



**DEPARTMENT OF INTERNATIONAL AND
EUROPEAN ECONOMIC STUDIES**

ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

**LOOKING FOR TRUST:
THE WEAK ACCUMULATION IN GREECE
DURING THE 19TH CENTURY**

NICOS CHRISTODOULAKIS

Working Paper Series

21-10

August 2021

ΑΝΑΖΗΤΩΝΤΑΣ ΤΗΝ ΕΜΠΙΣΤΟΣΥΝΗ:

Η αδύναμη συσσώρευση στην Ελλάδα του 19^{ου} αιώνα

ΝΙΚΟΣ ΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΑΚΗΣ ¹

ΠΕΡΙΛΗΨΗ: Από την αρχή της ίδρυσης του, το ελληνικό κράτος επιδίωξε να υιοθετήσει ένα αξιόπιστο νομισματικό σύστημα, αφενός για να εδραιώσει μια εγχρήματη οικονομία στο εσωτερικό και αφετέρου να έχει πρόσβαση στις διεθνείς αγορές. Για να αποκτήσει την εμπιστοσύνη των εγχώριων και ξένων οικονομικών παραγόντων, έπρεπε να εγγυάται την μετατρεψιμότητα του χρήματος και αυτό με την σειρά του απαιτούσε σημαντική συσσώρευση πολύτιμων μετάλλων και συναλλάγματος. Την ίδια στιγμή, το εκδοτικό όφελος ήταν περιορισμένο και τα φορολογικά έσοδα είχαν την διπλή υποχρέωση να καλύπτουν τοκοχρεολύσια και να χρηματοδοτούν αυξημένες στρατιωτικές δαπάνες, με αποτέλεσμα ελάχιστοι πόροι να απομένουν για κατανάλωση, παραγωγικές επενδύσεις και υποδομές. Η μελέτη δείχνει ότι ενώ η λειτουργία του τραπεζικού συστήματος ήταν σύμφωνη με τις ευρωπαϊκές προδιαγραφές και η διαδικασία συσσώρευσης διαθέσιμων βασιζόταν σε εύλογους κανόνες, η έλλειψη πόρων την καθιστούσε ανεπαρκή και συχνά οδηγούσε σε άρση της μετατρεψιμότητας και απώλεια εμπιστοσύνης, μέχρι να ξαναρχίσει ένας νέος γύρος αναζήτησης.

ΚΕΙΜΕΝΟ ΣΥΖΗΤΗΣΗΣ: Σχόλια ευπρόσδεκτα, αναφορές όχι ακόμα

ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2021

¹ Ομότιμος Καθηγητής Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών. Hellenic Observatory, LSE.
Email address: nchris@aueb.gr;N.Christodoulakis@lse.ac.uk

**LOOKING FOR TRUST:
The weak accumulation in Greece during the 19th century**

Nicos Christodoulakis ²

Abstract: Using long term statistical series for Greece, the study locates and discusses the adjustments that took place in Greece during the 19th century in order to stabilize the economy, accumulate foreign reserves to support the viability of the currency regime and, thus, regain access to international markets. Most of the time the effort was fruitless and, finally led to bankruptcy in 1893. Then, in 1898 the International Economic Control was imposed to redress public finances and prepare the country for a more credible and lasting participation in the Gold Standard that finally takes place in 1910. Despite the fact that the Banking system and the process of accumulating foreign exchange reserves were following sensible rules, accumulation was so weak that the inability to achieve creditworthiness and trust among the more developed economies in Europe became endemic and left Greece without the precious access to capital and bond markets in Western Europe.

Preliminary Draft: Comments welcome, no quotes please

August 2021

² Emeritus Professor at the Athens University of Economics & Business. Hellenic Observatory, LSE
Email address: nchris@aueb.gr;N.Christodoulakis@lse.ac.uk

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Από την αρχή της ίδρυσης του, το ελληνικό κράτος επιδίωξε να υιοθετήσει ένα αξιόπιστο νομισματικό σύστημα, αφενός για να εδραιώσει μια εγχρήματη οικονομία στο εσωτερικό και αφετέρου να έχει πρόσβαση στις διεθνείς αγορές. Για να αποκτήσει την εμπιστοσύνη των εγχώριων και ξένων οικονομικών παραγόντων, έπρεπε να εγγυάται την μετατρεψιμότητα του χρήματος και αυτό με την σειρά του απαιτούσε σημαντική συσσώρευση πολύτιμων μετάλλων και συναλλάγματος. Την ίδια στιγμή, το εκδοτικό όφελος ήταν περιορισμένο και τα πενιχρά φορολογικά έσοδα είχαν την διπλή υποχρέωση να καλύπτουν τοκοχρεολύσια και να χρηματοδοτούν αυξημένες στρατιωτικές δαπάνες, με αποτέλεσμα ελάχιστοι πόροι να απομένουν για κατανάλωση, παραγωγικές επενδύσεις και υποδομές.

Σε αντίθεση με όλες τις αντιξοότητες – ή μερικές φορές τουλάχιστον εξαιτίας της διαρκούς παρουσίας πολλών εξ αυτών – το ελληνικό κράτος επιδίωξε από τις αρχές της ίδρυσης του να αποκτήσει ένα νομισματικό και συναλλαγματικό σύστημα εφάμιλλο αυτών που είχαν υιοθετήσει τα προηγμένα ευρωπαϊκά κράτη και μάλιστα ο πυρήνας των μεγάλων δυνάμεων – Αγγλία, Γαλλία και Γερμανία.

Οι λόγοι που υπαγόρευαν την επιλογή ενός εξελεγμένου και απαιτητικού νομισματικού συστήματος ήταν τόσο πρακτικοί όσο και ιδεολογικοί. Πρακτικοί διότι οι κυβερνήσεις ήλπιζαν ότι ένα σύγχρονο νομισματικό σύστημα θα τους έδιδε την απαιτούμενη αξιοπιστία για να εμφανιστούν στις διεθνείς αγορές χρήματος και ομολόγων και να δανειστούν όσα είχαν ανάγκη για την ανοικοδόμηση της χώρας και την εύρυθμη λειτουργία του πολιτικού συστήματος, δεδομένου ότι άλλες πηγές δανεισμού ήταν δυσεύρετες ή/και ανύπαρκτες.

Ακόμα όμως και αυτή η πλευρά ήταν προβληματική, γιατί η Ελλάδα είχε μεν φροντίσει να τηρήσει όλους τους κανόνες λειτουργίας του νομισματικού συστήματος, πλην όμως η αξιοπιστία της ήταν εξαρχής υπονομευμένη. Αιτία ήταν η πρώιμη αποκήρυξη των δανείων της ανεξαρτησίας 1824/1825 που βιάστηκε να κάνει το 1827, παίρνοντας έτσι την «ρετσινιά» του προπατορικού αμαρτήματος και διατηρώντας την για 50 σχεδόν χρόνια.³

³ Τα δάνεια της Ανεξαρτησίας είχαν κατάφωρα επαχθείς όρους είτε επειδή συνήφθησαν σε μια περίοδο γενικότερης κρίσης ήτα γιατί η Ελλάδα δεν είχε ακόμα το στάτους κρατικής οντότητας.

Με τέτοιες αρχικές συνθήκες, τα έθνη συνήθως υποτροπιάζουν. Η Ελλάδα λαμβάνει το 1833 ένα σημαντικό δάνειο για την ανασυγκρότηση του νεοπαγούς Βασιλείου υπό τον Όθωνα, αλλά δέκα χρόνια αργότερα διαπιστώνει ότι και πάλι δεν μπορεί να το εξυπηρετήσει και δηλώνει αδυναμία πληρωμών, παράλληλα φυσικά με την άρνηση εξυπηρέτησης των δανείων Ανεξαρτησίας. Η πτώχευση του 1843 είναι η πρώτη του επίσημου κράτους και σηματοδοτεί νέες εξελίξεις. Αφενός μεν εδραιώνεται μια συμπαγής και ακραία αρνητική άποψη στο εξωτερικό για την φερεγγυότητα του ελληνικού κράτους, μετά από δύο πτωχεύσεις σε διάστημα 20ετίας. Αφετέρου, τίθενται σε κίνηση μια σειρά από μείζονες αλλαγές και μεταρρυθμίσεις στο εσωτερικό της χώρας για να ξεπεράσουν την στάμπα του «τζαμπατζή» και να αποκτήσουν την πολυπόθητη αξιοπιστία του συνεπούς δανειολήπτη.

Στο σημείο αυτό συναντάται η προσπάθεια θεμελίωσης της νομισματικής πολιτικής με τις ιδεολογικές αναζητήσεις του νεαρού κράτους και διαμορφώνονται διάφορα είδη πρόσληψης των αλλαγών στην πολιτική σφαίρα. Με αρκετή δόση απλούστευσης συνοψίζονται ως εξής: η πρώτη θεωρεί υπεύθυνη την καχεξία των εσωτερικών θεσμών που δεν επέτρεψαν την συστηματική εφαρμογή μιας στρατηγικής ανάπτυξης, όπως έκαναν άλλες ευρωπαϊκές χώρες, και προτάσσει τον εκσυγχρονισμό του πολιτικού συστήματος για να απαλλαγεί από το αποτύπωμα που άφησε η μακρά Οθωμανική δουλεία. Μία άλλη θεωρεί ότι μια μικρή περιφερειακή χώρα είναι νομοτελειακά ανήμπορη να παρακολουθήσει την εξέλιξη των μητροπόλεων, εκτός αν αποφασίσει να αποκτήσει ισχυρό ρόλο και η ίδια μέσω της ανάδειξης της σε πόλο περιφερειακής ισχύος και της συνεπακόλουθης διεκδίκησης μιας αποτελεσματικής συμμαχίας με τους κεντρικούς πρωταγωνιστές της διεθνούς σκηνής.

Οι δύο αυτές προσεγγίσεις δεν είναι μεταξύ τους ασύμβατες ή αντιθετικές, και συχνά οι αποτυχίες (ή επιτυχίες) της μιας οδηγούν σε όξυνση (ή ενίσχυση) την άλλη. Για τις ανάγκες της ιστορικής αφήγησης, θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε ως τυπικούς εκφραστές της πρώτης άποψης κατά τον 19^ο αιώνα τους Αλέξανδρο Μαυροκορδάτο (1791-1865) και Σπυρίδωνα Τρικούπη (1788-1873), ενώ της

Όταν το απέκτησε μετά την Ναυμαχία του Ναυαρίνου απέτυχε να διαπραγματευτεί καλύτερους όρους και επιπόλαια κατέφυγε στην μονομερή άρνηση πληρωμής που την ταλαιπώρησε και την εξευτέλισε επί μισό αιώνα.

δεύτερης τον Ιωάννη Καποδίστρια (1776-1831) και τον Χαρίλαο Τρικούπη (1832-1896), αλλά φυσικά ακόμα πιο ολοκληρωμένα και δυναμικά τον Ελευθέριο Βενιζέλο (1864-1936) κατά τον 20^ο αιώνα.

Τέλος, υπάρχει και μια τρίτη προσέγγιση που θεωρεί ότι ήταν αυτή ακριβώς η διασύνδεση της χώρας με το διεθνές σύστημα που την δέσμευε σε ένα δεδομένο πλαίσιο εξάρτησης και αναπαραγωγής του καταμερισμού εργασίας που ευνοούσε τις μητροπόλεις. Μόνο υπό αυτές τις συνθήκες οικονομικής υστέρησης επιτρεπόταν η εκμετάλλευση των εθνικών πόρων και μαθηματικά οδηγούσε σε αποτυχία τις δύο άλλες δύο στρατηγικές.⁴

Σύμφωνα με μια ακραία εκδοχή της που βρίσκει απήχηση σε εποχές κρίσεων, η Ελλάδα πρέπει να ξεχάσει την φιλοδοξία ένταξης της στο ευρωπαϊκό σύστημα και – σε αντάλλαγμα – δικαιούται να επιβάλει μια μονομερή αποκήρυξη των δανειακών της υποχρεώσεων που την έφεραν σε αδιέξοδο χωρίς τον κίνδυνο αντιποίνων. Μετά μπορεί να αναζητήσει έναν περιορισμένο μεν ρόλο στην διεθνή σκηνή, αλλά στα όρια του προβλέψιμου και υπάκουου ακολούθου, όχι πλέον ως σύμμαχος ή στρατηγικός εταίρος. Με λίγα λόγια, η μικρά, έντιμος και αείποτε κέετις χώρα.⁵ Η άποψη αυτή εκφράστηκε κυρίως από το πελατειακό πολιτικό σύστημα που επικρατούσε τον 19^ο αιώνα και είχε επιδοθεί σε μια ασίγαστη εξυπηρέτηση προνομίων και πελατειακών τακτοποιήσεων. Στην διάρκεια των Βαλκανικών Πολέμων εκδηλώνεται κυρίως μέσω των φιλοβασιλικών δυνάμεων και αργότερα με τους ουδετερόφιλους του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου.

Έχει κάποιο ενδιαφέρον και η αντιστοίχιση των στρατηγικών αυτών με τις εκάστοτε κορυφές του πολιτεύματος. Ο Όθων (βασιλ. 1832-1862) φαίνεται να υιοθετεί περισσότερο την δεύτερη στρατηγική, ενώ ο Γεώργιος Α΄ (βασιλ. 1863-

⁴ Πάντως, όπως σημειώνει ο Δερτιλής (2004, σ. 509), συνιστά ιδεοληψία η θεωρία οικονομικής εκμετάλλευσης της χώρας από τους ξένους, δεδομένου ότι *«πλην ελαχίστων εξαιρέσεων, οι βρετανοί κεφαλαιούχοι αδιαφορούσαν για επενδύσεις στην Ελλάδα, τουλάχιστον [έως τον] Μεσοπόλεμο»*.

⁵ Όσο και να φαίνεται παράδοξο, στα ίδια ακριβώς συμπεράσματα καταλήγουν και όσοι θέλουν να την αποβάλουν από την εκάστοτε ενσωμάτωση γιατί θεωρούν ότι ιστορικά και θεσμικά δεν είναι άξια να συμμετέχει στα πλεονεκτήματα σταθερότητας και ασφάλειας που παρέχει το διεθνές σύστημα.

1913) την πρώτη χωρίς όμως να εχθρεύεται την δεύτερη. Προφανώς ο Κωνσταντίνος Α΄ (βασίλ. 1913-1922) αποτελεί τον κορυφαίο εκφραστή της τρίτης άποψης ήτοι της περιορισμένης και ελεγχόμενης εθνικής κυριαρχίας.

Με βάση τα ανωτέρω έχει μεγάλη σημασία να εξετάσει κανείς εάν και κατά πόσο η νομισματική πολιτική που εφαρμοζόταν ανταποκρινόταν στους σχεδιασμούς και τις προσδοκίες των Αρχών και κατά πόσο εθεωρείτο αξιόπιστη από την διεθνή τάξη των δανειστών και ομολογιούχων. Το ερώτημα αυτό εξετάζεται αναφορικά με δύο κρίσιμες πτυχές της νομισματικής πολιτικής:

- (i) Τον δανεισμό προς τον ιδιωτικό τομέα που κρίνει την έκταση και την ένταση του παραγωγικού μετασχηματισμού της χώρας.
- (ii) Τον σχηματισμό συναλλαγματικών διαθεσίμων που κρίνει την ικανότητα της χώρας να φέρει σε πέρας τις εξωτερικές εμπορικές ροές, και να διατηρήσει με αξιοπιστία την ασφάλεια των συναλλαγών χωρίς να διακινδυνεύσει το συναλλαγματικό καθεστώς.

Η μελέτη επιφυλάσσει δύο εντυπωσιακά ευρήματα: Αφενός και στα δύο μέτωπα η Ελλάδα βρίσκεται ότι ακολουθεί εύλογους κανόνες, παρόμοιους με αυτούς που είχαν υιοθετήσει τα πιο εξελιγμένα κράτη της εποχής εκείνης ή ακόμη και οικονομίες της σημερινής εποχής. Το δεύτερο εύρημα είναι όμως ότι και στις δύο περιπτώσεις η έλλειψη πόρων καθιστούσε την ακολουθούμενη νομισματική πολιτική ανεπαρκή για να τροφοδοτήσει μια αυτοδύναμη ανάπτυξη ή να αντιτάξει μια σθεναρή γραμμή υπεράσπισης του συναλλαγματικού.

Οι ελλείψεις αυτές έκαναν τις ακολουθούμενες πολιτικές να μοιάζουν αδύναμες και συχνά οδηγούσαν σε άρση της μετατρεψιμότητας και απώλεια εμπιστοσύνης, μέχρι να ξαναρχίσει ένας νέος γύρος αναζήτησης. Παρά τις προσπάθειες που επανειλημμένα κατέβαλε, η Ελλάδα δεν υπερνίκησε μόνιμα το κατώφλιο ανάκτησης εμπιστοσύνης το οποίο η ίδια είχε φροντίσει να ανεγείρει με τις δύο αρνήσεις πληρωμής που είχε κάνει στο ξεκίνημα του νέου κράτους. Ο 19^{ος} αιώνας τελικά θα λήξει με άλλη μία πτώχευση (1893), μία ταπεινωτική συνθήκη με τον Σουλτάνο (1897) και μια εξευτελιστική παράδοση άνευ όρων στον Διεθνή Οικονομικό Έλεγχο (1898) που ανέλαβε να χειρίζεται όλα τα θέματα οικονομικής

πολιτικής της χώρας για πάρα πολλά χρόνια. Οι μεγάλες προσδοκίες προσγειώθηκαν απότομα και η ώρα της κρίσεως δεν υπήρξε γενναιόδωρη για την χώρα.

Υπήρξε όμως αφορμή για σοβαρές αποφάσεις στο μέλλον, οι οποίες την έκαναν και πάλι πρωταγωνιστή στα Βαλκάνια και την Ευρώπη καθ' όλη την πρώτη εικοσαετία του 20^{ου} αιώνα. Τώρα όμως είχε μάθει τους κανόνες.

Για να διατρέξουμε την αξιολόγηση της νομισματικής πολιτικής στις διάφορες περιόδους του 19^{ου} αιώνα ακολουθούμε τα εξής Τμήματα:

Στο Τμήμα 2 περιγράφονται τα χρονικά ορόσημα που στοιχειοθετούν την παρούσα ανάλυση και τα κυριότερα επεισόδια που έλαβαν χώρα. Περιγράφεται επίσης η μεθοδολογία αξιολόγησης μιας περιόδου με βάση τις οικονομετρικές εκτιμήσεις βασικών εξισώσεων και μεταβλητών.

Στο Τμήμα 3 περιγράφεται η κατανομή των πόρων στο πλαίσιο ενός μακρο-οικονομικού υποδείγματος ροών-αποθεμάτων. Η ανάλυση εστιάζει στους παράγοντες που επηρεάζουν αφενός μεν την συνολική ιδιωτική ζήτηση κατανάλωσης και επενδύσεων ως καθοριστικών στοιχείων για την εσωτερική ευημερία και εξέλιξη μιας οικονομίας, και αφετέρου της συσσώρευσης συναλλαγματικών διαθεσίμων ως καθοριστικών για την αξιοπιστία και την άμυνα της χώρας προς το εξωτερικό.

Στο Τμήμα 4 περιγράφεται ο ισολογισμός του τραπεζικού συστήματος και ελέγχεται η δομή και η στατιστική σημαντικότητα ορισμένων βασικών χαρακτηριστικών του. Με βάση τον έλεγχο αυτό, τεκμαίρεται ότι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα λειτουργούσε όντως σύμφωνα με τις προδιαγραφές που είχαν τεθεί από τις νομισματικές αρχές της εποχής, πλην όμως η καχεξία των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών εμπόδιζε την πλήρη ανάπτυξη της δανειοδοτικής και αναπτυξιακής του διάστασης.

Στο Τμήμα 5 περιγράφεται ο σχηματισμός συναλλαγματικών διαθεσίμων με βάση κάποιους στόχους σε σύγκριση με το ύψος των εισαγωγών, την συναλλαγματική σταθερότητα και το ύψος των ιδιωτικών καταθέσεων που είναι επιρρεπείς στην μετατρεψιμότητα.

Στο Τμήμα 6 περιγράφεται το τριπλό πρόβλημα κατάρρευσης που αντιμετώπισε η ελληνική οικονομία στο τέλος του 19^{ου} αιώνα με τις λεόντειες συμφωνίες στις οποίες παραδόθηκε και συγκεκριμένα στους πιστωτές, την Τουρκία και τον ΔΟΕ. Τέλος στο Τμήμα 7 σκιαγραφούνται ορισμένα συμπεράσματα.

2. ΟΡΟΣΗΜΑ ΚΑΙ ΖΗΤΟΥΜΕΝΑ

Ο χρονικός ορίζοντας που υιοθετείται στην παρούσα εργασία ξεκινά από την ίδρυση της Εθνικής Τράπεζας το 1841, η οποία αποκτά το εκδοτικό προνόμιο και λειτουργεί ως ντε φάκτο Κεντρική Τράπεζα, κατά το πρότυπο της Τράπεζας Αγγλίας.

2.1. Ίδρυση Εθνικής Τράπεζας και εκδοτικό προνόμιο

Η Εθνική Τράπεζα απέκτησε πάραυτα τον έλεγχο της έκδοσης χαρτονομισμάτων με την υποχρέωση τήρησης ενός συγκεκριμένου κλάσματος σε αποθέματα χρυσού προκειμένου να διασφαλιστεί η μετατρεψιμότητα και επίσης να αντιμετωπιστεί ο πληθωρισμός. Στις άλλες τράπεζες, το εκδοτικό προνόμιο περιορίστηκε δραστικά.⁶ Το απόθεμα μεταλλικού αρχικά περιελάμβανε μόνο άργυρο και χρυσό, αργότερα όμως ήταν επαυξημένο με συνάλλαγμα νομισμάτων που ήταν μετατρέψιμα σε αυτά. Για λόγους απλότητας, θεωρείται ότι όλα μαζί συνιστούν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα. Αρχικά τα διαθέσιμα είχαν οριστεί να αντιπροσωπεύουν το ένα τρίτο του κυκλοφορούντος χρήματος, ακολουθώντας τον ίδιο κανόνα με την Τράπεζα της Αγγλίας.⁷ Αργότερα, το κλάσμα αυτό είτε μειώθηκε κατά την διάρκεια της άρσης, είτε προσέγγισε την μονάδα όταν η Ελλάδα υπερσυσσώρευσε διαθέσιμα για να εισέλθει αξιόπιστα στον Κανόνα Χρυσού το 1910.

⁶ Τις περιόδους έως το 1864 και από 1920-1928 το προνόμιο κατέχει αποκλειστικά η Εθνική, Τις άλλες περιόδους, η Εθνική αλλά και οι προνομιούχες τράπεζες Ιονική, Κρήτης, Ηπειροθεσσαλίας για την περιοχή εκάστης.

⁷ Γνωστό ως Κανόνα του Πάλμερ (Palmer's Rule), από το όνομα του διοικητή της Τράπεζας Αγγλίας το 1830. Βλέπε Screpanti & Zamagni (2004, σ. 160-162). Για μια ανάλυση της Peel's Act, βλέπε Berdell J. & Th. Mondschean, (2020).

Βαθμιαία η Εθνική επιχείρησε να αποκτήσει τον ρόλο που είχε η Τράπεζα της Αγγλίας, δηλαδή να είναι εκδοτικός μηχανισμός με αδιατάρακτο καθεστώς μετατρεψιμότητας και ταυτόχρονα να εποπτεύει το υπόλοιπο τραπεζικό σύστημα, όπως προέβλεπε η Πράξη της κυβέρνησης Peel.⁸ Πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι ακόμα και η Τράπεζα Αγγλίας είχε υποχρεωθεί να κάνει άρση μετατρεψιμότητας, τόσο πριν την Πράξη όσο και αρκετές φορές αργότερα. Όπως αναφέρουν οι Berdell & Mondschean (2020), η Τράπεζα Αγγλίας είχε αναστείλει την μετατρεψιμότητα το 1797, όμως η φήμη της ήταν αρκετά ισχυρή και η αγορά συνέχισε να την θεωρεί αξιόπιστη στην έκδοση χρέους.⁹ Το ίδιο συνέβη το 1847, 1857 και το 1866 με την κατάρρευση της τράπεζας Overend Gurney¹⁰.

Κάτι τέτοιο όμως δεν ίσχυε με την νεοσύστατη Εθνική που καμμία αξιοπιστία δεν είχε προλάβει να εδραιώσει, με αποτέλεσμα οι συχνές άρσεις μετατρεψιμότητας από το 1848 και μετά να υπονομεύουν την προδιάθεση των εγχώριων επενδυτών για εσωτερικό δανεισμό. Επιπλέον, οι άρσεις της Τράπεζας Αγγλίας ήταν σποραδικές και σύντομες, σε αντίθεση με τις μακρές περιόδους που χρειαζόταν η Εθνική.

Ένα άλλο ζήτημα που προσδιορίζει τον ορίζοντα ανάλυσης είναι φυσικά η διαθεσιμότητα των στοιχείων. Για την Ελλάδα υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για το ΑΕΠ, το εξωτερικό εμπόριο και διάφορα νομισματικά μεγέθη από την βάση SEEMHN (2014) της Τράπεζας Ελλάδος και τις σειρές Κωστελένος κ. άλλ. (2007). Ορισμένα μεγέθη είναι διαθέσιμα μόνο μετά το 1851 ή αργότερα και αυτό επιβάλλει μια αντίστοιχη σμίκρυνση της διερευνώμενης περιόδου.

⁸ Η Peel's Act εφαρμόστηκε το 1844 και διατήρησε σε ισχύ τον Κανόνα Πάλμερ.

⁹ Η κρίση του 1797 είχε προκληθεί από τον τραπεζικό πανικό που προκλήθηκε όταν ομάδες Γάλλων ατάκτων είχαν αποβιβαστεί στην Ουαλία και στο Λονδίνο τους πέρασαν για κανονικό στρατό του Ναπολέοντα που θα κατελάμβανε την χώρα.

¹⁰ Το 1866 ξεσπά μια κρίση τραπεζικού πανικού στην Αγγλία με αφορμή την κατάρρευση της χρηματοπιστωτικής εταιρείας Overend Gurney, η οποία οδηγεί σε πτώχευση μια σειρά από ναυπηγεία και εργοστάσια σιδήρου, άνοδο της ανεργίας και πτώση των μισθών. Ξεπεράστηκε όμως γρήγορα με παρέμβαση της Τράπεζας Αγγλίας που ενίσχυσε τα κεφάλαια των άλλων τραπεζών και δεν φαίνεται να προκάλεσε αξιοσημείωτα προβλήματα σε άλλες οικονομίες, Sowerbutts et al (2016).

Ο ορίζοντας εκτείνεται έως το 1898, οπότε η Ελλάδα υποχρεώνεται να αποδεχτεί τον Διεθνή Οικονομικό Έλεγχο προκειμένου να δαμάσει τα δημοσιονομικά ελλείμματα και να αποκτήσει μεγαλύτερη αξιοπιστία διεθνώς. Με τον ΔΟΕ, η χώρα έχασε εντελώς την αυτονομία της στη δημοσιονομική πολιτική και αποδέχθηκε χωρίς καμιά διαπραγμάτευση την αύξηση των εσόδων κυρίως μέσω της έμμεσης φορολογίας, προκαλώντας απανωτά κύματα απελπισίας, εξουθένωσης και μετανάστευσης στα φτωχότερα στρώματα.

Τελικά όμως η σταθεροποίηση της οικονομίας επιτυγχάνεται και ως αποτέλεσμα η Ελλάδα εντάσσεται εκ νέου και με ανανεωμένη αξιοπιστία στο διεθνές οικονομικό σύστημα το 1910. Είναι η στιγμή της ένταξης της Δραχμή στον Κανόνα Χρυσού, όπου με διάφορες παραλλαγές και περιπέτειες εντός/εκτός παραμένει έως το 1939.

2.2. Διαπιστώσεις

Στην διάρκεια αυτής της περιόδου 1841-1898, μπορούν να γίνουν οι ακόλουθες διαπιστώσεις:

(α) Κρίσεις και πτωχεύσεις: Και στις δύο κρίσεις της εξεταζόμενης περιόδου (1843, 1893), το ελληνικό κράτος αναγκάστηκε να κηρύξει πτώχευση, η οποία με την σειρά της προκάλεσε νέο κύμα ύφεσης και αναταραχής και οδήγησε σε προγράμματα δημοσιονομικής σταθεροποίησης, επιφέροντας περαιτέρω κλονισμό της ευημερίας και της αξιοπιστίας του δανεισμού.

(β) Χρηματο-οικονομική καθήλωση: Ως «κρίση» ορίζεται συνήθως η περίοδος κατά την οποία προκαλείται μία αιφνίδια μεταβολή ενός μεγέθους που είναι μεγάλης σημασίας για την ευημερία των πολιτών.¹¹ Εκτός όμως από αυτά τα φαινόμενα, οι Reinhart & Rogoff (2009) πιστοποιούν ως «κρίση» και τις παρατεταμένες καταστάσεις περιορισμού και ελέγχου των οικονομικών πόρων διότι έτσι «καταπιέζεται» η λειτουργία των αγορών. Το φαινόμενο αποκαλείται

¹¹ Για μια εκτενή συζήτηση για τις διάφορες μορφές κρίσεων, βλέπε, για παράδειγμα, Χριστοδουλάκης (2012, σελ. 37).

«χρηματο-πιστωτική καθήλωση» (financial repression) και προκαλείται σε συνθήκες ολικής ή μερικής χρεοκοπίας, κεφαλαιακών ελέγχων, κλπ.

Ακριβώς σε μία τέτοια κατάσταση είχε εγκλωβιστεί το ελληνικό κράτος σχεδόν όλο τον 19^ο αιώνα και σε αρκετά διαστήματα του 20^{ου} αιώνα.¹² Για να αντιληφθεί κανείς την ακρότητα με την οποία το διεθνές σύστημα μεταχειρίστηκε το νεοπαγές ελληνικό κράτος, αρκεί να δει ότι μόνο κατά το 1/5 της συνολικής διαδρομής από την σύσταση του ως τα τέλη του 19^{ου} αιώνα είχε κάποια πρόσβαση σε δάνεια εξωτερικού, (Πίνακας 1).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1. Χρονική αναλογία πιστωτικού αποκλεισμού 1824-1898

Πηγή: Πηγή: Κατάστρωση με βάση τα στοιχεία Lazaretou (1999, Table 2b)

ΑΙΤΙΑ	ΑΠΟΚΛΕΙΣΜΟΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ					ΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΟΓΙΑ
	ΑΡΧΗ	ΛΗΞΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ	ΑΘΡΟΙΣΜΑ	ΗΛΙΚΙΑ ΚΡΑΤΟΥΣ	
Πρώτο δάνειο	1824					
Παύση πληρωμών 1824-1825	1826	1833	7	7	9	78%
Παύση πληρωμών 1833	1835	1879	44	51	55	93%
Διεθνής αναταραχή. Δυσπιστία	1891	1898	7	58	74	78%

(γ) Η αδύναμη συσσώρευση: Επί μισό περίπου αιώνα – από τα μέσα έως τα τέλη του 1900 - η εξέλιξη του βιοτικού επιπέδου χρόνια ήταν ελάχιστη, με ένα μέσο ετήσιο ρυθμό μόλις 0,50% του ΑΕΠ.¹³ Κύριος λόγος για αυτή την μακρά στασιμότητα δεν ήταν η διασύνδεση με το διεθνές σύστημα και οι διαταραχές που ενδεχομένως αυτή προκαλούσε, αλλά αντίθετα ο αποκλεισμός από τις διεθνείς αγορές και η πιστωτική πενία που είχε επιβληθεί στην χώρα. Και μόνο αυτό αρκεί να καταδείξει ότι η προσπάθεια συσσώρευσης πόρων για την ισχυροποίηση της οικονομίας, πρακτικά απέτυχε με αποτέλεσμα η οικονομική δραστηριότητα, αλλά και η αξιοπιστία του συστήματος, να βρίσκεται σε μια διαρκή αναστάτωση και αδυναμία σταθεροποίησης.

¹² Σημαντικοί – αλλά σαφώς λιγότεροι - περιορισμοί υπήρξαν και την νεότερη περίοδο με τις μακροχρόνιες απαγορεύσεις στην κίνηση κεφαλαίων μέχρι την σταδιακή άρση τους μετά την ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση το 1981. Πιο πρόσφατα, προέκυψαν συνθήκες χρηματο-οικονομικής καθήλωσης με τα capital controls που επιβλήθηκαν το 2015 και διήρκεσαν τέσσερα χρόνια.

¹³ Συγκρίνονται τα μέσα επίπεδα ΚΚΑΕΠ της πρώτης και τελευταίας πενταετίας της περιόδου για να αποφύγουμε κάποια χρονική ιδιομορφία.

2.3. Τα προπατορικά αμαρτήματα

Σε αυτές τις συνθήκες, έχει μεγάλη σημασία ο εντοπισμός των συγκεκριμένων περιοχών αδυναμίας του ελληνικού κράτους να ανταποκριθεί στις εκάστοτε απαιτήσεις της διεθνούς συγκυρίας – και πιο συγκεκριμένα σε αυτές των ξένων δανειστών ώστε να διασφαλίσει απρόσκοπτη και επαρκή ροή νέων επενδύσεων. Για παράδειγμα, όταν ο Bordo (2008) περιγράφει τις προϋποθέσεις μιας πετυχημένης αγκύρωσης των κεντρικών ευρωπαϊκών χωρών στον Κανόνα Χρυσού, τονίζει

(α) την ύπαρξη ενός υγιούς δημοσιονομικού περιβάλλοντος με φοροληπτική ικανότητα και χαμηλά ελλείμματα και χρέος, και

(β) την υιοθέτηση της φιλελεύθερης τριάδας για την ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων, εργασίας και εμπορίου.

Οι μεγάλες δυνάμεις της εποχής – Αγγλία, Γαλλία και Γερμανία – πληρούν κατά το μάλλον ή ήττον - αυτές τις δύο προϋποθέσεις και για αυτό άλλωστε πρωταγωνιστούν στην παγκοσμιοποίηση πριν και μετά τον Α΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Από κοντά και οι χώρες της Ολλανδίας, Βελγίου, Ελβετίας και σε μεγάλο βαθμό οι σκανδιναβικές.

Από εκεί και πέρα όμως αρχίζουν οι διάφορες ταχύτητες της περιφέρειας, στην Ιβηρική, την Μεσογειακή και την Βαλκανική εκδοχή τους. Κάθε χώρα αξιολογείται στο διεθνές στερέωμα ανάλογα με την συγκεκριμένη ιστορία της, τις αδυναμίες της και – προπάντων – την ύπαρξη του προπατορικού αμαρτήματος της μονομερούς αποκήρυξης υποχρεώσεων.

Είναι προφανές ότι η Ελλάδα ανήκει emphaticά στην κατηγορία της περιφέρειας, δεδομένης της προγενέστερης παράδοσης μονομερών πτωχεύσεων (1827 και 1843), την αδυναμία συγκρότησης ενός υγιούς δημοσιονομικού περιβάλλοντος και την άενη ανακίνηση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας γύρω από την έκταση, την κυριότητα και τις βλέψεις του νέου κράτους.

Ουσιαστικά η χώρα δεν είχε την δυνατότητα να οργανώσει την πρωτογενή συσσώρευση φορολογικών εσόδων, ούτε καν όταν θέτει σε κίνηση το

μεγαλεπήβολο σχέδιο νέων επενδύσεων και υποδομών που προωθεί ο Χαρ. Τρικούπης μετά το 1880. Ακόμη και τότε η άντληση εσόδων γίνεται κυρίως μέσω της έμμεσης φορολογίας, προκαλώντας πλήθος επιπλέον στρεβλώσεων στην οικονομία και οξύνοντας τις ήδη υφιστάμενες, βλέπε Christodoulakis (2021, κεφ. 5).

Κατά συνέπεια, οι προσπάθειες που καταβάλει για την εδραίωση της χρηματοπιστωτικής αξιοπιστίας θα ακολουθούν μεν το γενικά παραδεκτό πλαίσιο της εποχής, αλλά δεν θα επαρκούν για να υπερνικήσουν το συσσωρευμένο απόθεμα δυσπιστίας λόγω των προγενέστερων πτωχεύσεων. Αυτό ακριβώς θα είναι το μοτίβο της νομισματικής πολιτικής σε όλο τον 19^ο αιώνα.

2.4. Μεθοδολογία

Στην βιβλιογραφία παρατίθενται δύο προσεγγίσεις για να ελέγξει κανείς πόσο αποτελεσματική υπήρξε η λειτουργία ενός συστήματος στο παρελθόν. Η μία προσέγγιση συγκρίνει ένα πλαίσιο αποτελεσματικής λειτουργίας ενός τομέα που είχε υιοθετηθεί είτε τότε είτε αργότερα από τους πιο εξελιγμένους παίκτες με ό,τι πραγματικά ίσχυσε στην Ελλάδα την επίμαχη περίοδο. Παραδείγματα εφαρμογής αυτής της μεθόδου είναι μια σειρά από μελέτες για τον πληθωρισμό στην Ισπανία τους περασμένους αιώνες και τον ρόλο της Λατινικής Ένωσης. Βλέπε μεταξύ άλλων τις εργασίες Martin-Acena (2017) & Blasco-Martel (2019).

Αν οι δύο συμπεριφορές είναι συμβατές, θα λέμε ότι η Ελλάδα βρισκόταν στην καλύτερη δυνατή εξέλιξη (state of the art) στον συγκεκριμένο τομέα. Διαφορετικά, το συμπέρασμα θα είναι ότι υστερούσε δραματικά με οτιδήποτε αυτό συνεπαγόταν για την αποτελεσματικότητα του συστήματος. Ως αντιπροσωπευτική περίπτωση θεωρούμε την λειτουργία του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα και την εύρυθμη λειτουργία του και ανταπόκριση στις ανάγκες της οικονομίας (με βάση προφανώς τα εκάστοτε διαθέσιμα στοιχεία).

Η δεύτερη προσέγγιση εξετάζει την διαδικασία συσσώρευσης ενός κρίσιμου μεγέθους σύμφωνα με τους κανόνες της εποχής ή ακόμα και μεταγενέστερα κριτήρια. Παράδειγμα εφαρμογής τέτοιας μεθόδου είναι η εκτενής ανάλυση των

Obstfeld et al (2010) για την συσσώρευση διαθεσίμων από τις αναδυόμενες αγορές.

Εάν η συσσώρευση στην Ελλάδα βρεθεί ότι ακολουθεί τα πιο σύγχρονα πρότυπα, είναι σαφές ότι η διαδικασία θα είναι λειτουργικά επαρκής, ασχέτως της επιτυχίας που έχει ή όχι η συγκεκριμένη πολιτική στην αντιμετώπιση ενός προβλήματος. Ως πιο αντιπροσωπευτική διαδικασία θεωρούμε την συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων, η επάρκεια των οποίων είναι καθοριστική για την αξιοπιστία του συστήματος συναλλαγματικής σταθερότητας.

Η παρούσα μελέτη επιδιώκει μια ανάλυση την αξιολόγηση της επάρκειας των μηχανισμών που επιδίωκαν την εδραίωση εμπιστοσύνης στο νεοσύστατο κράτος. Με τον τρόπο αυτό μπορούν να απαντηθούν τα ερωτήματα για τις χρόνιες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας που την έκαναν ευάλωτη σε διαταραχές και τελικά την άφηναν στάσιμη για τόσο μεγάλο χρονικό διάστημα.

3. Η ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ ΠΟΡΩΝ

Για να είναι σαφής ο ρόλος που διαδραμάτισε καθένα από τα προηγούμενα φαινόμενα στην καθήλωση της οικονομίας, είναι χρήσιμο να τα εντάξουμε σε ένα απλό μακρο-οικονομικό πλαίσιο ροών-αποθεμάτων (stock-flow models)¹⁴. Στην συνέχεια περιγράφονται οι βασικές οικονομικές ροές που εξηγούν από πού προέρχεται και πού κατευθύνεται η κατανομή των εκάστοτε διαθέσιμων πόρων.

Πριν την περιγραφή τους, εισάγεται μία πιο ευσύνοπτη απεικόνιση των αποθεματικών μεταβλητών μέσω της οποίας οι σχέσεις απλοποιούνται σημαντικά. Συγκεκριμένα, θεωρούμε ότι κάθε αποθεματική μεταβλητή (A), έχει μια απόδοση (i^A) και μπορεί να προσαυξάνεται κατά την *καθαρή* μεταβολή (∇A). Η ετήσια *ακαθάριστη* μεταβολή ορίζεται τότε ως εξής:

$$\Delta A = A_t - A_{t-1} = i^A \cdot A_{t-1} + \nabla A \quad (1')$$

Η ετήσια *καθαρή* μεταβολή προκύπτει τότε εύκολα ως:

$$\nabla A = \Delta A - i^A \cdot A_{t-1} \quad (1'')$$

3.1. Το μακρο-οικονομικό πλαίσιο

Έστω ότι (Y) είναι το ΑΕΠ, (C) η ιδιωτική κατανάλωση, (I) οι ιδιωτικές επενδύσεις, (G) οι δημόσιες δαπάνες, (X) οι εξαγωγές και (IMP) οι εισαγωγές, όλα εκφρασμένα σε ονομαστικές τιμές. Προφανώς σε κάθε χρονική περίοδο ισχύει η ισορροπία:

$$Y = C + I + G + X - IMP \quad (2)$$

Η κεντρική Τράπεζα συσσωρεύει συναλλαγματικά διαθέσιμα (Q) σε χρυσό ή/και συνάλλαγμα, έχει συνάψει στις αγορές του εξωτερικού ένα χρέος (F) για λογαριασμό της κυβέρνησης προς την οποία παρέχει δάνεια (H). Έχει το προνόμιο έκδοσης χρήματος, με βάση το οποίο εισπράττει το εκδοτικό όφελος

¹⁴ Η σπουδαιότητα αυτών των υποδειγμάτων στην μακροχρόνια συσσώρευση παραγωγικών συντελεστών, έχει επισημανθεί από πολλούς, μεταξύ άλλων από τον Tobin (1982) και Godley & Cripps (1983). Μία ενδιαφέρουσα πρόσφατη επισκόπηση τέτοιων υποδειγμάτων γίνεται από τους Nikiforos & Zezza (2017).

(S) και αποδίδει ένα μερίδιο ($\sigma < 1$) προς την κυβέρνηση. Τα φορολογικά έσοδα της κυβέρνησης είναι (T) και ο νέος κρατικός δανεισμός που πραγματοποιείται κάθε περίοδο προσδιορίζεται από τον περιορισμό Προϋπολογισμού:

$$\Delta H = i^H H + G - T - \sigma S \quad (3)$$

Ο εξωτερικός περιορισμός καθορίζει την εξέλιξη των συναλλαγματικών διαθεσίμων με βάση την μεταβολή εισροών-εκροών :

$$\Delta Q = \{X + NIFA + KIN + \Delta F\} - \{IMP + i^F F + KFL\} \quad (4)$$

Στην παραπάνω σχέση, η πρώτη έκφραση στις αγκύλες παριστάνει τις κάθε είδους εισροές κεφαλαίου προς την χώρα και η δεύτερη τις κάθε είδους εκροές. Ειδικότερα, η μεταβλητή $NIFA$ είναι το καθαρό εισόδημα εξ αλλοδαπής (κυρίως εμβάσματα), KIN οι καθαρές εισροές κεφαλαίου όπως ξένες επενδύσεις ή/και διεθνής βοήθεια, ΔF ο νέος εξωτερικός δανεισμός, $i^F F$ οι τόκοι που καταβάλλονται για το εξωτερικό χρέος και, τέλος, KFL η διαφυγή καταθέσεων εσωτερικού στο εξωτερικό, μέσω της μετατρεψιμότητας.

Προσθέτοντας κατά μέλη τις (2), (3) και (4), προκύπτει μία πιο εύχρηστη σχέση για την κατανομή των εκάστοτε διαθέσιμων πόρων:

$$[C + I] + \nabla Q = Y - [\nabla H + T + \sigma S] + [NIFA + KIN - KFL] + \nabla F \quad (5)$$

Με λόγια και χωρίς μαθηματικά σύμβολα, η (5) γράφεται ως εξής:

$$\begin{aligned} & (\text{Συνολική Ιδιωτική Ζήτηση}) \\ & + (\text{Καθαρή Αύξηση Συναλλαγματικών Διαθεσίμων}) \\ & = \\ & (\text{ΑΕΠ}) \\ & - [\text{κρατικά έσοδα \& νέος εσωτερικός δανεισμός}] \\ & + (\text{καθαρές μεταβιβάσεις από το εξωτερικό}) \\ & + (\text{ξένες επενδύσεις \& βοήθεια}) - (\text{διαφυγή καταθέσεων}) \\ & + (\text{καθαρός εξωτερικός δανεισμός}) \end{aligned}$$

Η άνω πλευρά της εξίσωσης, αφορά στο πού κατευθύνονται οι διαθέσιμοι πόροι. Ο πρώτος όρος είναι το σύνολο που πηγαίνει για κατανάλωση και επενδύσεις, και δίνει το μέτρο ικανοποίησης των αναγκών για επιβίωση των νοικοκυριών και συσσώρευση κεφαλαίου αντιστοίχως. Ο δεύτερος εκφράζει την συσσώρευση διαθέσιμων που είναι καθοριστική για την αξιοπιστία του νομισματικού συστήματος και την σταθερότητα του συναλλάγματος, όπως θα εξεταστεί αναλυτικά στο Τμήμα 5.

Η κάτω πλευρά της εξίσωσης δείχνει ότι οι πόροι προέρχονται από την εγχώρια παραγωγή (Y), αφού αφαιρεθούν όσα πηγαίνουν σε νέα τραπεζικά δάνεια προς το κράτος, φορολογικά έσοδα και το μερίδιο του εκδοτικού προνομίου που καταβάλλεται προς το κράτος.¹⁵ Οι επόμενες δύο γραμμές εκφράζουν την εισροή πόρων από το εξωτερικό και περιλαμβάνουν εμβάσματα, εισροές ξένων επενδύσεων ή ξένης βοήθειας, μείον φυσικά την διαφυγή κεφαλαίων σε περίπτωση που επικρατήσει τραπεζικός πανικός. Ο τελευταίος όρος δείχνει ότι η διαθεσιμότητα πόρων προσαυξάνεται από νέο εξωτερικό δανεισμό, γιατί άλλωστε οι κυβερνήσεις τον επεδίωκαν απεγνωσμένα όταν διαπίστωναν ότι τα προηγούμενα κανάλια ήταν απρόθυμα και απρόσιτα.

Ας εξετάσουμε τώρα ορισμένες συνιστώσες πιο αναλυτικά:

3.2. Ιδιωτική ζήτηση (C+I)

Είναι ίσως ενδιαφέρον ότι η συνολική ενεργός ζήτηση (C+I) εξακολουθεί ως και σήμερα να θεωρείται καθοριστική για την πρόοδο μιας οικονομίας. Σε μία πρόσφατη μελέτη για την πρόοδο των εθνών, διατυπώνεται η άποψη ότι μόνο αν αυτά τα δύο είδη δαπανών αυξάνονται σημαντικά και μάλιστα προεχόντως κατά το τμήμα των επενδύσεων μπορεί κανείς να περιμένει ότι θα ανέλθει το επίπεδο ευημερίας και ανταγωνιστικότητας μιας συγκεκριμένης χώρας.¹⁶ Το ύψος και η σύνθεση των δαπανών είναι επίσης κρίσιμης σημασίας: Χαμηλά επίπεδα σημαίνουν υποχρηματοδότηση και των δύο, υψηλά επίπεδα είναι επικίνδυνα να οδηγήσουν σε υπερκατανάλωση χωρίς νέες επενδύσεις, υπερεπενδύσεις χωρίς

¹⁵ Είναι ενδιαφέρον ότι περιλαμβάνεται μόνο το τμήμα (σ) του εκδοτικού που πηγαίνει στο κράτος. Το υπόλοιπο μερίδιο ($1-\sigma$) παραμένει στο τραπεζικό σύστημα και προφανώς ανακυκλώνεται με την λειτουργία του.

¹⁶ Βλέπε Σάρμα (2019, κεφ. 6, σελ. 287).

κατανάλωση θέτουν σε κίνηση τον μηχανισμό φθινουσών αποδόσεων σε συνθήκες φτώχειας.

Στην Ελλάδα του 19^{ου} αιώνα, η ενεργός ζήτηση ήταν καθηλωμένη σε αναιμικά επίπεδα και αυτό εμπόδισε την χώρα να συνταχθεί με την διαδικασία της Βιομηχανικής Επανάστασης που απλωνόταν σε όλη την Ευρώπη εκείνη την περίοδο. Η υστέρηση που επικρατούσε στο μεγαλύτερο μέρος της χώρας, έκανε την ζήτηση σύγχρονων βιομηχανικών προϊόντων αχρείαστη, ενώ η έλλειψη στοιχειωδών τεχνολογικών υποδομών και δικτύων έκανε την αδιαφορία για την παραγωγή τους να φαίνεται ως μια φυσιολογική απόρροια των πραγμάτων.¹⁷

Καθόλου τυχαία, τα μόνα ουσιαστικά δείγματα εκβιομηχάνισης εκδηλώνονται κυρίως στον τομέα των πρώτων υλών (μεταλλουργία, ορυκτά, κ.ά.) όπου δεν απαιτείται καθετοποίηση προς άλλες φάσεις επεξεργασίας. Επίσης σε εφαρμογές της ατμοπλοΐας, όπου η Ελλάδα διατηρούσε οικονομίες κλίμακας, λόγω της αξιοζήλευτης ανάπτυξης του στόλου της και της ναυτοσύνης γενικότερα.¹⁸ Προς τα τέλη του 19^{ου} αιώνα, η ναυτική ακμή της Ελλάδος εντοπίζεται σε τέσσερις περιοχές ιδιοκτησίας πλοίων: Ιόνιο & Κορινθιακός, Κεντρικό, Δυτικό και Ανατολικό Αιγαίο αντιστοίχως.¹⁹

Όλες οι περιοχές ακμάζουν γύρω στο 1880, όταν οι στόλοι είναι δύο και τρεις φορές μεγαλύτεροι από τα μέσα του 19^{ου} αιώνα, βαθμιαία όμως υποχωρούν καθώς υποσκελίζονται από τον αδυσώπητο εκσυγχρονισμό που επιφέρει η Βιομηχανική Επανάσταση στις μεταφορές. Σε κάθε περίπτωση, τα οφέλη της ελληνικής ναυσιπλοΐας δεν διαχέονται στην ηπειρωτική Ελλάδα και έτσι δεν δημιουργείται καμμία αξιοσημείωτη διαρκής ζήτηση τεχνολογίας ούτε κάποια θεαματική βελτίωση εισοδήματος στα ενδότερα της χώρας που θα μπορούσαν να πυροδοτήσουν κάποια διαρκέστερη ενασχόληση με την βιομηχανία.²⁰

¹⁷ Αυτό ήταν ευρύτερο πρόβλημα στην Νότια Ευρώπη. Βλέπε Kopsides (2012).

¹⁸ Αγγριαντώνη (2006, σελ. 234).

¹⁹ Χαρλαύτη (2006, σελ. 437).

²⁰ Μια γλαφυρή – αλλά ταυτόχρονα και απαξιωτική – περιγραφή της ένδειας και υστέρησης που επικρατούσε στην ηπειρωτική Ελλάδα, δίνει ο Αμπού (2018).

3.3. Ισχνή δραστηριότητα και επιδόσεις

Στην Ελλάδα του 19^{ου} αιώνα, όλες οι συνιστώσες της συσσώρευσης – αν και συχνά κινούνται στην σωστή κατεύθυνση - είναι ισχνές για μακρά διαστήματα, όπως θα δούμε με την ανάλυση που ακολουθεί. Συγκεκριμένα, για το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου, η χώρα βρίσκεται σε κατάσταση υστέρησης και αποδιοργάνωσης με αποτέλεσμα η εγχώρια παραγωγή να είναι καθηλωμένη. Η δραστηριότητα της είναι κυρίως αγροτική με μικρό κλήρο, η βιοτεχνία συνήθως μια οικογενειακή δραστηριότητα με τοπική εξειδίκευση και η βιομηχανία προσπαθεί να βρει διέξοδο μέσα από το ασφυκτικό πιστωτικό πλαίσιο.

Το ίδιο καθηλωμένες είναι και οι άλλες συνιστώσες. Στην προσπάθεια τους να ενισχύσουν την εθνική παραγωγή, οι κυβερνήσεις αναζητούσαν ξένα κεφάλαια αλλά προσέκρουαν στον πιστωτικό αποκλεισμό που τους είχε επιβληθεί επί μισό και πλέον αιώνα λόγω μονομερούς παύσης πληρωμών των δανείων της Ανεξαρτησίας. Οι εισροές προέρχονταν κυρίως από μεταναστευτικά εμβάσματα, αλλά και αυτά συχνά περιοριζόταν από τις διαταραχές του εμπορίου ή τις τραπεζικές κρίσεις στις δυτικές μητροπόλεις. Ξένη βοήθεια δεν υπήρξε σε όλο τον 19^ο αιώνα, παρά το γεγονός ότι το νεότευκτο κράτος αγωνιζόταν να αποδείξει την διπλή χρησιμότητα του στους συμμάχους: ότι δηλαδή αφενός εμπορείτο από τις ίδιες οικονομικές αρχές, αλλά είχε ανάγκη μια ισχυρή στήριξη για να τις εφαρμόσει αποτελεσματικά, αφετέρου ότι ήταν το πλέον κατάλληλο για να διαχειριστεί (και να ωφεληθεί από) την αναπόφευκτη συρρίκνωση της Οθωμανικής Αυτοκρατορίας.²¹

Σύμφωνα με σύγχρονες εξιστορήσεις²², η προσέγγιση αυτή της Ελλάδας απορρίφθηκε κατ' επανάληψη από τις δυνάμεις της Αγγλίας και της Γαλλίας, που έβλεπαν ότι έτσι θα ενισχύονταν η Ρωσία. Αυτής άλλωστε τον ρόλο ήθελαν να ακυρώσουν ολοκληρωτικά με τον Πόλεμο της Κριμαίας, λίγα χρόνια αργότερα. Όταν μάλιστα κατάλαβαν τα λιμάνια, φρόντισαν να διατυπώσουν με αυστηρή

²¹ Μόνο πολύ αργότερα στην διάρκεια του Α΄ ΠΠ έρχεται στρατιωτική αρωγή από τους συμμάχους. Μετά την Μικρασιατική Καταστροφή χορηγούνται ορισμένα ποσά για την μέριμνα των προσφύγων.

²² Βλέπε Beaton (2019, σελ. 185-194).

ορολογία μια σύσταση προς την Ελλάδα για την «διπλή αυθάδεια» που επιδεικνύει, τόσο στα οικονομικά όσο και γεωπολιτικά και να υπενθυμίσουν ότι:

«Σε ένα κράτος που δεν κατάφερε ποτέ να ισοσκελίσει τον προϋπολογισμό του, [πώς θα μπορούσε να επιτραπεί] να ενισχύσει τον στρατό του ή να πολεμά για να διευρύνει τα σύνορα του;»²³

²³ Beaton (2019, 189).

4.ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Στην συνέχεια εξετάζονται οι απαιτήσεις δέσμευσης πόρων για την λειτουργία του νομισματικού καθεστώτος και των εκάστοτε παραλλαγών του και περιγράφονται οι πιέσεις που αυτό προκαλούσε στην λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και την κατανομή των πόρων.

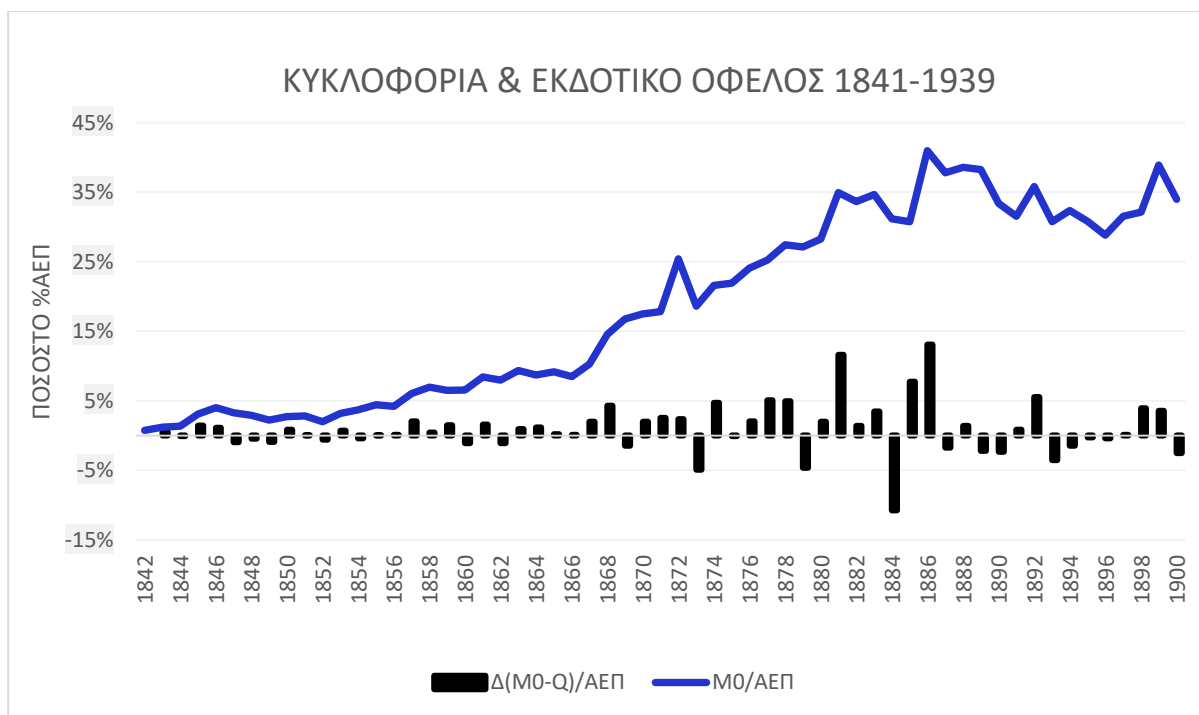
4.1. Το Αδύναμο Χρήμα

Η αδυναμία εξεύρεσης κρατικών εσόδων σε μια οικονομία μετριάζεται κάπως από την είσπραξη του λεγόμενου εκδοτικού οφέλους (seigniorage) που προκύπτει από την ανάγκη διακράτησης χρήματος. Σε ετήσια βάση το όφελος μεγαλώνει με την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και τον πληθωρισμό, εκτός αν ο τελευταίος υπερβεί κάποια όρια που μειώνουν δραστικά την πραγματική αξία των μετρητών και η ζήτηση τους ανακόπτεται. Πολλές αναπτυσσόμενες χώρες αξιοποιούν το εκδοτικό όφελος για να αντισταθμίσουν την δυσκολία είσπραξης φορολογικών εσόδων, αρκεί να μείνουν μακριά από τον κίνδυνο υπερπληθωρισμού.

Το προνόμιο έκδοσης χρήματος κατείχε η Εθνική Τράπεζα, που ιδρύθηκε το 1841 και ήταν υποχρεωμένη να το καλύπτει με μεταλλικά αποθέματα ύψους τουλάχιστον 1/3 της νομισματικής κυκλοφορίας.²⁴ Αναλόγως έπρατταν και οι άλλες τράπεζες των περιφερειών στις οποίες χορηγήθηκε παρόμοιο προνόμιο.²⁵

²⁴ Η αναλογία είναι ίδια με αυτή που εφαρμόζει η Τράπεζα Αγγλίας μετά την Πράξη του Peel το 1825 και την επικράτηση της Νομισματικής Σχολής (currency school). Screpanti & Zamagni (2004, 160-161).

²⁵ Για μια ενδιαφέρουσα περιγραφή της λειτουργίας των περιφερειακών εκδοτικών αρχών, βλέπε Γκίκας & Πρόντζας (2011Α).



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1. Το όφελος του εκδοτικού προνομίου της ΕΤΕ.

Ετήσια μεταβολή της καθαρής αύξησης της στενής κυκλοφορίας επί των διαθεσίμων $\Delta(\text{ΜΟ-Q})/\text{ΑΕΠ}$. Πηγή: SEEMHN (2014)

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, το εκδοτικό όφελος στην Ελλάδα υπήρξε ισχνό και ακανόνιστο κατά το μεγαλύτερο διάστημα της εξεταζόμενης περιόδου του 19^{ου} αιώνα για τρεις λόγους: Πρώτον, στην οικονομία επικρατούσε χαμηλός πληθωρισμός και σταθερές ισοτιμίες με τα άλλα ξένα νομίσματα που επίσης αγκυρώνονταν σε παρόμοια μέταλλα. Κατά την περίοδο 1852-1898, ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού στην Ελλάδα είναι μόλις 1,07% ετησίως²⁶. Δεύτερον, ο εγχρηματισμός της οικονομίας ήταν για πολλές δεκαετίες περιορισμένος με αποτέλεσμα το όφελος ως ποσοστό του ΑΕΠ να μένει ασήμαντο έως το 1866.

Τρίτον, το εκδοτικό όφελος είχε εκχωρηθεί στις εκδοτικές τράπεζες, οι οποίες ήταν υποχρεωμένες μικρό μόνο μέρος του κέρδους να αποδίδουν στο κράτος.²⁷

²⁶ Με βάση την σειρά του αποπληθωριστή ΑΕΠ (1914=100), βλέπε SEEMHN (2014).

²⁷ Με βάση τον νόμο ΩΞΖ/1880, η Εθνική ήταν υποχρεωμένη να καταβάλει στην κυβέρνηση το τεταρτημόριο των κερδών από το δικαίωμα κυκλοφορίας, δηλαδή $\sigma=0,25$. Η αναφορά γίνεται στο Γκίκας & Πρόντζας (2011Α, υπ. 129).

Ακόμα λοιπόν και όταν το εκδοτικό όφελος γινόταν πιο σημαντικό, η ανακούφιση που προκαλούσε στα δημόσια έσοδα ήταν μικρής έκτασης.

4.2. Η εσωτερική εκτόπιση

Για να ξεπεράσει τον διαρκή πιστωτικό αποκλεισμό από τις αγορές του εξωτερικού, η κυβέρνηση επιζητούσε όλο και περισσότερα δάνεια από την Εθνική Τράπεζα για να χρηματοδοτήσει τις ανάγκες της, στενεύοντας έτσι κατά πολύ τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα και ιδιαίτερα τις επιχειρήσεις. Για να καταδειχθεί η εσωτερική πιστωτική στενότητα, αρκεί να ληφθεί υπόψη ότι τα ιδιωτικά δάνεια μαζί με τα συναλλαγματικά διαθέσιμα και τα κρατικά δάνεια είναι βασικά στοιχεία του ενεργητικού στον ισολογισμό του τραπεζικού συστήματος, ενώ η ευρεία κυκλοφορία αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεων. Ο διαθέσιμος χώρος ιδιωτικού δανεισμού προσεγγίζεται ικανοποιητικά²⁸ από την διαφορά παθητικού και των κρατικών στοιχείων ενεργητικού και απεικονίζεται με την σκιασμένη επιφάνεια στο Διάγραμμα 2.

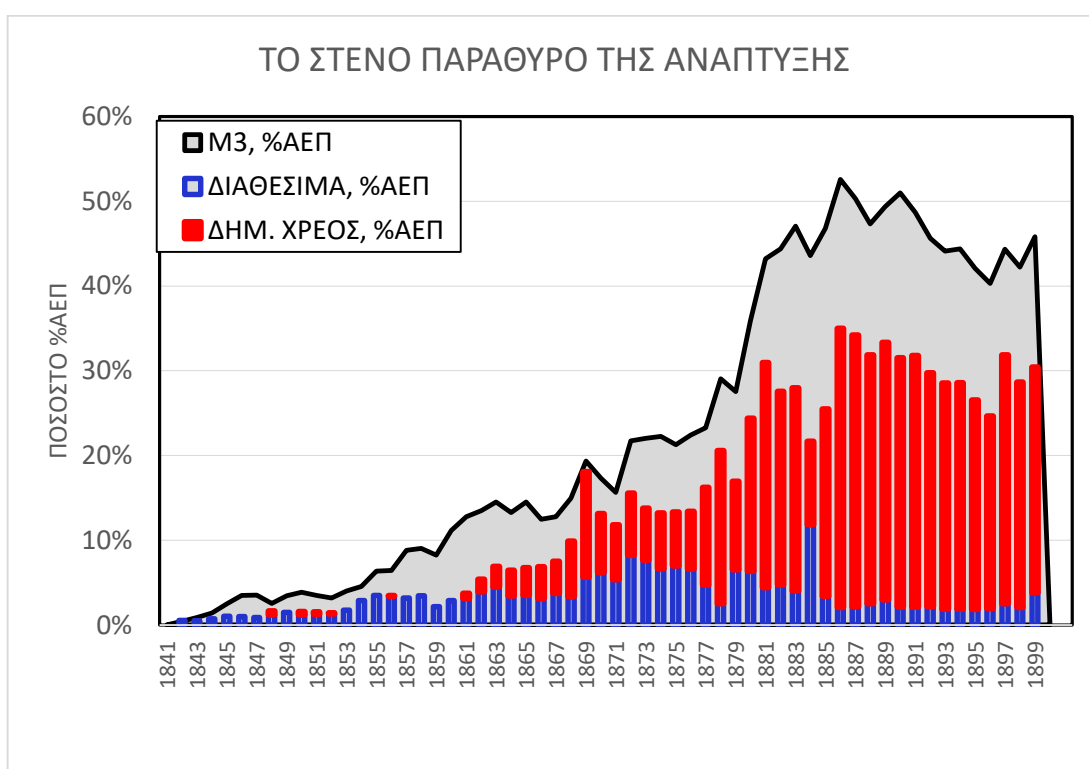
Με μια απλή επισκόπηση φαίνεται ότι μέχρι την άνοδο του Χαριλάου Τρικούπη στην πρωθυπουργία το 1881, οι διαθέσιμοι πόροι για δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα είναι ελάχιστοι και μετά κυμαίνονται μεταξύ 20%-30% του ΑΕΠ έως τις αρχές του 20^{ου} αιώνα. Η συνεχής αύξηση των χορηγήσεων της ΕΤΕ προς το Δημόσιο περιόρισε στη συνέχεια το σύνολο των χορηγήσεων της προς την ιδιωτική οικονομία, ενώ κρίσιμο (αρνητικό) ρόλο διαδραμάτισε και η συνεχής περιστολή δανειακών πιστώσεων προς την βιομηχανία.²⁹ Ταυτόχρονα «η πολιτική του αθρόου δημόσιου δανεισμού είχε ζημιώσει την εγχώρια παραγωγή, αφού [...] οι χορηγήσεις της ΕΤΕ προς τον ιδιωτικό τομέα έπεσαν κάτω του 50% των συνολικών».³⁰

²⁸ Οι απομένουσες υποχρεώσεις είναι οι κρατικές καταθέσεις και η καθαρή αξία της τράπεζας, αμφότερες μικρού μεγέθους σε περιόδους κρίσης. Τα απομένοντα στοιχεία ενεργητικού είναι τα απαιτούμενα σε ρευστό (reserves requirement), τα οποία συνήθως είναι μια πολύ μικρή αναλογία των καταθέσεων.

²⁹ Όπως σημειώνει η Αγριαντώνη (2006, σ. 231).

³⁰ Σύμφωνα με τον Στασινόπουλο (2006, σ. 392)

Όμως και τα δάνεια που λαμβάνει το κράτος αναλύσκονται προεχόντως για τις στρατιωτικές δαπάνες, την εξυπηρέτηση παλιότερων δανείων και μιας σειράς δαπανών που είναι συνυφασμένες με την επιβίωση της κυβέρνησης, αλλά όχι υποχρεωτικά με την πρόοδο της χώρας. Έτσι οι δημόσιες επενδύσεις είναι ελάχιστες, «ακόμα και κατά την περίοδο του υποτιθέμενου οικονομικού οργανισμού 1880-1893», και καθώς κυριαρχούνται από ένα συνδυασμό μικρών δημοσίων και περιορισμένων ιδιωτικών επενδύσεων είναι ανεπαρκείς να «οδηγήσουν στην οικονομική ‘απογείωση’ τον 19^ο αιώνα».³¹



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2. Ο πιστωτικός χώρος του ιδιωτικού τομέα
 Η σκιασμένη επιφάνεια μεταξύ της M3 και του Δημ. Χρέους.
 Πηγή: SEEMHN (2014)

³¹ Κατά την έκφραση του Πετράκη (1992, σ. 46).

4.3. Νομισματικές σχέσεις

Με βάση το πλαίσιο κατανομής πόρων, επιχειρούμε μια ανάλυση των στοιχείων ενεργητικού/παθητικού του τραπεζικού συστήματος στον Πίνακα 2, το οποίο έχει ως εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 2. Αποθεματικές μεταβλητές τραπεζικού συστήματος

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ	
Χρυσός & Συναλλάγμα	Q	Μετρητά	BNOTE
Ρευστά διαθέσιμα	RRV	Ιδιωτικές καταθέσεις	PRD
Δάνεια στο κράτος	HDEBT	Κρατικές καταθέσεις	GDEP
<i>Δάνεια σε ιδιώτες</i>	<i>PRL</i>	<i>Καθαρή Αξία (Net Worth)</i>	<i>NETW</i>

Η στενή και ευρεία προσφορά χρήματος ορίζονται ως εξής:

Νομισματική βάση (στενή): $M0 = BNOTE + RRV$ (6')

Προσφορά & ζήτηση χρήματος (ευρεία): $M3 = BNOTE + PRD$ (6'')

Εισάγουμε τις παρακάτω νομισματικές αναλογίες (9):

(9i) Απαιτούμενος λόγος ρευστών διαθεσίμων:³² $\alpha = RRV / PRD$

(9ii) Κάλυμμα κυκλοφορίας: $\kappa = Q / PRD$

(9iii) Μόχλευση ιδίων κεφαλαίων: $\lambda = PRL / NETW$

³² Μέχρι το 1928, η βάση SEEMHN δεν παρέχει στοιχεία για τα ρευστά διαθέσιμα σε Δραχμές. Για αυτό θεωρούμε ότι είτε είναι πολύ μικρά είτε κρατούνται μαζί με τα συναλλαγματικά διαθέσιμα. Για τον λόγο αυτό, η αναλογία (κ) θεωρούμε ότι υπερκαλύπτει και την (α).

$$(9iv) \text{ Κρατική διακράτηση (φόροι, κλπ)} \quad \gamma = [HDEBT-GDEP]/PRD$$

$$(9v) \text{ Ιδιωτική διακράτηση μετρητών:} \quad \beta = BNOTE/PRD$$

$$(9vi) \text{ Πολλαπλασιαστής χρήματος:} \quad \mu = M3/M0$$

4.3.1. Πολλαπλασιαστής χρήματος

Διαιρώντας κατά μέλη τις (6'') και (6') λαμβάνουμε τον πολλαπλασιαστή χρήματος ως συνάρτηση της ιδιωτικής ή κρατικής διακράτησης. Ο πολλαπλασιαστής έχει ως εξής:

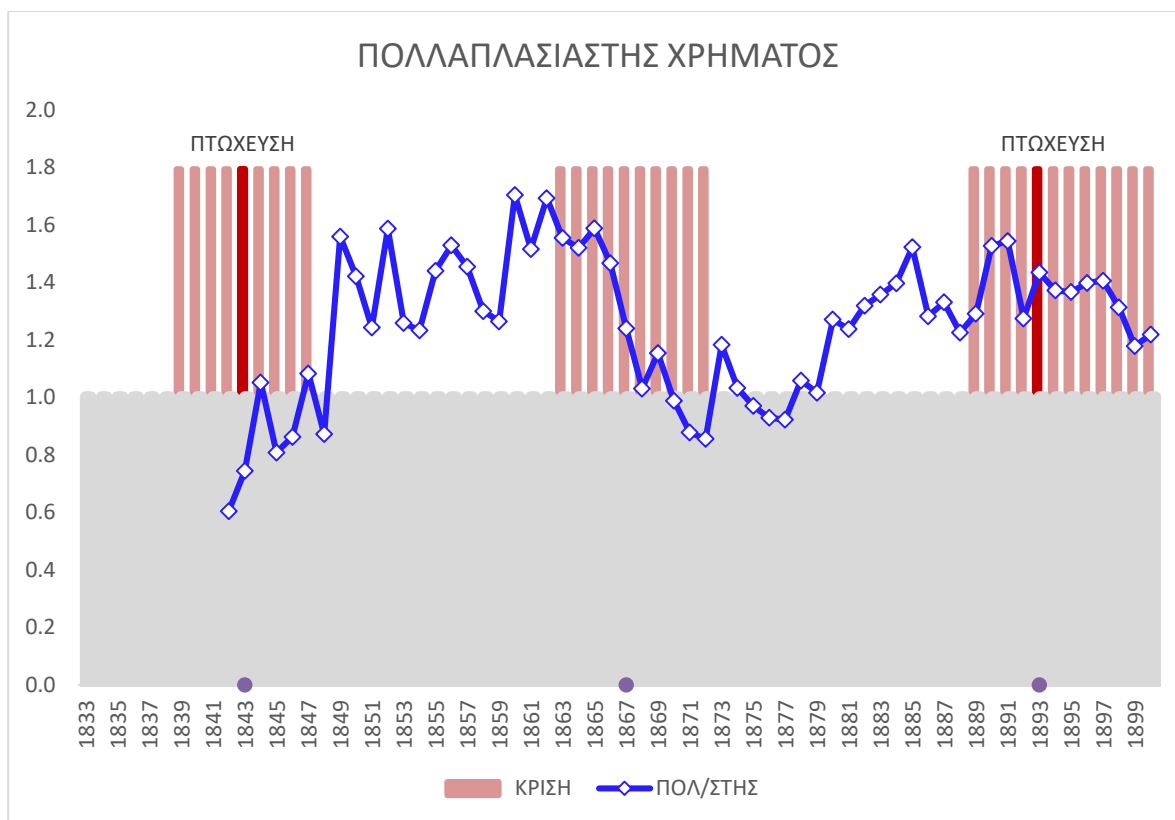
$$\mu = \frac{M3}{M0} = \frac{\beta+1}{\beta+\alpha} \quad (14')$$

Μετά προκύπτει εύκολα ότι

$$\frac{\partial \mu}{\partial \alpha} < 0, \quad \frac{\partial \mu}{\partial \beta} < 0 \quad (14'')$$

Η εμπιστοσύνη του κοινού στους οικονομικούς θεσμούς συνδέεται με χαμηλές τιμές (α , β). Συνεπώς, μια υψηλότερη τιμή του πολλαπλασιαστή χρήματος είναι ένδειξη για υψηλότερο επίπεδο εμπιστοσύνης του κοινού στο τραπεζικό σύστημα.

Στο Διάγραμμα 3 απεικονίζεται η πορεία του πολλαπλασιαστή χρήματος. Είναι χαρακτηριστικό ότι ενώ από την ίδρυση της Εθνικής μέχρι το 1860 υπερδιπλασιάζεται, στην διάρκεια της κρίσης της μεταπολίτευσης πέφτει στην μονάδα, όπερ σημαίνει ότι το χρήμα κρατείται κυρίως σε μετρητά από τον φόβο ότι η κατάθεση μπορεί να δεσμευτεί ή – ακόμα χειρότερα – να δημευθεί. Μετά την κρίση, συνεχίζει με διακυμάνσεις όχι πολύ πάνω από την μονάδα



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3. Ο πολλαπλασιαστής χρήματος
 Πηγή: SEEMHN (2014)

4.3.2. Το δανειακό χάσμα στον ιδιωτικό τομέα

Ο Ισολογισμός του τραπεζικού συστήματος απαιτεί την ισότητα ενεργητικού-παθητικού ως εξής:

$$Q + RRV + PRL + HDEBT = BNOTE + PRD + GDEP + NETW \quad (7)$$

Λύνοντας ως προς τον ιδιωτικό δανεισμό (PRL) και διαιρώντας όλα τα μέλη με τις καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα (PRD) έχουμε την σχέση των λόγων:

$$\frac{PRL}{PRD} = 1 + \frac{BNOTE}{PRD} - \frac{RRV+Q}{PRD} - \frac{HDEBT-GDEP}{PRD} + \frac{NETW}{PRD} \quad (8)$$

Το δανειακό κενό (funding gap ή funding deficit) του ιδιωτικού τομέα εκφράζει το μέρος των καταθέσεων που τελικά δεν καταλήγουν σε δάνεια επειδή διακρατούνται ή προσελκύονται σε άλλες τοποθετήσεις. Ορίζεται ως εξής:

$$gap = [PRD - PRL] / PRD \quad (10)$$

από το οποίο λαμβάνουμε $PRL / PRD = 1 - gap$, καθώς επίσης και τον λόγο ιδίων κεφαλαίων προς ιδιωτικές καταθέσεις ως εξής:

$$NETW / PRD = [PRL / PRD] * [NETW / PRL] = (1 - gap) / \lambda \quad (11)$$

Αντικαθιστώντας στην σχέση (8) με βάση τους ορισμούς στις αναλογίες (9) και λύνοντας ως προς το χάσμα (gap) σαν συνάρτηση της μόχλευσης (λ), έχουμε έπειτα από μια σειρά απλών πράξεων:

$$gap = -\frac{1}{\lambda-1} + \frac{\lambda}{\lambda-1} \cdot (\alpha + \kappa - \beta + \gamma) \quad (12)$$

Λαμβάνοντας υπόψη ότι συνήθως $\lambda > 1$, μια σειρά από εύλογες ιδιότητες μπορούν να προκύψουν με απλή παραγωγή, όπως:

$$\frac{\partial gap}{\partial \lambda} < 0, \quad \frac{\partial gap}{\partial (\alpha + \kappa)} > 0, \quad \frac{\partial gap}{\partial \beta} < 0, \quad \frac{\partial gap}{\partial \gamma} > 0 \quad (13)$$

Βλέπουμε ότι εύλογα το ιδιωτικό χρηματοδοτικό χάσμα (gap) είναι φθίνουσα συνάρτηση της μόχλευσης (λ), και της ροπής διακράτησης μετρητών από τους ιδιώτες (β) γιατί μειώνει τις ιδιωτικές καταθέσεις αλλά όχι την ζήτηση δανείων. Είναι αύξουσα συνάρτηση της κρατικής διακράτησης μέσω φορολογίας ή εσωτερικής εκτόπισης, η άνοδος των οποίων δεσμεύει πόρους από την εγχώρια

πιστωτική επέκταση, καθώς επίσης αθροιστικά του λόγου απαιτούμενων κεφαλαίων (α) και του καλύμματος (κ).³³ Ένας απλός τρόπος να επαληθεύσει κανείς αυτές τις σχέσεις είναι να προβεί σε μια οικονομετρική εκτίμηση της (12), τα ευρήματα της οποίας συνοψίζονται στον Πίνακα 3.³⁴

Εύκολα φαίνεται ότι οι εκτιμημένοι συντελεστές έχουν το αναμενόμενο πρόσημο όπως προβλέπεται από την (12) και είναι στατιστικά σημαντικοί.³⁵

Στην συνέχεια, χρησιμοποιώντας ελέγχους για το επίπεδο των συντελεστών, διαπιστώνουμε ότι οι υποθέσεις $c(3)=c(4)=1$ δεν μπορούν να απορριφθούν σε μηδενικά επίπεδα πιθανότητας. Με βάση τις εκτιμήσεις, προσδιορίζεται και ο βαθμός μόχλευσης ιδίων κεφαλαίων. Θέτοντας $c(1)=1/(\lambda-1)$, παίρνουμε $\lambda=3.78$, που είναι ένα εύλογο επίπεδο μόχλευσης με διάστημα εμπιστοσύνης (2.47-5.10) και τυπικό σφάλμα 0.65.³⁶

4.4. Συμπέρασμα

Η οικονομετρική ανάλυση του τραπεζικού συστήματος έδειξε ότι το ελληνικό σύστημα ακολουθούσε σε γενικές γραμμές τις αρχές και τα πρότυπα των ανεπτυγμένων χωρών της εποχής του. Άλλωστε, πρωταρχικός στόχος των Βαυαρών ήταν να συγκροτηθεί ένα νομισματικό σύστημα σε υγιείς βάσεις και σύμφωνα με τις καθιερωμένες αρχές νομισματικής οργάνωσης, όπως αυτές κυριαρχούσαν στην Δυτική Ευρώπη.³⁷

Επιπλέον, η εφαρμογή ενός σύγχρονου πλαισίου τραπεζικών και νομισματικών αρχών ήταν απαραίτητη προϋπόθεση για να μπορέσουν οι ξένοι πιστωτές να

³³ Την περίοδο που εξετάζουμε, το ύψος των ρευστών διαθεσίμων RRV είναι πολύ μικρό και στα στοιχεία δεν διαφοροποιείται από τα συναλλαγματικά διαθέσιμα RESV. Για αυτό οι αναλογίες (α) και (κ) λαμβάνονται αθροιστικά. Σαφής διάκριση γίνεται μετά το 1928, όταν ιδρύεται η Τράπεζα Ελλάδος.

³⁴ Η εκτίμηση έγινε με το πακέτο Eviews.

³⁵ Στον συγκεκριμένο Πίνακα, υπάρχει έντονη αυτοπαλινδρόμηση. Όταν επαναλαμβάνεται η εκτίμηση με AR(1) όλοι οι συντελεστές είναι παρόμοιας τιμής και σημαντικότητας. (Λεπτομέρειες από τον συγγραφέα).

³⁶ Ο υπολογισμός της διακύμανσης της συνάρτησης $y=f(x)$ είναι $\text{var}(y)=[f'(x)]^2 \text{var}(x)$. Εναλλακτικά η μόχλευση μπορεί να εκτιμηθεί από τον συντελεστή $c(2)=\lambda/(\lambda-1)$, που δίδει $\lambda=3.37$ και τυπική απόκλιση 0.865, τιμές παραπλήσιες και επίσης εύλογες.

³⁷ Σύμφωνα με τις διατυπώσεις του Στασινόπουλου (2006, σελ. 381).

αξιολογήσουν τα πλεονεκτήματα του νομισματικού συστήματος και να πειστούν για την φερεγγυότητα του.³⁸

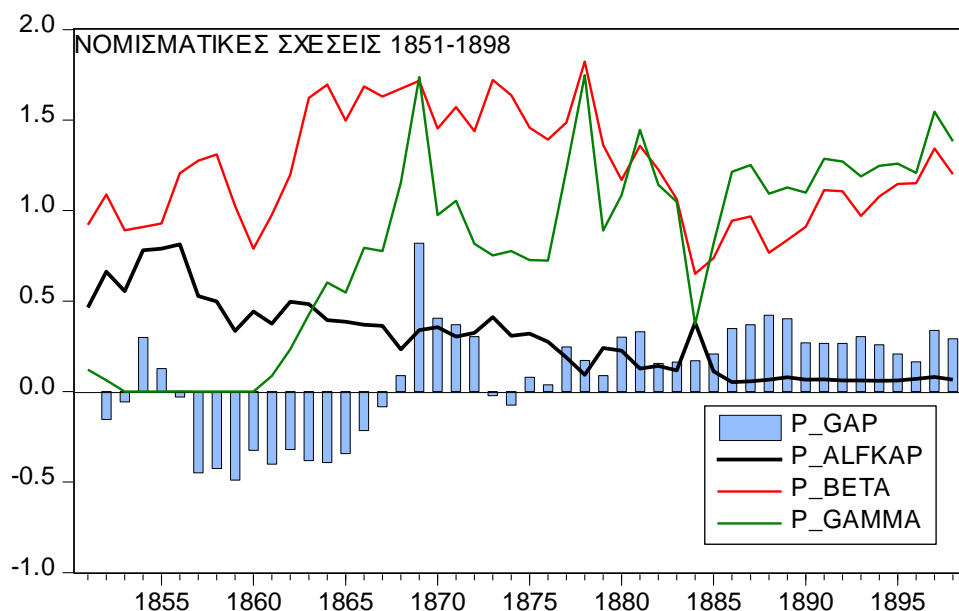
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Νομισματικές αναλογίες 1852-1848

Πηγή στοιχείων: SEEMHN (2014)

Dependent Variable: GAP				
GAP=C(1)+C(2)*(ALFKAP - C(3)* BETA+C(4)*GAMMA)				
Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps)				
Sample (adjusted): 1852 1898				
Included observations: 47 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.35843	0.08451	-4.24121	0.0001
C(2)	1.432892	0.162252	8.831268	0
C(3)	0.44034	0.044924	9.8019	0
C(4)	0.69739	0.042741	16.31678	0
R-squared	0.875517	Mean dependent var		0.087199
Adjusted R-squared	0.866832	S.D. dependent var		0.294143
S.E. of regression	0.107339	Akaike info criterion		-1.54438
Sum squared resid	0.495434	Schwarz criterion		-1.38692
Log likelihood	40.29292	Hannan-Quinn criter.		-1.48513
F-statistic	100.8094	Durbin-Watson stat		0.786075
Wald-tests	t-stat	prob		
C(3)= 1	12.45	0		
C(4)=1	7.08	0		
Leverage	Mean value	Std error	Lower	Upper bound
Lamda=	3.31	0.865	1.58	5.04

Πλην όμως στην πράξη, τα κινούνται μεγέθη του συστήματος – όπως η εγχώρια δραστηριότητα, η συνολική ζήτηση και η πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα – ήταν ατροφικά και εμπόδιζαν την ουσιαστική επέκταση και λειτουργία του τραπεζικού συστήματος. Έτσι η χώρα κατέβαλλε μεν το κόστος τήρησης υψηλών προδιαγραφών, δεν είχε όμως το όφελος από την εύρυθμη λειτουργία του. Πάνω από όλα εξαιτίας της αφειδούς επέκτασης του δημόσιου δανεισμού, δημιουργείτο σοβαρό χρηματοδοτικό χάσμα λόγω που είχε ως αποτέλεσμα την περιορισμένη δανειοδότηση του ιδιωτικού τομέα και έτσι οι (εύλογα) αναμενόμενες οικονομίες κλίμακας δεν σχηματίστηκαν ποτέ.

³⁸ Λαζαρέτου (1999, σ. 11)



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4. Νομισματικές αναλογίες 1851-1898
 Πηγές στοιχείων: SEEMHN (2014)

Οι νομισματικές σχέσεις παριστάνονται διαχρονικά στο Διάγραμμα 4. Όπως φαίνεται, το χρηματοδοτικό κενό του ιδιωτικού τομέα έως τα τέλη του 1860 παραμένει αρνητικό, πράγμα που σημαίνει ότι χορηγούνται δάνεια σε βαθμό μεγαλύτερο από την συσσώρευση ιδιωτικών καταθέσεων. Αυτό αντιστρέφεται όμως από το 1870 και μετά, παραμένει μάλιστα σε υψηλά επίπεδα. Είναι χαρακτηριστικό ότι ακόμα και την θεωρούμενη εποχή των μεγάλων έργων και της έντονης επενδυτικής δραστηριότητας, το χρηματοδοτικό κενό είναι της τάξεως του 30-50% δείχνοντας έτσι μεγάλη απροθυμία για την χορήγηση και την λήψη ιδιωτικών δανείων. Προφανής λόγος ήταν η απορρόφηση των καταθέσεων από τον κρατικό δανεισμό, τα ελκυστικά επιτόκια του οποίου εκτόπιζαν την όποια εσωτερική ζήτηση.

Η αναλογία $(\alpha+\kappa)$ που περιλαμβάνει τα ρευστά διαθέσιμα και τα συναλλαγματικά διαθέσιμα είναι ιδιαίτερα αυξημένη στην αρχή της περιόδου, βαθμιαία όμως υποχωρεί σε ιδιαίτερος χαμηλά επίπεδα μετά το 1885. Αξιοσημείωτα υψηλή είναι η σχέση χαρτονομισμάτων προς καταθέσεις (αναλογία (β)), η οποία δείχνει σοβαρή έλλειψη εμπιστοσύνης προς την συναλλαγματική σταθερότητα του νομίσματος. Η αναλογία μειώνεται μόνο μετά

το 1880, σύντομα όμως αυξάνεται και πάλι καθώς πυκνώνουν τα κύματα ανησυχίας για την τύχη του εθνικού νομίσματος.

Τέλος έχει ενδιαφέρον η εξέλιξη της αναλογίας (γ) που δείχνει τον όγκο διακρατούμενων ρευστών προς καταθέσεις του δημοσίου. Μέχρι το 1860 είναι αμελητέα, μετά όμως αυξάνεται ραγδαία και εντυπωσιακά, ξεπερνώντας την μονάδα για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ούτε το ίδιο το κράτος ήταν εξοικειωμένο με αμιγώς τραπεζικές συναλλαγές και πάντα χρειαζόταν «μετρητά» για να φέρνει σε πέρας τις υποχρεώσεις του. Παρομοίως είδαμε να συμβαίνει και με τον ιδιωτικό τομέα, ιδίως μετά το 1877. Κατά συνέπεια και παρά το γεγονός ότι το τραπεζικό σύστημα ανταποκρινόταν εύλογα στους κανόνες λειτουργίας που είχαν τεθεί, οι κύριοι πρωταγωνιστές και δυνητικοί χρήστες του απείχαν ακόμη αρκετά από τα να είναι σε θέση να το αξιοποιήσουν. Η ενδογενής αυτή υστέρηση μεταξύ τραπεζών και πελατών θα εξακολουθήσει να χαρακτηρίζει για μεγάλο ακόμα διάστημα την λειτουργία του συστήματος και κατά τον 20^ο αιώνα.

5. Η ΑΔΥΝΑΜΗ ΣΥΣΣΩΡΕΥΣΗ

Ένας άλλος παράγων που περιόρισε τις αναπτυξιακές δυνατότητες του νέου κράτους ήταν η ανάγκη συσσώρευσης αποθεμάτων (συνήθως χρυσού και αργύρου καθώς και άλλων συναλλαγματικών διαθεσίμων) για τις ανάγκες του μεταλλικού νομισματικού συστήματος.

5.1. Το ανεπαρκές κάλυμμα

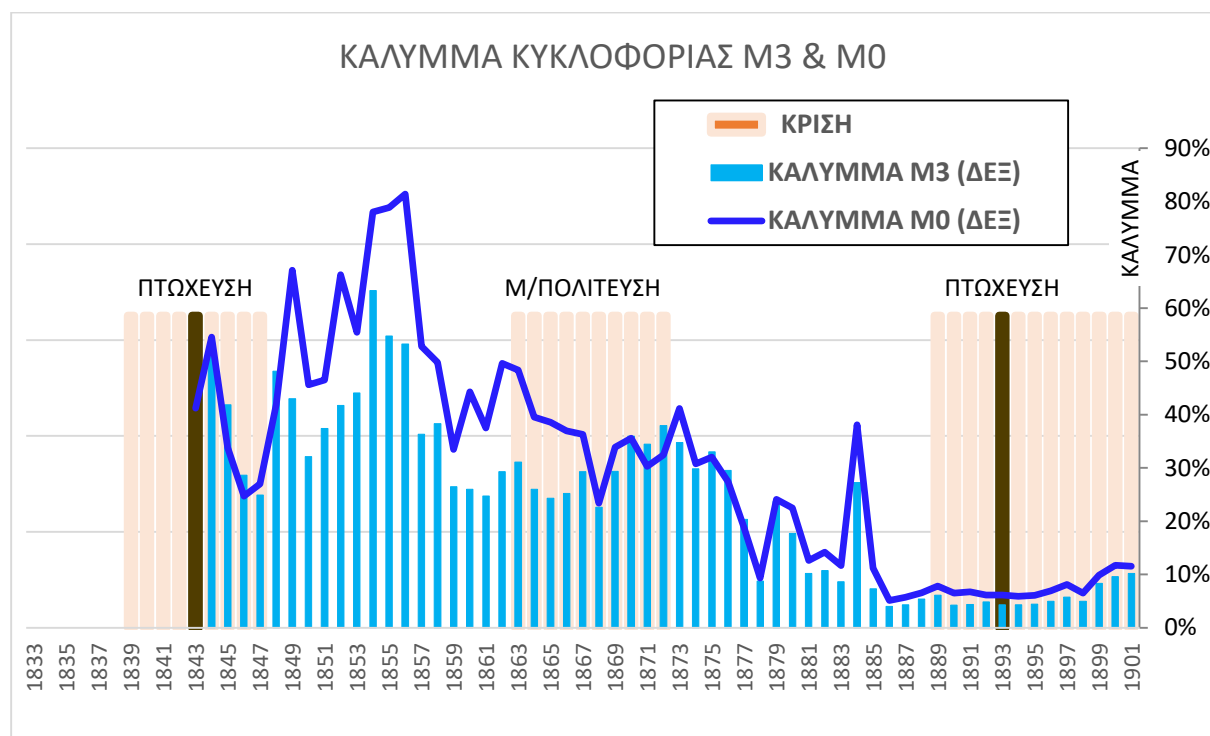
Η Ελλάδα υιοθέτησε εξαρχής το διμεταλλικό σύστημα, στο οποίο σχηματίζονται μεταλλικά και συναλλαγματικά αποθέματα (συνήθως χρυσού και αργύρου ή/και ξένου συναλλάγματος) για να εγγυώνται την μετατρεψιμότητα του κυκλοφορούντος χρήματος. Σύμφωνα με τους κανόνες της εποχής, η τράπεζα που κατείχε το προνόμιο έκδοσης χρήματος ήταν υποχρεωμένη να το καλύπτει με μεταλλικά αποθέματα ύψους τουλάχιστον στο 30% της νομισματικής κυκλοφορίας. Κάθε φορά που τα μεταλλικά διαθέσιμα λιγότευαν και δεν θα μπορούσαν να αντέξουν μια μαζική επιδρομή στις τράπεζες για ανταλλαγή των χαρτονομισμάτων, το κράτος αναιρούσε την μετατρεψιμότητα και επέβαλε καθεστώς υποχρεωτικής κυκλοφορίας.

Οι συχνές αναστολές μετατρεψιμότητας είχαν υπονομεύσει την φερεγγυότητα του εθνικού νομίσματος και η Ελλάδα για να «δανειστεί» αξιοπιστία αποφάσισε να συμμετάσχει στην Λατινική Νομισματική Ένωση που είχε ιδρυθεί από το 1867. Η οικονομία της όμως άργησε να προσαρμοστεί και η πλήρης ένταξη κράτησε λιγότερο από ένα χρόνο - από τον Ιανουάριο ως τον Σεπτέμβριο του 1885.³⁹ Η ένταξη στον Κανόνα Χρυσού δρομολογείται με πιο αξιόπιστο τρόπο στις αρχές του 20^{ου} αιώνα. Μόνο μετά την μεταρρύθμιση του 1910, καταφέρνει να συσσωρεύσει μεγάλα αποθέματα ώστε να διασφαλίσει την μετατρεψιμότητα, αλλά και να καλύπτει τις ανάγκες που θα προκύψουν κατά τους σχεδιαζόμενους Βαλκανικούς Πολέμους.

Για να βρεθεί εάν και κατά πόσο το κάλυμμα που παρείχαν τα διαθέσιμα ήταν επαρκές πρέπει να εξεταστεί ο λόγος τους προς την κυκλοφορία χρήματος (M0).

³⁹ Βλέπε Lazaretou (1999, Table 1). Για μια απαρίθμηση των δυσλειτουργιών της ΛΝΕ βλέπε Bae & Bailey (2011).

Όπως απεικονίζεται στο Διάγραμμα 5, την πρώτη περίοδο ίδρυσης της Εθνικής Τράπεζας 1842-1876 η νομισματική κυκλοφορία ήταν περιορισμένη και το κάλυμμα κυμαινόταν μεταξύ 25-50%, πρακτικά ικανοποιώντας τις απαιτήσεις, με εξαίρεση κάποιες σύντομες περιόδους άρσης όπως έγινε το 1848.⁴⁰ Όταν από το 1877 και μετά η κυκλοφορία αυξάνεται σημαντικά όχι όμως ανάλογα και τα διαθέσιμα, το κάλυμμα συρρικνώνεται δραστικά και η άρση μετατρεψιμότητας μονιμοποιείται για πολλά χρόνια.⁴¹



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5. Κάλυμμα στενής και ευρείας κυκλοφορίας
 Σημ.: Δεξιά κλίμακα. Πηγή: SEEMHN (2014)

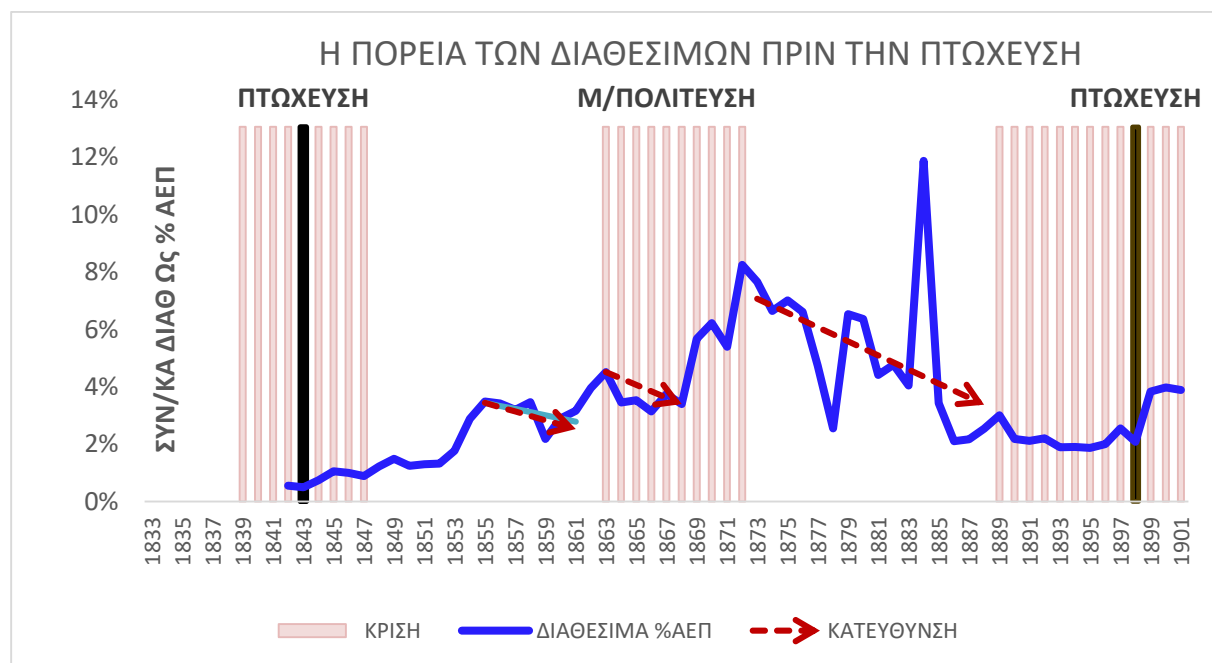
⁴⁰ Το 1848 γίνονται εξεγέρσεις στην Ευρώπη, το εμπόριο αποδιοργανώνεται και στην Ελλάδα επικρατεί φόβος ότι θα χρεοκοπήσει η Εθνική και αναστέλλεται η μετατρεψιμότητα, βλέπε Σακελλαρόπουλος (1994B, κεφ. 4), Vanhaute et al (2006). Για την κρίση στην Αγγλία, βλέπε Hills et al (2010).

⁴¹ Με την εννεάμηνη εξαίρεση του 1885, όταν η Ελλάδα μπαίνει στον Κανόνα Χρυσού.

5.2. Προσδιοριστικοί παράγοντες συσσώρευσης διαθεσίμων

Στο Διάγραμμα 6, παριστάνεται ο σχηματισμός διαθεσίμων ως ποσοστού του ΑΕΠ και μπορούμε να παρακολουθήσουμε την πορεία τους σε συνάρτηση με τις κρίσεις που εκδηλώθηκαν. Συγκεκριμένα, παρατηρούμε ότι πριν από κάθε κρίση τα διαθέσιμα μειώνονται με αποτέλεσμα η ικανότητα άμυνας της οικονομίας απέναντι σε ένα κύμα μετατρεψιμότητας ή σε μία έκτακτη ανάγκη εισαγωγών να εξασθενεί.

Φαίνεται λοιπόν ότι σε όλες τις κρίσεις χρηματοπιστωτικού χαρακτήρα - όπως η πτώχευση του 1893 αλλά και η πρώτη πτώχευση του 1843 - προηγήθηκε μία σοβαρή απομείωση συναλλαγματικών διαθεσίμων. Η πτώση τους θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως *πρόδρομος δείκτης* (leading indicator) μιας επερχόμενης κρίσης για να κινητοποιήσει εγκαίρως τις κατάλληλες πολιτικές πρόληψης ή επαρκούς άμυνας.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6. Μεταβολές διαθεσίμων πριν την πτώχευση 1852-1898
Πηγή: SEEMHN (2014)

Η διαπίστωση αυτή είναι γενικότερης αποδοχής ήδη από την δεκαετία του 1990 και μετά στις συνθήκες παγκοσμιοποίησης που άρχισαν έκτοτε να επικρατούν. Σε μία έκθεση του ΔΝΤ μετά την Ασιατική κρίση του 1997 (IMF, 2000), ο λόγος διαθεσίμων προς τις βραχυχρόνιες εξωτερικές υποχρεώσεις της χώρας προτείνεται ως ο πιο κρίσιμος παράγων διασφάλισης για χώρες με αβέβαιη πρόσβαση σε αγορές κεφαλαίου, Λίγα χρόνια μετά, η κρίση του 2008 δικαίωσε αυτές τις διαπιστώσεις όταν αναδυόμενες οικονομίες με υψηλά διαθέσιμα υπέστησαν μικρότερη ύφεση από όσες ήταν ανοχύρωτες⁴².

Σύμφωνα με μία κατάταξη του ΔΝΤ (IMF, 2020), η επάρκεια συσσώρευσης διαθεσίμων από τις κεντρικές τράπεζες αξιολογείται ανάλογα με την προσβασιμότητα της χώρας στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Σε χώρες με περιορισμένη πρόσβαση, πρέπει να μπορούν να καλύψουν τις εισαγωγές μερικών μηνών ώστε να αποτρέψουν την διακοπή της δραστηριότητας σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής. Η άποψη αυτή διατυπώθηκε το 1999 από τον Pablo Guidotti τότε διοικητή της Κεντρικής Τράπεζας της Αργεντινής και τον Alan Greenspan, τότε διοικητή της Fed και έμεινε γνωστή ως κανόνας των Guidotti-Greenspan.

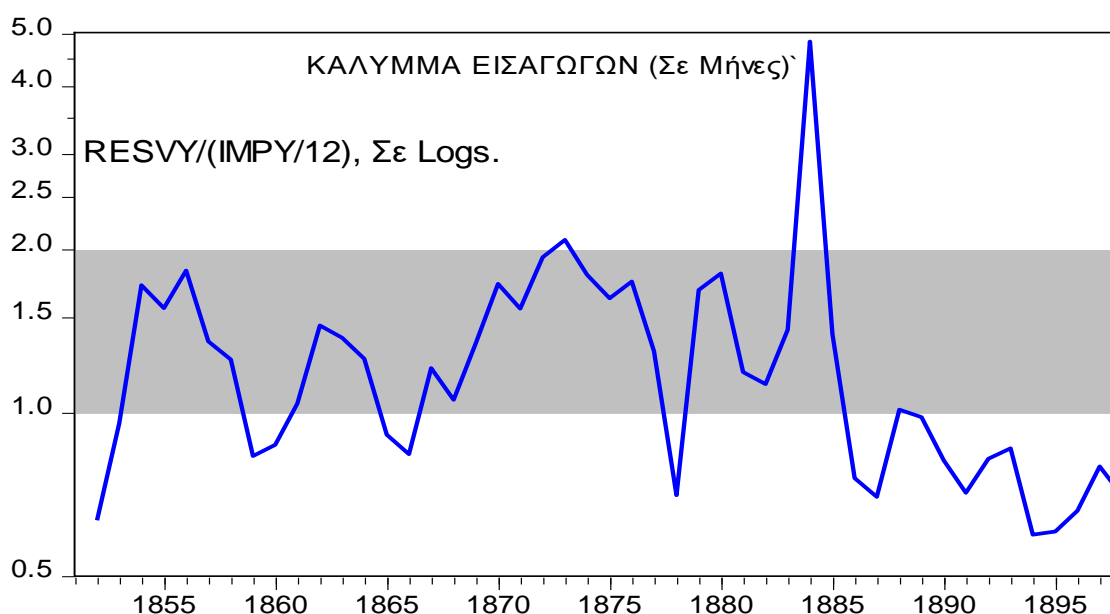
Για όσες χώρες έχουν πρόσβαση σε ξένο δανεισμό αλλά μπορεί και να αποκλειστούν σε μια ανακοπή ρευστότητας, ο κανόνας Guidotti-Greenspan προβλέπει ότι τα συναλλαγματικά τους διαθέσιμα πρέπει να καλύπτουν τις βραχυχρόνιες εξωτερικές υποχρεώσεις επί ένα έτος ώστε να «μπορούν να ζήσουν χωρίς ξένα κεφάλαια». ⁴³ Με βάση το κριτήριο αυτό, υπάρχει πληθώρα οικονομικών εκτιμήσεων που αξιολογούν τον σχηματισμό συναλλαγματικών διαθεσίμων, ιδιαίτερα μάλιστα μια ενδεχόμενη υπερσυσσώρευση τους στις αναδυόμενες αγορές ως προνοητική αποταμίευση έναντι μελλοντικών κρίσεων.

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα επηρεάζουν όμως άμεσα και την άσκηση εσωτερικής νομισματικής πολιτικής. Όπως επισημαίνει η Lazaretou (2003), όταν τα εμπορικά ελλείμματα είναι πολύ μεγάλα και ενδέχεται να απορροφήσουν μεγάλο μέρος των διαθεσίμων, επιβάλλεται άρση μετατρεψιμότητας για να

⁴² Για το θέμα υπάρχει πληθώρα στοιχείων και εμπειρικών μελετών, για παράδειγμα Zhou et al (2018). Για τις αναδυόμενες αγορές, αναλυτικά στοιχεία και επιδόσεις υπάρχουν στον ιστότοπο: <https://www.msci.com/our-solutions/index/emerging-markets>.

⁴³ Για το ιστορικό προέλευσης της φράσης, βλέπε Greenspan (1999).

μειωθούν οι απώλειες συναλλάγματος στο εξωτερικό. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και όταν αλλάζει η σχετική αξία των μετάλλων συσσώρευσης σε ένα διμεταλλικό σύστημα.⁴⁴ Η ελληνική οικονομία του 19^{ου} αιώνα παρουσίασε από την αρχή και σε έντονο βαθμό όλες τις παραπάνω αδυναμίες πρόσβασης σε ξένα κεφάλαια και κατά συνέπεια το υπόδειγμα αυτό ενδείκνυται για τον έλεγχο παρόμοιων υποθέσεων. Τα χαρακτηριστικά που εξετάζονται ως ερμηνευτικές μεταβλητές είναι τα ακόλουθα:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7. Μήνες κάλυψης εισαγωγών από τα διαθέσιμα
 Πηγή: SEEMHN (2014)

(α) Ύψος εισαγωγών και εμπορίου

Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα συνιστούν εγγύηση για την ομαλή διεξαγωγή του εξωτερικού εμπορίου, προβαίνοντας σε έκτακτη χρηματοδότηση των εισαγωγών όταν οι εξαγωγές δεν επαρκούν ή αργεί η είσπραξη τους. Σε όλη την περίοδο, οι εξαγωγές είναι περίπου το 60% της αξίας των εισαγωγών και κατά συνέπεια δεν μπορούν να λειτουργήσουν ως αποκλειστική διαχρονική εγγύηση για την διασφάλιση των εισαγωγών. Για να διερευνηθεί η επάρκεια των διαθεσίμων ως

⁴⁴ Βλέπε Meissner (2015).

αντισταθμιστικού μηχανισμού, πρέπει να εξεταστεί επί πόσους μήνες θα μπορούσαν από μόνα τους να καλύψουν τις εισαγωγές σε μία κατάσταση ανάγκης.⁴⁵

Από την ανάλυση των στοιχείων στο Διάγραμμα 7, προκύπτει ότι για το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου, τα διαθέσιμα δεν μπορούσαν να καλύψουν παρά μία πολύ μικρή περίοδο εισαγωγών (περίπου 1-2 μηνών), ενώ μετά το 1885 δεν μπορούν ούτε καν ένα μήνα! Αυτό και μόνο αρκεί για να φανερώσει την αδυναμία αποτελεσματικής θωράκισης της ελληνικής οικονομίας έναντι εξωτερικών κινδύνων.

(γ) Η άνοδος των μετατρέψιμων καταθέσεων

Προφανώς το κερδοσκοπικό κύμα που θα εκδηλωθεί σε μια οικονομία προσδιορίζεται από την έκταση των ιδιωτικών καταθέσεων (PRDY, εκφρασμένων ως μερίδιο του ΑΕΠ). Όσο περισσότερο αυξάνονται σε μία περίοδο, τόσο οι νομισματικές αρχές πρέπει να προνοούν για την συσσώρευση συναλλαγματικών διαθεσίμων ώστε να αντιμετωπίσουν την ενδεχόμενη ζήτηση μετατροπής που θα ξεσπάσει σε ένα τραπεζικό πανικό.

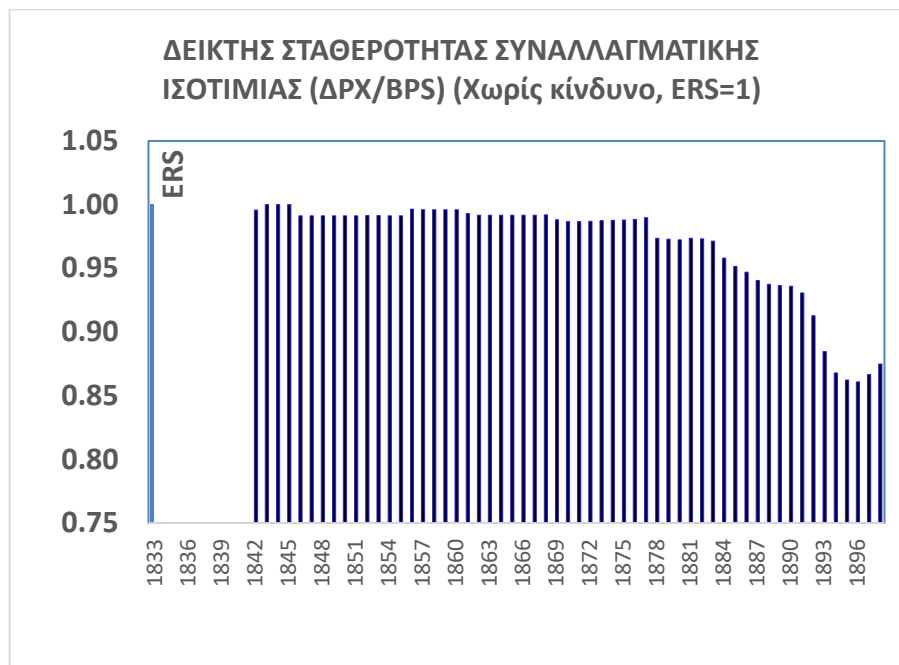
(β) Συναλλαγματική αβεβαιότητα

Τέλος, είναι σαφές ότι για χώρες όπου επικρατεί χαμηλή εμπιστοσύνη στο νομισματικό σύστημα και υπάρχει κίνδυνος μαζικής μετατροπής καταθέσεων σε σκληρό συνάλλαγμα και διαφυγής τους, η επάρκεια των διαθεσίμων πρέπει να είναι ανάλογη όχι μόνο με το ύψος των καταθέσεων αλλά και με την συναλλαγματική αβεβαιότητα που τις περιβάλλει.

Ο κίνδυνος αυτός είναι μεγαλύτερος σε ένα σύστημα με σταθερή μεν αλλά εύθραυστη συναλλαγματική ισοτιμία που μπορεί να καταρρεύσει, ενώ υποχωρεί

⁴⁵ Για τον σκοπό αυτό, πολλές αναδυόμενες οικονομίες δημοσιεύουν το ύψος διαθεσίμων εκφρασμένο σε μήνες κάλυψης των εισαγωγών τους. Μια συγκεντρωτική βάση δεδομένων για την περίοδο μετά το 1960 παρέχεται από την Παγκόσμια Τράπεζα, World Development Indicators (πρόσφατη ενημέρωση 19/3/2021).

όταν κυμαίνεται ελεύθερα και προσαρμόζεται.⁴⁶ Για αυτό τον λόγο προστίθεται η αυξημένη αστάθεια της ονομαστικής ισοτιμίας ως ερμηνευτική μεταβλητή της συσσώρευσης διαθεσίμων.⁴⁷



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8. Δείκτης Συναλλαγματικής Σταθερότητας 1842-1898
Πηγή: SEEMHN (2014)

Η μεταβλητότητα της ισοτιμίας (E_t) Δραχμής προς την βρετανική στερλίνα προσδιορίζεται με βάση τον λόγο της κινητής τυπικής απόκλισης προς τον αντίστοιχο κινητό μέσο διάρκειας 10 ετών. Κατ' αναλογία με τον Arizonan (2010), ο δείκτης σταθερότητας ισοτιμίας ορίζεται ως εξής για να βρίσκεται πάντα στο διάστημα (0,1):

$$ERS = \{1 + STD(E_{t-10}, \dots, E_t) / avg((E_{t-10}, \dots, E_t))\}^{-1} \quad (15)$$

⁴⁶ Σύμφωνα με την διάσημη ρήση του Greenspan (1999), τα συναλλαγματικά διαθέσιμα είναι περιττά σε ένα κόσμο που θα υπήρχε ένα μόνο παγκόσμιο νόμισμα, ή πολλά μεν αλλά με πλήρως κυμαινόμενη ισοτιμία.

⁴⁷ Σύμφωνα με τον Sideris (2008), η ισοτιμία Δραχμής-BPS υπακούει σε μια ασθενή σταθερότητα PPP για όλο το διάστημα 1833-1939 καθώς και για υποπεριόδους. Κατά συνέπεια, η ονομαστική πίεση, εκφράζει και την πίεση της πραγματικής ισοτιμίας στα διαστήματα που εξετάζουμε.

Για μεγάλο χρονικό διάστημα, η συναλλαγματική σταθερότητα είναι αρκούτως δεδομένη. Μετά από την περίοδο Τρικούπη, αναπτύσσονται έντονες υποτιμητικές πιέσεις στην ελληνική οικονομία, όπως εύγλωττα δείχνει το Διάγραμμα 8.

5.3. Το οικονομετρικό υπόδειγμα

Σε λογαριθμική μορφή, το οικονομετρικό πλαίσιο που θα εκτιμηθεί γράφεται ως εξής

$$\begin{aligned} \ln(QY) = c + \sum_{j=1}^N a_j \cdot \ln(QY_{-j}) + b_1 \cdot \ln(\text{trade}/Y) \\ + b_2 \cdot [(1 + DCNV/12) * \ln PRDY] + b_3 \cdot \ln(ERS) + \varepsilon \end{aligned} \quad (16)$$

Οι μεταβλητές QY , trade/Y , $PRDY$ εκφράζουν τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, τον ετήσιο όγκο εμπορίου, και τις ιδιωτικές καταθέσεις αντίστοιχα, όλα ως ποσοστά του ΑΕΠ. Η μεταβλητή ERS είναι ένα δείκτης συναλλαγματικής ευστάθειας, κανονικοποιημένος μεταξύ μηδέν και μονάδας. Η ψευδομεταβλητή $DCNV$ παίρνει την τιμή 1 τους μήνες που ίσχυε η μετατρεψιμότητα και 0 τους άλλους. Η διαίρεση του 12 γίνεται για λόγους κανονικοποίησης.⁴⁸

Με βάση τα προαναφερθέντα, από τους εκτιμώμενους συντελεστές το (c) είναι μία σταθερά, για τους άλλους αναμένεται να είναι $a_j > 0$, $b_j > 0$, $j=1,2,3$ και το (ε) παριστάνει λευκό θόρυβο. Το υπόδειγμα εκτιμάται για την περίοδο 1852-1898. Τα καλύτερα στατιστικά παρουσιάζει η εκδοχή χωρίς υστέρηση ($a_j = 0$, $j=1,2, \dots$) όπως απεικονίζεται στον Πίνακα 4. Όλοι οι συντελεστές έχουν σωστό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικοί. Ένας, δύο ή τρεις αστερίσκοι υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα στα επίπεδα 10%, 5% και 1% αντιστοίχως. Η εντός δείγματος δυναμική πρόβλεψη απεικονίζεται στο Διάγραμμα 9.

⁴⁸ Άλλες εκτιμήσεις με την μεταβολή των ιδιωτικών καταθέσεων είναι επίσης διαθέσιμες από τον συγγραφέα, όπως επίσης και μια σειρά ελέγχων μοναδικής ρίζας και αιτιότητας κατά Granger.

Τα αποτελέσματα συγκρίνονται με τα αντίστοιχα των Obstfeld et al (2010) που έχουν ληφθεί για όλων των ειδών τις οικονομίες, σε διάφορες εποχές και υπό διάφορα καθεστάτα. Στον Πίνακα 5 στο Παράρτημα Α απεικονίζονται όλες οι εκτιμώμενοι συντελεστές επί των μεταβλητών εμπορίου και της ευρείας κυκλοφορίας M2 ως ποσοστών του ΑΕΠ. Με την σύγκριση γίνεται φανερό ότι οι ελαστικότητες είναι παρόμοιες για το ελληνικό υπόδειγμα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΣΥΣΣΩΡΕΥΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ 1852-1898

Dependent Variable: LRESVY

Method: Least Squares

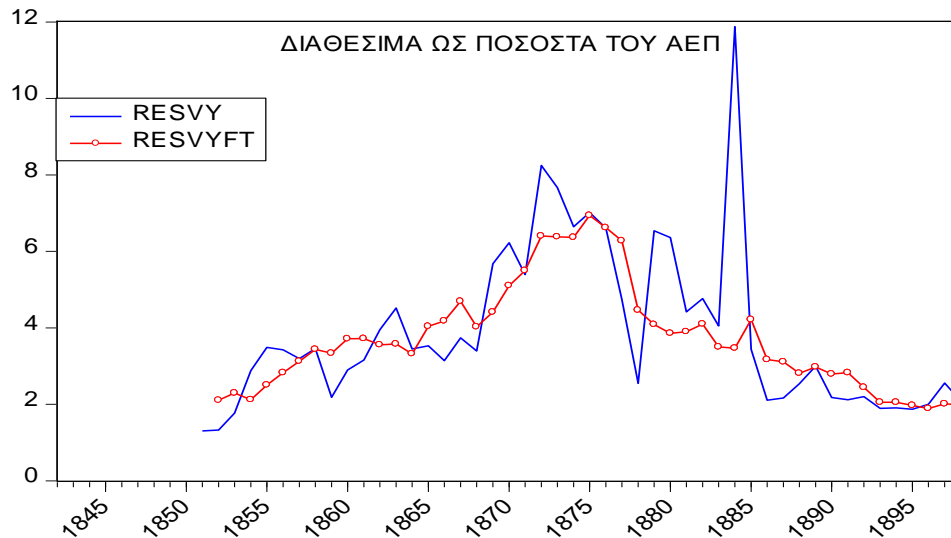
Sample: 1851 1898

Included observations: 48

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.211647	0.235502	5.144956	0.0000
LTRADEY	0.504915	0.244359	2.066281	0.0447
(1+DCNV/12)*LPRDY	0.203086	0.050385	4.030702	0.0002
LERS10B	6.819814	1.129055	6.040288	0.0000
R-squared	0.597084	Mean dependent var		1.224102
Adjusted R-squared	0.569612	S.D. dependent var		0.502938
S.E. of regression	0.329947	Akaike info criterion		0.699888
Sum squared resid	4.790070	Schwarz criterion		0.855821
Log likelihood	-12.79731	Hannan-Quinn criter.		0.758815
F-statistic	21.73460	Durbin-Watson stat		1.348682

Σε κάθε περίπτωση όμως, προκύπτει ότι η συσσώρευση διαθέσιμων στην Ελλάδα ακολουθούσε παρόμοια πρότυπα με αυτά των πιο εξελιγμένων χωρών και αγορών του 20^{ου} και 21^{ου} αιώνα. Πιο αναλυτικές συγκρίσεις γίνονται στην συνέχεια. Η περίπτωση που είναι πιο κοντά στην Ελλάδα βρίσκεται στον σχετικό Πίνακα (Table 4, col. 2). Η εκτίμηση γίνεται για τις χώρες που έχουν ήδη διαπράξει το προπατορικό αμάρτημα (πτώχευση) και βρίσκει ότι ο συντελεστής στην μεταβλητή $\ln(\text{trade}/\text{GDP})$ είναι 0.517, ενώ στην $\ln(\text{M2}/\text{GDP})$ είναι 0.343,

αμφότερες πλησίον των αναφερόμενων στον Πίνακα 3 για τις μεταβλητές $\text{Ln}(\text{trade}/\text{GDP})$ και $\text{Ln}(\text{PRD}/\text{GDP})$ αντιστοίχως.⁴⁹



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9. Δυναμική πρόβλεψη (κόκκινη) της (16) εντός δείγματος 1852-1898. Πηγή: SEEMHN (2014)

Οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι η συσσώρευση διαθέσιμων από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ακολουθούσε κανόνες που είναι γενικά αποδεκτοί μέχρι σήμερα σε ανάλογες πρακτικές αναδυόμενων αγορών. Αυτό επιβεβαιώνει επίσης το συμπέρασμα ότι το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν αρκετά προηγμένο σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες και οι αδυναμίες του ήταν κυρίως ζητήματα επάρκειας πόρων και όχι θεσμικής πληρότητας.

Στο παράρτημα Α παρατίθεται το Διάγραμμα 10, με τις συσχετίσεις της εξαρτημένης με τις ανεξάρτητες μεταβλητές της (16). Όλες είναι ομόρροπες με το πρόσημο του εκτιμώμενου συντελεστή, πράγμα που δείχνει ότι κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή συμβάλει στην τελική ερμηνεία.

Τέλος αξ σημειωθεί ότι ο λόγος εισαγωγών προς το σύνολο εμπορίου είναι σχετικά σταθερός καθ' όλη την διάρκεια του δείγματος, πράγμα που σημαίνει ότι εκτιμήσεις με ανεξάρτητη μεταβλητή τις εισαγωγές θα έδιναν παρόμοια αποτελέσματα.⁵⁰

⁴⁹ Μια αναλυτικότερη σύγκριση είναι διαθέσιμη από τον συγγραφέα.

⁵⁰ Η αναλογία είναι 62.2% με τυπική απόκλιση 5%. Υπολογισμοί του συγγραφέα.

6. Η ΩΡΑ ΤΗΣ ΚΡΙΣΕΩΣ

Η χρόνια αδυναμία αντιστοίχισης πόρων και επιδιώξεων – με τους πρώτους να υπολείπονται αισθητά της ευρύτητας των δευτέρων – κορυφώνεται στην τελευταία φάση του 19^{ου} αιώνα, την περίοδο πριν την μοιραία πτώχευση του 1893. Συστατικό στοιχείο της πολιτικής εκείνης της περιόδου θεωρείται ότι είναι η «σιδηροδρομική πολιτική» σύμφωνα με την οποία ο Τρικούπης επιδίωκε να κατοχυρώσει το λεγόμενο διπλό μέρισμα της ανάπτυξης (double dividend): να αξιοποιήσει τις πλουτοπαραγωγικές πηγές της χώρας (και τα στρατηγικά πλεονεκτήματα) με εργαλείο διασύνδεσης έναν κλάδο που ήταν και ο ίδιος μοχλός ανάπτυξης.⁵¹

6.1. Η αποτυχία των επενδύσεων

Οι υποθέσεις θεωρήθηκαν υπέρ το δέον αισιόδοξες, ενώ σε δύο τουλάχιστον περιπτώσεις οι επενδύσεις ήταν άκρως αβέβαιες και προκάλεσαν μεγάλη αμφισβήτηση από τους επενδυτές και τους δανειστές.⁵² Βεβαίως το επενδυτικό πρόγραμμα επλήγη και από τις καταρρεύσεις που σημειώθηκαν σε επενδυτικά προγράμματα της Αργεντινής και της τράπεζας Baring στις αρχές του 1890.

Η τελευταία πράξη του ελληνικού δράματος εκτυλίσσεται στο λυκόφως του 19^{ου} αιώνα, ενώ η κυβέρνηση προσπαθεί να διαπραγματευθεί ταυτόχρονα σε δύο πεδία: ένα με τους ομολογιούχους για τις συνέπειες της πτώχευσης του 1893 και ένα με τον Τούρκο για την εξευτελιστική ήττα στον πρόσφατο Πόλεμο και την απώλεια της Θεσσαλίας. Είναι δύσκολο να διακρίνει κάποιος ποιο από τα δύο μέτωπα είναι πιο εξευτελιστικό για την Ελλάδα. Οι πιέσεις που ασκούνται από Έλληνες και ξένους ομολογιούχους για προνομακική εξόφληση των ομολογιών τους ή οι επαχθείς όροι που θέτουν ο Τούρκοι στην Σύμβαση της Λαμίας για την επιστροφή της Θεσσαλίας; Οι τρεις μεγάλες ευρωπαϊκές δυνάμεις πάντως – Αγγλία, Γαλλία και Γερμανία – πιέζουν σθεναρά προς την ίδια κατεύθυνση την Ελλάδα,, να κάμψουν αμφοτέρως τις φιλοδοξίες της σε οικονομική ανάπτυξη και

⁵¹ Σύμφωνα με την εύγλωττη ανάλυση του Κοκκινάκη (1999, σελ. 357).

⁵² Πρόκειται για την σιδηροδρομική γραμμή Πειραιά-Λάρισα που προκρίθηκε κυρίως για στρατιωτικούς λόγους εν όψει του προετοιμαζόμενου ελληνο-τουρκικού Πολέμου, αλλά και για άλλες δύο γραμμές που επέβαλε όρους χρηματοδότησης εκτός αγοράς, Κοκκινάκης (1999, σελ. 358).

γεωπολιτική επιρροή και μην επιχειρήσει ξανά τον ρόλο του περιφερειακού πόλου ισχύος.⁵³

Υπάρχουν όμως και κάποιες απόπειρες πιο ορθολογικής ερμηνείας των πραγμάτων. Από την μία μεριά ο Τρικούπης – αν και διέθετε περισσότερη δυνατότητα κατανόησης των εξελίξεων - απέδωσε την αποτυχία της πολιτικής του στην διατάραξη των νομισματικών ισορροπιών και θεώρησε λανθασμένα πως ένας επανακαθορισμός των ισοτιμιών και του καλύμματος θα διόρθωνε την έκβαση των πραγμάτων. Αντίθετα, ο λαϊκιστής αντίπαλος του Θεόδωρος Δηλιγιάννης επέδειξε πολύ μεγαλύτερο ρεαλισμό και ανέγνωσε στην αποτυχία του σχεδίου «*την αύξηση των εξόδων του κράτους, προς απότισίν των οποίων δεν επάρκεσαν τα τακτικά έσοδα*», δηλαδή σε παράγοντες θεμελιώδεις και όχι συγκυριακούς ή ονομαστικούς.

Στην πραγματικότητα ο στόχος του διπλού μερίσματος της ανάπτυξης, υπονομεύθηκε από τον διπλό τυχοδιωκτισμό: αφενός τον επενδυτικό που έκανε τις αποδόσεις να μην βγαίνουν, αφετέρου τον γεωπολιτικό που γελοιοποίησε την πολεμική προσπάθεια της χώρας. Ο Economist έγραψε πικρόχολα ότι

«πριν η Ελλάς δυνηθεί ευλόγως να αποβλέψει προς πάσαν επέκτασιν του εδάφους αυτής οφείλει να δείξη ότι είναι ικανή να διοικήσει εκείνο το οποίο κέκτηται ήδη ...»⁵⁴

Ο Τρικούπης είχε προ πολλού διαπιστώσει ότι το μέτρο της αναγκαστικής κυκλοφορίας «δεν μπορούσε να προσφέρει δημοσιονομικά οφέλη σε μια χώρα με αδύναμη οικονομία όπως η Ελλάδα».⁵⁵ Όντως, η αναγκαστική κυκλοφορία υπέσκαπτε την φερεγγυότητα του εθνικού νομίσματος, με άμεση συνέπεια την άνοδο του συναλλάγματος και τελικά την απομόνωση της χώρας από το διεθνές παίγνιο του χρυσού που ανθούσε εκείνη την περίοδο.

⁵³ Μια ενδιαφέρουσα – και άκρως λεπτομερή – περιγραφή των τριμερών διαπραγματεύσεων μεταξύ Ελλάδας-ομολογιούχων-Τουρκίας υπό την μεροληπτική εποπτεία των Μεγάλων Δυνάμεων δίνει ο Μπελογιάννης (2011). Αν και γραμμένη στο τραχύ κομμουνιστικό ιδιόλεκτο του Μεσοπολέμου, η μελέτη περιέχει πολλά χρήσιμα πραγματολογικά στοιχεία για τις επιπτώσεις της πτώχευσης και της επιβολής του ΔΟΕ.

⁵⁴ The Economist, 14-11-1896, London. Αναφορές από Κοκκινάκη (1999).

⁵⁵ Μπρέγιαννη (2011, σελ. 198).

6.2. Η ματαίωση της χρεοκοπίας

Οι διαπραγματεύσεις μεταξύ Ελληνικής κυβέρνησης και ευρωπαϊών μεσολαβητών αφορούσαν τόσο το ζήτημα του δανείου για την καταβολή αποζημίωσης προς την Τουρκία, όσο και την προστασία των ξένων πιστωτών. Οι ευρωπαϊκές δυνάμεις έδωσαν μεν την συγκατάθεση τους για την εγγύηση του πρώτου, υπό τον όρο όμως ότι θα «γίνουν σεβαστά τα δικαιώματα των παλαιών ομολογιούχων του δημοσίου χρέους της Ελλάδος».⁵⁶ Αργότερα η προστασία των πιστωτών επεκτάθηκε στο εσωτερικό της χώρας και όρισε ότι τα δάνεια του κράτους σε τραπεζογραμμάτια, με αντίκρισμα την αναγκαστική κυκλοφορία, θα έπρεπε σταδιακά να επιστραφούν στους πιστωτές του κράτους, καθώς και στις τράπεζες Εθνική και Ιονική.⁵⁷

Εδραιώθηκε έτσι θεσμικά η υποχρέωση της χώρας να αποζημιώνει κατά προτεραιότητα ξένους και εγχώριους ομολογιούχους, ματαιώνοντας στην πράξη κάθε βλέψη για μονομερή αποκήρυξη δανειακών υποχρεώσεων. Ό,τι δεν μπόρεσε να διασφαλίσει με τις διακηρύξεις η Ελλάδα όταν αποφάσιζε μόνη και (σχετικά) ελεύθερη, επισφραγίστηκε με την θεσμική σκληρότητα του ΔΟΕ.⁵⁸

6.3 Τις πταίει; Πρώτα συγκρότηση κράτους ή εθνική ολοκλήρωση;

Αμέσως μετά την ίδρυση του, το ελληνικό κράτος φάνηκε ότι ήταν και μικρό στην έκταση και αδύναμο στα οικονομικά και τους θεσμούς, ιδιαίτερα στον τομέα της φορολογίας. Σήμερα έχει κατανοηθεί καλύτερα η αμφίδρομη θετική σχέση μεταξύ των δύο στόχων, στην αρχή όμως υπήρξαν πολλές διαφωνίες που έφτασαν μέχρι τον πλήρη διχασμό: αν και την «Μεγάλη Ιδέα» κανείς δεν την απέρριπτε (τουλάχιστον μέχρι το 1922), μία πλευρά πίστευε ότι το μικρό κράτος θα ήταν χρησιμότερο στους πολίτες του χωρίς να τους εκθέτει σε κινδύνους, ενώ η άλλη θεωρούσε ότι μόνο η εθνική ολοκλήρωση θα δημιουργούσε οικονομίες κλίμακας για να δημιουργηθεί σύγχρονο και βιώσιμο κράτος.

⁵⁶ Μπρέγιαννη (2011, σελ. 209)

⁵⁷ Με τον Νόμο ΒΦΙΘ', βλέπε Μπρέγιαννη (2011, σελ. 212).

⁵⁸ Η αδυναμία να αλλάξει μία σχηματισμένη προκατάληψη εναντίον μιας χώρας, συχνά την αναγκάζει να αναζητήσει τελικά όσα θα ήθελε να αποφύγει δικαιώνοντας έτσι τους επικριτές της. Επαληθεύει έτσι τους στίχους του Κ. Καβάφη στο ποίημα «Η Πόλις»: *Έτσι που τη ζωή σου ρήμαξες εδώ στην κόψη τούτη την μικρή, σ' όλην την γη την χάλασες.*

Με εξαίρεση τον ατυχή Καποδίστρια και - εκατό χρόνια μετά - την διακυβέρνηση Βενιζέλου, καμμία πλευρά δεν φρόντισε επισταμένως να οικοδομήσει μια διαδικασία εσωτερικής συσσώρευσης πόρων βασισμένης σε ένα αποτελεσματικό, παραγωγικά ισορροπημένο και κοινωνικά δικαιότερο φορολογικό σύστημα που θα στήριζε τόσο την άμεση καλύτερευση του κράτους όσο την εδραίωση του σε ευρύτερα γεωπολιτικά πλαίσια. Ακόμα και ο Τρικούπης επιδίωξε την παραγωγική συσσώρευση με ένα αξιοκατάκριτο φορολογικό σύστημα, ενώ οι υπέρμαχοι της στρατιωτικής ισχύος ενέδιδαν συχνά στην πελατειακή χρήση του Προϋπολογισμού. Όπως αναφέρει ο Hering (2006A, σ. 472) οι πρακτικές αυτές

«τελικά υπονόμευαν την σχέση της εσωτερικής τάξης και του εκσυγχρονισμού του κράτους με τους μακροπρόθεσμους στόχους της εξωτερικής πολιτικής, [αφού] χωρίς υποδομή και οικονομική ανέλιξη η αποτελεσματικότητα στον στρατιωτικό τομέα δεν θα αντιστοιχούσε στις υπέρμετρες φιλοδοξίες, όταν ερχόταν εκείνη η μέρα».

6.4. Το μάθημα κατανοήθηκε

Τα δεδομένα αλλάζουν άρδην λίγα χρόνια αργότερα, όταν στην εξουσία βρίσκεται πλέον ο Ελευθέριος Βενιζέλος. Με μεγάλο εσωτερικό κόστος, η Ελλάδα έχει προσαρμοστεί στα προαπαιτούμενα του Κανόνα Χρυσού και εισάγεται πλέον ως κανονικό μέλος τον Μάρτιο 1910.⁵⁹ Συσσωρεύονται υπερεπαρκή συναλλαγματικά διαθέσιμα που υπερβαίνουν και το ίδιο το ΑΕΠ της χώρας. Το γεωπολιτικό πεδίο έχει αποκρυσταλλωθεί σε μια περιφερειακή Βαλκανική Συμμαχία εναντίον της Οθωμανικής Αυτοκρατορίας η οποία διεξάγει τους νικηφόρους Α΄ Βαλκανικούς Πολέμους με την Ελλάδα την μεγάλη κερδισμένη. Λίγο αργότερα εξελίσσεται σε μια στενότερη Ελληνο-Σερβική Συμμαχία εναντίον της Βουλγαρίας, η οποία παγιώνει και διευρύνει τις ελληνικές κτήσεις κατά τους Β΄ Βαλκανικούς Πολέμους.

Όταν ξεσπά ο Α΄ Παγκόσμιος Πόλεμος, η Ελλάδα αργεί – αλλά τελικά καταφέρνει – να βρεθεί μαζί με τις δυνάμεις της Αντάντ εναντίον των Κεντρικών

⁵⁹ Για παράδειγμα, η νομισματική πολιτική είναι υπερβολικά σκληρή δυσκολεύοντας την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας, βλέπε Lazaretou (2003, p. 17).

Δυνάμεων. Τα οφέλη κατοχυρώνονται με την Συνθήκη των Σεβρών του 1920 και περιέχουν σημαντικές νέες κτήσεις στην Μικρά Ασία, το Ανατολικό Αιγαίο και την Ανατολική Θράκη, υλοποιώντας έτσι το όραμα εθνικής ολοκλήρωσης όλου του 19^{ου} αιώνα.

Όμως την ίδια στιγμή αναπτύσσονται και αντίρροπες εσωτερικές δυνάμεις που βλέπουν με καχυποψία την εδραίωση μιας ισχυρής και μεγάλης Ελλάδας, επαναφέροντας στην ολιγόψυχη εκδοχή της μικρής χώρας. Το κόστος που πληρώνει η Ελλάδα με την Μικρασιατική Καταστροφή είναι τεράστιο, αλλά δεν χάνονται όλα. Έχει ξανά την ευκαιρία να συμμετάσχει ξανά στο Σύστημα Χρυσού-Συναλλάγματος του Μεσοπολέμου ως πλαίσιο εγκαθίδρυσης της αξιοπιστίας, να το ακολουθήσει στην κατάρρευση και μετά πάλι στην πρόσδεση με το Δολλάριο έως τις απαρχές του νέου Πολέμου.⁶⁰ Μετά η Ελλάδα θα συμμαχήσει με τις νικήτριες δυνάμεις του Β΄ Παγκόσμιου Πολέμου και θα πρωταγωνιστήσει στην ευρωπαϊκή ανοικοδόμηση, αν και πάλι ο εμφύλιος της ψαλιδίζει τις ευκαιρίες και την κρατά για πολλές δεκαετίες δέσμια αντιδημοκρατικών επιλογών, μέχρι να επέλθει ουσιαστική και πλήρης δημοκρατία το 1974.

Η Ελλάδα κατάφερε και πάλι να βρεθεί στο σωστό μέρος της Ιστορίας, αλλά και πάλι να της έχουν απομείνει ελάχιστες δυνάμεις καθώς είχε ήδη καταβάλει το πιο σημαντικό μέρος τους σε άσκοπες συγκρούσεις ή άσχετους στόχους προηγουμένως! Έτσι η ένταξη στην ΕΟΚ την 1.1.1981 έγινε με την χώρα ακόμα να είναι διαιρεμένη στα χαρακώματα του Εμφυλίου, ενώ η ένταξη στο Ευρώ την 1.1.2002 έπρεπε να απορροφήσει την έξαρση δαπανών και χρέους που προηγήθηκαν της προσπάθειας σύγκλισης κατά την δεκαετία του 1990. Σε κάθε φάση, η Ελλάδα φαίνεται να κουβαλά και τις αποσκευές ενός προπατορικού αμαρτήματος από το οποίο πρέπει να εξαγνιστεί αλλά πριν προλάβει να ολοκληρωθεί η διαδικασία, κινδυνεύει να την παρασύρει και πάλι στον βυθό.

⁶⁰ Βλέπε Minoglou-Pepelasis (1998) & Christodoulakis (2013).

7.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η σύντομη αυτή επισκόπηση του 19^{ου} αιώνα δείχνει ότι η επίμονη φιλοδοξία του ελληνικού κράτους να αποκτήσει νομισματική αξιοπιστία εφάμιλλη των άλλων ευρωπαϊκών κρατών κατέληξε να είναι για μεγάλο διάστημα ανεδαφική και – αντί να διευκολύνει την άντληση επενδυτικών κεφαλαίων από τους οίκους του εξωτερικού – συχνά δέσμευε και τους λίγους πόρους που υπήρχαν στο εσωτερικό. Η εμμονή των Αρχών στον Κανόνα Χρυσού απαιτούσε ένα σημαντικό κόστος που οι δυνατότητες της ελληνικής οικονομίας δεν το άντεχαν,⁶¹ με αποτέλεσμα η ένδεια και η μακρά παγίδευση στην στασιμότητα να αναπαράγουν την υπανάπτυξη και ταυτόχρονα να γίνονται αναπόφευκτες αρνητικές της συνέπειες. Ο φαύλος κύκλος σπάει μερικές φορές, αλλά δεν αργεί να επανέλθει.

Τα περιστατικά που έλαβαν χώρα στην Ελλάδα του 19^{ου} αιώνα οδηγούν σε ορισμένες διαπιστώσεις τόσο για τις δυσκολίες προσαρμογής αλλά και την πραγματική έκταση των πλεονεκτημάτων από την εναρμόνιση με το διεθνές σύστημα όσο με το κόστος που μπορεί να έχει μια μονομερής έξοδος από το διεθνές σύστημα και η υιοθέτηση ενός εθνικού μεν, αλλά ασθενούς και ευάλωτου, νομίσματος.⁶²

Υπάρχουν ακόμα και σήμερα πολλοί που ισχυρίζονται στο δημόσιο λόγο ότι η εθνική κυριαρχία θα είχε ενισχυθεί αν η χώρα είχε ξεκόψει από τις διεθνείς αγορές και είχε ολοσχερώς αποφύγει τον ξένο δανεισμό. Στην πραγματικότητα, όμως, η ισχύς και ανεξαρτησία ενός κράτους δεν οικοδομούνται με την έξωση από τη διεθνή επενδυτική κοινότητα, αλλά με την ενεργό παρουσία και την αξιόπιστη συμμετοχή στις δραστηριότητές της. Δεν υπάρχει σύγχρονο κράτος αποξενωμένο από τις διεθνείς αγορές. Ούτε και στο παρελθόν υπήρξε και γιαυτό μόλις τα έθνη κέρδιζαν την ανεξαρτησία τους έσπευδαν να αναζητήσουν την αναγνώριση, την έγκριση και τα κεφάλαια των διεθνών αγορών.

Η ικανότητα παρουσίας και δανεισμού σε διεθνείς αγορές ήταν και είναι καθοριστικό στοιχείο της αποδοχής ενός κράτους από άλλα, καθώς αποτελεί την

⁶¹ Στασινόπουλος (2006, σ. 390)

⁶² Σύμφωνα με τις διάσημες προφητείες του μάγου της Αποκαλύψεως, βλέπε Roubini (2011).

βάση της οικονομικής πιστοποίησης κάθε χώρας πάνω στην οποία γίνεται η ανάπτυξη διμερών και πολυμερών οικονομικών σχέσεων, από το εμπόριο έως τις επενδύσεις και τη συνεργασία. Τα θετικά γνωρίσματα συντρέχουν όμως με ορισμένες προϋποθέσεις:

(α) Ότι τα δάνεια θα χρηματοδοτήσουν πραγματικά τις αναπτυξιακές ανάγκες του νέου κράτους και δεν θα μετατραπούν σε μηχανισμό πληρωμής προς τις διάφορες φατρίες που στη συνέχεια είτε τα αποθησαυρίζουν ως ιδιωτικό πλούτο, είτε τα χρησιμοποιούν για την εξόντωση των εσωτερικών αντιπάλων.

(β) Ότι η εσωτερική ανόρθωση βαθμιαία κάνει όλο και λιγότερο αναγκαία την προσφυγή σε ξένο δανεισμό και ιδιαίτερα σε ξένο νόμισμα. Η πρόοδος και η αξιοπιστία ενός κράτους μετράται από το αν αρκεί να δανείζεται λίγα και αν αυτά μπορεί να τα δανείζεται στο δικό του νόμισμα.

Κανένα από τα δύο κριτήρια δεν διασφαλίστηκε ούτε τότε ούτε αργότερα και όταν η πίεση γινόταν αφόρητη Ελλάδα έπρεπε να αντιμετωπίσει τα επίχειρα: την πτώχευση και –υπό την απειλή της απομόνωσης από τις αγορές– την επιβολή διεθνούς ελέγχου από τους δανειστές.

Στην επόμενη φάση παραμονεύει το μοιραίο δίπτυχο: από τη μια μεριά η βαθιά ύφεση ως αποτέλεσμα εφαρμογής εξοντωτικής φορολογίας για να αποπληρωθούν τα νέα δάνεια και από την άλλη ο κοινωνικός διχασμός λόγω του ασύμμετρου κόστους προσαρμογής κάθε κοινωνικής ομάδας. Αλλά και οι κυβερνήσεις από μόνες τους τροφοδοτούν συχνά αυτό το απειλητικό δίπτυχο: Με το φόβο ότι η πολιτική τους επιβίωση καθορίζεται αποκλειστικά από τις ευμενείς εκθέσεις των δανειστών, δεν αναζητούν τις πιο αποτελεσματικές πρακτικές και μεταρρυθμίσεις για την πρόοδο της χώρας αλλά σπεύδουν να εφαρμόσουν τυφλά ό,τι τους προτείνεται για να μη θεωρηθεί ότι αμφισβητούν την αυθεντία τους.

Έτσι δημιουργείται ένας φαύλος κύκλος παραίτησης και αποτυχίας, καθώς οι δανειστές διαβλέπουν ότι η κυβέρνηση δεν έχει δική της στρατηγική και επιλέγουν την πιο άμεση εισπρακτική πολιτική, ασχέτως των διαλυτικών συνεπειών που έχει για τη χώρα, όπως συνέβη για παράδειγμα το 1898 με τον ΔΟΕ ή σε μεταγενέστερα επεισόδια κατά τον 20^ο αιώνα, ως τις ημέρες μας.

ΑΝΑΦΟΡΕΣ ΣΤΑ ΑΓΓΛΙΚΑ

- Bae K. H. & Bailey W., (2011). The Latin Monetary Union: Some evidence on Europe's failed common currency". *Review of Development Finance*, Vol. 1, Issue 2, April–June, 131-149.
- Berdell J. & Th. Mondschean, (2020). "Retrospectives in Regulating Banks versus Managing Liquidity: Jeremy Bentham and Henry Thornton in 1802". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 34, No. 4, Fall pp 195–209.
- Blasco-Martel Y., (2019), "Reputation and The Palmer Rule in the Origins of Banking in Spain", *Revista de Historia Económica*, Journal of Iberian and Latin American Economic History Vol. 37, No. 1: 139–167. doi:10.1017/S0212610918000228.
- Bordo .D. & Rockoff H., (1996), "The Gold Standard as a 'good housekeeping seal of approval' ", *Journal of Economic History*, 56, pp.389-428.
- Bordo M. (2008), "Growing up to Financial Stability", SEEMHN Lectures, Bank of Greece Working Papers, No. 85, July.
- Christodoulakis N. (2013), "Currency crisis and collapse in interwar Greece: Predicament or policy failure?", *European Review of Economic History*, 17 (3), pp 272-293.
- Godley W. & Fr. Cripps, (1983). *Macroeconomics*. New York: Oxford University Press.
- Hills S., Ryland T. & Dimsdale N., (2010), "The UK recession in context – what do three centuries of data tell us", *Bank of England, Quarterly Bulletin*, Q4, pp.277-291.
- IMF, (2000). "Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability". Prepared by the Policy Development and Review Department. March 23, Washington.
- IMF (2020), "Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System", Staff team: Iancu A., Anderson G., Ando S., Boswell E., Gamba A., Hakobyan S., Lusinyan L., Meads N. & Y. Wu.
- Kopsidis M., (2012), "Missed Opportunity or Inevitable Failure? The Search for Industrialisation in Southeast Europe 1870-1940", *EHES Working Papers in Economic History*, No. 19.
- Lazaretou S., (1999), "Drachma in bimetallic currency regimes: Lessons from the past", *Bank of Greece Economic Bulletin*, 13, 7-26.
- Lazaretou S. (2003), "Greek Monetary Economics in retrospect: The adventures of the Drachma", Working Paper No. 2 April 2003, ISSN 1109-6691 *Bank of Greece*.
- Martín-Aceña Pablo, (2017), «The Banco De España 1782-2017: The history of a central bank», *Estudios de Historia Económica* N.º 73. Banco De España, Eurosistema.

Meissner C. (2015), “The limits of Bimetallism”, *National Bureau of Economic Research*, <http://www.nber.org/papers/w20852>

Minoglou-Pepelasis I., (1998), “Transplanting Institutions: The case of the Greek Central Bank”, *Greek Economic Review*, 19, 2, pp. 33-64.

Nikiforos M. & G. Zezza (2017), “Stock-flow Consistent Macroeconomic Models: A Survey”, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 891. Annandale on Hudson. May.

Obstfeld M., Jay C. Shambaugh and Alan M. Taylor (2010), Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. *American Economic Journal: Macroeconomics* , Vol. 2, No. 2 (April), pp. 57-94.

Roubini N., (2011), “Greece should default, Leave the Euro and Reinstate the Drachma”, www.bloomberg.com/news/2011-09-19/

SEEMHN (2014), *South-Eastern European Monetary and Economic Statistics from the 19th century to World War II, Chapter 3 “Greece”*. Jointly published by the Central Banks: Bank of Greece, Bulgarian National Bank, National Bank of Romania, Oesterreichische Nationalbank. Athens, Sofia, Bucharest, Vienna.

Sideris D. (2008), “Real Exchange Rates over a Century: The Case of the Drachma/Sterling Rate 1833-1939”, *Bank of Greece*,

Sowerbutts R., Schneebalg M. & Hubert F. (2016), “The demise of Overend Gurney”, *Quarterly Bulletin 2016 Q2*, pp.94-106

Tobin J., (1982), “Money and Finance in the Macroeconomic Process.” *Journal of Money, Credit and Banking* 14(2): 171–204.

Vanhaute E., Paping R. & Grada C. (2006), “The European subsistence crisis of 1845-1850: A comparative Perspective”, *IEHC Helsinki Session 123*

Zhou G., Yan X. & Luo S. (2018), “Financial Security and Optimal Scale of Foreign Exchange Reserve in China”; [doi:10.3390/su10061724](https://doi.org/10.3390/su10061724), www.mdpi.com/journal/sustainability

ΑΝΑΦΟΡΕΣ ΣΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ

About Edm., (2018). *Η Ελλάδα του Όθωνα*. Εκδ. Μεταίχμιο, Αθήνα.

Beaton R., (2019). *Ελλάδα: Βιογραφία ενός σύγχρονου έθνους*. Εκδ. Πατάκη, Αθήνα.

Hering G., (2006A, 2006B), *Τα Πολιτικά Κόμματα στην Ελλάδα 1821-1936*, τόμος Α΄ και τόμος Β΄, έκδοση ΜΙΕΤ, Αθήνα.

Screpanti E. & St. Zamagni, (2004). *Η ιστορία της οικονομικής σκέψης*. Εκδ. Τυπωθήτω, Αθήνα.

Αγριαντώνη Χρ., (2006). «Βιομηχανία», στο Κωστής Κ. & Σ. Πετμεζάς (επιμ.), 2006, σελ. 219-252.

Γκίκας Σ. & Πρόντζας Ε., (2011). «Εκχρηματισμός και Νομισματοποίηση Περιφερειακών Βαθμίδων», στο Καλαφάτης & Πρόντζας (2006, επιμ.) *Οικονομική Ιστορία του Ελληνικού Κράτους*. Έκδοση ΠΙΟΠ, Αθήνα.

Δερτιλής Γ., (2004). *Ιστορία του ελληνικού κράτους 1830-1920*. Έκδ. Εθνική Τράπεζα, Αθήνα. Τόμοι Α΄ και Β΄.

Καλαφάτης & Πρόντζας (2011, επιμ.). *Οικονομική Ιστορία του Ελληνικού Κράτους*. Τρεις τόμοι: (Α) Συγκρότηση εθνικής οικονομίας, (Β) Οικονομικές λειτουργίες και επιδόσεις, (Γ) Τεκμήρια ποσοτικής ανάλυσης. Έκδοση ΠΙΟΠ, Αθήνα.

Κοκκινάκης Ι., (1999). *Νόμισμα και Πολιτική στην Ελλάδα 1830-1910*. Εκδ. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα.

Κωστελένος Γ., Βασιλείου Δ., Κουνάρης Εμμ., Πετμεζάς Σ. & Σφακιανάκης Μ., (2007), *Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν 1833-1939*, Πηγές Οικονομικής Ιστορίας της Νεότερης Ελλάδας: Ποσοτικά στοιχεία και στατιστικές σειρές, Εκδόσεις ΚΕΠΕ & Ιστορικό Αρχείο Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος, Αθήνα.

Κωστής Κ. & Σ. Πετμεζάς (επιμ.), 2006. *Η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας τον 19^ο αιώνα*, εκδ. Αλεξάνδρεια, Αθήνα.

Κωστής Κ., (2018). *Ο Πλούτος της Ελλάδας: Η ελληνική οικονομία από τους Βαλκανικούς Πολέμους μέχρι σήμερα*. Εκδ. Πατάκης, Αθήνα.

Λαζαρέτου Σ., (2013), “Από την πτώχευση στην ύφεση - Ο διεθνής οικονομικός έλεγχος του 1898”, *Gutenberg, Αθήνα*.

Μπελογιάννης Ν., (2011), *Το Ξένο Κεφάλαιο στην Ελλάδα*, Εκδόσεις ΑΓΡΑ, Αθήνα.

Μπρέγιαννη Κ., (2011), *Νεοελληνικό Νόμισμα: Κράτος και Ιδεολογία από την Επανάσταση έως τον Μεσοπόλεμο*. Ακαδημία Αθηνών, Κέντρο Ερεύνης του Νεότερου Ελληνισμού, Αθήνα.

Πετράκης Π., (1992). *Τα σημεία καμπής στη δραστηριότητα της ελληνικής οικονομίας (1840-1913)*. Σειρά: Μελέτες Οικονομικής Ιστορίας, Έκδ. ΜΙΕΤ, Αθήνα.

Σακελλαρόπουλος Θ., (1994, A & B), *Οι κρίσεις στην Ελλάδα 1830-1857: Οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές όψεις*. Τόμος Α΄ 1830-1845, Τόμος Β΄ 1845-1857. Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.

Σάρμα Ρουσίν (Sharma Rouchir), 2019, *Πώς πετυχαίνουν τα Έθνη: Δέκα κανόνες για έναν κόσμο σε κρίση*, έκδοση Διανέοσις, (μτφ. Ηλ. Νικολαΐδης), Αθήνα.

Στασινόπουλος Γ., (2006). «*Νόμισμα και Τράπεζες*», στο Κωστής Κ. & Σ. Πετμεζάς (επιμ.), 2006, σελ. 379-408.

Χριστοδουλάκης Ν., (2012), *Οικονομικές θεωρίες και κρίσεις: Ο ιστορικός κύκλος ορθολογισμού και απερισκεψίας*, Κριτική, Αθήνα.

Χριστοδουλάκης Ν., (2021), «*Economic Crises in Greece 1833-2018: External & Domestic Aspects*», DIEES AUEB, Working Paper Series, No. 21-04, April.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α:

ΠΙΝΑΚΑΣ 5. Εκτιμήσεις των Obstfeld et al (2012) σε διάφορες παραλλαγές της εξίσωσης ζήτησης συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Σημειώσεις: 1) Στον παρακάτω Πίνακα περιλαμβάνονται μόνο τιμές που είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο τουλάχιστον 10%.

2) Για τις επιμέρους προδιαγραφές κάθε εξίσωσης, βλέπε Obstfeld et al (2012).

3) Η μεταβλητή [**trade**] παριστάνει το άθροισμα εισαγωγών και εξαγωγών κάθε χώρας.

	Traditional & Financial stability models (Table 1.)						
Ln(trade/GDP)	0.78	0.752	0.75	0.706	0.544	0.583	
Ln(M2/GDP)				0.263	0.284	0.311	0.444
	Emerging markets sample (Table 2)						
Ln(trade/GDP)	0.83	0.491	0.57		0.428	0.59	
Ln(M2/GDP)		0.299	0.238	0.569	0.337	0.198	
	Source of identification for the EM sample (Table 3)						
Ln(trade/GDP)	0.57	0.8	0.574	0.604	0.392		
Ln(M2/GDP)	0.238	0.492	0.215	0.348	0.351		
	Original Sin (Table 4)						
Ln(trade/GDP)	0.376	0.517	0.489	0.512			
Ln(M2/GDP)	0.548	0.343	0.318	0.306			
	Financial stability model across Eras (Table 5)						
Ln(trade/GDP)	0.625	0.614	0.479	0.638	0.57	0.379	
Ln(M2/GDP)			0.45		0.34	0.386	
	The Monetary Base and M2 (Table 6)						
Ln(trade/GDP)	0.364	0.278		0.571			
Ln(M2/M0)		0.726	0.811				

ΠΙΝΑΚΑΣ 6. Χρονολόγιο & κρίσεις του 19^{ου} αιώνα

Σημείωση: Οι περίοδοι κρίσης με σκίαση.

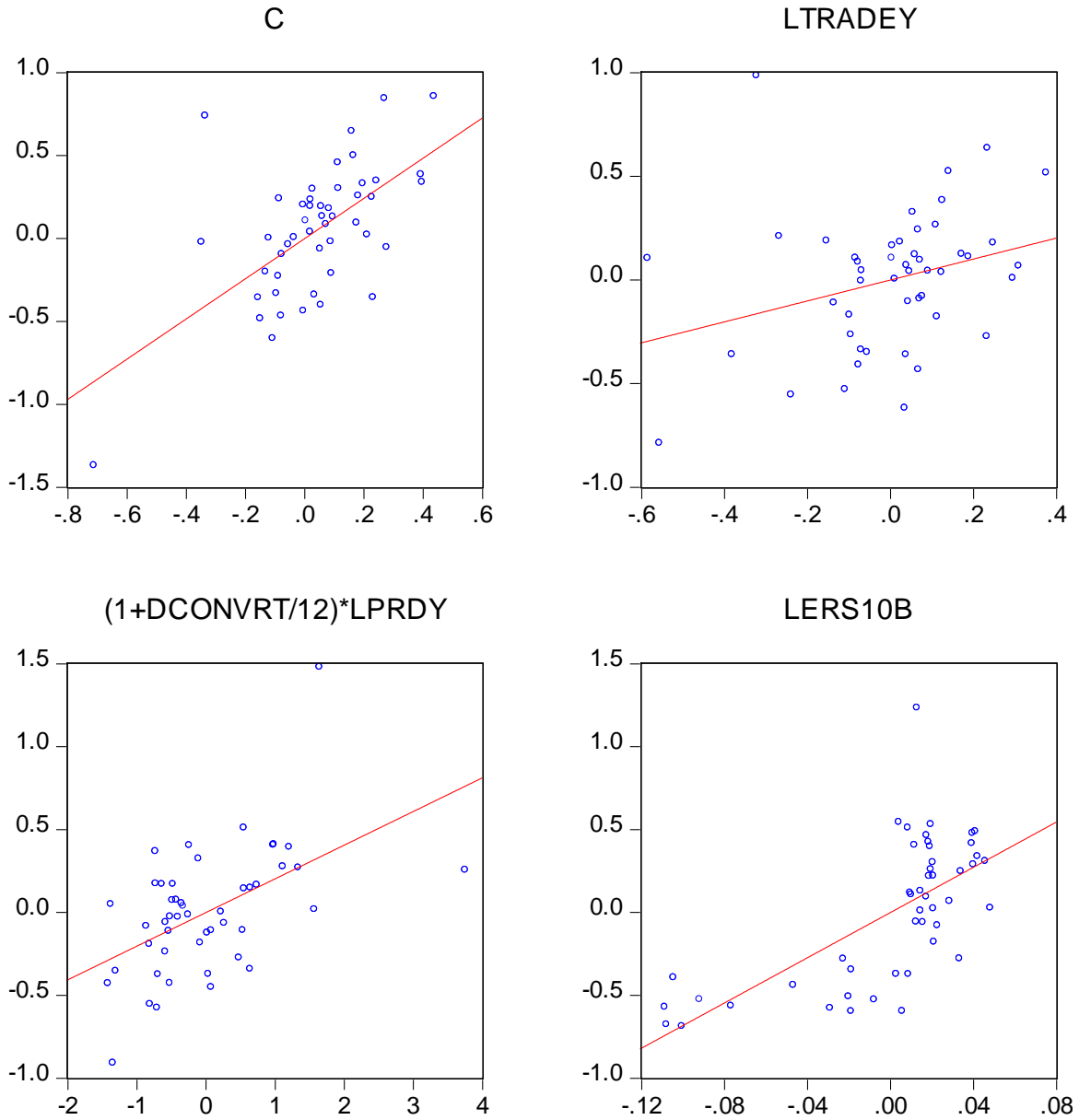
1824-1825	<i>Σύναψη των Δανείων της Ανεξαρτησίας στο Λονδίνο με επαχθείς όρους.</i>
1828-1831	Αδυναμία πληρωμής τόκων. Έκδοση δύο ομολογιακών δανείων στο εσωτερικό με μικρή απήχηση. Φορολογικές εξεγέρσεις εναντίον Καποδίστρια και δολοφονία του.
1833	<i>Νέο δάνειο με εγγύηση Αγγλίας-Γαλλίας-Ρωσίας. Άφιξη του Όθωνα.</i>
1839-1847	Σιτοδεία και ταραχές το 1839. ⁶³ Φορολογικές εξεγέρσεις και δυσκολία πληρωμής τόκων. Πτώχευση 1843 για το δάνειο 1832 (τακτοποίηση 1879). Σχέδιο περικοπής δαπανών, απολύσεων και αύξησης φόρων. Στρατιωτική εξέγερση κατά του Όθωνα. Σύνταγμα και πρώτες εκλογές. Το 1841 ιδρύεται η Εθνική Τράπεζα.
1848-1857	<i>Εξεγέρσεις στην Ευρώπη. Άρση καλύμματος κυκλοφορίας. Επέμβαση αγγλικού στόλου για οφειλές ελληνικού κράτους. Κριμαϊκός Πόλεμος, προσπάθεια εισόδου Ελλάδος υπέρ της Ρωσίας. Τριετής αποκλεισμός Πειραιά από Αγγλία-Γαλλία.</i>
1862-1872	Κρατική διάλυση, πολύνεκρες εξεγέρσεις και έξωση του Όθωνα. Το 1863 εμφύλιες συγκρούσεις στην Αθήνα με 280 νεκρούς και επιβολή στρατιωτικής κυβέρνησης. ⁶⁴ Ενσωμάτωση Ιονίων Νήσων, αλλά και καταστροφή των καλλιεργειών τους το 1867. ⁶⁵ Διορίζονται 22 βραχύβιες κυβερνήσεις. Κρητική Επανάσταση 1866-1869. Η Ελλάδα προσχωρεί το 1867 στην Λατινική Νομισματική Ένωση (ΛΝΕ) και εκδίδει το ελληνικό φράγκο.
1878-1888	<i>Το 1878 ρυθμίζεται η αποπληρωμή των Δανείων Ανεξαρτησίας. Ολιγόμηνη συμμετοχή στον Κανόνα Χρυσού (1-10/1885). Το 1886 η Ελλάδα οργανώνει τον «ειρηνόπολεμο» εναντίον της Βουλγαρίας, αλλά οι Μεγάλες Δυνάμεις επιβάλουν ναυτικό αποκλεισμό και υποχωρεί. Ο Τρικούπης εφαρμόζει εξουθενωτική φορολογία, η αντιπολίτευση την καταργεί μετά τις εκλογές.</i>
1890-1901	Διεθνής κρίση το 1890, το δολάριο κλονίζεται, Πορτογαλία και Αργεντινή πτωχεύουν. Κρίση στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Ο εξωτερικός δανεισμός δυσκολεύει, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα εξανεμίζονται και χωρίς νέα έσοδα η χώρα πτωχεύει το 1893. Ήττα στον ελληνο-τουρκικό πόλεμο του 1897, μεγάλη αποζημίωση στην Τουρκία και επιβολή Διεθνούς Οικονομικού Ελέγχου.
1910	<i>Προσχώρηση στον Κανόνα Χρυσού με τον νόμο ΓΧΜΒ' της κυβέρνησης Δραγούμη. Τον Οκτώβριο 1910 κυβέρνηση Βενιζέλου. Σύναψη νέων εξωτερικών δανείων για χρηματοδότηση πολέμων.</i>

⁶³ Κοκκινάκης (1999, σ. 97), Σακελλαρόπουλος (1994, σ. Α95 και Β19). Νέα πτώση αγροτικής παραγωγής σημειώνεται το 1847.

⁶⁴ Hering (2006, σελ. 399)

⁶⁵ Δερτιλής (2004, σελ. Α211). Αυτό εν μέρει εξηγεί την πτώση του προσαρμοσμένου ΚΚΑΕΠ

LRESVY vs. Variables (Partialled on Regressors)



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10: Συσχετίσεις της εξαρτημένης με τις ερμηνευτικές μεταβλητές της (16). Όλες είναι ομόρροπες του προσήμου της εκτίμησης. Στοιχεία: SEEMHN (2014)