ποὺ παρατηροῦνται καί, συχνά, καταλογίζονται στὸ ὑφιστάμενο σύστημα τῶν κυμαινόμενων ἰσοτιμιῶν. Γι' αὐτὸ ἄλλωστε, τὸ τελευταῖο τοῦτο σύστημα διαδέχτηκε τὸ προηγούμενο, ποὺ κατέρρευσε κάτω ἀπὸ τὴν πίεση τῆς σημερινῆς πραγματικότητας.<sup>145</sup>

144. Ὑποστηρίζεται, συχνά, ὅτι οἱ κυμαινόμενες ἰσοτιμίες μειώνουν τὸ ἐπίπεδο εὐημερίας τῶν χωρῶν, λόγω τῆς ἄσκοπης μετακινήσεως τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς μεταξύ τομέων τῆς οἰκονομίας, τῶν διακυμάνσεων στὸ ἐπίπεδο τοῦ (πραγματικοῦ) εἰσοδήματος καὶ τῆς ἀβεβαιότητας, ποὺ προκαλοῦν. Εἰδικότερα, οἱ μεταβολὲς στὸ σχετικὸ ἐπίπεδο τῶν τιμῶν μεταξύ τοῦ ἐσωτερικοῦ καὶ τοῦ ἐξωτερικοῦ, συνεπάγονται συχνὲς μετακινήσεις τῶν παραγωγικῶν συντελεστῶν ἀπὸ ἢ πρὸς τοὺς τομεῖς ἐξαγωγῶν καὶ ὑποκαταστάσεως εἰσαγωγῶν, μὲ συνέπεια τὴν σπατάλη πόρων τῆς οἰκονομίας. Ἐξάλλου, ὁ ἀπρόβλεπτος ἐπηρεασμὸς τῶν κερδῶν (σὲ ἐγχώριο νόμισμα) ἀπὸ τὶς διακυμάνσεις τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, εἶναι ἐνδεχόμενο νὰ ἐπιδρᾷ ἀνασταλτικὰ στὸ ἐξωτερικὸ ἐμπόριο καὶ στὴν ἐπενδυτικὴ δραστηριότητα. Ὅμως, ὁ J. Dreyer ("Exchange Rate Flexibility: A Conference", J. Dreyer et al., Eds., 1978, σ. 284) ἀμφισβητεῖ τὶς ἀπόψεις αὐτὲς ἐπὶ διττῆς βάσεως. Πρῶτο, διερωτᾶται μήπως τὸ κοινωνικὸ κόστος διατηρήσεως σταθερῶν τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν εἶναι μεγαλύτερο ἀπὸ ἐκεῖνο, ποὺ προκαλεῖ ἡ διακύμανσή τους. Καί, δεύτερο, διαπιστώνει ὅτι, μέχρι τώρα, τουλάχιστο, δὲν προέκυψε, κατὰ πειρτικὸ τρόπο, ἐμπειρικὴ ἐπαλήθευση τῶν παρενεργειῶν αὐτῶν, ποὺ ἀποδίδονται στὶς κυμαινόμενες ἰσοτιμίες.

145. Σχετικὰ, σημειοῦνται τὰ ἀκόλουθα (βλ. "Exchange Rate Flexibility: A Conference", J. Dreyer - G. Haberler - Th. Willet, Eds., 1978, σελ. 5 καὶ 191): «Μετὰ τὴ διεθνή ἀναταραχὴ τῆς 10ετίας τοῦ 1960, χρειάσθηκαν τρία κύματα κερδοσκοπίας ἀφαντάστου ἐκτάσεως, μὲ κεφάλαια ἀξίας δισεκατομμυρίων δολλαρίων, διακινούμενα μεταξύ τῶν χωρῶν σὲ μία μόνο μέρα καὶ μερικὲς φορὲς σὲ μία μόνο ὥρα, γιὰ νὰ κινηθεῖ ὁ κόσμος, τὸ Μάρτιο 1973, πρὸς ἓνα καθεστῶς μὲ περισσότερο κυμαινόμενες συναλλαγματικὲς ἰσοτιμίες... Ἔτσι, τὸ σύστημα τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν ἐγκατελείφθη ὄχι κατόπιν ἀναμορφώσεώς του, ἀλλὰ σὰν ἀποτέλεσμα καταρρεύσεώς του... Τὸ συνέδριο προσέφερε μικρὴ ὑποστήριξη στὴν ἄποψη ὅτι οἱ κυμαινόμενες συναλλαγματικὲς ἰσοτιμίες ἔχουν λύσει ὅλα τὰ κυριότερα διεθνῆ νομισματικὰ θέματα, ἢ ὅτι

Περισσότερο βάσιμη εμφανίζεται ή άποψη ότι κανένα από τὰ δύο συστήματα δέν ύπερέχει του άλλου σε όλες τις περιπτώσεις. Καθένα από αυτά προσιδιάζει περισσότερο και έξυπηρετεί καλύτερα τις ειδικές συνθήκες, που επικρατούν κατά χώρα και κατά περίοδο. <sup>146</sup>

Άλλά ό συμβιβασμός των δύο συστημάτων μπορεί να προχωρήσει ακόμη περισσότερο. Οί άκραίες θέσεις τους απαιτούν τις ίδιες προϋποθέσεις, σχετικά με την έσωτερική και διεθνή κατάσταση. Η όμαλή, δηλαδή, λειτουργία της ελεύθερης άγοράς συναλλάγματος, προϋποθέτει συνθήκες, έγχώριες και διεθνείς, παραπλήσιες, με εκείνες, που θά επέτρεπαν και την εφαρμογή σταθερών ίσοτιμιών. <sup>147</sup>

λειτουργήσαν με την τελειότητα διδακτικού βιβλίου. Άλλά, ή γενική αίσθηση, που επικράτησε, είναι ότι ή καθιέρωση των κυμαινόμενων ίσοτιμιών (σε σύγκριση με άλλες ρεαλιστικές έναλλακτικές λύσεις) συνέβαλε θετικά στη λειτουργία του διεθνούς νομισματικού συστήματος και ότι ή διακύμανση θά πρέπει να συνεχίσει να παίζει πρωταρχικό ρόλο στην προσαρμογή του ίσοζυγίου πληρωμών.»

146. Κατά τον S. Black ("Exchange Policies for Less Developed Countries in a World of Floating Rates", 1976, σ. 37), ή έπιλογή του συστήματος εξαρτάται από την ύφιστάμενη διάρθρωση των άγορών συναλλάγματος και χρήματος, τη γεωγραφική κατανομή και τις ελαστικότητες του έξωτερικού έμπορίου και τη μορφή των διαταραχών που, συνήθως, ανατρέπουν την έσωτερική και έξωτερική ισορροπία της συγκεκριμένης οικονομίας. Κατά συνέπεια, κάθε χώρα άποτελεί και μία ειδική περίπτωση.

Έπίσης ό R. Caves ("Flexible Exchange Rates", American Economic Review, Papers and Proceedings, 1963, σ. 123 - 125) σημειώνει: «Η σχετική ύπεροχή των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ίσοτιμιών είναι ένδεχόμενο να διαφέρει από χώρα σε χώρα για δύο λόγους. Πρώτο, ή τυτική μορφή και πηγή των διαταραχών του ίσοζυγίου πληρωμών διαφέρουν, σημαντικά, μεταξύ των χωρών και οί κυμαινόμενες ίσοτιμίες δέν βοηθούν τό ίδιο άποτελεσματικά, στην άποκατάσταση της έξωτερικής και έσωτερικής ισορροπίας, σε όλες τις περιπτώσεις. Δεύτερο, ή έπάρκεια και ή εύελιξία των έγχωρίων όργάνων πολιτικής... μπορεί να διαφέρουν μεταξύ των χωρών.» Στην τελευταία αυτή περίπτωση ό Caves κατατάσει και την «ευαισθησία του (έσωτερικού) κόστους στις τιμές των εισαγωγών» (ένθ. άν. σ. 126). Σάν παράδειγμα, δέ, της πρώτης περίπτωσης ό Caves άναφέρει τις διαταραχές του ίσοζυγίου πληρωμών, που όφείλονται σε έσωτερικά αίτια και, συγκεκριμένα, σε διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου. Τότε, κατά τον Caves, οί κυμαινόμενες μειονεκτούν άπέναντι των σταθερών ίσοτιμιών, έπειδή δέν προσφέρουν τη βοήθεια εισοδηματικής διαρροής στην κορυφή του κύκλου και εισοδηματικής ένισχύσεως στη χαμηλότερη φάση του. Άντίθετα, οί σταθερές ίσοτιμίες συνεπάγονται, αντίστοιχα, μεταβίβαση των πληθωριστικών πιέσεων ή «άσκηση έπαιτείας» στο έξωτερικό.

Και οί δύο, όμως, προηγούμενοι συγγραφείς διαφοροποιούν την πρόκριση μεταξύ των δύο συστημάτων (κυμαινόμενων και σταθερών ίσοτιμιών) μόνον κατά χώρα και όχι κατά τις συγκεκριμένες συνθήκες κάθε μεμονωμένης περίπτωσης, που άντιμετωπίζει ή ίδια χώρα. Τό γεγονός αυτό θά πρέπει να άποδοθεί, τουλάχιστο όσον άφορά στον Caves, στην ύπόθεσή του ότι μοναδικό έναλλακτικό σύστημα στις κυμαινόμενες είναι οί «άμετακίνητες» σταθερές» ίσοτιμίες (ένθ. άν., σ. 120). Η ύπόθεση αυτή καθιστά, προφανώς, άδύνατη την έναλλαγή των δύο συστημάτων.

147. Ο M. Friedman ("The Case for Flexible Exchange Rates", Readings in International

“Όπως, όμως, έχει ήδη σημειωθεί, τὸ ἐφικτὸ συναλλαγματικὸ σύστημα στὴ σημερινὴ ἐποχὴ βρίσκεται μεταξύ τῶν δύο ἄκρων καὶ ἀποκλίνει περισσότερο πρὸς τὴ σταθερότητα ἢ τὴ διακύμανση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ἀνάλογα μὲ τις βαθύτερες ἐξελίξεις τῆς συγκεκριμένης οἰκονομίας, σὲ σύγκριση μὲ τις ἄλλες χώρες. Τὸ ἐνδιάμεσο τοῦτο σύστημα τῶν ἐλεγχομένων συναλλαγματικῶν διακυμάνσεων συγκεντρώνει, κατὰ τὸ δυνατὸ, τὰ πλεονεκτήματα καὶ περιορίζει τὰ μειονεκτήματα τῶν ἀκραίων θέσεων τῶν δύο βασικῶν συστημάτων. Οἱ δυνάμεις τῆς ἐλεύθερης ἀγορᾶς συναλλάγματος τίθενται ὑπὸ ἔλεγχο, μὲ βασικὸ κριτήριο ἀφενὸς τὴν προσαρμογὴ τῆς ἐξωτερικῆς ἀξίας τοῦ ἐθνικοῦ νομίσματος στὶς γενικότερες συνθηκὲς τῆς ἐγχώριας οἰκονομίας, ποὺ προσδιορίζουν τὴ μακροχρόνια τιμὴ τοῦ συναλλάγματος καὶ, ἀφετέρου, τὴν ἀπάμβλυνση τῶν βραχυχρονίων συναλλαγματικῶν διακυμάνσεων, ποὺ προκαλοῦνται ἀπὸ τὴν κερδοσκοπία καὶ ἔκτακτους παράγοντες, παροδικῆς φύσεως<sup>148</sup>.

Ἐφόσον δίνεται προτεραιότητα σὲ ἐσωτερικοὺς στόχους καὶ, βασικά, στὴν πλήρη ἀπασχόληση τῆς οἰκονομίας, οἱ εἰσοδηματικοὶ χειρισμοὶ δὲν προσφέρουν-

---

Economics, σ. 414) τονίζει: «Ἡ διακύμανση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος εἶναι ἓ νὰ σύμπτωμα διαταραχῆς τῆς βαθύτερης οἰκονομικῆς καταστάσεως. Ἐξάλειψη τοῦ συμπτώματος αὐτοῦ, μὲ διοικητικὴ σταθεροποίηση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, δὲν θεραπεύει καμιά ἀπὸ τις βαθύτερες δυσχέρειες τῆς οἰκονομίας καὶ μόνο καθιστᾷ περισσότερο ἐπάδουνη τὴν προσαρμογὴ σ’ αὐτές.»

148. Κατὰ τὸν J. Dreyer (ἐνθ. ἀν., σ. 286) παρέμβαση στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος εἶναι κοινωικὰ ἐπιθυμητὴ ὅταν οἱ νομισματικὲς ἀρχὲς κατέχουν πληροφορίες, ποὺ δὲν εἶναι γνωστὲς στὸ κοινό. Παρόμοια περίπτωσις ἀντιμετώπισε ὁ J. A. Stockfish (“External Economies, Investment and Foresight”, Journal of Political Economy, 1955), ὁ ὁποῖος ἐξέφρασε ἀμφιβολίες ὡς πρὸς τὴν ἀνωτερότητα τοῦ οἰκονομικοῦ προγραμματισμοῦ, σχετικὰ μὲ τὴ σύλληψη καὶ ἀξιολόγηση τῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς ἀπὸ τὸν ἰδιώτη ἐπιχειρηματία. Ὅμως, ὅπως παρετήρησε ὁ T. Scitofski (“A Reply”, J. P. E., 1955), ἐπενδύσεις, ποὺ δὲν προγραμματίζονται ἀπὸ κοινού, εἶναι ἐνδεχόμενον νὰ ἐμφανισθοῦν σὲ διαφορετικὰ χρονικὰ σημεῖα, ποὺ ἀπέχουν μεταξύ τους. Καὶ μόνο τὸ γεγονός τοῦτο συντελεῖ στὸ νὰ βασίζονται οἱ μεμονωμένοι ἰδιώτες-ἐπενδυτὰι σὲ ὀλιγότερες πληροφορίες, σχετικὰ μὲ τις ἄλλες ἐπενδύσεις, ἀπὸ τὴν περίπτωσις ἑνὸς κοινού προγραμματισμοῦ τῶν. Ἐτσι, ἡ ἀνωτερότητα τοῦ προγραμματισμοῦ, συγκριτικὰ μὲ τις μεμονωμένες ἀποφάσεις τῶν ἐπιχειρηματιῶν, δὲ βασίζεται στὶς ἀνώτερες φυσικὲς ἰδιότητες τοῦ προγραμματιστοῦ ἐναντι τοῦ ἰδιώτη-ἐπιχειρηματία, ἀλλὰ στὶς καλύτερες πληροφορίες, ποὺ κατέχει ὁ πρῶτος ἐναντι τοῦ δευτέρου, σχετικὰ μὲ τὴ γενικότερη ἐπενδυτικὴ δραστηριότητα τῆς οἰκονομίας.

Μὲ τὴν ἴδια ἐπιχειρηματολογία μπορεῖ νὰ ὑποστηριχθεῖ ὅτι οἱ νομισματικὲς ἀρχὲς γνωρίζουν, πράγματι, περισσότερα ἀπὸ τὸν ἰδιώτη-κερδοσκόπο, σχετικὰ μὲ τις «ὑποκείμενες» δυνάμεις τῆς οἰκονομίας καὶ τὴν πολιτικὴ, ποὺ θὰ ἀσκηθεῖ καὶ ἡ ὁποία θὰ ἐπηρεάσει, μακροχρόνια, τὴν τιμὴ ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος.

Ἀξίζει νὰ σημειωθεῖ ὅτι τὸν Ὀκτώβριον - Νοέμβριον 1975 ἡ ἰσοτιμία τοῦ ἀμερικανικοῦ δολλarioῦ ἐκάμθη, ἐπειδὴ ὁ Δῆμος τῆς Νέας Ὑόρκης ἐμφάνισε ἔλλειμμα, ποὺ δὲν ἦταν γνωστὸ ἐὰν θὰ ἐκάλυπτε τὸ ἀμερικανικὸ δημόσιο! Βλ. σχ. S. Black, “Floating Exchange Rates and National Policy”, σ. 168.

ται για την εξισορρόπηση του ισοζυγίου πληρωμών. Κατά συνέπεια, η τιμή του συναλλάγματος δεν μπορεί να διατηρείται σταθερή για μακρά περίοδο. Έξάλλου, έφόσον οι έσωτερικές και διεθνείς συνθήκες εμφανίζουν βραχυχρόνια αστάθεια, ή ελεύθερη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών επιτείνει την αστάθεια του συστήματος.

Η σύγχρονη, τουλάχιστο, προβληματική του συναλλαγματικού συστήματος δεν συνίσταται, δηλαδή στην πρόκριση μεταξύ σταθερών ή ελεύθερα κυμαινομένων ισοτιμιών, αλλά, όπως έχει ήδη σημειωθεί, μεταξύ άφενός μεγάλων μεταβολών στην τιμή του συναλλάγματος, οι όποιες πραγματοποιούνται ή αποβλέπουν να πραγματοποιηθούν εφάπαξ, όπως συνέβαινε με το σύστημα Bretton Woods και, άφετέρου μικρών σε έκταση μεταβολών, που συντελούνται βαθμιαία προς την αυτή κατεύθυνση.

Είναι άναμφισβήτητο ότι, εάν ή επικρατούσα συναλλαγματική ισοτιμία παρουσιάζει έντονη απόκλιση από τη μακροχρόνια τιμή ισορροπίας, όπως την εκφράζει ή ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων των έθνικών νομισμάτων, με συνέπεια τη σοβαρή κάμψη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας και την εμφάνιση μεγάλου έλλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών της, ή πιεστική ανάγκη εξαλείψεως ή περιορισμού του επιβάλλει την άμμεση και πλήρη άποκατάσταση της τιμής ισορροπίας του συναλλάγματος. Ήδη έχει σημειωθεί ότι από την έμπειρία προκύπτει ότι τα άποτελέσματα της ύποτιμήςσεως ολοκληρώνονται μετά από πάροδο τουλάχιστο έτους. Δεν επιτρέπεται, συνεπώς, άκόμη μεγαλύτερη παράταση της περιόδου αυτής.

Το πρόβλημα, όμως, δεν είναι ή εκ των ύστέρων άποτελεσματικότερη αντιμετώπιση, αλλά ή πρόληψη εμφάνισεως έκτεταμένης έλλειμματικότητας στο ισοζύγιο πληρωμών. Το σύστημα των προσαρμοζόμενων σταθερών ισοτιμιών ναί μόν άνταποκρίνεται στην ανάγκη άμεσης άποκαταστάσεως της ισορροπίας στην αγορά συναλλάγματος, αλλά είναι το ίδιο αυτό, που προκαλεί τη σοβαρότητα της διατάραξής της.

Σύμφωνα με το άρθρο IV του καταστατικού του Δ. Ν. Τ., που έφάρμοζε τη συμφωνία Bretton Woods, για την ύποτίμηση ενός έθνικού νομίσματος προβλεπόταν πολύπλοκη και αυστηρή διαδικασία. Παρόλη τη διακήρυξη του Keynes, σχετικά με το σύστημα τουτο, ότι «το νέο άξίωμα είναι πολύ άπομακρυσμένο από την παλαιά όρθοδοξία<sup>149</sup>», τουλάχιστο στην έφαρμογή του εξακολούθησε ή παράδοση του χρυσού κανόνα και ή τιμή του συναλλάγματος μεταβαλλόταν μόνο όταν ή πίεση των γεγονότων δεν επέτρεπε άλλη άναβολή. Στην περίπτωση αυτή ή ύποτίμηση έπρεπε να πραγματοποιηθεί σε όλοκληρη την έκταση της συσσωρευμένης από καιρό άπώλειας της αγοραστικής δυνάμεως του έθνικού νομίσματος, σχετικά με εκείνη των ξένων νομισμάτων.

149. Βλ. ύποσ. 121 του παρόντος.

Ἡ αὐστηρότητα τῶν διατάξεων τοῦ Δ.Ν.Τ. ἐδικαιολογεῖτο ἀπὸ τὴν πρόσφατη, στὴν ἐποχὴ τῆς συντάξεώς τους, ἐμπειρία τῶν ἀνταγωνιστικῶν ὑποτιμήσεων τῆς δεκαετίας τοῦ 1930, ποὺ ἀπέβλεπαν σὲ τόνωση τῆς οἰκονομικῆς δραστηριότητος τῶν χωρῶν, σὲ βάρος τῶν ὑπολοίπων. Τὸ γεγονός αὐτὸ εἶχε ὀδηγήσει σὲ κατάρρευση τὴν τότε διεθνή νομισματικὴ τάξη.<sup>150</sup>

Ἡ ἐξασθένηση μὲ τὴν πάροδο τοῦ χρόνου, τῶν ἀναμνήσεων τῆς ἀνώμαλης αὐτῆς περιόδου<sup>151</sup> ἐπέτρεψε τὴν ἐγκατάλειψη τῆς δύσκαμπτης καὶ μειωτικῆς, γιὰ τὶς χῶρες, διαδικασίας, ποὺ προέβλεπε τὸ Δ.Ν.Τ. γιὰ τὴν ὑποτίμηση ἑνὸς ἐθνικοῦ νομίσματος. Ἡ τιμὴ τοῦ συναλλάγματος ἀντιμετωπίζεται, πλέον, σὰν ἓνα ὄργανο τῆς οἰκονομικῆς πολιτικῆς κάθε ὥρας, ἡ ὁποία μπορεῖ νὰ τὸ χρησιμοποιεῖ χωρὶς τὴν ἀνάγκη προηγουμένης συναίνεσεως διεθνoῦς ὄργανου.<sup>152</sup> Ἡ δυνατότητα αὐτὴ δὲν ἀποκλείει τὸ δικαίωμα σὲ μεμονωμένες χῶρες νὰ διατηροῦν στα-

150. J. Robinson, "Beggars my Neighbour Remedies for Unemployment". Readings in International Trade, σ. 393 - 407.

151. Ἐκφράζονται φόβοι ὅτι ὁ κίνδυνος διενεργείας ἀνταγωνιστικῶν ὑποτιμήσεων θὰ ἐμφανιστεῖ ἐκ νέου στὸ προσκῆνιο, ὅταν καὶ ἐὰν ὁ πληθωρισμὸς κοπάσει καὶ ἐπιταθεῖ ἡ διεθνὴς ὕφεση. Ἀλλά, ἀφενός, ἡ κατανόηση τοῦ εἰσοδηματικοῦ μηχανισμοῦ ἐπιτρέπει τώρα χειρισμούς, ποὺ ἦταν ἀγνωστοὶ στὴν πρὶν ἀπὸ τὸν Keynes ἐποχὴ καὶ, ἀφετέρου, οἱ στενότεροι δεσμοὶ τῆς διεθνoῦς κοινότητος θὰ πρέπει νὰ ἐπενεργήσουν ἀποτρεπτικὰ στὴν ἐπανάληψη τῶν σφαλμάτων τοῦ παρελθόντος.

152. Τὸ Δ. Ν. Τ., στὴ σύνοδο τῆς Ἰαμαϊκῆς (Ἰανουάριο 1976) τροποποίησε τὸ ἄρθρο IV τοῦ καταστατικοῦ του καὶ νομιμοποίησε τὸ ὑφιστάμενο, ἀπὸ τὴν ἀνοίξη τοῦ 1973, καθεστῶς τῶν κυμαινομένων ἰσοτιμιῶν. Τὸ δὲ Ἰούνιο 1974, γιὰ τὴν ἐναρμόνιση τῆς συναλλαγματικῆς πολιτικῆς τῶν χωρῶν-μελῶν του, ἐξέδωσε τὶς «Ὁδηγίες γιὰ τὸ χειρισμὸ τῶν κυμαινομένων ἰσοτιμιῶν» ("Guidelines for the Management of Floating Exchange Rates"), στὶς ὁποῖες ἀπλῶς τονίζεται ὅτι οἱ συναλλαγματικὲς ἰσοτιμίες ἐπηρεάζουν τὴ διεθνή κοινότητα καὶ γι' αὐτὸ πρέπει νὰ ἐποπτεύονται ἀπὸ αὐτήν. Αὐτός, ἄλλωστε, ὑπῆρξε καὶ ἓνας ἀπὸ τοὺς βασικοὺς λόγους τῆς ἀρχικῆς συστάσεως τοῦ Δ.Ν.Τ. Κατὰ τὸ νέο ἄρθρο IV «τὰ μέλη θὰ ἀποφεύγουν χειρισμοὺς τῶν συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν... γιὰ νὰ ἐπιτύχουν ἀνέντιμο ἀνταγωνιστικὸ πλεονέκτημα ἀπέναντι σὲ ἄλλα μέλη.» Ἀργότερα, τὸν Ἀπρίλη 1977, ἀποφασίστηκε ὅτι τὸ Δ.Ν.Τ. θὰ ἐπιδεικνύει ἐνδιαφέρον γιὰ τὴ «συμπεριφορὰ τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ποὺ θὰ ἐμφανίζεται ἄσχετη (unrelated) πρὸς τὶς ὑποκείμενες (underlying) οἰκονομικὲς συνθήκες.» Μὲ τὴν ἀπόφαση αὐτὴ ἀνατέθηκε στὸ Δ.Ν.Τ. ἡ ἐποπτεία τῆς συναλλαγματικῆς πολιτικῆς τῶν κρατῶν-μελῶν του, χωρὶς ὅμως τὴν ἄμεση συμμετοχὴ του στὴ χάραξή της, ὅπως παλαιότερα.

Γενικά, τὸ ἀναθεωρημένο ἄρθρο IV τοῦ Δ. Ν. Τ. ἐπισημαίνει τὴν ἀνάγκη πραγματοποιήσεως σταθερῶν «ὑποκειμένων» συνθηκῶν, χωρὶς νὰ προσδιορίζει ἓνα συγκεκριμένο σύστημα συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν, ποὺ θὰ πρέπει νὰ ἐφαρμοσθεῖ ἀπὸ ὅλες τὶς χῶρες. Προκύπτει, κατὰ συνέπεια, ὅτι βασικὴ ἐπιδίωξη τῶν χωρῶν ὀφείλει νὰ εἶναι ἡ ἄσκηση ὑγιoῦς οἰκονομικῆς πολιτικῆς καὶ ὄχι, κατ' ἀνάγκη, ἡ σταθεροποίηση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος.

Ἐξἄλλου, μὲ τὶς Ὁδηγίες ὑπ' ἀριθ. 1 καὶ 2, ἐνθαρρύνεται ἡ παρέμβαση στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος «γιὰ νὰ ἐμποδισθοῦν ἢ μετριασθοῦν ὀξεῖες καὶ ἐκρηκτικὲς διακυμάνσεις ἀπὸ μέρη σὲ μέρη, ἢ ἀπὸ ἐβδομάδα σὲ ἐβδομάδα», ἐνῶ ἐπιτρέπεται ἡ παρέμβαση «γιὰ ἄμβλυνση τῶν διακυ-



θερές ισοτιμίες με νομίσματα άλλων χωρών, ενώ, παράλληλα, ή σταθερότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν αντιμετωπίζεται πλέον σαν τὸ ἀπόλυτο τεκμήριο τῆς οικονομικῆς ἐπιδόσεως, πού ἐπιτρέπεται νά μεταβληθεῖ, μόνο ἀφοῦ προηγουμένως ἀποδειχθεῖ ἀτελέσφορος κάθε ἄλλος χειρισμὸς τῆς οικονομικῆς πολιτικῆς.

Μὲ ἀπαλλαγμένες τὶς συναλλαγματικὲς ισοτιμίες ἀπὸ τὴν ταύτισή τους μὲ τὸ ἔθνικὸ γόητρο, τὸ βασικὸ ἐρώτημα, πού παραμένει, εἶναι ἐάν οἱ μικρὲς καὶ συχνότερες ἢ οἱ μεγάλες καὶ σὲ ἀραιότερα διαστήματα μεταβολὲς τους εἶναι προσφορότερες.

Ἡ κύρια ἀρνητικὴ παρενέργεια τῆς ὑποτιμήσεως εἶναι οἱ ἐπιπτώσεις τῆς στοῦ ἐσωτερικὸ ἐπίπεδο των τιμῶν, πού μπορεῖ νά ἐξουδετερώσουν τελείως κάθε ἐπίδρασή τῆς στὰ πραγματικὰ μεγέθη τῆς οικονομίας<sup>153</sup>. Εἶναι εὐλόγο νά ὑποστηριχθεῖ ὅτι, ἡ μικρῆς ἐκτάσεως ὑποτίμηση εὐνοεῖ τὴ νομισματικὴ πλάνη καὶ ἀποτρέπει τὴ δημιουργία δευτερογενοῦς ἐστίας πληθωριστικῶν πιέσεων, πού θὰ προέκυπτε ἀπὸ τὴν αὐξηση των μισθῶν - ἡμερομισθίων, κατόπιν ἐπιτυχῶν διεκδικήσεων των ἐργατικῶν συνδικάτων<sup>154</sup>. Ἐάν, ὅμως, οἱ μικρὲς

μάνσεων... ὅταν οἱ παράγοντες, πού ἐπενεργοῦν (στὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος) ἀναγνωρίζονται σαν παροδικοί».

Παράλληλα, ἔχουν ἐμφανισθεῖ καὶ συγκεκριμένες προτάσεις ἀπὸ διαφόρους οικονομολόγους, γιὰ τὴ ρύθμιση τῆς ἐπίσημης κρατικῆς παρεμβάσεως στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος.

Σύμφωνα, λ. χ., μὲ τὴ λεγόμενη πρόταση Griffin, μία χώρα θὰ δικαιούται νά ἐπεμβαίνει στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος, γιὰ τὴ διατήρηση σταθερῆς τῆς ισοτιμίας τοῦ νομίσματός τῆς, ἐφόσον ἡ ἀπώλεια (ἢ συσσώρευση) συναλλαγματικῶ ἀποθέματος δὲν ὑπερβαίνει κατὰ ἓνα ὀρισμένο ποσοστὸ τὸ κανονικὸ ἐπίπεδο τούτου. Σὲ περίπτωσι, ὅμως, μεταβολῆς τοῦ ἀποθέματος πέραν τοῦ ποσοστοῦ αὐτοῦ, ἡ χώρα θὰ ὑποχρεοῦται νά προβεῖ σὲ διαβουλεύσεις μὲ τὸ Δ.Ν.Τ.

Ἀντίθετα, οἱ W. Ethier - A. Bloomfield ("Managing the Managed Float", Essays in International Finance, No. 112, Oct. 1975) προκρίνουν τὴ θέσπιση κανόνων ἀπαγορευτικῶν τῆς παρεμβάσεως καὶ συγκεκριμένα ὑποβάλλουν τὴν πρόταση τῆς «ἰσοτιμίας ἀναφορᾶς» (Reference Rate), πού συνίσταται στὴν ἀπαγόρευση νά πωλεῖ (ἢ νά ἀγοράζει) ἡ κεντρικὴ τράπεζα τὸ ἔθνικὸ τῆς νόμισμα σὲ τιμὴ χαμηλότερη (ἢ ὑψηλότερη) πέραν ἐνὸς ποσοστοῦ ἀπὸ τὴν ἰσοτιμία αὐτή.

153. Ἡ ἐπίδραση αὐτὴ τῆς ὑποτιμήσεως στοῦ ἐσωτερικὸ ἐπίπεδο των τιμῶν δὲν ἔχει ἐνσωματωθεῖ σὲ κανένα ἀπὸ τὰ ὑποδείγματα, πού τὴν ἀναλύουν. Εἰδικότερα, στὴν ἀρχὴ των ἐλαστικότητων ἡ ἐπίδραση αὐτὴ παραβλέπεται τελείως, γεγονός πού δὲν δικαιολογεῖται ἔστω καὶ ἐάν ἡ οἰκονομία ὑποαπασχολεῖται.

154. Γιὰ τὴ σημασία τῆς νομισματικῆς πλάνης στοὺς συναλλαγματικούς χειρισμοὺς βλέπε R. Mundell "A Plan for a European Currency" καί, ἐπίσης, B. Balassa "Comment", (ἀμφότερα εἰς: The Economics of Common Currencies, H. Johnson - A. Swoboda, Eds.). Ὁ πρῶτος ὑποστηρίζει τὴν ἔλλειψη τέτοιας πλάνης στὴν περίπτωσι ὑποτιμήσεως, μὲ συνέπεια τὴ δημιουργία πληθωριστικῆς σπειρας τιμῆς συναλλάγματος-ἡμερομισθίων-τιμῶν καὶ τὴν ἐξουδετέρωση τῆς

συναλλαγματικές μεταβολές συγκλίνουν, επίμονα, πρὸς τὴν αὐτὴ κατεύθυνση, ναὶ μὲν καὶ πάλι ὑπερέχουν, σχετικὰ μὲ τις προσαρμοζόμενες σταθερὲς ἰσοτιμίες, στὴ βραχυχρόνια ἐξισορρόπηση τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν, ἀλλὰ, μὲ δεδομένη τὴ νομισματικὴ πολιτικὴ, οἱ μακροχρόνιες ἐπιδράσεις τῶν δύο αὐτῶν συστημάτων στὴν καθόλου οἰκονομία εἶναι οἱ ἴδιες. Τὰ συσσωρευτικὰ ἀποτελέσματα τῶν βαθμιαίων μικρῶν μεταβολῶν στὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος θὰ ἐπηρεάσουν, τελικὰ, τὸ ἐσωτερικὸ ἐπίπεδο τῶν τιμῶν στὴν ἴδια ἔκταση, μὲ ἐκείνη, ποὺ προκαλεῖ ἡ ἐφάπαξ ἰσόποση μεταβολὴ τῶν (σταθερῶν) ἰσοτιμιῶν, μὲ ἀποτέλεσμα νὰ διαλυθεῖ ἡ νομισματικὴ πλάνη, ποὺ συγκρατοῦσε τις διεκδικήσεις τῶν ἐργαζομένων γιὰ ἀναπροσαρμογὴ τῶν ἀποδοχῶν τους. Ἡ διαφορὰ θὰ εἶναι, τότε, ἡ μικρότερη μείωση τῶν συναλλαγματικῶν διαθεσίμων τῆς χώρας στὴν περίπτωσι τῶν βαθμιαίων μικρῶν ὑποτιμήσεων, ἐπειδὴ, κατὰ τὴ διάρκειά τους, συντελοῦν κί' αὐτὲς στὴν ἐξισορρόπηση τῆς προσφορᾶς καὶ ζητήσεως συναλλάγματος.

### 3. Ἡ ἀρίστη Νομισματικὴ Περιοχὴ

Κατὰ ὀρισμένες ἀπόψεις, ἡ ἀρίστη νομισματικὴ περιοχὴ δὲν συμπίπτει κατ' ἀνάγκη, μὲ τὰ ἔθνικα σύνορα, ἀλλὰ ἐνδέχεται νὰ ἐπεκτείνεται πέρα ἀπὸ αὐτά, ἢ καὶ νὰ περιορίζεται σὲ τμήματα, μόνο, τῆς ἴδιας χώρας. Βασικὰ, σχετικὲς θεωρίες διατύπωσαν οἱ R. Mundell, McKinnon, P. Kenen, J. Ingram καὶ T. Scitofski.

Γιὰ τὸν προσδιορισμὸ τῆς ἀρίστης νομισματικῆς περιοχῆς ὁ Mundell<sup>155</sup> χρησιμοποιοῖ τὸ ἴδιο κριτήριον, ποὺ ὁ D. Ricardo χρησιμοποίησε στὴν ἀνάλυσή τοῦ ἀξιώματος τῶν συγκριτικῶν δαπανῶν. Ἐντός, δηλαδή, τῆς περιοχῆς αὐτῆς θὰ πρέπει νὰ ἐπικρατεῖ μεγάλῃ εὐχέρεια στὴ μετακίνηση τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς, ἐνῶ ἡ δυνατότητα αὐτὴ πρέπει νὰ εἶναι ἐξαιρετικὰ περιορισμένη μεταξὺ τέτοιων περιοχῶν. Ἐὰν ἡ δυσχέρεια στὴ μετακίνηση τῶν παραγωγικῶν συντελεστῶν ἐμφανίζεται καὶ μεταξὺ τμημάτων τῆς ἴδιας χώρας, ὁ Mundell τονίζει ὅτι ἡ διακύμανση τῆς ἰσοτιμίας τοῦ ἔθνικοῦ της νομίσματος δὲν θὰ ἐπιτύχει τὸν ἐξισορροπητικὸ σκοπὸ τῆς καὶ εἶναι, κατὰ συνέπεια, ἄσκοπη, ἐὰν ὄχι καὶ ἐπιζήμια. Σὲ περίπτωσι, δηλαδή, αὐξήσεως τῆς ἐξωτερικῆς ζητήσεως τῶν προϊόντων μιᾶς τῶν περιοχῶν τῆς χώρας, τὸ ἔθνικὸ νόμισμα θὰ ἀνατιμηθεῖ, μὲ συνέπεια, ὅμως, νὰ ἐκδηλωθεῖ ὕφεσι στὰ ἄλλα τμήματα τῆς χώρας, λόγω τῶν δυσχερειῶν, ποὺ θὰ προκύψουν στὴν ἐξαγωγή τῶν προϊόντων τους, γιὰ τὰ ὁποῖα δὲν αὐξήθηκε ἡ ἐξωτερικὴ ζήτησις.

Ἐὰν, τότε, ἐπιδιωχθεῖ ἡ ἄσκηση ἐπεκτατικῆς νομισματικῆς πολιτικῆς, γιὰ

---

ἀποτελεσματικότητος τῆς ὑποτιμήσεως, ἐνῶ ὁ Balassa ἐκφράζει, γιὰ τὴν ἄποψη αὐτὴ, σκεπτικισμό.

155. "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Sept. 1961. σ. 657 - 65.

τήν τόνωση τῆς οἰκονομικῆς δραστηριότητος στίς πληγεῖσες περιοχές, θά προκληθοῦν πληθωριστικῆς πιέσεις στήν περιοχὴ μὲ τὴν αὐξημένη ἐξωτερικὴ ζήτηση τῶν προϊόντων τῆς.

Ἐξάλλου, ἐὰν ἡ μετακίνηση τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς εἶναι εὐχερῆς μεταξύ κρατῶν, ἡ διακύμανση τῶν ἐθνικῶν νομισμάτων τους δὲν εἶναι ἀναγκαία καὶ ἴσως ἀποδειχθεῖ ἐπιβλαβής. Ἐμφανίζεται, κατὰ συνέπεια, ἐπωφελῆς ἡ ἐνοποίηση τῶν νομισμάτων τέτοιων χωρῶν.

Οἱ ἀπόψεις αὐτῆς τοῦ Mundell βασίζονται, προφανῶς, στήν ὑπόθεση ὅτι βασικὴ αἰτία διαταράξεως τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν, εἶναι ἡ μετατόπιση τῆς διεθνoῦς ζήτησεως μεταξύ προϊόντων, ποὺ παράγουν οἱ διάφορες χώρες ἢ τμήματα τούτων. Γιὰ τὴ διατήρηση, τότε, πλήρους ἀπασχολήσεως τῶν παραγωγικῶν συντελεστῶν καὶ ἐφόσον οἱ ἐσωτερικῆς τιμῆς ἐμφανίζουν ἀκαμψία, ἐπαρκεῖ, ἀλλὰ εἶναι καὶ ἀναγκαία ἡ δυνατότητα ἀνετης μετακινήσεως τῶν συντελεστῶν παραγωγῆς μέσα στήν εὐρύτερη ἢ στενότερη (ἀρίστη) περιοχὴ, χωρὶς νὰ ἀπαιτεῖται μεταβολὴ τῆς ἰσοτιμίας τῶν (ἐθνικῶν) νομισμάτων.

Κατ' ἀρχὴν ὅμως, ἀμφισβητεῖται ἡ ὑπόθεση τῆς μοναδικότητος τῆς αἰτίας διαταράξεως τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν, στήν ὁποία βασίζεται ὁ Mundell. Ἐξάλλου, ὅπως παρατηρεῖ ὁ M. Fleming<sup>156</sup>, ἀπὸ τὴν ἑλλειμματικὴ πρὸς τὴν πλεονασματικὴν περιοχὴ (μειωμένης, δηλαδὴ καὶ αὐξημένης, ἀντίστοιχα, ζήτησεως τῶν προϊόντων τους) δὲν θά μετακινηθεῖ μόνον ὁ παράγων ἐργασία, ἀλλὰ καὶ τὸ κεφάλαιο, γεγονός, ποὺ θά ἐπιτείνει τὴν ἀνατροπὴ τῆς ἰσορροπίας στίς συναλλαγῆς μεταξύ τῶν δύο αὐτῶν περιοχῶν. Παράλληλα καὶ ἐὰν ἀκόμη ἡ μετακίνηση τῆς ἐργασίας εἶναι εὐχερῆς, δὲν πρέπει νὰ παραβλέπεται τὸ κόστος, τόσο τὸ πραγματικὸ, ὅσο καὶ τὸ ψυχολογικὸ, ποὺ προκαλεῖται ἀπὸ αὐτὴν.

Τέλος, σημειοῦται ὅτι ἡ διάκριση τῶν περιπτώσεων εὐχεροῦς ἢ ὄχι μετακινήσεως τῶν παραγωγικῶν συντελεστῶν, μεταξύ τῶν χωρῶν, ἐμφανίζει, ἀπὸ πρακτικῆς πλευρᾶς, δυσχέρειες καὶ ὑπόκειται στήν κριτικὴ, ποὺ ἔχει ἀσκηθεῖ στήν παρόμοια συνθήκη τοῦ D. Ricardo. Ἔτσι, λ.χ., τὸ κεφάλαιο καὶ οἱ πρῶτες ὕλες διακινοῦνται στὴ διεθνή ἀγορὰ εὐχερέστερα, συνήθως, ἀπὸ τὴν ἐργασία, ἐνῶ τῆς τελευταίας αὐτῆς ἡ μετακίνηση εἶναι συχνὰ μονόπλευρη καὶ συγκεκριμένα μόνον ἀπὸ τὴς ὀλιγότερο πρὸς τὴς περισσότερο ἀνεπτυγμένες περιοχές.<sup>157</sup>

Κατὰ τὸν Mac Kinnon<sup>158</sup>, οἱ διακυμάνσεις τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος σὲ μία πολὺ ἀνοικτὴ (στὸ ἐξωτερικὸ) οἰκονομία, ἐπηρεάζουν, σὲ μεγάλη ἔκταση

156. "Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates", IMF Staff Papers, Nov. 1962, σ. 369 - 80.

157. Βλ. σχ. Σ. Παπαδόπουλη, «Ἐποδείγματα Διαρθρώσεως τοῦ Ἐξωτερικοῦ Ἐμπορίου» Τράπεζα τῆς Ἑλλάδος, Σειρὰ Εἰδικῶν Μελετῶν 18, Ἀθῆνα 1972, σ. 266.

158. "Optimum Currency Areas", American Economic Review, Sept. 1963, σ. 717 - 25.

(ιδία πρὸς τὰ ἐπάνω) τὸ ἐσωτερικὸ ἐπίπεδο τῶν τιμῶν της καὶ ἐνέχουν, κατὰ συνέπεια, πληθωριστικὴ προδιάθεση. Ἐπιπλέον, σὲ μία τέτοια χώρα ἐλλείπουν, κατὰ κανόνα, ἐγγώρια ὑποκατάστατα εἰσαγωγῶν, ὥστε ἡ ἐλαστικότητα τῆς προσφορᾶς τούτων νὰ εἶναι μικρὴ καὶ νὰ ἀπαιτεῖται μεγάλη αὐξηση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος γιὰ νὰ ἐπηρεασθοῦν, σὲ ἐπαρκῆ ἔκταση, οἱ εἰσαγωγές. Συνεπῶς μιὰ τέτοια χώρα, γιὰ νὰ ἀποφύγει τὶς δυσμενεῖς αὐτὲς παρενέργειες τῆς ὑποτιμῆσεως τοῦ ἐθνικοῦ της νομίσματος, ὀφείλει νὰ τὸ ἐνοποιήσῃ μὲ ἐκεῖνα τῶν χωρῶν, μὲ τὶς ὁποῖες οἱ συναλλαγές της εἶναι μεγάλες.

Ὁ συλλογισμὸς αὐτὸς τοῦ Mac Kinnon στηρίζεται στὴν ὑπόθεση, ὅτι, στὴν, ἐκτὸς τῆς ἀνοικτῆς οἰκονομίας, (εὐρύτερη καὶ ἀρίστη) περιοχὴ ἐπικρατεῖ σταθερότητα τιμῶν. Ἐὰν ὅμως, ἀντίθετα, σημειώνονται πληθωριστικὲς πιέσεις στὸ ἐξωτερικὸ, τὸ συμπέρασμα τοῦ Mac Kinnon πρέπει νὰ ἀναστραφεῖ καὶ νὰ προκριθοῦν κυμαινόμενες ἰσοτιμίες σὲ μία ἀνοικτὴ οἰκονομία, γιὰ νὰ ἐμποδισθεῖ ἡ διείσδυση σ' αὐτὴν τοῦ ἐξωτερικοῦ πληθωρισμοῦ.<sup>159</sup>

Κατὰ τὴν ἀντίθετη, ἀπὸ ἐκείνην τοῦ Mac Kinnon, ἄποψη τοῦ P. Kenen<sup>160</sup> ἡ ἀρίστη νομισματικὴ περιοχὴ ἀπαρτίζεται ἀπὸ χώρες μὲ περιορισμένη παραγωγικὴ ἐξειδίκευση καί, κατὰ συνέπεια, μᾶλλον αὐτάρκεις καὶ περιορισμένον ἀνοίγματος πρὸς τὸ ἐξωτερικὸ. Ὁ ἰσχυρισμὸς, ποὺ προβάλλει ὁ Kenen εἶναι ὅτι, σὲ περίπτωση μειώσεως τῆς ἐξωτερικῆς ζήτησεως γιὰ ἓνα προϊόν τῆς χώρας αὐτῆς, οἱ συνολικὲς ἐξαγωγές καὶ τὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν της θά ἴθιγουν σὲ μικρὸ μόνο βαθμὸ, ὥστε νὰ μὴν ἀπαιτεῖται ὑποτίμηση τοῦ ἐθνικοῦ της νομίσματος. Ἄλλὰ ἡ περίπτωση αὕτη ἐπηρεασμοῦ τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν μιᾶς χώρας εἶναι περιορισμένης σημασίας, ὥστε ἡ ἀντιμετώπισή της νὰ μὴν εἶναι ἐπιτρεπτὸ νὰ δεσμεύει τὴ συναλλαγματικὴ πολιτικὴ σὲ κάθε περίπτωση.

Οἱ J. Ingram<sup>161</sup> καὶ T. Scitofski<sup>162</sup> ὑποστηρίζουν, χωριστὰ ὁ καθένας, ὅτι, ἐνδεχόμενη διαταραχὴ στὸ ἰσοζύγιο τρεχουσῶν συναλλαγῶν, στὴν περίπτωση, ποὺ οἱ ἀγορές χρήματος διαφόρων χωρῶν ἐμφανίζουν μεγάλο βαθμὸ ἐνοποιήσεως, ἀντιμετωπίζεται, ἄνετα, μὲ ἀντισταθμιστικὴ κίνηση κεφαλαίων, κατόπιν μιᾶς μικρῆς διαφοροποιήσεως τῶν ἐπιτοκίων μεταξὺ τῶν χωρῶν τούτων. Κατὰ συνέπεια, οἱ ἰσοτιμίες τῶν ἐθνικῶν νομισμάτων τῶν χωρῶν αὐτῶν δὲν εἶναι ἀναγκαῖο νὰ μεταβάλλονται.

159. R. Hinshaw, "Currency Appreciation as an Antiinflationary Device", *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1951.

160. "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", University of Chicago Press, 1969, σ. 41 - 60.

161. "Comment: The Currency Area Problem", In *Monetary Problems of the International Economy*, 1969, σ. 95 - 100.

162. "Economic Theory and Western European Integration", 1958.

Στην επιχειρηματολογία αυτή, που συμπίπτει, από πλευράς προσδιορισμού της ισορροπίας του ισοζυγίου πληρωμών, με εκείνην της νομισματικής θεωρήσεώς του, που εμφανίστηκε αργότερα, αντιτείνονται, προφανώς, όλες οι άμφισβητήσεις που προβλήθηκαν σχετικά με την αντιμετώπιση του συνολικού, μόνον, αποτελέσματος του ισοζυγίου<sup>163</sup>

Υπάρχουν, τέλος, οι υποστηρικταί της απόψεως ότι η νομισματική ένοποιήση χωρών θα πρέπει να συμβαδίζει με τόν, μεταξύ τους έναρμονισμό της γενικότερης οικονομικής των πολιτικής.

Αλλά οι γνώμες διίστανται, σχετικά με την προτεραιότητα των επιδιώξεων αυτών. Θα πρέπει ο έναρμονισμός της οικονομικής πολιτικής να προηγηθεί, ή να έπακολουθήσει, σάν αναγκαιότητα, που θα προκύψει από τη νομισματική ένοποιήση ;<sup>164</sup>

Από την ανάλυση που προηγήθηκε, προκύπτει ότι η θεωρία της άριστης νομισματικής περιοχής, χωρίς γενική προκατάληψη υπέρ του συστήματος των σταθερών ισοτιμιών, αλλά και χωρίς αργιστή απόρριψή του, έπιζητεί, την κατά περίπτωση, έπισήμανση των χωρών εκείνων που μία, μεταξύ των, κοινότητα συνθηκών καθιστά τελείως άσκοπη ή και έπιβλαβή τη διακύμανση της ισοτιμίας των νομισμάτων τους. Αλλά, θα πρέπει, έπίσης, να έχει γίνει αντίληπτό, ότι όλες οι απόψεις, που εμφανίζονται ότι θεμελιώνουν τη δημιουργία άριστης νομισματικής περιοχής, αντιμετώπιζουν ανεπαρκή αιτιολόγηση της εμφάνισης έλλείμματος στο ισοζύγιο πληρωμών, ή όποια δέν καλύπτεται ούτε από τη σύγχρονη εμφάνιση του συνόλου των υποθέσεων, στις όποιες στηρίζονται όλες οι έπιμέρους αυτές απόψεις. Παρόλη τη διαφορετική, από το παρελθόν, αντιμετώπισή της, ή διακύμανση της τιμής του συναλλάγματος εξακολουθεί να συνιστά, στη σύγχρονη εποχή, ένα αποτελεσματικό όργανο της οικονομικής πολιτικής, το όποιο δέν θα πρέπει να εγκαταλειφθεί πρόωρα, έστω και έαν για τη χρησιμοποίησή του απαιτείται μεγάλη περίσκεψη.

Υπενθυμίζεται ότι υπάρχουν και υποστηρικταί της απόψεως ότι καθυστερη-

163. Βλ. σχ. σελ. του παρόντος.

164. Πρόκειται για τη γνωστή διαμάχη μεταξύ των «οικονομολόγων» και των μονεταριστών, σχετικά με τη μεθόδευση της νομισματικής ένοποιήσεως των κρατών-μελών της Ε.Ο.Κ. Βλ. σχ. Β. Balassa, "Monetary Integration in the European Common Market", in "Proceedings of the Conference on Europe and the Evolution of the International Monetary System", σ. 93-118.

Για τη νομισματική ένωσή της Εθρώπης έκανε λεπτομερείς και πειστικές υποδείξεις ό R. Mundel ("A Plan for a European Currency", in "The Economics of Common Currencies", Η. Johnson - Α. Swoboda, Eds., σ. 143 - 172), ό όποιος εκφράζει τις απόψεις της νομισματικής θεωρήσεως του ισοζυγίου πληρωμών και υποστηρίζει ότι για την ένοποιήση αυτή άρκει ό συντονισμός της νομισματικής πολιτικής των έπιμέρους χωρών. Σκεπτικισμό για τις υποδείξεις αυτές του Mundell διατύπωσε ό Β. Balassa: "Comment", in "The Economics of Common Currencies", σ. 173 - 177.

μένα τμήματα χωρών (όπως, λ.χ., η Νότιος Ίταλία και - κατά τόν R. Mundell - ό Άνατολικός Καναδάς) θά αντιμετώπιζαν εδκολότερα τό πρόβλημα τής ανεπαρκούς οικονομικής τους ανάπτυξεως, εάν αποκτούσαν ανεξάρτητο δικό τους τοπικό νόμισμα, πού ή ισοτιμία του με τό αντίστοιχο έθνικό νόμισμα, θά εκυμάνετο.

Όλιγότερο αύστηρή και, κατά συνέπεια, εύκολότερα αποδεκτή, εμφανίζεται ή ιδέα δημιουργίας «νομισματικών συγκροτημάτων». Κατ' αὐτήν, οί μικρότερες και όλιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, θά πρέπει νά προκρίνουν τό σύστημα σταθερής (άλλά και προσαρμοζόμενης) ισοτιμίας τοῦ έθνικοῦ τους νομίσματος, με εκείνο μιᾶς μεγάλης ανεπτυγμένης οικονομίας, με τήν όποία διεξάγεται ό κύριος όγκος τών (έξωτερικῶν) συναλλαγών τους. Άναφέρονται, χαρακτηριστικά, τά έξῆς συγκροτήματα : τοῦ άμερικανικοῦ δολλαρίου - τής Εὐρώπης ή τοῦ δυτικογερμανικοῦ μάρκου - τής άγγλικῆς στερλίνας - και τοῦ ιαπωνικοῦ γιέν. Λόγω τής μεγάλης οικονομικής ισχύος τών συγκροτημάτων αὐτῶν, ύποστηρίζεται ότι όχι μόνον ή μακροχρόνια, αλλά και ή βραχυχρόνια ελεύθερη διακύμανση τών ισοτιμιῶν μεταξύ τών (βασικῶν) νομισμάτων των, θά εἶναι περιορισμένη. Άπάντηση στόν ισχυρισμό αὐτό μόνον ή έμπειρική έπαλήθευση ή διάψευσή του μπορεῖ νά δώσει, χωρίς, όμως, παράλληλα, νά θεμελιούται από αὐτόν και μόνον ή πρόκριση τών σταθερῶν ισοτιμιῶν γιά τίς χώρες - μέλη τοῦ κάθε τέτοιου νομισματικοῦ συγκροτήματος.

## V ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οί άκραῖες θέσεις τών συστημάτων σταθερῶν και (ελεύθερα) κυμαινομένων ισοτιμιῶν απαιτοῦν, γιά τήν όμαλή λειτουργία τους, όπως έχει τονισθεῖ, τίς ίδιες, περίπου, αύστηρές, συνθήκες, σχετικά με τήν έσωτερική και διεθνή κατάσταση.

Πληθωριστικές πιέσεις, διαφοριζόμενες έντονα μεταξύ τών χωρῶν, συντελοῦν σέ συχνή μεταβολή τής μακροχρόνιας τιμῆς ισορροπίας τοῦ συναλλάγματος, ένῶ όξύτητα στη διεθνή ατμόσφαιρα και άβεβαιότητα, καθόσον άφορᾶ στις μελλοντικές έξωτερικές και έσωτερικές εξελίξεις στόν οικονομικό και πολιτικό τομέα, προσδίδουν στην τρέχουσα τιμή της άκόμη μεγαλύτερη διακύμανση.

Με τίς συνθήκες αὐτές εἶναι έξαιρετικά δύσκολη, εάν όχι άδύνατη και πάντως άσκοπη ή επιδίωξη νά διατηρηθοῦν σταθερές οί συναλλαγματικές ισοτιμίες, ένῶ ή ελεύθερη διακύμανσή τους, με τίς έντονες αποκλίσεις της από τή μακροχρόνια τιμή ισορροπίας, έπιτείνει τό κλίμα άβεβαιότητας, πού επικρατεῖ και τίς δημιουργεῖ.

Άντίθετα, με όμοίομορφες εξελίξεις ή σταθερότητα στις οικονομικές και πολιτικές συνθήκες κάθε χώρας, ή μακροχρόνια τιμή ισορροπίας τοῦ συναλλάγματος, εκφραζόμενη με τήν ισοτιμία τών αγοραστικῶν δυνάμεων τών διαφόρων έ-

θνικών νομισμάτων, μεταβάλλεται με βραδύ ρυθμό και η βραχυχρόνια διακύμανσή της εμφανίζει μικρές μόνον αποκλίσεις από αυτή. Στην περίπτωση αυτή, η διατήρηση της τιμής του συναλλάγματος σταθερής δεν παρουσιάζει δυσκολίες, ενώ οι, περιορισμένης εκτάσεως, βραχυχρόνιες διακυμάνσεις της, με σύστημα ελεύθερα κυμαινομένων ισοτιμιών, δεν δημιουργούν σοβαρό πρόβλημα<sup>165</sup> Η πρόκριση, τότε, μεταξύ των δύο συστημάτων, εξαρτάται, βασικά, από τη μικρότερη ή μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στις δυνάμεις της ελεύθερης αγοράς<sup>166</sup> και από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε χώρας.

Αλλά ο στατικός και ομοιόμορφος κόσμος είναι εξωπραγματικός, όπως εξωπραγματική είναι, στη σύγχρονη εποχή και η διατήρηση σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, σε βάρος άλλων οικονομικών στόχων, όπως της πλήρους απασχολήσεως.

Προκύπτει, κατά συνέπεια, ότι, στην εξόχως δυναμική κατάσταση του σημερινού κόσμου, επικρατέστερο, γενικά, εμφανίζεται το σύστημα των υπό έλεγχο κυμαινομένων ισοτιμιών,<sup>167</sup> σκοπός του οποίου είναι η μερική<sup>168</sup> απόσβεση των βραχυχρόνιων συναλλαγματικών διακυμάνσεων.

Στη διεθνή διάσκεψη του Ραμπούιγιέ<sup>169</sup> αποφασίστηκε όπως : «οι νομισματικές αρχές δρούν για να αντισταθμίσουν ανώμαλες συνθήκες στην αγορά συναλλάγματος ή ακατάσταστες διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες», ενώ η διαμόρφωση των μακροχρόνιων τιμών του συναλλάγματος επαφίεται στις βαθύτερες συνθήκες της εσωτερικής και της διεθνούς οικονομίας.

165. Ήδη, με τον περιορισμό της αστάθειας των «υποκειμένων» δυνάμεων και την απόκτηση εμπειρίας, σχετικά με τις κυμαινόμενες ισοτιμίες, από τους συμμετέχοντες στην αγορά ιδιωτικούς και κρατικούς φορείς, οι διακυμάνσεις της τιμής του συναλλάγματος εμφανίζουν άμβλυνση. Βλ. σχ. "Exchange Rate Flexibility: A Conference", G. Haberler et al., Eds. 1978, σ. 2.

166. Υπενθυμίζεται, πάντως, ότι η τιμή του συναλλάγματος δεν είναι σαν τις άλλες τιμές. Βλ. σχ. ύποσ. 82 του παρόντος. Επίσης R. Mundell, "A Plan for a European Currency", in the Economics of Common Currencies, H. Johnson - A. Swoboda, Eds., σ. 149.

167. Ο J. Williamson ("The Future Exchange Rate Regime", Quarterly Review of the Banca Nazionale del Lavoro, June 1975) γράφει : «Παράλληλα με την απόρριψη του συστήματος προσαρμοζομένων σταθερών ισοτιμιών, απόρριπτονται και τα συστήματα τελείως σταθερών και ελεύθερα κυμαινομένων ισοτιμιών. Οι αμετάβλητες ισοτιμίες απαιτούν αποδοχή των συνεπειών του συστήματος του χρυσού κανόνα, ενώ το σύστημα των ελεύθερα κυμαινομένων ισοτιμιών βασίζεται στη σταθεροποιητική κερδοσκοπία. . . . Παραμένει, συνεπώς, προς συζήτηση το σύστημα της ελεγχόμενης διακυμάνσεως».

168. Επίδιωξη ολοκληρωτικής εξαλείψεως των διακυμάνσεων θα επανέφερε το σύστημα των σταθερών ισοτιμιών.

169. Στις 17 Νοεμβρίου 1975.

Όμως, τὸ κριτήριό τοῦτο τῆς παρεμβάσεως τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν, στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος, παρουσιάζει δυσκολίες διαγνώσεώς του στὴν καθημερινή πρακτική. Κατὰ κανόνα, δὲν εἶναι εὐκολο νὰ διαπιστωθεῖ, κατὰ τὸ χρόνο ἐκδηλώσεως μιᾶς διακυμάνσεως τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ἐὰν αὐτὴ ἔχει παροδικὸ καὶ ἀνώμαλο χαρακτῆρα ἢ ἐὰν ἀνταποκρίνεται στὴν μακροχρόνια τάση τῆς ἀγορᾶς.<sup>170</sup>

Περισσότερο ἐφικτὴ ἐμφανίζεται ἡ ἐπιδίωξη ἀπαμβλύνσεως τῶν μεγάλων συναλλαγματικῶν διακυμάνσεων, ἐνῶ διατηρεῖται ἡ ἀνοδικὴ ἢ πτωτικὴ κίνηση τῆς ἀγορᾶς. Ἔστω δὲ καὶ ἐὰν ὄχι μόνο ἡ κατεύθυνση ἀλλὰ καὶ τὸ μέγεθος τῆς μεταβολῆς ἀντανακλῶν τὴ μακροχρόνια τάση τῆς τιμῆς ἰσορροπίας τοῦ συναλλάγματος, εἶναι προτιμότερη, ὅπως ἤδη ἔχει τονισθεῖ, ἡ βαθμιαία, ἀπὸ τὴ βίαιη προσαρμογὴ σ' αὐτή.<sup>171</sup> Ὁ τρόπος αὐτὸς παρεμβάσεως παραλλάσσεται ἀπὸ τὴν «έρπουσα ἰσοτιμία» (Crawling peg) ἐπειδὴ δὲν ἐφαρμόζει τὴν αὐστηρὴ καὶ ἄκαμπτη μεθόδευση τῆς τελευταίας αὐτῆς<sup>172</sup> καὶ διαφέρει ἀπὸ τὸ σύστημα τῶν εὐρύτερων περιθωρίων (wider bands), ἐφόσον δὲν ἐπιδιώκει τὴ διατήρηση μιᾶς σταθερῆς κεντρικῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος.

Καὶ πάλι, ὅμως, προκύπτει τὸ ἐρώτημα πότε μιὰ διακύμανση θὰ πρέπει νὰ θεωρεῖται μεγάλη. Τὸ κριτήριό μπορεῖ νὰ εἶναι ψυχολογικὸ ἢ πραγματικὸ. Ὁταν, δηλαδὴ, ἡ ἔκταση τῆς μεταβολῆς προβλέπεται ὅτι θὰ προκαλέσει ἀνησυχίες στὴν κοινὴ γνώμη, σχετικὰ μὲ τὴν κατάστασι τῆς καθόλου οἰκονομίας ἢ ὅτι θὰ θέσει σὲ κίνηση πληθωριστικὴ διαδικασίαν καὶ ὄχι ἀπλῶς ἐφάπαξ περιορισμένη ἀνοδο τῶν τιμῶν.

Γίνεται, ἔτσι, προφανὲς ὅτι μὲ τὸ νέο συναλλαγματικὸ καθεστῶς αὐξάνει ἡ εὐελιξία χειρισμῶν, ἀλλὰ καὶ ἡ εὐθύνη τῶν ἀρμοδίων ὀργάνων κάθε χώρας, τὰ

170. Οἱ J. R. Artus καὶ A. D. Crochet ("Floating Exchange rates and the need for Surveillance", 1978, σ. 27) θεωροῦν ὅτι ἡ μεγαλύτερη ἀδυναμία τῆς παρεμβάσεως στὴν ἀγορὰ συναλλάγματος εἶναι ἡ δυσκολία ἀναγνωρίσεως τῶν περιπτώσεων, στὶς ὁποῖες ἀπαιτεῖται πραγματικὰ ἡ παρέμβαση.

171. Οἱ J. Artus καὶ A. Crochet (ἐνθ' ἀνωτ., σ. 30) ὑποστηρίζουν ὅτι εἶναι προτιμότερο νὰ ἐπιτραπεῖ στὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος νὰ κινηθεῖ γρήγορα στὸ νέο ἐπίπεδο ἰσορροπίας της, ἀπὸ τὴν ἐπιβράδυνση τῆς μεταβολῆς μὲ παρεμβάσεις. Ἡ διαφορὰ αὐτὴ ἀπόψεων ὀφείλεται, ἴσως, σὲ διαφορετικὴ στάθμισι τοῦ ψυχολογικοῦ παράγοντα. Ὅπως ἔχει, ἤδη, ὑποστηριχθεῖ, σὲ προηγούμενα σημεῖα τοῦ παρόντος, μὲ τὴ βαθμιαία προσαρμογὴ τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος στὴ μακροχρόνια τάση της, ἀφενὸς ἀμβλύνεται ὁ ψυχολογικὸς ἀντίκτυπος μιᾶς βίαιης μεταβολῆς της, ὁ ὁποῖος μπορεῖ νὰ καταστεῖ αὐτόνομος παράγοντας πληθωριστικῶν πιέσεων καί, ἀφετέρου, ἀποτρέπεται ἡ συσσώρευσι τῶν συνεπειῶν μιᾶς παρατεινόμενης ἀνωμαλίας στὴν οἰκονομία πού, ἐπίσης, ἔχει, ἐκτὸς τῶν ἄλλων καὶ δυσμενεῖς ψυχολογικὲς προεκτάσεις.

172. Κατὰ τὸν J. Williamson ("The future exchange rate Regime", Quarterly review of the Banca Nazionale del Lavoro, June 1975), οἱ ἐλεγχόμενες διακυμάνσεις πλεονεκτοῦν ἐναντι τῆ



όποια θά ἔχουν νά ἀντιμετωπίσουν προβληματισμούς, πού δὲν ἀνέκυπταν μὲ τὸ σύστημα τῶν σταθερῶν ἰσοτιμιῶν <sup>173</sup>

Θὰ πρέπει, ὅμως, νά τονισθεῖ καὶ πάλι ἡ ἀνεπάρκεια τῆς συναλλαγματικῆς πολιτικῆς στὴν ἐξισορρόπηση τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν. Ἀκόμη καὶ οἱ ἐλεύθερα κυμαινόμενες ἰσοτιμίες δὲν ἀποδεδειγμένως τὴ νομισματικὴ πολιτικὴ, ἀλλὰ συντρέχουν μαζί της πρὸς τὸ σκοπὸ αὐτό. Ἡ δὲ ἀποτελεσματικότητα τῆς μεταβολῆς τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος ἐλαττώνεται καὶ ἡ σημασία τῆς νομισματικῆς μεταβολῆς διευρύνεται, ὅταν ἡ οἰκονομία προσεγγίζει τὸ ἐπίπεδο πλήρους ἀπασχολήσεώς της καὶ, γενικὰ, ὅταν ἡ ἐλαστικότητα προσφορᾶς ἀγαθῶν ἐμπορευσίων στὴ διεθνή ἀγορὰ (traded goods) εἶναι μικρὴ.

Ἡ σημασία τῆς ὑποτιμῆσεως στὴν ἐξισορρόπηση τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν μετριάζεται, ἐπίσης, τόσο περισσότερο, ὅσο πῶ ἀνοικτὴ εἶναι ἡ οἰκονομία, ἐπειδὴ οἱ ἐσωτερικὲς τιμὲς ἐπηρεάζονται τότε ἀνοδικὰ καὶ σὲ μεγάλη ἔκταση, ἀπὸ τὴν αὐξηση τῆς τιμῆς τῶν εἰσαγωγῶν σὲ ἐγχώριο νόμισμα, μὲ ἀποτέλεσμα τὴ μεγαλύτερη ἀντιστάθμιση τῶν ἀρχικὰ εὐνοϊκῶν συνεπειῶν τῆς ὑποτιμῆσεως στὴ διεθνή ἀνταγωνιστικότητα τῆς χώρας.

Ὁ A. Swoboda <sup>174</sup> ἀναφέρεται σὲ ἐργασία τοῦ A. Dornbusch, στὴν ὁποία τονίζεται ἡ σημασία, γιὰ τὴ διεθνή ἀνταγωνιστικὴ μιᾶς χώρας, τῆς μεταβολῆς τῆς πραγματικῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος (πού προκύπτει ὅταν ἡ ὀνομαστικὴ τιμὴ του - σὲ ἐγχώριο νόμισμα - πολλαπλασιασθεῖ μὲ τὸ λόγο τοῦ ἐξωτερικοῦ, πρὸς τὸν ἐσωτερικὸ δείκτη τιμῶν). Σὲ σχετικὲς ἐκτιμήσεις τοῦ Dornbusch προέκυψε ὅτι, κατὰ μέσο ὄρο, στὴν περίπτωσι 16 ἀνεπτυγμένων χωρῶν, γιὰ αὐξηση

---

ἐρπουσας ἰσοτιμίας, διότι οἱ ἀναγκαῖες μεταβολὲς στὴν τιμὴ τοῦ συναλλάγματος συντελοῦνται ἐν τῇ πρώτῃ περίπτωσι, χωρὶς ἀναβολή.

Γιὰ τὴν ὑποστήριξη, ἐξάλλου, τοῦ συστήματος τῆς ἐρπουσας ἰσοτιμίας βλέπε λ.χ., L. Krause: "Fixed, flexible and gliding exchange rates", *Journal of Money, Credit and Banking*, part 2, May 1971, σ. 321-338.

173. Ἡ αὐξημένη αὐτὴ εὐθὺνη τῶν νομισματικῶν ἀρχῶν, μετὰ τὴν ἀπομάκρυνση ἀπὸ τὴν «πεπατημένη» τοῦ συστήματος Bretton Woods, ὑποστηρίζεται ὅτι ἀποτελεῖ πρόσθετο λόγο (πέρα τοῦ ἐνδεχομένου τῆς ἐμφανίσεως ἀνταγωνιστικῶν ὑποτιμῆσεων), γιὰ τὸν ὅποιο οἱ ἀρμόδιοι διαφόρων χωρῶν δυσανασχετοῦν μὲ τὴν ἔλλειψη διεθνούς νομισματικῆς τάξεως (ὅπως διακηρύσσουν) καὶ ἐπιζητοῦν τὴ διεθνή ἐπιβολὴ συγκεκριμένων καὶ ἀπλῶν κανόνων καθορισμοῦ τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, τοὺς ὁποίους θά μπορούν νά κατανοήσουν καὶ, ἀνεύθυνα, πλέον, νά ἐφαρμόζουν.

Ἔτσι ὁ R. Caves ("Flexible Exchange Rates", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 1963, σ. 129) γράφει: «Παρὰ τὴν ἀναγνώριση τῆς ἰσχυρῆς θεωρητικῆς θεμελιώσεώς τους... οἱ κυμαινόμενες ἰσοτιμίες ἀντιμετωπίζονται ἀπὸ τοὺς ὑπεύθυνους γιὰ τὴν ἀσκηση τῆς ἐθνικῆς νομισματικῆς πολιτικῆς, σάν ἓνα μονοπάτι, πού ὀδηγεῖ σὲ ἄγνωστα σκοτεινὰ μέρη».

Γιὰ διάφορες προτάσεις καθιερώσεως μιᾶς νέας διεθνούς συναλλαγματικῆς «τάξεως», βλέπε, λ.χ., T. G. Underwood, "Analysis of Proposals for using Objective Indicators as a guide to exchange rate changes", *IMF Staff papers*, 1973, σ. 100-117.

174. "Exchange Rate Flexibility", *Mimeo*, 1979, σ. 17-20.

της διεθνούς ανταγωνιστικότητας κατά 1%, απαιτείται υποτίμηση 5%. Παρατηρήθηκαν, όμως, σοβαρές αποκλίσεις από το μέσο αυτό όρο, στις μεμονωμένες περιπτώσεις διαφόρων χωρών. Για την Ιταλία, λ.χ., η υποτίμηση δεν εμφανίζεται αποτελεσματική, επειδή η πραγματική τιμή του συναλλάγματος επηρεάζεται μόνο κατά το 1/10 του ποσοστού της υποτιμήσεως. Ο Dornbusch αποδίδει το γεγονός αυτό και στη μεγάλη έκταση εφαρμογής στην Ιταλία της τιμαριθμικής αναπροσαρμογής μισθών - ήμερομισθίων. Αντίθετα, στις Η.Π.Α. (χώρα με μικρό ποσοστό εισαγωγών, σχετικά με το εθνικό εισόδημα) η υποτίμηση έχει πολύ μεγαλύτερη επίδραση στην πραγματική τιμή του συναλλάγματος και συνιστά, για το λόγο αυτό, αποτελεσματικό όργανο της οικονομικής πολιτικής<sup>175</sup>

Από άλλες εκτιμήσεις της συναρτήσεως παλινδρομήσεως του δείκτη της πραγματικής (R) σ' εκείνο της ονομαστικής τιμής (N) του συναλλάγματος (της

175. H. M. Whitman ("The Payments Adjustment Process and the Exchange Rate Regime: What Have We Learned?", American Economic Review, Papers and Proceedings, May 1975, σ. 140) αναφέρει μελέτη του S. Y. Kwack, σύμφωνα με την οποία υποτίμηση του δολλαρίου κατά 10% βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα των Η.Π.Α. κατά 7%. Εξάλλου, κατά εκτιμήσεις του J. R. Artus ("The Behavior of Manufactured Exports Prices", U. S. Treasury Department, Washington, April 4 - 5, 1974), προκύπτει ότι οι τιμές των βιομηχανικών εξαγωγών της χώρας αυτής αυξάνουν κατά το 10% της υποτιμήσεως του δολλαρίου, ενώ στις άλλες μεγάλες βιομηχανικές χώρες το αντίστοιχο ποσοστό είναι 30 - 40%.

Κατά την Whitman, με τις υποθέσεις ενός άπλου Κεϋνσιανού υποδείγματος (και, βασικά, με συνθήκες ύποπασχολήσεως), εφόσον οι εισαγωγές στις Η.Π.Α. αντιστοιχούν σε ποσοστό 7,5% του ΑΕΠ της χώρας αυτής, μία αποτελεσματική υποτίμηση του δολλαρίου κατά 10% θα προκαλέσει αύξηση του εσωτερικού επιπέδου των τιμών, σύμφωνα με τον άποπληθωριστή του εθνικού εισοδήματος, κατ' ανώτατο όριο  $10\% \times 7,5\% = 0,75\%$ . Οι ύπολογισμοί, όμως, αυτοί, σημειώνει η Whitman, δε λαμβάνουν υπόψη τις έμμεσες επιδράσεις της υποτιμήσεως στις εσωτερικές τιμές και, συγκεκριμένα, παραβλέπουν το ένδεχόμενο ενάρξεως πληθωριστικής σπείρας τιμών - ήμερομισθίων.

Σε παλαιότερη έρευνα των J. L. Burtle - W. Liepe ("Devaluation and the Cost of Living in the U. K.", Review of Economic Studies, 1949 - 50, σ. 1 - 28) είχε προκύψει ότι το κόστος ζωής στην Άγγλία αυξάνει κατά 3%, από την άμεση επίδραση μιάς υποτιμήσεως κατά 25%. Εάν, όμως, τα ήμερομίσθια προσαρμόζονται κάθε τρίμηνο, αντίστοιχα με την άνοδο του κόστους ζωής, η όλική αύξηση τούτου θα ανέλθει σε 6%, στο τέλος του πρώτου εξαμήνου, μετά την υποτίμηση. Οι συνέπειες, εξάλλου, της τελευταίας αυτής στις εσωτερικές τιμές σε μακρότερο χρονικό διάστημα, εξαρτώνται από τη νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, που θα άσκηθεί μετά την υποτίμηση.

Για την Άργεντινή και άλλες χώρες της Λατινικής Άμερικής ο A. Habberger ("Some notes on Inflation", in Inflation and Growth in Latin America, 1964) υπελόγησε ότι μία υποτίμηση του νομίσματός των κατά 50% θα προκαλούσε αύξηση των έγχωρίων τιμών κατά 24 - 30%.

Για την έλληνική οικονομία ο Καθηγητής κ. Δ. Δελιβάνης («Αί συνέπειαι της Νομισματικής Υποτιμήσεως», Θεσσαλονίκη, 1979, σ. 9 - 12) δίδει μία μάλλον εϋνοϊκή επίδραση της υποτιμήσεως της δραχμής στο ίσοζύγιο πληρωμών της χώρας και κυρίως στην άνάπτυξη των εξαγωγών. Βλ. επίσης καθηγητή Σ. Σαραντίδη «Συναρτήσεις εισαγωγών εις την έλληνικήν οικονομίαν» Άθήναι 1970 και «Συναρτήσεις εισαγωγών αγαθών κατά κατηγορίας» Περίοδικό ΣΠΟΥΔΑΙ, 1976.

μορφής :  $\log R = a + \beta \log N$ ) προέκυψε ότι, για αύξηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας μιάς χώρας κατά 1 %, απαιτήθηκε, κατά μέσο όρο, υποτίμηση κατά 8,1 % (τό Μάρτη 1979) και 14,5 % (τόν 'Απρίλη 1979).

Και ό Swoboda συμπεραίνει : «'Η συσχέτιση μεταξύ όνομαστικής και πραγματικής τιμής του συναλλάγματος, παρ' ότι ισχυρή βραχυχρόνια, εμφανίζεται, στην καλύτερη περίπτωση, άσθενής μακροχρόνια, τουλάχιστο κατά μέσο όρο .»

Τούτο προκύπτει επειδή ή υποτίμηση θά επηρεάσει, τελικά, τό έσωτερικό επίπεδο τών τιμών, κατά ποσοστό ίσω με τή διαφορά μεταβολής τής όνομαστικής από εκείνη τής πραγματικής τιμής του συναλλάγματος. Όταν, λ.χ., ή πρώτη μεταβάλλεται κατά 5 % και ή δεύτερη κατά 1 %, τούτο ύποδηλώνει ότι ή υποτίμηση θά προκαλέσει πληθωρισμό στό έσωτερικό, μεγαλύτερο κατά τέσσερεις ποσοστιαίες μονάδες εκείνου, πού παρατηρείται στό έξωτερικό.

Πρέπει νά τονισθεί ότι τό ίδιο αποτέλεσμα στή βελτίωση τής διεθνούς ανταγωνιστικότητας τής χώρας (λ.χ., κατά 1%) θά προέκυπτε εάν, αντί τής υποτίμησης του έγχωρίου νομίσματος, ή νομισματική πολιτική πετύχαινε ίσου ποσοστού (1 %) μικρότερη αύξηση του έσωτερικού επιπέδου τών τιμών, σέ σύγκριση με τίς πληθωριστικές πιέσεις του έξωτερικού.

Συμπερασματικά, ή νομισματική πολιτική άποδεσμεύεται, στην περίπτωση τών κυμαινόμενων ίσοτιμιών, από τήν ύποχρέωση στηρίζεως μιάς όρισμένης τιμής του συναλλάγματος και τίθεται στην έξωπρέτηση άλλων στόχων και βασικά τής πλήρους άπασχολήσεως τής οικονομίας, όμως (και στό σημείο τούτο πρέπει νά δοθεί ιδιαίτερη έμφαση) δέν παύει νά άποτελεί τόν πρωταρχικό παράγοντα επηρεασμού τής διακυμάνσεως τών συναλλαγματικών ίσοτιμιών. 'Η διάκριση, δηλαδή, του ρόλου τής νομισματικής πολιτικής, σχετικά με τήν τιμή του συναλλάγματος, μεταξύ τών συστημάτων σταθερών και κυμαινόμενων ίσοτιμιών έγκειται στό ότι, στην μέν πρώτη περίπτωση επιδιώκει τή διατήρηση σταθερής μιάς συμβατικής τιμής του, ενώ στη δεύτερη περίπτωση τή διαμορφώνει, τουλάχιστο μακροχρόνια.

Σχετικά με τό ένδεχόμενο αναβιώσεως τών ανταγωνιστικών υποτιμήσεων, είναι γεγονός ότι οί κυμαινόμενες ίσοτιμίες, ενώ άποδεσμεύουν τίς μεμονωμένες χώρες από τήν άσστηρότητα και τήν άκαμψία του συστήματος τών σταθερών ίσοτιμιών, παράλληλα επιδρούν άποκεντρωτικά στό διεθνές νομισματικό σύστημα.<sup>176</sup> Παρόλη, δέ, τήν έπίγνωση του άδιέξοδου, στό όποιο είχε όδηγήσει ή συν-

176. 'Ο J. Molsberger ("Exchange Rate Flexibility" σ. 26) αναφέρει τίς άπόψεις του Otto Veit, σύμφωνα με τίς όποιες «ή άποδέσμευση τών συναλλαγματικών ίσοτιμιών συνδυάζεται με τό φαινόμενο τής πολιτικής, πολιτιστικής και πνευματικής άποσυνδέσεως, πού παρατηρείται στό δυτικό κόσμο και επεκτείνεται όλο και περισσότερο σέ νέες περιοχές... 'Η διακύμανση (τών συναλλαγματικών ίσοτιμιών) είναι κακός οίωνός, επειδή μαζί της αναπτύσσεται κάτι, πού πρέπει νά θεωρηθεί σάν διασάλευση τής τάξεως».

αλλαγματική αυτή πολιτική, στη δεκαετία του 1930 και τη στενότερη συνεργασία του μεταπολεμικού κόσμου σε θέματα ευρύτερης οικονομικής πολιτικής, πολλοί εξακολουθούν να άνησυχούν από τον ένδεχόμενο αυτό κίνδυνο και ζητούν τη θέσπιση συγκεκριμένων διεθνών κανόνων, για την ομοιόμορφη συμπεριφορά των χωρών στην άσκηση της συναλλαγματικής πολιτικής.<sup>177</sup> Οί διάφορες σχετικές προτάσεις, που κατά καιρούς εμφανίστηκαν μέχρι τώρα για την καθιέρωση μιᾶς νέας «διεθνούς νομισματικής τάξεως», που θά δεσμεύει τις ἐπιμέρους χώρες, δὲν ἀνταποκρίνονται στη σημερινή πραγματικότητα, ἐνῶ τὸ Δ.Ν.Τ., ὅπως ἔχει σημειωθεῖ, ἐξακολουθεῖ νὰ περιορίζεται σὲ γενικές σχετικές διακηρύξεις. Βέβαια, ἡ συναλλαγματική πολιτική, που ἀσκεῖται ἀπὸ κάθε χώρα ἔχει ευρύτερες ἐπιδράσεις, ὥστε νὰ δικαιολογεῖται ἡ ἐπιδίωξη διεθνούς ἐποπτείας στὴν ἄσκησή της. Ἄλλὰ, ἡ ἐξωτερικὴ ἀξία τοῦ ἐθνικοῦ νομίσματος ἐπηρεάζεται, ἀποφασιστικά, ἀπὸ τὴ νομισματικὴ πολιτικὴ τῆς χώρας. Κατὰ συνέπεια, μία διεθνὴ συμφωνία, που ἀναφέρεται μόνο στὴ συναλλαγματικὴ πολιτικὴ τῶν χωρῶν, εἶναι ἀνεπαρκὴς καὶ ἀνεφάρμοστη.<sup>178</sup>

Τέλος, σημειώνεται ὅτι ὁ προβληματισμὸς τοῦ συστήματος συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν γίνεται περισσότερο πολύπλοκος στὴν περίπτωσι, που μία λιγότερο ἀνεπτυγμένη οἰκονομία ἀντιμετωπίζει κυμαινόμενες τὶς ἰσοτιμίες τῶν ἰσχυρῶν νομισμάτων. Ἐνῶ ἡ θεωρητικὴ σύγκριση τῶν δύο συστημάτων (σταθερῶν καὶ κυμαινόμενων) ἰσοτιμιῶν δὲν ἀλλάζει, ἡ δυνατότητα ἐφαρμογῆς τους ἐπηρεάζεται ἀπὸ τὸ βαθμὸ ἀναπτύξεως μιᾶς οἰκονομίας. Οἱ λιγότερο ἀναπτυγμένες χώρες ἔχουν ἐπίσης καὶ λιγότερο ἀναπτυγμένη ἀγορὰ χρήματος, μὲ περιορισμένη-διασύνδεση μὲ τὴ διεθνή ἀγορὰ, ὥστε νὰ δυσχεραίνεται, στὶς χώρες αὐτές, ἡ διακίνηση κεφαλαίων ἀπὸ καὶ πρὸς τὸ ἐξωτερικόν. Παράλληλα καὶ τὸ ὑφιστάμενο σ'

177. Μὲ τὶς συνθηκὲς στασιμοληθωρισμοῦ ἡ ἐπιδίωξη ἀντιμετωπίσεως τῆς ὑφέσεως μὲ (ἀνταγωνιστικὴ) ὑποτίμησι τοῦ ἐθνικοῦ νομίσματος ἀντιρροπεῖται ἀπὸ τὴν ἀνάγκη ἀνατιμῆσεώς του γιὰ τὴν ἀνάσχεσι διεισδύσεως τῶν διεθνῶν πληθωριστικῶν πιέσεων στὸ ἐσωτερικόν.

178. Κατὰ τὸν Ε. Bernstein (ἐνθ' ἄνωτ., σ. 10) «καμία χώρα δὲν μπορεῖ μόνη της νὰ διατηρήσει τὴν κατάλληλη τιμὴ τοῦ συναλλάγματος σὲ ἓνα σύστημα σταθερῶν ἰσοτιμιῶν, ἀκόμη καὶ ἐὰν ἀποφεύγει τὸν πληθωρισμό, ἐπειδὴ ἡ αὔξησι τῶν τιμῶν καὶ τοῦ κόστους σὲ ἄλλες χώρες ἰσοδυναμεῖ (σὲ τέτοιο σύστημα) μὲ ὑπερτίμησι τῶν νομισμάτων των καὶ ὑποτίμησι τοῦ δικοῦ της νομίσματος».

Ἐπίσης ὁ Tomas Willet (ἐνθ' ἄνωτ., σ. 51) σημειώνει : «Γιὰ νὰ καταστῆ ἐφαρμόσιμο ἓνα σύστημα σταθερῶν ἰσοτιμιῶν, μεταξύ μιᾶς ομάδος χωρῶν, θά πρέπει νὰ ὑπάρχει ἐξαιρετικὰ στενὴ συνεργασία στὴ νομισματικὴ καὶ πιστωτικὴ πολιτικὴ τῶν χωρῶν αὐτῶν».

Κατὰ, δέ, τὸν J. Molsberger (ἐνθ' ἄνωτ., σ. 26) : «ἡ τιμὴ τοῦ συναλλάγματος δὲν εἶναι παρὰ ὁ σειсмоγράφος, που καταγράφει τὸ σεισμό. . . . Καὶ ὁ σεισμὸς εἶναι τὸ ἀπογοητευτικὸ γεγονός ὅτι οἱ χώρες τοῦ Δυτικοῦ κόσμου δὲν συμφωνοῦν σὲ βασικά προβλήματα τῆς οἰκονομικῆς των πολιτικῆς καὶ ὑπεράνω ὅλων ἐπὶ πρόβλημα τῆς σταθεροποιήσεως τῆς ἐσωτερικῆς ἀξίας τοῦ χρήματος».

αὐτὲς θεσμολογικὸ πλαισίον δὲν προσφέρεται γιὰ τὴν ἀνάπτυξη καὶ ὁμαλὴ λειτουργία εὐρείας ἀγορᾶς συναλλάγματος, μὲ συνέπεια νὰ ἐπηρεάζεται ἔντονα ἡ τιμὴ του καὶ ἀπὸ περιορισμένης, ἀκόμη, ἐκτάσεως ἀξομειώσεις τῆς ζήτησεως καὶ προσφορᾶς του, Ἐξἄλλου, σὲ λιγότερο ἀναπτυγμένες οἰκονομίες ὑφίστανται εὐρείας ἐκτάσεως ἐμφανεῖς ἢ συγκεκριμένον συναλλαγματικοὺ περιορισμοί.

Μὲ τὶς συνθήκες αὐτὲς τὸ σύστημα τῶν (ἐλεύθερα) κυμαινόμενων ἰσοτιμιῶν εἶναι ἀνεφάρμοστο. Ἄλλὰ καὶ ἡ περίπτωση ἐφαρμογῆς σταθερῆς τιμῆς συναλλάγματος, ὅταν οἱ ἰσοτιμίες τῶν ἰσχυρῶν νομισμάτων μεταξὺ τους κυμαίνονται, δημιουργεῖ προβλήματα. Ἡ πρόσδεση μὲ ἓνα ἀπὸ τὰ νομίσματα αὐτὰ συνεπάγεται διακύμανση σχετικὰ μὲ τὰ ὑπόλοιπα, ἢ ὅποια, ὅμως, ἐνῶ δικαιολογεῖται, καθόσον ἀφορᾷ στὸ ἰσχυρὸ νόμισμα τῆς προσδέσεως, δὲν ἀνταποκρίνεται κατ' ἀνάγκη, στὶς ἐξελίξεις τῆς οἰκονομίας τῆς χώρας τοῦ προσδεμένου νομίσματος. Ἡ ἐξωτερικὴ ἀξία τοῦ τελευταίου τούτου ἐμφανίζεται, ἔτσι, σταθερὴ καὶ (ὑπὸ τὴν ἐπίδραση παραγόντων ἄσχετων μὲ αὐτὸ) κυμαινόμενη, μὲ ἐνδεχόμενη συνέπεια νὰ ὑπόκειται ἡ οἰκονομία στὶς ἀρνητικὰς ἐπιπτώσεις καὶ τῶν δύο τούτων συστημάτων.

Γιὰ τὴν ἀντιμετώπιση τῆς περιπτώσεως αὐτῆς, ἀντὶ τῆς συσχετίσεως μὲ ἓνα μόνον (ἰσχυρὸ) νόμισμα ἐπικράτησε, στὴ διεθνή πρακτικὴ ὁ δείκτης τῆς «ἀποτελεσματικῆς» τιμῆς τοῦ συναλλάγματος,<sup>179</sup> ποὺ πιστοποιεῖ τὴ μεταβολὴ στὴ διεθνή ἀνταγωνιστικότητα τῆς χώρας, κατόπιν τῶν διακυμάνσεων στίξισοτιμίες μεταξὺ τῶν ἄλλων ἐθνικῶν νομισμάτων. Ἡ σύνθετη αὐτὴ τιμὴ ἐκφράζει συγκεντρωτικὰ τὶς διαφορὰς ἐπιμέρους ἰσοτιμίες ἐνὸς νομίσματος μὲ ἐκεῖνα τῶν ἄλλων χωρῶν.

Στὴν περίπτωση αὐτὴ ἡ ἐπιδίωξη καθιερώσεως σταθερῶν ἢ κυμαινόμενων ἰσοτιμιῶν συνίσταται στὴ σταθεροποίηση ἢ διακύμανση τῆς «ἀποτελεσματικῆς» τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ἐνῶ ἰσχύει ἡ ἴδια ἐκτεθεισὰ ἐπιχειρηματολογία, σχετικὰ μὲ τὰ δύο αὐτὰ συστήματα συναλλαγματικῶν ἰσοτιμιῶν, τὰ ὅποια καὶ πάλι μποροῦν νὰ ἀναχθοῦν στὴ διάκριση μεταξὺ (ἐλεγχόμενων) μικρῶν διακυμάνσεων πρὸς τὴν ἴδια κατεύθυνση ἢ μεγάλων ἐφάπαξ μεταβολῶν τῆς τρέχουσας ἀποτε-

179. Βλ. σχ. "Economic Report of the President", 1974, σ. 220 - 226. Ἐπίσης, IMF, Staff Reports, 1973, σ. 591 - 611. Ἄλλη δυνατότητα τῶν ὀλιγότερο ἀνεπτυγμένων χωρῶν, στὴν ἐπιδίωξη σταθεροποιήσεως τῆς ἐξωτερικῆς ἀξίας τοῦ ἐθνικοῦ τους νομίσματος, ὅταν οἱ ἰσοτιμίες μεταξὺ τῶν ἰσχυρῶν νομισμάτων, κυμαίνονται, εἶναι ἡ πρόσδεσή τους μὲ τὰ Εἰδικὰ Τραβηκτικὰ Δικαιώματα (Special Drawing Rights) τοῦ Δ.Ν.Τ. Ἄλλὰ ἐὰν οἱ συντελεστὲς σταθμίσεως τῶν (5) διαφόρων νομισμάτων ποὺ περιλαμβάνονται στὰ τελευταῖα αὐτὰ, δὲν εἶναι οἱ ἴδιοι, μὲ ἐκείνους τῆς «ἀποτελεσματικῆς» τιμῆς τοῦ συναλλάγματος τῆς συγκεκριμένης χώρας, ἢ πρόσδεση μὲ τὰ Ε.Τ.Δ. μειονεκτεῖ ἐναντὶ τῆς προηγούμενης μορφῆς συνδέσεως. Ἐξἄλλου, ὅσο περισσότερα κράτη ἀκολουθοῦν τὴ σύνδεση αὐτὴ, τόσο περισσότερο οἱ συντελεστὲς σταθμίσεως τῶν δύο αὐτῶν περιπτώσεων συγκλίνουν. Βλ. S. Black. "Exchange policies for less developed countries in a world of floating rates", 1976, σ. 15 - 16.

λεσματικής τιμής του συναλλάγματος, ώστε να προσαρμόζεται στο μακρορόνιο επίπεδο ισορροπίας της.

Άλλά το πρόβλημα, που αντιμετωπίζουν οι μικρές και άνοικτες οικονομίες, σχετικά με το σύστημα συναλλαγματικών ισοτιμιών, που θα επιλέξουν, παρουσιάζει και άλλη πρόσθετη. δυσκολία, που, επίσης τοποθετείται όχι σε θεωρητική βάση, αλλά στον τρόπο εφαρμογής του και βασικά στη νομισματική πολιτική, που, παράλληλα, θα άσκηθεί.

Πράγματι, ή διεθνής έμπειρία μετά το 1973 θέτει σε άμφισβήτηση την άποψη ότι οι κυμαινόμενες ισοτιμίες επιτρέπουν την άπερίσκεπτη άσκηση και καλύτερη άπόδοση της μακροοικονομικής πολιτικής, στην περίπτωση άσθενών οικονομιών. "Έτσι, ύποστηρίζεται ή ύπόθεση του «φάυλου κύκλου» (vicious circle hypothesis). "Ότι, δηλαδή, με κυμαινόμενες ισοτιμίες, οι πτωχές χώρες αντιμετωπίζουν, διαδοχικά, ύποτίμηση, πληθωρισμό και έλλειμματικό ίσοζύγιο πληρωμών και γίνονται, συνεπώς, πτωχότερες, ενώ οι πλούσιες χώρες κινούνται ανάμεσα στην άνατίμηση του νομίσματός τους, σταθερότητα των τιμών και πλεόνασμα στο ίσοζύγιο πληρωμών, ώστε να γίνονται πλουσιότερες.

Το γεγονός ότι χώρες με ίσχυρο και άνατιμώμενο νόμισμα επέδειξαν καλύτερη μακροοικονομική επίδοση από άλλες με άσθενές και ύποτιμώμενο νόμισμα, άποδίδεται στον άκόλουθο μηχανισμό :<sup>180</sup> "Η ύποτίμηση του άσθενούς νομίσματος μιας χώρας, που, βασικά, έκφράζει προβλέψεις για δυσμενή μελλοντική εξέλιξη της οικονομίας της, προκαλεί άνοδο των τιμών (που θα είναι μεγαλύτερη κατά το βαθμό του «άνοίγματος» της χώρας στο έξωτερικό και κατά την έκταση που οι μισθοί - ήμερομίσθια άναπροσαρμόζονται τιμαριθμικά), με συνέπεια ή μείωση των ρευστών διαθεσίμων του κοινού, που προκύπτει και ή προσπάθεια άναπληρώσεώς τους, να προκαλούν στασιμοπληθωρισμό στην οικονομία. "Εάν, τότε, οι νομισματικές άρχές άσκήσουν έπεκτατική πολιτική για τον περιορισμό της άνεργίας και έξυπηρετήσουν, έτσι, το νέο επίπεδο τιμών, το έθνικό νόμισμα θα ύποτιμηθεί και πάλι. με συνέπεια νέα άνοδο των τιμών κ.ο.κ.<sup>181</sup>

Με σύστημα σταθερών ισοτιμιών, ή έπεκτατική νομισματική πολιτική, δέν θα προκαλέσει (άμεσα) ύποτίμηση του έθνικού νομίσματος και συνεπώς, οι τιμές θα αύξηθούν σε μικρότερη έκταση, από την περίπτωση κυμαινομένων ισοτιμιών. "Άλλά θα μειωθούν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας.

180K. Swoboda, ένθ' άνωτ., σ. 29 - 33.

181. Οι εξέλιξεις αυτές, πέρα από την πρόκριση του συστήματος σταθερών ισοτιμιών, που ύποδηλώνουν, σε περίπτωση μικρών και άνοικτων οικονομιών, προβάλλουν και πάλι τον άποφασιστικό ρόλο της νομισματικής πολιτικής στη διαμόρφωση του ίσοζυγίου πληρωμών και της τιμής του συναλλάγματος.

"Ο Α. Swoboda (ένθ' άνωτ., σ. 30 - 31) περιγράφει τις συνέπειες αυτές των κυμαινομένων

Οί διαφορετικές αυτές εξελίξεις τονίζουν το γεγονός ότι οι συνέπειες της νομισματικής επέκτασεως στο επίπεδο των τιμών, στη μὲν περίπτωση των κυμαινόμενων ισοτιμιῶν περιορίζονται στην ἐσωτερικὴ ἀγορὰ καὶ γι αὐτὸ εἶναι μεγαλύτερες, στὴ δὲ περίπτωση των σταθερῶν ισοτιμιῶν διαχέονται στὴν παγκόσμια ἀγορὰ καὶ γι' αὐτὸ εἶναι μικρότερης ἐκτάσεως στὸ ἐσωτερικὸ.

Συμπερασματικά, ἀπὸ τὴν ὅλη προηγηθεῖσα ἀνάλυση ἀναφαίνεται, γενικά, ὁ ἀποφασιστικὸς ρόλος τῆς νομισματικῆς καὶ ὁ συμπληρωματικῆς, μόνον, ρόλος τῆς συναλλαγματικῆς πολιτικῆς στὴν ἐξισορρόπηση τοῦ ἰσοζυγίου πληρωμῶν. Μὲ ἐσφαλμένα, δηλαδὴ, οἰκονομικὴ καὶ, βασικά, νομισματικὴ πολιτικὴ κανένα σύστημα συναλλαγματικῶν ισοτιμιῶν δὲν θὰ μπορέσει νὰ ἐπιτύχει τὴν ἰσορρόπηση τοῦ ἐξωτερικοῦ τομέα τῆς οἰκονομίας, τουλάχιστο μακροχρόνια.

Εἰδικότερα, ἐξάλλου, γιὰ μικρὲς καὶ ἀνοικτὲς οἰκονομίες, στὶς ὁποῖες ἡ ὑποτίμηση τοῦ ἐθνικοῦ νομίσματος ἔχει σοβαρὲς πληθωριστικὲς ἐπιδράσεις στὸ ἐσωτερικὸ, ἡ σταθερότητα τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος ἐμφανίζεται προτιμότερη τῶν διακυμάνσεων τῆς.<sup>182</sup> Ἀλλὰ ἡ σταθερότητα αὐτὴ θὰ πρέπει καὶ πάλι νὰ ἐπι-

---

ισοτιμιῶν στὴν περίπτωση ἀσθενῶν οἰκονομιῶν, σὲ ἀναφορὰ μὲ τὴν καμπύλη Phillips. Συγκεκριμένα, θεωρεῖ ὅτι τὸ σύστημα τοῦτο ἐπιδεινώνει ἢ καὶ ἀνατρέπει τὴν ἀνταλλακτικὴ σχέση (trade - off) μεταξὺ πληθωρισμοῦ καὶ ἀνεργίας. Μὲ κυμαινόμενες ισοτιμίες καὶ ἐλεύθερη διακίνηση κεφαλαίων, ἡ ὑποτίμηση τοῦ ἐθνικοῦ νομίσματος, ποὺ συνεπάγεται ἡ νομισματικὴ επέκταση, θὰ προκαλέσει, σὲ μία τέτοια χώρα, σοβαρὴ ἀνοδο τοῦ ἐπιπέδου των τιμών, συνοδευομένη, ἐνδεχόμενα, στὴν ἀρχή, ἀπὸ διεύρυνση τῆς παραγωγῆς (γιὰ ἐξαγωγὲς καὶ ὑποκατάσταση εἰσαγωγῶν). Ἡ ἀνοδος, ὅμως, των τιμών θὰ προκαλέσει (τιμαριθμικὴ) ἀναπροσαρμογὴ των μισθῶν - ἡμερομισθίων, ποὺ θὰ ἐπιφέρει νέο κύμα ἀξίσεως των τιμών, μὲ συνέπεια νὰ ἀνατραπεῖ τὸ ἀνταγωνιστικὸ πλεονέκτημα, ποὺ ἀπέκτησε ἡ χώρα μὲ τὴν ὑποτίμηση. Τὸ γεγονός τοῦτο θὰ ἐπιδράσει ἀνασταλτικὰ στὸ ἐπίπεδο τῆς ἐγχώριας παραγωγῆς, μὲ συνέπεια τὴν ἐμφάνιση στασιμοπληθωρισμοῦ. Ἡ ἀύξηση, δηλαδὴ, των (ὀνομαστικῶν) ἡμερομισθίων (καὶ των τιμών) δὲ θὰ συνοδεύεται μὲ επέκταση, ἀλλὰ μὲ περιορισμὸ τῆς ἀπασχολήσεως. Ἡ σχεδὸν κάθετη κλίση τῆς καμπύλης Phillips, ποὺ προκύπτει, τότε, εὐνοεῖ τὴν καταπολέμηση τοῦ πληθωρισμοῦ, ἐφόσον ἡ περιστολὴ του συνεπάγεται μικρότερη ἀύξηση τῆς ἀνεργίας, ἀλλὰ ἡ επέκταση τῆς ἀπασχολήσεως ἀνταλλάσσεται μὲ ὑψηλὸ ρυθμὸ πληθωρισμοῦ. (Βλ. σχετικὰ καὶ ὑποσ. 124 τοῦ παρόντος).

182. Κατὰ τὸν G. Haberler ("Exchange rate flexibility : A Conference", 1978, σ. 310) : «Καὶ ἐὰν ἀκόμη οἱ κερδοσκοπικὲς διακυμάνσεις ἐμποδισθοῦν καὶ ὁ πληθωρισμὸς ἀποφευχθεῖ καὶ πάλι ἡ τιμὴ των νομισμάτων πολλῶν (ἀναπτυσσομένων) χωρῶν (ἐφόσον θὰ προσδιορισθεῖ αὐτὴ ἐλεύθερα ἀπὸ τὴν προσφορὰ καὶ ζήτησι) θὰ εἶναι πολὺ χαμηλὴ, ἐπειδὴ, ἐνῶ οἱ ἀναπτυσσόμενες χώρες ἔχουν περιορισμένες δυνατότητες ἐξαγωγῶν, ἡ ζήτησή τους γιὰ εἰσαγωγὲς εἶναι μεγάλη».

Προκύπτει, δηλαδὴ, ὅτι, ἐφόσον τὸ ἔλλειμμα μιᾶς χώρας ἔχει διαρθρωτικὸ χαρακτήρα, δὲ συνιστᾶται ἡ ἐλεύθερη διακύμανση τῆς τιμῆς τοῦ συναλλάγματος, ἐπειδὴ ἡ, ἀναπόφευκτα, μεγάλη ὑποτίμηση τοῦ ἐθνικοῦ νομίσματος θὰ προκαλέσει ἰσχυρὲς πληθωριστικὲς πιέσεις στὴν ἐσωτερικὴ οἰκονομία.

Ἐπίσης ὁ R. Mundell ("The Monetary Mechanism of International Adjustment", σ. 22) ὑποστηρίζει ὅτι, γιὰ τὶς ἀναπτυσσόμενες χώρες «οἱ σταθερὲς ἰσοτιμίες, συνδυαζόμενες μὲ ....

διάκειται με την άσκηση τής κατάλληλης νομισματικής, κατά βάση, πολιτικής και όχι με τή συμβατική καθιέρωσή της, μέσα σε πλαίσια συστήματος σταθερών ισοτιμιών, πού, διαφορετικά, θα προκαλεί βίαιες, κατά διαστήματα, προσαρμογές στην τιμή του συναλλάγματος, με τις γνωστές, από την εμπειρία τής τελευταίας περιόδου εφαρμογής του συστήματος Bretton Woods, έκρηκτικές παρενέργειες.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Α' Ξ Ε Ν Η

- AGHEVLI, B. B. "The balance of payments and money supply under the gold standard regime". American Economic Review, March 1975.
- ALEXANDER, S. "Devaluation versus import restrictions as an instrument for improving foreign trade balance", IMF Staff Papers, April 1951.
- » "Effects of a devaluation on a trade balance", IMF Staff Papers, April 1952.
  - » "Effects of a devaluation : A simplified synthesis of elasticities and absorption approaches", American Economic Review, March 1959.
  - » "A note on the impact of devaluation", Journal of Political Economy, Dec. 1963.
- ALLEN, W. R. "A note of the Money income effects of devaluation", Kyklos, 1956.
- ARTUS, J. R. "The behavior of manufactured export prices", U. S. Treasury Department, Washington, April 4 - 5, 1974.
- » "Exchange rate stability and managed floating", IMF Staff Papers, July 1976.
  - » "Methods of assessing the long - run equilibrium value of an exchange rate", Journal of International Economics, 1978.
- ARTUS, J. R. - CROCKETT, A. D. "Floating exchange rates and the need for surveillance", Princeton University Essays in International Finance, No. 127, May 1978.
- BALASSA, B. "Recent developments in the competitiveness of American industry and the prospects for the future", in Factors affecting the U. S. balance of payments, Joint Economic Committee, Congress of U.S., 1962.
- » "The purchasing-power-parity doctrine: A reappraisal", Journal of Political Economy, Dec. 1964.

νομισματική πολιτική, πού αντιμετώπιζει με τή δέουσα προσοχή τὸ ἰσοζύγιο πληρωμῶν, συνιστοῦν ἓνα ἰσχυρὸ ὄργανο, πού προάγει τὸ κλίμα ἐμπιστοσύνης, πού ἀπαιτεῖται γιὰ τὴν προσέλευση ξένου κεφαλαίου». Κατὰ τὸν Mundel, ἡ σταθερότητα αὐτῆ τῶν ἰσοτιμιῶν θὰ πρέπει νὰ ἐπιδιωχθεῖ με πρόσδεση τῶν ἀναπτυσσομένων χωρῶν σὲ εὐρύτερη νομισματικὴ περιοχὴ, ὅπως τοῦ ἀμερικανικοῦ δολλαρίου ἢ τῆς ἀγγλικῆς στερλίνας (ἐνθ' ἄνωτ., σ. 21). Γιὰ τὰ προβλήματα τῆς νομισματικῆς πολιτικῆς σὲ ἀναπτυσσόμενες οἰκονομίες βλ. Γ. Δράκου «Νομισματικὴ πολιτικὴ καὶ οἰκονομικὴ ἀνάπτυξη» Τράπεζα Ἑλλάδας, Ἀθήνα 1979.



- » "Monetary integration in the european common market", in Proceedings of the conference on Europe and the evolution of the international monetary system.
- » "Comment", in the *Economics of common currencies*, H. Johnson - A. Swoboda, eds. BAUMOL, W. "Speculation, profitability and stability", *Review of Economics and Statistics*, Aug. 1967.
- BERNSTEIN, E. "The economics of fluctuating exchange rates", in *Exchange Rate Flexibility*, G. Haberler - Th. Willet, eds., 1978.
- BLACK, S. "A saving and investement approach to devaluation", *Economic Journal*, June 1959.
- » "Exchange policies for less developed countries in a world of floating rates", *Essays in Intern. Finance*. No. 119 Princeton University. Dec. 1976.
- » "Floating exchange rate and national policy", 1977.
- BLOOMFIELD, A. "Foreign exchange theory and policy", in *New Economics*, S. Harris, ed., 1948.
- BREMS, H. "Devaluation: a marriage of the elasticities and the absorption approaches", *Economic Journal*, March 1957.
- BRILLEMBOURG, A. "Purchasing power parity and the balance of payments: Some empirical evidence", *IMF*, DM /76 /73, Aug. 20, 1976.
- BURTLE, J. L. - LIEPE, W. "Devaluation and the costs of living in the U. K.", *Review of Economic Studies*, 1949 - 50.
- CAVES, R. "Flexible exchange rates", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 1963.
- COOPER, R. N. "Devaluation and agregate demand in aid-receiving countries", in *Trade, Balance of Payments and Growth*, Bhagwati et al, eds.
- COPPOCK, D. J. "Some thoughts on the monetary approach to the balance of payments theory", *The Manchester School of Economic and Social Studies*, 1978.
- COURCHENE, T. "The price-specie-flow mechanism", in the *Economics of Common Currencies*, H. Johnson - A. Swoboda, eds.
- DAY, A. C. L. "Depreciation and the balance of payments", *Economica*, Nov. 1950.
- » *Relative price, expenditure and the trade balance: A Note* *Economica*, Febr. 1954.
- DORNBUCH, R. "Devaluation , money and non-traded goods", *American Economic Review*, Dec. 1973.
- » — KRUGMAN, P. "Flexible exchange rates", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1976.
- DREYER, J. "Exchange rate flexibility: A conference" 1978.
- ELLSWORTH, P. T. "The international economics", 1950.
- » "Exchange rates and exchange stability" *Review of Economics and Statistics*, Febr. 1950.
- EMINGER, O. "Practical aspects of the problem of balance of payments adjustment", *Journal of political Economy*, Supplement, Aug. 1967.
- ETHIER, W. - BLOOMFIELD, A. " Managing the managed float" *Essays in International Finance*, No. 112, Oct. 1975.

- FLEMMING, J. M. "Exchange depreciation, financial policy and the domestic price level", IMF Staff Papers, April 1958.
- » "Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates", IMF Staff Papers, Nov. 1962.
  - » "The adjustment process: Key issues", in Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, American Statistical Association, 1968.
  - » "Guidelines for balance of payments adjustment under the par-value-system", Essays in International Finance, no. 67, Princeton Univ., 1968.
  - » "Floating exchange rates, asymmetrical intervention and the management of international liquidity", IMF Staff Papers, July 1975.
- FLOYD, J. E. "The overvaluation of the dollar: A note on the international price mechanism" American Economic Review, March 1965.
- FRANKEL, J. "Pegging to minimize short-run exchange uncertainty: The exchange rate policies of small countries in a system of generalized floating", IMF, DM/75/109, Dec. 12, 1975.
- FRANKEL, J. - JOHNSON, H. "The monetary approach to the balance of payments", University of Chicago Press, 1976.
- FRIEDMAN, M. "The case of flexible exchange rates", 1953.
- » «The Role of Monetary Policy, A.F.R.», March 1968.
- GAILLIOT, H. "Purchasing power parity as an explanation of long-term changes in exchange rates", Journal of Money, Credit and Banking, Aug. 1970.
- GENBERG, H. "Purchasing power parity under fixed and flexible exchange rates", Journal of International Economics, 1978.
- GOLDSTEIN, M. "Downward price inflexibility, ratchet effects and the inflationary impact of import price changes: Some empirical tests", IMF DM/77/34.
- » - KHAN, M. S. "Large versus small price changes and the demand for imports", IMF Staff Papers, March 1976.
- GRAY, H. P. "Depreciation or incomes policy", The Manchester School of Economic and Social Studies, March 1968.
- HABERLER, G. "The choice of exchange rates after the war", American Economic Review, 1945.
- » "A Survey of international trade theory", 1961.
  - » et al., eds., "Exchange rate flexibility: a conference", 1978.
  - » "Currency depreciation and IMF", in Foreign Economic Policy for the U. S., Harris S. ed., 1948. Ch. 21.
  - » "Reflection of the future of the Bretton Woods system", American Economic Review, Papers and Proceedings, May 1953.
  - » "Monetary and real factors affecting economic stability", Banca Nazionale del Lavoro, Sept. 1956.
  - » "Comments", Journal of Political Economy, Aug. 1967.
- HAHN, F. H. "The balance of payments in a monetary economy", Review of Economic Studies, Febr. 1959.

- HANSEN, A. "Fundamental disequilibrium", in *Foreign Economic Policy for the U. S.*, 1948, S. Harris ed., ch. 20.
- HARBERGER, A. "Currency depreciation, income and the balance of trade", *Journal of Political Economy*, Febr. 1950.
- » "A structural approach to the problem of import demand", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, May 1953.
  - » "Some evidence of the international price mechanism", *Journal of Political Economy*, Dec. 1957.
  - » "Some notes on inflation", in *Inflation and Growth in Latin America*, 1964.
- HICKS, J. "An inaugural lecture", *Oxford Economic Papers*, No. 2, June 1953.
- HINSHAW, R. "Currency appreciation as an antiinflationary device", *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1951.
- » "Comment", *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1958.
  - » "Elasticity Pessimism, absorption and flexible exchange rates", *International Trade Finance*, Essays in Honour of J. Tinberger, 1974.
- HIRSHMAN, A. "Devaluation and the trade balance: A note", *Review of Economics and Statistics*, Febr. 1949.
- HOLMES, J. H. "The Purchasing-Power-Parity theory", in defense of G. Gassel as a modern theorist" *Journal of Political Economy*, Aug. 1967.
- HOUTHAKER, H. S. "Exchange rate adjustment", in *Factors affecting the U. S. Balance of Payments*, Joint Economic Committee, Congress of U. S., 1962.
- INGRAM, J. "Comment: the currency area problem", in *Monetary Problems of the international economy*, 1969.
- ISARD, P. "Exchange rate determination: A Survey of popular views and recent models", *Princeton Studies in International Finance*, no. 42, May 1978.
- ISHIYAMA, Y. "The theory of optimum currency areas", *IMF Staff Papers*, July 1975.
- JOHNSON, H. "Increasing productivity, income-price trends and the trade balance", *The Economic Journal*, Sept. 1954.
- » "The case for flexible rates", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, June 1969.
  - » "Further essays in monetary economics", 1973.
  - » "The monetary approach to the balance of payments", in J. Frenkel - H. Johnson eds., 1976, ch. 11.
  - » "The monetary approach to the balance of payments, Theory and Policy", *Economica*, 1977.
  - » "The monetary approach to the balance of payments", *Journal of International Economics*, 1977.
  - » "The monetary approach to the balance of payments theory: A diagrammatic analysis", *The Manchester School of Economic and Social Studies*, 1978.
  - » "The monetary approach to the balance of payments", in *International Trade and Money*, M. Connolly - A. Swoboda, eds., 1973, ch. 11.
  - » "The Sophisticated Keynesian approach: elasticities and multipliers" *Economica*, 1977.

- JONES, R. W. "Depreciation and the dampening effect of income changes" *Review of Economics and Statistics*, Febr. 1960.
- » "Stability condition in international trade: a general equilibrium analysis", *International Economic Review*, May 1961.
  - » - MAX GORDON, W. "Devaluation, nonflexible prices and the trade balance for a small country", *Canadian Journal of Economics*, 1976.
- JUNZ, H. B. - RHOMBERG, R. R. "Price competitiveness in Export trade among industrial countries", *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, May 1973.
- KALDOR, N. "The new monetarism", *Lloyds Bank Review*, July 1970.
- KEMP, M. C. "The rate of exchange, the terms of trade and the balance of payments in fully employed economies", *International Economic Review*, Sept. 1962.
- » "Speculation and the stability of the foreign exchange market" in *The Pure Theory International Trade*, 1964.
  - » "Depreciation in disequilibrium", *Canadian Journal of Economics*, Nov. 1959.
  - » "The balance of payments and the terms of trade in relation to financial controls", *Review of Economic Studies*, Jan. 1970.
- KENEN, P. "The theory of optimum currency areas: An eclectic view", University of Chicago Press, 1969.
- KEYNES, J. M. "A Treatise of money", 1930.
- » "A tract on monetary reform", 1924.
  - » "The future of the foreign exchanges" *Lloyds Bank, Monthly Review*, 1935.
  - » "The international clearing union", Speech, reprinted in the *New Economics*, pp. 359 - 68, S. Harris, ed.
  - » "The International Monetary Fund", Speech, reprinted in *The New Economics*, pp. 369-379, S. Harris, ed.
- KRAUSE, L. "Fixed, flexible and gliding exchange rates", *Journal of Money, Credit and Banking*, Part 2, May 1971.
- KREININ, M. E. - OFFICER, L. H. "The monetary approach to the balance of payments", *Princeton Studies in International Finance*, No. 43, 1978.
- KRUEGER, A. "Balance of payments theory", *Journal of Economic Literature*, March 1969.
- » "The role of home goods and money in exchange rate adjustment", *International Trade and Finance, Essays in honour of Tinbergen*, pp. 141 - 61.
- LAFFER, A. "Two arguments for fixed rates", in *The economics of common currencies*", H. Johnson - A. Swoboda, eds. 1975.
- LAPAN, H. - ENDERS, W. "Devaluation, wealth effects and relative prices", *American Economic Review*, 1978.
- LAUSREN, S. - METZLER, L. A. "Flexible exchange rates and the theory of employment", *Review of Economics and Statistics*, Nov. 1950.
- LIPTON, M. "Why Britain must cut living standards by 10%", *Financial Times*, 13.8.1974.
- LUTZ, F. A. "The problem of international economic equilibrium", 1966.
- MACHLUP, F. "The theory of foreign exchanges", in *Readings in the Theory of International Trade*, H. Ellis - Le Metzler, eds., 1950, pp. 104 - 158.

- » "Relative prices and aggregate spending in the analysis of devaluation", *American Economic Review*, 1955.
  - » "The terms of trade effects of devaluation upon real income and the balance of trade", *Kyklos*, 1956.
  - » "The alignment of foreign exchange rates", New York, 1972.
  - » "Exchange rate flexibility", J. Dreyer et al, eds., 1978, pp. 244 - 247.
  - » "Adjustment, compensatory correction and financing of imbalances in international payments", in *Trade, Growth and the Balance of Payments, Essays in honour of G. Haberler, R. Baldwin et al. eds.* 1965.
  - » "How inflation is transmitted and imported", *IMF Euromoney*, Sept. 1975.
- MAC KINNON, R. I. "Optimum currency areas", *American Economic Review*, Sept. 1963.
- » "Exchange rate flexibility and monetary policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, May 1971.
- MAGER, R. "Currency contracts pass-through and devaluation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1973.
- » "Prices, income and foreign trade: A survey of recent economic studies", in *International Finance: Frontiers for research*, P. Kenen, ed., 1975.
- METZLER, LI. "Exchange rates and prices", in *Foreign Trade and Finance*, W. R. Allen et al. eds., 1959, ch. 13.
- » "The Process of international adjustment under condition of full employment: a Keynesian view", in *Readings in International Economics*, pp. 465 - 486.
- MICHAELY, M. "Domestic effects of devaluation under repressed inflation", *Journal of Political Economy*, Dec. 1955.
- » "Relative prices and income-absorption approaches to devaluation: a partial reconciliation", *Economic Review*, March 1960.
- MINFORD, P. "Substitution effects, speculation and exchange rate stability: A Conference" Amsterdam, - 1978.
- MOLSBERGER, J. "Exchange rate flexibility: A conference", 1978.
- MORGAN, E. V. "The theory of flexible exchange rates", *American Economic Review*, June 1955.
- MUNDELL, R. A. "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, Sept. 1961.
- » "The appropriate use of monetary and fiscal policy under fixed exchange rates", *IMF Staff Papers*, March 1962.
  - » "The monetary mechanism of international adjustment", *University of Surrey, International Economics*, No. 1, May 1967.
  - » "International Economics", 1968.
  - » "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates". in *Readings in International Economics*, ch. 29.
  - » "A plan for a european currency", in the *Economics of common currencies*, H. Johnson-A. Swoboda, eds.

- NEGISHI, T. "Approaches to the analysis of devaluation", *International Economic Review*, June 1968.
- NURKSE, R. "International currency experience: Lessons of the interwar period", *League of Nations*, 1944.
- » "Domestic and International equilibrium", in *The New Economics*, S. Harris, ed., 1948, ch. 21.
  - » "Balance of payments policy at full employment", *Review of Economics and Statistics* May 1956.
- OECD. "The balance of payments adjustment process", A report by working party, No. 3, 1966.
- OFFICER, L. "Purchasing power parity and factor price equalization", *Kyklos*, 1974, pp. 868-878.
- » "The purchasing power parity theory of exchange rates: A review article", *IMF DM / 75/81*, Sept. 11, 1975.
- ORCUTT, G. H. "Measurement of price elasticities in international trade", *Review of Economics and Statistics*, May 1960.
- PATINKIN, D. "Money, interest and prices", 1956.
- PEARCE, I. F. "The problem of the balance of payments", *International Economic Review*, Jan. 1961.
- PHILLIPS, A. W. "The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the U. K., 1861 - 1957", *Economica*, Nov. 1958.
- PIGOU, A. C. "The value of money", in *Readings in Monetary Theory*, 1951.
- POLAK, J. "European exchange depreciation in the early twenties", *Econometrica*, April, 1943.
- » "Exchange depreciation and international monetary stability", *Review of Economics and Statistics*, Aug. 1947.
  - » - CHANG, T. C. "Effects of exchange depreciation on a country's export price level" *IMF Staff Papers*, Vol. I, 1950.
- ROBBINS, L. "Financial Times", 9.11.1979.
- ROBINSON, J. "Beggars-my-neighbour remedies for unemployment", in *Readings in the Theory of International Trade*, H. Ellis-Li. Metzler, eds. 1950, pp. 393-407.
- » "The foreign exchanges", in *Readings in the Theory of International Trade*, pp. 83-103.
  - » "The need for a reconsideration of the theory of international trade", in *International Trade and Money*, M. Connolly-A. Swoboda, eds., 1973.
- SALANT, W. S. "The post-devaluation weakness of the dollar", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1973, pp. 481-496.
- SAMUELSON, P. "Disparity in post-war exchange rates" in *Foreign Economic Policy for the U. S.*, S. Harris, ed., 1948.
- » "International trade and the equalization of factor prices", *Economic Journal*, 1948.
  - » "Theoretical notes on trade problems", *Review of Economics and Statistics*, May 1964.
- SCHADLER, S. "Sources of exchange rate variability: Theory and empirical evidence", *IMF Staff Papers*, Vol. 24, 1977.

- SCITOFSKI, T. "A Reply", *Journal of Political Economy*, 1955.
- » "Economic theory and western european integration", 1958.
  - » "The theory of balance of payments", *Journal of Political Economy*, Aug. 1967.
- SLIGHTON, R. "International liquidity issues under flexible exchange rates", in *Exchange Rate Flexibility*, J. Dreyer et al, eds., 1978, pp. 229 - 238.
- SMITH, W. "Effects of exchange rate adjustment on the standard of living", *American Economic Review*, Dec. 1954.
- SOHMEN, E. "Demand elasticities and the foreign exchange market", *Journal of Political Economy*, Oct. 1957.
- » "The effect of devaluation on the price level", *Quarterly Journal of Economics*, May 1958.
- STOCKFISH, J. A. "External economies, investment and foreright", *Journal of Political Economy*, 1955.
- SUNDARARAJAN. V. "Purchasing power parity computations: some extensions to less developed countries", *IMF, DM/76/101*, Nov. 19, 1976.
- SWOBODA, A. "Monetary policy under fixed exchange rates", *Economica*, May 1973.
- » "Exchange rate flexibility" Mimeo, 1979.
- TAUSSIG, F. W. "International Trade", 1927.
- TRIFFIN, R. "Gold and dollar crisis", New Haven, 1971.
- » "Gold and dollar crisis: Yesterday and tomorrow", *Princeton University Essays in International Finance*, No. 23, 1979.
- TSIANG, S. C. "Fluctuating exchange rates in countries with relatively stable economies", *IMF Staff Papers*, Oct. 1959.
- » "The role of money in trade balance stability: Synthesis of the elasticities and absorption approaches", *American Economic Review*, Dec. 1961.
- UNDERWOOD, T. "Analysis of proposals for using objective indicators as a guide to exchange rates changes", *IMF, Staff Papers*, 1973.
- VANEK, J. "The effects of devaluation on price level: Comment", *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1958.
- » "Overvaluation of the dollar: causes effects and remedies", in *Factors affecting the U.S. balance of payments*, Joint Economic Committee, Congress of U. S., 1963.
- VINER, J. "Studies in the theory of international trade", 1937.
- WHITMAN, M. "International and interregional payments adjustment: a synthetic view", *Princeton Studies in International Finance*, Nov. 19, 1967.
- » "The payments adjustment process and the exchange rate regime: what have we learned"? *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, May 1975.
  - » "Global monetarism and the monetary approach to the balance of payments", *Brookings Papers of Economic Activity*, 1975.
- WILLIAMS, J. H. "International trade theory and policy: some current issues", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 1950.

- WILLIAMSON, J. "The future exchange rate regime", Quarterly Review of the Banca Nazionale del Lavoro, June 1975.
- WILLET, TH. "The behavior and effects of flexible exchange rates", in Exchange Rates Flexibility, J. Dreyer, et al, eds., 1978, pp. 47 - 51.
- YEAGER, L. B. "A rehabilitation of purchasing power parity", Journal of Political Economy, Dec. 1958.
- » "International monetary relations", 1966.
  - » "Absorption and elasticity: a fuller reconciliation", Economica, Febr. 1970.
- ZELDER, R. "Estimates of elasticities of demand for exports of U. K. and U. S., 1921 - 1938", Manchester School of Economic Studies, Jan. 1958.

## Β' ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- ΓΚΑΡΓΚΑΝΑ, Ν. - ΜΟΜΦΕΡΡΑΤΟΥ, Π. «Διακλαδική ανάλυση της συμβολής του κόστους στη διαμόρφωση των τιμών στην 'Ελλάδα», 'Αθήνα, 1979.
- ΔΕΛΙΒΑΝΗ, Δ. «Αί συνέπειαι της νομισματικής υποτιμήσεως», Θεσσαλονίκη, 1979.
- » «'Ο μύθος της διαρκούς σταθερότητας των τιμών εξωτερικού συναλλάγματος», Θεσσαλονίκη, 1980.
- ΔΡΑΚΟΥ, Γ. «Νομισματική πολιτική και οικονομική ανάπτυξη», Τράπεζα της 'Ελλάδος, 'Αρχειον Μελετών και 'Ομιλιών, αρ. 45, 'Αθήνα, 1979.
- ΠΑΠΑΔΟΠΟΛΗ, Σ. «'Η θεωρία της ζητήσεως του χρήματος», 'Επιθεώρηση Οικονομικών και Πολιτικών 'Επιστημών, 'Ιαν. - 'Ιούνιος 1963.
- » «Προβλήματα μεθοδολογίας στην οικονομική ανάλυση», Περιοδικό ΣΠΟΥΔΑΙ, τής ΑΒΣΠ, τεύχος 1, 1970.
  - » «Οικονομική ανάπτυξις και εισαγωγαι» εις Μελέτας και 'Αρθρα (του ιδίου), 'Αθήνα 1971, σ. 73 - 94.
  - » «'Υποδείγματα διαρθρώσεως του εξωτερικού εμπορίου», Τράπεζα της 'Ελλάδος, Σειρά Ειδικών Μελετών 18, 'Αθήνα, 1972.
  - » 'Αρθρα στον Οικονομικό Ταχυδρόμο. 1) 18.9.1975, 2) 2.8.1979, 3) 29.9.1979.
- ΣΑΡΑΝΤΙΔΗ, Σ. «'Η θεωρία της διεθνούς οικονομικής ισορροπίας», Πειραιεύς, 1963.
- » «Συναρτήσεις εισαγωγών εις την ελληνικήν οικονομίαν», 'Αθήναι 1970.
  - » «Συναρτήσεις ζητήσεως εισαγωγών αγαθών κατά κατηγορίας διά την περίοδο 1960-73», Περιοδικό ΣΠΟΥΔΑΙ, τής ΑΒΣΠ, 1976, τεύχος 1.