



Η οικοδόμηση ενός αποτελεσματικού ρυθμιστικού συστήματος απαιτεί μια θεωρία χρηματοοικονομικής αστάθειας

Των Δημήτρη Β. Παπαδημητρίου και Jan Kregel

4 Μαΐου 2012

Κάνοντας μια ανασκόπηση των πολιτικών αποκρίσεων των ΗΠΑ στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, αυτό που βλέπουμε μοιάζει πολύ με το πρότυπο του «μπαλώματος» και της «αποσπασματικής» μεταρρύθμισης για το οποίο είχε προειδοποιήσει ο Χάιμαν Μίνσκυ στο βιβλίο του *Stabilizing an Unstable Economy* («Σταθεροποιώντας μια ασταθή οικονομία»), που δημοσιεύθηκε το 1986. Οι όποιες πιθανότητες υπήρχαν για ριζική μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχουν πλέον εξαφανιστεί παρά το γεγονός ότι οι οικονομικές πληγές που άφησε η κρίση συνεχίζουν να φουντώνουν. Η μάχη για τη διαμόρφωση των κανόνων και την διαδικασία εφαρμογής του νόμου Dodd-Frank (2010) βρίσκεται ακόμα σε εξέλιξη, αλλά ο ίδιος ο νόμος Dodd-Frank—και πλήθος άλλων πρόσφατων πολιτικών αντιδράσεων από το 2007 και μετά—βασίζεται σε μια προσέγγιση της χρηματοοικονομικής ρύθμισης που είναι ελλιπής και ανεπαρκής.

Σε ένα πρόσφατο άρθρο του στο Bloomberg, ο πρώην διευθυντής του Γραφείου Διαχείρισης και Προϋπολογισμού Πίτερ Όρζαγκ θρήνησε το γεγονός ότι οι επίσημες προβλέψεις είχαν βασιστεί σε οικονομικά μοντέλα τα οποία υποτίμησαν σε μεγάλο βαθμό τη σοβαρότητα των επιπτώσεων από την κατάρρευση της αγοράς των *subprime* ενυπόθηκων δανείων επειδή δεν λάμβαναν υπόψη τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Η κρίση που ακολούθησε προκάλεσε ανανεωμένο ενδιαφέρον για το επιστημονικό έργο του Μίνσκυ, αφού κατ' ουσία ήταν αυτός που είχε αναπτύξει μια θεωρία περί οικονομικής σταθερότητας και αστάθειας που λάμβανε σοβαρά υπόψη το χρηματικό κεφάλαιο και την χρηματοοικονομική μόχλευση. Αλλά ο Μίνσκυ είχε επίσης συγκεκριμένες απόψεις για το πώς θα έπρεπε να αναδιαμορφωθεί το ρυθμιστικό σύστημα και η χρηματοοικονομική αρχιτεκτονική, και ένα από τα πολλά μαθήματα που μπορούμε να αντλήσουμε από το έργο του είναι ότι υπάρχει στενή σχέση ανάμεσα στον τρόπο που σκεφτόμαστε για την προοπτική της αστάθειας στις χρηματοοικονομικές αγορές και το πώς προσεγγίζουμε το ζήτημα της χρηματοοικονομικής ρύθμισης.

Όπως τόνιζε ο Μίνσκυ, δεν είναι δυνατόν να σχεδιαστούν επαρκώς κανονισμοί που βελτιώνουν τη σταθερότητα των χρηματοοικονομικών αγορών αν δεν υπάρχει κατά νου μια θεωρία χρηματοοικονομικής αστάθειας. Αν αυτό που θεωρείται «κανονική» λειτουργία του καπιταλιστικού συστήματος αποκλείει την αστάθεια και τη θεωρεί απλά ως ένα τυχαίο γεγονός, το σύστημα ρύθμισης θα ασχολείται πάντα με τυχαία γεγονότα που είναι απίθανο να συμβούν ξανά. Ως εκ τούτου, οι κανονισμοί θα είναι αδύναμοι να αποτρέψουν μια μελλοντική αστάθεια. Αυτό που απαιτείται είναι μια θεωρία όπου η χρηματοοικονομική αστάθεια θεωρείται φυσιολογικό συμβάν στη λειτουργία του συστήματος.

Παρά τη γνωστή φράση, η προσέγγιση Μίνσκυ έχει ελάχιστα να κάνει με «στιγμές». Αντιθέτως, έχει να κάνει με τις συνεχείς, σωρευτικές διαδικασίες όπου οι σχετικά μεγάλες περιόδους σταθερότητας αυξάνουν την ενδογενή δυναμική της χρηματοοικονομικής ευπάθειας. Η ευπάθεια παρέχει το γόνιμο έδαφος για την χρηματοοικονομική αστάθεια, οδηγώντας σε μια διαδικασία αποπληθωρισμού του χρέους και σε πλήρη κρίση.

Η ρύθμιση του συστήματος δεν μπορεί να είναι αποτελεσματική εάν απλά βασίζεται σε μέτρα που παράγονται για την αντιμετώπιση και την αναστροφή των συνθηκών που δημιουργούνται από την τρέχουσα «στιγμή» κατά τη διάρκεια της λειτουργίας του συστήματος. Μια αποτελεσματική ρύθμιση θα πρέπει να αναδιαμορφώσει τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος. Δυστυχώς, η προσέγγιση που έχει υιοθετηθεί για τη ρύθμιση του χρηματοοικονομικού συστήματος επιδιώκει να διορθώσει την παρούσα στιγμή με την εφαρμογή μιας σειράς από

κυρίως κοσμητικές αλλαγές στα επιχειρηματικά μοντέλα των υφιστάμενων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, αφήνοντας την βασική δομή του συστήματος αμετάβλητη σε ορισμένα κρίσιμα σημεία.

Το πλαίσιο για επαναρύθμιση του χρηματοοικονομικού συστήματος πρέπει να ξεκινά με την κατανόηση των μακροπρόθεσμων συστημικών αλλαγών που έλαβαν χώρα μεταξύ των μεταρρυθμίσεων του New Deal—κυρίως ο νόμος Glass-Steagall (1933)—και της επίσημη κατάργησής τους από το νόμο Gramm-Leach-Bliley (1999) για τον Εκσυγχρονισμό των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών. Οι μεταρρυθμίσεις του New Deal διαβρώθηκαν μέσα από μια εσωτερική διαδικασία στην οποία οι εμπορικές τράπεζες που απέκτησαν μονοπωλιακή θέση στην ανάληψη καταθέσεων προσπάθησαν να καταργήσουν αυτές τις προστασίες επειδή οι μη ρυθμιζόμενες τράπεζες ήταν σε θέση να παρέχουν πιο αποτελεσματικά υποκατάστατα μέσα από ότι ήταν διαθέσιμα για τις ρυθμιζόμενες τράπεζες. Οι ρυθμιστικές αρχές και τα δικαστήρια συνέβαλαν σε αυτή τη διαδικασία μέσω αποφάσεων που επέτρεψαν σταδιακά στις εμπορικές τράπεζες τη δυνατότητα να επαναδιεκδικήσουν δραστηριότητες στην αγορά τιλοποιήσεων από την οποία είχαν αποκλειστεί με βάση τη νομοθεσία του New Deal. Ο νόμος του 1999 απλώς έκανε επίσημη την *de facto* κατάργηση των προστασιών που παρέιχαν οι μεταρρυθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν τη δεκαετία του 1930.

Οι δυσκολίες στην εφαρμογή πολλών από των διατάξεων στον νόμο Dodd-Frank έχουν οδηγήσει σε εκκλήσεις για επιστροφή του νόμου Glass-Steagall. Ωστόσο, ο Μίνσκυ πίστευε ότι, λόγω οικονομικών καινοτομιών, ο νόμος Glass-Steagall ήταν ήδη ξεπερασμένος σχεδόν από την εποχή που βγήκε. Παρά ταύτα, μια προσεκτική μελέτη του έργου του, και μια επέκταση κάποιων ιδεών του Μίνσκυ στην μετά-Glass-Steagall εποχή, αποκαλύπτει ένα σχέδιο για μια πιο σταθερή χρηματοοικονομική αρχιτεκτονική που θα μπορούσε να προσφέρει μερικά από τα κύρια οφέλη που παρέχονται από το νόμο Glass-Steagall. Το σχέδιο περιλαμβάνει τη διάσπαση των τραπεζών σε μικρότερες μονάδες και τη δημιουργία μιας δομής συμμετοχικής τραπεζικής εταιρίας με πολλά είδη θυγατρικών που θα υπόκεινται σε αυστηρούς περιορισμούς σχετικά με τους τύπους των δραστηριοτήτων που θα τους επιτρέπεται να αναλαμβάνουν. Τέτοιοι περιορισμοί, τόσο επί του συνολικού μεγέθους όσο και επί της ίδιας της λειτουργίας των θυγατρικών, θα μπορούσαν να ενισχύσουν την ικανότητα των ρυθμιστικών αρχών να κατανοούν και να εποπτεύουν τις δραστηριότητες των θυγατρικών, και να αντιδρούν σε καινοτομίες.

Ο Μίνσκυ είναι περισσότερο γνωστός για τις αναλύσεις του σχετικά με την χρηματοοικονομική ευπάθεια, αλλά ενδιαφερόταν κατά κύριο λόγο για προτάσεις που θα μπορούσαν να συμβάλλουν αποτελεσματικά στη δημιουργία μιας χρηματοοικονομικής δομής που θα εξασφαλίζει ένα σταθερό σύστημα συναλλαγών και θα παρέχει ασφάλεια για την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας. Έως ότου όμως εσωτερικεύσουμε την αντίληψή του γύρω από την χρηματοοικονομική ευπάθεια, είναι απίθανο να μπορέσουμε να σχεδιάσουμε μια χρηματοοικονομική αρχιτεκτονική που θα ανταποκρίνεται με αξιοπιστία στους δύο αυτούς στόχους. Παραμένει να δούμε εάν η επόμενη κρίση καταφέρει να μας δώσει πιο πειστικά μαθήματα για την ανάγκη μιας ριζικής αναδιαμόρφωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος—αν και οι αδυναμίες που έχει ο νόμος Dodd-Frank μάλλον δεν θα χρειαστεί να περιμένουμε πολύ για να το μάθουμε.

Ο Δημήτρης Β. Παπαδημητρίου είναι πρόεδρος του Levy Economics Institute του Πανεπιστημιακού Κολεγίου Bard, εκτελεστικός αντιπρόεδρος και καθηγητής οικονομικών στην έδρα «Jerome Levy» στο Κολέγιο Bard. Ο Jan Kregel είναι διευθυντής του Προγράμματος Νομισματική Πολιτική και Χρηματοοικονομική Δομή στο Levy Economics Institute και καθηγητής οικονομικών στο Τεχνολογικό Ινστιτούτο του Ταλίν. © 2012 Levy Economics Institute