



Ο Μίνσκι και η δυναμική μακροπροληπτική ρύθμιση

Του Jan Kregel

Για να είναι αποτελεσματική η ρύθμιση πρέπει να αξιολογείται συχνά και να είναι συνεπής με την εξελισσόμενη αγορά και τις χρηματοοικονομικές δομές

—Hyman Minsky and Claudia Campbell, «Getting Off the Back of a Tiger»

Χρηματοοικονομική ρύθμιση, θεωρία και θεσμοί

Πολλοί επαγγελματίες των χρηματοπιστωτικών αγορών και ορισμένοι ακαδημαϊκοί έχουν υπογραμμίσει τη σημασία της «υπόθεσης της χρηματοοικονομικής αστάθειας» του Χάιμαν Μίνσκι για την κατανόηση της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης ως μια «στιγμή» Μίνσκι. Ωστόσο, οι ρυθμιστικές μεταρρυθμίσεις που εισήχθησαν μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 δεν έδωσαν ανάλογη προσοχή στο έργο του Μίνσκι γύρω από την κανονιστική μεταρρύθμιση τη δεκαετία του 1960 ως σύμβουλος σε διάφορες κυβερνητικές υπηρεσίες. Αυτό είναι ατυχές, επειδή το πρώιμο έργο του Μίνσκι για την κανονιστική μεταρρύθμιση έθεσε τις βάσεις για την «υπόθεσης της χρηματοοικονομικής αστάθειας» και λειτούργησε ως μια εξίσου πειστική βάση για την κανονιστική ρύθμιση με στόχο την ενίσχυση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ο Jan Kregel είναι Ανώτατος Μελετητής στο Levy Economics Institute και Διευθυντής του προγράμματος του Ινστιτούτου για τη Νομισματική Πολιτική και τη Χρηματοοικονομική Δομή και Καθηγητής Development Finance στο Τεχνολογικό Πανεπιστήμιο του Ταλλίν (Εσθονία).
Copyright © 2014 Levy Economics Institute of Bard College

Υπάρχουν δύο σημαντικά χαρακτηριστικά στην προσέγγιση του Μίνσκι σχετικά με τη ρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα που την διαφοροποιούν από την τρέχουσα προσέγγιση. Η πρώτη είναι η αναγκαιότητα μιας υποκείμενης θεωρίας ως το υπόβαθρο για τις ρυθμιστικές προτάσεις. Η δεύτερη είναι η ανάγκη να αξιολογηθεί ο αντίκτυπος της ρύθμισης υπό το πρίσμα των τρεχουσών οικονομικών συνθηκών, των συνεχιζόμενων αλλαγών στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και των πιθανών μέτρων νομισματικής πολιτικής. Η «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» που ανέπτυξε ο Μίνσκι παρείχε τη βάση για τις πρώτες προτάσεις της λεγόμενης μακροπροληπτικής ρύθμισης. Επιπλέον, ο Μίνσκι πρότεινε μια νέα δομή αξιολόγησης που θα λάμβανε υπόψη τα στοιχεία αυτής της δυναμικής προσέγγισης για την μακροπροληπτική ρύθμιση.

Κανονιστική ρύθμιση χωρίς θεωρία

Όπως θα πρέπει να είναι ήδη γνωστό, η «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» ήταν η προσπάθεια του Μίνσκι να καλυφθεί το κενό στην παραδοσιακή κεϋνσιανή ή νεοκλασική θεωρία της γενικής ισορροπίας—συγκεκριμένα, η έλλειψη οποιουδήποτε επίσημου θεωρητικού υπόβαθρου πάνω στο οποίο θα εξελισσόταν η συζήτηση για την προληπτική ρύθμιση. Όπως ο ίδιος ο Μίνσκι αρέσκετο να τονίζει, το θεμέλιο της επικρατούσας θεωρίας είναι ένα σύστημα αυτορυθμιζόμενης ισορροπίας, που παρέχει ελάχιστα περιθώρια για αναφορές στο ενδεχόμενο μιας συστημικής κρίσης, δεδομένου ότι, υπό το πρίσμα της εν λόγω θεωρίας, κάτι τέτοιο δεν θα μπορούσε να συμβεί. Επομένως, ήταν εξαιρετικά δύσκολο να διατυπωθούν κανονισμοί προληπτικής εποπτείας για την αντιμετώπιση μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης εφόσον κάτι τέτοιο θα μπορούσε να προκύψει μόνο ως αποτέλεσμα τυχαίων, εξωτερικών κρίσεων ή εξαιτίας αυτού που ο Alan Greenspan θα θεωρούσε ιδιοσυγκρασιακή, μη ορθολογική (δόλια) συμπεριφορά. Ο μόνος λόγος για την προώθηση της ρύθμισης θα ήταν η εξάλειψη της αλλοπρόσαλλης συμπεριφοράς κακών επενδυτών ή η κακοδιαχείριση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Με βάση αυτή την αρχική υπόθεση, η διατύπωση των κανονισμών και των εποπτικών διαδικασιών¹ απαιτούσε την αξιολόγηση των δραστηριοτήτων των επιμέρους τραπεζών, χωρίς καμία αναφορά στις σχέσεις τους με άλλους θεσμούς ή με το συνολικό περιβάλλον μέσα στο οποίο λειτουργούσαν.

Αυτό ήταν το είδος της εποπτείας που, στις αρχές της δεκαετίας του 1980, οδήγησαν στην αδυναμία του εντοπισμού των κινδύνων στην Penn Square Bank, στην Continental Illinois, και στην Seattle First, μεταξύ άλλων τραπεζών, και επέστησαν την προσοχή στο πρόβλημα των τραπεζών που είναι «πολύ μεγάλες για να καταρρεύσουν».² Είναι χαρακτηριστικό αυτής της προσέγγισης ότι τα προβλήματα αυτών των ιδρυμάτων προκλήθηκαν από έναν δόλιο τραπεζίτη της Οκλαχόμα και τον υπεύθυνο του τμήματος δανείων στην Continental Illinois, που «τα έπαιρνε». Σε αυτή την ιδιότυπη προσέγγιση για το ρυθμιστικό πλαίσιο των τραπεζών προσφέρεται αξιοπιστία με τη χρήση του όρου «μικροπροληπτική» ρύθμιση, επειδή ασχολείται μόνο με τις δράσεις και τις προϋποθέσεις ενός ενιαίου ιδρύματος, αγνοώντας οποιαδήποτε επίπτωση μπορεί να έχουν οι δραστηριότητές του στο υπόλοιπο μέρος του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ή αντιστρόφως ανάλογα.

Από αυτή την άποψη, ο κύριος στόχος της αξιολόγησης των τραπεζών είναι ο προσδιορισμός των ελλειμματικών λειτουργιών ή δόλιων πράξεων σε μια τράπεζα:

Οι αξιολογήσεις χρησιμοποιούνται για τη συλλογή των επί τόπου πληροφοριών που θα αναφέρουν την τρέχουσα οικονομική κατάσταση μιας τράπεζας και τη συμμόρφωσή της με τους ισχύοντες νόμους και κανονισμούς Όλες οι φάσεις των δραστηριοτήτων μιας τράπεζας καλύπτονται από μία εξέταση³ ενώ ειδικές αξιολογήσεις γίνονται σχετικά με τις δραστηριότητες των trust, τις ηλεκτρονικές πράξεις επεξεργασίας δεδομένων και την τήρηση των διατάξεων περί προστασίας του καταναλωτή. Έτσι, η αξιολόγηση παρέχει μια ολοκληρωμένη εικόνα των δραστηριοτήτων μιας τράπεζας και της οικονομικής της απόδοσης. Οι αξιολογήσεις των τραπεζών, όμως, δεν λειτουργούν ως έλεγχοι. Οι αξιολογητές αρκούνται μόνο στην αξιολόγηση των δραστηριοτήτων και στα τραπεζικά αρχεία που είναι απαραίτητα για να κριθεί η κατάσταση μιας τράπεζας και η συμμόρφωσή της με τους κανονισμούς. Σε γενικές γραμμές, το πεδίο της αξιολόγησης περιορίζεται στα αρχεία της τράπεζας και δεν περιλαμβάνει την εξακρίβωση όλων των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της τράπεζας. (Sprong 2000, 116–7)

Όπως σημείωσε ο Μίνσκι σε μια εργασία που συνέγραψε με την Claudia Campbell,

Η αστάθεια των τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων περιγράφεται συνήθως με όρους επιδρομών και χρεοκοπιών σε συγκεκριμένα ιδρύματα, χωρίς σαφή εξήγηση γιατί μια ισχυρή υποκατάσταση του ενεργητικού γίνεται ξαφνικά ο κανόνας. Όταν η αξιολόγηση μιας τράπεζας γίνεται από τη σκοπιά των τραπεζικών επιδρομών και της χρεοκοπίας, η κατάρρευση μιας τράπεζας οφείλεται στις δικές της ιδιοσυγκρασιακές ιδιότητες. Είτε η διαχείρισή της ήταν ακατάλληλη είτε συμμετείχε σε κάποια απάτη. Μια τέτοια κατάρρευση μπορεί να έχει επιπτώσεις σε άλλα τραπεζικά ιδρύματα δεδομένου ότι, για κάποιο χρονικό διάστημα, οι χρηματοπιστωτικές αγορές αποτυγχάνουν να λειτουργήσουν κανονικά. Αυτό δημιουργεί προβλήματα μεταβατικής αναχρηματοδότησης για τις φερέγγυες τράπεζες. . . . Οι ιδιοσυγκρασιακές αποτυχίες στη λειτουργία μιας τράπεζας μπορεί να προκαλέσουν επιδημία τραπεζικών καταρρεύσεων, προκαλώντας ένα αρνητικό, «υφεσιακό» σοκ στην οικονομία. (Minsky and Campbell 1987, 254–5)

Όπως γίνεται συνήθως μετά από περιπτώσεις σοβαρής διαταραχής, οι κανονισμοί προσαρμόζονται για να αποτραπεί στο μέλλον η εμφάνιση ανάλογων κρίσεων. Αν και η σημασία αυτών των αλληλεπιδράσεων στη δημιουργία συστημικών κρίσεων αναγνωρίστηκε στην περίπτωση της κατάρρευσης της Continental Illinois, καθώς και στην περίπτωση της κρίσης των αποταμιεύσεων και των δανείων στα τέλη της δεκαετίας του 1980, ενώ ήταν αδύνατο να αγνοηθεί μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, τα συγκεκριμένα συμβάντα επέφεραν μικρές αλλαγές στις διαδικασίες αξιολόγησης.

Για παράδειγμα, η κρίση των αποταμιεύσεων και των δανείων της δεκαετίας του

1980 οδήγησε στη μετατόπιση της προσέγγισης προς ένα σύστημα αξιολόγησης των τραπεζών που έδινε μεγαλύτερη βαρύτητα στην εκτίμηση του κινδύνου:

οι τραπεζικοί οργανισμοί ξεκίνησαν να αναπτύσσουν ένα νέο εποπτικό πλαίσιο στα μέσα της δεκαετίας του 1990. Το βασικό στοιχείο του νέου πλαισίου είναι ότι οι αξιολογήσεις των τραπεζών εστιάζουν περισσότερο την προσοχή στις περιοχές που εμπεριέχουν υψηλότερο κίνδυνο για μια συγκεκριμένη τράπεζα. Αυτή η διαδικασία αξιολόγησης με επίκεντρο τον κίνδυνο απαιτεί από τους αρμόδιους φορείς να εκτελούν πρώτα μια εκτίμηση του κινδύνου πριν ξεκινήσουν τις οποιεσδήποτε επί τόπου δραστηριότητες εποπτείας. Οι εκτιμήσεις κινδύνου συμπεριλαμβάνουν τον προσδιορισμό των σημαντικών δραστηριοτήτων της τράπεζας, τον καθορισμό των κινδύνων που ενυπάρχουν σε αυτές τις δραστηριότητες και την ανάληψη μιας προκαταρκτικής αξιολόγησης των διαδικασιών που διαθέτει μια τράπεζα για τον εντοπισμό, τη μέτρηση, την παρακολούθηση και τον έλεγχο αυτών των κινδύνων. Στη συνέχεια, οι αξιολογητές χρησιμοποιούν την εκτίμηση του κινδύνου μιας τράπεζας για να κατευθύνουν τις προσπάθειες σχετικά με την αξιολόγηση σε περιοχές μείζονος κινδύνου για το τραπεζικό ίδρυμα. Για τις τράπεζες με κατάλληλες διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων, οι εξεταστές μπορούν να βασίζονται περισσότερο στις ίδιες τις εσωτερικές αξιολογήσεις κινδύνου της τράπεζας, αντί να προβούν σε εκτεταμένες ελεγκτικές δοκιμές. (Sprong 2000, 117)

Αν και η πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Εταιρείας Ασφάλισης Καταθέσεων (FDIC) ισχυρίστηκε τότε ότι οι αλλαγές «δεν αντικατοπτρίζουν μια θεμελιώδη αλλαγή στην παραδοσιακή προσέγγιση της FDIC για την αξιολόγηση του κινδύνου», υπογράμμισε ωστόσο ότι αποσκοπούσαν στο να «γεφυρωθεί το χάσμα» που χωρίζει σήμερα τη «μακρο» προοπτική των οικονομικών και τις τάσεις της αγοράς από τη «μικρο» προοπτική των αξιολογήσεων των τραπεζών με τρόπους που θα μεταφράζει τα δεδομένα σε κατευθύνσεις που οι αξιολογητές θα μπορούν να χρησιμοποιήσουν στην αξιολόγηση και την εποπτεία του κινδύνου σε ιδρύματα με διαφορετικά επίπεδα και είδη έκθεσης σε πηγές κινδύνου. . . . Το αποτέλεσμα θα είναι μια πιο αποτελεσματική και ακριβή αξιολόγηση της ικανότητας ενός ιδρύματος να διαχειριστεί τους κινδύνους μέσα σε ένα δομημένο πλαίσιο, το οποίο θα βελτιώσει την ασφάλεια και την ευρωστία» (Helfer 1996).

Αλλά είναι σαφές ότι η προσέγγιση που συνδυάζει τη μικροπροληπτική και μακροπροληπτική ρύθμιση συνέχιζε να δίνει έμφαση στην αξιολόγηση του εκάστοτε τραπεζικού ιδρύματος παρά στις συστηματικές επιπτώσεις στο σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η τρέχουσα προσέγγιση στην κανονιστική ρύθμιση στον απόηχο της κρίσης στα subprime αποτελεί παρόμοια έκκληση για μια πιο συστηματική προσέγγιση της χρηματοπιστωτικής ρύθμισης, που βαφτίστηκε τώρα «μακροπροληπτική» ρύθμιση, ως συμπλήρωμα της «μικροπροληπτικής» ρύθμισης. Ωστόσο, η κριτική που ανέπτυξε ο Μίνσκι κατά τη διαμόρφωση της «μικροπροληπτικής» ρύθμισης τη δεκαετία του 1960 ισχύει σήμερα για την «μακροπροληπτική» προσέγγιση, καθώς δεν διαθέτει κανένα θεωρητικό πλαίσιο για τα αίτια

των συστημικών κρίσεων που θα δικαιολογούσε τη διατύπωση των αναγκαίων ρυθμίσεων για να τις αποτρέψει. Η σημερινή «μακροπροληπτική» προσέγγιση προσποιείται ότι παρέχει ρύθμιση για την αντιμετώπιση συστημικών ζητημάτων, αλλά χωρίς την διατύπωση μιας καθορισμένης θεωρίας για τα αίτια της συστημικής κρίσης ή την κυκλική συμπεριφορά του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Συγκεκριμένα, ενώ οι περισσότερες προτάσεις μακροπολιτικής ρύθμισης αναγνωρίζουν την ύπαρξη της κυκλικής συμπεριφοράς στην οικονομία και προτείνουν μέτρα για την αντιμετώπισή της, δεν εξηγούν ωστόσο γιατί συμβαίνει αυτό.⁴ Αν δεν υπάρχει μια ολοκληρωμένη θεωρία που να εξηγεί πώς αναπτύσσεται η ενδογενής αστάθεια, η απλή αναγνώριση ότι οι μακροοικονομικές συνθήκες θα επηρεάσουν την χρηματοοικονομική επίδοση δεν επαρκεί για να αποτραπεί η έμφαση στις ιδιοσυγκρασιακές πτυχές των πρόσφατων κρίσεων.

Κανονιστική ρύθμιση με θεωρία

Κατά την άποψη του Μίνσκι, κάθε μακροπροληπτικός κανονισμός απαιτεί «μια πιο ολοκληρωμένη περιγραφή της αστάθειας μιας οικονομίας με τραπεζικό τομέα» (Minsky and Campbell 1987, 255). Μια τέτοια προσέγγιση «θα πρέπει να πηγαίνει πέρα από τις τραπεζικές επιδρομές και να αναλύει τη δομή των ισολογισμών, την κατάσταση πληρωμών και τις δραστηριότητες σχετικά με τη λήψη θέσης. Η λήψη θέσης, για μια τράπεζα, αποτελείται από τις συναλλαγές που πραγματοποιούνται για να φέρουν την ταμειακή κατάσταση στο επίπεδο που απαιτείται από την κανονιστική ρύθμιση ή τη διοίκηση της τράπεζας. Από την άποψη της λήψης θέσης, οι τραπεζικές καταρρεύσεις δεν θα προκύψουν απλώς και μόνο εξαιτίας μιας ανίκανης ή διεφθαρμένης διοίκησης. Οι καταρρεύσεις τραπεζών λαμβάνουν χώρα κυρίως λόγω της αλληλεξάρτησης των υποχρεώσεων σχετικά με τις πληρωμές και τις συναλλαγές στη λήψη θέσης σε όλο το φάσμα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και των επιμέρους μονάδων» (255).

Δεδομένου του γεγονότος ότι η προσέγγιση του Μίνσκι γύρω από την «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» οικοδομήθηκε με σκοπό την ανάπτυξη «των θεμελίων μιας θεωρίας των επιχειρηματικών κύκλων και μιας χρηματοοικονομικής θεωρίας για την επένδυση σε μια καπιταλιστική οικονομία» (Minsky 1994a, 2) στο πλαίσιο της προσέγγισης του Κέυνς, η προσπάθεια ξεκίνησε με την εξήγηση της κυκλικής συμπεριφοράς και των συστηματικών αλληλεπιδράσεων που παρέχουν τη βάση για τη διαμόρφωση της μακροπροληπτικής κανονιστικής ρύθμισης.

Το πρώιμο έργο του Μίνσκι γύρω από την κανονιστική ρύθμιση δεν ασχολήθηκε μόνο με κανονιστικά θέματα, αλλά και με το κατάλληλο είδος αξιολόγησης των τραπεζικών ιδρυμάτων από τη σκοπιά της «υπόθεσης της χρηματοοικονομικής αστάθειας». Ήδη το 1966,⁵ με βάση τη συμβολή του στη μελέτη του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού για τον μηχανισμό έκπτωσης (Minsky 1972a), ο Μίνσκι είχε αρχίσει να περιγράφει τις ιδέες του γι' αυτό που αποκάλεσε διαδικασία αξιολόγησης των τραπεζών με βάση την «ταμειακή ροή». Για την ακρίβεια, αναφέρει τα εξής: «Η προτεινόμενη αξιολόγηση και ανάλυση της εμπορικής τράπεζας ή άλλου καταθετικού ιδρύματος βασίζεται στην άποψη ότι η ρευστότητα δεν είναι έμφυτο χαρακτηριστικό ενός περιουσιακού στοιχείου, αλλά ότι η ρευστότητα είναι ένα σχετιζόμενο με το χρόνο χαρακτηριστικό ενός εν εξελίξει, συνεχιζόμενου οικονομικού ιδρύματος» (Minsky 1967, 1).

Το γενικό πλαίσιο από τη μελέτη του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού είναι ότι «βασικό της ιδέας της ρευστότητας ως χαρακτηριστικό ενός ιδρύματος είναι η ικανότητα της μονάδας να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις πληρωμών της. Κάθε δήλωση σχετικά με τη ρευστότητα μιας μονάδας εξαρτάται ως εκ τούτου από την εκτίμηση σχετικά με το πώς θα δημιουργηθούν τόσο τα μετρητά όσο και οι πληρωμές μέσα από τις κανονικές δραστηριότητες, καθώς και οι προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες θα μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά τα περιουσιακά της στοιχεία (συμπεριλαμβανομένης της ικανότητάς της μονάδας να δανείζεται ως «επίτιμο» περιουσιακό στοιχείο). . . . Οποιαδήποτε δήλωση σχετικά με την ρευστότητα του ιδρύματος εξαρτάται από παραδοχές σχετικά με τη συμπεριφορά της οικονομίας και των χρηματοπιστωτικών αγορών. Δεδομένου ότι οι υποθέσεις αλλάζουν, η εκτίμηση της ρευστότητας των θεσμικών οργάνων θα ποικίλει» (Minsky 1967, 2).

Αυτό αργότερα περιγράφηκε ως «θέση ρευστότητας» και «αγοραία ρευστότητα», αντιπροσωπεύοντας τη «διπλή ευπάθεια που προκύπτει όποτε οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες είναι ανεπαρκείς για την κάλυψη των οικονομικών δεσμεύσεων» (Minsky 1975a, 4). Έτσι, λοιπόν, εξηγεί ο Μίνσκι το στόχο της μακροπροληπτικής ρύθμισης και την αδυναμία της παραδοσιακής ρύθμισης να εντοπίσει τους συστημικούς κινδύνους.

Η αναθεωρημένη πρόταση περιγράφεται ως εξής: «Ο στόχος . . . ήταν να χρησιμοποιηθεί η διαδικασία αξιολόγησης για την παραγωγή πληροφοριών τόσο για τη ρευστότητα και τη φερεγγυότητα των συγκεκριμένων ιδρυμάτων, αλλά και για τις απειλές, αν υπάρχουν, απέναντι στη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Οι πληροφορίες αυτές ήταν προσανατολισμένες προς το μέλλον και να είναι τέτοιες ώστε να μπορούσαν να διερευνηθούν οι επιπτώσεις εναλλακτικών οικονομικών σεναρίων. Ειδικότερα, η διαδικασία αξιολόγησης σχεδιάστηκε με σκοπό να επικεντρωθεί στις πραγματικές (παρελθόν) και πιθανές (βραχυπρόθεσμο μέλλον) δραστηριότητες μιας τράπεζας σχετικά με τη λήψη θέσης, έτσι ώστε οι αρχές του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού να είναι ενήμερες σχετικά με την πραγματική ή απειλητική χρηματοπιστωτική ευθραυστότητα» (Minsky 1975b, 150).⁶

Προς υποστήριξη αυτής της προσέγγισης, ο Μίνσκι έκανε επίσης προτάσεις σχετικά με την αναθεώρηση της ροής κεφαλαίων και ταμειακών διαθέσιμων προκειμένου να γίνει πιο διαφανής η μακροοικονομική εκτίμηση της χρηματοοικονομικής ευθραυστότητας (Minsky 1962).

Σε μια σειρά σημειώσεων που ανανεώνουν την αρχική του πρόταση του 1967, ο ίδιος επισημαίνει ότι οι θεσμικές αλλαγές, με τη μορφή της εμφάνισης των «γιγαντιαίων τραπεζών αξίας πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων» και των «περιθωριακών τραπεζικών ιδρυμάτων και αγορών», θα πρέπει να βρίσκονται στο επίκεντρο της ανανέωσης της αρχικής πρότασης του 1967 και θα πρέπει να «βοηθήσουν τις αρχές, ώστε να έχουν καλύτερη κατανόηση των λειτουργιών» αυτών των μεγάλων τραπεζών και της διασύνδεσής τους με «μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και διάφορες βραχυπρόθεσμες χρηματοπιστωτικές αγορές» (Minsky 1975a, 1–2).

Ωστόσο, παρά το ενδιαφέρον των ρυθμιστικών αρχών και την αναγνώριση της σημασίας της συστημικής «μακρο» προσέγγισης, δεν έχουν ακόμη λάβει χώρα σημαντικές αλλαγές στον τρόπο εποπτείας και αξιολόγησης. Πράγματι, η FDIC αναγνώρισε πρόσφατα τη σημασία αυτής της προσέγγισης, καθώς και την ελλιπέστατη εφαρμογή της:

παρατηρήσεις δείχνουν ότι πολλές τράπεζες έχουν δημιουργήσει μόνο στοιχειώδεις πολιτικές ρευστότητας και σχέδια έκτακτης χρηματοδότησης ως μέρος της συνολικής λειτουργίας της διαχείρισης ενεργητικού/παθητικού. Τα επίπεδα εποπτείας συχνά περιορίζονται σε μια στατική ανάλυση που απεικονίζει ένα συγκεκριμένο χρονικό σημείο της θέσης της ρευστότητας. Περιεκτικές αναλύσεις των ταμειακών ροών που προσδιορίζουν τις πηγές και τις χρήσεις των κεφαλαίων είναι σπάνιες. Για παράδειγμα, μια πρόσφατη αξιολόγηση μιας μεγάλης τράπεζας αποκάλυψε ότι οι πηγές που χρησιμοποιεί αναφέρουν τις χονδρικές πηγές χρηματοδότησης, αλλά δεν ενσωματώνουν τις λιανικές ροές μετρητών. Σε πολλές περιπτώσεις, οι πολιτικοί σχεδιασμοί έκτακτης ανάγκης δεν εμπεριέχουν διαδικασίες βασισμένες στα τεστ αντοχής των τραπεζών, δεν επικαιροποιούνται τακτικά ώστε να ανταποκρίνονται στις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, και δεν ελέγχονται προκειμένου να εξασφαλιστεί η ακρίβεια των υποθέσεων. (FDIC 2008)

Δυναμική μακροπροληπτική κανονιστική ρύθμιση

Αλλά η «νέα» προσέγγιση του Μίνσκι αναφορικά με την αξιολόγηση δεν αναγνώριζε απλά την κυκλική φύση των αλληλεπιδράσεων που δημιουργούνται από τις χρηματοδοτικές σχέσεις εντός του οικονομικού συστήματος, αλλά επίσης υιοθετούσε μια πολύ ευρύτερη προσέγγιση όσον αφορά την κανονιστική ρύθμιση, που θα μπορούσαμε να την ονομάσουμε «δυναμική» μακροπροληπτική κανονιστική ρύθμιση. Αυτή είναι η βάση για το δεύτερο καινοτόμο στοιχείο της προσέγγισης του Μίνσκι γύρω από την κανονιστική ρύθμιση:

Η δομή εποπτείας και ρύθμισης για το τραπεζικό και χρηματοοικονομικό σύστημα που βρίσκεται σε ισχύ δεν αντικατοπτρίζει απλά τα θεσμικά χαρακτηριστικά της οικονομίας των τελευταίων 150 ετών, αλλά αντανάκλα επίσης την κατανόηση, δηλαδή την οικονομική θεωρία, για το πώς λειτουργεί το είδος της οικονομίας που κυριαρχούσε όταν άρχισαν να μπαίνουν στη θέση τους για πρώτη φορά τα κομμάτια αυτής της δομής. (Minsky 1994b, 6)

Πράγματι, αυτό ήταν ένα από τα πλεονεκτήματα της προσέγγισης της ταμειακής ροής που πρότεινε ο Μίνσκι:

Η συγκεκριμένη προοπτική βασιζόταν στη λειτουργία ενός δυναμικά εξελισσόμενου συνόλου χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και σχέσεων. Πολύ συχνά, οι αρχές του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού έχουν εκπλαγεί από τις αλλαγές στις χρηματοοικονομικές πρακτικές. Ένας

από τους στόχους του σχεδιασμού του συστήματος αξιολόγησης ήταν να δημιουργηθεί μια διαδικασία τακτικής υποβολής εκθέσεων που θα αναγκάζει τις αρχές να παρακολουθούν τις θεσμικές αλλαγές που λαμβάνουν χώρα, και, οι οποίες, επιπλέον, ανάγκασαν τις αρχές να ερευνήσουν πώς θα μπορούσαν να επηρεάσουν τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος οι τρέχουσες εξελίξεις. (Minsky 1975b, 150)

Σε ένα επόμενο σημείωμα, ο Μίνσκι προσέφερε το ακόλουθο ως παράδειγμα:

Ένα υποπροϊόν της διαδικασίας της αξιολόγησης των ταμειακών ροών θα είναι μια πιο ακριβής γνώση των σχέσεων μεταξύ των εξεταζόμενων ιδρυμάτων και των περιθωριακών τραπεζών. Μια τέτοια διευκρίνιση θα επιτρέψει στο Ομοσπονδιακό Αποθεματικό να έχει καλύτερη γνώση σχετικά με τις νέες εξελίξεις στις χρηματοοικονομικές σχέσεις και να είναι καλύτερα προετοιμασμένο για περιστατικά έκτακτης ανάγκης που θα μπορούσαν να κυριαρχήσουν ως καθοριστικοί παράγοντες της συμπεριφοράς του. (Minsky 1975a, 2)

Για τον Μίνσκι, εν ολίγοις, η μακροπροληπτική κανονιστική ρύθμιση και ο έλεγχος θα πρέπει να αντανakλούν όχι μόνο τις τρέχουσες και τις αναμενόμενες οικονομικές συνθήκες, αλλά να εσωκλείουν επίσης και μια θεωρία για το τραπεζικό και το χρηματοοικονομικό σύστημα και να χαρακτηρίζονται από μια θεσμική προσέγγιση. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίον επέμενε ο Μίνσκι ότι η μακροπροληπτική κανονιστική ρύθμιση και ο έλεγχος θα πρέπει να επαναξιολογούνται συχνά σε σχέση με τις αλλαγές που λαμβάνουν χώρα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Επιπλέον, ο σκοπός μιας τέτοιας αξιολόγησης ήταν να αναγκάσει τους χαρακτες πολιτικής των κεντρικών τραπεζών να συνειδητοποιήσουν τις επιπτώσεις των ενεργειών της πολιτικής τους σχετικά με τη σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο πλαίσιο των συνεχιζόμενων θεσμικών και λειτουργικών αλλαγών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα—κάτι που σαφώς απουσιάζει από την ανάλυση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας σχετικά με τα αίτια της πρόσφατης κρίσης. Πράγματι, είναι γεγονός ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αγνόησε τους μηχανισμούς της πιλοποίησης των στεγαστικών subprime υποθηκών και το ρόλο των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου στην αλληλοσχέση μεταξύ τραπεζών και άλλων (περιθωριακών ή σκιωδών) ιδρυμάτων που λειτουργούσαν γύρω από αυτές τις αγορές.

Έτσι, ένα από τα πλεονεκτήματα που έχει η χρήση της προσέγγισης του Μίνσκι όσον αφορά την κανονιστική ρύθμιση, στην οποία η «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» χρησιμεύει ως βάση για τους μακροπροληπτικούς κανονισμούς, είναι ότι εξηγεί τους λόγους για τους οποίους καταλήγουν απηρχαιωμένες οι κανονιστικές δομές. Οι κανονικές δραστηριότητες της επιδίωξης του κέρδους οδηγούν στην καινοτομία προκειμένου να δημιουργηθούν νέες πηγές κέδρους. Οι καινοτομίες μπορεί να είναι σε προϊόντα, σε διεργασίες ή στη χρηματοοικονομική. Η αναζήτηση του κέρδους οδηγεί επίσης τους φορείς σε προσπάθειες να αποφύγουν και να προσαρμοστούν στη δομή της κανονιστικής ρύθμισης και της παρέμβασης που τέθηκε σε εφαρμογή προκειμένου να περιοριστεί η ασυνέπεια. Στην πορεία, αυτό

υπονομεύει την αποτελεσματικότητα του παρεμβατικού καθεστώτος που «σταθεροποιεί το ασταθές σύστημα». Ως εκ τούτου, για να είναι αποτελεσματική η ρύθμιση πρέπει να αξιολογείται συχνά και να είναι συνεπής με την εξελισσόμενη αγορά και τις χρηματοοικονομικές δομές.» (Minsky and Campbell 1988, 6)

Ο Μίνσκι υπογράμμισε πως «καθώς το νομισματικό σύστημα, το χρηματοοικονομικό σύστημα και η οικονομία βρίσκονται πάντα στη διαδικασία προσαρμογής στις μεταβαλλόμενες συνθήκες, η επιτυχής αναζήτηση του χρήματος και της χρηματοδότησης μπορεί να είναι ένας ατέλειωτος αγώνας», επειδή αυτό που μπορεί να αποτελεί κατάλληλη δομή κάποια χρονική περίοδο δεν αρμόζει για κάποια άλλη χρονική περίοδο (Minsky 1994b, 4).

Σε όλη τη διάρκεια της ιστορίας μας, η αντίδραση σε κάποια «δυσάρεστα γεγονότα» στον τραπεζικό ή χρηματοοικονομικό τομέα ήταν η μεταρρύθμιση της δομής του τραπεζικού και χρηματοοικονομικού τομέα, καθώς και της δομής της διακυβέρνησης του chartering, της ρύθμισης και της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι προκάτοχοί μας δεν ήταν ανόητοι: γνώριζαν αρκετά καλά τους θεσμούς της εποχής τους, έτσι ώστε όταν η νομοθεσία τροποποιούσε τους θεσμούς, η νέα δομή πετύχαινε το στόχο της διόρθωσης της δυσλειτουργίας, τουλάχιστον για κάποιο χρονικό διάστημα. Η νέα δομή πληρωμών και χρηματοδότησης ήταν αρκετά εύστοχη, ώστε να βελτιώνει την επίδοση της οικονομίας. Ωστόσο, η αιώνια αναζήτηση για κέρδος που αποκομίζουν οι επιτυχημένοι καινοτόμοι ενεργοποιεί τους επιχειρηματίες. Αναδύονται νέα χρηματοπιστωτικά και τραπεζικά ιδρύματα και νέα πρότυπα χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τις κυβερνήσεις, και οι χρήστες τους ευημερούν. Με την πάροδο του χρόνου, το αρχικά εύστοχο πρότυπο ρύθμισης και εποπτείας γίνεται όλο και πιο αδέξιο: η κληρονομημένη δομή της κανονιστικής ρύθμισης και της εποπτείας γίνεται αρχικά αναποτελεσματική και στο τέλος διεστραμμένη. Η σωρευτική επίδραση των θεσμικών αλλαγών που λαμβάνει χώρα είναι ότι τα θεσμικά όργανα τα οποία υποτίθεται ότι θα συγκρατούν τις ενδογενείς ανισορροπητικές δυνάμεις της οικονομίας χάνουν μεγάλο μέρος της ικανότητας τους να το πράττουν. (4–5)

Από αυτή την άποψη, το μεγαλύτερο σφάλμα που διαπράχθηκε στην πορεία προς την πρόσφατη κρίση ήταν να επιτραπεί μια σημαντική αλλαγή στη θεσμική δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος (στην πράξη εκσυγχρονισμού των χρηματιστηριακών υπηρεσιών του 1999), χωρίς συνοδευτικές αλλαγές στη ρυθμιστική ή εποπτική δομή. Αν ο νόμος Dodd-Frank αποτελεί προσπάθεια να διορθωθεί αυτό το λάθος, τότε θα είναι εξ ορισμού ανεπαρκής για τις συνθήκες που επικρατούν όταν τελικά εφαρμοστεί πλήρως.

Ρυθμιστική αστάθεια

Ο Μίνσκι παρουσίασε ένα παράδειγμα της προσέγγισής του σε παρατηρήσεις που διατυπώθηκαν σχετικά με τις προτάσεις για τη μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού κλάδου μετά την κατάρρευση των αποταμιεύσεων και των δανείων τη δεκαετία του

1980 και την πτώχευση της Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC). Υπογράμμισε ότι η βασική δυσκολία με οποιοδήποτε καθεστώς ασφάλισης είναι ο ηθικός κίνδυνος, αλλά ότι ήταν δύσκολο να κατανοήσουμε γιατί τα προβλήματα του ηθικού κινδύνου και της αυξημένης μετάδοσης του κινδύνου απείλησαν την επιβίωση του συστήματος FSLIC μετά από περίπου 40 χρόνια επιτυχούς λειτουργίας. Η απάντηση, ο ίδιος θεώρησε, βρίσκεται στις θεσμικές και πολιτικές αλλαγές μέσα στις οποίες λειτουργεί το σύστημα. Συγκεκριμένα, ο Μίνσκι και η Campbell αναφέρθηκαν «στη μετατόπιση της λήψης θέσεων από συναλλαγές σε ρευστά στοιχεία ενεργητικού στη δεκαετία του 1960 σε συναλλαγές παθητικού στη δεκαετία του 1970», καθώς και «στη μείωση των περιθωρίων ασφαλείας που χρησιμοποιούνται ως μαξιλάρι στις διακυμάνσεις των ταμειακών ροών» (Minsky and Campbell 1987, 255). Ως αποτέλεσμα αυτών των αλλαγών, παρατήρησαν, οι δεσμεύσεις για πληρωμές είναι πιο στενά συντονισμένες με τις εισπράξεις πληρωμών, έτσι ώστε μικρές αλλαγές στις συνθήκες μπορούν να προκαλέσουν μεγάλη αύξηση για τις μονάδες (νοικοκυριά και επιχειρήσεις που έχουν ληξιπρόθεσμα χρέη προς τις τράπεζες και τράπεζες που είναι χρεωμένες στους καταθέτες) προκειμένου να αποκτήσουν μετρητά από την πώληση περιουσιακών στοιχείων που μπορεί να έχουν περιορισμένες αγορές. (255)

Αυτό οδηγεί στην ανάγκη να πουλήσουν περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να αποκτήσουν ρευστότητα, η οποία προκαλεί μείωση στην αξία των περιουσιακών στοιχείων και μια «διαδικασία που οδηγεί σε βαθιά ύφεση» (255). Όμως, η αλλαγή του θεσμικού πλαισίου συνοδεύτηκε από μια αλλαγή στις διαδικασίες λειτουργίας της κεντρικής τράπεζας από τη διαχείριση των επιτοκίων στη διαχείριση της προσφοράς χρήματος, η οποία έκανε την έκδοση του τριακονταετούς ομολόγου με σταθερό επιτόκιο εγγενώς επικίνδυνη επένδυση. Έτσι, ο Μίνσκι και η Campbell υποστήριξαν ότι «τα σημερινά προβλήματα είναι αποτέλεσμα του ανταγωνισμού για τα κέρδη, που έχει μετατρέψει μια αρχικά εύρωστη χρηματοοικονομική δομή σε ένα εύθραυστο σύστημα, και, με τον τρόπο αυτό, κατέστησε παρωχημένη τη δομή ασφάλισης των καταθέσεων που καθιερώθηκε πριν από 50 χρόνια» (Minsky and Campbell 1988, 7). Ήταν οι αλλαγές στους θεσμούς, η αλλαγή στη θεωρία και οι αλλαγές στη νομισματική πολιτική που παρήγαγαν αυξανόμενη χρηματοοικονομική αστάθεια και έκαναν επισφαλή την ασφάλιση των καταθέσεων ενώπιον των συστημικών κρίσεων. «Όποτε η κατάρρευση των τραπεζικών ιδρυμάτων οφείλεται σε ιδιοσυγκρασιακή συμπεριφορά», έγραψαν οι Μίνσκι και Campbell, «οι αναλογιστικές εκτιμήσεις της πιθανότητας αποπληρωμής είναι πιθανές. Σε τέτοιες περιπτώσεις, το μοντέλο ασφάλισης είναι εφαρμοστέο και οι προτεινόμενες μεταρρυθμίσεις στη δομή της ασφάλισης καταθέσεων θα μπορούσαν να είναι ωφέλιμες» (Minsky and Campbell 1987, 255). Αλλά «η μείωση για ολόκληρο το σύστημα της αξίας των περιουσιακών στοιχείων δεν μπορεί να περιοριστεί από την εγγύηση ή τη διάσωση κάποιων περιορισμένης κατηγορίας καταθέσεων ή ιδρυμάτων. Για να τεθούν υπό έλεγχο οι αστάθειες που μπορεί να δημιουργήσουν μεγάλες απώλειες σε όλο το σύστημα παραγωγής, απασχόλησης και αξιών του ενεργητικού, απαιτείται κάτι περισσότερο από την ασφάλιση των καταθέσεων» (255).

Το συμπέρασμα, το οποίο είναι εξίσου επίκαιρο σήμερα, ήταν ότι «η εισαγωγή, στο σημερινό περιβάλλον, των αποδόσεων προσαρμοσμένες στο δείκτη κινδύνου ή οι κεφαλαιακές απαιτήσεις και η μεγαλύτερη δημοσιοποίηση των προβληματικών

ιδρυμάτων, [που] είναι μεταξύ των προτάσεων για τη μεταρρύθμιση στο σύστημα ασφάλισης καταθέσεων, καθιστούν περισσότερο, όχι λιγότερο, πιθανό ότι θα χρειαστούν ασφαλιστικές αποζημιώσεις Επιπλέον, οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα αυξήσουν την αστάθεια του συστήματος. Μία απάντηση με στόχο την ενίσχυση της σταθερότητας θα είναι να δεχθεί το Κογκρέσο ότι έχει μια ανοιχτή υποχρέωση και να θέσει σε εφαρμογή μια καλά χρηματοδοτούμενη, θεσμική δομή για να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του». (253)

Τέλος, ο Μίνσκι και η Campbell σημείωσαν ότι «οι ομοσπονδιακές υπηρεσίες ασφάλισης δεν χρησιμοποιούν την ασφάλεια των καταθέσεων ως ασφάλεια για τους καταθέτες, αλλά ως μηχανισμό για να εξασφαλίσουν την ασφάλεια και την ευρωστία του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ. Ένας από τους στόχους τους είναι η πρόληψη της κατάρρευσης των τραπεζών. . . . Οι πρόσφατες καινοτομίες στην τιτλοποίηση των περιουσιακών στοιχείων και η παγκοσμιοποίηση της χρηματοοικονομικής έχουν εισάγει κινδύνους χρηματοπιστωτικών εξαρθρώσεων που μόνο περιφερειακά σχετίζονται με αυτές που οι αρχές δημιουργήθηκαν προκειμένου να χειριστούν». (258–9)

Η λύση που πρότεινε ο Μίνσκι για τα προβλήματα γύρω από την ασφάλιση των καταθέσεων και τη σταθερότητα του συστήματος ήταν να αναλάβει το κράτος πλήρη ευθύνη όχι μόνο για τις καταθέσεις, αλλά και για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η ασφάλεια των καταθέσεων, ως ασφάλιση, ήταν ένα ξεπερασμένο και αναποτελεσματικό μέσο συστημικής μακροπροληπτικής ρύθμιση ενώπιον της παρουσίας της συστημικής αστάθειας και των «πολύ μεγάλων για να καταρρεύσουν» τραπεζών. Πράγματι, αυτή η ανεπάρκεια ήταν ένα από τα σημαντικότερα στοιχεία της ανάπτυξης των μεγάλων τραπεζών, καθώς η FDIC είναι σε θέση να αντιμετωπίσει μόνο τις μικρότερες τράπεζες, χωρίς να αδειάσει το ασφαλιστικό ταμείο με την εξαγορά τους από μεγαλύτερες τράπεζες.

Ρυθμιστικές απαντήσεις

Ως πιθανή εναλλακτική λύση στην ανάληψη του κράτους της ενδεχόμενης ευθύνης για τις τραπεζικές καταθέσεις, ο Μίνσκι πρότεινε τη δημιουργία μιας μόνιμης κρατικής επενδυτικής τράπεζας στο πλαίσιο του Reconstruction Finance Corporation (Minsky 1994a, 11). Αυτό θα ήταν επιθυμητό σε μια οικονομία που αντιμετωπίζει κρίσεις φερεγγυότητας και όπου το ερώτημα «αν η δομή του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος που δημιούργησε περιφερειακές Αποθεματικές Τράπεζες για να προωθούν χρήμα και να δημιουργούν ως εκ τούτου τη βάση των αποθεματικών για τις εμπορικές τράπεζες αποτελεί κατάλληλη δομή για μια Κεντρική Τράπεζα, που λειτουργεί μέσω των πράξεων ανοικτής αγοράς, δεν τέθηκε ποτέ» (8), με το οποίο ο Μίνσκι εννοούσε ένα Ομοσπονδιακό Αποθεματικό που «δεν ήταν σε θέση να έχει μετοχές σε μια κατά τα άλλα χρεοκοπημένη τράπεζα» και ως εκ τούτου «δεν μπορεί να αποτρέψει μια κρίση αφερεγγυότητας» (6). Φυσικά, αυτό ακριβώς είναι που αναγκάστηκαν να κάνουν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το Υπουργείο Οικονομικών με τις πολιτικές στήριξης που παρείχαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που ήταν «πάρα πολύ μεγάλα για να καταρρεύσουν» και που το ομοσπονδιακό σύστημα ασφάλισης των καταθέσεων δεν μπορούσε να επιλύσει.

Ο Μίνσκι έκανε μια σειρά από άλλες προτάσεις εκτός από την κρατική επενδυτική τράπεζα και την ευθύνη του κράτους για τις ασφαλισμένες καταθέσεις. Μια εναλλακτική λύση θα ήταν να αναλάβει το κράτος άμεση ευθύνη για το σύστημα πληρωμών. Το κράτος κατέχει συνταγματικά το μονοπώλιο της έκδοσης του χρήματος και, για κάποιο χρονικό διάστημα, στήριξε τη λειτουργία μεταβίβασης χρημάτων μέσω ταχυδρομικών επιταγών. Πολλές άλλες χώρες, ιδιαίτερα στην Ευρώπη, διατήρησαν το ταχυδρομικό ταμειούχιο μέχρι την εποχή της απορρύθμισης και της αποαμοιβαιοποίησης, που ενθάρρυνε την πώλησή τους σε ιδρύματα ιδιωτικών κεφαλαίων. Πράγματι, μετά τη δημιουργία του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος, η ευθύνη για τα χαρτονομίσματα των περιφερειακών Ομοσπονδιακών τραπεζών ήταν ευθύνη της ομοσπονδιακής κυβέρνησης.

Θα ήταν απλό να επιτραπεί στις περιφερειακές Ομοσπονδιακές Τράπεζες να εκδίδουν καταθετικές υποχρεώσεις σε ιδιώτες. Μια άλλη εναλλακτική λύση θα ήταν η επιστροφή στην προσέγγιση ενός εθνικού τραπεζικού συστήματος, όπου οι εθνικές υποχρεώσεις των εθνικών ενώσεων σχετικά με τα χαρτονομίσματα είχαν τη στήριξη τίτλων του δημοσίου και απαιτούν τις καταθέσεις σε ιδιωτικές τράπεζες να καλύπτονται πλήρως με εγγύηση από τίτλους του Δημοσίου. Αν και αυτό το σύστημα απέτυχε να επιτρέψει τη διαμόρφωση ενός αρκετά ελαστικού νομίσματος στην κρίση του 1907, και οδήγησε στην απόφαση να δημιουργηθεί μια κεντρική τράπεζα που θα χρησιμεύει ως κεντρικό αποθεματικό, ξαναήρθε στο προσκήνιο μετά την αποτυχία της Ομοσπονδιακής Τράπεζας να ανακόψει την πορεία προς την κρίση τη δεκαετία του '30.

Η απάντηση ήρθε με τη μορφή των προτάσεων που έγιναν τη δεκαετία του '30 από τους Henry Simons ([1934] 1948), Irving Fisher (1935) και «ένα πρόγραμμα για τη Νομισματική Μεταρρύθμιση» (από μια ομάδα εμπειρογνομώνων, που συμπεριλάμβανε τους Fisher και Paul Douglas [Douglas et. al 1939]) και, πιο πρόσφατα, με τις προτάσεις των James Tobin (1987), Robert Litan (1987) και Ronnie Phillips (1995) για ένα σύστημα όπου οι τράπεζες απαιτούνται να έχουν 100% υποστήριξη αποθεματικού. Ο Μίνσκι έκρινε ότι μια τέτοια δομή θα μπορούσε να προσφέρει, στη θέση της ασφάλισης των καταθέσεων, ένα υποκατάστατο για την κρατική ανάληψη της ενδεχόμενης υποχρέωσης όλων των τραπεζικών καταθέσεων:

Μια πτυχή του συστήματος που απαιτεί 100% υποστήριξη αποθεματικού ήταν ότι η χρηματοδότηση του χρέους των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών θα διαχωριζόταν από τα συστήματα πληρωμών και χρεοκοπίας χωρίς περιουσιακά στοιχεία. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί με την καθιέρωση της αξίας του ενεργητικού ως το πρότυπο για την έμμεση τήρηση τίτλων από τα νοικοκυριά που χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις και τα χρέη των νοικοκυριών. . . . Οι τράπεζες είναι ειδικές στη χορήγηση δανείων αναλύοντας πληροφορίες, τις οποίες λαμβάνουν στο πλαίσιο της διαδικασίας προκειμένου να αποφασίσουν αν και με ποιους όρους θα εξυπηρετήσουν τις δανειακές ανάγκες ενός δυνητικού πελάτη. Ως υποκατάστατο του τραπεζικού δανεισμού, αυτά τα δάνεια μπορεί να αποτελούν μέρος των ειδικών αμοιβαίων κεφαλαίων που διαχωρίζουν τη ροή κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις και τη χρηματοδότηση των

νοικοκυριών σε τμήματα, έτσι ώστε να υπάρχει ένα σταθερό τμήμα του εισοδήματος με σχετικά σταθερή αγοραία αξία και ένα μεταβλητό εισόδημα με αγοραία αξία. Τα κεφάλαια αυτά θα είναι διαμορφωμένα έτσι ώστε το τμήμα του μεταβλητού εισοδήματος θα έχει υψηλή αναμενόμενη απόδοση, αλλά θα απορροφά επίσης το πρώτο 10%, απώλειες, των απωλειών που οφείλονται σε μη εξυπηρετούμενο ενεργητικό: ο κίνδυνος επιτοκίου θα μπορούσε να γίνει διαχειρίσιμος με τη μετατροπή όλων των πιστώσεων σε πιστώσεις κυμαινόμενου επιτοκίου. . . . Είμαστε τώρα σε θέση να αντιληφθούμε τη διπλή εγκατάσταση του συστήματος 100% υποστήριξη αποθεματικού: η χρηματοδότηση της ανάπτυξης του κεφαλαίου μέσω αποτιμώμενων υποχρεώσεων και προσφοράς χρήματος που βασίζεται σε ένα χαρτοφυλάκιο κρατικών ομολόγων που κατέχονται από μια αρμόδια αρχή για το σύστημα πληρωμών. (Minsky 1994a 12–13)

Συνεπώς, ο Μίνσκι έβλεπε την τιτλοποίηση των δανείων προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να παρέχουν τόσο σταθερές όσο και μετοχικού τύπου επενδυτικές ευκαιρίες.

Στις συστάσεις για τη μεταρρύθμιση του νόμου Glass-Steagall, ο Μίνσκι βασίστηκε σε αυτή την προσέγγιση για τη δομή μιας holding τράπεζας που θα διατηρούσε τα οφέλη της απλότητας και της διαφάνειας που χαρακτηρίζουν τη νομοθεσία του New Deal. Η πρόταση θα περιόριζε τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού των διαφόρων θυγατρικών: «Μια τέτοια θυγατρική μπορεί να είναι μια τράπεζα περιορισμένων δραστηριοτήτων (“narrow bank”) που έχει συναλλακτικούς ισολογισμούς ως υποχρεώσεις και δημόσιο χρέος ως περιουσιακό στοιχείο. Αυτή η τράπεζα περιορισμένων δραστηριοτήτων δεν χρειάζεται ασφάλιση των καταθέσεων. . . . Λόγω της φύσης του χαρτοφυλακίου της και τη δέσμευση του Δημοσίου να αναπροσαρμόζει τη αξία των ομολόγων, η ασφάλιση των καταθέσεων να περιττή. Δεν υπάρχει καμία ανάγκη να τεθεί όριο στο ποσό του υπολοίπου της συναλλαγής που είναι εγγυημένο για να μην μειωθεί σε χαμηλότερο επίπεδο από την ονομαστική του αξία» (Minsky, 1995 18–19).

Έτσι, η τράπεζα περιορισμένων δραστηριοτήτων θα εξαλείψει την αρνητική επίδραση του ηθικού κινδύνου και θα κάνει την κρατική εγγύηση όλων των καταθέσεων περιττή: «Μια άλλη θυγατρική θα μπορούσε να είναι ένα ταμείο για επιχειρηματικά δάνεια που χρησιμοποιεί μόνο βραχυπρόθεσμα πιστοποιητικά καταθέσεων για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων του. Τα πιστοποιητικά των καταθέσεων θα πρέπει να προστατεύονται από ειδικά ίδια κεφάλαια. Ένα κρατικό ταμείο ασφάλισης για το 80% της ονομαστικής αξίας των υποχρεώσεων θα είναι μέρος του πακέτου. . . . Η τράπεζα περιορισμένων δραστηριοτήτων και η θυγατρική βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων θα εκτελούν συναλλαγές και τραπεζικές λειτουργίες βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις» (19).

Η κρατική εγγύηση θα μεταβιβάζεται από τις επιχειρηματικές συναλλαγές της τράπεζας σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, με τα πιστοποιητικά των καταθέσεων να φέρουν εγγύηση. Η ασφάλιση παίρνει τη θέση των αποθεματικών έναντι αυτών των υποχρεώσεων με σκοπό να ενθαρρύνει τα

νοικοκυριά να τα διατηρήσουν, αντί τις καταθέσεις των 100%. Πράγματι, συνηθίζεται πλέον η ενθάρρυνση των κυβερνήσεων να συμμετάσχουν σε συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα για τη στήριξη συγκεκριμένων επενδυτικών σχεδίων, με το Δημόσιο να έχει ενδεχόμενες απώλειες στις αποδόσεις. Η πρόταση του Μίνσκι παρέχει έναν παρόμοιο μηχανισμό που θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για την άμεση χρηματοδότηση παραγωγικών επιχειρηματικών επενδύσεων αντί για χρηματοοικονομική κερδοσκοπία. Επιπλέον, η holding εταιρεία θα έχει μια άλλη θυγατρική «που θα εκτελεί την επενδυτική τραπεζική λειτουργία. Οι θυγατρικές ασφαλιστικές εταιρείες μπορεί να αναλαμβάνουν την αντασφάλιση και τις πωλήσεις ασφαλιστικών προϊόντων. Η εμπορική τραπεζική λειτουργία θα χρηματοδοτείται από ίδια κεφάλαια, καθώς και από εμπορικά γραμμάτια και πιστοποιητικά καταθέσεων. Λόγω του υψηλού κινδύνου οι δραστηριότητες αυτές θα χρηματοδοτούνται από κεφάλαια σε μεγαλύτερο βαθμό από ό, τι οι άλλες λειτουργίες. Οι ειδικές υποχρεώσεις αυτής της θυγατρικής μπορεί να βασίζονται στα ίδια κεφάλαια, που συνεπάγεται τη δημιουργία μεγάλων «καταθέσεων συμμετοχής» για τη χρηματοδότηση των εμπορικών τραπεζικών δραστηριοτήτων. . . .» (19–20).

Η σημαντικότερη επίπτωση αυτής της πρότασης αυτής, όπως φαίνεται να παραδέχεται ο Μίνσκι, είναι ότι σε ένα τέτοιο διαχωρισμένο, διπλό σύστημα, δεν θα υπάρχει ούτε καταθετικός-πιστωτικός πολλαπλασιαστής, ούτε μόχλευση ή ιδιωτική δημιουργία ρευστότητας. Όπως είχε παρατηρήσει ο Fisher στην αρχική του πρόταση, « τα νέα δανειακά κεφάλαια θα προέρχονται από τις αποταμιεύσεις, όχι πλέον εκ του μηδενός» (1935, 91). Μια παρόμοια παρατήρηση έγινε από τον Neil Wallace, ο οποίος ερμήνευσε «την πρόταση για ένα τραπεζικό σύστημα περιορισμένων δραστηριοτήτων ως μια πρόταση που υποχρεώνει το τραπεζικό σύστημα να διαθέτει ρευστότητα, χωρίς καμία εξάρτηση από υποχρεώσεις που είναι υποτελείς των καταθέσεων», και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι «η πρόταση για ένα τραπεζικό σύστημα περιορισμένων δραστηριοτήτων καταργεί το τραπεζικό σύστημα» (Wallace 1996, 7–8).

Οι προτάσεις αυτές απαιτούν συνεπώς ένα «υποκατάστατο του τραπεζικού δανεισμού» για το καπιταλιστικό σύστημα, δεδομένου ότι εξαλείφουν τη δημιουργία της ρευστότητας που συνδέεται συνήθως με το ρόλο του τραπεζικού συστήματος στην αποδοχή των μη ρευστοποιήσιμων υποχρεώσεων του τομέα των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση στις καθημερινές λειτουργίες. Το ερώτημα είναι αν το καπιταλιστικό σύστημα θα μπορούσε να λειτουργήσει στο πλαίσιο αυτής της βάση (βλ. Kregel 2012). Όπως τόνισε ο Fisher στην πρότασή του για 100% υποστήριξη αποθεματικού, αυτό δεν σήμαινε ότι η χρηματοδότηση θα σταματήσει, αλλά ότι απλά θα περιορίζεται στο rollover ή την αποπληρωμή υφισταμένων πιστώσεων. Στην ουσία, η προσέγγιση θα θεσμοθετήσει τη θεωρία των «δανειακών κεφαλαίων», όπου οι αποταμιεύσεις καθορίζουν τις επενδύσεις. Σε αυτό το σύστημα, ο μόνος τρόπος που θα μπορούσε να υπάρξει πρόσθετη ρευστότητα για περαιτέρω χρηματοδότηση των επιχειρηματικών επενδύσεων είναι με το να «τρέχει» το κράτος δημοσιονομικό έλλειμμα. Τα ομόλογα που θα εκδίδονται για την κάλυψη του ελλείμματος θα πρέπει να καταθέτονται στη θυγατρική τράπεζα περιορισμένων λειτουργιών έναντι πιστώσεων που θα μπορούσαν να μεταφερθούν προς τους ιδιώτες την αγορά αγαθών και υπηρεσιών ή για την αγορά πιστοποιητικών καταθέσεων ή τιτλοποιημένων στοιχείων ενεργητικού, αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο

τα διαθέσιμα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Στο πλαίσιο αυτό, η χρηματοδότηση των επενδύσεων δεν θα διέπεται από τις αποφάσεις των τραπεζών σχετικά με την επέκταση της πίστωσης ή από τις αυξήσεις των αποταμιεύσεων του ιδιωτικού τομέα, αλλά θα καθορίζεται από τη θέση του κρατικού προϋπολογισμού και την κατεύθυνση των επενδύσεων, η οποία θα καθορίζεται από την έκταση της ασφάλισης των υποχρεώσεων των διαφόρων ειδών επενδυτικά κεφάλαια.

Πράγματι, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης είναι απαραίτητη προϋπόθεση κάτω από αυτό το σύστημα, επειδή, δίχως δημοσιονομικό έλλειμμα, το σύστημα θα είναι αποπληθωριστικό και θα δημιουργεί ένα επιπλέον πρόβλημα για την «μακροπροληπτική» ρύθμιση. Εναλλακτικά, η κεντρική τράπεζα θα μπορούσε να συμμετέχει στην άμεση χρηματοδότηση των επενδυτικών σχημάτων του δημοσίου ή του ιδιωτικού τομέα. Στην συγκεκριμένη περίπτωση, η «μακροπροληπτική» σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα απαιτούσε την εφαρμογή αυτού που ο Abba Lerner ονόμασε «λειτουργική χρηματοοικονομική». Το μέγεθος του ελλείμματος που θα δημιουργεί τα πρόσθετα μέσα πληρωμών από μέρους του κράτους που απαιτούνται για τη μακροπροληπτική σταθερότητα θα καθορίζεται από τα holdings του ιδιωτικού τομέα σε καταθέσεις και συνάλλαγμα των τραπεζών περιορισμένων δραστηριοτήτων, προσαρμοζόμενα στη θέση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Σε περίπτωση που δεν υφίσταται έλλειμμα γενικής κυβέρνησης για τη στήριξη των εισοδημάτων, οι υποχρεώσεις που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων δεν θα μπορούν να επικυρωθούν σε μια τραπεζική δομή περιορισμένων δραστηριοτήτων που δραστηριοποιείται ως εταιρεία χαρτοφυλακίου. Αλλά, ακόμη πιο σημαντικό, θα ήταν αδύνατο για τις τράπεζες μέσα σε ένα τέτοιο σύστημα να ενεργούν ως μοχλοί καινοτομίας και δημιουργικής καταστροφής κατά Schumpeter με την παροχή των πόρων προς τους επιχειρηματίες που είναι αναγκαία για την ενεργοποίηση των περιουσιακών στοιχείων που απαιτούνται για καινοτόμες επενδύσεις.

Εν απουσία της δημιουργίας «ρευστότητας» από τον ιδιωτικό τομέα, τότε θα απαιτείται είτε η κεντρική τράπεζα να παρέχει την αναγκαία χρηματοδότηση για ιδιωτικές επενδύσεις είτε η εμφάνιση μιας εθνικής αναπτυξιακής τράπεζας που θα χρηματοδοτεί την καινοτομία μέσω της έκδοσης χρέους σε χρήμα που έχει αποτιμηθεί από την κεντρική τράπεζα. Αν ο Μίνσκι ζούσε σήμερα πιθανότατα θα συμφωνούσε ότι οι υφιστάμενες θεσμικές και πολιτικές δομές δεν είναι εξοπλισμένες για να αναγνωρίζουν το ρόλο των δημοσιονομικών ελλειμμάτων στην επιτυχή λειτουργία ενός τραπεζικού συστήματος περιορισμένων δραστηριοτήτων, προορισμένο να καταστήσει περιττή την ανάγκη για μακροπροληπτική ρύθμιση.

Αν δεν είναι πολιτικά ή οικονομικά εφικτό να προκύψει αλλαγή στη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος που διαχωρίζει τα μέσα λειτουργίας πληρωμών από την ανάγκη για τη χρηματοδότηση της παραγωγής και τη δημιουργία θέσεων απασχόλησης, τότε η «υπόθεση χρηματοοικονομικής αστάθειας» του Μίνσκι παρέχει μια άλλη εναλλακτική προσέγγιση για την μακροπροληπτική κανονιστική ρύθμιση. Αν η αιτία της κρίσης είναι συστημική, και αν λαμβάνει χώρα ενδογενώς μέσω μιας διαδικασίας χαρακτηριζόμενη από την τάση για μείωση των περιθωρίων ασφάλειας που αποτελούνται από ρευστά περιουσιακά στοιχεία για την κάλυψη μη πιστοποιημένου χρέους, τότε η μακροπροληπτική ρύθμιση θα πρέπει να σχεδιαστεί

με τρόπο ώστε να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά αυτές τις τάσεις. Οι συγκεκριμένες τάσεις θα παράγουν ολοένα μεγαλύτερες αναλογίες περιουσιακών στοιχείων έναντι ιδίων τραπεζικών κεφαλαίων. Η τρέχουσα προσέγγιση βασίζεται στον καθορισμό συγκεκριμένων αναλογιών ρευστότητας με τη μορφή των ακαθάριστων αναλογιών μόχλευσης, καθώς και των σταθμισμένων κεφαλαιακών απαιτήσεων. Αλλά από την άποψη του Μίνσκι δεν έχει νόημα να τεθούν περιορισμοί σε αυτές τις μεταβλητές. Αντιθέτως, θα πρέπει κανείς να βρει κανονιστικές διατάξεις με την δυνατότητα να περιορίσουν τις δυνάμεις που τις καθορίζουν. Συγκεκριμένα, είναι σημαντικό στο πλαίσιο αυτό να θυμίσουμε ξανά την άποψη του Μίνσκι ότι η ρευστότητα είναι μια ιδιότητα ενός ιδρύματος που καθορίζεται από τη «θέση» των περιουσιακών του στοιχείων, τις αγορές στις οποίες εμπορεύονται, και τις τρέχουσες αλλαγές στην οικονομική πολιτική και τους θεσμούς.

Σε μια πρώιμη εργασία για το «χρήμα», ο Μίνσκι προσδιόριζε τα αγοραία κίνητρα που θα οδηγήσουν τις τράπεζες στη δημιουργία στοιχείων ενεργητικού και νέες μεθόδους για την αύξηση των περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να ανταγωνιστούν για κεφάλαια με τα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ξεκινά από το γεγονός ότι, σε σύγκριση με άλλα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι τράπεζες είναι οντότητες υψηλής μόχλευσης:

οι τράπεζες δανείζονται 12 δολάρια για κάθε δολάριο κεφαλαίου. . . .
Αν, για παράδειγμα, μια τράπεζα έχει 1% κέρδος από το σύνολο του ενεργητικού της, και αν προβεί σε μόχλευση στο βαθμό που υποδηλώνει ο μέσος όρος, τότε το κέρδος της θα αυξηθεί, λογιστικά, στο 13.2%. Συνήθως, οι τράπεζες έχουν συντηρητική μερισματική πολιτική, έτσι ώστε να πληρώνουν περίπου το 1/3 των κερδών τους ως μερίσματα. Αυτό σημαίνει ότι η λογιστική αξία μιας αντιπροσωπευτικής τράπεζας θα αυξηθεί κατά 8,8% ετησίως μέσω των παρακρατηθέντων κερδών. Για να έχουν οι τράπεζες με παρακρατηθέντα κέρδη τις ίδιες καλές αποδόσεις για τα νέα τους κεφαλαία, θα πρέπει να μοχλεύσουν τα παρακρατηθέντα κέρδη τους με τον ίδιο συντελεστή του 13% μέσω δανεισμού. Έτσι, οι τράπεζες, στην προσπάθεια αναζήτησης κέρδους, θα προσπαθήσουν να αυξάνουν τις καταθέσεις τους και άλλα χρέη με τον ίδιο ρυθμό όπως η λογιστική τους αξία: μόνο με αυτόν τον τρόπο μπορούν τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία να αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό όπως οι επενδύσεις των ιδιοκτητών τους. Ο αναλογία του 13 προς 1 που εμφανίζεται μεταξύ ενεργητικού και λογιστικής αξίας είναι το αποτέλεσμα της αντιστάθμισης των πιέσεων από τις τράπεζες. Οι ρυθμιστικές αρχές, κυρίως μέσω των διαδικασιών αξιολόγησης, πιέζουν τις τράπεζες να έχουν «επαρκή κεφάλαια», δηλαδή να διατηρούν την αναλογία της αξίας των περιουσιακών στοιχείων έναντι της λογιστικής αξίας προς τα κάτω. Η ώθηση για κέρδος οδηγεί τις τράπεζες σε παραβίαση αυτού του περιορισμού: δηλαδή, οι τράπεζες θέλουν να αυξήσουν την αναλογία μόχλευσης. (Minsky 1972b, 5–6)

Έτσι, το είδος των μακροπροληπτικών ορίων που πρέπει να εφαρμοστούν στην ακαθάριστη μόχλευση και στο μέγεθος του τραπεζικού κεφαλαίου μπορεί, αφενός, να

χορηγούν στις τράπεζες μεγαλύτερο περιθώριο για την απορρόφηση ζημιών, χωρίς τον κίνδυνο χρεοκοπίας, αλλά λειτουργούν επίσης ως κίνητρο για την αναζήτηση τρόπων προκειμένου να αυξηθεί η μόχλευση και να μειωθούν οι κεφαλαιακές απαιτήσεις μέσω της καινοτομίας.

Ο Μίνσκι επέστρεψε σε αυτό το θέμα σε ένα άρθρο του, που δημοσιεύθηκε το 1977, δίνοντας ξανά έμφαση στο ότι

Παρότι αυτά γράφτηκαν το 1976, δεν είναι οι τράπεζες είναι οργανισμοί μεγιστοποίησης του κέρδους. Οι αποδόσεις τους στη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ισούνται με την απόδοση (ανά δολάριο) των περιουσιακών στοιχείων επί της λογιστικής αξίας (ανά δολάριο) των περιουσιακών στοιχείων--δηλαδή, $P/B = (P/A) (A/B)$, όπου P είναι τα κέρδη, B η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων, και A τα περιουσιακά στοιχεία. Λαμβάνοντας υπόψη αυτή την ταυτότητα του κέρδους, οι διοικήσεις των τραπεζών επιδιώκουν να αυξήσουν τα κέρδη (ανά δολάριο) των περιουσιακών στοιχείων και των περιουσιακών στοιχείων (ανά δολάριο) των ιδίων κεφαλαίων.

[. . .]

Οι τράπεζες μας είναι εταιρείες. Η τιμή αγοράς των εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών τους, όπως και οι μετοχές άλλων εταιρειών, σχετίζεται θετικά με τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των κερδών. Αν το επίπεδο, ο ρυθμός ανάπτυξης, και η βεβαιότητα των τραπεζικών κερδών βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα, τότε η αποτίμηση της αγοράς για τις μετοχές της τράπεζας θα υπερβαίνει τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Για να αυξηθεί αρχικά η αναλογία της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική τιμή και στη συνέχεια να διατηρηθεί μια ευνοϊκή αύξηση της αγοραίας τιμής των μετοχών απαιτείται ένα υψηλό ποσοστό αύξησης των αναμενόμενων κερδών ανά μετοχή. Λόγω της κατοχής μετοχών και των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών, η διαχείριση μιας τράπεζας είναι οργανωμένη στα πλαίσια μιας εταιρείας που έχει ιδιωτικό συμφέρον να βλέπει την αξία των μετοχών να αυξάνεται όλο και περισσότερο—δηλαδή να βλέπει την αγοραία αξία των συμφερόντων του ιδιοκτήτη να αυξάνεται σε σχέση με τη λογιστική αξία των συμφερόντων του ιδιοκτήτη. . . . Όπως θα γίνει φανερό στη συνέχεια, οι τραπεζικές δραστηριότητες είναι, ως γενικό φαινόμενο, αποσταθεροποιητικές, αλλά οι εταιρικές τραπεζικές δραστηριότητες, ιδίως οι εταιρικές τραπεζικές δραστηριότητες όπου η διοίκηση είναι σε μεγάλο βαθμό αποκομμένη από την ιδιοκτησία, είναι ιδιαίτερα αποσταθεροποιητικές.

Τα κέρδη μείον τα μερίσματα διαιρούμενα με τη λογιστική αξία είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της λογιστικής αξίας μέσω των αδιανέμητων κερδών. Αν τα περιουσιακά στοιχεία μεγαλώνουν εξίσου γρήγορα όσο η λογιστική αξία, και αν το ποσοστό κέρδους επί των περιουσιακών στοιχείων παραμένει αμετάβλητο, τότε τα κέρδη, τα μερίσματα και η

λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων μπορούν να αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό....

Εάν η διοίκηση μπορεί να διατηρήσει τα κέρδη (ανά δολάριο) των περιουσιακών στοιχείων ακόμη και ενώ αυξάνεται η λογιστική αξία (ανά δολάριο) των περιουσιακών στοιχείων, μπορεί να αυξήσει την τιμή των μετοχών τους. . . . Το κίνητρο για τη διοίκηση μιας τράπεζας να αυξήσει την αναλογία της αξίας ενεργητικού/λογιστικού, αν μπορεί να μετατραπεί σε μια αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης των περιουσιακών στοιχείων και των κερδών, είναι ισχυρό. Στην πραγματικότητα, υπάρχει όφελος για μια τράπεζα να αυξήσει την αναλογία της αξίας περιουσιακών στοιχείων και λογιστικής αξίας ακόμη και αν αυτό οδηγεί σε κάποια εξασθένηση της αναλογίας κερδών/περιουσιακών στοιχείων. . . . Κατά τη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου, οι διοικήσεις των τραπεζών έχουν κινηθεί δραστήρια προς την κατεύθυνση της ανάπτυξη μεθόδων για την εξοικονόμηση παθητικού αποθεματικού, έτσι ώστε η ανάπτυξη των τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων έχει ξεπεράσει όχι μόνο τους στόχους της ανάπτυξης του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού, αλλά και την ανάπτυξη των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών. . . . Σε έναν κόσμο με εταιρικές τραπεζικές δραστηριότητες προσανατολισμένες στην αύξηση του κέρδους και με εύθραυστη χρηματοοικονομική δομή, το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό είναι αναγκασμένο να εξυπηρετεί τις απαιτήσεις του τραπεζικού συστήματος για αποθεματικά. Η διαδικασία των τραπεζικών δραστηριοτήτων καθορίζει τον όγκο των ληξιπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων και το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό είναι αναγκασμένο να παρέχει επαρκή αποθέματα για να στηρίξει αυτές τις υποχρεώσεις.

Οι τράπεζες έχουν επίσης κινηθεί δραστήρια όσον αφορά την ανάπτυξη τεχνικών για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Οι τεχνικές αυτές περιλαμβάνουν την ανάπτυξη των συγκεκαλυμμένων τραπεζικών υποχρεώσεων, όπως είναι οι γραμμές πίστωσης και οι τραπεζικές εγγυήσεις χρηματοδότησης. (Minsky 1977, 17–19)

καθόλου δύσκολο να προσαρμοστούν στην πρόσφατη κρίση, όπου οι καινοτομίες οδήγησαν σε σημαντικές αυξήσεις της κερδοφορίας σε συνδυασμό με την αύξηση της αναλογίας της μόχλευσης και τη μείωση της ρευστότητας. Αλλά δείχνουν επίσης ότι η θέσπιση ελάχιστων μακροπροληπτικών ρυθμίσεων για τις δύο αναλογίες που προσδιόρισε ο Μίνσκι σχετικά με την εξίσωση του τραπεζικού κέρδους μπορεί, ωστόσο, να προκαλέσει παγκόσμια αύξηση του ενεργητικού που ξεπερνά το ρυθμό αύξησης του εθνικού εισοδήματος και οδηγεί σε αυξανόμενη πίεση για καινοτομία, αυξημένη ενστρωμάτωση και οικονομική αστάθεια.

Κάποιες άλλες επιπτώσεις αυτής της ανάλυσης έχουν συνταχθεί σε μία σειρά εγγράφων από τον Mario Tonveronachi, που αξιοποιεί τις υφιστάμενες μακροπροληπτικές προτάσεις και τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις για να δείξει

ότι, «παρατηρώντας τα εθνικά τραπεζικά συστήματα, θα πρέπει να υπάρχει κάποια στενή σχέση ανάμεσα στην αύξηση των τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων και την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ. Αυτό σημαίνει ότι ο καθορισμός του δείκτη μόχλευσης για λόγους σταθερότητας θα μπορούσε επίσης να οδηγήσει σε μια κατάσταση όπου επιτρέπει στο ενεργητικό των τραπεζών να ξεπεράσει το ΑΕΠ ή να περιορίσει την αύξηση του» (Tonveronachi 2013, 381). Το συμπέρασμα του Tonveronachi είναι ότι θα ήταν πιο σκόπιμο να αντιστραφεί η διαδικασία και να χρησιμοποιηθούν στόχοι αναλογιών για τη συνολική αύξηση του ενεργητικού προς το ΑΕΠ προκειμένου να καθοριστούν οι κατάλληλες εθνικές αναλογίες ρευστότητας και κεφαλαίων. Έτσι, αντί να θέτουμε όρια στις μεμονωμένες τράπεζες και να εφαρμόζουμε ενιαίες αναλογίες απέναντι σε πολύ διαφορετικά χρηματοπιστωτικά συστήματα και που διαφέρουν μεταξύ τους όσον αφορά τα αποτελέσματα, η αναλογία της συνολικής αύξησης του ενεργητικού πρέπει να είναι προσαρμοσμένη στα θεσμικά χαρακτηριστικά και στην πολιτική της κάθε χώρας. Η ίδια διαδικασία θα μπορούσε να εφαρμοστεί σε μεμονωμένες τράπεζες, με βάση τη διαδικασία αξιολόγησης των ταμειακών ροών που συνιστάται από τον Μίνσκι. Ο καθορισμός των αξιών για το Α στον παραπάνω τύπο για τα τραπεζικά κέρδη θα οδηγούσε συνεπώς στην εστίαση της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων και της φερεγγυότητας, που ήταν χαρακτηριστικό του παραδοσιακού τραπεζικού συστήματος.

Ενώ η επιβολή ελάχιστων απαιτήσεων ρευστότητας και κεφαλαίων αποτελεί βελτίωση σε σχέση με την προηγούμενη προσέγγιση που είχε ως βάση τον κίνδυνο, αυτού του είδους οι αναλογίες δεν συγκροτούν μακροπροληπτική κανονιστική ρύθμιση με την έννοια του Μίνσκι. Το ίδιο ισχύει για τα τεστ αντοχής των κεφαλαιακών θέσεων των τραπεζών που εφαρμόζονται στις τράπεζες μεμονωμένα, και όχι στο πλαίσιο μιας συστηματικής αλληλεπίδρασης. Καμία προσέγγιση για την μακροπροληπτική κανονιστική ρύθμιση δεν λαμβάνει υπόψη τους δυναμικούς «μακρο» παράγοντες που επηρεάζουν τη θέση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού των τραπεζών και τις δευτερογενείς αγορές στις οποίες εμπορεύονται ή τις τρέχουσες θεσμικές και πολιτικές αλλαγές που αποτελούν ένα φυσικό μέρος του οικονομικού συστήματος.

Ο Μίνσκι αναφερόταν τακτικά, σε σχέση με την ρύθμιση των τραπεζών, στην παρατήρηση του μεγάλου οικονομολόγου του Πανεπιστημίου του Σικάγο Henry C. Simons ότι «η τραπεζική δραστηριότητα είναι ένα διάχυτο φαινόμενο, όχι κάτι που πρέπει να αντιμετωπίζεται απλά με βάση τη νομοθεσία που απευθύνονται σε αυτό που ονομάζουμε τράπεζες» (Simons [1936] 1948, 172). Αυτό σημαίνει, όπως το έθεσε ο Μίνσκι, ότι «υπάρχει μια θεμελιώδης ατέλεια σε μια οικονομία με καπιταλιστικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπου δεν έχει σημασία πόσο έξυπνοι και διορατικοί μπορεί να είναι κεντρικοί τραπεζίτες, τα κερδοσκοπικά και καινοτόμα στοιχεία του καπιταλισμού θα οδηγήσουν τελικά σε χρηματοοικονομικές χρήσεις και σχέσεις που οδηγούν σε αστάθεια» (Minsky 1977, 22).

Σημειώσεις

1. Είναι σύνηθες να γίνεται διάκριση μεταξύ της ρύθμισης του τραπεζικού συστήματος, που ορίζεται ως το πλαίσιο των κρατικών νόμων και των κανόνων βάσει των οποίων έχουν την άδεια να λειτουργούν οι τράπεζες, και της εποπτείας, που ορίζεται ως η επιτήρηση των χρηματοοικονομικών συνθηκών στις τράπεζες υπό τη

δικαιοδοσία των κυβερνητικών υπηρεσιών και η συνεχής επιβολή της τραπεζικής νομοθεσίας και της τραπεζικής πολιτικής. Ωστόσο, δεδομένου ότι συνδέονται στενά μεταξύ τους, πολύ συχνά αναλύονται ως ισοδύναμα.

2. Στο πλαίσιο της εξέτασης της κατάρρευσης της Continental Illinois, η FDIC σημειώνει: «Δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι ελάχιστοι από τους παρατηρητές μπόρεσαν να αναγνωρίσουν τα προβλήματα που συνδέονταν με την ταχεία ανάπτυξη της Continental. Οι περισσότεροι δείκτες της οικονομικής κατάστασης της τράπεζας ήταν καλοί, ενώ μερικοί υπήρξαν εξαιρετικοί. . . . Υπήρχαν, ωστόσο, δύο πτυχές στο οικονομικό προφίλ της Continental, οι οποίες, με το πλεονέκτημα της ύστερης γνώσης, μαρτυρούσαν τον αυξημένο κίνδυνο που ανέλαβε η τράπεζα κατά τη διάρκεια της ανάπτυξής της. Πρώτον, η αναλογία των δανείων προς το ενεργητικό της Continental αυξήθηκε δραματικά. . . με τον ρίσκο να ξεπερνά το μέσο όρο σε επιλεγμένους τομείς. Ένας από τους πιο σημαντικούς από αυτούς τους τομείς ήταν ο τομέας της ενέργειας, όπου η Continental είχε μακρά ιστορία και η τράπεζα θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι διαθέτει μεγάλη εμπειρία. . . . Η συμμετοχή της Continental σε δανειακές συναλλαγές με τρεις από τις μεγαλύτερες εταιρικές πτωχεύσεις του 1982 συνέβαλε ώστε η εικόνα της τράπεζας να γίνεται ολοένα και πιο αρνητική. Αυτή η αντίληψη ενισχύθηκε με το ξέσπασμα της κρίσης χρέους των λιγότερο αναπτυγμένων χωρών, που προήλθε από τη χρεοκοπία του Μεξικού τον Αύγουστο του 1982. Η Continental ήταν ιδιαίτερα εκτεθειμένη στην κρίση χρέους των λιγότερο αναπτυγμένων χωρών» (FDIC 1997, 238–41). Έτσι, η ταχεία αύξηση του ενεργητικού της τράπεζας και η αναλογία των δανείων προς τα περιουσιακά στοιχεία επιδεινώθηκε από τον αντίκτυπο δύο μακροοικονομικών παραγόντων: την αλλαγή της νομισματικής πολιτικής μετά το διορισμό του Paul Volcker και την αλλαγή στις τιμές του πετρελαίου—παράγοντες που ο Minsky επέμενε ότι θα πρέπει να αποτελούν σημαντικό μέρος της μακροπροληπτικής εποπτείας.

3. Αυτοί οι τομείς τραπεζικής αξιολόγησης συνήθως συνοψίζονται κάτω από τον όρο CAMELs, που σηματοδοτεί την κεφαλαιακή επάρκεια, την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων, τη διοίκηση, τα κέρδη, τη ρευστότητα, και την ευαισθησία στον αγοραίο κίνδυνο. Το τελικό s προστέθηκε από την απάντηση που δόθηκε τη δεκαετία του 1990 στην κρίση των ιδρυμάτων αποταμίευσης και δανείων. Οι τράπεζες βαθμολογούνται σε κλίμακα από 1 (καλύτερη επίδοση) έως 5 (χειρότερη επίδοση).

4. Ο Avinash Persaud επισημαίνει την

αυξανόμενη συναίνεση γύρω από τρεις ιδέες: οι κεφαλαιακές απαιτήσεις πρέπει να έχουν ένα αντικυκλικό στοιχείο προκειμένου να . . . «αμβλύνουν, αντί να ενισχύσουν, τον χρηματοοικονομικό και οικονομικό κύκλο» με την «απαίτηση της ενίσχυσης των αποθεματικών πόρων σε καλές εποχές». Θα πρέπει να δοθεί μεγαλύτερη έμφαση στους κανόνες, αντί στην εποπτική διακριτική ευχέρεια, προκειμένου να αντισταθμισθούν οι πολιτικές πιέσεις προς τις εποπτικές αρχές. Και οι κανόνες αυτοί πρέπει να περιλαμβάνουν τα όρια μόχλευσης και τα αποθέματα ρευστότητας. (Persaud 2009, 4).

5. Πράγματι, μια επιστολή του Μίνσκι τον Αύγουστο του 1966 προς τον Διευθυντή του Τομέα Έρευνας και Στατιστικής της FDIC, τον Raymond Hengren, δείχνει ότι η FDIC είχε έρθει σε επαφή μαζί του για την ανάπτυξη «νέων διαδικασιών εξέτασης»

βασισμένες στη χρονολογική σειρά των ταμειακών ροών προς το φορέα, που παράγονται από το χαρτοφυλάκιο του ιδρύματος. . . το κόστος του χρήματος και του κόστους λειτουργίας. . . από τη σημερινή ταμειακή ροή από το χαρτοφυλάκιο και το σημερινό λειτουργικό κόστος και κόστος του χρήματος, μπορούν να προκύψουν σήμερα κέρδη. Αυτό δεν είναι αρκετό. Αυτό που χρειάζεται, προκειμένου να αξιολογηθούν οι μελλοντικές προοπτικές του ιδρύματος, είναι μια χρονολογική σειρά των ταμειακών ροών στον οργανισμό, το κόστος και τα κέρδη.

Μια μεταγενέστερη επιστολή με ημερομηνία 20 Οκτωβρίου αναφέρει ένα συνημμένο υπόμνημα που παρουσιάζει τις προτάσεις του Μίνσκι για το πώς θα μπορούσε να σχεδιαστεί και να υλοποιηθεί η διαδικασία. Προφανώς, τίποτα δεν προέκυψε από αυτή την επαφή. (Οι επιστολές και το υπόμνημα είναι διαθέσιμα στο Αρχείο Minsky [Minsky 1966]). Ωστόσο, οι σημειώσεις του το 1975 (1975a) σχετικά με την πρόταση του 1967 δείχνουν ότι είχε παραχθεί κατόπιν αιτήματος του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού, αλλά πάλι δεν υπάρχει καμιά ένδειξη συνέχειας.

6. Ο Phillips (1997) παρέχει μια ανάλυση των «διαφορών στο τυπικό έντυπο αξιολόγησης των τραπεζών και στο έντυπο του Minsky».

Πηγές

Douglas, P. H., et al. 1939. "A Program for Monetary Reform," available at faculty.chicagobooth.edu/amir.sufi/research/MonetaryReform_1939.pdf.

FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation). 1997. *History of the Eighties—Lessons for the Future, Volume 1: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*, chap. 7. Washington, D.C.: FDIC.

———. 2008. "The Changing Liquidity Landscape." *Supervisory Insights* 5, no. 2 (Winter).

Fisher, I. 1935. *100% Money*. New York: Adelphi.

Helfer, R. 1996. Oral Statement by Ricki Helfer, Chairman, Federal Deposit Insurance Corporation, Before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, 104th Cong., March 13.

Kregel, J. A. 2012. *Minsky and the Narrow Banking Proposal*. Public Policy Brief No. 125. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College. August.

Litan, R. E. 1987. *What Should Banks Do?* Washington, D.C.: Brookings Institution Press.

Minsky, H. P. 1962. "Flow of Funds and Cash Flows." Paper 354. Hyman P. Minsky Archive, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, N.Y. (hereafter, Minsky Archive).

- . 1966. “Cash Flow Examination Procedures for Banks.” Paper 134. Minsky Archive. (See additional files.)
- . 1967. “Suggestions for a Cash Flow Oriented Bank Examination.” Paper 175. Minsky Archive.
- . 1972a. “Financial Instability Revisited: the Economics of Disaster.” In *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, vol. 3, 95–137. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- . 1972b. “A Perspective on ‘Money.’” Paper 100. Minsky Archive.
- . 1975a. “Notes on: Suggestions for a Cash Flow Oriented Bank Examination.” A document prepared for the Board of Governors of the Federal Reserve System in the summer of 1967. Paper 176. Minsky Archive.
- . 1975b. “Suggestions for a Cash Flow–Oriented Bank Examination.” In *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.
- . 1977. “Banking and a Fragile Financial Environment.” *Journal of Portfolio Management* 3, no. 4 (Summer).
- . 1994a. “Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications.” Paper 88. Minsky Archive.
- . 1994b. “Regulation and Supervision.” Paper 443. Minsky Archive.
- . 1995. “Reforming Banking in 1995: Repeal of the Glass Steagall Act, Some Basic Issues.” Paper 59. Minsky Archive.
- Minsky, H. P., and C. Campbell. 1987. “How to Get Off the Back of a Tiger, or, Do Initial Conditions Constrain Deposit Insurance Reform?” In *Merging Commercial and Investment Banking—Risks, Benefits, Challenges: Proceedings, A Conference on Bank Structure and Competition*, 252–66. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.
- . 1988. “Getting off the Back of a Tiger: The Deposit Insurance Crisis in the United States.” Working Paper No. 121. Department of Economics, Washington University. February.
- Persaud, A. 2009. “Macro-Prudential Regulation.” *ECMI Commentary* 25, no. 4 (August).
- Phillips, R. J. 1995. *Narrow Banking Reconsidered: The Functional Approach to Financial Reform*. Public Policy Brief No. 17. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Jerome Levy Economics Institute of Bard College. January.

———. 1997. “Rethinking Bank Examinations: A Minsky Approach.” *Journal of Economic Issues* 31, no. 2 (June).

Simons, H. C. (1934) 1948. “A Positive Program for Laissez Faire: Some Proposals for a Liberal Economic Policy.” Reprinted in H. C. Simons, *Economic Policy for a Free Society*, 40–77. Chicago: University of Chicago Press.

———. (1936) 1948. “Rules versus Authorities in Monetary Policy.” Reprinted in H. C. Simons, *Economic Policy for a Free Society*, 160–83. Chicago: University of Chicago Press. First published in *Journal of Political Economy* 44 (February).

Sprong, K. 2000. *Banking Regulation: Its Purposes, Implementation, and Effects*. 5th ed. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Tobin, J. 1987. “The Case for Preserving Regulatory Distinctions.” In *Restructuring the Financial System*, 167–83. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Tonveronachi, M. 2013. “De-globalising Bank Regulation.” *PSL Quarterly Review* 66, no. 267 (December).

Wallace, N. 1996. “Narrow Banking Meets the Diamond-Dybvig Model.” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 20, no. 1 (Winter).