



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 827

**Η προσέγγιση του Minsky για το τραπεζικό σύστημα: Πρώιμο έργο για το χρήμα
ως ενδογενής μεταβλητή και τον συνετό τραπεζίτη**

Του

L. Randall Wray

Levy Economics Institute of Bard College

Ιανουάριος 2015

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 2015. All rights reserved

Περίληψη

Στην παρούσα εργασία διερευνούμε αν στο πρώιμο έργο του ο Hyman Minsky υιοθέτησε μια προσέγγιση του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή την περίοδο που ξεκινούσε την επεξεργασία της υπόθεσης της χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Σε ένα προγενέστερο κείμενό μου (Wray 1992) εξέτασα αναλυτικά τα δημοσιευμένα κείμενα του Minsky για να στηρίξω το επιχείρημα ότι διατηρούσε με συνέπεια την άποψη του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή από τα πρώτα του άρθρα το 1957 έως και την έκδοση του βιβλίου του το 1986, καθώς και στα φυλλάδια που έγραψε το 1987 για την «τιτλοποίηση»). Θα αναφερθώ εν συντομία σε αυτό το δημοσιευμένο έργο. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος της συζήτησης στην παρούσα εργασία θα αφιερωθεί στα πρώιμα αδημοσίευτα χειρόγραφα που υπάρχουν στο αρχείο του Minsky (Minsky 1959, 1960, 1970). Τα χειρόγραφα αυτά δείχνουν ότι ο Minsky είχε αναπτύξει μια βαθιά κατανόηση της φύσης του τραπεζικού συστήματος από πολύ νωρίς στην καριέρα του. Από ορισμένες απόψεις, τα αδημοσίευτα κείμενά του είναι καλύτερα από το δημοσιευμένο έργο του εκείνης της περιόδου (ή ακόμη και των μεταγενέστερων περιόδων) επειδή έχει απογυμνώσει ορισμένες θεσμικές λεπτομέρειες προκειμένου να επικεντρωθεί πιο άμεσα στις βασικές αρχές. Η παρούσα εργασία θα καταστήσει σαφές ότι η προσέγγιση του Minsky απέκλινε σημαντικά από τις μεταπολεμικές «κεϋνσιανές» και «μονεταριστικές» απόψεις που ξεκίνησαν με τον «πολλαπλασιαστική καταθέσεων». Ιδίως το κείμενο του 1970 σκιαγραφεί πώς η προσέγγιση του Minsky διαφέρει από την «κεϋνσιανή» άποψη που παρουσιάζεται στα ακαδημαϊκά συγγράμματα. Επιπλέον, η κατανόηση του Minsky για το τραπεζικό σύστημα εκείνα τα χρόνια φαίνεται να είναι πολύ βαθύτερη από αυτή που εμφανίζεται τρεις ή τέσσερις δεκαετίες αργότερα από με ένα μεγάλο μέρος της μετα-κεϋνσιανής βιβλιογραφίας σχετικά με το χρήμα ως ενδογενής μεταβλητή.

1. Εισαγωγή

Πριν από περίπου 25 χρόνια, έγραψα ένα κείμενο που παρουσίαζε την προσέγγιση του Minsky για τα χρήμα, συνδέοντάς την με την υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Απορρίφθηκε από μια από τις ετερόδοξες οικονομικές επιθεωρήσεις, επειδή ένα από τα μέλη της αξιολόγησης του κειμένου είχε ενστάσεις με τη χρήση του όρου «τιτλοποίηση» που χρησιμοποιούσα και που είχα υιοθετήσει από τον ίδιο τον Minsky για να περιγράψω τη συσκευασία των περιουσιακών στοιχείων (όπως τα ενυπόθηκα δάνεια) σε τίτλους. Το κείμενο δημοσιεύθηκε ένα-δύο χρόνια αργότερα σε ένα αφιέρωμα για τον Minsky με αφορμή την συνταξιοδότησή του από το Πανεπιστήμιο της Ουάσιγκτον (Wray 1992).

Στο κείμενο υποστήριζα ότι ο Minsky είχε υιοθετήσει μια προσέγγιση του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή και την οποία αναβίωσαν οι μετα-Κεϋνσιανοί αναλυτές τη δεκαετία του 1980. Η πιο σημαντική συμβολή στη βιβλιογραφία ήταν το βιβλίο του Basil Moore (Moore 1988), στο οποίο διατύπωσε την «οριζόντια» προσέγγιση για το χρήμα ως ενδογενή μεταβλητή. Η δική μου συνεισφορά (Wray 1990) βασίστηκε στην διδακτορική μου διατριβή που έγραψα υπό την εποπτεία του Minsky μεταξύ 1986-1988 και η οποία ιχνηλατούσε την πρώιμη ιστορία της προσέγγισης από τη διαμάχη

ανάμεσα στη νομισματική και την τραπεζική σχολή και από τον Μαρξ μέχρι τον Keynes και τον Schumpeter. Στη συνέχεια επικεντρώθηκε στην μεταπολεμική ανανέωση της προσέγγισης από τον Kaldor και την επιτροπή Radcliffe μέχρι τους Gurley και Shaw και μετά από τους Minsky, Tobin, Moore και Lavoie.

Σε αντίθεση με κάποιους άλλους μετα-Κεϋνσιανούς οικονομολόγους, συμπεριλαμβάνω στο πλαίσιο της προσέγγισης του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή τόσο τη θεωρία προτίμησης ρευστότητας του Keynes όσο και την υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας του Minsky. Οι υποστηρικτές της «οριζόντιας» προσέγγισης ισχυρίζονται εδώ και αρκετό καιρό ότι η θεωρία προτίμησης ρευστότητας του Keynes ισοδυναμεί με την προσέγγιση IS-LM στα συγγράμματα των κεϋνσιανών όπου η «ζήτηση χρήματος ικανοποιεί τη σταθερή προσφορά χρήματος». Ως εκ τούτου, ήθελαν να απορρίψουν μια προσέγγιση προτίμησης ρευστότητας για τον καθορισμό των επιτοκίων υπέρ μιας προσέγγισης του επιτοκίου ως εξωγενής μεταβλητή. Αν και ποτέ δεν θεώρησα ότι αυτό ήταν αναγκαίο ή ελκυστικό, φαίνεται ότι οι περισσότεροι μετά-Κεϋνσιανοί αναλυτές νιώθουν πλέον άνετα με το επιχείρημα ότι το χρήμα ως ενδογενής μεταβλητή και η θεωρία προτίμησης ρευστότητας είναι συμβατά. Δεχόμαστε το overnight επιτόκιο ως εξωγενής μεταβλητή που καθορίζεται από την πολιτική της κεντρικής τράπεζας, αλλά αφήνουμε στην προτίμηση ρευστότητας να παίζει κάποιο ρόλο στον επηρεασμό άλλων συντελεστών.

Ορισμένοι μετά-Κεϋνσιανοί αναλυτές έχουν επίσης υποστηρίξει ότι η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας του Minsky πρέπει να είναι ασυνεπής με την προσέγγιση του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή. Το βασικό μοντέλο επένδυσης του Minsky υποθέτει ότι οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ένα συνδυασμό εσωτερικών και εξωτερικών κεφαλαίων. Τα εξωτερικά κεφάλαια υπόκεινται στους κινδύνους των δανειστών και των δανειοληπτών, με τους κινδύνους των δανειστών να αντανακλώνονται στο κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης. Όταν η οικονομική επέκταση βρίσκεται σε εξέλιξη, οι επιχειρήσεις και οι τραπεζίτες που τις χρηματοδοτούν αποδέχονται πρόθυμα να αναλάβουν μια πιο ριψοκίνδυνη θέση (είναι γνωστή η διάκριση του Minsky ανάμεσα στις χρηματοοικονομικές κατηγορίες αντιστάθμισης (hedge), κερδοσκοπικής και «πόνζι» («Ponzi»). Ο Minsky υποστήριξε ότι κατά τη διάρκεια της επέκτασης, η χορήγηση χρηματοδότησης μπορεί να γίνει λιγότερο από τέλεια ελαστική, καθώς αυξάνονται τα επιτόκια δανεισμού. Η άνοδος των επιτοκίων ή/και τα απογοητευτικά έσοδα μπορεί να προκαλέσουν επιδείνωση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων πέρα από ό, τι ήταν επιθυμητό, ακόμη και στο σημείο όπου η επένδυση μειώνεται και η επέκταση μετατρέπεται σε ύφεση. Αυτό, μέσω της εξίσωσης κέρδους του Kalecki, χειροτερεύει ακόμη περισσότερο την χρηματοοικονομική κατάσταση, επειδή οι χαμηλότερες επενδύσεις, all else equal, μειώνουν τα κέρδη. Επιπλέον, αν παρουσιάζεται πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ή στο ισοζύγιο του κρατικού προϋπολογισμού, τα κέρδη μειώνονται ακόμη και αν δεν μειωθούν οι επενδύσεις. Για τους λόγους αυτούς, η χρηματοοικονομική θέση γενικά επιδεινώνεται, καθώς κορυφώνεται η επέκταση της οικονομίας.

Στους υποστηρικτές της «οριζόντιας» προσέγγισης δεν άρεσε αυτή τη ερμηνεία για δύο λόγους. Πρώτον, η ακραία «οριζόντια» θέση ήταν ότι οι τράπεζες απλά παίρνουν

το εξωγενώς καθορισμένο overnight επιτόκιο που διαμόρφωσε η κεντρική τράπεζα και στη συνέχεια προσθέτουν μια προσαύξηση για τον προσδιορισμό του επιτοκίου δανεισμού, με την παροχή πιστώσεων μέσω τραπεζικών δανείων να είναι απείρως ελαστική σε αυτό το ρυθμό. Ως εκ τούτου, η προσέγγιση του Minsky φαίνεται να υπονοεί κάποια σταθερή ποσότητα χρηματοδότησης (ορισμένοι αναλυτές όπως ο Lavoie ισχυρίζονται ακόμη και ότι ο Minsky υιοθέτησε μια προσέγγιση δανειακών κεφαλαίων που καθοδηγούνται από τις αποταμιεύσεις), που ερχόταν σε αντίθεση με την προσέγγιση του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή. Επιπλέον, ορισμένοι επικριτές υιοθέτησαν επίσης μια μορφή του νόμου του Say σχετικά με τις επενδύσεις, υποστηρίζοντας ότι αφού οι επενδύσεις δημιουργούν ισοδύναμα κέρδη, all else equal, τότε τα έσοδα των επιχειρήσεων δεν θα μπορούσαν ποτέ να είναι απογοητευτικά. Οι επιχειρήσεις μπορούν να είναι πάντα σε θέση να εξυπηρετούν όλες τις εξωτερικές χρηματοδοτήσεις, επειδή η επένδυση δημιουργεί τα κέρδη που απαιτούνται για την εξόφληση του χρέους προς τις τράπεζες.

Σημειώστε ότι η προσέγγιση του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή αφορά κυρίως την εμπορική δραστηριότητα της τράπεζας, με τις τράπεζες να δημιουργούν καταθέσεις όψεως όταν χορηγούν βραχυπρόθεσμα δάνεια προς τις επιχειρήσεις ή τα νοικοκυριά. Από την άλλη πλευρά, η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας του Minsky αφορούσε τη χρηματοδότηση των επενδύσεων, που είναι η κατάλληλη αρμοδιότητα των επενδυτικών και όχι των εμπορικών τραπεζών. Κατά τη διάρκεια της περιόδου που ο Minsky διαμόρφωνε την υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας, οι ΗΠΑ διατηρούσαν αυστηρό διαχωρισμό μεταξύ εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών. Για κάποιο λόγο, η διάκριση αυτή δεν αναγνωρίστηκε από εκείνους που επέκριναν τον Minsky. Σε ένα μεγάλο μέρος της μετά-κεϋνσιανής βιβλιογραφίας, η αντιμετώπιση του θέματος της χρηματοδότησης των επενδύσεων ήταν στην καλύτερη περίπτωση υποτυπώδης. (Εξάιρεση αποτελεί ο Paul Davidson.) Η επένδυση θεωρείται σε μεγάλο βαθμό ότι χρηματοδοτείται εσωτερικά από τα αδιανέμητα κέρδη. Στην περίπτωση αυτή, οι εμπορικές τράπεζες χορηγούν τα βραχυπρόθεσμα δάνεια προς τους παραγωγούς επενδυτικών αγαθών. Η συνολική μισθολογική δαπάνη του εν λόγω τομέα δημιουργεί τα κέρδη τα οποία στη συνέχεια χρησιμοποιούνται για την εσωτερική χρηματοδότηση των επενδύσεων. Αυτό μπορεί να είναι θεωρητικά δυνατό, αλλά δεν συμβαδίζει με την εμπειρική πραγματικότητα του ότι οι επιχειρήσεις αναλαμβάνουν μακροπρόθεσμα χρέη για να χρηματοδοτήσουν θέσεις σε πραγματικά και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Αυτή η άποψη ειδικότερα δεν συνεισφέρει καθόλου στη διαφώτιση της δεκαετίας του 1980 όπου υπήρξε έκρηξη των συγχωνεύσεων και των εξαγορών (ιδίως των μοχλευμένων εξαγορών). Αυτές οι «καινοτομίες» μόχλευσαν σκόπιμα τις ροές εισοδήματος των επιχειρήσεων με τεράστια επίπεδα χρέους, καθώς οι χρηματοοικονομικές θέσεις μετακινήθηκαν από την αντιστάθμιση σε κερδοσκοπικές και «πόντζι» θέσεις. Η άποψη του Minsky για την Γουόλ Στριτ που αναπτύχθηκε από τη δεκαετία του 1950 ήταν προφητική και έγινε ολοένα και πιο χρήσιμη για την κατανόηση αυτών των τάσεων. Αντίθετα, ο «οικονομικός νόμος του Say» βασισμένος στην εξίσωση Kalecki για κέρδη-επενδύσεις αγνοεί αυτά τα θέματα.

Στην παρούσα εργασία επανεξετάζω μόνο το κύριο υποβόσκον ζήτημα, που είναι το ερώτημα αν ο Minsky υιοθέτησε μια προσέγγιση του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή στο πρώιμο έργο του, δηλαδή την περίοδο που ξεκίνησε να διατυπώνει

την υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Αν έκανε κάτι τέτοιο, από μόνο του δεν αποδεικνύει ότι η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας είναι συνεπής με την προσέγγιση του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή. Ούτε διαψεύδει τον ισχυρισμό ότι υπάρχει νόμος Say στην χρηματοοικονομική. Θα μπορούσαν να γίνουν και οι δύο αυτές επικρίσεις ανεξαρτήτως αν κατείχε ή όχι ο Minsky μια προσέγγιση του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή. Έχω υποστηρίξει αλλού, ωστόσο, ότι οι θέσεις αυτές δεν αντέχουν σε κριτική. Στην πραγματικότητα, η υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας του Minsky στηρίζεται αποφασιστικά στην προσέγγιση του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή και η προσέγγιση με βάση του νόμου του Say κάποιων μετά-Κεϋνσιανών είναι σοβαρά ελαττωματική. Όπως και να 'χει, στην παρούσα εργασία δεν μπορούμε να αναφερθούμε λεπτομερώς σε αυτές τις επικρίσεις.

2. Ο Minsky εναντίον «κευνσιανών» και το χρήμα ως ενδογενής μεταβλητή

Σε ένα προγενέστερο κείμενό μου (Wray 1992) εξέτασα αναλυτικά τα δημοσιευμένα κείμενα του Minsky για να στηρίξω το επιχείρημα ότι διατηρούσε με συνέπεια την άποψη του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή από τα πρώτα του άρθρα το 1957 έως και την έκδοση του βιβλίου του το 1986, καθώς και στα φυλλάδιο που έγραψε το 1987 για την «τιτλοποίηση»). Θα αναφερθώ εν συντομία σε αυτό το δημοσιευμένο έργο. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος της συζήτησης στην παρούσα εργασία θα αφιερωθεί στα πρώιμα αδημοσίευτα χειρόγραφα που υπάρχουν στο αρχείο του Minsky (Minsky 1959, 1960, 1970).

Μετά τον θάνατό του Minsky το 1996, συνέβαλα στην οργάνωση του αρχείου του και ανακάλυψα ότι είχε ξεκινήσει αρκετά εκτεταμένα κείμενα που στόχευαν να γίνουν βιβλία. Ένα από αυτά τα κείμενα ήταν για τη φτώχεια, το οποίο συμπληρώσαμε με άλλα συναφή έργα και δημοσιεύσαμε το 2012. Ένα άλλο αποτελείτο από μια σειρά από κεφάλαια γραμμένα στις αρχές του 1990 για την «ανασύσταση του χρηματοπιστωτικού συστήματος», που στόχευε στο να εκδοθεί ως μονογραφία (βλ Wray 2010). Υπήρχαν επίσης ημιτελή χειρόγραφα από την πρώιμη καριέρα του, που ίσως να στόχευαν στην δημοσίευση κάποιο συγγράμματος με θέμα «το χρήμα και τον τραπεζικό τομέα». Το χειρόγραφο του 1959, που αποτελεί τη βάση για την παρούσα εργασία, μπορεί να ήταν μέρος αυτού του έργου. Στη δεκαετία του 1960 ο Minsky δούλεψε επίσης πάνω σε έργα που διερευνούσαν την τραπεζική εποπτεία και τη ρύθμιση—ένα για το Συμβούλιο των Διοικητών του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος (Minsky 1966/1970) και ένα άλλο για τις χρηματοπιστωτικές εποπτικές αρχές της Πολιτείας της Καλιφόρνια (Minsky 1965), Ως εκ τούτου, είναι πιθανό ότι το εν λόγω χειρόγραφο ήταν επίσης μέρος εκείνων των έργων, αν και δεν φαίνεται ότι το χειρόγραφο είδε ποτέ το φως της δημοσιότητας. Ένα άλλο κείμενο από το οποίο θα αντλήσω στοιχεία ήταν ένα φυλλάδιο του 1960 που γράφτηκε για τους φοιτητές του. Το τελευταίο κείμενο αφορά ένα χειρόγραφο που παρουσίασε στο Queens University του Μπέλφαστ και προοριζόταν ως Working Paper για το Πανεπιστήμιο της Ουάσιγκτον.

Εν πάση περιπτώσει, αυτά τα χειρόγραφα δείχνουν ότι ο Minsky είχε αναπτύξει από πολύ νωρίς στην καριέρα του μια βαθιά κατανόηση της φύσης του τραπεζικού

συστήματος. Από ορισμένες απόψεις, τα αδημοσίευτα κείμενά του είναι καλύτερα από το δημοσιευμένο έργο του εκείνης της περιόδου (ή ακόμη και των μεταγενέστερων περιόδων) επειδή έχει απογυμνώσει ορισμένες θεσμικές λεπτομέρειες προκειμένου να επικεντρωθεί πιο άμεσα στις βασικές αρχές. Η παρούσα εργασία θα καταστήσει σαφές ότι η προσέγγιση του Minsky απέκλινε σημαντικά από τις μεταπολεμικές «κεϋνσιανές» και «μονεταριστικές» απόψεις που ξεκίνησαν με τον «πολλαπλασιαστή καταθέσεων». Ιδίως το κείμενο του 1970 σκιαγραφεί πώς η προσέγγιση του Minsky διαφέρει από τη «κεϋνσιανή» άποψη που παρουσιάζεται στα ακαδημαϊκά συγγράμματα. Επιπλέον, η κατανόηση του Minsky για το τραπεζικό σύστημα εκείνα τα χρόνια φαίνεται να είναι πολύ βαθύτερη από αυτή που εμφανίζεται τρεις ή τέσσερις δεκαετίες αργότερα από ένα μεγάλο μέρος της μετα-κεϋνσιανής βιβλιογραφίας σχετικά με το χρήμα ως ενδογενής μεταβλητή.

Γιατί είναι όλα αυτά σημαντικά σήμερα; Πρώτον, διότι πολλοί οικονομολόγοι παραμένουν σε κατάσταση σύγχυσης σχετικά με την τραπεζική δραστηριότητα. Για παράδειγμα, ο Paul Krugman έχει προσφάτως αναφερθεί στον Minsky σε αρκετά από τα άρθρα του στο μπλογκ για την εφημερίδα «New York Times». Ο Krugman είναι ένας «δημόσιος διανοούμενος», το πιο γνωστό και σημαντικό δημόσιο πρόσωπο του «κεϋνσιανισμού» και υιοθετεί τις παλιές απόψεις για την «τράπεζα ως μεσάζων μεταξύ αποταμιευτών και επενδυτών» και τον «πολλαπλασιαστή καταθέσεων» στην κριτική του για τον Minsky. Επίσης, συνδέει αυτές τις απόψεις με τα επιχειρήματα για τα δανειζόμενα κεφάλαια και με το υπόδειγμα IS-LM. Οι απόψεις του Krugman βρίσκονται σήμερα πολύ κοντά στις κεϋνσιανές απόψεις που επικρατούσαν τη δεκαετία του 1960 και, ως εκ τούτου, εκφράζουν μια ιδιαίτερα ξεκάθαρη και ενημερωμένη «κεϋνσιανή» άποψη. Προκειμένου να συνδέσω μεταξύ τους τις απόψεις του, θα αναφερθώ σε τρία από τα άρθρα του στα μπλογκ και στη συνέχεια θα τα αντιπαραθέσω με τις απόψεις του Minsky που διατυπώθηκαν τη δεκαετία του 1960.

Είχα μια ιδέα: η τραπεζική είναι το σημείο όπου συναντιέται η αριστερά με τη δεξιά. Τόσο οι Αυστριακοί, που πιστεύουν πως ό, τι κάνει η αγορά είναι σωστό εκτός κι αν αφορούν την τραπεζική κλασματικών αποθεματικών, η οποία είναι κατά κάποιο τρόπο φρικτή, όσο και οι αυτοαποκαλούμενοι πραγματικοί ακόλουθοι του Minsky βλέπουν τις τράπεζες ως ιδρύματα που είναι κατά κάποιο τρόπο έξω από τους κανόνες που ισχύουν για την υπόλοιπη οικονομία, που, για καλό ή για κακό, διαθέτουν μοναδικές δυνάμεις. Εγώ μάλλον δεν τα βλέπω έτσι τα πράγματα ... Διότι σε τελική ανάλυση, οι τράπεζες δεν μεταβάλλουν τη βασική έννοια των επιτοκίων όπως καθορίζονται από την προτίμηση ρευστότητας και τα δανειακά κεφάλαια. Ναι, εννοώ και τα δύο από τα παραπάνω, διότι το μήνυμα του μοντέλου IS-LM είναι ότι και οι δύο απόψεις, αν γίνουν σωστά κατανοητές, είναι σωστές. Οι τράπεζες δεν δημιουργούν ζήτηση από το πουθενά, όπως δεν δημιουργεί ζήτηση κάποιος με την επιλογή του να ξοδεύει περισσότερα. Και οι τράπεζες είναι απλά ένας διάυλος που συνδέει τους δανειστές με τους δανειολήπτες (<http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/27/banking-mysticism/>).

Αν αποφασίσω να περικόψω τις δαπάνες μου και να τοποθετήσω τα κεφάλαια που διαθέτω σε μια τράπεζα, η οποία τα δανείζει σε κάποιον άλλο, αυτό δεν αντιπροσωπεύει καθαρή αύξηση της ζήτησης. Ναι, σε ορισμένες (πολλές) περιπτώσεις, ο δανεισμός συνδέεται με την υψηλότερη ζήτηση, διότι οι πόροι μεταφέρονται σε ανθρώπους που έχουν μεγαλύτερη τάση να ξοδεύουν ...
<http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/27/minsky-and-methodology-wonkish/>).

Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τον Krugman, οι τράπεζες μπορούν να αυξήσουν τη ζήτηση με το να δανείζουν τις αποταμιεύσεις των ατόμων με χαμηλή τάση να δαπανούν σε όσους έχουν μεγαλύτερη τάση να ξοδεύουν. Δεν δημιουργούν πραγματικά υψηλότερη αγοραστική δύναμη, αλλά απλά μεταφέρουν τη δύναμη σε αυτούς που είναι πρόθυμοι να τη χρησιμοποιήσουν.

Καθώς διαβάζω διάφορα πράγματα για την τραπεζική ...συναντώ συχνά την άποψη ότι οι τράπεζες μπορούν να δημιουργήσουν πίστωση από το πουθενά. Υπάρχει σφοδρή άρνηση στην πρόταση ότι ο δανεισμός των τραπεζών περιορίζεται από τις καταθέσεις τους ή ότι η νομισματική βάση δεν παίζει κανένα σημαντικό ρόλο. Οι τράπεζες, μας λένε, δεν διατηρούν σχεδόν καθόλου αποθεματικά (που είναι αλήθεια), οπότε η δημιουργία ή η καταστροφή των αποθεμάτων από την Fed δεν έχει καμία επίδραση. Αυτό είναι τελείως λάθος ...

Πρώτα απ' όλα, στην πραγματικότητα κάθε μεμονωμένη τράπεζα πρέπει να δανείζει τα χρήματα που δέχεται ως καταθέσεις. Οι άνθρωποι που είναι υπεύθυνοι για τη χορήγηση δανείων δεν μπορούν απλά να εκδίδουν επιταγές από το πουθενά. Όπως οι εργαζόμενοι σε κάθε ίδρυμα χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, πρέπει να αγοράσουν περιουσιακά στοιχεία με τα κεφάλαια που διαθέτουν. Ελπίζω ότι αυτό δεν είναι αμφιλεγόμενο, αν και με βάση τις συζητήσεις που συνήθως λαμβάνουν χώρα για τις τράπεζες, υποθέτω ότι ακόμη και αυτή η πρόταση θα προκαλέσει οργή.

Αλλά ο συνήθης ισχυρισμός έχει ως εξής: Οκ, αυτό αληθεύει για κάθε μεμονωμένη τράπεζα, αλλά τα χρήματα που δανείζουν οι τράπεζες απλά καταλήγουν ως καταθέσεις σε άλλες τράπεζες, έτσι δεν υπάρχει κανένας πραγματικός περιορισμός στον ισολογισμό του τραπεζικού δανεισμού και ούτε κανένας αποθεματικός περιορισμός άξιος αναφοράς.

Αυτό ακούγεται καλύτερα, αλλά είναι επίσης τελείως λάθος.

Ναι, ένα δάνειο συνήθως καταλήγει ως καταθέσεις σε άλλη τράπεζα, αλλά ο αποδέκτης του δανείου μπορεί μερικές φορές να αποσύρει γρήγορα τα κεφάλαια, όχι σε επιταγή, αλλά σε νόμισμα. Και το νόμισμα είναι σε περιορισμένη προσφορά, με το όριο να καθορίζεται από τις αποφάσεις του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού. Έτσι, δεν

υπάρχει στην πραγματικότητα καμία αυτόματη διαδικασία με την οποία η αύξηση των τραπεζικών δανείων παράγει επαρκή αύξηση των καταθέσεων στην πλάτη αυτών των δανείων, ενώ ένας βασικός περιοριστικός παράγοντας στο μέγεθος των ισολογισμών των τραπεζών είναι το ποσό της νομισματικής βάσης που δημιουργεί το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό ακόμη και αν οι τράπεζες δεν κατέχουν καθόλου αποθέματα.

Όπως θα δούμε, ο Minsky δεν βλέπει τις «τράπεζες ως ιδρύματα που είναι κατά κάποιο τρόπο έξω από τους κανόνες που ισχύουν για την υπόλοιπη οικονομία...», όπως ισχυρίζεται ο Krugman. Ωστόσο, σύμφωνα με τον Minsky, οι τράπεζες δεν «δανείζουν» αποταμιεύσεις ούτε περιορίζεται ο δανεισμός τους από τις καταθέσεις ή τα αποθεματικά. Οι υπεύθυνοι δανείων δεν δανείζουν κεφάλαια δωρεάν, αλλά ναι, δημιουργούν πίστωση από το πουθενά. Η κεντρική τράπεζα δεν περιορίζει το νόμισμα, οπότε δεν είναι αυτός ο περιορισμός της ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες. Πράγματι, θα δούμε ότι κάθε δήλωση που έκανε ο Krugman σχετικά με τον Minsky και για τον τρόπο που λειτουργούν οι τράπεζες είναι λάθος.

Για παράδειγμα, ο Minsky (1960) εξηγεί τη δημιουργία χρήματος από τις τράπεζες από το πουθενά στο φυλλάδιο που έγραψε για τους φοιτητές του στο Μπέρκλεϊ το 1960:

Μια εμπορική τράπεζα δανείζει, πιστώνοντας τον δανειολήπτη με μια κατάθεση όψεως και επενδύει είτε με την πίστωση ενός πωλητή τίτλου με μια κατάθεση όψεως ή με μια επιταγή στον εαυτό της προς όφελος του πωλητή τίτλου. Η τράπεζα αναμένει ότι ο δανειολήπτης ή ο πωλητής του τίτλου που θα πιστωθεί με κατάθεση θα χρησιμοποιήσει τα κεφάλαια πολύ σύντομα μετά τη δημιουργία της κατάθεσης όψεως. Αυτό θα οδηγήσει στο κόψιμο επιταγών από την αρχική τράπεζα.

Σε ένα τραπεζικό σύστημα με πολλές τράπεζες, όπως το αμερικανικό τραπεζικό σύστημα, η προσδοκία είναι ότι οι επιταγές από οποιαδήποτε συγκεκριμένη τράπεζα θα κατατεθούν σε άλλη τράπεζα. Η τράπεζα από την οποία κόπηκε η επιταγή θα πρέπει να καταβάλει στην τράπεζα στην οποία κατατέθηκε η επιταγή το ανάλογο χρηματικό ποσό. Η πληρωμή πραγματοποιείται με τη μεταφορά αποθεματικών ή με χρήμα του τραπεζίτη. Σε μια ενεργή κοινότητα συναλλαγών, προκύπτει συμψηφισμός των απαιτήσεων για πληρωμές ανάμεσα στις τράπεζες. Οι τραπεζίτες είναι αρκετά έξυπνοι ώστε να δημιουργήσουν ένα σύστημα συμψηφισμού, έτσι ώστε μόνο η διαφορά μεταξύ των πληρωμών από μια τράπεζα και των πληρωμών προς μια τράπεζα γίνεται με τη μορφή χρηματικών αποθεμάτων. (Αν μια τραπεζική επιταγή κατατεθεί στην ίδια τράπεζα από την οποία εκδόθηκε, η όλη συναλλαγή είναι εσωτερική προς την τράπεζα: ο λογαριασμός του εκδότη μειώνεται και ο λογαριασμός του καταθέτη αυξάνεται.)

Ο Minsky (1960) υποστηρίζει στη συνέχεια ότι αν όλες οι τράπεζες επεκτείνονται με τέτοιο ρυθμό ώστε καμία δεν βιώνει καθαρές ζημιές των αποθεμάτων μέσω

συμψηφισμού (η κάθε μια τράπεζα αποκτά αποθέματα τις καταθέσεις επιταγών που εκδόθηκαν από άλλες τράπεζες, αλλά χάνει αποθεματικά όταν οι δικές της επιταγές κατατίθενται σε άλλες τράπεζες), τότε δεν υπάρχει κανένα όριο στην ικανότητά τους να επεκτείνουν τα δάνεια και τις καταθέσεις, ακριβώς σε αντίθεση με ό, τι πιστεύει ο Krugman:

Μέσα σε ένα τραπεζικό σύστημα με σταθερό ποσό καταθέσεων και κατανομής πελατών, και υποθέτοντας ότι δεν λαμβάνουν χώρα εντυπωσιακές αλλαγές στην οικονομία, μια συγκεκριμένη τράπεζα θα προσδοκά ότι, μακροπρόθεσμα, η αξία των επιταγών που αναγράφεται σε αυτές και η αξία των επιταγών που έχουν κατατεθεί θα είναι ίσες. Κατά μέσο όρο, μια τράπεζα σε ένα τέτοιο περιβάλλον δεν θα έχει απώλειες συμψηφισμού. Ωστόσο, θα υπάρχουν τυχαίες, εποχιακές και κυκλικές μετατοπίσεις των καταθέσεων μεταξύ των τραπεζών. Για να είναι σε θέση να καλύψουν τις απώλειες συμψηφισμού που προκύπτουν από τέτοιες αλλαγές, ένας συνετός τραπεζίτης θα επιδιώκει πάντα να διατηρεί κάποια ελάχιστη αναλογία αποθεματικού χρήματος στις καταθέσεις του και θα προσπαθεί πάντα να έχει το χαρτοφυλάκιο των ενεργητικών περιουσιακών στοιχείων του τοποθετημένο με τέτοιο τρόπο ώστε να μπορεί να αποκτήσει επιπλέον αποθεματικό χρήμα όταν χρειαστεί, χωρίς μεγάλο κόστος.

Στη συνέχεια του κειμένου, ο Minsky συνδέει σωστά την ανάγκη των αποθεματικών για εκκαθάριση με την προσπάθεια των τραπεζών να διατηρήσουν μια σχετικά σταθερή αναλογία αποθεματικού προς καταθέσεις:

Από την οπτική γωνία ενός τραπεζίτη, ο σκοπός του αποθεματικού είναι να επιτρέψει σε έναν τραπεζίτη να ανταποκριθεί στην αποστράγγιση των εκκαθαρίσεων λόγω της συμπεριφοράς των δευτεροβάθμιων καταθετών. Κάθε τραπεζίτης, για να προστατεύσει την ικανότητά του να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις που οφείλονται, θα καθορίσει μια ελάχιστη τιμή για αυτή την αναλογία, κάτω από την οποία δεν θέλει να την δει να πέφτει.

Αυτό δεν οφείλεται στο γεγονός ότι οι τράπεζες δανείζουν είτε αποθεματικά είτε καταθέσεις προς τους δανειολήπτες. Μάλιστα, ο Minsky εξετάζει προσεκτικά την περίπτωση της μεμονωμένης τράπεζας που δέχεται μια κατάθεση και υποστηρίζει (ενάντια της τυπικής εξήγησης των οικονομικών συγγραμμάτων) ότι η μεμονωμένη τράπεζα δεν αυξάνει την προσφορά χρήματος καθώς αυξάνει τα δάνεια και τα αποθεματικά. Για τον Minsky, τα αποθέματα δεν αποτελούν μια «πρώτη ύλη» από την οποία διαμορφώνονται τα δάνεια, αλλά αντιθέτως, διακρατούνται έναντι δυσμενούς εκκαθάρισης. Πόσα ακριβώς αποθέματα πρέπει να διακρατηθούν είναι κάτι που εξαρτάται από τις θεσμικές ρυθμίσεις. (Στη συνέχεια ο Minsky αντιμετωπίζει την περίπτωση των ΗΠΑ, που είχε νομικά αναλογίες που ποίκιλαν για τις κεντρικές αποθεματικές τράπεζες στις μεγάλες πόλεις, τις αποθεματικές τράπεζες στις μεγάλες πόλεις και τις τράπεζες της χώρας, και εξετάζει την περίπτωση των τραπεζών που δεν είναι μέλη και που διατηρούν καταθέσεις στις μεγάλες αποθεματικές τράπεζες των πόλεων που ήταν μέλη της του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος).

Οι απόψεις που διατύπωσε ο Minsky τη δεκαετία του 1960 αντέχουν στον χρόνο. Ο ίδιος έγραφε σε μια εποχή κατά την οποία η Ομοσπονδιακή Τράπεζα στόχευε τα επιτόκια, αλλά δεν ανακοίνωνε ποια ήταν τα επίπεδα που στόχευε. Ανάγκαζε τις αγορές να «εντοπίσουν» το στόχο, παρέχοντας αποθεματικά από την «προεξοφλητική θυρίδα» (discount window) και σε ανοικτές αγορές για να διατηρήσει τα επιτόκια σε διακριτικά όρια που ήταν άγνωστα στις αγορές. Οι τράπεζες προωθούσαν καινοτομικές λύσεις για να ξεπεράσουν τους περιορισμούς όπως, για παράδειγμα, με την επέκταση της αγοράς των ομοσπονδιακών κεφαλαίων (όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο άρθρο του [Minsky 1957], αυτή η τακτική έκανε πιο οικονομική τη χρήση των αποθεματικών), με τη χρήση του «liability management» (ενθαρρύνοντας τους καταθέτες να μετακινηθούν σε προθεσμιακές καταθέσεις με χαμηλότερες αναλογίες αποθεματικών) και με τη μετακίνηση των καταθέσεων και των αποθεματικών μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών τραπεζών (οι οποίες είχαν διαφορετικές αναλογίες αποθεματικών). Ωστόσο, ο Minsky αναγνώρισε πλήρως τους λόγους γι' αυτές τις ενέργειες, που δεν ήταν παρά η προσπάθεια να επιτραπεί στις τράπεζες να καλύπτουν τις απαιτούμενες αναλογίες αποθεματικών και να εξασφαλίσουν ότι θα μπορούσαν να προβούν σε εκκαθάριση με άλλες τράπεζες και με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα. Ο Minsky δεν δέχθηκε την απλή ιστορία του πολλαπλασιαστή καταθέσεων. Μάλιστα, υποστήριξε ότι, ελλείψει νομικών απαιτήσεων, οι τράπεζες θα μπορούσαν, αν ήθελαν, να επεκτείνουν τα δάνεια και τις καταθέσεις μαζί χωρίς όριο. Ο Minsky είχε καλύτερη κατανόηση αυτών των θεμάτων στα τέλη της δεκαετίας του 1950 απ' ό,τι έχουν σήμερα οι περισσότεροι οικονομολόγοι, συμπεριλαμβανομένων και του Krugman.

3. Ο Minsky και η συνετή τραπεζική

Ο δεύτερος λόγος για την επιστροφή στα πρώιμα γραφτά του Minsky είναι για να κατανοήσουμε πώς λειτουργεί ο «συνετός τραπεζίτης». Έτσι, μπορούμε να συγκρίνουμε τις απόψεις του γύρω από αυτό το θέμα με το χρηματοπιστωτικό σύστημα που κατέρρευσε το 2008 για να αποδείξουμε πόσο μακριά απέχουμε σήμερα από τις πρακτικές του «συνετού τραπεζίτη». Στις αρχές του 1990, ο Minsky ξεκίνησε μια εργασία που την ονόμασε «Η ανασύσταση της χρηματοδότησης για την προώθηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας». Αυτή η πρώιμη εργασία δείχνει την κατεύθυνση που χρειάζεται να πάρει η ανασύσταση, προκειμένου να επιστρέψουμε σε ένα χρηματοπιστωτικό μοντέλο που βασίζεται στην συνετή τραπεζική. Ακολουθούν στη συνέχεια εκτενή αποσπάσματα από το κείμενο του Minsky το 1959, μαζί με σχόλια και σύντομες φράσεις.

Το 1957 ο Minsky είχε δημοσιεύσει μια εργασία που έδειχνε πώς η ανάπτυξη της αγοράς των ομοσπονδιακών κεφαλαίων επιτρέπει σε ένα δεδομένο επίπεδο των συνολικών τραπεζικών αποθεματικών να στηρίξει μια μεγαλύτερη επέκταση των καταθέσεων και πως οι συμφωνίες επαναγοράς επιτρέπουν σε ένα δεδομένο όγκο των καταθέσεων όψεως να στηρίζουν μια μεγαλύτερη ποσότητα τραπεζικών δανείων (βλ Minsky 1957 και Wray 1992). Γενικότερα, οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες επιτρέπουν στις τράπεζες το «τέντωμα» της ρευστότητας, καθώς χορηγούν δάνεια με την έκδοση υποχρεώσεων, οδηγώντας τις αναλογίες περιουσιακών στοιχείων προς αποθεματικά και τις αναλογίες δανείων προς ίδια κεφάλαια σε υψηλότερα ποσοστά

μέσω της συμπεριφοράς της εξοικονόμησης αποθεματικών. Με τον τρόπο αυτό, ο Minsky εξηγούσε γιατί δεν πρέπει να αποδεχθούμε την ιδέα του σταθερού «πολλαπλασιαστή καταθέσεων» και γιατί αυτές οι καινοτομίες θα είχαν την τάση να μειώνουν τη ρευστότητα και ενδεχομένως να αυξήσουν τους κινδύνους της χρηματοοικονομικής αστάθειας. Είναι σαφές σε αυτή την εργασία ότι ο Minsky αναγνώριζε ότι οι τραπεζικές υποχρεώσεις αυξάνονται καθώς χορηγούνται δάνεια και, με δεδομένο το γεγονός ότι ορισμένα από αυτά συνυπολογίζονται στον ορισμό της προσφοράς χρήματος, η προσφορά χρήματος θα αναπτύσσεται με τον δανεισμό και τις δαπάνες. Αυτή είναι η βασική ιδέα πίσω από το χρήμα ως ενδογενής μεταβλητή, που αντιστρέφει την κατεύθυνση της αιτιώδους συνάφειας που συνδέεται με τον μονεταρισμό – οι δαπάνες «δημιουργούν» χρήμα.

Τέλος, ο Minsky περιέγραψε επίσης μια περίπλοκη σχέση μεταξύ καινοτομίας και επιτοκίων. Η άνοδος των επιτοκίων ενθαρρύνει την χρηματοοικονομική καινοτομία, η οποία οφείλεται εν μέρει στις θεσμικές ρυθμίσεις που υπήρχαν στις ΗΠΑ εκείνη την περίοδο (συμπεριλαμβανομένης της Ρύθμισης Q που όριζε το ανώτατο όριο για τα επιτόκια καταθέσεων), με αποτέλεσμα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να καινοτομούν προκειμένου να ξεπεράσουν τους περιορισμούς που ήταν σε ισχύ. Ωστόσο, οι καινοτομίες επέτρεψαν επίσης στις τράπεζες να επεκτείνουν την παροχή πιστώσεων για την κάλυψη της αυξανόμενης ζήτησης. Με αυτόν τον τρόπο, η υψηλότερη ζήτηση για δάνεια δεν θα οδηγούσε υποχρεωτικά τα επιτόκια για τα δάνεια σε υψηλότερα επίπεδα. Ακόμη πιο σημαντικό, ο Minsky υποστήριξε ότι αυτές οι καινοτομίες έκαναν πιο δύσκολη την προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών να περιορίσουν τον δανεισμό. Επιπλέον, καθώς οι καινοτομίες «τέντωναν» την ρευστότητα και η κεντρική τράπεζα παραμένει σε θέση να ενεργεί ως δανειστής έσχατης ανάγκης σε περίπτωση που προκύψουν προβλήματα, η παρέμβαση «επικυρώνει» τις καινοτομίες. Με άλλα λόγια, τα ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θέτουν όλο και περισσότερες πιέσεις προς την κεντρική τράπεζα, η πολιτική της οποίας καθορίζεται ενδογενώς, καθώς προσπαθεί να προστατεύσει την ακεραιότητα του συστήματος.

Όλα αυτά θα ακούγονται πολύ οικεία σε όσους γνωρίζουν το μεταγενέστερο έργο του Minsky στο οποίο συνέχισε να αναπτύσσει την υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Ωστόσο, σε ορισμένα σημεία, το κείμενο του 1959 είναι ακόμη πιο αποκαλυπτικό καθώς ο Minsky επικεντρώνεται στη φύση της συνετούς τραπεζικής, παρά σε συγκεκριμένες καινοτομίες και στα αποτελέσματα πίσω από τα κίνητρα της παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών. Θα υπενθυμίσουμε, για ότι ακολουθεί, ότι ένας από τους μεταγενέστερους ισχυρισμούς του Minsky είναι ότι «ο καθένας μπορεί να δημιουργήσει χρήμα» και ότι μπορούμε να αναλύσουμε κάθε οικονομική μονάδα σαν να ήταν μια τράπεζα που εκδίδει υποχρεώσεις για να λάβει θέσεις σε στοιχεία ενεργητικού. Ωστόσο, οι τράπεζες είναι ξεχωριστές οντότητες και πρέπει να λειτουργούν με βάση συνετές αρχές.

Όπως κάθε επιχείρηση, μια τράπεζα επιδιώκει κέρδη, ενώ αντιμετωπίζει περιορισμούς τόσο ρευστότητας όσο και φερεγγυότητας, οι οποίοι ουσιαστικά είναι πιο σοβαροί για τις τράπεζες από ό, τι για άλλους είδους επιχειρήσεις:

Μια εμπορική τράπεζα είναι μια επιχείρηση. Ο σκοπός της διοίκησης μιας τράπεζας είναι παρόμοιος με το στόχο της διοίκησης οποιασδήποτε άλλης επιχείρησης, που δεν είναι άλλος από τη μεγιστοποίηση του κέρδους, ενώ παράλληλα δίνει τη δέουσα προσοχή στους διάφορους περιορισμούς εντός των οποίων δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Στον τραπεζικό τομέα, τα επιχειρηματικά εμπόδια αφορούν τη διατήρηση της ρευστότητας (τη δυνατότητα της αποπληρωμής του οφειλόμενου χρέους) και τη φερεγγυότητα (η συνεχής ύπαρξη θετικής καθαρής θέσης). Εκτός από αυτούς τους περιορισμούς, μια τράπεζα υπόκειται σε νομικούς περιορισμούς και ελέγχους. Ως εκ τούτου, μια τράπεζα, λόγω νομικών περιορισμών, θα μεγιστοποιήσει τα κέρδη κάτω από περιορισμούς ρευστότητας και φερεγγυότητας. Οι τραπεζίτες έχουν λειτουργήσει καλά χωρίς ειδικούς νομικούς ελέγχους. Είναι επιθυμητό να εξετάσουμε πως θα λειτουργήσει ένας τραπεζίτης που δεν υπόκειται σε ρυθμίσεις είτε από το κράτος είτε από την κεντρική τράπεζα. Για να το κάνουμε αυτό χρησιμοποιούμε ένα θεωρητικό κατασκευάσμα, τον συνετό τραπεζίτη. Ο συνετός τραπεζίτης είναι ένας τραπεζίτης που έχει πλήρη επίγνωση του γεγονότος ότι η συνεχιζόμενη ύπαρξη και κερδοφορία της επιχείρησής του εξαρτάται από την ικανότητά του να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Ως εκ τούτου, προτιμά να παίζει εκ του ασφαλούς σε σχέση με τους περιορισμούς στη ρευστότητα και την φερεγγυότητα. Προφανώς υπάρχουν διαφορές ανάμεσα στις απόψεις των τραπεζιτών ως προς το τι συνιστά να παίζουν εκ του ασφαλούς και οι διαφορές αυτές κάνουν την πραγματική συμπεριφορά των διαφόρων συνετών τραπεζιτών να διαφέρει.

Συγκεκριμένα, ένας συνετός τραπεζίτης δεν επηρεάζεται από την αδικαιολόγητη αισιοδοξία των καλών εποχών και την εξίσου αδικαιολόγητη απαισιοδοξία των κακών εποχών. Με αυτές τις προδιαγραφές θα ήταν δύσκολο να υποδείξουμε κάποιον συγκεκριμένο τραπεζίτη και να πούμε ότι είναι πραγματικά συνετός. Ωστόσο, σε κάποιο σημείο επιτρέπουμε στον τραπεζίτη να παρεκκλίνει από τον δρόμο της αρετής αλλά να εξακολουθεί να παραμένει συνετός. Ο συνετός τραπεζίτης μπορεί και προσδοκά να κάνει λάθη στην αξιολόγηση των δανείων και των τίτλων που θα πρέπει να αποκτήσει για να αποκομίσει κέρδη. Ξέρει ότι θα κάνει λάθη κρίσης ως προς το τι είναι το επιθυμητό δάνειο και τους τίτλους που πρέπει να αποκτήσει. Ξέρει ότι ορισμένα από τα δάνεια που θα χορηγήσει δεν θα εξοφληθούν και πως η τιμή ορισμένων από τους τίτλους που αποκτά θα υποτιμηθεί. Χρησιμοποιεί μια ασφαλιστική αρχή που επιτρέπει κάποιες αθετήσεις και υποτιμήσεις. Με άλλα λόγια, κάθε δάνειο θα φέρει κάποια, έστω και κατ' εκτίμηση χρέωση για να αντισταθμίσει πιθανές ζημιές λόγω αθέτησης υποχρέωσης, έτσι ώστε ακόμη και αν συγκεκριμένα δάνεια και επενδύσεις δεν έχουν θετική εξέλιξη, τα δάνεια και οι επενδύσεις θα είναι στο σύνολό του κερδοφόρα. Εκτός από το ασφάλιστρο κινδύνου που χρεώνεται από τον εκδότη των δανείων και των τίτλων, ο συνετός τραπεζίτης θα

επιμένει ότι τα δάνεια που χορηγεί και οι τίτλοι που κατέχει θα πρέπει να ασφαλιστούν κατάλληλα, έτσι ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο αριθμός και το ύψος των ζημιών λόγω αθέτησης υποχρεώσεων και από απώλειες εξαιτίας υποτιμήσεων. Με άλλα λόγια, τα περιουσιακά στοιχεία που αγοράζει ο τραπεζίτης θα πρέπει να προστατεύονται έναντι των απωλειών που οφείλονται σε μεταβολές στην τιμή. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω συγκεκριμένων χαρακτηριστικών γνωρισμάτων, ο συνετός τραπεζίτης είναι ένα θεωρητικό κατασκεύασμα και οι πραγματικοί εν ενεργεία τραπεζίτες αποκλίνουν σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό από αυτό το ιδανικό.

Είναι ενδιαφέρον το γεγονός ότι ο Minsky υποστηρίζει ότι οι τράπεζες έχουν λειτουργήσει με ασφαλή τρόπο χωρίς την ύπαρξη και την εφαρμογή ειδικών ρυθμίσεων και στη συνέχεια αρχίζει να ξεδιπλώνει τις αρχές που πρέπει να ακολουθήσει ένας συνετός τραπεζίτης ακόμη και εν απουσία ρυθμίσεων, ζητήματα που θα συζητήσουμε παρακάτω. Σημειώστε ότι, κατά την άποψη του Minsky, μια τράπεζα «αποκτά» ομόλογα και δάνεια, που είναι το ενεργητικό της, τα οποία είναι επικίνδυνα. Την ίδια στιγμή, εκδίδει το δικό της χρέος που πρέπει να εξυπηρετήσει. Αλλού, ο Minsky υποστήριξε ότι όλες οι οικονομικές μονάδες χρηματοδοτούν θέσεις σε στοιχεία ενεργητικού με την έκδοση χρέους, ένα ζήτημα που θα εξετάσουμε με περισσότερη λεπτομέρεια στην επόμενη ενότητα.

Ας επιστρέψουμε στον συνετό τραπεζίτη του Minsky και στη σχέση του τραπεζίτη με τη δανειοληπτική εταιρεία.

Η δανειοληπτική εμπορική επιχείρηση είναι η πηγή του εισοδήματος του τραπεζίτη. Ο τραπεζίτης θεωρεί αυτές τις επιχειρήσεις ως πελάτες του. Τα δάνεια προς αυτούς τους πελάτες είναι χρονολογημένα. Προφανώς ο τραπεζίτης έχει πειστεί πριν από την πραγματοποίηση του δανείου ότι ο πελάτης του θα λάβει αρκετά χρήματα πριν από την ημερομηνία λήξης του δανείου. Δεν είναι αρκετό για τον τραπεζίτη να πειστεί ότι ο δανειστής διαθέτει επαρκή περιουσιακά στοιχεία για την προστασία του τραπεζίτη έναντι ζημιών. Ο δανειστής θα πρέπει, επίσης, να διαθέτει επαρκή ροή κεφαλαίων για να εξοφλήσει το χρέος του και ως εκ τούτου να προστατεύσει τον τραπεζίτη από την απώλεια της ρευστότητας. Ως εκ τούτου, ο τραπεζίτης είναι παραδοσιακά υπέρ των δανείων για την παραγωγή και το εμπόριο αντί για δάνεια είτε για κατανάλωση από τα νοικοκυριά ή την αγορά μακράς διάρκειας κεφαλαιουχικών αγαθών από τις επιχειρήσεις. Η σχέση του τραπεζίτη με τον πελάτη είναι μια σχέση αμοιβαίας εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας. Η σύνδεση με το εμπόριο που ένας καλός πελάτης αντιπροσωπεύει είναι πολύτιμη για την τράπεζα και η τράπεζα είναι ο αποδέκτης των εμπιστευτικών πληροφοριών σχετικά με τη λειτουργία της επιχείρησης. Λόγω της αξίας της σύνδεσης, ένας τραπεζίτης διστάζει να αρνηθεί να εξυπηρετήσει έναν τακτικό πελάτη που επιθυμεί δάνειο μέσα στα συμφωνηθέντα όρια. Ένας τραπεζίτης είναι επίσης απρόθυμος να χρησιμοποιήσει τα δάνεια των πελατών, προκειμένου να αποκτήσει ρευστότητα εκτός κι εάν υπάρχει έκτακτη

ανάγκη. Αυτό αληθεύει, επειδή θα πρέπει να αποκαλύψει πληροφορίες σχετικά με τον πελάτη σε όποιον τον προμηθεύει με μετρητά σε αντάλλαγμα για το δάνειο του πελάτη και τις πληροφορίες που έχει εμπιστευτικά λάβει. Μια τέτοια παραβίαση της εμπιστοσύνης θα μπορούσε να οδηγήσει στην απώλεια του πελάτη, καθώς ο πελάτης θα μπορούσε να φέρει αντίρρηση στην δημοσιοποίηση της οικονομικής του κατάστασης. Επιπλέον, ο τραπεζίτης έχει ασκήσει τη δική του κρίση ως προς τις δυνατότητες του πελάτη. Όποιος είναι διατεθειμένος να αποκτήσει δάνειο από τον τραπεζίτη θα προσδοκά από τον τραπεζίτη να στηρίξει την κρίση του με την έγκριση του τραπεζογραμματίου και ως εκ τούτου με την αποδοχή μιας ενδεχόμενης υποχρέωσης. Σε στιγμές που ένας τραπεζίτης πιέζεται αφόρητα για μετρητά, η επικύρωσή του μπορεί να είναι σχετικά άχρηστη. Ως εκ τούτου, ένας τραπεζίτης δεν μπορεί να εξαρτάται από την πώληση δανείων προς τους πελάτες του, προκειμένου να έχει στη διάθεσή του τις ταμιακές ροές που απαιτούνται για την αντιστάθμιση μιας ασυνήθιστα μεγάλης απώλειας εκκαθάρισης.

Τις τελευταίες δεκαετίες, όμως, οι τράπεζες έχουν μετακινηθεί από την χορήγηση και εκμετάλλευση των δανείων προς το μοντέλο «δημιουργώ και διανέμω δάνεια». Αυτό δεν πρόκειται περί μιας νόμιμης δραστηριότητας για μια εμπορική τράπεζα, δεδομένου ότι μειώνει το κίνητρο για καλό *underwriting*. Αντιθέτως, η επενδυτική τραπεζική δραστηριότητα είναι αυτή στην οποία τα βασικά κριτήρια για την αγορά ενός περιουσιακού στοιχείου είναι η τιμή στην οποία μπορεί να πωληθεί. Κατά την άποψη του Minsky, υπάρχει σοβαρός λόγος για την διακράτηση εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων—όχι όμως για αναμενόμενα κέρδη από την πώληση του περιουσιακού στοιχείου, αλλά για λόγους ρευστότητας.

Τα δάνεια των πελατών είναι χρονολογημένα. Όταν έρθει η ώρα της αποπληρωμής, ο πελάτης πρέπει να καταθέσει επαρκή κεφάλαια στην τράπεζα για την εξόφληση του χρέους. Με τη λήξη της προθεσμίας, το χρέος του πελάτη καταβάλλεται με τη μείωση των καταθέσεων του πελάτη. Ως εκ τούτου, τα ανεξόφλητα δάνεια των πελατών θα επιφέρουν μια ροή μετρητών στην τράπεζα καθώς πλησιάζει η ημερομηνία λήξης τους. Με την αμοιβαία ακύρωση των καταθέσεων και του χρέους του πελάτη, η ανάγκη των τραπεζών για μετρητά μειώνεται. Ωστόσο, δεν υπάρχει κανένας τρόπος που να μπορεί η τράπεζα με τις δικές της ενέργειες να επιταχύνει τη ροή των μετρητών και τη μείωση των υποχρεώσεών της που προκύπτει όταν τα δάνεια των πελατών αποπληρωθούν. Ως εκ τούτου, εάν τα δάνεια των πελατών ήταν το μόνο περιουσιακό στοιχείο εκτός από τα μετρητά που είναι διαθέσιμα για το χαρτοφυλάκιο μιας τράπεζας, οι τράπεζες θα πρέπει να διατηρούν ένα αρκετά μεγάλο απόθεμα σε μετρητά για την κάλυψη τυχόν αναλήψεων από τους καταθέτες. Από την άλλη πλευρά, εάν ένας τραπεζίτης μπορεί να αποκτήσει περιουσιακά στοιχεία που είναι εμπορεύσιμα και τα οποία μπορεί να ρευστοποιήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα, τότε θα είναι σε θέση να λειτουργήσει

με ένα μικρότερο απόθεμα μετρητών σε αναλογία με τις καταθέσεις που υπάρχουν στην τράπεζά του.

Ο Minsky αναφέρει άλλους λόγους για τη διαφοροποίηση των τραπεζικών χαρτοφυλακίων σε τίτλους θησαυροφυλακίου και απρόσωπα δάνεια που δεν απαιτούν μια στενή σχέση με τους πελάτες: η διαφοροποίηση του ρίσκου και η απόκτηση περιουσιακών στοιχείων που μπορούν να πωληθούν όταν υπάρχει ανάγκη υψηλής ισχύος χρήμα.

Μια άλλη πτυχή της τραπεζικής δραστηριότητας θα κάνει επίσης τον τραπεζίτη να μεριμνήσει για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, εκτός από τα δάνεια των πελατών. Σήμερα υπάρχουν πολλές γιγαντιαίες τράπεζες, τόσο ενιαίες τράπεζες όσο και παραρτήματα τραπεζικών συστημάτων, των οποίων οι πελάτες προέρχονται από όλη την εθνική επικράτεια. Ωστόσο, υπάρχουν επίσης πολλές τοπικές τράπεζες των οποίων οι πελάτες περιορίζονται στην περιοχή όπου βρίσκεται η τράπεζα. Καθώς η γεωργία, η βιομηχανία και το εμπόριο είναι εξειδικευμένες δραστηριότητες ως προς την τοποθεσία, το χαρτοφυλάκιο αυτών των τοπικών τραπεζών θα βαραίνει σε μεγάλο βαθμό από τα χρέη των επιχειρήσεων στην τοπική βιομηχανία. Αυτό σημαίνει ότι η τραπεζική δραστηριότητα θα εξαρτάται από το πόσο καλά κινείται η τοπική βιομηχανία, καθώς τυχόν δυσμενείς αναταραχές στη λειτουργία των τοπικών επιχειρήσεων θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά τις τύχες των τραπεζών. Ένας τρόπος με τον οποίον μπορεί να ξεφύγει ένας συνετής τραπεζίτης από αυτή την κατάσταση είναι να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο του. Αν και υπάρχουν δυνατότητες κοινής χρήσης δανείων με άλλες τράπεζες (μέσω σχέσεις ανταπόκρισης) και προφανώς το σύστημα τραπεζικών υποκαταστημάτων εξαλείφει την εξάρτηση από την επιχειρηματική δραστηριότητα μιας συγκεκριμένης τοποθεσίας, ο συνετός τραπεζίτης επιθυμεί να έχει κάποια περιουσιακά στοιχεία που δεν είναι απλά δάνεια πελατών.

Η επιθυμία για απρόσωπα και ως εκ τούτου εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία παίρνει δύο κατευθύνσεις: η μία είναι η αγορά των τίτλων και η άλλη είναι η κατασκευή των απρόσωπων δανείων. Δεδομένου ότι και οι τίτλοι και τα απρόσωπα δάνεια καταστούν δυνατό για τον συνετό τραπεζίτη να έχει μια μικρότερη αναλογία μετρητών προς καταθέσεις από το αν είχε μόνο δάνεια πελατών ως περιουσιακά στοιχεία, είναι πρόθυμος να αποκτήσει αυτά τα περιουσιακά στοιχεία με χαμηλότερο επιτόκιο από ό, τι αποκομίζει από τα δάνεια που χορηγεί προς τους πελάτες του. Ο συγκεκριμένος τύπος τίτλων και απρόσωπων δανείων που αποκτούν οι τραπεζίτες θα εξαρτηθεί από τις χρήσεις και τους θεσμούς. Ωστόσο, δύο στοιχεία ενεργητικού που οι τραπεζίτες συνήθως αποκτούν είναι το δημόσιο χρέος με σύντομη ημερομηνία λήξης και, αν υπάρχει κατάλληλη αγορά, τα ανακλητά δάνεια.

Οι κρατικοί τίτλοι συνήθως διακρατούνται. Δεδομένου ότι το κράτος έχει το κυριαρχικό δικαίωμα να εκδίδει παραστατικό χρήμα, το δημόσιο χρέος είναι ασφαλές από τον κίνδυνο αθέτησης είτε των τόκων είτε του αρχικού κεφαλαίου. Αν το δημόσιο χρέος έχει σύντομη ημερομηνία λήξης, δεν θα υπάρξουν μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές, ενώ αν έχει μακροπρόθεσμη ημερομηνία λήξης οι τιμές θα κυμαίνονται με βάση την αγοραία αξία, καθώς το τρέχον επιτόκιο της αγοράς ποικίλλει. Ως εκ τούτου, το δημόσιο χρέος λειτουργεί ως έντοκο ενεργητικό στοιχείο που είναι εμπορεύσιμο. Ως εμπορεύσιμο περιουσιακό στοιχείο, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ανασύσταση της αποθεματικής θέσης της τράπεζας όταν υπάρχει ασυνήθιστη απώλεια αποθεματικών.

Ο Minsky αναγνωρίζει εδώ για άλλη μια φορά ότι τα κράτη που εκδίδουν νόμισμα («παραστατικό χρήμα») δεν αντιμετωπίζουν κίνδυνο πτώχευσης και ως εκ τούτου το χρέος του θησαυροφυλακίου ενεργεί ως δευτερεύων αποθεματικό. Η τεράστια αύξηση των «αγορών γερο» τις τελευταίες δεκαετίες επέκτεινε το είδος των τίτλων που παρέχουν ρευστότητα, συμπεριλαμβανομένων των «απρόσωπων δανείων» με τη μορφή των στεγαστικών δανείων που διαμορφώθηκαν για τη στήριξη τίτλων με εγγύηση απαιτήσεων υποθήκης (MBS) και των εξασφαλισμένων ομολόγων χρέους (CDO). Όπως μάθαμε, ωστόσο, μια μεγάλη ποσότητα της ρευστότητας ήταν «εικονική» και εξαφανίστηκε όταν χρειάστηκε το 2008. Θα αναφερθούμε στη συνέχεια στις εξελίξεις που οδήγησαν στην κρίση.

4. Ο Minsky για τη φύση του χρήματος και την τραπεζική

Ας στραφούμε προς την «περίεργη» κατανόηση του Minsky για τη φύση του χρήματος και της τραπεζικής. Ο Minsky υποστήριξε επίμονα ότι «ο καθένας μπορεί να δημιουργήσει χρήμα» και το «πρόβλημα είναι να το κάνει αποδεκτό». Όμως, αν ο οιοσδήποτε μπορεί να δημιουργήσει χρήμα, σε τι διαφέρει μια τράπεζα; Πρώτον, ο περιορισμός της ρευστότητας της τράπεζας είναι πιο σοβαρός λόγω του ότι αγοράζει περιουσιακά στοιχεία (συμπεριλαμβανομένων των δανείων) με την έκδοση των καταθέσεων όψεως και λοιπών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Δεύτερον, λειτουργεί με ένα πολύ μικρό μαξιλάρι ιδίων κεφαλαίων για την κάλυψη ζημιών.

Η υποχρέωση της ρευστότητας ενός τραπεζίτη είναι περίεργη. Ενώ μια συνηθισμένη επιχείρηση έχει χρονολογημένα χρέη, τα χρέη τα οποία δεν οφείλονται μέχρι μια καθορισμένη ημερομηνία, το βασικό χαρακτηριστικό μιας τράπεζας είναι ότι οι οφειλές της, εκτός από την επένδυση του ιδιοκτήτη, είναι υποχρεώσεις ζήτησης. Η πρωτοβουλία στο να καταστούν τρέχουσες οι υποχρεώσεις μιας τράπεζας εντοπίζεται με τον καταθέτη, τον ιδιοκτήτη των υποχρεώσεων της τράπεζας. Ως αποτέλεσμα, ο τραπεζίτης πρέπει να διακρατεί πάντα σε ετοιμότητα επαρκή ρευστό για να ανταποκριθεί σε όποιες απώλειες εκκαθάρισης προκύψουν από τις ενέργειες των καταθετών και, σε περίπτωση απροσδόκητα μεγάλων απωλειών εκκαθάρισης, ένας

τραπεζίτης θα πρέπει να είναι σε θέση να τροφοδοτήσει το απόθεμά του σε μετρητά.

Ο περιορισμός της φερεγγυότητας για έναν τραπεζίτη είναι πιο απαιτητικός από ό, τι για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις. Μια τράπεζα έχει μια πολύ μεγαλύτερη αναλογία στοιχείων ενεργητικού και παθητικού ως προς την καθαρή θέση από ό, τι ισχύει για μια μη χρηματοοικονομική επιχείρηση. Δεδομένου ότι η απόκτηση της πλειονότητας των στοιχείων του ενεργητικού του τραπεζίτη χρηματοδοτείται από την έκδοση του ίδιου του χρέους των τραπεζών, δηλαδή τις καταθέσεις όψεως, μια σχετικά μικρή μείωση στην αξία των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας θα έχει ως αποτέλεσμα η αξία των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας να είναι μικρότερη από την αξία των καταθέσεων όψεως της τράπεζας. Αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες δεν μπορούν να αντέξουν μια μεγάλη πτώση στην αξία του ενεργητικού τους όπως μπορούν να κάνουν οι συνήθεις επιχειρηματικές δραστηριότητες των εταιριών. Τα μόνα στοιχεία ενεργητικού που θα αποκτήσει πρόθυμα ένας τραπεζίτης θα είναι εκείνα που πιστεύει ότι δεν θα μειωθεί η αξία τους. Η δουλειά ενός τραπεζίτη τον κάνει συντηρητικό. Είναι πρόθυμος να εγκαταλείψει πιθανά κέρδη από την ανατίμηση των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει προκειμένου να αποφύγει τις απώλειες που θα προκύψουν αν μειωθεί η αξία των περιουσιακών στοιχείων του. Ως αποτέλεσμα, οι τράπεζες, μια επιχειρηματική δραστηριότητα με λίγα ίδια κεφάλαια, θα κρατήσουν μόνο εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία που θεωρούν ότι είναι καλά προστατευμένα από τη μείωση της αξίας τους.

Σημειώστε ότι ο Minsky πρόβαλε ξεκάθαρα τα επιχειρήματά του από μια άποψη του χρήματος ως ενδογενής μεταβλητή όταν λέει: «τα περισσότερα από τα περιουσιακά στοιχεία του τραπεζίτη χρηματοδοτούνται από την έκδοση του χρέους των ίδιων των τραπεζών». Οι τράπεζες δεν δανείζουν τις καταθέσεις τους (ή τα αποθεματικά των κεντρικών τραπεζών). Αντίθετα, δημιουργούν τις καταθέσεις καθώς αποκτούν δάνεια (και άλλα περιουσιακά στοιχεία). Ωστόσο, η ρευστότητα του χαρτοφυλακίου των περιουσιακών στοιχείων τους είναι σημαντικά μικρότερη από εκείνη των υποχρεώσεων τους, δημιουργώντας ένα πιθανό πρόβλημα ρευστότητας, ενώ ο δείκτης μόχλευσης είναι πολύ υψηλός, διότι η καθαρή θέση είναι μικρή σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία. Και από τις δύο αυτές απόψεις, οι τράπεζες είναι διαφορετικές από τις άλλες οντότητες που εκδίδουν υποχρεώσεις για να λάβουν θέσεις σε στοιχεία ενεργητικού.

Ο Minsky εξηγεί στη συνέχεια γιατί οι τράπεζες δεν λειτουργούν με 100% αποθεματικά. Ο λόγος είναι ότι θέλουν να μειώσουν τη ρευστότητα, προκειμένου να ενισχυθεί η κερδοφορία:

Από τη σκοπιά του περιορισμού της ρευστότητας και της φερεγγυότητας, ένα ιδανικό απόκτημα περιουσιακών στοιχείων για έναν τραπεζίτη είναι να διακρατά μετρητά, δηλαδή αποθεματικά. Τα αποθεματικά δεν μπορούν να χάσουν την αξία τους και είναι αυτά,

φυσικά, που ο τραπεζίτης είναι υποχρεωμένος να πληρώσει όποτε απαιτηθούν. Με τα μετρητά να είναι ίσα με τις καταθέσεις όψεως, δεν υπάρχει πιθανότητα για τον τραπεζίτη να μην είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Υπό αυτές τις συνθήκες, τα περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας θα είναι ίσα με την αξία της καθαρής θέσης του τραπεζίτη. Καθώς οι ιδιοκτήτες της τράπεζας θα έχουν χαρτοφυλάκιο που θα είναι ίσο με τις επενδύσεις τους στην τράπεζα, δεν θα υπάρχει καμία ανάγκη να δέχονται και να εξυπηρετούν καταθέσεις, προκειμένου να διακρατήσουν αυτό το χαρτοφυλάκιο. Καθώς οι καταθέσεις δεν θα αποφέρουν κανένα έσοδο, ο τραπεζίτης δεν θα χειρίζεται καταθέσεις εκτός αν τα τέλη παροχής υπηρεσιών κάλυπταν πλήρως τις δαπάνες που συνδέονται με τον χειρισμό των καταθέσεων και των επιταγών.

Η διακράτηση αποθεματικών σε ίσες αναλογίες με τη ζήτηση υποχρεώσεων δεν είναι κερδοφόρα διαδικασία, εκτός αν τα τέλη παροχής υπηρεσιών είναι μεγάλα. Οι συνετοί τραπεζίτες έχουν λειτουργήσει με ελάχιστα ή καθόλου τέλη—στην πραγματικότητα, οι συνετοί τραπεζίτες κατέβαλαν στο παρελθόν τόκους για τις καταθέσεις όψεως. Αυτό γίνεται εξαιτίας της λεγόμενης «αρχής του χρυσοχόου». Αυτή η αρχή αναφέρει ότι, πέραν από κάποιες ασυνήθιστες συνθήκες, το σύνολο των καταθετών της τράπεζας δεν θα κόψουν επιταγές πληρωτέες σε άλλη τράπεζα ή θα αποσύρουν τις καταθέσεις τους κατά τη διάρκεια του ίδιου χρονικού διαστήματος. Ένας τραπεζίτης, ως εκ τούτου, δεν χρειάζεται όλα τη ρευστότητα που παρέχουν τα αποθεματικά με ανώτατο όριο το 100% του κεφαλαίου (αποθεματικά ίσα με τις καταθέσεις). Μπορεί να υποκαταστήσει τα περιουσιακά στοιχεία που δεν είναι ρευστά ως αποθεματικά για τα αποθεματικά στο χαρτοφυλάκιό του. Αυτά θα είναι έντοκα στοιχεία ενεργητικού και ως εκ τούτου θα κάνουν την τραπεζική επιχείρηση της κατάθεσης όψεως και επιταγών κερδοφόρα ακόμη και αν τα τέλη παροχής υπηρεσιών δεν επαρκούν για να αντισταθμίσουν το κόστος που συνδέεται με τον χειρισμό καταθέσεων και επιταγών.

Με άλλα λόγια, η περιορισμένη τραπεζική («narrow banking») μπορεί να είναι κερδοφόρα μόνο αν οι τράπεζες επιβάλλουν τέλη για τη λειτουργία του συστήματος πληρωμών. Όπως υποστήριξε αργότερα ο Minsky, αυτό είναι δύσκολο εκτός αν η ρύθμιση μπορεί να καταπνίξει την καινοτομία και τον ανταγωνισμό, επειδή οι σκιώδεις τράπεζες μπορούν να λειτουργούν με μικρότερη ρευστότητα και ακόμη υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής μόχλευσης, οπότε μπορούν να περιορίσουν τα τραπεζικά τέλη (και να πληρώσουν ακόμη και τόκους σε υποχρεώσεις τύπου καταθέσεων). Όπως θα δούμε παρακάτω, ο αυξημένος ανταγωνισμός ενθαρρύνει τις ρυθμιστικές αρχές να χαλαρώσουν τους περιορισμούς στις τράπεζες, μια διαδικασία που άλλαξε ριζικά τη φύση του τραπεζικού συστήματος. Ο Minsky επιστρέφει στη συνέχεια της συζήτησής του στη συνετή τραπεζική συμπεριφορά:

Ωστόσο, αυτά τα έντοκα στοιχεία ενεργητικού δεν μπορεί να είναι τέτοια ώστε να υπάρχει σημαντική πιθανότητα να μειωθεί η αξία τους.

Ο περιορισμός της φερεγγυότητας αποκλείει την κυριότητα επιχειρήσεων και ακίνητης περιουσίας, συνεπώς οι τράπεζες δεν θα είναι πρόθυμες να υποκαταστήσουν τα αποθεματικά με κοινές μετοχές ή ακίνητη περιουσία στο χαρτοφυλάκιο τους. Η μόνη ακίνητη περιουσία που οι τράπεζες είναι πρόθυμες να έχουν υπό την κατοχή τους είναι οι ίδιες οι εγκαταστάσεις που απαιτούνται για τις δραστηριότητές τους. Αυτή η ακίνητη περιουσία αποτελεί ένα μικρό μέρος του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών και η απόκτηση αυτής της ακίνητης περιουσίας δεν χρηματοδοτείται από καταθέσεις. Χρηματοδοτείται από τις επενδύσεις του ιδιοκτήτη, την καθαρή θέση της τράπεζας, της οποίας η αξία των εν λόγω ακινήτων δεν είναι παρά ένα μικρό κλάσμα. Εκτός από την κυριότητα των χώρων τους, οι τράπεζες αποκτούν απρόθυμα τίτλους ιδιοκτησίας ή μετοχές ως αποτέλεσμα των κατασχέσεων για την μη εξόφληση δανείων. Αυτές οι απρόθυμες εξαγορές ιδιοκτησίας αποτελούν ένδειξη ότι κάτι έχει πάει στραβά με τη χορήγηση δανείων και τις επενδυτικές δραστηριότητες. Τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι καλά προστατευόμενα από τη μείωση της αξίας τους είναι κατάλληλα ασφαλισμένες οφειλές. Η φράση «κατάλληλα ασφαλισμένες οφειλές» σημαίνει ότι η αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει ο εκδότης χρέους είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την αξία του χρέους του εκδότη. Η προστασία έναντι απώλειας για τα χρέη αυτά είναι η διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων πάνω από την αξία των χρεών. Αν η αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων του εκδότη μειωθεί τόσο πολύ που η αξία του χρέους είναι μεγαλύτερη από την αξία των περιουσιακών στοιχείων, τότε η τράπεζα θα πρέπει να δεχθεί κάποιες απώλειες, διότι ο εκδότης χρέους βρίσκεται τότε σε κατάσταση αφερεγγυότητας. Καθώς η πιθανότητα μιας μεγάλης μείωσης στην αξία των περιουσιακών στοιχείων αυξάνει με το χρόνο, για να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα των εν λόγω ζημιών ο τραπεζίτης δεν θα επιθυμεί μόνο χρέος που είναι καλά προστατευμένο με την υπέρβαση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων προς την αξία του χρέους, αλλά επίσης βραχυπρόθεσμο χρέος.

Ως εκ τούτου, ένα τραπεζίτης είναι έτοιμος να χορηγήσει κατάλληλα ασφαλισμένα βραχυπρόθεσμα δάνεια. Οι απλές μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις χρειάζονται κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν τις εποχιακές διακυμάνσεις στις δραστηριότητές τους. Ο τραπεζίτης είναι η προφανής πηγή αυτής της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και τα βραχυπρόθεσμα επιχειρηματικά δάνεια είναι ο παραδοσιακός πυρήνας των τραπεζικών εργασιών. Η εγγύηση γι' αυτά τα δάνεια μπορεί να αποτελεί ένδειξη ότι ο οφειλέτης έχει περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι εμπορεύσιμα ή ότι έχει κάποια χρέη που του οφείλονται. Ωστόσο, τις περισσότερες φορές τα επιχειρηματικά δάνεια δεν έχουν συγκεκριμένα στοιχεία ενεργητικού ως εγγύηση, αλλά βασίζονται στο γεγονός ότι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη είναι αρκετά μεγαλύτερο από τα

χρέη του, προκειμένου να προστατευθεί ο συνετός τραπεζίτης. Αυτά τα δάνεια χωρίς συγκεκριμένη εγγύηση απατούν απλά την υπογραφή του δανειολήπτη. Επιπλέον, το χρέος του οφειλέτη χρειάζεται την εγγύηση τρίτου προσώπου, που σημαίνει ότι το άτομο αυτό αναλαμβάνει την αποπληρωμή του δανείου αν ο οφειλέτης δεν είναι σε θέση να το αποπληρώσει. Για να χορηγήσει δάνειο η τράπεζα σε ένα άτομο του οποίου η ίδια καθαρή αξία δεν είναι αρκετά μεγάλη για να ικανοποιήσει τους όρους ασφάλισης του δανείου, το τρίο πρόσωπο που υπογράφει ως εγγυητής θα πρέπει να έχει επαρκή καθαρή θέση ώστε να ικανοποιήσει τον τραπεζίτη ότι το χρέος μπορεί να αποπληρωθεί.

Έχει σημασία να τα κρατήσουμε όλα αυτά στο νου, καθώς εξετάζουμε την ανάδυση της δραστηριότητας των παραγώγων κατά τη διάρκεια των τελευταίων 25 ετών. Θα αναφερθούμε παρακάτω στις επιπτώσεις αυτής της εξέλιξης. Ο Minsky όχι μόνο δεν κατείχε μια «περίεργη» αντίληψη για τη δημιουργία χρήματος από τις τράπεζες, αλλά διέφερε από τη σημερινή γενική άποψη που επικρατεί όσον αφορά τη δημιουργία χρήματος από το κράτος. Ο Minsky ανέλυσε το κράτος σαν να ήταν ένα ιδιαίτερο είδος «τράπεζας». Υποστήριξε ότι

Το χρήμα δημιουργείται όταν οι τράπεζες αποκτούν περιουσιακά στοιχεία και καταστρέφεται όταν μειωθούν τα περιουσιακά στοιχεία τους Όταν οι τράπεζες αγοράζουν ένα νεοσύστατο εργαλείο, χρηματοδοτούν δαπάνες ή μια θέση σε κάποιο περιουσιακό στοιχείο. Ένα μέρος της προσφοράς χρήματος μπορεί να είναι παραστατικό χρήμα και μέρος των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει το τραπεζικό σύστημα μπορεί να είναι δημόσιο χρέος. Παρ' όλα αυτά, οι αλλαγές στην προσφορά χρήματος σχετίζονται κυρίως με την τραπεζική δραστηριότητα, όπως η χορήγηση και η αποπληρωμή δανείων και η αγορά και πώληση τίτλων. Η δημιουργία της χρηματοδότησης της ζήτησης ως χρήμα και η καταστροφή των απορροφούμενων κεφάλαια που προέρχονται από την παραγωγή εισοδήματος είναι τα βασικά χαρακτηριστικά της οικονομίας (1970 σελ., 3-4).

Στη συνέχεια εξηγεί τη σχέση των τραπεζών με άλλα είδη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων:

Υπάρχουν πολλά είδη χρηματοπιστωτικών οργανισμών εκτός από τις τράπεζες. Ως αποτέλεσμα, έχει διαμορφωθεί ένα σύνθετο και πολυεπίπεδο δίκτυο υποχρεώσεων πληρωμής και αποδοχής προσδοκιών ανάμεσα στους διάφορους τομείς. Αυτές οι οικονομικές αλληλεξαρτήσεις είναι υπό τη μορφή χρονολογημένων συμβάσεων με την πρόθεση να προωθήσουν ή να δεχθούν πληρωμές χρήματος. Με άλλα λόγια, αυτά τα χρηματοοικονομικά μέσα ανακοινώνουν δεσμεύσεις για τη ροή μετρητών μεταξύ των μονάδων και η ομαλή λειτουργία της οικονομίας εξαρτάται από την υλοποίηση αυτών των δεσμεύσεων και την ανάληψη νέων δεσμεύσεων (1970, σελ. 4).

Ο Minsky προβαίνει μετά σε μια λεπτή αναφορά σχετικά με το δίκτυο δεσμεύσεων και στη συνέχεια συνδέει τη διαστρωμάτωση με την συστημική αστάθεια:

Αν κάτι πάει στραβά, ακόμη και εξαιτίας ενός εποχικού κύκλου δραστηριότητας, οι μονάδες μπορεί να χρειάζονται μετρητά πέραν των κανονικών εισπράξεων. Η ικανότητα της χρήσης της αγοράς για την απόκτηση αυτών των μετρητών είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της σταθερότητας του συστήματος (1970 σελ. 5).

Αυτού του είδους η διαταραχή ήταν φυσικά που ενεργοποίησε τη σοβαρή κρίση ρευστότητας κατά την περίοδο 2007-2008. Σε μια περίοδο κρίσης, το κράτος πρέπει να παίξει έναν σημαντικό ρόλο. Όπως λέει ο Minsky,

Το κράτος δεν είναι μόνο χρήστης οικονομικών πόρων, αλλά επίσης ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα οι υποχρεώσεις του οποίου—το δημόσιο χρέος και το παραστατικό χρήμα—έχουν ειδικές ιδιότητες. Θεωρείται ότι τα κράτη ανταποκρίνονται πάντα στις ονομαστικές τιμές που ορίζονται στις οικονομικές συμβάσεις τους. Αλλά καθώς η πεποίθηση για την ανταπόκριση των υποχρεώσεων διαφέρει για άλλες συμβάσεις, οι σχετικές τιμές μπορούν να αλλάξουν. Αν η προσφορά χρήματος θεωρείται ότι είναι παραστατικό χρήμα, τότε οι μεταβολές στην ονομαστική ποσότητα του χρήματος θα είναι το αποτέλεσμα των δημοσιονομικών πλεονασμάτων και ελλειμμάτων (1970 σελ. 6).

Αντιπαραθέστε αυτή την άποψη με εκείνη που εκφράζεται στη βιβλιογραφία των «κρατικών δημοσιονομικών περιορισμών», καθώς και από τους μετακεϋνσιανούς επικριτές της σύγχρονη θεωρίας χρήματος. Οι ορθόδοξοι οικονομολόγοι, καθώς και πολλές μετά-Κεϋνσιανοί αναλυτές, βλέπουν το κράτος ως δανειολήπτη, που υποχρεούται να καταφύγει στις ιδιωτικές τράπεζες ή στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε αναζήτηση χρηματοδότησης για τις δαπάνες που ξεπερνούν τα φορολογικά έσοδα. Ο Minsky βλέπει το κράτος ως ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα (μια «τράπεζα») από μόνο του. Οι ελλειμματικές δαπάνες του κράτους προσθέτουν στην προσφορά χρήματος. Το τραπεζικό χρήμα διαστέλλεται όταν οι τράπεζες αγοράζουν περιουσιακά στοιχεία. Το κρατικό παραστατικό χρήμα διαστέλλεται όταν το κράτος αγοράζει αγαθά, υπηρεσίες και περιουσιακά στοιχεία (ή πραγματοποιεί μεταβιβαστικές πληρωμές). Αυτό μπορεί να γίνει είτε μέσω των δαπανών του Υπουργείου Οικονομικών ή με «το αποτέλεσμα της Κεντρικής Τράπεζας να κατέχει μέσω μιας διαδικασίας αναπροεξόφλησης επιχειρηματικό χρέος» ή με ομόλογα του θησαυροφυλακίου (1970 σελ., 10).

Ο Minsky προβαίνει επίσης σε μια πολύ σαφή δήλωση όσον αφορά τη συμμετρία του κρατικού παραστατικού χρήματος και του τραπεζικού παραστατικού χρήματος (ή τα κλασματικά αποθεματικά)—δηλαδή εξηγεί γιατί δέχεται κάποιος το κρατικό νόμισμα (χαρτονομίσματα και κέρματα) ή το τραπεζικό χρήμα (τραπεζογραμμάτια ή καταθέσεις) δεδομένου ότι δεν έχουν καμία εγγενή αξία.

Για να γίνει αποδεκτό και πολύτιμο το παραστατικό χρήμα, θα πρέπει να υπάρχει ένα σύνολο πληρωμών που θα πραγματοποιούν οι μονάδες και οι οποίες θα ικανοποιούνται με αυτό το χρήμα. Οι φόροι είναι τέτοιου είδους πληρωμές, συνεπώς το παραστατικό χρήμα δεν θα πρέπει να εμφανιστεί χωρίς την εμφάνιση ενός κράτους με φόρους και δαπάνες.

Συμμετρικά, το χρήμα ως υποχρέωση μιας κλασματικά αποθεματικής τράπεζας αποκτά αξία στην αγορά επειδή υπάρχουν μονάδες, οι οφειλέτες προς τις τράπεζες, που έχουν πληρωμές να πραγματοποιήσουν για τις οποίες το πιστωτικό αυτό χρήμα θα είναι αποδεκτό.

Η αποδοχή και η αξία του χρήματος εξαρτάται από την ύπαρξη των πληρωμών που εκφράζονται σε αυτή τη μορφή χρήματος: ως εκ τούτου, το παραστατικό χρήμα, χωρίς ένα κράτος που φορολογεί και δαπανά, και το πιστωτικό χρήμα, χωρίς οφειλέτες υπό περιορισμό για την κάλυψη των δεσμευτικών πληρωμών, είναι αόριστες έννοιες (1970 σελ., 23).

Κάποιοι αναγνώστες θα αναγνωρίσουν τα παραπάνω σχόλια ως το επιχείρημα που πρόβαλε ο A. Mitchell Innes και το οποίο έχει τώρα υιοθετηθεί από τη σύγχρονη θεωρία χρήματος (Wray 2004). Τα άτομα δέχονται το χρήμα εκφρασμένο σε χρέος που εκδίδεται από τους πιστωτές τους, καθώς είναι εφικτό να εξαργυρωθεί για την εξόφληση του χρέους τους. Η ίδια αρχή ισχύει τόσο για το τραπεζικό χρήμα όσο και για το κρατικό χρήμα. Η διαφορά είναι ότι το κράτος έχει τη δυνατότητα να επιβάλει χρέη (φόροι, τέλη, πρόστιμα), ενώ τα ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πρέπει να βασίζονται σε κάποιο βαθμό εθελοντισμού για τη δημιουργία οφειλετών.

5. Οι συνέπειες της πολιτικής

Είναι ξεκάθαρο ότι η τραπεζική έχει απομακρυνθεί πάρα πολύ στην εποχή μας από τον συνετό τραπεζίτη του Minsky. Η Goldman Sachs κατέχει τον τίτλο της «chartered bank» αν και λειτουργεί περισσότερο ως οργανισμός αντιστάθμισης κεφαλαίων παρά ως παραδοσιακός τραπεζίτης. Ο συνετός τραπεζίτης του Minsky συνάπτει μακροχρόνιες σχέσεις με τους πελάτες και η επιτυχία του τραπεζίτη εξαρτάται από την επιτυχία των δανειοληπτών του. Αυτό δεν ισχύει πλέον, τουλάχιστον για τις πολύ μεγάλες τράπεζες, καθώς συχνά λαμβάνουν θέσεις που αποδίδουν κέρδη όταν οι πελάτες έχουν απώλειες. Δημιουργούν επίσης πολλά περιουσιακά στοιχεία για πώληση, αποκομίζοντας κέρδη από τα τέλη, αντί να βασίζονται σε πληρωμές τόκων και κεφαλαίου. Επιπλέον, το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου των περιουσιακών στοιχείων τους αποτελείται από εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία, όπου τα κέρδη εξαρτώνται από την ανατίμηση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, αντί από τις ροές εισοδήματος.

Την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι τραπεζικές υπηρεσίες (τουλάχιστον στις μεγαλύτερες τράπεζες) είχαν εξελιχθεί σε μεγάλο βαθμό σε

επιχειρήσεις «δημιουργίας προ διανομή», βασιζόμενες στα τέλη αντί στα έσοδα από τους τόκους, που υποτίθεται ότι απομόνωναν τον κίνδυνο αθέτησης. Ωστόσο, οι τράπεζες ήταν επίσης αγοραστές και πωλητές των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων και παρείχαν άλλα είδη κάλυψης κινδύνου (συμπεριλαμβανομένων εκείνων για την επαναγορά εγγυήσεων), οπότε οι κίνδυνοί επέστρεφαν προς τις ίδια τις τράπεζες. Είναι σημαντικό να θυμηθούμε τις προειδοποιήσεις του Minsky που αναφέραμε παραπάνω σχετικά με τη διαστρωμάτωση του χρέους. Είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς πώς θα ήταν εφικτό να απομονωθούν οι τράπεζες μέσα στο πλαίσιο λειτουργίας ενός εξαιρετικά διασυνδεδεμένου χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς οι τράπεζες τελικά λειτούργησαν ως υπολειπόμενοι προμηθευτές της ρευστότητας.

Αυτά τα είδη των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων αποτελούν μόνο μια (μεγάλη) πτυχή του νέου χρηματοοικονομικού κόσμου που διαχειρίζονται οι μεγάλες τράπεζες. Επιπλέον, τα μεγαθήρια έχουν μετακινηθεί προς τον «πραγματικό» τομέα:

Σήμερα, τράπεζες όπως η Morgan Stanley, η JPMorgan Chase και η Goldman Sachs κατέχουν πετρελαιοφόρα, λειτουργούν αεροδρόμια και ελέγχουν τεράστιες ποσότητες άνθρακα, φυσικού αερίου, πετρελαίου θέρμανσης, ηλεκτρικής ενέργειας και πολύτιμων μετάλλων. Ασκούν επίσης άμεσο έλεγχο επί της προμήθειας ενός ολόκληρου γαλαξία πρώτων υλών ζωτικής σημασίας για την παγκόσμια βιομηχανία και την κοινωνία γενικότερα, που καλύπτουν τα πάντα, από προϊόντα τροφίμων μέχρι μέταλλα όπως ο ψευδάργυρος, ο χαλκός, ο κασσίτερος, το νικέλιο και, πιο κακόφημα χάρη στο πρόσφατο τεράστιο σκάνδαλο, το αλουμίνιο (Taibbi 2014).

Σύμφωνα με τον Taibbi, η Goldman έχει εισχωρήσει τώρα και στις επιχειρηματικές δραστηριότητες ουρανίου. Επιπλέον:

οι τράπεζες δεν αγοράζουν απλώς πράγματα, αλλά αγοράζουν ολόκληρο το φάσμα των βιομηχανικών διεργασιών. Αγοράζουν πετρέλαιο που είναι ακόμα στο έδαφος, τα δεξαμενόπλοια που το μεταφέρουν, τα διυλιστήρια που το μετατρέπουν σε καύσιμα και τους αγωγούς που το φέρνουν στο σπίτι σας. Στη συνέχεια, έτσι για πλάκα, στοιχηματίζουν για το χρονοδιάγραμμα και την αποτελεσματικότητα αυτών των ίδιων βιομηχανικών διαδικασιών στις χρηματοπιστωτικές αγορές, με την αγορά και πώληση αποθεμάτων πετρελαίου στο χρηματιστήριο, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης του πετρελαίου, συμβάσεις χρηματοοικονομικών ανταλλαγών στην αγορά συμβάσεων ανταλλαγής κινδύνου, κοκ. (Taibbi 2014).

Όλα αυτά έγιναν εφικτά με το νόμο Gramm-Leach-Bliley, που επιτρέπει στις τράπεζες να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους σε επιχειρήσεις που είναι «συμπληρωματικές προς τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και δεν ενέχουν σημαντικό κίνδυνο για την ασφάλεια ή την ευρωστία των καταθετικών ιδρυμάτων ή του χρηματοπιστωτικού συστήματος εν γένει» (στο ίδιο). Προφανώς, δεν υπάρχει σχεδόν καμία οικονομική δραστηριότητα που να μην είναι «συμπληρωματική» προς

μια χρηματοοικονομική δραστηριότητα, δεδομένου ότι, έτσι κι αλλιώς, οι τράπεζες μπορούν να δανείζουν προς την κατεύθυνση μιας τεράστιας ποικιλίας οικονομικών δραστηριοτήτων και, ως εκ τούτου, να μπορούν να ισχυριστούν ότι με το να συμμετέχουν άμεσα σε αυτές τις δραστηριότητες είναι σε θέση να αποκτούν «γνώση» σχετικά με τις επιχειρηματικές διεργασίες που αφορούν τις δανειοδοτικές δραστηριότητες. Πράγματι, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Νέας Υόρκης κατέληξε στο συμπέρασμα το 2012 ότι «το νομικό πεδίο εφαρμογής της απαλλαγής θεωρείται ευρέως διφορούμενο» (Taibbi 2014). Σημειώστε, επίσης, ότι δεν υπάρχει κανένα προαπαιτούμενο ότι η επέκταση σε νέες δραστηριότητες πρέπει να εξυπηρετεί κάποιο δημόσιο σκοπό—και σαφώς δεν υπάρχει δημόσιος σκοπός στο να αφεθεί ελεύθερη η Goldman Sachs να «μονοπωλεί» ένα αρκετά μεγάλο μέρος της προμήθειας του αλουμινίου της χώρας, προκειμένου να αυξήσει τις τιμές ενώ αυξάνει ταυτόχρονα τα τέλη της αποθήκευσης που χρεώνει για τις αποθήκες της:

Όπως παρουσίασε λεπτομερώς τον περασμένο Ιούλη ο δημοσιογράφος David Kocieniewski των «New York Times», η Goldman είχε αγοράσει αυτές τις αποθήκες και σύντομα άρχισε να μετακινεί άσκοπα αποθέματα του αλουμινίου από τη μια αποθήκη στην άλλη. Όπως δήλωσε ένα πρώην χειριστής περονοφόρου οχήματος, η όλη διαδικασία ήταν «αλογάκια μετάλλου στο καρουζέλ», μια κομπίνα καθυστερήσεων που προφανώς είχε σχεδιαστεί προκειμένου να ανέβει η τιμή του μετάλλου που χρησιμοποιείται για την κατασκευή των υλικών που όλοι αγοράζουμε, όπως τα κουτιά μπίρας, τους φακούς και μέρη του αυτοκινήτου. Όταν η Goldman αγόρασε την Metro τον Φεβρουάριο του 2010, ο μέσος χρόνος παράδοσης για μια παραγγελία αλουμινίου ήταν έξι εβδομάδες. Υπό την ιδιοκτησία της Goldman, ο χρόνος παράδοσης της Metro αυξήθηκε κατά μέσο όρο σε 16 μήνες, με αποτέλεσμα να υπάρξει εκρηκτική αύξηση της επιπλέον χρέωσης που ονομάζεται η πριμοδότηση Midwest, η οποία δεν αντιπροσώπευε το κόστος του ίδιου του αλουμινίου αλλά το κόστος της αποθήκευσης και της παράδοσης, ένα πράγμα που εύκολα χειραγωγείται όταν κάποιος έχει τον έλεγχο της προμήθειας. Έτσι, παρά το γεγονός ότι η συνολική τιμή του αλουμινίου στο χρηματιστήριο μετάλλων του Λονδίνου (LME) μειώθηκε κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, η πριμοδότηση Midwest σημείωσε εκρηκτική άνοδο προς την άλλη κατεύθυνση. Το 2008 αντιπροσώπευε περίπου 3% της τιμής του αλουμινίου στο LME. Το 2013 ανήρθε στο 15% (και έκτοτε έχει αυξηθεί στο 25%) (Taibbi 2012).

Όλο αυτό δεν έχει καμία σχέση με τη συνετή τραπεζική επιχείρηση, όπως περιγράφεται από τον Minsky. Η αγορά φυσικών εμπορευμάτων μπορεί να αποδώσει οικονομικά οφέλη μόνο αν οι τιμές συνεχίσουν να αυξάνονται, εκτός κι αν κάποιος είναι σε θέση να μονοπωλήσει την αλυσίδα εφοδιασμού. Συνεπώς, πρόκειται είτε για μια ριζικά κερδοσκοπική δραστηριότητα ή βασίζεται σε μονοπωλιακά μισθώματα. Όπως και να 'χει, σε καμία περίπτωση δεν εξυπηρετεί κάποιον κοινωνικό σκοπό.

Στις αρχές του 1990 ο Minsky είχε ξεκινήσει μια διαδικασία διασκευής διαφόρων κειμένων με σκοπό τη δημοσίευση ενός νέου βιβλίου. Σκοπός του ήταν να ανανεώσει τις απόψεις τους για την τραπεζική καθώς είχαν σημειωθεί πολλές αλλαγές από το 1960. Ακόμη και το βιβλίο που είχε δημοσιεύσει το 1986 ήταν ουσιαστικά ξεπερασμένο. Οι πιο εμβληματικές χρηματοοικονομικές καινοτομίες (τιτλοποίηση, η ανάπτυξη μιας σειράς άλλων παραγώγων και οι μοχλευμένες εξαγορές) βίωσαν έκρηξη τη δεκαετία του 1980 και στη συνέχεια κυριάρχησαν επί του χρηματοοικονομικού τομέα των δεκαετιών του 1990 και του 2000. Ο συνετός τραπεζίτης είχε κάνει φτερά. Πράγματι, ο εμπορικός τραπεζίτης είχε εξαφανιστεί, τουλάχιστον όσον αφορά τις λειτουργίες των σημαντικότερων τραπεζών (πάνω από 4000 εμπορικές τράπεζες εξακολουθούσαν να λειτουργούν πάνω κάτω με τον τρόπο που περιέγραψε ο Minsky το 1959 τον τραπεζικό τομέα, αλλά αντιπροσώπευαν ένα μικρό μερίδιο του χρηματοπιστωτικού συστήματος). Έχω ήδη εξετάσει (Wray 2010) ένα μεγάλο μέρος των γραπτών του Minsky στις αρχές του 1990 και στην παρούσα εργασία θα συνοψίσω μόνο την κεντρική κατεύθυνσή τους.

Τα γραπτά του Minsky εκείνης της περιόδου ήταν εντυπωσιακά προφητικά. Ενώ αναφερόντουσαν στην τραπεζική κρίση εκείνης της εποχής (στον απόηχο της κρίσης των Savings and Loans της δεκαετίας του 1980), τα περισσότερα σημεία της ανάλυσης του Minsky θα μπορούσαν να έχουν ως θέμα αναφοράς τη συνεχιζόμενη εξέλιξη της χρηματοοικονομικής δομής, η οποία τελικά κατέρρευσε το 2007. Ο Minsky είχε ήδη προειδοποιήσει ότι ο πρώιμος μεταπολεμικός χρηματοοικονομικός συντηρητισμός είχε δώσει τη θέση του στον «money manager capitalism», που «χάραζε τη νέα εποχή ενός διάχυτου καπιταλισμού-καζίνο», με τις μοχλευμένες εξαγορές στα τέλη της δεκαετίας του 1980 να χρησιμεύουν ως ένα καλό παράδειγμα των υπερβολών του νέου συστήματος. Ένα μεγάλο μέρος αυτής της έκρηξη προήλθε από τα συνταξιοδοτικά ταμεία «τόσο ως προμηθευτές της βάσης των ιδίων κεφαλαίων για μοχλευμένες εξαγορές και ως κήτορες των ομολόγων υψηλής απόδοσης (ομόλογα σκουπίδια) [...] Η συστηματική υπερχρέωση μπορεί να είναι κληρονομιά των συνταξιοδοτικών ταμείων στις Ηνωμένες Πολιτείες» (Minsky, 1992c: μέρος II, σελ., 9).

Ο Minsky υποστήριξε ότι η μείωση της ισχύος της παραδοσιακής τραπεζικής και η ταυτόχρονη αύξηση της ισχύος των διαχειριστών κεφαλαίων «έχει ελάχιστα να κάνει με το κίνημα για την απορρύθμιση των τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων» (Minsky, 1992c: μέρος II, σελ., 9). Αντιθέτως, κατηγόρησε το πείραμα του Volcker με τον μονεταρισμό την περίοδο 1979-1982 που αφάνισε το «bank and thrift equity», τις καινοτομίες στα συστήματα πληρωμών (όπως τις ηλεκτρονικές μεταβιβάσεις κεφαλαίων και τις πιστωτικές κάρτες) που απομάκρυναν τις φθηνές πηγές καταθέσεων από τα τραπεζικά κεφάλαια, καθώς και την «αλλαγή στη διεθνή επιρροή των Ηνωμένων Πολιτειών» ως τις πιο σημαντικές εξελίξεις (Minsky, 1992c: μέρος II, σελ., 12). Συνεπώς, ο Minsky απέδωσε τον μετασχηματισμό του χρηματοπιστωτικού τομέα από την παραδοσιακή τραπεζική προς τη διαχείριση κεφαλαίων που έλαβε χώρα κατά τη διάρκεια μιας μακράς περιόδου σε πολύπλοκους και κυρίως ενδογενείς παράγοντες. Ενώ η απορρύθμιση (στις αρχές του 1980 και στη συνέχεια και πάλι στα τέλη της δεκαετίας του 1990 μετά το θάνατο του Minsky) έπαιξε σημαντικό ρόλο, ο Minsky επέμεινε ότι αυτό ήταν δευτερεύουσας σημασίας.

Την παραμονή της κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος του 2007, η διάκριση μεταξύ της επενδυτικής τραπεζικής και της εμπορικής τραπεζικής είχε φυσικά πάψει να υφίσταται. Η κατάργηση του νόμου Glass Steagall το 1999 είχε εξαλείψει όλα τα τυχόν εναπομείναντα εμπόδια. Ως αποτέλεσμα, μια χούφτα γιγαντιαίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είχε τον έλεγχο της παροχής των τεσσάρων κύριων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών: εμπορικές τραπεζικές συναλλαγές (βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση για τις επιχειρήσεις και την κυβέρνηση), υπηρεσίες πληρωμών (για νοικοκυριά, επιχειρήσεις και κυβέρνηση), επενδυτική τραπεζική (μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση για τις επιχειρήσεις και την κυβέρνηση), και υποθήκες (οικιστικών και εμπορικών ακινήτων). Πολλά από τα χρέη ήταν τιτλοποιημένα και τελικά διακρατούνταν σε συνταξιοδοτικά κεφαλαιουχικά ταμεία, σε ταμεία οικονομικής προικοδότηση πανεπιστημίων και σε κρατικά ταμεία πλούτου, αυτό που ο Minsky αποκάλεσε διαχείριση του χρήματος «managed money». Σημειώστε ότι τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εδραίωσαν και πάλι την εξουσία τους μετά την κρίση, κυρίως μέσω κρατικής βοήθειας.

Ο κύριος στόχος του ερευνητικού προγράμματος του Minsky τη δεκαετία του 1990 ήταν να προχωρήσει στον «επαναπροσανατολισμό» της χρηματοδότησης, στην επιστροφή προς την «κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας» με την ευρεία έννοια, η οποία περιλαμβάνει τις ιδιωτικές υποδομές, τις δημόσιες υποδομές και το «ανθρώπινο κεφάλαιο».

Το εγχείρημα θα απαιτούσε μια σειρά από μεταρρυθμίσεις. Πρώτα απ' όλα απαιτούσε την επιστροφή των τραπεζών στην εκτέλεση της σωστής ανασφάλισης. Στη δεκαετία του 1980, επειδή τα καταθετικά ιδρύματα δεν κατείχαν υποθήκες, είχαν ικανότητα χρηματοδότησης που έρεε προς τα εμπορικά ακίνητα. Στη δεκαετία του 2000, η μανία για ριποκίνδυνους (υψηλής απόδοσης) τίτλους περιουσιακών στοιχείων τροφοδότησε τον δανεισμό subprime. Σε αμφότερες τις περιπτώσεις, το πρόβλημα ήταν η κατάρρευση των προτύπων ανασφάλισης. Σε μια προφητική ανάλυση, ο Minsky υποστήριξε ότι

ήταν εφικτό, εξαιτίας του τρόπου που διαμορφώθηκαν οι υποθήκες, να πωληθεί ένα πακέτο στεγαστικών δανείων με ασφάλιστρο, έτσι ώστε ο αρχικός χορηγός και οι επενδυτικές τραπεζικές επιχειρήσεις να εξασφαλίζουν από τη συμφωνία ένα καθαρό εισόδημα και χωρίς επακόλουθες υποχρεώσεις (no recourse). Οι αρχιτέκτονες αυτού του εργαλείου και οι ανασφαλιστές δεν κινδύνευαν κανένα μέρος του πλούτου τους με την μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του υποβόσκοντος πρότζεκτ. Σε τέτοιες συσκευασίες χρηματοδότησης, οι λειτουργίες επιλογής και εποπτείας των δανειστών και των ανασφαλιστών δεν είναι τόσο καλά διαμορφωμένες όσο θα μπορούσαν να είναι όταν η περιουσίες των αρχικών χορηγών κινδυνεύουν στο μακροπρόθεσμο διάστημα.

Το συμπέρασμα είναι ότι η καλή ανασφάλιση προωθείται όταν ο ανασφαλιστής είναι εκτεθειμένος στους μακροχρόνιους κινδύνους, αλλά αν ο αρχικός χορηγός

μπορεί να μετατοπίσει τον κίνδυνο, δεν υπάρχει λόγος να αξιολογηθεί η ικανότητα για την εξυπηρέτηση του χρέους.

Αυτό μας φέρνει πίσω στον συνετό τραπεζίτη του Minsky:

Όταν πάμε στο θέατρο, συμμετέχουμε σε μια συνωμοσία με τους ηθοποιούς να αναστείλουμε τη δυσπιστία. Οι χρηματοπιστωτικές εξελίξεις της δεκαετίας του 1980 μπορεί να θεωρηθούν ότι αντιστοιχούν σε θέατρο: οι ιδρυτικοί χρηματοδότες και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων αναστέλλουν τη δυσπιστία όσον αφορά το ερώτημα από πού θα προέλθουν τα μετρητά που θα [επικυρώσουν] τα χρηματοδοτούμενα σχέδια. Οι τραπεζίτες, οι προσδιορισμένοι σκεπτικιστές στην χρηματοπιστωτική δομή, άφησαν τις κριτικές τους ικανότητες στην άκρη. Ως αποτέλεσμα, η κεφαλαιακή ανάπτυξη δεν έγινε σωστά. Η αποκέντρωση της χρηματοδότησης μπορεί να είναι ο τρόπος για την επαναφορά του απαραίτητου σκεπτικισμού (Minsky 1992a: σελ., 37).

Για κάποιο διάστημα επικράτησε η βεβαιότητα ότι οι κεφαλαιακές απαιτήσεις είναι ο κατάλληλος τρόπος για τη ρύθμιση του τραπεζικού δανεισμού: οι υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις δεν κάνουν τις τράπεζες μόνο ασφαλέστερες, αλλά περιορίζουν επίσης τον τραπεζικό δανεισμό, εκτός αν οι τράπεζες μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια. Όπως υποστήριξε ο Minsky, δυστυχώς, καμία από αυτές τις υποθέσεις δεν ήταν σωστή. Οι υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις επιβλήθηκαν στον απόηχο του φιάσκο της κρίσης των «Savings and Loans» και κωδικοποιήθηκαν στο πλαίσιο των συμφωνιών της Βασιλείας. Αντί να περιορίσουν τις τραπεζικές αγορές περιουσιακών στοιχείων, οι τράπεζες απλά μετέφεραν στοιχεία ενεργητικού και παθητικού εκτός ισολογισμού, τοποθετώντας τα για παράδειγμα σε οχήματα ειδικού σκοπού. Η συμφωνία της Βασιλείας χρησιμοποίησε επίσης σταθμίσεις προσαρμοσμένες στον ρίσκο για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για να ενθαρρύνει τις τράπεζες να κατέχουν λιγότερο επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία, για τα οποία ανταμείφθηκαν με χαμηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις. Δυστυχώς, οι τράπεζες έστησαν το σύστημα με δύο τρόπους: α) καθώς ο συντελεστής στάθμισης κινδύνου ήταν κατά κατηγορία, οι τράπεζες θα λάμβαναν τις πιο επικίνδυνες θέσεις σε κάθε κατηγορία και β) οι τράπεζες συνεργάστηκαν με τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης να την διάρθρωση περιουσιακών στοιχείων όπως οι τίτλοι με εγγύηση απαιτήσεων υποθήκης για να πετύχουν τον επιθυμητό συντελεστή στάθμισης κινδύνου. Για παράδειγμα, ήταν σχετικά εύκολο να λάβουν αξιολόγηση AAA tranches (ασφαλές όσο το δημόσιο χρέος) για τα πακέτα των subprime και τις Alt-A υποθήκες, με το 85-90% των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου να υπόκεινται σε tranches επενδυτικής βαθμίδας.

Τέλος, ο Minsky (1986) υποστήριξε ότι, all else equal, οι υψηλές αναλογίες κεφαλαίου μειώνουν υποχρεωτικά την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (και, ως εκ τούτου, την ανάπτυξη της καθαρής θέσης), γι' αυτό δεν είναι απαραίτητα αληθές ότι οι υψηλότεροι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας αυξάνουν την ασφάλεια των τραπεζών, διότι αυτό σημαίνει ότι είναι λιγότερο κερδοφόρες. Πράγματι, με την επιβολή υψηλότερων αναλογιών κεφαλαιακής επάρκειας, οι τράπεζες θα πρέπει να επιλέξουν

ένα χαρτοφυλάκιο περιουσιακών στοιχείων υψηλότερο κινδύνου/απόδοσης, προκειμένου να επιτευχθεί η απόδοση του στόχου στα ίδια κεφάλαια. Αν οι ρυθμιστικές αρχές θέλουν να περιορίσουν το ρυθμό αύξησης δανεισμού, οι έλεγχοι στην άμεση πίστωση είναι καλύτερη λύση.

Η αποτελεσματική μεταρρύθμιση απαιτεί την άμεση εποπτεία των τραπεζικών δραστηριοτήτων, κυρίως από την πλευρά του ενεργητικού των ισολογισμών τους. Οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες που προωθούν τη κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας πρέπει να ενθαρρύνονται, ενώ θα πρέπει να αποθαρρύνονται εκείνοι που την βλάπτουν. Ο Minsky υποστήριξε την επέκταση της πρόσβασης στο «discount window», επειδή ήθελε την Ομοσπονδιακή Τράπεζα να δανείζει αποθεματικά σε όλους τους συμμετέχοντες, έτσι ώστε να είναι οφειλέτες της. Ως πιστωτής, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα είναι σε θέση να ρωτά τον τραπεζίτη με ποιόν τρόπο θα εξασφαλίσει την εξόφληση της οφειλής.

Οι εξουσίες της Ομοσπονδιακής Τράπεζας να εξετάζει είναι συυμφασμένες με την ικανότητά της να δανείζει στις τράπεζες μέσω του «discount window»

Ως δανειστής σε τράπεζες, είτε ως κανονικός πάροχος της βάσης των αποθεματικών των εμπορικών τραπεζών (η κανονική λειτουργία πριν από την μεγάλη ύφεση) ή ως δυνητικός δανειστής έσχατης ανάγκης, οι κεντρικές τράπεζες έχουν δικαίωμα να γνωρίζουν την κατάσταση σχετικά με τον ισολογισμό, το εισόδημα και την αρμοδιότητα των πελατών τους, τις τράπεζες και τις διοικήσεις τους. Αυτό το δικαίωμα δεν είναι τίποτα παραπάνω από το δικαίωμα που πιστεύει ότι έχει κάθε τράπεζα στο να γνωρίζει την οικονομική κατάσταση των πελατών της (Minsky, 1992c: σελ., 10).

Δυστυχώς, η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση δεν οδήγησε σε οποιοσδήποτε ουσιαστικές μεταρρυθμίσεις. Τα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στηρίχθηκαν και αναστήθηκαν. Το παραθυράκι για τις «συμπληρωματικές δραστηριότητες» συνεχίζει να προσφέρει στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα την δυνατότητα να επεκτείνουν την εμβέλεια τους πέρα από οποιαδήποτε δραστηριότητα που έχει να κάνει με τις αρμοδιότητες που οφείλει να έχει μια τράπεζα. Η κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας εξακολουθεί να εξυπηρετείται με άσχημο τρόπο από το παραφουσκωμένο χρηματοπιστωτικό μας σύστημα.

Πηγές

Lavoie, M. (1983) "Loi de Minsky et loi d'Entropie," *Economie Appliquée*, 36 (2–3): 287–331.

_____ (1985) "Credit and Money: The Dynamic Circuit, Overdraft Economics, and Post Keynesian Economics," in Jarsulic, Marc (ed), *Money and Macro Policy*, Kluwer-Nijhoff Publishing Boston-Dordrecht-Lanaster, p.63

_____ (1986) "Minsky's Law or the Theorem of Systemic Financial Fragility," *Studi Economici*, 41 (29): 3–28.

_____ (1995) "Interest Rates in Post-Keynesian Models of Growth and Distribution," *Metroeconomica*, 46 (2): 146–177.

_____ (1996) "Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk," *Scottish Journal of Political Economy*, 43 (3): 275–300.

_____ (1997) "Loanable Funds, Endogenous Money, and Minsky's Financial Fragility Hypothesis," in A. J. Cohen, H. Hagemann and J. Smithin (eds) *Money, Financial Institutions, and Macroeconomics*, 67–82, Boston: Kluwer Nijhoff.

Lavoie, M. and Seccareccia, M. (2001) "Minsky's Financial Fragility Hypothesis: A Missing Macroeconomic Link?," in R. Bellofiore and P. Ferri (eds) *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: The Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. 2, 76–96, Cheltenham: Edward Elgar.

Minsky, H.P. (1959) "Bank Portfolio Determination," from the Hyman P. Minsky Archive, Levy Economics Institute of Bard College 1-1-1959

_____ (1960) "The Pure Theory of Banking," University of California Department of Economics, Fall Semester, 1960.

_____ (1965) Editor (Minsky). *California banking in a growing economy, 1946-1975*. Institute of Business and Economic Research.

_____ (1966/1970) "Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism: Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster," prepared for the Steering Committee for the Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism Appointed by the Board of Governors of the Federal Reserve System; original 1966, republished 1970;

https://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/federal%20reserve%20history/discountmech/fininst_minsky.pdf; accessed December 24, 2014.

_____ (1970) "The Reconsideration of Keynesian Economics," Working Paper, Washington University April 7, in Hyman P. Minsky Archive, Paper 475, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/475

_____ (1975) *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press

_____ (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.

_____ (2008) "Securitization," Levy Policy Note 2008/2, <http://www.levyinstitute.org/publications/?docid=1073>

_____ (1992a) "Reconstituting the United States' Financial Structure: Some Fundamental Issues," Working Paper 69. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

_____ (1992b) "The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions," Working Paper 72. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

_____ (1992c) "Reconstituting the Financial Structure: The United States" (prospective chapter, four parts) May 13.

Moore, B.J. (1988) *Horizontalists and Verticalists: the Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press: Cambridge.

Parguez, A. (2003) "The Pervasive Saving Constraint in Minsky's Theory of Crisis and the Dual Profits Hypothesis: Minsky as a Post Keynesian Hayekian," in L.-P. Rochon and S. Rossi (eds) *Modern Theories of Money*, 475–505, Cheltenham: Edward Elgar.

Rochon, L.P. (2003) "On Money and Endogenous Money: Post Keynesian and Circulation Approaches," in L.-P. Rochon and S. Rossi (eds) *Modern Theories of Money*, 115–141, Cheltenham: Edward Elgar.

Taibbi, M. (2014) "The Vampire Squid Strikes Again: The Mega Banks' Most Devious Scam Yet," *Rolling Stone*, <http://www.rollingstone.com/politics/news/the-vampire-squid-strikes-again-the-mega-banks-most-devious-scam-yet-20140212#ixzz2tPatYBVZ>, February 12.

Tymoigne, E. and Wray, L. Randall (2014) *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: Minsky's Half Century from World War Two to the Great Recession*, Routledge: London and New York, 2014.

_____ (2008) "Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment" Working Paper 543, Levy Economics Institute of Bard College, September 2008.

Wray, L. Randall (1990) *Money and Credit in Capitalist Economies*, Edward Elgar.

_____ (1992) "Minsky's Financial Instability Hypothesis and the Endogeneity of Money," in *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, Steve Fazzari and Dimitri Papadimitriou (eds), Armonk, NY: M.E. Sharpe, pp. 161-180.

_____ (2004) *Credit and State Theories of Money: the Contributions of A. Mitchell Innes*, Cheltenham: Edward Elgar.

_____ (2006a) "Keynes's Approach to Money: An Assessment after 70 Years," invited paper for symposium in *Atlantic Economic Journal*, vol 34, no 2, June, pp. 183-193.

_____ (2006b) "When are Interest Rates Exogenous?," in Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory: Essays in Honour of Basil J. Moore, edited by Mark Setterfield, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 354-380.

_____ (2010) "What Should Banks Do?: A Minskian Analysis," Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief 115, September, <http://www.levyinstitute.org/publications/?docid=1301>.