



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 711

**Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση: Μια ερμηνεία στο πλαίσιο της
ανάλυσης του Minsky για τα αίτια της κρίσης, τις διασώσεις της Ομοσπονδιακής
Τράπεζας και το μέλλον**

**του L. Randall Wray
Ινστιτούτο Οικονομικών Levy του Κολεγίου Bard**

Μάρτιος 2012

The Levy Economics Institute Working Paper Collection presents research in progress by Levy Institute scholars and conference participants. The purpose of the series is to disseminate ideas to and elicit comments from academics and professionals.

Levy Economics Institute of Bard College, founded in 1986, is a nonprofit, nonpartisan, independently funded research organization devoted to public service. Through scholarship and economic research it generates viable, effective public policy responses to important economic problems that profoundly affect the quality of life in the United States and abroad.

Levy Economics Institute
P.O. Box 5000
Annandale-on-Hudson, NY 12504-5000
<http://www.levyinstitute.org>

Copyright © Levy Economics Institute 2012 All rights reserved

Περίληψη

Η παρούσα εργασία παρέχει μια γρήγορη επισκόπηση των αιτιών της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης που ξεκίνησε το 2007. Υπήρξαν πολλοί παράγοντες που συνέβαλαν στο ξέσπασμα της κρίσης, αλλά ανάμεσα στους πιο σημαντικούς ήταν η αυξανόμενη ανισότητα και τα στάσιμα εισοδήματα για τους περισσότερους αμερικανούς εργαζόμενους, το αυξανόμενο χρέος του ιδιωτικού τομέα στις Ηνωμένες Πολιτείες και σε πολλές άλλες χώρες, η χρηματιστικοποίηση της παγκόσμιας οικονομίας (μια πολύ πολύπλοκη διαδικασία), η απορρύθμιση και η έλλειψη εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και η υπερβολικά σφιχτή δημοσιονομική πολιτική που εφαρμόστηκε σε πολλές χώρες. Η ανάλυση υιοθετεί μια προσέγγιση στο πλαίσιο των φάσεων του καπιταλισμού που αναπτύχθηκε από τον Hyman P. Minsky. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, η σταδιακή μεταμόρφωση της οικονομίας κατά τη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου έχει αναπαράγει με πολλούς ποικίλους τρόπους τις συνθήκες που οδήγησαν στη Μεγάλη Ύφεση. Στη συνέχεια, η μελέτη εξετάζει τη διάσωση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος από την κυβέρνηση των ΗΠΑ. Ενώ άλλες κυβερνήσεις συνέβαλαν στα σχέδια διάσωσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, το αμερικανικό υπουργείο Οικονομικών (Treasury) και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα (Fed) είχαν τον πρωταγωνιστικό ρόλο και το μεγαλύτερο μέρος της ευθύνης. Μια λεπτομερής εξέταση της απόκρισης της Fed δείχνει πόσο πρωτοφανή—και ενδεχομένως παράνομη—ήταν η επέκταση του «δικτύου ασφαλείας» του κράτους για τα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Το κείμενο κλείνει με την αξιολόγηση των προβλημάτων που θα προκύψουν από το σχέδιο διάσωσης στο μέλλον.

Εισαγωγή

Το άρθρο θα ξεκινήσει με μια γρήγορη επισκόπηση των αιτιών της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης που ξεκίνησε το 2007. Υπήρξαν πολλοί παράγοντες που συνέβαλαν στο ξέσπασμα της κρίσης, αλλά ανάμεσα στους πιο σημαντικούς ήταν η αυξανόμενη ανισότητα και τα στάσιμα εισοδήματα για τους περισσότερους αμερικανούς εργαζόμενους, το αυξανόμενο χρέος του ιδιωτικού τομέα στις Ηνωμένες Πολιτείες και σε πολλές άλλες χώρες, η χρηματιστικοποίηση της παγκόσμιας οικονομίας (μια πολύ πολύπλοκη διαδικασία), η απορρύθμιση και η έλλειψη εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, και η υπερβολικά σφιχτή δημοσιονομική πολιτική που εφαρμόστηκε σε πολλές χώρες. Στη συνέχεια εξετάσουμε τη διάσωση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος από την κυβέρνηση των ΗΠΑ. Ενώ άλλες κυβερνήσεις έπαιξαν ρόλο (κάποιες μικρότερες χώρες διέσωσαν τους δικούς τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, και η κυβέρνηση του Ηνωμένου Βασιλείου καθώς και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα—ΕΚΤ—βοήθησαν σε πανευρωπαϊκό επίπεδο), το αμερικανικό υπουργείο Οικονομικών και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα ανέλαβαν το μεγαλύτερο μέρος της ευθύνης για τη διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Στην εργασία αυτή θα υποστηρίξουμε ότι ο τρόπος με τον οποίο διαμορφώθηκε το σχέδιο διάσωσης του χρηματοοικονομικού συστήματος εξασφάλισε ότι σχεδόν κανένα από τα θεμελιώδη προβλήματα που προκάλεσαν την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση δεν θα είχε κατάλληλη αντιμετώπιση. Μπορεί κανείς εύλογα να υποστηρίξει ότι η διάσωση έκανε το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα ακόμα πιο ευάλωτο στις κρίσεις και επιδείνωσε τα άλλα προβλήματα στην

οικονομία των ΗΠΑ που οδήγησαν στην χρηματοοικονομική κατάρρευση. Επιπλέον, η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση και η πολιτική που υιοθετήθηκε στη συνέχεια έχουν (επιτέλους) εμφανίσει τις θεμελιώδεις αδυναμίες του συστήματος της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης. Μια άλλη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση είναι πολύ πιθανή, και αυτή τη φορά θα μπορούσε να ξεκινήσει από την Ευρώπη και να διαδοθεί στη συνέχεια στις ΗΠΑ—η αντίθετη ροή μετάδοσης που είδαμε το 2007.

Είναι προφανές ότι αυτό το μικρό κείμενο δεν μπορεί να παρέχει μια εκτεταμένη ανάλυση για κάθε ένα από τα θέματα που εξετάζει, παρά μόνο μια εισαγωγή. Επειδή η εξήγηση των δομικών αιτιών της κρίσης είναι σύνθετη και κρίσιμη στην προσπάθεια να κατανοήσουμε γιατί η διάσωση του χρηματοοικονομικού συστήματος έκανε στην πραγματικότητα τα πράγματα χειρότερα, το μεγαλύτερο μέρος του κειμένου θα αφιερωθεί σε αυτό το θέμα.

Τα αίτια της κατάρρευσης

Η Εξεταστική Έκθεση για την Χρηματοοικονομική Κρίση¹ προβάλλει ισχυρά επιχειρήματα υπέρ της άποψης ότι η κρίση ήταν προβλέψιμη και μπορούσε να αποφευχθεί. Δεν ήταν κάτι που «απλά συνέβη» και δεν είχε τίποτα να κάνει με «μαύρους κύκνους» που είχαν «παχιές ουρές». Την κρίση την προκάλεσαν οι μεγαλύτερες τράπεζες κάτω από τη μύτη των ανθρώπων που υποτίθεται ότι μας προστάτευαν από τις επικίνδυνες δραστηριότητες του χρηματοπιστωτικού και χρηματοοικονομικού τομέα. Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση αντιπροσωπεύει τη δραματική αποτυχία της εταιρικής διακυβέρνησης και της διαχείρισης κινδύνου, που σε μεγάλο βαθμό είναι απόρροια μιας αδικαιολόγητης και παράλογης έμφασης σε εμπορικές χρηματοοικονομικές συναλλαγές (στην πραγματικότητα τζόγος) και στην ταχεία ανάπτυξη (μια καλή ένδειξη απάτης, όπως υποστηρίζει ο William Black). Θα μπορούσαμε να πάμε ακόμα πιο πέρα, σημειώνοντας ότι οι τράπεζες βοηθήθηκαν και υποκινήθηκαν από κρατικούς «ρυθμιστές» και «επόπτες», οι οποίοι όχι μόνο αρνήθηκαν να κάνουν τη δουλειά τους, αλλά στην ουσία πίεζαν συνεχώς για την απορρύθμιση του συστήματος.

Υπάρχουν πολλοί που θεωρούν ότι για την κρίση ευθύνονται τα προβλήματα «ρευστότητας». Όμως, η κρίση ρευστότητας δεν είχε καμία σχέση με κάποια «παράλογη» συμπεριφορά των καταθετών απέναντι στα τραπεζικά ιδρύματα (δηλαδή απόσυρση των καταθέσεων και των επενδυτικών κεφαλαίων από τις τράπεζες), αλλά, αντίθετα, αντανάκλασε μια σωστή εκτίμηση της κατάστασης αφερεγγυότητας που επικρατούσε στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Αυτό, με τη σειρά του, μπορεί να αποδοθεί στα καταστροφικά αποτελέσματα που είχε η αλλοίωση των κριτηρίων για δανεισμό και στη διάχυτη απάτη που υπήρχε σε όλο φάσμα της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η Εξεταστική Έκθεση για την Χρηματοοικονομική Κρίση κατονομάζει ονόματα και προσδιορίζει με ακρίβεια τις πρακτικές, ακόμη και τα άτομα που είχαν σημαντικό ρόλο στα αίτια της κρίσης. Εντούτοις, θεωρώ δικαιολογημένη την ένσταση της έκθεσης των Ρεπουμπλικάνων, καθώς και αυτή που πρόβαλαν μερικοί αναλυτές (όπως, για παράδειγμα, ο αρθρογράφος των New York Times Joe Nocera), ότι μπορεί να υπάρχει κίνδυνος αν εστιάζουμε την προσοχή σε «κακούς λειτουργούς», σε «κακές χρηματοοικονομικές πρακτικές» και σε «κακά γεγονότα».² Φυσικά, αποτελεί αναμφίβολα σκάνδαλο το γεγονός ότι οι πλέον υπεύθυνοι για την κρίση—τα

ανώτατα διευθυντικά στελέχη στις μεγάλες τράπεζες και στις «σκιώδεις τράπεζες»—δεν έχουν διωχθεί ποινικά. Και όπως θα αναφέρω, ο τρόπος με τον οποίον έγινε ο χειρισμός των διασώσεων εξασφαλίζει ότι η εμφάνιση μιας άλλης χρηματοοικονομικής κρίσης είναι ζήτημα χρόνου. Είναι σημαντικό όμως να κατανοήσουμε τις μακροπρόθεσμες τάσεις στη λειτουργία του σύγχρονου χρηματοοικονομικού συστήματος. Πρέπει να θέσουμε την κρίση στο πλαίσιο του μεγάλου μετασχηματισμού που υπέστη το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην μεταπολεμική περίοδο. Υπό αυτή την έννοια, θα έλεγα ότι ακόμη και αν δεν υπήρχαν «σάπια μήλα», το σύστημα ήταν σάπιο.

Για το λόγο αυτό, θα ήθελα να αποκλίνω από τα συμπεράσματα της Έκθεσης: η χρηματοπιστωτική αστάθεια είχε μετατραπεί σε δομική τάση (όπως ισχυριζόταν στα έργα του ο Hyman Minsky), με τις κρίσεις να αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος. Για το λόγο αυτό, θεωρώ σημαντικό να κατανοήσουμε το είδος της μεταμόρφωσης που υπέστη το χρηματοοικονομικό σύστημα στο πλαίσιο της ανάλυσης που ανέπτυξε ο Minsky. Η δική μου θέση είναι ότι, ενώ η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση δεν ήταν απολύτως αναπόφευκτη, η χρηματοοικονομική δομή έκανε την κρίση πολύ πιθανή. Οι συνθήκες που προέκυψαν πριν το ξέσπασμα της κρίσης ήταν, από πολλές σημαντικές απόψεις, παρόμοιες με αυτές που επικρατούσαν την παραμονή του «Μεγάλου Κραχ»—και εμείς βιώσαμε μια παρόμοια κρίση. Η πιο σημαντική διαφορά, όμως, ήταν η απόκριση στην κρίση. Ενώ μετά τη Μεγάλη Ύφεση του '30 προέκυψε ένα ισχυρό χρηματοπιστωτικό σύστημα, με αυστηρή ρύθμιση και ισχυρό δίκτυο ασφαλείας, εμείς το μόνο που καταφέραμε να κάνουμε, τουλάχιστον έως την άνοιξη του 2012, είναι να στηρίξουμε τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που προκάλεσαν την κρίση και να αφήσουμε την οικονομία σε πολύ πιο αδύναμη κατάσταση από αυτή που ήταν το 2006, ή το 1940.

Η «στιγμή» Minsky

Όταν χτύπησε η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, πολλοί σχολιαστές έσπευσαν να την αποκαλέσουν «κρίση Minsky», ή «Στιγμή Minsky», από το όνομα του οικονομολόγου Hyman Minsky, ο οποίος είχε αναπτύξει μια περίφημη θεωρία για την χρηματοοικονομική αστάθεια που περιέγραφε τον μετασχηματισμό της οικονομίας από μια «ισχυρή» χρηματοοικονομική δομή σε μια «εύθραυστη» δομή.³ Η θεωρία του Minsky υπογράμμιζε ότι μια κατάσταση «ευφορίας» ενθαρρύνει την ολοένα και μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνου, και πως η αυξανόμενη αστάθεια διαρκώς θα ενισχύεται εάν οι χρηματοοικονομικές κρίσεις επιλύονταν από την γρήγορη παρέμβαση του κράτους (Kregel 2008). Όπως επέμενε ο Minsky, η «σταθερότητα αποσταθεροποιεί»⁴—και αυτό φαίνεται να περιγράφει τέλεια τις τελευταίες δεκαετίες της χρηματοοικονομικής εμπειρίας των ΗΠΑ, όπου οι κρίσεις λάμβαναν μέρος συχνότερα και ήταν όλο και πιο σοβαρές. Θα μπορούσαμε να αναφέρουμε, για παράδειγμα, την κρίση των savings and loans associations τη δεκαετία του 1980, την κατάρρευση του χρηματιστηρίου το 1987, τις κρίσεις χρέους στις αναπτυσσόμενες χώρες (1980, αρχές 1990), το φιάσκο με την Enron, και την κατάρρευση των αμερικανικών εταιριών της dot-com οικονομίας.⁵

Κάθε μια από αυτές τις κρίσεις ανάγκασε το αμερικανικό κράτος να παρέμβει προκειμένου να αποτραπεί η καθοδική πορεία των χρηματοοικονομικών αγορών ή της οικονομίας (αν και σε ορισμένες περιπτώσεις οι οικονομικές υφέσεις ήταν

απόρροια των κρίσεων). Πράγματι, μετά την κρίση της dot-com οικονομίας, η άποψη ότι μια νέα περίοδος «Μεγάλης Μετριοπάθειας» **6** είχε αρχίσει να κυριαρχεί πάνω από την οικονομία των ΗΠΑ, καθιστώντας αδύνατη την εμφάνιση σοβαρών υφέσεων, εξελίχθηκε σε οικονομική ορθοδοξία. Όλα αυτά ενθάρρυναν την ανάληψη όλο και περισσότερου ρίσκου και μεγαλύτερη χρηματοοικονομική διαστρωμάτωση και μόχλευση (χρεόγραφα έναντι χρέους). Θα πρέπει, συνεπώς, να αναγνωρίσουμε την προνοητικότητα του Minsky.

Η εξελικτική προσέγγιση του Minsky για τον καπιταλισμό

Όμως, η θεωρία του Minsky δεν είχε περιοριστεί μόνο στην αναγνώριση του φαινομένου της χρηματοοικονομικής αστάθειας, αλλά είχε αναπτύξει μια εξελικτική προσέγγιση των διαφόρων σταδίων του καπιταλισμού με σκοπό να περιγράψει τον μακροπρόθεσμο μετασχηματισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τα τέλη του 19ου αιώνα.⁷ Δεν είναι υποχρεωτικό να περιγράψουμε με λεπτομέρειες το θεωρητικό έργο του Minsky, αλλά μπορούμε απλά να αναφέρουμε εν συντομία τα τρία κύρια στάδια του καπιταλισμού που ανέλυσε στην προσέγγισή του.

Στις αρχές του 20ου αιώνα, το «χρηματιστικό κεφάλαιο», όπως αποκάλεσε το συγκεκριμένο ιστορικό στάδιο του καπιταλισμού ο Rudolf Hilferding, που βρισκόταν κάτω από τον έλεγχο των επενδυτικών τραπεζών, αποτελούσε τον κύριο χρηματοδότη των βιομηχανικών επιχειρήσεων (Hilferding 1981 [1910]). Ωστόσο, από τα τέλη της δεκαετίας του 1920, το φαινόμενο που επικρατούσε ήταν ως επί το πλείστον η χρηματοοικονομική κερδοσκοπία στα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, ιδιαίτερα σε equities που εκδίδονταν από θυγατρικά τραστ των ιδίων των επενδυτικών τραπεζών. Στην ουσία, αυτά δεν ήταν παρά συστήματα πυραμίδων—που κερδοσκοπούσαν στη βάση μετοχών χωρία καμιά αξία, ακριβώς όπως έκαναν παλιά τα διαβόητα συστήματα του Charles Ponzi ή, στη σύγχρονη εποχή, αυτά του Bernie Madoff. Η Goldman Sachs έπαιξε πρωταγωνιστικό ρόλο στις απάτες, και ο οικονομολόγος John Kenneth Galbraith της αφιέρωσε ένα ολόκληρο κεφάλαιο στην καλύτερη περιγραφή που έχει υπάρξει έως τώρα για το «Μεγάλο Κραχ» του 1929.⁸

Εν πάση περιπτώσει, κατά την άποψη του Minsky, με τη Μεγάλη Ύφεση ολοκληρώθηκε το στάδιο του χρηματιστικού καπιταλισμού. Οι μεταρρυθμίσεις του New Deal διαμόρφωσαν ένα πολύ πιο σταθερό χρηματοοικονομικό τομέα, ενώ το κράτος είχε επίσης ένα πολύ μεγαλύτερο ρόλο στη διαχείριση της οικονομίας. Ο Minsky ονόμασε αυτό το νέο στάδιο «διαχειριστικό καπιταλισμό κράτους πρόνοιας» («managerial-welfare state capitalism»), με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το υπουργείο Οικονομικών να προωθούν ενεργά τη σταθερή οικονομική ανάπτυξη, την απασχόληση, την αύξηση των μισθών και τη μείωση της ανισότητας. Αυτή ήταν η «χρυσή εποχή» του καπιταλισμού των ΗΠΑ, η οποία διήρκεσε από το τέλος του δευτέρου παγκόσμιου πολέμου έως τις αρχές του 1970.

Το πρόβλημα, για τον Minsky, είναι ότι η απουσία βαθιών υφέσεων και σοβαρών χρηματοοικονομικών κρίσεων ενθάρρυνε τις καινοτομίες που οδήγησαν σε αύξηση της χρηματοοικονομικής αστάθειας.⁹ Επιπλέον, για λόγους που δεν έχουμε τη δυνατότητα να επεκταθούμε στην παρούσα εργασία, συντηρητικοί πολιτικοί και οικονομολόγοι ήταν σε θέση να αρχίσουν το ξεχαρβάλωμα των προγραμμάτων του New Deal που στόχευαν στην προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης, ενώ παράλληλα παρείχαν κοινωνική προστασία. Μετά το 1974, το μέσο εισόδημα των

ανδρών σταμάτησε να αυξάνεται και άρχισε να μειώνεται¹⁰. Αυτό ήταν αποτέλεσμα πολλών κοινωνικοοικονομικών και πολιτικών παραγόντων, όπως η μείωση της αποτελεσματικής δράσης των συνδικάτων, η αποδυνάμωση των παροχών του κοινωνικού δικτύου ασφαλείας, ενώ η ανεργία άρχισε να αντιμετωπίζεται ως μια θετική εξέλιξη για την οικονομία—ένα εργαλείο που χρησιμοποιείται από τους φορείς χάραξης πολιτικής για να διατηρήσουν τον πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απορυθμίστηκαν και μειώθηκε σημαντικά η εποπτεία των δραστηριοτήτων τους¹¹—ενώ, ταυτόχρονα, αυξήθηκε η δύναμή τους με έναν αυτοτροφοδοτούμενο τρόπο: δεδομένου ότι ήταν πλέον σε θέση να αποσπούν ακόμα μεγαλύτερο μερίδιο κερδών, η πολιτική τους δύναμη αυξήθηκε καθιστώντας δυνατή την περαιτέρω ανατροπή ή εξάλειψη των κανονισμών, έτσι ώστε να μπορούν να αποσπούν ακόμα μεγαλύτερο μερίδιο κερδών.

Υπάρχουν πολλές πτυχές αυτού του μακροπρόθεσμου μετασχηματισμού που υπέστη το χρηματοοικονομικό σύστημα, και ο Minsky ασφαλώς και δεν ήταν ο μοναδικός που το παρατήρησε. Κάποιοι αποκάλεσαν τη νέα εξέλιξη «καπιταλισμός-καζίνο» (Strange 1997), ενώ πολλοί τη χαρακτήρισαν ως «χρηματιστικοποίηση» (D'Arista 2001). Από πολλές απόψεις, το νέο στάδιο εξέλιξης του καπιταλισμού ήταν παρόμοιο με αυτό του «χρηματιστικού καπιταλισμού» του Hilferding—με τις αποκαλούμενες «μη τραπεζικές τράπεζες», ή «σκιώδεις τράπεζες», να αμφισβητούν την κυριαρχία των εμπορικών τραπεζών.¹² Η εξέλιξη αυτή αποτέλεσε επίσης δικαιολογία για τη διάλυση των μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων του New Deal ώστε να μπορέσουν οι τράπεζες να «ανταγωνιστούν» με τους νέους εισβολείς, οι οποίοι ενεργούσαν όπως οι λαθροθήρες. Κι αυτό είναι επίσης ένα τεράστιο ζήτημα που απαιτεί εκτενή αναφορά, αλλά το σημαντικό σημείο είναι ότι ενώ οι σκιώδεις τράπεζες διαμόρφωναν νέους ορίζοντες για τις χρηματοοικονομικές πρακτικές, η στάση των εμπορικών τραπεζών ήταν ότι έπρεπε και αυτές να ακολουθήσουν τον ίδιο δρόμο.

Πολλές, αν όχι οι περισσότερες από τις νέες πρακτικές, δεν εξυπηρετούσαν κανένα κοινωνικό σκοπό πέρα από το να κάνουν απίστευτα πλούσιους αυτούς που βρίσκονταν στην κορυφή της διοίκησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.¹³ Την ίδια στιγμή, τροποποιήθηκε ριζικά η δομή ανταμοιβών και κινήτρων, σε βαθμό που τα ριψοκίνδυνα στοιχήματα, τα υψηλά ποσοστά μόχλευσης, και η επίτευξη του άμεσου κέρδους υπερίσχυσαν έναντι της μακροπρόθεσμης επιβίωσης των επιχειρήσεων και των αποδόσεων για τους επενδυτές. Ένα καλό παράδειγμα αυτής της μεταμόρφωσης ήταν η μετατροπή επενδυτικών τραπεζών μεγάλου κύρους, όπως η Goldman Sachs, από ομόρρυθμες εταιρείες σε επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο, οι οποίες προσλαμβάνουν και αμείβουν πλουσιοπάροχα τα ανώτατα στελέχη τους. Ενώ η δομή ήταν κάπως διαφορετική, τα αποτελέσματα ήταν παρόμοια με αυτά που οδήγησαν στο «Μεγάλο Κραχ» του 1929—κίνητρα του είδους «φουσκώστε και αδειάστε» δημιουργήθηκαν μέσω μιας διαδικασίας όπου τα διευθυντικά στελέχη «φούσκωναν» τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και των μετοχών, και στη συνέχεια ξεπουλούσαν («αδειάζαν») πριν την κατάρρευση της φούσκας. Αυτό που βλέπουμε από τις αρχές του 2000 είναι η συνένωση τριών διαφορετικών φαινομένων που επέτρεψε στα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να μετατραπούν σε εξαιρετικά επικίνδυνες οντότητες: (1) η επιστροφή στρατηγικών του είδους «φουσκώστε και αδειάστε», μέσω των οποίων λήστευαν πελάτες και μετόχους, (2) η οργάνωση από ομόρρυθμες εταιρείες σε εταιρικές

οντότητες, μια κίνηση που αυξάνει τα προβλήματα αναφορικά με τις προθέσεις (ιδρύματα που λειτουργούν με βάση τα συμφέροντα των ανώτατων διοικητικών στελεχών, αντί των ιδιοκτητών), και (3) οι υπερβολικές οικονομικές απολαβές των εκτελεστικών στελεχών των εταιριών που είναι άμεσα συνδεδεμένες με τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις, γεγονός που αυξάνει τις πιέσεις για «εξαπάτηση» ή για οτιδήποτε που θα μπορούσε να δικαιολογήσει τα τεράστια μπόνους.

Καπιταλισμός διαχείρισης κεφαλαίων

Ο Minsky αποκάλυψε αυτό το νέο στάδιο «καπιταλισμός διαχείρισης κεφαλαίων» («money manager capitalism»). Ο συγκεκριμένος όρος εφιστά την προσοχή σε ένα συγκεκριμένο χαρακτηριστικό στη λειτουργία του σύγχρονου καπιταλισμού: τεράστια κεφάλαια βρίσκονται στα χέρια επαγγελματιών της κεφαλαιακής αγοράς—συνταξιοδοτικά ταμεία, κρατικά επενδυτικά ταμεία, επενδυτικά κεφάλαια υψηλού κινδύνου, κληροδοτήματα πανεπιστημίων, εταιρικές χρηματικές ροές, και ούτω καθεξής—οι οποίοι τα διαχειρίζονται για να αυξήσουν την αξία τους. Ο στόχος του κάθε διαχειριστή κεφαλαίων είναι να έχει μεγαλύτερη απόδοση στις επενδύσεις των κεφαλαίων που διαχειρίζεται από τη μέση απόδοση της αγοράς, προκειμένου να διατηρήσει πελάτες—κάτι που φυσικά είναι στατιστικά αδύνατον. Αλλά με τέτοια κίνητρα, και δίχως ουσιαστικά καμία κρατική ρύθμιση ή εποπτεία, αυτή η κατάσταση ενθάρρυνε όχι μόνο την επικίνδυνη συμπεριφορά, αλλά ακόμα και ηθικά αμφισβητούμενες πράξεις. Κατά την άποψη του Minsky, η άνοδος των διαχειριζόμενων κεφαλαίων οφείλεται στην επιτυχία του προηγούμενου σταδίου του καπιταλισμού—στον διαχειριστικό καπιταλισμό κράτους πρόνοιας. Η απουσία υφέσεων και το σχετικά καλό επίπεδο της οικονομίας, καθώς και οι πολιτικές που ευνόησαν τις ιδιωτικές συντάξεις, δημιούργησαν ένα ιδανικό κλίμα για την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού πλούτου καθ' όλη τη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου. Σίγουρα υπήρξαν και εκείνη τη χρονική περίοδο χρηματοοικονομικές κρίσεις οι οποίες αφάνισαν μέρος του πλούτου, αλλά κάθε κρίση που εμφανίστηκε περιορίστηκε σε πολύ μεγάλο βαθμό χωρίς να προκαλέσει σημαντικές απώλειες. Το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου διατηρήθηκε ανέπαφο και η ανάκαμψη επέστρεψε πολύ γρήγορα.

Αυτό που ήταν πραγματικά σημαντικό στο νέο στάδιο του καπιταλισμού ήταν η δυναμική που δημιουργήθηκε με τη μετατόπιση της εξουσίας από τις τράπεζες προς τους «διαχειριστές κεφαλαίων» στις «σκιώδεις τράπεζες», οι οποίοι λειτουργούσαν σχεδόν ανενόχλητοι από τις ρυθμιστικές αρχές. (Nersisyan και Wray 2010). Οι τράπεζες, με τη σειρά τους, για να μπορούν να ανταγωνιστούν τις «σκιώδεις τράπεζες», έπρεπε να ανατρέψουν τους ρυθμιστικούς κανονισμούς μέσω καινοτομιών, και στη συνέχεια να τους εξαλείψουν νομοθετικά. Αυτό επέτρεψε στις τράπεζες να αυξήσουν τους δείκτες μόχλευσης, και επομένως και την ανάληψη κινδύνου, προκειμένου να μη χάσουν περαιτέρω έδαφος από τις «σκιώδεις τράπεζες» στο παιχνίδι του ανταγωνισμού. Εδώ υπήρχε αναμφίβολα σε λειτουργία ένας «νόμος του Gresham»: τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα που μπορούσαν να μειώσουν όσο πιο γρήγορα γινόταν τις αναλογίες κεφαλαίου, και να περιορίσουν τις απώλειες των αποθεματικών τους, ήταν σε θέση να αυξήσουν τα καθαρά κέρδη, και συνεπώς τα οικονομικά οφέλη για τα διοικητικά στελέχη και τους επενδυτές. Επιπλέον, ένας από τους κύριους στρατηγικούς στόχους της διοίκησης ήταν η στροφή προς τη μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών, η οποία, υποτίθεται, ευθυγράμμιζε τα συμφέροντα των μετόχων και των ανώτατων στελεχών που

λάμβαναν ως μέρος των απολαβών τους εταιρικές μετοχές. Αυτό, με τη σειρά του, ενθάρρυνε την βραχυπρόθεσμη εστίαση στις επιδόσεις της αγοράς των μετοχών, οι οποίες, όπως διαπιστώσαμε το 1929, επιτυγχάνονται μέσω της χειραγώγησης της αγοράς, τόσο νόμιμα όσο και παράνομα. (Veblen 1958, Galbraith, 2009 [1954]).

Το πρόβλημα ήταν ότι ο όγκος του χρηματοοικονομικού πλούτου υπό τη διαχείριση επαγγελματιών ήταν τόσο μεγάλος που ξεπέρασε τις κοινωνικά χρήσιμες επενδύσεις. Για να διατηρήσουν τις αποδόσεις σε υψηλά επίπεδα, οι διαχειριστές κεφαλαίων και οι τραπεζίτες σκέφτηκαν πως θα έπρεπε να στραφούν σε ολοένα και πιο απόκρυφα σχήματα χρηματοοικονομικής κερδοσκοπίας—σε περιοχές που όχι μόνο δεν εξυπηρετούσαν το δημόσιο συμφέρον, αλλά το υπόσκαπταν ενεργά. Ένα παράδειγμα είναι η άνοδος του δείκτη κερδοσκοπίας στις αγορές πρώτων υλών, που ωθεί προς τα πάνω τις παγκόσμιες τιμές ενέργειας και τροφίμων με αποτέλεσμα να επεκτείνεται το πρόβλημα της πείνας σε παγκόσμια κλίμακα. Η φύσκα της dot-com οικονομίας είναι άλλο ένα παράδειγμα—οι κερδοσκόποι οδήγησαν στα ύψη τις τιμές μετοχών για τις εταιρείες ιντερνετ χωρίς κάποιο επιχειρηματικό μοντέλο ή προσδοκίες για κέρδη. Η αναπόφευκτη κατάρρευση της dot-com οικονομίας αφάνισε εκατοντάδες δισεκατομμύρια δολάρια.

Απάτη και η αμερικανική φύσκα των ακινήτων

Ένα άλλο παράδειγμα είναι η εκρηκτική άνοδος που σημειώθηκε στον αμερικανικό κτηματομεσιτικό τομέα πριν από το 2000, και που κατέρρευσε τελικά το 2007, ενεργοποιώντας την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση.¹⁴ Ήταν η μεγαλύτερη κερδοσκοπική έκρηξη στην ιστορία των ΗΠΑ, και υποκινητές της ήταν οι διαχειριστές κεφαλαίων οι οποίοι δημιούργησαν πολύπλοκες τιτλοποιήσεις και παράγωγα για κερδοσκοπικά στοιχήματα (Wray 2008a, 2008b). Κλασικό χαρακτηριστικό της κερδοσκοπικής υπερβολής που είχε διαπεράσει όλο το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι η περίπτωση των ειδικών εγγυημένων χρεωστικών υποχρεώσεων (CDOs) που δημιουργήθηκαν από την Goldman Sachs για να επιτρέψουν σε ένα hedge fund (κερδοσκοπικό κεφάλαιο) που το διαχειριζόταν ο John Paulson να στοιχηματίσει εναντίον των ιδιοκτητών κατοικιών και των κατόχων τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων. Εν συντομία, η Goldman Sachs άφησε τον Paulson να επιλέξει τις πιο επικίνδυνες υποθήκες για τιτλοποιήσεις που θα προωθούσαν προς τα συνταξιοδοτικά ταμεία.¹⁵ Η Goldman Sachs δημιούργησε στη συνέχεια CDOs που θα τα εξαργύρωνε κανείς σε περίπτωση που οι ιδιοκτήτες κατοικιών αθετούσαν την αποπληρωμή του δανείου τους, που σήμαινε ότι οι τιτλοποιήσεις που αγόραζαν οι επενδυτές θα σημείωναν πτώση στην αξία τους. Οι επενδυτές θα έχαναν τις επενδύσεις τους, οι ιδιοκτήτες ακινήτων τα σπίτια τους, και ο Paulson θα κέρδιζε! Φυσικά και η Goldman Sachs έβγαине επίσης κερδισμένη από όλη αυτή την απάτη—αποκόμιζε κέρδη από τη δημιουργία των τιτλοποιήσεων, καθώς επίσης και από τη δημιουργία των χρηματοοικονομικών εργαλείων που επέτρεπαν στον Paulson να κερδίζει. Η Goldman Sachs στοιχημάτισε μεγάλα ποσά, πάνω στα ίδια τα εργαλεία που η ίδια δημιούργησε, ενάντια των ανθρώπων που είχαν βάλει υποθήκη τα σπίτια τους. Σε τελική ανάλυση, ήταν η ζήτηση για επενδυτικά εργαλεία υψηλού κινδύνου από τις επενδυτικές τράπεζες και άλλους κερδοσκόπους, μέσα από τα οποία θα μπορούσαν να στοιχηματίσουν, που δημιούργησαν τα επικίνδυνα «subprime» και τα δάνεια Alt A, που προκάλεσαν τελικά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση.

Ο αναγνώστης δεν πρέπει να αποπροσανατολίζεται. Η συζήτηση μπορεί μέχρι τώρα να προκαλεί την αίσθηση ότι εδώ έχουμε να κάνουμε με μια συμπεριφορά που ήταν απλώς ηθικά αμφισβητήσιμη, αλλά στην πραγματικότητα η απάτη ήταν παρούσα σε κάθε φάση της «τροφικής αλυσίδας για τη χρηματοδότηση κατοικιών» (Wray 2008a). Ο μεσίτης υποθηκών επιβραβευόταν οικονομικά για το γεγονός ότι δέσμευε τους υποψήφιους ιδιοκτήτες κατοικιών με στεγαστικά δάνεια που είχαν τους χειρότερους δυνατούς όρους εξόφλησης. Οι μεσίτες συχνά τροποποιούσαν τα ήδη υπογεγραμμένα συμβόλαια για να κάνουν τους όρους αποπληρωμής ακόμα χειρότερους. Οι εκτιμητές ιδιοκτησίας ανταμειβόντουσαν για το γεγονός ότι διόγκωναν τις αξίες των ακινήτων (έτσι ώστε οι υποθήκες να είναι μεγαλύτερες από ό,τι θα έπρεπε να είναι). Τα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της χώρας δημιούργησαν το δικό τους ηλεκτρονικό σύστημα (ονομαζόμενο MERS) για να εξαπατούν τις τοπικές αρχές από τα τέλη που καταβάλλονται για τις αγοραπωλησίες ακινήτων. Στη συνέχεια, το σύστημα MERS έκανε διαχωρισμό μεταξύ «σημειώματος» και «τίτλου κυριότητας» αναφορικά με τις υποθήκες, καταστρέφοντας έτσι την αλυσίδα της μετάθεσης της κυριότητας των ενυπόθηκων ακινήτων (αν και δεν μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα ότι αυτό γινόταν εσκεμμένα), επειδή αυτό συντόμει τη διαδικασία.¹⁶ Οι επενδυτικές τράπεζες που τιτλοποιούσαν τις υποθήκες εξέδιδαν ψευδείς «παραστάσεις και εγγυήσεις» στις περιγραφές τους για τις υποθήκες που στήριζαν τις τιτλοποιήσεις, ενώ πολύ συχνά δεν ακολουθούσαν ούτε τους κανόνες που αφορούν την ίδια την διαδικασία τιτλοποίησης (οι επίτροποι προφανώς ψευδώς ισχυρίστηκαν ότι κατείχαν τα στεγαστικά δάνεια—τα οποία στις περισσότερες περιπτώσεις τα κατείχαν οι διαχειριστές των δανείων με υποθήκη, ή καταστράφηκαν σκόπιμα). Οι διαχειριστές των δανείων είχαν προσλάβει άτομα, τους ονομαζόμενους «gobo-signers», για να κατασκευάζουν έγγραφα που απαιτούνται για τις κατασχέσεις. Πολύ συχνά «έχαναν» τις δόσεις που είχαν καταβάλλει οι ιδιοκτήτες κατοικιών και ισχυριζόντουσαν ψευδώς ότι οι δανειολήπτες είχαν καθυστερήσει τις δόσεις αποπληρωμής των δανείων, ενώ προσπάθησαν μάλιστα να κάνουν και κατασχέσεις σε ιδιοκτήτες κατοικιών που δεν είχαν τα σπίτια τους με υποθήκη.¹⁷ Τέλος, στη μακρά αυτή λίστα απάτης, οι λογιστές υπέγραφαν ψεύτικους ισολογισμούς.

Και αυτή είναι μόνο η κορυφή του παγόβουνου. Δεν θα ήταν πολύ ακραίο να πούμε ότι η απάτη έχει γίνει συνήθης επιχειρηματική πρακτική στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Αν και η κυβέρνηση του προέδρου Ομπάμα απέφυγε να κυνηγήσει τα ανώτατα διοικητικά στελέχη του χρηματοπιστωτικού τομέα για αυτή την απάτη στην οποία είχαν επιδοθεί, οι τράπεζες έχουν αναγκαστεί να πληρώσουν το ένα πρόστιμο μετά το άλλο και οι περισσότεροι γενικοί εισαγγελείς και των πενήντα αμερικανικών πολιτειών έχουν κινηθεί νομικά εναντίον τους.¹⁸

Το ξεχαρβάλωμα των μεταρρυθμίσεων του New Deal και η επιστροφή στην ανασφάλεια

Ο Minsky συνέδεσε επίσης την αυξανόμενη οικονομική ανασφάλεια με το συγκεκριμένο στάδιο του καπιταλισμού.¹⁹ Τη δεκαετία του 1960, ο Minsky, παραδόξως, τάχθηκε ενάντια της πολιτικής των Κένεντι-Τζόνσον για την καταπολέμηση της φτώχειας. Ο λόγος ήταν επειδή ο «πόλεμος κατά της φτώχειας», όπως ονομαζόταν η συγκεκριμένη πολιτική, έδινε έμφαση στην πρόνοια και την κατάρτιση έναντι της δημιουργίας θέσεων εργασίας. Επιπλέον, σε αντίθεση με τους

περισσότερους κεϋνσιανιστές οικονομολόγους, ο Minsky αντιτάχθηκε στη πολιτική υπέρ της προώθησης των επενδύσεων, αλλά και σε άλλες πολιτικές φιλικές προς τις επιχειρήσεις που επεδίωκαν την επίτευξη της πλήρους απασχόλησης με το «φούσκωμα» της συνολικής ζήτησης—όπως αυτή του «στρατιωτικού κεϋνσιανισμού» που θα τόνωνε τις δαπάνες στον τομέα της άμυνας. Ο Minsky δεν ασπάστηκε ποτέ την άποψη ότι «η πλημμυρίδα ανεβάζει όλες τις βάρκες». **20** Ήταν υπέρ των στοχευμένων δαπανών, υπέρ της κρατικής δημιουργίας θέσεων εργασίας στα πρότυπα των προγραμμάτων του New Deal (όπως, για παράδειγμα, του προγράμματος Works Progress Administration, που δημιούργησε 8 εκατομμύρια θέσεις εργασίας), και υπέρ των μέτρων που θα οδηγούσαν σε αύξηση της κατανάλωσης από τους εργαζόμενους.

Πρώτον, ο Minsky ανησυχούσε ότι οι τυπικές «κεϋνσιανικές» πολιτικές θα προκαλούσαν πληθωρισμό πολύ προτού οδηγήσουν στην πλήρη απασχόληση—επειδή θα δημιουργούσαν απασχόληση και συμφόρηση της παραγωγής στους πιο προηγμένους τομείς (για παράδειγμα στις αμυντικές βιομηχανίες, οι οποίες είναι ολιγοπωλιακές και με έντονη συνδικαλιστική αντιπροσώπευση). Ο πληθωρισμός, με τη σειρά του, θα έβαζε φρένο στις εν λόγω πολιτικές, με το κράτος να επιβραδύνει εσκεμμένα την ανάπτυξη και να αυξάνει την ανεργία κάθε φορά που αυξανόταν ο πληθωρισμός. Δεύτερον, φοβόταν ότι εξαιτίας της κατάστασης που θα διαμορφωνόταν με τον πληθωρισμό, που θα ανάγκαζε το κράτος να μειώσει τους ρυθμούς ανάπτυξης και να αυξήσει την ανεργία, οι υψηλά αμειβόμενοι εργάτες θα έβλεπαν να αυξάνονται τα εισοδήματά τους έναντι των χαμηλά αμειβόμενων εργαζομένων και, ως εκ τούτου, θα αυξανόταν η ανισότητα ανάμεσα στους εργαζόμενους. Τέλος, υποστήριξε ότι η ιδέα της παροχής πρόνοιας και κατάρτισης προς τους άνεργους ήταν μια άσκοπα ηττοπαθής πολιτική και πως έβαζε «το κάρο μπροστά από το άλογο». Θεωρούσε ότι η πολιτική της πρόνοιας και της κατάρτισης έλεγε ουσιαστικά στους φτωχούς και τους ανέργους ότι πρέπει να βελτιώσουν τις δεξιότητές τους, το επίπεδο της μόρφωσής τους, ακόμη και τον χαρακτήρα τους, προτού μπορέσουν να βρουν μια θέση εργασίας (έτσι, ο «πόλεμος κατά της φτώχειας» ήταν συνεπής με την τοποθέτηση περί «κουλτούρας της φτώχειας» που προωθούσε ο Daniel Patrick Moynihan **21**). Ισχυριζόταν, επίσης, ότι η πολιτική των Κένεντι-Τζόνσον κατά της φτώχειας εκπαιδευε ανθρώπους για δουλειές που δεν υπάρχουν. Για τους λόγους αυτούς, είχε ταχθεί υπέρ ενός καθολικού προγράμματος εργασίας (το αποκαλούσε «ο εργοδότης της έσχατης λύσης») —το κράτος θα εγγυάτο μια θέση εργασίας με τον κατώτατο μισθό σε οποιονδήποτε ήταν διατεθειμένος να εργαστεί. Υπολόγισε ότι η παροχή μιας θέσης εργασίας πλήρους απασχόλησης με τον κατώτατο μισθό για κάθε φτωχό νοικοκυριό θα έβγαζε τα δύο τρίτα των οικογενειών από τη φτώχεια. Εν κατακλείδι, υποστήριξε ότι ο «πόλεμος κατά της φτώχειας», αφού δεν εμπεριείχε μια σημαντική συνιστώσα που να σχετίζεται με τη δημιουργία θέσεων εργασίας, ήταν μια πολιτική που θα οδηγούσε με ακρίβεια στην αποτυχία της μείωσης της φτώχειας.

Ο χρόνος απέδειξε ότι ο Minsky είχε δίκιο. Αν εξαιρέσουμε τους ηλικιωμένους στο σύστημα της κοινωνικής ασφάλισης, δεν υπήρξε καμία σημαντική μείωση των ποσοστών φτώχειας κατά τη διάρκεια που εφαρμόστηκε η πολιτική του πολέμου κατά της φτώχειας. **22** Η ανισότητα άρχισε να αυξάνεται, μαζί με την ανεργία, τουλάχιστον μέχρι την περίοδο του οικονομικού κύκλου boom and bust, που ξεκίνησε επί Κλίντον. Μετά από μια δεκαετία σχετικής βελτίωσης ορισμένων κοινωνικών

δεικτών (κατά τη διάρκεια της περιόδου 1996-2006, η ανεργία βρισκόταν σε χαμηλότερα επίπεδα, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης είχε βελτιωθεί, και η φτώχεια έπαψε να αυξάνεται), η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση προκάλεσε μαζική ανεργία, αύξησε τη φτώχεια και εκτόξευσε την ανισότητα σε επίπεδα ρεκόρ.

Οικονομικές φούσκες, ικανοποιητική «goldilocks» ανάπτυξη, και κρατικοί προϋπολογισμοί

Όπως προαναφέρθηκε, ο χρηματοοικονομικός τομέας αναπτύχθηκε γρηγορότερα σε σχέση με τους μη χρηματοοικονομικούς τομείς (μεταποίηση, γεωργία, και μη χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, συμπεριλαμβανομένων των κρατικών δαπανών). Το 2007, με την έναρξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, ο χρηματοοικονομικός τομέας αντιπροσώπευε το 20% της εθνικής προστιθέμενης αξίας των ΗΠΑ και το 40% των κερδών των επιχειρήσεων (Nersisyan και Wray 2004). Ο χρηματοοικονομικός τομέας είχε μετατραπεί σε μια αυτόνομη πηγή οικονομικής μεγέθυνσης, καθώς επίσης και σε φορέα διόγκωσης των ανισοτήτων εξαιτίας των υπερβολικά υψηλών οικονομικών απολαβών που διέκριναν τον συγκεκριμένο τομέα. Το ήμισυ των αποφοίτων από τα ελίτ κολέγια και πανεπιστήμια κατέληγαν στον χρηματοπιστωτικό τομέα επειδή οι απολαβές ήταν πολύ υψηλότερες από ό,τι σε άλλους τομείς.²³ Οι απολαβές στην κορυφή της οικονομίας είχαν φτάσει σε αστρονομικά ύψη.

Αυτή η κατάσταση ήταν εμφανής από την περίοδο της κυβέρνησης Κλίντον. Με τα εισοδήματα των εργαζομένων να έχουν ουσιαστικά παγώσει, και με την απασχόληση στον τομέα της μεταποίησης να συρρικνώνεται, ο χρηματοπιστωτικός τομέας έπαιξε σημαντικό ρόλο στην οικονομική ανάκαμψη της δεκαετίας του 1990 επί Κλίντον. Πράγματι, οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης ήταν αρκετά δυναμικοί και η αύξηση του εισοδήματος στην κορυφή της πυραμίδας είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθούν γρήγορα τα φορολογικά έσοδα της ομοσπονδιακής κυβέρνησης (η τάση αυτή ονομάστηκε «goldilocks» οικονομία—αρκετά γρήγορη και ικανοποιητική ανάπτυξη ώστε να δημιουργούνται νέες θέσεις εργασίας, αλλά όχι τόσο ταχεία ώστε να προκαλέσει πληθωρισμό) (Godley και Wray 1999). Ο προϋπολογισμός της ομοσπονδιακής κυβέρνησης εμφάνισε σημαντικό πλεόνασμα για πρώτη φορά από τα τέλη της δεκαετίας του 1920. Οι περισσότεροι οικονομολόγοι θεωρούσαν ότι αυτό ήταν καλό για την οικονομία, και μάλιστα επικροτούσαν τις προβλέψεις της κυβέρνησης Κλίντον ότι τα πλεονάσματα θα συνέχιζαν να υφίστανται για τουλάχιστον 15 χρόνια, κάτι που θα έδινε τη δυνατότητα για συνολική εξόφληση του ομοσπονδιακού χρέους. Μερικοί όμως από εμάς στο Ινστιτούτο Οικονομικών Levy (η ερευνητική έδρα του Minsky μέχρι το θάνατό του το 1996) διαφωνούσαν με αυτή την εκτίμηση, και υποστήριζαν ότι η διάρκεια ζωής του πλεονάσματος θα είναι σύντομη.²⁴ Επιπλέον, θεωρούσαμε ότι η εμφάνιση του ομοσπονδιακού πλεονάσματος θα έθετε σε τέλος την τροχιά ανάπτυξης και θα προκαλούσε βαθιά ύφεση.

Οι λόγοι ήταν οι εξής. Στο Ινστιτούτο Levy, ο μεγάλος άγγλος οικονομολόγος Wynne Godley είχε αναπτύξει μια προσέγγιση «τριών ισολογισμών» για την μακροοικονομική ανάλυση βασισμένη στη λογιστική ταυτότητα ή ισότητα, όπου το άθροισμα των ισολογισμών του εγχώριου ιδιωτικού τομέα, του δημόσιου τομέα και του εξωτερικού τομέα πρέπει να είναι μηδέν (Godley και Wray 1999). Ενώ οποιοσδήποτε από αυτούς τους τομείς θα μπορούσε να «τρέξει» πλεόνασμα, τουλάχιστον ένας από τους υπόλοιπους θα πρέπει να εμφανίζει έλλειμμα. Στην

περίπτωση των ΗΠΑ, ο κρατικός τομέας «έτρεχε» πλεόνασμα της τάξης του 2,5% του ΑΕΠ από τα τέλη της δεκαετίας του 1990, το εξωτερικό ισοζύγιο ήταν 4% του ΑΕΠ (που σημαίνει ότι οι ΗΠΑ είχαν έλλειμμα στο εμπορικό ισοζύγιο και ο υπόλοιπος κόσμος είχε πλεόνασμα), και έτσι, με βάση τη λογιστική ταυτότητα, ο ιδιωτικός τομέας των ΗΠΑ (επιχειρήσεις και νοικοκυριά) είχε έλλειμμα 6,5% (το άθροισμα των άλλων δύο). Με άλλα λόγια, ο ιδιωτικός τομέας ξόδευε 106,50 δολάρια για κάθε εκατό δολάρια εισοδήματος. Ο ιδιωτικός τομέας βυθιζόταν βαθύτερα στο χρέος κάθε χρόνο που ξόδευε περισσότερα από το διαθέσιμο εισόδημά του. Αυτή ήταν κατά κάποιον τρόπο η «άσχημη» πλευρά του καπιταλισμού διαχείρισης κεφαλαίων: η μεγέθυνση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων υπό τη διαχείριση επαγγελματιών του χρηματοοικονομικού κλάδου ήταν ανάλογη με την αύξηση των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων κάποιου άλλου. (Για κάθε χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο υπάρχει μια ανάλογη χρηματοοικονομική υποχρέωση.) Ήμασταν βέβαιοι ότι το φορτίο του χρέους του ιδιωτικού τομέα θα γινόταν πάρα πολύ μεγάλο, και πως όταν μειωνόντουσαν οι καταναλωτικές δαπάνες η οικονομία θα γλιστρούσε σε ύφεση. Αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια θέσεων εργασίας και θα οδηγούσε ένα μέρος της οικονομίας σε χρεοκοπία. Πιστεύαμε ότι αυτή η εξέλιξη θα πυροδοτούσε μια μεγάλη χρηματοοικονομική κρίση.

Στις αρχές του 2000, αυτή η εξέλιξη έδειχνε να έχει ήδη δρομολογηθεί, αλλά η κρίση δεν ήταν τόσο σοβαρή όπως περιμέναμε. Ο ιδιωτικός τομέας περιόρισε τις δαπάνες του—ξόδευε λιγότερα από το διαθέσιμο εισόδημά του—και τα πλεονάσματα του προϋπολογισμού που είχαν διαμορφωθεί επί Κλίντον μεταμορφώθηκαν σε ελλείμματα. Η φούσκα της dot-com οικονομίας έσπασε και τα χρηματιστήρια βυθίστηκαν. Η Fed αντέδρασε μειώνοντας τα επιτόκια καθώς τα μεγάλα ελλείμματα του προϋπολογισμού συνέβαλαν στην αποκατάσταση της οικονομικής ανάπτυξης. Και τότε συνέβη κάτι το εκπληκτικό: ο αμερικανός καταναλωτής άρχισε ξανά να δανείζεται—με ρυθμούς ακόμη μεγαλύτερους από ό, τι κατά τη διάρκεια της άνθησης της οικονομίας επί Κλίντον. Ένας κύριος λόγος για την επιστροφή στα υψηλά επίπεδα καταναλωτικού δανεισμού είχε να κάνει με τη χρηματοδότηση της αγοράς κατοικιών και με την αγορά καταναλωτικών αγαθών που χρηματοδοτείτο από νέα δάνεια στις υποθήκες των σπιτιών (δηλαδή δεύτερες υποθήκες ή αναχρηματοδότηση των κατοικιών με ρευστό). Η έκρηξη στην αμερικανική αγορά είχε αρχίσει. Όπως αποδείχθηκε, για μια περίοδο δέκα ετών, τα νοικοκυριά στις ΗΠΑ ξόδεψαν μεγαλύτερα ποσά από τα διαθέσιμα εισοδήματά τους, με εξαίρεση το σύντομο χρονικό διάστημα την περίοδο της ύφεσης του 2000. Τίποτα σαν κι αυτό δεν είχε συμβεί ποτέ ξανά. Και στην όλη εξέλιξη αυτής της κατάστασης, οι πρακτικές των διαχειριστών κεφαλαίων που αναφέραμε παραπάνω συνέβαλαν σε τεράστιο βαθμό, παρακινώντας τους ιδιοκτήτες κατοικιών να εγκλωβιστούν ακόμα περισσότερο στο χρέος των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου.

Το 2007, η αναλογία του χρέους των ΗΠΑ προς το ΑΕΠ έφτασε στο υψηλότερο επίπεδο όλων των εποχών, αγγίζοντας το 500% (Nersisyan και Wray 2010). Εδώ πρέπει να σημειώσουμε ότι ενώ ένα μεγάλο μέρος της συζήτησης το τελευταίο διάστημα είχε να κάνει με την αναλογία του κρατικού χρέους, το χρέος των νοικοκυριών, καθώς και των επιχειρήσεων στους μη χρηματοοικονομικούς και χρηματοοικονομικούς τομείς, βρισκόταν ήδη σε πολύ υψηλό επίπεδο ως ποσοστό του ΑΕΠ. Το χρέος στις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις δεν αποτελούσε ιδιαίτερα μεγάλο πρόβλημα, καθώς το μεγαλύτερο μέρος δανεισμού είχε να κάνει με

τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση του κεφαλαιακού εξοπλισμού, ενώ μετά το 2000 οι μη-χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις των ΗΠΑ έπαψαν εξ' ολοκλήρου να δανείζονται σε υψηλά επίπεδα. Το χρέος των νοικοκυριών αποτελούσε ιδιαίτερα ένα τεράστιο πρόβλημα, και εξακολουθεί να πλήττει σε μεγάλο βαθμό τους καταναλωτές, εμποδίζοντας την οικονομική ανάκαμψη. Αλλά αυτό που ήταν εξαιρετικά ασυνήθιστο, και είχε αγνοηθεί για πολύ καιρό, ήταν η πρωτοφανής αύξηση του χρέους στον χρηματοοικονομικό τομέα, ο οποίος έφθασε σχεδόν στο 125% του ΑΕΠ.²⁵

Το μεγαλύτερο πολιτικό πρόβλημα που δημιουργήθηκε από την εμπειρία της περιόδου διακυβέρνησης Κλίντον είναι ότι πολλοί έβγαλαν το λάθος συμπέρασμα. Τα άτομα που υπηρέτησαν στην κυβέρνηση Κλίντον, και πολλοί άλλοι δημοκρατικοί, εξακολουθούν να πιστεύουν ότι τα πλεονάσματα ήταν καλό για την οικονομία—μάλιστα, υποστηρίζουν ότι η «goldilocks» ανάπτυξη προήλθε από τα πλεονάσματα. Αναφέρονται στα ελλείμματα της κυβέρνησης Μπους ως παράδειγμα κακής διαχείρισης του προϋπολογισμού. Έτσι, όταν ξέσπασε η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, ενώθηκαν με τους ρεπουμπλικάνους στη διατήρηση μιας δημοσιονομικής απόκρισης απέναντι στην κρίση που ήταν αναιμική.²⁶ Όταν η οικονομική επιβράδυνση μείωσε τα φορολογικά έσοδα, η νέα κυβέρνηση του Μπαράκ Ομπάμα είδε το έλλειμμα του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού να εκτινάσσεται έως και στο 10% του ΑΕΠ—στα υψηλότερα επίπεδα από τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο. Αυτό προκάλεσε μια πραγματική υστερία για τα ελλείμματα που έκανε απλά ανέφικτη την πολιτική στήριξη για τη λήψη μέτρων για την ανάκαμψη της οικονομίας στην απαιτούμενη κλίμακα. Ως αποτέλεσμα, η οικονομία δεν πρόκειται να ανακάμψει.

Χρηματιστικοποίηση, στρωμάτωση και ρευστότητα

Υπάρχει μια τελευταία πτυχή στην ανάδυση του καπιταλισμού διαχείρισης κεφαλαίων που πρέπει να κατανοήσουμε. Προηγουμένως αναφέραμε ότι το χρέος του χρηματοοικονομικού τομέα έφτασε στο 125% του ΑΕΠ. Αυτό είναι χρέος που προέκυψε από τον δανεισμό ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος σε κάποιο άλλο. Το μεγαλύτερο μέρος του χρέους ανάμεσα στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα ήταν πολύ μικρής διάρκειας, ακόμη και μιας νύχτας. Αυτή είναι η «χρηματιστικοποίηση» και η «στρωμάτωση» του χρέους για την οποία κάνουν λόγο τώρα πολλοί οικονομολόγοι: χρέος στο χρέος του χρέους. Αυτό που έκαναν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν να μετατοπίσουν την πηγή χρηματοδότησης από τις καταθέσεις (αποταμιευτικοί λογαριασμοί και λογαριασμοί νοικοκυριών σε επιταγές) στη χρηματοδότηση θέσεων σε στοιχεία ενεργητικού μέσω της έκδοσης κυρίως βραχυπρόθεσμων, μη καταθετικών υποχρεώσεων που κάτοχοί τους ήταν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Για παράδειγμα, μια τράπεζα θα αγόραζε ενυπόθηκους τίτλους με την έκδοση εμπορικών χρεογράφων. Στη συνέχεια, τα εμπορικά χρεόγραφα θα αγοράζονταν από αμοιβαία κεφάλαια που έκδιδαν εξειδικευμένες μορφές λογαριασμών υποχρεώσεων (deposit-like liabilities) για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Και κάπου εδώ αρχίζει το πρόβλημα. Οι τραπεζικές καταθέσεις νοικοκυριών είναι ασφαλισμένες από το κράτος, και οι τράπεζες έχουν ουσιαστικά απεριόριστη πρόσβαση στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα σε περίπτωση που πρέπει να καλύψουν αναλήψεις. Ως εκ τούτου, η μαζική απόσυρση των τραπεζικών καταθέσεων είναι ουσιαστικά κάτι που ανήκει στο παρελθόν—δεν συμβαίνει σχεδόν ποτέ πια κάτι τέτοιο στις ΗΠΑ. Έτσι, οι τραπεζικές καταθέσεις είναι μια πολύ σταθερή πηγή

χρηματοδότησης για τις τράπεζες που αγοράζουν ενυπόθηκους τίτλους ή άλλα περιουσιακά στοιχεία. Όταν οι αμερικανικές αγορές ενυπόθηκων δανείων κατέρρευσαν, τα νοικοκυριά δεν είχαν κανένα λόγο να ανησυχούν για τις καταθέσεις τους γιατί απλά ήταν ασφαλισμένες. Αλλά τα αμοιβαία κεφάλαια ανησυχούσαν για τα ανασφάλιστα εμπορικά χρεόγραφα που εκδίδονταν από τις τράπεζες—εάν οι ενυπόθηκοι τίτλοι ήταν σκάρτοι, τα εμπορικά χρεόγραφα ήταν επίσης σκάρτα. Αυτό οδήγησε σε μαζική φυγή από τα εμπορικά χρεόγραφα, που σημαίνει ότι οι τράπεζες είχαν προβλήματα αναχρηματοδότησης των θέσεων τους—και απλά δεν μπορούσαν να πουλήσουν ενυπόθηκους τίτλους επειδή δεν υπήρχε αγορά για αυτά τα προϊόντα.

Τέλος, οι κάτοχοι «καταθέσεων» στα αμοιβαία κεφάλαια επίσης τράπηκαν σε φυγή από αυτά τα προϊόντα επειδή δεν ήταν ασφαλισμένα (Ricks 2011). Ξαφνικά υπήρξε μια «κρίση ρευστότητας»—μια μεγάλη στροφή προς το πιο υγρά και ασφαλή περιουσιακά στοιχεία (ασφαλισμένες καταθέσεις συν ομοσπονδιακό δημόσιο χρέος) και απομάκρυνση σχεδόν από οτιδήποτε άλλο. Δεδομένου ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξαρτιόντουσαν σε πολύ μεγάλο βαθμό στο δανεισμό μεταξύ τους, και επειδή πλέον δεν υπήρχε καμία εμπιστοσύνη ανάμεσα τους, το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα πάγωσε. Δίχως κρατική παρέμβαση, όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα έπρεπε να πουλήσουν τα στοιχεία του ενεργητικού τους επειδή δεν μπορούσαν πλέον να τα χρηματοδοτήσουν. Και μια τέτοια εξέλιξη θα οδηγούσε σε μια δυναμική αποπληθωρισμού του χρέους, επειδή χωρίς αγοραστές, οι τιμές των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων θα κατέρρεαν. Αυτό ακριβώς συνέβη τη δεκαετία του 1930.

Οι διασώσεις

Όπως και στην περίπτωση των δομικών αιτιών της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης, οι αντιδράσεις των κυβερνήσεων δεν προσφέρονται για απλές εξηγήσεις—είναι πολλές και πολύπλοκες. Δεν θα αναφερθώ στα προγράμματα στήριξης της οικονομίας που υιοθετήθηκαν από τις ΗΠΑ και άλλες χώρες. Αυτά πάντως τα προγράμματα συνέβαλαν στο να δημιουργηθεί μια βάση για τη συνολική ζήτηση, αποτρέποντας την επιδείνωση της κρίσης και την μετατροπή της σε μια άλλη Μεγάλη Ύφεση. Ωστόσο, μεταξύ των μεγάλων χωρών, μόνο η Κίνα ενεργοποιήθηκε σε τέτοιο βαθμό ώστε να απομακρυνθεί οριστικά από την ύφεση. Στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες, κυριάρχησε ο φόβος ότι μια υπερβολικά δυναμική δημοσιονομική απόκριση θα επιδείνωνε την κατάσταση με τα ελλείμματα και θα επιβάρυνε τις χώρες με χρέος. Στην πραγματικότητα, τα ελλείμματα εκτινάχθηκαν στα ύψη ούτως ή άλλως, καθώς η κατακόρυφη πτώση καταναλωτικών δαπανών και εισοδημάτων κατέστρεψαν τα φορολογικά έσοδα. Επιπλέον (αν και δυστυχώς δεν μπορούμε να επεκταθούμε γύρω από αυτό το θέμα στη συγκεκριμένη εργασία), οι φόβοι για τα ελλείμματα και τα χρέη σε χώρες όπως οι ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο, και η Ιαπωνία, χώρες που διαθέτουν το δικό τους νόμισμα, ήταν τελείως αβάσιμοι. (Wray 2007). Ας στρέψουμε όμως την προσοχή μας στην απόκριση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας—η οποία, εκτός από το πακέτο των 800 δις δολαρίων που διέθεσε προς το υπουργείο Οικονομικών για τη στήριξη της οικονομίας, αφέθηκε να βάλει τάξη στο χάος.

Κρίση ρευστότητας ή φερεγγυότητας;

Εδώ και πάνω από ένα αιώνα θεωρείται ως δεδομένο ότι μια κεντρική τράπεζα θα πρέπει να λειτουργεί ως «δανειστής ύστατης λύσης» σε περίπτωση κρίσης. Ο Walter

Bagehot ερμήνευσε αυτή την πολιτική ως μια πρακτική κίνηση για την αποφυγή κατάρρευσης των τραπεζών εξαιτίας μιας μαζικής απόσυρσης των καταθέσεων. Σε μια τέτοια κρίση, η κεντρική τράπεζα θα δανείζει δίχως όριο, με εξασφαλισμένα περιουσιακά στοιχεία ως ενέχυρο, και με τόκους ποινής.²⁷ Αυτή η κίνηση θα επιτρέψει στις τράπεζες να καλύψουν τις αναλήψεις ώστε να αποφευχθεί η πλήρης κατάρρευσή τους. Φυσικά, από τη στιγμή που η ασφάλιση των καταθέσεων προστέθηκε στη διασφάλιση δανείων έκτακτης ανάγκης, η μαζική απόσυρση των καταθέσεων ουσιαστικά έλαβε τέλος. Ωστόσο, όπως ήδη αναφέραμε, οι τράπεζες χρηματοδοτούν όλο και περισσότερο τις θέσεις τους σε στοιχεία ενεργητικού με την έκδοση ενός συνδυασμού ανασφάλιστων καταθέσεων συν πολύ βραχυπρόθεσμων μη καταθετικών υποχρεώσεων (όπως τα εμπορικά χρεόγραφα).

Ως εκ τούτου, η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση ξεκίνησε στην πραγματικότητα ως μια μαζική φυγή από τις εν λόγω μη καταθετικές υποχρεώσεις, τις οποίες κατείχαν σε μεγάλο βαθμό άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι υποψίες για αφερεγγυότητα οδήγησαν σε άρνηση της ανακύκλωσης (rollover) του βραχυπρόθεσμου παθητικού, το οποίο στη συνέχεια ανάγκασε τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα να πουλήσουν περιουσιακά στοιχεία (Wray, 2008a). Στην πραγματικότητα, όμως, δεν ήταν απλώς μια κρίση ρευστότητας, αλλά μια κρίση φερεγγυότητας που προέκυψε από τις επικίνδυνες και δόλιες πρακτικές των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων.²⁸

Όχι μόνο εξαφανίστηκε όλο το «χρηματοοικονομικό στοιχείο», αλλά δεν υπήρχε αγορά για τα «junk» (σκουπίδια) περιουσιακά στοιχεία—έτσι δεν υπήρχε τρόπος να μπορούν οι τράπεζες να πουλήσουν στοιχεία ενεργητικού για την κάλυψη των «αναλήψεων» (φυσικά, αυτές δεν ήταν κανονικές αναλήψεις από καταθέτες, αλλά περισσότερο απαίτηση από τους πιστωτές να πληρωθούν). Καθώς οι αγορές στράφηκαν ενάντια στο ένα χρηματοοικονομικό ίδρυμα μετά το άλλο, οι τιμές των μετοχών των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων κατέρρευσαν, έγιναν συναλλαγές με περιθώριο, και οι οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης υποβάθμισαν τίτλους και άλλα περιουσιακά στοιχεία. Οι μεγάλες τράπεζες άρχισαν να καταρρέουν.

Είναι σημαντικό να σημειώσουμε εδώ ότι τα προβλήματα φερεγγυότητας περιορίζονταν σε μεγάλο βαθμό σε μια χούφτα χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων—στα μεγαλύτερα εξ' αυτών, συμπεριλαμβανομένων των έξι κορυφαίων τραπεζών, τις μεγάλες επενδυτικές τράπεζες, τις λίγες μεγάλες εταιρίες ενυπόθηκων δανείων, και τα μεγάλα αμοιβαία κεφάλαια. Όλα τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, με εξαίρεση τα αμοιβαία κεφάλαια, είχαν συμμετάσχει ενεργά σε επικίνδυνες και συχνά παράνομες δραστηριότητες. Τα αμοιβαία κεφάλαια βρέθηκαν σε άσχημη κατάσταση επειδή κατείχαν εμπορικά χρεόγραφα από αφερέγγυα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η συντριπτική πλειοψηφία των αμερικανικών τραπεζών δεν διατηρούσαν περιουσιακά στοιχεία με αξία σκουπιδιών, αν και μερικές από αυτές αποδείχθηκε ότι είχαν προχωρήσει σε επικίνδυνη μορφή στεγαστικά και εμπορικά δάνεια. Για τα μικρότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα προβλήματα με τα δάνεια τους προέκυψαν από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση και την ύφεση που ακολούθησε.

Η κρατική απόκριση σε αποτυχημένες, αφερέγγυες τράπεζες υποτίθεται ότι είναι πολύ πιο διαφορετική από μια απόκριση σε μια κρίση ρευστότητας (Shull 2012). Εν

ολίγοις, υποτίθεται ότι το κράτος πρέπει να παρεμβαίνει, να περνάει το αφερέγγυο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα υπό τον έλεγχό του, να απολύει τα ανώτατα διοικητικά στελέχη, και να ξεκινάει την διαδικασία επίλυσης. Υπάρχουν εναλλακτικές προσεγγίσεις για την διαδικασία επίλυσης, αλλά στην περίπτωση των ΗΠΑ υπάρχει μια εντολή για ελαχιστοποίηση του κόστους προς το Treasury. (Η FDIC διατηρεί ένα ταμείο για να καλύψει μέρος των ζημιών ούτως ώστε οι ασφαλισμένοι καταθέτες να πάρουν πίσω τα χρήματά τους). Κανονικά, οι μέτοχοι βιώνουν απώλειες ακριβώς όπως και οι ανασφάλιστοι πιστωτές—και εδώ θα έπρεπε να συμπεριλαμβάνονται και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Το Treasury (μέσω της FDIC) είναι υπεύθυνο για την επίλυση. Εν μέσω της κρίσης, ο υπουργός Οικονομικών Henry Paulson ζήτησε από το Κογκρέσο άμεση χρηματοδότηση για την αντιμετώπιση της κρίσης—και περίπου 800 δις δολάρια τέθηκαν υπό τη διάθεσή του. Ωστόσο, αντί να ξεκινήσει μια διαδικασία επίλυσης για τα αφερέγγυα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, ο Paulson προσπάθησε αρχικά να αγοράσει τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία που είχαν υπό την κατοχή τους τα συγκεκριμένα ιδρύματα. Στη συνέχεια, συνειδητοποιώντας ότι θα χρειαστούν πολύ περισσότερα κεφάλαια για να εξαφανιστούν τα προβληματικά περιουσιακά στοιχεία από τους ισολογισμούς τους, άλλαξε θέση και προσπάθησε να ανακεφαλαιώσει τα αφερέγγυα χρηματοοικονομικά ιδρύματα με την αγορά μετοχών από τις προβληματικές τράπεζες. Ωστόσο, η κρίση συνέχισε να κλιμακώνεται, με τα προβλήματα να μετακυλούν στους ασφαλιστές των τιτλοποιήσεων, συμπεριλαμβανομένων των «μονογραμμικών» ασφαλιστών (αυτοί που ειδικεύονται στην παροχή ιδιωτικής ασφάλισης ενυπόθηκων δανείων), και στη συνέχεια στην AIG (μια τεράστια ασφαλιστική εταιρεία που παρείχε μια ιδιαίτερα επικίνδυνη μορφή «ασφάλισης» που ονομαζόταν credit default swap (συμβόλαιο ασφάλειας χρεοκοπίας) η οποία δεν διέθετε κανένα αποθεματικό έναντι πιθανών ζημιών), και σε όλες τις επενδυτικές τράπεζες, και τελικά και στις μεγαλύτερες εμπορικές τράπεζες.

Διαπραγματεύσεις και οχήματα ειδικού σκοπού (ΟΕΣ)

Με το Κογκρέσο περισσότερο από διστακτικό να παράσχει επιπλέον χρηματοδότηση, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το υπουργείο Οικονομικών επεξεργάστηκαν σταδιακά μια εναλλακτική προσέγγιση. Εκτός από ένεση κεφαλαίων σε προβληματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα, τα υπουργεία Οικονομικών προέβη σε «τεστ αντοχής» που υποτίθεται ότι θα προσδιόριζε τα ιδρύματα εκείνα με πιθανότητα να καταρρεύσουν. Ωστόσο, τα κριτήρια αυτών των «τεστ αντοχής» ήταν πάρα πολύ χαλαρά για να φανούν χρήσιμα.²⁹ Όταν ένα χρηματοοικονομικό ίδρυμα αντιμετώπιζε το ενδεχόμενο αποτυχίας, το υπουργείο Οικονομικών και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα—που συνήθως εκπροσωπείται από την Ομοσπονδιακή Αποθεματική Τράπεζα της Νέας Υόρκης—επεδίωκαν κάποια «συμφωνία» συγχώνευσης μεταξύ προβληματικών ιδρυμάτων. Συχνά ήταν απαραίτητο για την Ομοσπονδιακή Τράπεζα να προβεί σε δανεισμό ενός προβληματικού ιδρύματος για κάποιο χρονικό διάστημα ενώ η «συμφωνία» βρισκόταν υπό διαπραγμάτευση. Επιπλέον, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα δημιούργησε μια σειρά από ειδικά ταμεία για την παροχή χρηματοδότησης για τα προβληματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα, αλλά και για να αφανιστούν τα προβληματικά στοιχεία ενεργητικού από τους ισολογισμούς τους. Με την αγορά των σκάρτων περιουσιακών στοιχείων, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα μπορούσε θεωρητικά να μετατρέψει μια προβληματική τράπεζα σε φερέγγυα τράπεζα. Ας δούμε εν συντομία αυτή την εναλλακτική προσέγγιση.

Πρέπει να τονιστεί ότι το υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ, και μάλιστα το οικονομικό επιτελείο της κυβέρνησης του Ομπάμα, ήταν σε μεγάλο βαθμό στελεχωμένο από άτομα με εμπειρία στον επενδυτικό τραπεζικό τομέα. Σε ένα ενδιαφέρον άρθρο τους, οι Davidoff και Zaring (2009) επιχειρηματολόγησαν ότι η «διάσωση» του χρηματοοικονομικού συστήματος θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως «μια συμφωνία μέσω συμβάσεων», καθώς το υπουργείο Οικονομικών και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα εξάντλησαν τα όρια της νομοθεσίας με διαπραγματεύσεις πίσω από κλειστές πόρτες. Φαίνεται ότι η κυβέρνηση διαπραγματεύτηκε με σκοπό να περιορίσει το δικό της κίνδυνο. Παράλληλα, επέμεινε σε μεγάλης κλίμακας «κούρεμα» για τους μετόχους ίδιων κεφαλαίων, αλλά με ελάχιστες απώλειες για τους κατόχους ομολόγων. Επίσης, απέφυγε τις κυρώσεις κατά των διευθυνόντων συμβούλων των τραπεζών, χωρίς να διερευνήσει το ενδεχόμενο πιθανής απάτης ή αμέλειας καθηκόντων. Τέλος, απέφυγε «αγοραίες λύσεις» και προτίμησε τις «συντεταγμένες λύσεις». Με άλλα λόγια, εκεί που οι αγορές θα έκλειναν ένα αφερέγγυο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, η κυβέρνηση βρήκε τρόπο να το διατηρήσει ζωντανό μέσω συγχώνευσης. Η μοναδική μεγάλη εξαίρεση ήταν η Lehman Brothers, καθώς η κυβέρνηση επέτρεψε την κατάρρευση της συγκεκριμένης επενδυτικής τράπεζας. Οι Davidoff και Zaring το αποδίδουν αυτό σε μια προσπάθεια της κυβέρνησης να αποδείξει εκ των υστέρων ότι θα υιοθετήσει μια σκληρή διαπραγματευτική στάση.

Επιπλέον, η κυβέρνηση στηρίχθηκε στα δύο θεσμικά όργανα που, θεωρητικά τουλάχιστον, περιορίζονται από το νόμο: την Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το υπουργείο Οικονομικών. Καθ' όλη τη διάρκεια της κρίσης, η κυβέρνηση θα δείξει τη δύναμή της, αλλά δεν παραβιάζει το νόμο. Οι Davidoff και Zaring υποστηρίζουν ότι η ομοσπονδιακή κυβέρνηση είχε αρκετή ελευθερία ως προς την ερμηνεία της σχετικά με το νόμο επειδή τα πολιτειακά δικαστήρια δεν ήθελαν να παρέμβουν. Επιπλέον, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα έχει ανέκαθεν θεωρήσει τις δραστηριότητές της ως απαλλασσόμενες από τους λεγόμενους «sunshine laws» (σημείωση μεταφραστική: δεν είναι υποχρεωμένη, όπως όλες οι άλλες ομοσπονδιακές και πολιτειακές αρχές, να παρουσιάσει δημοσίως τα αρχεία τους).³⁰ Η προσέγγιση όμως που ακολούθησε η κυβέρνηση για τη διαχείριση της κρίσης με τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα εγείρει σοβαρά ερωτήματα από την άποψη της διαφάνειας και της λογοδοσίας καθώς και από τη σκοπιά του «ηθικού κινδύνου».

Η άλλη πτυχή αυτής της προσέγγισης ήταν μια άνευ προηγουμένου βοήθεια που παρείχε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προς τα προβληματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα με τη δημιουργία ειδικών ταμείων για την παροχή δανείων καθώς και για την αγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων (και για το δανεισμό σε ιδρύματα και σε ιδιώτες που θα αγόραζαν τα προβληματικά στοιχεία ενεργητικού). Είναι ξεκάθαρο ότι, σε μια κρίση, η κεντρική τράπεζα πρέπει να ενεργεί ως δανειστής έσχατης ανάγκης. Αλλά οι ενέργειες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας ξεπέρασαν τα όρια του «κανονικού» δανεισμού. Πρώτον, όπως αναφέρθηκε, είναι πολύ πιθανό ότι οι μεγαλύτεροι αποδέκτες κρατικών κεφαλαίων ήταν αφερέγγυοι. Εμείς δεν μπορεί να θεωρήσουμε ότι δεν ήταν γιατί τα «τεστ αντοχής» του υπουργείου Οικονομικών ήταν αστεία. Και ενώ η FDIC είναι υπεύθυνη για να ανακοινώσει ποιά καταθετικά ιδρύματα είναι αφερέγγυα, στην πραγματικότητα είχε ισχυρό κίνητρο να μην το κάνει αυτό: τα αποθεματικά της ήταν πάρα πολύ μικρά και δεν μπορούσε να ρισκάρει ζητώντας

περισσότερα χρήματα από ένα Κογκρέσο που είχε ήδη αρχίσει να έχει ενδοιασμούς με τις διασώσεις. Δεύτερον, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα παρείχε χρηματοδότηση σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (και σε χρηματοπιστωτικές αγορές, σε μια προσπάθεια να στηρίξει συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά εργαλεία) που δεν ήταν τράπεζες-μέλη της Fed. Χρειάστηκε να κάνει χρήση ειδικών άρθρων του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Νόμου, ορισμένα από τα οποία δεν είχαν χρησιμοποιηθεί από την εποχή της Μεγάλης Ύφεσης. Και όπως και στην περίπτωση των συμφωνιών, η Fed φαίνεται να κατέληξε σε μια πολύ χαλαρή ερμηνεία των εν λόγω άρθρων που ξεπερνούσαν τα όρια του νόμου.³¹

Δεν θα αναφερθούμε σε όλα τα ειδικά ταμεία που ενεργοποίησε η Fed προκειμένου να παρέχει χρηματοδότηση στα προβληματικά χρηματοοικονομικά ιδρύματα ούτε θα εξετάσουμε σε βάθος τα άρθρα του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Νόμου που επικαλέστηκε για να δικαιολογήσει τις παρεμβάσεις της. Θα επικεντρωθούμε στα μέτρα των παρεμβάσεων της Fed. Αρχικά σημειώστε ότι θα ανακριβές να πούμε ότι κάθε παρέμβαση της Fed αποτελούσε «διάσωση». Ο δανεισμός αποθεματικών εκ μέρους της Fed προς μια τράπεζα που έχει έλλειψη «ρευστότητας» αναμένεται να αυξηθεί σημαντικά σε μια περίπτωση χρηματοοικονομικής κρίσης. Περαιτέρω, η Fed αποφάσισε να συμμετάσχει σε μια μαζική «ποσοτική χαλάρωση» που οδήγησε σε σημαντική διόγκωση των ισολογισμών της—από λιγότερο από 1 τρις δολάρια πριν από την κρίση σε περίπου 3 τρις δολάρια. Τα τραπεζικά αποθεματικά αυξάνονται ανάλογα καθώς μεγαλώνει ο ισολογισμός της Fed. Τέτοιες ενέργειες δεν αποτελούν αναγκαστικά κινήσεις «διάσωσης» τραπεζών επειδή θα μπορούσαν να είναι συνεπείς με τη «παροχή ρευστότητας» σε φερέγγυες τράπεζες.

Παρά ταύτα, η ποσοτική χαλάρωση περιλάμβανε αγορές περιουσιακών στοιχείων από τη Fed που δεν περιορίζονταν σε ομόλογα του υπουργείου Οικονομικών—το περιουσιακό στοιχείο που αγοράζεται συνήθως από την Fed όταν θέλει να παρέχει αποθεματική βοήθεια στις τράπεζες. Με την ποσοτική χαλάρωση, η Fed αγόρασε πολλούς ενυπόθηκους τίτλους, και ενώ μερικοί από αυτούς είχαν τη στήριξη των Fannie και Freddie (ως εκ τούτου, ήταν τελικά στοιχεία παθητικού του κράτους), η Fed αγόρασε επίσης ενυπόθηκους τίτλους που είχαν «ιδιωτική σφραγίδα». Στο βαθμό που η Fed πλήρωσε περισσότερο από τις τιμές της αγοράς για να αγοράσει άχρηστα περιουσιακά στοιχεία από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μια τέτοια κίνηση θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι ήταν μέρος μιας «διάσωσης». Σε κάθε περίπτωση, οι ενέργειες της Fed πήγαν πολύ πιο μακριά, με κινήσεις που ήταν εξαιρετικά ασυνήθιστες και θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως «διασώσεις» χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων που πιθανότατα ήταν χρεοκοπημένα. Και το μέγεθος των εν λόγω παρεμβάσεων είναι πραγματικά δίχως προηγούμενο—ακόμη και στην περίοδο του Μεγάλου Κραχ δεν υπήρχε κάτι ανάλογο.

Υπάρχουν δύο βασικά μέτρα της συνολικής παρέμβασης της Fed που θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως ασυνήθιστα.³² Το πρώτο μέτρο είναι το ανώτατο ύψος δανεισμού της Fed μέσα από κάθε ειδικό ταμείο χρηματοδότησης (για κάθε φορά). Αρκετοί ερευνητές μπήκαν στη διαδικασία να υπολογίσουν το συνολικό ποσό χρηματοδότησης—όπως και το Κυβερνητικό Γραφείο Λογοδοσίας, το Bloomberg, και η ίδια η Ομοσπονδιακή Τράπεζα—και όλοι κατέληξαν σε ένα ποσό περίπου της τάξης του 1,5 τρις δολαρίων. Αυτό συνέβη τον Δεκέμβριο του 2008 και αντιπροσωπεύει το ανώτατο ποσό εκκρεμών δανείων που χορηγήθηκαν μέσω των

ειδικών ταμείων της Fed για οποιαδήποτε μέρα από την έναρξη της κρίσης. Τον Νοέμβριο του 2011, το σύνολο των εκκρεμών δανείων της Fed ανήλθε σε περίπου 800 δις δολάρια. Το μέτρο αυτό δίνει μια ιδέα της μέγιστης «προσπάθειας» για να σωθεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε ένα δεδομένο σημείο στο χρόνο, καθώς επίσης και κάποια ένδειξη της συνολικής έκθεσης της Fed στον κίνδυνο απώλειας. Φυσικά, η Fed απαιτεί εγγυήσεις έναντι των δανείων που χορηγεί και είναι εξαιρετικά απίθανο ότι η Fed θα έχει απώλειες μεγάλης κλίμακας. Πολλά από τα ειδικά ταμεία έκλεισαν με επιτυχία χωρίς να σημειώσουν απώλειες. Τα μόνα ειδικά ταμεία που πιθανώς να υποστούν μεγάλες απώλειες είναι αυτά που σχετίζονται με τη διάσωση της AIG.

Μια άλλη μέθοδος προκειμένου να αποκτηθεί ένα σωρευτικό μέτρο της απόκρισης της Fed στην κρίση είναι αυτή που προσθέτει τον δανεισμό της Fed και τις αγορές περιουσιακών στοιχείων μέσω των ειδικών ταμείων στη διάρκεια του χρόνου. Για να γίνει σαφές, εάν η Fed δάνειζε ένα δις δολάρια κάθε μέρα, και το ποσό αυτό αποπληρωνόταν κάθε βράδυ μόνο για να ανανεωθεί το επόμενο πρωί με άλλο ένα δις δολάρια, το συνολικό ποσό θα ισοδυναμούσε με 30 δις δολάρια απόκρισης της Fed κατά τη διάρκεια ενός μήνα. Η σωρευτική προσέγγιση μετρά κάθε νέο δάνειο και κάθε αγορά στοιχείων ενεργητικού που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της ζωής του κάθε ειδικού ταμείου. Μερικά από τα ειδικά ταμεία διήρκεσαν μόνο ένα σύντομο χρονικό διάστημα, ενώ άλλα κράτησαν για δύο χρόνια ή και περισσότερο. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα δανείστηκε μεγάλα ποσά για ένα πολύ σύντομο χρονικό διάστημα. Σε άλλες περιπτώσεις, ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα δανείστηκε επανειλημμένα και παρέμεινε σε κατάσταση χρέους έως και δύο χρόνια. Το σωρευτικό μέτρο αντιλαμβάνεται τον επαναλαμβανόμενο δανεισμό ως συνεχιζόμενη βοήθεια της Fed σε ένα προβληματικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Έτσι, ακόμη και αν το δεύτερο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα δανείστηκε λιγότερα χρήματα σε μια οποιαδήποτε δεδομένη ημέρα, η απόκριση της Fed για να το βοηθήσει θα μπορούσε να αθροιστεί σε έναν αριθμό τόσο μεγάλο όσο μια μικρή χρονική περίοδο βοήθειας μέσω ενός μεγάλου δανείου σε ένα ίδρυμα που ανέκαμψε γρήγορα και δεν χρειάστηκε περαιτέρω βοήθεια. Τέλος, ένας άλλος λόγος για το σωρευτικό μέτρο είναι για να καταδειχθεί σε ποιο βαθμό η παρέμβαση Fed ήταν δίχως προηγούμενο από την άποψη του χρόνου. Η κρίση ξεκίνησε στις αρχές του 2007 (αν και τα περισσότερα ειδικά ταμεία δημιουργήθηκαν το 2008) και σημαντικές παρεμβάσεις της Fed συνέχισαν μέχρι το 2010 (η Fed άνοιξε ξανά την κάνουλα της χρηματοδότησης το 2012 για στήριξη προς τις ευρωπαϊκές τράπεζες).

Δύο φοιτητές στο διδακτορικό πρόγραμμα οικονομικών του Πανεπιστημίου του Μισούρι-Κάνσας, ο Andy Felkerson και η Nicola Matthews, έχουν συνοψίσει προσεκτικά τον σωρευτικό δανεισμό και τις αγορές περιουσιακών στοιχείων της Fed μέσω των ειδικών ταμείων. Το συνολικό πόσο της απόκρισης της Fed ξεπερνά τα 29 τρις δολάρια από την έναρξη των «διασώσεων» των προβληματικών χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων έως τον Νοέμβριο του 2011 (Felkerson 2011). Το ποσό αυτό είναι πάνω από το διπλάσιο της ετήσιας αξία του ΑΕΠ. Για λόγους σύγκρισης, μετά το «μεγάλο κραχ» του 1929, η Fed δάνεισε συνολικά σε 123 χρηματοοικονομικά ιδρύματα 23 εκατομμύρια σε σημερινά δολάρια μεταξύ 1932-1936 (Mehra 2011). Θα πρέπει να προσθέσετε έξι μηδενικά στην απόκριση της Fed στο «μεγάλο κραχ» για να πλησιάσετε στο μέγεθος της απόκρισης προς την

σημερινή παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση! Η έκφραση «χωρίς προηγούμενο» δεν περιγράφει επαρκώς το σκέλος της παρέμβασης της Fed για τη διάσωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στις αρχές του 2008, ο ισολογισμός της Fed ήταν 926 δις δολάρια, εκ των οποίων το 80% των στοιχείων του ενεργητικού της ήταν ομόλογα του αμερικανικού δημοσίου. Τον Νοέμβριο του 2010, ο ισολογισμός της είχε φτάσει στα 2.3 τρις δολάρια, εκ των οποίων σχεδόν το ήμισυ του ενεργητικού ήταν σε ενυπόθηκους τίτλους. Κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους, η Fed προέβη σε εκτεταμένες αγορές ομολόγων (και περιόρισε τη χρήση των ειδικών ταμείων) και ο ισολογισμός της πλησίασε τα 3 τρις δολάρια—τρεις φορές το μέγεθος που είχε πριν από το ξέσπασμα της κρίσης.

Και δεν έχει τελειώσει ακόμα τίποτα

Ένα τελευταίο σχόλιο: πολλά από τα ειδικά ταμεία της Fed χρησιμοποίησαν «οχήματα ειδικού σκοπού» που δημιουργήθηκαν για να αγοράσουν περιουσιακά στοιχεία ή να χορηγήσουν δάνεια. Σημειώστε ότι η δημιουργία των «οχημάτων ειδικού σκοπού» από τις τράπεζες είχε συμβάλλει σημαντικά στα αίτια που προκάλεσαν την παγκόσμια οικονομική κρίση—οι τράπεζες δημιούργησαν οχήματα ειδικού σκοπού για να μετακινούν επισφαλή περιουσιακά στοιχεία εκτός των ισολογισμών τους, έτσι ώστε δεν θα χρειαζόταν να διατηρούν κεφάλαια, οπότε οι κρατικές ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές δεν θα μπορούσαν να εντοπίσουν τον κίνδυνο που υπήρχε. Αυτή η εξέλιξη επέτρεψε στις τράπεζες να αναλάβουν πολύ περισσότερο ρίσκο και περισσότερη μόχλευση σε μια προσπάθεια να αυξήσουν τα κέρδη τους. Είναι ειρωνικό, αλλά η Fed ακολούθησε το παράδειγμα των τραπεζών καθώς δημιούργησε «οχήματα ειδικού σκοπού» προκειμένου να ανατρέψει τους περιορισμούς που υπάρχουν στον Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Νόμο.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, δεν υπάρχει κανένα πρόβλημα με το δανεισμό της Fed προς τις τράπεζες-μέλη προκειμένου να σταματήσει η απόσυρση των κεφαλαίων από τους καταθέτες, που θα οδηγήσει στην κατάρρευση των τραπεζών. Είναι πιο προβληματικός ο δανεισμός σε αφερέγγυες τράπεζες-μέλη, αλλά παραμένει νόμιμη πράξη. Σε «ασυνήθιστες και έκτακτης ανάγκης» συνθήκες, η Fed είναι ελεύθερη να πάει ακόμη πιο μακριά από ότι επιτρέπει το τμήμα 13(3) του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Νόμου, αν και όπως εξηγεί ο Mehra (2011) ο πήχης είναι ήδη ψηλά. Κάτω από τέτοιες συνθήκες, η Fed μπορεί να δανείσει σε ιδιώτες, σε συνεταιρισμούς, και σε επιχειρήσεις με έκπτωση στους τόκους εάν δεν είναι σε θέση να εξασφαλίσουν επαρκείς πιστώσεις από άλλες τράπεζες. Επιπλέον, θα πρέπει να δανείζει εφόσον υπάρχουν εγγυημένα περιουσιακά στοιχεία. Αλλά εδώ είναι το πρόβλημα με την επίκληση του συγκεκριμένου τμήματος του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Νόμου για να δικαιολογήσει την παρέμβασή της: δημιούργησε οχήματα ειδικού σκοπού και στη συνέχεια τους δάνεισε ώστε να μπορούν να αγοράσουν προβληματικά περιουσιακά στοιχεία. Με άλλα λόγια, χρηματοδότησε την αγορά ενός περιουσιακού στοιχείου, αντί να χορηγήσει δάνειο. Στις περισσότερες περιπτώσεις, το δάνειο της Fed ήταν προς ένα δικό της όχημα ειδικού σκοπού, και όχι προς την οντότητα που χρειαζόταν βοήθεια. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα δάνεια δεν είχαν «εκπτώσεις» και δεν χορηγήθηκαν έναντι εγγυημένων περιουσιακών στοιχείων (τα οχήματα ειδικού σκοπού δεν διέθεταν περιουσιακά στοιχεία όταν πήραν τα δάνεια για αγοράσουν προβληματικά περιουσιακά στοιχεία). Επιπλέον, στις περισσότερες περιπτώσεις, οι δικαιούχοι μπορούσαν να είχαν λάβει δάνεια από άλλες τράπεζες, αν και με υψηλότερους τόκους. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις, ο νόμος υπέστη μια τρομερή

χαλάρωση, αν όχι ολική ανατροπή. Λαμβάνοντας υπόψη όλα αυτά, η Fed φαίνεται να κινήθηκε στα πλαίσια μιας διαδικασίας «διάσωσης» των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και όχι στο πλαίσιο της παροχής ρευστότητας.

Ο όγκος αμφιβόλου νομιμότητας βοήθειας της Fed βάσει του τμήματος 13(3) του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Νόμου ήταν πολύ μεγάλος. Τα τέσσερα οχήματα ειδικού σκοπού δάνεισαν περίπου 1,75 τρις δολάρια (σχεδόν 12% του συνολικού ποσού της παρέμβασης της Fed στην κρίση). Επιπλέον, τα αμφισβητούμενα δανειακά προγράμμά της (δάνεια που χορηγήθηκαν είτε έναντι μη εγγυημένων περιουσιακών στοιχείων ή σε οντότητες που δεν ήταν προβληματικές) ανήρθαν συνολικά στα 9,2 τρις δολάρια (στο 30% της συνολικής παρέμβασης). Εν ολίγοις, από τα 29 τρις δολάρια που είχαν δανειστεί και ξοδευθεί έως το φθινόπωρο του 2011, πάνω από το 40% ήταν μάλλον αδικαιολόγητο βάσει του τμήματος 13(3) του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Νόμου.³³

Κίνητρα

Με την προσέγγιση («διαπραγματεύσεις» και «διασώσεις») που ακολούθησαν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το υπουργείο Οικονομικών είναι άκρως αμφίβολο αν τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα πήραν κάποιο μάθημα από τη κρίση—εκτός από το ότι η επικίνδυνη συμπεριφορά θα οδηγήσει αναπόφευκτα σε ένα σχέδιο διάσωσης. Στην κρίση των savings and loan associations τη δεκαετία του 1980, πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έκλεισαν και πάνω από χίλια στελέχη στην κορυφή της ιεραρχίας της διοίκησης κατέληξαν στη φυλακή. Στη σημερινή κρίση, κανένα ανώτατο διοικητικό στέλεχος των χρηματοπιστωτικών και χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων δεν διώχθηκε ποινικά, πολύ λιγότερο να φυλακιστεί. Οι τράπεζες δέχτηκαν ένα μικρό χτυπηματάκι στον καρπό του χεριού με τα πρόστιμα που τους επιβλήθηκαν—συνήθως χωρίς καν να υποχρεωθούν να παραδεχθούν δημοσίως ότι έσφαλαν.

Επικριτές όπως ο Walker Todd έχουν προ πολλού υποστηρίξει ότι η συνεχής επέκταση του κρατικού «διχτύου ασφαλείας» για την προστασία χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων «πολύ μεγάλα για να καταρρεύσουν» όχι μόνο αποτελεί παραβίαση της καθιερωμένης νομικής παράδοσης, αλλά παράγει και στρεβλά κίνητρα και ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα (Todd 2002). Τα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απολαμβάνουν «επιδοτούμενα» επιτόκια—οι ανασφάλιστες υποχρεώσεις τους έχουν de facto προστασία λόγω του τρόπου με τον οποίον η κυβέρνηση (Ομοσπονδιακή Τράπεζα, Ομοσπονδιακή Εταιρία Ασφάλισης Καταθέσεων, Γραφείο του Ελεγκτή του Νομίσματος, υπουργείο Οικονομικών) τα στηρίζει, εξαλείφοντας τον κίνδυνο αθέτησης στις υποχρεώσεις τους (συνήθως χάνουν μόνο οι μέτοχοι). Η προσέγγιση «διαπραγματεύσεων και συμφωνιών» που περιγράψαμε παραπάνω επέκτεινε την αρχή του δανειστή της ύστατης λύσης σε εντελώς νέα πεδία—προστασία πιστωτών ακόμα και στις σκιώδεις τράπεζες και, όπως αναφέρθηκε, ευνοϊκή μεταχείριση για τους κατόχους ομολόγων ενώ αναγκάζει τους μετόχους και τους κατόχους τίτλων (και τους εξαπατημένους ιδιοκτήτες κατοικιών) να δεχτούν απώλειες. Όπως υποστηρίζει ο William Black, αυτά τα «πολύ μεγάλα για να καταρρεύσουν» ιδρύματα είναι στην πραγματικότητα «συστημικά επικίνδυνα ιδρύματα», που λειτουργούν ως επί το πλείστον λειτουργούν ως «απάτες ελέγχου» για τον εμπλουτισμό των ανώτατων διοικητικών στελεχών τους.³⁴ Όσο παραμένουν σε λειτουργία, θα καταστρέφουν την οικονομική αξία—όχι μόνο την κεφαλαιακή αξία των επιχειρήσεων, αλλά τον πραγματικό πλούτο της οικονομίας. Οι συνολικές

χρηματοοικονομικές ζημιές από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση έχουν ήδη ξεπεράσει τα 10 τρις δολάρια, και σίγουρα θα αυξηθούν πολύ περισσότερο. Και, φυσικά, αυτό δεν περιλαμβάνει τις «πραγματικές» οικονομικές απώλειες—σχεδόν 10 εκατομμύρια θέσεις εργασίας μόνο στις ΗΠΑ.

Με τη στήριξη της κυβέρνησης που έχουν λάβει, τα περισσότερα από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν καταφέρει μέχρι στιγμής να επιβιώσουν. Ενώ είναι μάλλον απρόθυμα να επανέλθουν σύντομα στις πρακτικές που προκάλεσαν την κρίση—ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου, τιτλοποίηση περιουσιακών στοιχείων με αξία σκουπιδιών—στην πραγματικότητα δεν υπέφεραν πάρα πολύ από αυτές τις πρακτικές. Είναι πολύ πιθανό ότι εάν ανακάμψει η οικονομία και ο χρηματοπιστωτικός κλάδος, οι επικίνδυνες επενδυτικές πρακτικές θα επιστρέψουν.³⁵ Επιπλέον, κι αυτό είναι ακόμα πιο ανησυχητικό, ο χρηματοπιστωτικός τομέας έχει ξανά αποκτήσει το 40% του εταιρικού κέρδους, έχει επιστρέψει στις τακτικές των τεραστίων μπόνους για τα ανώτατα διοικητικά στελέχη και τους traders, και αντιπροσωπεύει πάλι το 20% της προστιθέμενης αξίας προς το εθνικό ΑΕΠ.

Στο Κογκρέσο δεν πέρασε καμία σημαντική χρηματοοικονομική μεταρρύθμιση. Το σκηνικό αυτό έρχεται σε πλήρη αντίθεση με τις μεταρρυθμίσεις του New Deal τη δεκαετία του 1930. Οι μισές από τις τράπεζες κατέρρευσαν εκείνη την εποχή, ενώ οι περισσότερες από αυτές που επέζησαν πέρασαν υπό τον έλεγχο του κράτους. Τα διοικητικά στελέχη αντικαταστάθηκαν. Η Επιτροπή Pecora είχε το ελεύθερο να διερευνήσει τα αίτια της κρίσης και να κυνηγήσει τους απατεώνες. Οι αθετήσεις πληρωμών και οι χρεοκοπίες, που ήταν σε ευρεία κλίμακα, αφάνισαν ένα πολύ μεγάλο μέρος του χρέους του ιδιωτικού τομέα. Ο χρηματοπιστωτικός τομέας συρρικνώθηκε και έγινε ασήμαντος για αρκετές δεκαετίες. Ο δεύτερος παγκόσμιος πόλεμος οδήγησε σε δημοσιονομικά ελλείμματα της τάξης του 25% του ΑΕΠ, και το δημόσιο χρέος αυξήθηκε πολύ πιο γρήγορα από ό, τι το εισόδημα με αποτέλεσμα να γεμίσουν τα ιδιωτικά χαρτοφυλάκια με ασφαλή και ρευστά στοιχεία ενεργητικού. Το New Deal παρείχε θέσεις εργασίας και ένα δίκτυο ασφαλείας για όσους δεν μπόρεσαν να τα βγάλουν πέρα την περίοδο της «χρυσής εποχής» του αμερικανικού καπιταλισμού. Ο «διαχειριστικός καπιταλισμός του κράτους πρόνοιας» αντικατέστησε τον «χρηματιστικό καπιταλισμό». Αυτή τη φορά, μετά την κρίση, εξακολουθούμε να έχουμε τη σύγχρονη εκδοχή του χρηματιστικού καπιταλισμού—καπιταλισμός διαχείρισης κεφαλαίων—με το χειρότερο του πρόσωπο, έναν χρηματιστικό καπιταλισμό που προκαλεί φούσκες στις αγορές εμπορευμάτων και στο χρηματιστήριο.

Συμπεράσματα και προοπτικές

Ο Τζον Μείναρντ Κέινς, στο κλασικό του έργο «Γενική Θεωρία», υποστήριξε ότι η αναιμική ανάπτυξη, η χρηματοοικονομική αστάθεια και η ανεργία προκαλούνται από το φετίχ για ρευστότητα. Η επιθυμία για ρευστή θέση είναι αντικοινωνική επειδή δεν υπάρχει τέτοιο πράγμα όπως αυτό που λέγεται συνολική ρευστότητα. Το χρηματιστήριο κάνει ρευστή την ιδιοκτησία για έναν «επενδυτή», αλλά δεδομένου ότι κάποιος κατέχει τις μετοχές, η δυνατότητα κάποιου να πουλήσει εξαρτάται από την προθυμία κάποιου άλλου να αγοράσει.

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών, ο χρηματοοικονομικός τομέας μετακινήθηκε προς την κατεύθυνση της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης θέσεων

ως προς τα συνολικά στοιχεία ενεργητικού. Ρόλο προς αυτή την εξέλιξη έπαιξαν οι αλλαγές στην επιχειρηματική και νομική δομή της λειτουργίας των επενδυτικών τραπεζών: από ιδρύματα που παραδοσιακά είχαν μακροπρόθεσμο συμφέρον στην ευημερία των πελατών τους μετατράπηκαν σε εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο, που «φουσκώνουν» και «αδειάζουν», και που το μόνο ενδιαφέρον τους είναι ο εμπλουτισμός των ανώτατων διοικητικών στελεχών. Σημαντικός παράγοντας προς αυτή την εξέλιξη ήταν επίσης η άνοδος των σκιωδών τραπεζών που προσέφεραν ένα είδος καταθετικών υποχρεώσεων αλλά χωρίς την προστασία της FDIC. Ρόλο έπαιξαν επίσης οι τακτικές Greenspan «put» και η «μεγάλη μετριοπάθεια» του Bernanke, οι οποίες έδειχναν να εγγυώνται ότι όλες οι χρηματοοικονομικές πρακτικές—ανεξαρτήτως από το πόσο τρελά επικίνδυνες ήταν—είχαν ένα δίκτυ ασφαλείας από τον Θείο Σαμ (δηλαδή το αμερικανικό κράτος). Και ρόλο σε όλη αυτή την εξέλιξη έπαιξαν φυσικά και οι στόχοι της Fed για πολύ χαμηλά επιτόκια (έως το 2004), που έκαναν φθηνή την βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση σε σχέση με την μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Όλες αυτές οι εξελίξεις ενθάρρυναν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να στηρίζονται σχεδόν αποκλειστικά στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση. Συνήθως, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρηματοδοτούσαν τις θέσεις τους ως προς τα συνολικά στοιχεία ενεργητικού με την έκδοση πιστωτικών χρέους με ωρίμανση λίγων ωρών. Η overnight χρηματοδότηση ήταν μια συνηθισμένη διαδικασία—μέσω repos, εμπορικών χρεογράφων με την εξασφάλιση στοιχείων ενεργητικού, και deposit-like υποχρεώσεις.

Από την άλλη μεριά, τα περιουσιακά στοιχεία ήταν «προστατευμένα» από όλο και πιο απόκρυφες θέσεις, με δομημένα περιουσιακά στοιχεία απροσδιόριστης αγοραίας αξίας—ουσιαστικά δεν υπήρχαν πραγματικές αγορές στις οποίες θα μπορούσαν να πουλήσουν αυτά τα προϊόντα. Επιπλέον, πολλά από αυτά τα περιουσιακά στοιχεία δεν είχαν ξεκάθαρες εισοδηματικές ροές—σχεδόν εξ ορισμού, γιατί για ένα δάνειο NINJA (χωρίς εισόδημα, χωρίς δουλειά, χωρίς περιουσιακά στοιχεία) δεν μπορεί να υπάρχει κάποια εύλογη πηγή εισοδήματος για την εξυπηρέτηση του χρέους. Αυτό είναι σίγουρα το πιο εξωφρενικό παράδειγμα που παραθέτουμε, αλλά ένα μεγάλο μέρος των εμπορικών χρεογράφων με την εξασφάλιση περιουσιακών στοιχείων δεν διαθέτετε καμία αξιόπιστη πηγή με επαρκή έσοδα για την εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων που εκδίδονταν. Η αναλογία του αμερικανικού χρέους προς το ΑΕΠ έφθασε στο 500%. Αναπόφευκτα, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων δεν μπορούσαν να εξυπηρετηθούν—και μπορούσαν να μετακυληθούν μόνο εφόσον μπορούσαν να διατηρηθούν σε ισχύ οι μύθοι της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Μόλις ορισμένοι κάτοχοι αυτών των επισφαλών περιουσιακών στοιχείων αναρωτήθηκαν αν πράγματι θα πληρωνόντουσαν, το σπίτι από τραπεζολόχαρτα κατέρρευσε. Και αυτό ουσιαστικά συνέβη τη στιγμή που ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα αρνήθηκε να «μετακυλήσει» το χρέος μικρής διάρκειας ενός άλλου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Τέσσερα χρόνια αργότερα και με απώλειες πολλών τρισεκατομμυρίων δολαρίων, βρισκόμαστε ακόμα αντιμέτωποι με την κρίση.³⁶

Από το 2008, είχαμε μια σταθερή ροή προτάσεων και συστάσεων σχετικά με το τι πρέπει να γίνει για να λυθεί το πρόβλημα της κρίσης. Οι περισσότερες από τις

«μεταρρυθμίσεις» που προτάθηκαν είτε είχαν προβεί σε κακή διάγνωση του προβλήματος είτε δεν ήταν πολιτικά εφικτές. Το νομοσχέδιο Dodd-Frank που ψηφίστηκε είναι ουσιαστικά άχρηστο και δεν θα μπορέσει να κάνει τίποτα για να βελτιώσει τη σημερινή κατάσταση ή για να αποτρέψει μελλοντικές κρίσεις. Αλλά έχει ένα θετικό αποτέλεσμα: πολλές από τις ενέργειες διάσωσης που έκανε η Fed από το 2008 έως το 2012 είναι τώρα παράνομες—αν και, φυσικά, όπου υπάρχει θέληση, υπάρχει πάντα ένας τρόπος για να ξεπεραστούν τέτοιου είδους περιορισμοί (Ricks 2011). Το μόνο που μπορούμε να ελπίζουμε από τη άποψη των νομοθετικών μεταρρυθμίσεων που έχουν προωθηθεί έως τώρα, είναι ότι η επόμενη κατάρρευση θα μπορούσε να ανοίξει το δρόμο για πραγματική μεταρρύθμιση.

Σε ένα ενδιαφέρον άρθρο του, ο πρώην σύμβουλος του υπουργείου Οικονομικών Morgan Ricks προωθεί μια ενδιαφέρουσα πρόταση, με την οποία τοποθετείται ακριβώς στη μέση μεταξύ εκείνων που θέλουν να αποσύρουν μερικούς ακόμα κανονισμούς και εκείνους που θέλουν να βάλουν λουκέτα στα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της χώρας.³⁷

Ο Ricks παραθέτει τα λόγια του καθηγητή του Πανεπιστημίου του Σικάγο Douglas Diamond ότι «οι χρηματοοικονομικές κρίσεις έχουν πάντα να κάνουν με το βραχυπρόθεσμο χρέος». Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις λαμβάνουν μέρος εξαιτίας της σύγκρουσης μεταξύ της επιθυμίας για ρευστότητα από τους ιδιώτες και της ανεπαρκούς ρευστότητας που υπάρχει για το σύνολο της κοινωνίας. Σκεφτείτε το πρόβλημα με τον εξής τρόπο: όλα τα περιουσιακά στοιχεία—χρηματοοικονομικά ή πραγματικά—πρέπει να βρουν κάποιο έδαφος να εγκατασταθούν, οπότε δεν μπορούμε να τα βγάλουμε όλα έξω την ίδια στιγμή. Σε μια κρίση, αυτό ακριβώς είναι το πρόβλημα: όλοι προσπαθούν να ξεπουλήσουν, αλλά αυτό δεν είναι εφικτό. Στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, οι κάτοχοι των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αποφάσισαν με ορθολογικό τρόπο ότι θα ήταν καλύτερα να βγουν από το παιχνίδι. Πολλές από τις αναλύσεις σχετικά με το πρόβλημα της ρευστότητας βασίζονται στην υπόθεση της παράλογης συμπεριφοράς, αλλά δεν υπήρχε τίποτα παράλογο για τη μαζική φυγή από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων το 2008. Τα ιδρύματα αυτά κρατούσαν στα χέρια τους σκάρτα περιουσιακά στοιχεία. Η υποψία για αφερεγγυότητα οδήγησε σε μια κρίση ρευστότητας καθώς οι πιστωτές αρνήθηκαν να αναχρηματοδοτήσουν. Ποια είναι λοιπόν η λύση που προτείνει ο Morgan Ricks; «μεταφορά χρέους»—δηλαδή, να εξαναγκαστούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που επενδύουν σε ριψοκίνδυνα στοιχήματα να χρηματοδοτήσουν τις θέσεις τους σε στοιχεία ενεργητικού με την έκδοση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Στην περίπτωση αυτή, δεν υπάρχει εύκολος τρόπος να το βάλουν στα πόδια. Οι πιστωτές είναι εγκλωβισμένοι στον κλοιό των επικίνδυνων επενδυτικών κινήσεων που έκαναν οι οφειλέτες. Στο τέλος ίσως να πληρώσουν, ίσως να μην πληρώσουν.

Όσον αφορά τις επενδυτικές τράπεζες, πριν από το 1999 χρησιμοποίησαν τα χρήματα των εταίρων με χαμηλή μόχλευση. Αλλά στη συνέχεια εντάχθηκαν στο χρηματιστήριο και υιοθέτησαν ένα νέο επιχειρηματικό μοντέλο: τη μεγιστοποίηση της τιμής των μεριδίων—και τα ανώτατα στελέχη των εν λόγω επιχειρήσεων αμειβόντουσαν με υψηλά μπόνους για αυτό. Για την ευθυγράμμιση συμφερόντων, μέρος των οικονομικών απολαβών είχε τη μορφή της παροχής μετοχών. Κάτω από το νέο μοντέλο λειτουργίας, οι επενδυτικές τράπεζες αύξησαν σε μεγάλο βαθμό τη

μόχλευση και υιοθέτησαν την τακτική της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Οι επενδυτικές τράπεζες έκαναν ανθρώπους όπως ο Hank Paulson και ο Bob Rubin πλούσιους—και στη συνέχεια τα στελέχη αυτά κατέλαβαν θέσεις στο υπουργείο Οικονομικών και βοήθησαν στην αγορά των «ριψοκίνδυνων θέσεων» των τραπεζών. Το ονομαζόμενο «Greenspan put» και η «μεγάλη μετριοπάθεια» για την οποία πανηγύριζε ο Bernanke έπεισαν τις αγορές ότι αυτές οι επικίνδυνες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που εκδίδονται από επενδυτικές τράπεζες σε στοιχήματα γύρω από σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως τις εγγυημένες δανειακές υποχρεώσεις ήταν πράγματι τόσο ασφαλείς όσο και οι τραπεζικές καταθέσεις με την ασφάλιση της FDIC. Στη συνέχεια το όλο πράγμα κατέρρευσε και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το Treasury έσπευσαν να σώσουν το σύστημα, δαπανώντας δεκάδες τρισεκατομμύρια δολάρια.

Η λύση του Ricks είναι να χωριστούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε δύο ξεχωριστά στρατόπεδα. Στο ένα στρατόπεδο θα βρίσκονται αυτά τα οποία θα ελέγχονται και θα ρυθμίζονται. Αυτά μπορούν να προσφέρουν εγγυήσεις στις καταθέσεις. Οι καταθέσεις έχουν από τη φύση τους βραχυπρόθεσμη διάρκεια εφόσον επιστρέφονται στους ιδιοκτήτες τους όποτε αυτοί τις απαιτήσουν. Αποτελούν το κύριο μέσο ανταλλαγής και πληρωμής που είναι απαραίτητο σε κάθε οικονομία. Το στρατόπεδο αυτό είναι ασφαλές.

Το άλλο στρατόπεδο αποτελείται από όλα εκείνα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία δεν υπόκεινται στην εποπτεία των κρατικών αρχών και σε κανονισμούς. Είναι λίγο πολύ ελεύθερα να αγοράζουν οποιαδήποτε περιουσιακά στοιχεία, αλλά πρέπει να τα χρηματοδοτούν χρησιμοποιώντας μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Και δεν μπορούν να εκδώσουν οτιδήποτε που φιλοδοξεί να είναι ανάλογο με τις καταθέσεις. Εν ολίγοις, προσφέρουν μια εμπειρία που δεν είναι κατάλληλη για όλους. Αυτό θα μειώσει το πρόβλημα των βραχυπρόθεσμων προσδοκίων κερδοφορίας αναφορικά με τη χρηματοδότηση θέσεων σε επισφαλής περιουσιακά στοιχεία. Επίσης περιορίζει τη δυσχέρεια σχετικά με την υπερβολική ρύθμιση—οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα απεχθάνεται τη ρύθμιση μπορεί να την αποφύγει σχεδόν εντελώς με την μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Και αυτό καθιστά το σύστημα πληρωμών ασφαλές, κρατώντας σε απόσταση τους επικίνδυνους φορείς. Φυσικά, αυτό δε σημαίνει ότι η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση στο πλαίσιο ενός περιβάλλοντος δίχως ρυθμίσεις έχει απαλείψει το πρόβλημα της χρηματοοικονομικής κατάρρευσης. Αντιθέτως, θα υπάρξουν τέτοια περιστατικά και αυτοί που αναλαμβάνουν υπερβολικό κίνδυνο θα αποτύχουν.

Οι διασώσεις της Γουόλ Στριτ από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα μπορεί να έχουν κάλλιστα παραβιάσει το νόμο, όπως ορίζεται στο Federal Reserve Act (και στις τροποποιήσεις του), αλλά και καθιερωμένες διαδικασίες. Υπάρχει μια μακρά παράδοση στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα αναφορικά με τη διάκριση μεταξύ έκτατου και συνεχή δανεισμού. Εν συντομία, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα μπορεί να δανείσει (ελεύθερα, όπως πρότεινε ο Bagehot) για την επίλυση μιας κρίσης ρευστότητας, αλλά έχει απορρίψει προ πολλού την ιδέα του συνεχούς δανεισμού. Η ιδέα εδώ ήταν ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα θα έπρεπε να δώσει τέλος σε μια κρίση ρευστότητας, αλλά στη συνέχεια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα έπρεπε να επιστρέψουν γρήγορα στη αγοράία χρηματοδότηση των θέσεών τους σε περιουσιακά στοιχεία. Η κρίση ξεκίνησε το 2008. Τέσσερα χρόνια αργότερα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα

εξακολουθεί να δανείζει, και μάλιστα σε «επιδοτούμενες» (κάτω από αυτές της αγοράς) αποδόσεις τόκων.

Επίσης, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα γενικά απαγορεύεται να δανείζει σε «μη τραπεζικά» χρηματοπιστωτικά ιδρύματα—σε αυτά που τώρα αποκαλούμε σκιώδεις τράπεζες και που δεν είναι μέλη του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος και τα οποία δεν προσφέρουν ασφαλισμένες καταθέσεις από την FDIC. Ωστόσο, υπάρχει μια εξαίρεση στις διατάξεις της Ομοσπονδιακής Τράπεζας 13 (3) που τις επιτρέπουν να δανείζει κάτω από «ασυνήθιστες και έκτατες» συνθήκες. Η κρίση του 2008 δεν μπορεί να θεωρηθεί φυσικά οτιδήποτε άλλο εκτός από ασυνήθιστη και έκτατη. Ωστόσο, οι περιορισμοί των διατάξεων 13(3) είναι αρκετά σφιχτοί και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα φαίνεται να προέβη σε μια αρκετά χαλαρή ερμηνεία των εν λόγω περιορισμών. Κάποιοι, βέβαια, θα μπορούσαν να ισχυριστούν ότι ακόμη και αν υπήρχε κάποια αμφισβητήσιμη, ενδεχομένως παράνομη δραστηριότητα από την κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ, αυτό θα μπορούσε ενδεχομένως να δικαιολογηθεί από τις περιστάσεις κάτω από τις οποίες έπρεπε να δράσει.

Το πρόβλημα είναι ότι αυτό το «σχέδιο διάσωσης» επικύρωσε τις αμφισβητήσιμες, επικίνδυνες, και σε ορισμένες περιπτώσεις παράνομες δραστηριότητες των ανώτατων διοικητικών στελεχών της Γουόλ Στριτ, αυτών που διαχειρίζονται τις «απάτες ελέγχου», για να χρησιμοποιήσω την ορολογία του συναδέλφου μου, Bill Black.³⁸ Δυστυχώς, οι περισσότεροι ερευνητές συμφωνούν ότι οι διασώσεις των χρηματοοικονομικών και χρηματοπιστωτικών εταιριών είχαν ως κατάληξη να συνεχιστεί η κατανομή του εισοδήματος και η ροή του πλούτου προς το υψηλότερο ένα δέκατο της οικονομικής πυραμίδας. Τα άτομα που ευθυνόντουσαν για τις απάτες του χρηματοοικονομικού συστήματος συνέχισαν να διατηρούν τον έλεγχο των εταιριών (στην Goldman Sachs, στην Bank of America, στη Citigroup και στη JPMorgan Chase), ενώ συνεχίζεται η πολιτική με τα απίστευτα υψηλά μπόνους προς τα ανώτατα διοικητικά στελέχη. Μέρος της παράνομης δραστηριότητας των χρηματοοικονομικών εταιριών έχει αποκαλυφθεί και οι μεγάλες τράπεζες έχουν πληρώσει πολλά πρόστιμα για τις κακές τους πρακτικές. Ωστόσο, η Ουάσιγκτον έχει φαινομενικά παραλύσει, με τον Eric Holder, τον γενικό εισαγγελέα των ΗΠΑ, να μην έχει ξεκινήσει ούτε μια περίπτωση διερεύνησης εγκληματικής συμπεριφοράς από τα κορυφαία διευθυντικά στελέχη των μεγάλων χρηματοοικονομικών εταιριών των ΗΠΑ.³⁹

Τι έπρεπε να είχε γίνει; Οι συστάσεις Bagehot είναι σωστές, αλλά πρέπει να τροποποιηθούν. Όλα από τα λεγόμενα «πολύ μεγάλα για να καταρρεύσουν» χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (αυτά που ο Black αποκαλεί «συστημικά επικίνδυνα ιδρύματα») που χρειάζονταν κρατική χρηματοδότηση έπρεπε να ενταχθούν κάτω από την εποπτεία της Ομοσπονδιακής Τράπεζας. Όλα τα κορυφαία διοικητικά στελέχη αυτών των ιδρυμάτων θα έπρεπε να αναγκαστούν να υποβάλουν παραίτηση ως προϋπόθεση για κρατικό δανεισμό. Το γραφείο του Γενικού Εισαγγελέα θα έπρεπε να κληθεί να διερευνήσει όλα τα κορυφαία στελέχη των χρηματοοικονομικών εταιριών, να προβεί σε ποινικές διώξεις εναντίον όσων διέπραξαν οικονομικά κακουργήματα, και να επιδιώξει τη φυλάκισή τους. Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός εκ μέρους του κράτους θα πρέπει να καλυπτόταν από εγγυήσεις, να συνοδεύεται από επιτόκια ποινής και να απαγορεύει στις χρηματοοικονομικές εταιρίες κάθε διαπραγματεύση και κάθε δανειοδότηση, όλες τις πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων,

και όλα τα μπόνους. Τέλος, τα ιδρύματα θα έπρεπε να διαλυθούν με βάση την ισχύουσα νομοθεσία ώστε να μην προκύψει κόστος για το Treasury και να αποφευχθεί η συγκεντροποίηση στον χρηματοπιστωτικό τομέα.

Μια τέτοια εξέλιξη θα είχε αφήσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε πιο υγιεινή κατάσταση και σε μικρότερη κλίμακα. Θα είχε αποφευχθεί το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου, που έχει διογκωθεί τις τρεις τελευταίες δεκαετίες, καθώς κάθε επικίνδυνη χρηματοοικονομική καινοτομία επικυρώθηκε από μια κρατική διάσωση, και θα είχε μειώσει την επιρροή που έχουν μια χούφτα από μεγάλες τράπεζες πάνω από τους φορείς χάραξης πολιτικής στην Ουάσιγκτον.

Σημειώσεις

- 1.** Η Εξεταστική Έκθεση για τη Χρηματοοικονομική Κρίση, τελική αναφορά της Εθνικής Επιτροπής για τα αίτια της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης στις Ηνωμένες Πολιτείες.
- 2.** Δείτε Joe Nocera, "Inquiry is Missing Bottom Line," *The New York Times*, January 26, 2011, www.nytimes.com/2011/01/29/business/29nocera.html; Gretchen Morgenson, "A Bank Crisis Whodunit, with Laughs and Tears," *The New York Times*, January 29, 2011, <http://www.nytimes.com/2011/01/30/business/30gret.html>. The Dissenting Views of the FCIC are contained in the Report from page 411; FCIC (2011: 411).
- 3.** Δείτε Sen (2010) και John Cassidy, "The Minsky Moment," *The New Yorker*, February 4, 2008. http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco_talk_cassidy.
- 4.** Αυτό που εννοεί ο Minsky με αυτή την έκφραση είναι ότι η προφανή σταθερότητα ενθαρρύνει την ανάληψη μεγαλύτερου ρίσκου από επενδυτές, χρηματοοικονομικά ιδρύματα και επιχειρηματίες. Η γενική τάση είναι να δανείζονται περισσότερο σε σχέση με τα αναμενόμενα εισοδήματά τους και να καινοτομούν με τη δημιουργία όλο και περισσότερο επικίνδυνων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Επιπλέον, οι ρυθμιστές μπορεί να χαλαρώσουν τους κανόνες με βάση την πεποίθηση ότι οι κίνδυνοι έχουν μειωθεί. Όλη αυτή η εξέλιξη αυξάνει την χρηματοοικονομική ευπάθεια, και συνεπώς την χρηματοοικονομική αστάθεια.
- 5.** Δείτε Wray (2009) και Minsky (1991).
- 6.** Δείτε Bernanke (2004).
- 7.** Δείτε Wray (2009).
- 8.** Δείτε Galbraith (2009 [1954]).
- 9.** Για μια σύνοψη της προσέγγισης του Minsky, δείτε Papadimitriou and Wray (1998).
- 10.** Μια μελέτη του Ινστιτούτου Brookings δείχνει ότι το μέσο εισόδημα των ανδρών κορυφώθηκε το 1974 και, από τότε, έχει μειωθεί σημαντικά (για τους άνδρες

συνολικά κατά 28% σε σχέση με το 1969). Δείτε Michael Greenstone και Adam Looney, “Have Earnings Actually Declined?” *The Brookings Institute*, March 4, 2011. www.brookings.edu/opinions/2011/0304_jobs_greenstone_looney.aspx.

11. Έχουν υπάρξει αρκετές σημαντικές νομοθετικές ενέργειες για τη μείωση των ρυθμίσεων στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Μερικές από τις πιο σημαντικές ήταν αυτές των Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980, Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982, και Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 (που έδωσε τέλος στο νόμο Glass-Steagall, ο οποίος νόμος έκανε διαχωρισμό μεταξύ επενδυτικών και εμπορικών τραπεζών). Επίσης, σημαντικό ρόλο έπαιξαν οι αλλαγές στις προσεγγίσεις των ρυθμιστών και των εποπτών, όπου δόθηκε μεγαλύτερη έμφαση στην αυτο-εποπτεία των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων.

12. Η νομοθεσία του New Deal και οι αντίστοιχοι κανονισμοί που εφάρμοσαν τις νέες νομοθετικές ρυθμίσεις, διαμόρφωσαν ένα καθεστώς αυστηρού ελέγχου προς τις εμπορικές τράπεζες. Για παράδειγμα, περιόρισαν την δυνατότητα των τραπεζών να προσφέρουν τόκους στους λογαριασμούς επιταγών και να παρέχουν ασφάλιση στις καταθέσεις που εγγυούταν την ασφάλεια των λογαριασμών των καταναλωτών. (Δείτε τον Τραπεζικό Νόμο του 1933 και το Νόμο του 1934 για Εθνική Στέγαση, που καθιέρωσαν τους κανόνες λειτουργίας και το πλαίσιο ασφάλισης των thrifts [σημείωση μεταφραστική: ιδρύματα που έχουν ως κύριο σκοπό να δέχονται καταθέσεις με σκοπό να χορηγούνται στεγαστικά δάνεια]). Ωστόσο, η νομοθεσία δεν απαγόρευε τη λειτουργία άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων—συμπεριλαμβανομένων των επενδυτικών τραπεζών, καθώς και ένα ευρύ φάσμα άλλων ειδών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που ασχολούνταν με δραστηριότητες στενά συνδεδεμένες με αυτές του τραπεζικού τομέα, που αποκαλούνταν «μη τραπεζικές τράπεζες» ή «σκιώδεις τράπεζες». Δείτε FCIC (2011): Κεφάλαιο 2. Εν όψει αυτών των εξελίξεων, το Κογκρέσο και οι ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές έχουν επανειλημμένως χαλαρώσει τους περιορισμούς στις ρυθμιζόμενες χρηματοοικονομικές οντότητες (όπως τα όρια για τα επιτόκια) αντί να περιορίσουν τις δραστηριότητες των ανεξέλεγκτων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, υπονομεύοντας με αυτόν τον τρόπο τη σταθερότητα που επέφεραν οι διατάξεις της αρχικής νομοθεσίας του New Deal. Η έκθεση της FCIC αναφέρει μερικά από τα ζητήματα που προκύπτουν εξαιτίας των απορρυθμίσεων στο Κεφάλαιο 4. Η άνοδος των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου αναφέρεται στο κεφάλαιο 5, και η συζήτηση για τις τιτλοποιήσεις και τα παράγωγα καλύπτεται στο Κεφάλαιο 3.

13. Είναι γεγονός ότι έγινε μεγάλη κατάχρηση των νέων «εξελίξεων» στον χρηματοοικονομικό τομέα. Για παράδειγμα, τόσο τα «ομόλογα σκουπίδια» όσο και οι ενυπόθηκοι τίτλοι έγιναν αρχικά αποδεκτά ως προϊόντα που θα περιόριζαν τον κίνδυνο μέσω διαφόρων ειδών διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Και στις δύο περιπτώσεις, ωστόσο, η μεγαλύτερη πολυπλοκότητα των συναλλαγών, που είναι απαραίτητη για τη διαφοροποίηση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου, κατέστησε ευκολότερο την απόκρυψη της χειραγώγησης της αγοράς, την εξαπάτηση των πελατών, ή την απροκάλυπτη απάτη. Για να μπορούσαν αυτά τα νέα προϊόντα να υλοποιηθούν τα υποτιθέμενα πλεονεκτήματά τους χωρίς να υπονομεύουν τη σταθερότητα της αγοράς, ήταν απόλυτη αναγκαία η καθιέρωση μιας ακόμη μεγαλύτερης εποπτείας από τις σχετικά πιο διαφανείς χρηματοοικονομικές συναλλαγές που προηγήθηκαν. Σε αντίθεση, οι μεταρρυθμίσεις του New Deal

ενίσχυσαν τη χρηματοοικονομική σταθερότητα με τον περιορισμό των εμπορικών τραπεζών σε δραστηριότητες που μπορούσαν να ελεγχθούν—η προσφορά φρυγανιέρων σε νέους καταθέτες είναι μια πολύ πιο εύκολη δραστηριότητα εποπτείας από την αγορά για CDOs. Μερικές από αυτές τις νέες χρηματοοικονομικές καινοτομίες δεν είχαν τίποτα να κάνουν με την επέκταση της πίστωσης, αλλά, αντιθέτως, επέτρεπαν στους κερδοσκόπους να ποντάρουν στην αποτυχία των οφειλετών να υλοποιήσουν τις οικονομικές υποχρεώσεις τους. Άλλες από αυτές τις νέες χρηματοοικονομικές καινοτομίες επέτρεπαν στους κερδοσκόπους να μπορούν να ποντάρουν στον πληθωρισμό των τιμών των τροφίμων. Μερικές φορές, η κερδοσκοπία σε αυτά τα είδη εργαλείων μπορούσαν να επηρεάσουν τις αγορές με έναν αυτοεκπληρούμενο τρόπο: στοιχηματίζοντας υπέρ της χρεοκοπίας, οι κερδοσκόποι προκάλεσαν την αύξηση του κόστους δανεισμού και εξασφάλισαν ότι η χρεοκοπία ήταν η πιο πιθανή εκδοχή. Η έκθεση της FCIC παρέχει πολύ χρήσιμες περιλήψεις γύρω από αρκετές από αυτές τις χρηματοοικονομικές καινοτομίες—κυρίως αναφορικά με τα συμβόλαια ασφάλειας χρεοκοπίας (CDS) και τα συνθετικά εξασφαλισμένα χρεωστικά (CDOs). Και τα δύο αυτά προϊόντα ήταν εξαιρετικά σημαντικά στη διαμόρφωση ενός περιβάλλοντος όπου επιτρεπόταν ο άναρχος στοιχηματισμός είδος καζίνου έναντι της αγοράς των αμερικανικών ακινήτων.

14. Δείτε US Senate (2011).

15. Δείτε Jesse Eisinger και Jake Bernstein, “The Magnetar Trade: How One Hedge Fund Helped Keep the Bubble Going,” *ProPublica*, April 13, 2010, <http://www.propublica.org/article/the-magnetar-trade-how-one-hedge-fund-helped-keep-the-housing-bubble-going>. Δείτε, επίσης, FCIC (2011): Κεφάλαιο 8. Για άλλες παρόμοιες αναφορές, δείτε Christine Harper, “Taxpayers Help Goldman Reach Height of Profit in New Skyscraper,” *Bloomberg.com*, April 17, 2010, www.bloomberg.com/apps/news?pid=20670001&sid=aaLwl2SKYQJg. Peter J. Henning και Steven M. Davidoff, “Goldman Fraud Case Holds Risks For Both Sides,” *Deal Book, The New York Times*, April 16 2010, <http://dealbook.nytimes.com/2010/04/16/goldman-fraud-case-holds-risks-for-both-sides/>; και μια σειρά κειμένων από τις Gretchen Morgenson and Louise Story, “Banks Bundled Bad Debt, Bet Against It, and Won,” *The New York Times*, December 24, 2009, <http://www.nytimes.com/2009/12/24/business/24trading.html?pagewanted=all>; “Investor Who Made Billions Is Not Target of Suit,” *The New York Times*, April 16, 2010. <http://www.nytimes.com/2010/04/17/business/17abacus.html>; “SEC Accuses Goldman of Fraud in Housing Deal,” *The New York Times*, April 16, 2010, <http://www.nytimes.com/2010/04/17/business/17goldman.html>; Gretchen Morgenson, “Exotic Deals Put Denver Schools Deeper in Debt,” *The New York Times*, August 5, 2010, <http://www.nytimes.com/2010/08/06/business/06denver.html?pagewanted=all>.

16. Δείτε L. Randall Wray, “Requiem for MERS (and the Banks That Created the Frankenstein Monster,” *The Huffington Post*, January 24, 2011. http://www.huffingtonpost.com/l-randall-wray/requiem-for-mers-and-the-_b_812940.html; και L. Randall Wray, “Why Mortgage-Backed Securities Aren't (Backed by Securities): How MERS Toasted the Banks,” *The Huffington Post*, December 30, 2010, http://www.huffingtonpost.com/l-randall-wray/why-mortgagebackedsecuri_b_802600.html.

17. Για παράδειγμα, δείτε Alice Gomstyn, “No Mortgage, Still Foreclosed? Bank of America Sued for Seizing Wrong Homes,” *ABC News*, January 25, 2010.
<http://abcnews.go.com/Business/bank-america-sued-foreclosing-wronghomes/story?id=9637897#.TzVsRsiSWeU>.
18. Δυστυχώς, φαίνεται να υπέκυψαν στην πίεση. Δείτε L. Randall Wray, “State AGs Cave to Banksters,” *EconoMonitor* (blog), February 9, 2012.
<http://www.economonitor.com/lrwrap/2012/02/09/state-ags-cave-tobanksters-2/>.
Δείτε, επίσης, FCIC (2011): Κεφάλαιο 22, για μια συζήτηση σχετικά με την κρίση γύρω από τις κατασχέσεις.
19. Δείτε Minsky και Whalen (1996) και Minsky (1996).
20. Δείτε Minsky (1965), Wray (2003), και Kelton και Wray (2004).
21. Δείτε Moynihan (1965).
22. Δείτε Kelton και Wray (2004).
23. Δείτε την έκθεση NPR, “Stopping the ‘Brain Drain’ of the US Economy,” *NPR*, February 6, 2012.
<http://www.scpr.org/news/2012/02/06/31135/stopping-the-brain-drain-of-the-us-economy/>.
24. Δείτε, για παράδειγμα, Wray (1999).
25. Δείτε D’Arista (2001); Nersisyan και Wray (2010).
26. Για μια ανάλυση της χάραξης πολιτικής κατά τη διάρκεια της κρίσης πίσω από την κουρτίνα, δείτε Noam Scheiber, “Obama’s Worst Year: The Inside Story of His Brush With Political Disaster,” *The New Republic*, February 10, 2012.
<http://www.tnr.com/article/politics/100595/obama-escape-artist-excerpt?page=0,0>.
27. Για μια κριτική ανάλυση των ερμηνειών της ιδέας του δανειστή της ύστατης λύσης, δείτε Todd (2002).
28. Δείτε Edward Harrison, “Mervyn King: ‘Systemic Insolvency Is Now The Problem,’” *Credit Writedowns*, December 17, 2010.
<http://www.creditwritedowns.com/2010/12/mervyn-king-systemic-insolvency-is-now-the-problem.html>.
29. Ο διακεκριμένος αναλυτής κινδύνου Christopher Whalen υποστήριξε ότι «τα τεστ αντοχής είχαν πολιτικά κίνητρα», ισχυρίζοντας ότι οι μεγάλες τράπεζες θα είχαν χρεοκοπήσει εάν είχαν αναγκαστεί να απορροφήσουν τις απώλειες. Δείτε Edmund L. Andrews και Eric Dash, “Government Offers Details of Bank Stress Test,” *New York Times*, February 25, 2009.
www.nytimes.com/2009/02/26/business/economy/26banks.html. Τα «τεστ αντοχής» διοργανώθηκαν την άνοιξη του 2009 and δέχθηκαν γενική αποδοκιμασία επειδή

θεωρήθηκαν ως πολύ αδύναμα. Αργότερα, το υπουργείο Οικονομικών παραδέχτηκε ότι τα αποτελέσματα ήταν «συμφωνημένα» με τις τράπεζες που βρίσκονταν υπό εξέταση. Δείτε Tom Blumer, “WSJ: Treasury’s Stress Test Results ‘Negotiated’—Not to Mention Arbitrary and Potentially Corrupt,” *News Busters*, May 10, 2009 <http://newsbusters.org/blogs/tomblumer/2009/05/10/wsj-treasurys-stress-test-results-negotiated-not-mention-arbitrary-poten>.

30. Χρειάστηκε κυριολεκτικά μια ενέργεια του Κογκρέσου προκειμένου να αποδευθεί πληροφορίες η Ομοσπονδιακή Τράπεζα αναφορικά με τις διασώσεις των τραπεζών. Ο Γερουσιαστής Bernie Sanders ηγήθηκε μιας ηρωικής προσπάθειας (σε συμμαχία με τον αυστηρό επικριτή της Fed τον βουλευτή Ron Paul αλλά και τον βουλευτή Alan Grayson) προκειμένου να πέσει άπλετο φως στις δραστηριότητες της Fed. Επίσης, το Bloomberg κινήθηκε νομικά, με επιτυχία, για την απελευθέρωση δεδομένων υπό το Freedom of Information Act, αναγκάζοντας την Fed να παραχωρήσει 25,000 σελίδες με πληροφορίες για τις δραστηριότητες της κατά τη διάρκεια της κρίσης.

31. Δείτε Mehra (2011).

32. Δείτε Felkerson (2011).

33. Υπολογισμοί του συγγραφέα με βάση τα στοιχεία των Mehra (2011) και Felkerson (2011).

34. Δείτε William K. Black, “The Two Documents Everyone Should Read to Better Understand the Crisis,” *The Huffington Post*, February 25, 2009. http://www.huffingtonpost.com/william-k-black/the-two-documentseveryon_b_169813.html.

35. Υπάρχουν μερικές αναφορές που κάνουν λόγο ότι έχουν ήδη επιστρέψει οι τακτικές των ενυπόθηκων τίτλων. Δείτε Jillian Berman, “Subprime Mortgage Bonds Back In Fashion,” *The Huffington Post*, February 17, 2012. www.huffingtonpost.com/2012/02/16/subprime-mortgage-_n_1282157.html.

36. Για μια συζήτηση σχετικά με τις επιπτώσεις της κρίσης στην οικονομία, δείτε FCIC (2011): Κεφάλαιο 21.

37. Δείτε Morgan Ricks, “A Former Treasury Adviser on How To Really Fix Wall Street,” *The New Republic*, December 17, 2011. www.tnr.com/print/article/politics/98659/wall-street-term-out-panic.

38. Δείτε Black (2005).

39. Μάλιστα, συνεργάστηκε με τους 49 γενικούς εισαγγελεείς των αμερικανικών πολιτειών για την «επίλυση» της απάτης στην κρίση αναφορικά με τις κατασχέσεις με τρόπο ώστε να μην προκύψουν κακουργηματικές διώξεις. Δείτε L. Randall Wray, “State AGs Cave to Banksters,” *EconoMonitor* (blog), February 9, 2012. <http://www.economonitor.com/lrwwray/2012/02/09/state-ags-cave-to-banksters-2/>.

Πηγές

Bernanke, Ben S. 2004. "The Great Moderation." Speech given at the meetings of the Eastern Economics Association. Washington, D.C.: February 20, 2004.
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>

Black, William. 2005. *The Best Way to Rob a Bank Is to Own One; How Corporate Executives and Politicians Looted the S&L Industry*. Austin: University of Texas Press.

D'Arista, Jane. 2001. "The Role of the International Monetary System in Financialization." Paper prepared for the Political Economy Research Institute (PERI) conference on Financialization of the Global Economy, December 7–8. Amherst: University of Massachusetts.
http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_darista.pdf.

Davidoff, Steven M., and David Zaring. 2009. "Regulation by Deal: The Government's Response to the Financial Crisis" *Administrative Law Review* 61 (3): 463.

Felkerson, James. 2011. "29,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility and Recipient." Working Paper No. 698. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute of Bard College.

Financial Crisis Inquiry Commission. 2011. *The Financial Crisis Inquiry Report*. Superintendent of Documents. Washington, D.C.: US Government Printing Office.

Galbraith, John Kenneth. 2009 [1954]. *The Great Crash, 1929*. New York: Houghton Mifflin Harcourt.

Godley, Wynne, and L. Randall Wray. 1999. "Can Goldilocks Survive?" Policy Note 1999/4. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.

Hilferding, Rudolf. 1981 [1910]. *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*. London: Routledge and Kegan Paul.

Kelton, Stephanie, and L. Randall Wray. 2004. "The War on Poverty after 40 Years: A Minskyan Assessment." Public Policy Brief No. 78. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.

Kregel, Jan. 2008. *Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the Crisis in the US Subprime Mortgage Market*. Public Policy Brief No. 93. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.

Mehra, Alexander. 2011. "Legal Authority in Unusual and Exigent Circumstances: The Federal Reserve and the Financial Crisis." *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 13 (1): 221.

Minsky, Hyman P. 1965. "The Role of Employment Policy." In *Poverty in America*. Margaret S. Gordon, ed. San Francisco: Chandler Publishing Company.

- . 1991. “The Transition to a Market Economy.” Working Paper No. 66. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.
- . 1996. “Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies.” Working Paper No. 155. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky, Hyman P., and Charles Whalen. 1996. “Economic Insecurity and the Institutional Prerequisites For Successful Capitalism.” Working Paper No. 165. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.
- Moynihan, Daniel Patrick. 1965. *The Negro Family: The Case for National Action*. Office of Policy Planning and Research, US Department of Labor. <http://www.dol.gov/oasam/programs/history/webid-meynihan.htm>.
- Nersisyan, Yeva, and L. Randall Wray. 2010. “The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking.” Working Paper No. 587. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.
- Papadimitriou, Dimitri B., and L. Randall Wray. 1998. “The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform.” *Review of Political Economy* 10(2): 199–225.
- Ricks, Morgan. 2011. “Regulating Money Creation After The Crisis.” *Harvard Business Law Review* 1 (18).
- Sen, Sunanda. 2010. “The Meltdown of the Global Economy: A Keynes-Minsky Episode?” Working Paper No. 623. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.
- Shull, Bernard. 2012. “Too Big To Fail: Motives, Countermeasures, and the Dodd-Frank Response.” Working Paper No. 709. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.
- Strange, Susan. 1997. *Casino Capitalism*. Manchester, UK: Manchester University Press.
- Todd, Walker F. 2002. “Central Banking in a Democracy: The Problem of the Lender of Last Resort.” in Patricia A. McCoy, ed. *Financial Modernization after Gramm-Leach-Bliley*. Newark N.J.: Lexis/Nexis (Matthew Bender & Company, Inc.).
- US Senate. 2011. Permanent Subcommittee on Investigations. Committee on Homeland Security and Government Affairs. *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*. Report prepared by Carl Levin and Tom Coburn. 112th Cong., 1st sess. www.ft.com/cms/fc7d55c8-661a-11e0-9d40-00144feab49a.pdf.

Veblen, Thorstein. 1958. *The Theory of Business Enterprise*. New York: The New American Library of World Literature, Inc.

Wray, L. Randall. 1999. *Surplus Mania: A Reality Check*. Policy Note 1999/3. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 2003. "Can a Rising Tide Raise All Boats? Evidence From the Kennedy-Johnson and Clinton-Era Expansions." In *New Thinking in Macroeconomics: Social, Institutional and Environmental Perspectives*. Jonathan M. Harris and Neva R. Goodwin, eds. Northampton, Mass.: Edward Elgar.

———. 2007. "Fixed and Flexible Exchange Rates and Currency Sovereignty." Working Paper No. 489. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 2008a. *Financial Markets Meltdown: What Can We Learn From Minsky?* Public Policy Brief No. 94. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 2008b. *The Commodities Market Bubble: Money Manager Capitalism and the Financialization of Commodities*. Public Policy Brief No. 96. Annandale-on-Hudson, N.Y.: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 2009. "The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskyan Approach." *Cambridge Journal of Economics* 33 (4): 807–28.