



**Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No.
681**

Μαθήματα που θα έπρεπε να παίρναμε από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση αλλά δεν το κάναμε

Του

**L. Randall Wray
Οικονομικό Ινστιτούτο Λίβι**

Αύγουστος 2011

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 2011 All rights reserved

Εισαγωγή

Σε αυτό το κείμενο, θα εξιστορήσω πρώτα τα αίτια και τις συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης (ΠΧΚ) και θα συμπεριλάβω μια αξιολόγηση των σκληρών μαθημάτων που θα έπρεπε να είχαμε πάρει από την κρίση του 2007–08. Στη συνέχεια θα κινηθώ προς μια γενική συζήτηση της ατζέντας για μεταρρύθμιση. Η προσέγγισή μου έχει επηρεαστεί βαθιά από τους μεγάλους δασκάλους—τον Κέυνς και τους ακολούθους του, και πιο συγκεκριμένα από τον μέντορα της διδακτορικής μου διατριβής Χάιμαν Μίνσκυ.

Η ΠΧΚ—Τα αίτια

Το βιβλίο του Τζον Κένεθ Γκάλμπρειθ «The Great Crash 1929», διατύπωσε πειστικά την άποψη ότι η οικονομία στα πρόθυρα της Μεγάλης Ύφεσης ήταν τόσο εύθραυστη που απλά περίμενε κάποιο γεγονός να προκαλέσει την κρίση. Δεν έχει σημασία ποιο θα μπορούσε να ήταν αυτό το γεγονός που θα πυροδοτούσε την κρίση—και νομίζω πως το ίδιο ίσχυε για την κρίση του 2007-08. Εάν κάποιος έπρεπε να προσδιορίσει μια αρχική αδυναμία, αυτή ήταν στην στεγαστική αγορά των ΗΠΑ, και συγκεκριμένα στο πρόβλημα με τις υποθήκες των ακινήτων. Το πρώτο γεγονός συνέβη νωρίς την άνοιξη του 2007, όταν έφτασαν οι ειδήσεις ότι οι ιδιοκτήτες κατοικιών έκαναν στάση πληρωμών από την πρώτη δόση του στεγαστικού τους δανείου, κάτι που δεν είχε συμβεί ποτέ πριν. Για οποιονδήποτε έδινε προσοχή σε αυτά τα πράγματα (και εγώ το έκανα—προειδοποιούσα για τα προβλήματα στα ακίνητα από το 2000, και το 2005 είχα προσδιορίσει τη σχέση μεταξύ της «κοινωνίας των ιδιοκτητών» του προέδρου Μπους (του πρεσβύτερου) και τη στεγαστική φούσκα, υποστηρίζοντας ότι αυτό θα οδηγούσε σε μια ογκώδη μεταφορά του πλούτου προς τους πλουσίους όταν θα εκρήγνυτο η φούσκα—Wray 2005), αυτό ήταν ένα δείγμα ότι κάτι πήγαινε πολύ στραβά.

Εντούτοις, οι περισσότεροι άνθρωποι δεν έδιναν προσοχή, κι έτσι οι διαμορφωτές πολιτικοί πιάστηκαν απροετίμαστοι—ή τουλάχιστον έτσι ισχυρίζονται. Αυτό μπορεί να ισχύει, δεν ξέρω. Ο καθηγητής Φρέντρικ Μίσκιν (μέλος τότε στην επιτροπή της FED) ήρθε στο Ινστιτούτο Λίβι τον Απρίλιο να δώσει μια ομιλία, που στρεφόταν σχεδόν εξ'ολοκλήρου γύρω από τους κινδύνους των πληθωριστικών πιέσεων. Υποστήριξε ότι η οικονομία μεγενθυνόταν πάρα πολύ γρήγορα, ανακοινώνοντας ότι «από την άνοιξη του 2006, εντούτοις, η επέκταση της αμερικανικής οικονομίας φαίνεται να είναι σε μια μετάβαση προς ένα μετριότερο και βιώσιμο ρυθμό. Αν και μια τέτοια μετάβαση θα συναντήσει στο δρόμο, αναμφίβολα, εξοντώματα, αντιπροσωπεύει μια επιθυμητή μακροοικονομική επανισορρόπηση, που σε μακροπρόθεσμο πλαίσιο μπορεί να βοηθήσει να εξασφαλιστεί μια βιώσιμη μη-πληθωριστική ανάπτυξη» (Towle, σελ 18).

Έως τότε είχαν ήδη συσσωρευθεί πολλά ενδείξεις που έδειχναν ότι η φούσκα θα σκάσει, αλλά ο Μίσκιν ισχυρίστηκε ότι οποιαδήποτε προβλήματα και να προέκυπταν με τα subprimes δεν θα υπάρξει υπερχειλίση και είπε ότι προτιμούσε να συγκεντρωθεί στις «καλές ειδήσεις» στην στεγαστική αγορά. Σε κάθε περίπτωση, το υψηλό ποσοστό στη στάση πληρωμών στα subprimes ήταν ΤΟ γεγονός που πυροδότησε την κρίση, αλλά αυτό που είναι σημαντικότερο είναι ότι είχαμε αναπτύξει μια οικονομία που ήταν τρωτή. Το συνολικό ύψος των subprimes ήταν λιγότερο από δυο τρισεκατομμύρια δολάρια (όχι πολύ μεγάλο ποσό). Δεν ήταν τόσο μεγάλο σχετικά με το ΑΕΠ των ΗΠΑ ή το συνολικό χρέος, και το ποσοστό στη στάση πληρωμών δεν ήταν τόσο υψηλό.

Τότε, πως θα μπορούσε αυτό να έχει προκαλέσει μια παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση; Δεν θα μπορούσε, αλλά είμαστε εξαιρετικά τρωτοί, ακριβώς όπως το 1929, που σχεδόν οτιδήποτε θα μπορούσε να προκαλέσει την κατάρρευση. Εδώ είναι το σημείο που αποκτά ιδιαίτερη σημασία και σπουδαιότητα η εργασία του Μίνσκυ, ο οποίος υπογράμμιζε από τα πρώτα κιάλας έργα του ότι υπήρχε ένας μακροπρόθεσμος μετασχηματισμός της οικονομίας προς μια εύθραυστη κατάσταση (Wray 2009).

Υπάρχει ένας αριθμός ανταγωνιστικών αναλύσεων της κρίσης. Πολλοί άνθρωποι στρέφονται γύρω από την άρση των ελέγχων, και φυσικά αυτό έπαιξε έναν τεράστιο ρόλο—αλλά η άρση των ελέγχων βρισκόταν σε ισχύ από το τέλος του '60.

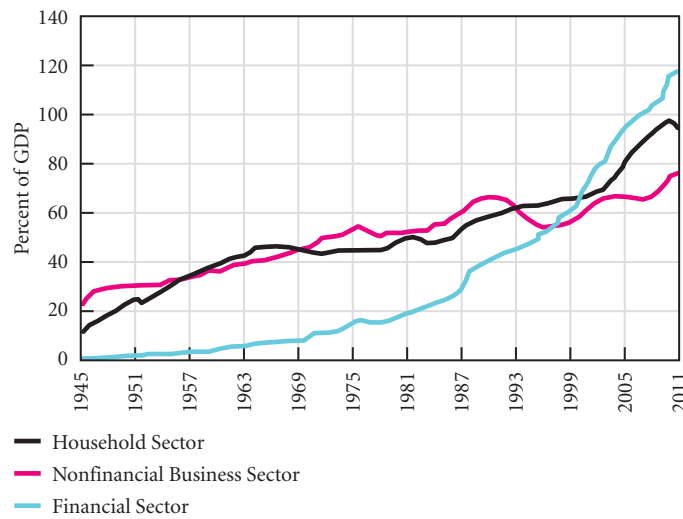
Μερικοί αναλυτές κατηγορούν τη FED—υποτίθεται ότι διατήρησε τα επιτόκια σε πάρα πολύ χαμηλά επίπεδα και πως αυτό προήγαγε την κερδοσκοπία. Νομίζω πως αυτό είναι ως επί το πλείστον λάθος: τα χαμηλά επιτόκια δεν τροφοδοτούν απαραίτητως την κερδοσκοπία—ένα σημείο που το έθιξε ο Γκάλμπρειθ στην ανάλυσή του για το μεγάλο κραχ του '29. Εν πάση περιπτώσει, η FED είχε ήδη στραφεί σε αύξηση των επιτοκίων το 2004, και οι περισσότερες από τις χειρότερες καταχρήσεις στις κτηματομεσιτικές αγορές εμφανίστηκαν μετά από το 2004, όχι πριν από το 2004 όταν τα επιτόκια ήταν πραγματικά πολύ χαμηλά. Η FED άρχισε να αυξάνει τα επιτόκια θεωρώντας ότι με αυτόν τον τρόπο θα πάγωνε τις φούσκες. Φυσικά, δεν το πέτυχε. Η αύξηση των επιτοκίων σε μια οικονομική φούσκα δεν θα ασκήσει πολύ μεγάλη επίδραση επειδή οι ενδεχόμενες αποδοχές σε μια φούσκα καπακώνουν οποιεσδήποτε 400 μονάδες βάσης στην αύξηση των επιτοκίων—που θα ήταν μάλλον μια μεγάλη αύξηση και θα χρειαζόταν τουλάχιστον δυο χρόνια για να εισαχθεί σταδιακά (καθώς η FED, όταν υιοθέτησε τη Νέα Νομισματική Συναίνεση, είχε κινηθεί προς μια πολιτική «βαθμιαίας εξέλιξης», μια σειρά από μικρές αυξήσεις).

Ύστερα, υπάρχουν αυτοί που υποστηρίζουν ότι η αιτία ήταν οι στάσιμοι σε πραγματικούς όρους μισθοί στις ΗΠΑ και η αυξανόμενη ανισότητα.

Νομίζω πως αυτός ο παράγοντας παίζει έναν μεγάλο ρόλο δεδομένου ότι βοηθά να εξηγήσουμε γιατί τα Αμερικανικά νοικοκυριά βυθίστηκαν τόσο πολύ στο χρέος προσπαθώντας να διατηρήσουν το βιοτικό τους επίπεδο. Οι μισθοί δεν είχαν αυξηθεί από τις αρχές της δεκαετίας του '70, έτσι τα νοικοκυριά δανείζονταν για να αγοράσουν αυτοκίνητα, να πληρώσουν τους ιατρικούς λογαριασμούς, και τα δίδακτρα στα κολέγια. Για ένα διάστημα, η προσθήκη των εργαζόμενων ατόμων ανά οικογένεια (συνήθως γυναίκες με παιδιά) βοήθησε στη στήριξη της κατανάλωσης, αλλά καθώς χαλάρωσαν τα κριτήρια δανεισμού και οι τιμές των κατοικιών εκτοξεύθηκαν στα ύψη, η κατανάλωση τροφοδοτήθηκε από στεγαστικά δάνεια με προσημείωση. Πράγματι, περίπου το ήμισυ από τα δάνεια subprimes ήταν δεύτερες υποθήκες ή αναχρηματοδότηση των κατοικιών με ρευστό. Έτσι, νομίζω ότι αυτή η εξήγηση είναι λίγο πιο κοντά στα πραγματικά αίτια της κρίσης.

Και τέλος, υπάρχει η χρηματιστικοποίηση, που υπογραμμίζει τον αυξανόμενο ρόλο του χρηματοκεφαλαίου στην οικονομία, την αυξανόμενη μόχλευση, τα αυξανόμενα στρώματα χρέους πάνω στο χρέος, και ένα μεγαλύτερο μερίδιο του ΑΕΠ να διοχετεύεται προς το χρηματοοικονομικό σύστημα, να πηγαίνει σε επιτόκια αντί στο κέρδος, και ούτω καθεξής. Για παράδειγμα, το συνολικό χρέος των ΗΠΑ (όλων των κατηγοριών) ανήλθε πέντε φορές το ΑΕΠ—συγκρινόμενο με την προηγούμενη αιχμή, το 1929, που το συνολικό χρέος ανήλθε τρεις φορές το ΑΕΠ. Δίχως αμφιβολία, η αναλογία χρέους αυξάνεται από το 1960, αλλά υπήρξε μια οπισθοχώρηση τις προηγούμενες δυο δεκαετίες. Ένα μέτρο αφήγησης της χρηματιστικοποίησης είναι η αναλογία του παθητικού στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς προς το ΑΕΠ (δείτε την επόμενη γραφική παράσταση) που δείχνει ότι ένα καινούργιο φαινόμενο έχει εμφανιστεί στην οικονομία τα τελευταία χρόνια. Μπορούμε να το φανταστούμε αυτό ως μια χρηματοοικονομική διάταξη σε στρώματα: χρηματοοικονομικοί θεσμοί που δανείζονται μεταξύ τους για να δανείσουν. Αυτό οδήγησε σε σύνθετες διασυνδέσεις, έτσι ώστε μια αποτυχία ενός χρηματοοικονομικού θεσμού (Bear ή Lehman) θα έφερνε τούμπα όλους αυτούς που είχαν στα χέρια τους το παθητικό τους. Αυτή η εξήγηση δίνει έμφαση σε έναν από τους μέγιστους δείκτες της χρηματοοικονομικής ευθραυστότητας, και νομίζω πως βρίσκεται πολύ κοντά στην εξήγηση του Μίνσκυ, και πολύ πιο κοντά στο να προσφέρει εξήγηση στα αίτια της κρίσης.

Credit Market Debt Outstanding, 1945–2011
(in percent of GDP)



Source: National Income and Product Accounts Flow of Funds

Ο Μίνσκυ άρχισε να γράφει γι αυτό το φαινόμενο προς το τέλος της δεκαετίας του '50. Ακολούθησε την εξέλιξη της οικονομίας και υποστήριξε ότι κινούμαστε προς μια οικονομία όπου «αυτό» θα μπορούσε να συμβεί ξανά. Συνεχώς προσαρμόζε τη θεωρία του για να λάβει υπόψη τις εξελίξεις στην οικονομία. Για παράδειγμα, η «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» που ανέπτυξε είχε να κάνει αρχικά περισσότερο με τον επιχειρηματικό κύκλο, αλλά αργότερα, προς το τέλος της δεκαετίας του '80, είχε να κάνει περισσότερο με τον μακροπρόθεσμο μετασχηματισμό της οικονομίας. Έτσι, η «υπόθεση της χρηματοοικονομικής αστάθειας» εξελίχθηκε σε μια εξήγηση ενός μακροπρόθεσμου οικονομικού μετασχηματισμού, όχι σε εξήγηση των επιχειρηματικών κύκλων. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να αναπτύξει τη θεωρία των σταδίων—η εξέλιξη από το «χρηματιστικό κεφάλαιο» του Χίλφερντινγκ (που απέτυχε το 1929) στην άνοδο του διαχειριστικού καπιταλισμού κράτους πρόνοιας («managerial welfare-state capitalism») μετά τον Β' παγκόσμιο πόλεμο με τις προστασίες που παρείχε το πρόγραμμα του New Deal και τελικά, στο σημερινό στάδιο, που το αποκάλεσε «καπιταλισμός διαχείρισης χρημάτων» («Money Manager Capitalism») (Wray 2008a 2009).

Αυτή είναι μια εγγενώς ασταθής μορφή του καπιταλισμού, με τεράστια ποσά κεφαλαίων να βρίσκονται κάτω από την διαχείριση επαγγελματιών και με κάθε έναν από αυτούς να επιδιώκει την υψηλότερη απόδοση. Τα παραδείγματα περιλαμβάνουν συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, και ασφαλιστικά επενδυτικά ταμεία. Μόνο τα συνταξιοδοτικά ταμεία αυξήθηκαν σε περίπου τα τρία τέταρτα του μεγέθους του ΑΕΠ. Το διαχειριζόμενο χρήμα ήταν κατά ένα μεγάλο μέρος ανεξέλεγκτο και ήταν σε θέση να ανταγωνιστεί με τις ρυθμιζόμενες τράπεζες. Διαδραμάτισε έναν ρόλο στην άνοδο των αποκαλούμενων «σκιδών

τραπεζών», και πολλοί έχουν χαρακτηρίσει αυτή τη μερίδα του χρηματοοικονομικού συστήματος ως σημαντικό παράγοντα στην κρίση. Πράγματι, ένα μεγάλο μέρος της άρσης των ελέγχων των τραπεζών ήταν σχεδιασμένο με σκοπό να τις επιτρέψει να ανταγωνιστούν αποτελεσματικά με τις λιγότερο ρυθμισμένες, χαμηλότερου κόστους, και με πολύ υψηλότερη μόχλευση σκιώδεις τράπεζες. Με την πρόσβαση στο διαχειριζόμενο χρήμα, συνεισφέρανε στο φούσκωμα των μετοχών, των ακινήτων, και τελικά στην αγορά των commodities. Για γίνουν ανταγωνιστικές, οι τράπεζες δημιούργησαν πράγματα όπως το όχημα ειδικού σκοπού, όπου δεν εμφάνιζαν όλα τους τα χρεόγραφα στους ισολογισμούς τους («off-balance sheet entities»). Αυτό συνέβαλε στο να αναλαμβάνουν οι τράπεζες υψηλό ρίσκο δίχως εποπτεία. Αυτός όμως ο υψηλός ρίσκος επέστρεψε πίσω στις τράπεζες όταν ξέσπασε η κρίση. Είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς πως θα μπορούσαμε να έχουμε μια παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση χωρίς την ανάδυση των διαχειριστών χρημάτων και των σκιωδών τραπεζών.

Μέχρι πριν μερικές εβδομάδες, η συμβατική σοφία ήταν πως ξεπεράσαμε τις αναποδιές και είμαστε στο δρόμο της ανάκαμψης. Για την Ουάσινγκτον και την Γουόλ Στριτ, η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση είναι μόνο μια απόμακρη μνήμη. Οι δεκάδες των τρισεκατομμυρίων δολαρίων (αυτό δεν είναι υπερβολή) που δεσμεύτηκαν από τον Θείο Σαμ για την διάσωση των banksters έχουν θεωρηθεί ότι είναι μια μεγάλη επιτυχία. Το μερίδιο της Γουόλ Στριτ επέστρεψε στο 40% όλων των εταιρικών κερδών. Ευχαριστούμε πολύ, αλλά οι πλούσιοι είναι μια χαρά. Οι αποζημιώσεις, τα κέρδη, τα δικαιώματα προαίρεσης (stock options) και τα μπόνους έχουν ανέβει πάλι στα ύψη για την τάξη των εκλεκτών μας. Σύμφωνα με μια νέα μελέτη, από τότε που ξεκίνησε η «ανάκαμψη», το δεύτερο τρίμηνο του 2009, τα εταιρικά κέρδη κατέλαβαν το 88% της αύξησης του εθνικού εισοδήματος (Greenhouse, 2011). Τι γίνεται με τους εργαζόμενους; Αυτοί έπιασαν μόλις το 1% αυτής της αύξησης. Και όλο αυτό το ποσοστό ήταν υπό τη μορφή εργασιακών προνομίων (χάρη στο αυξανόμενο κόστος της υγειονομική περίθαλψης)—οι πραγματικοί μισθοί και οι απολαβές ουσιαστικά μειώθηκαν για πρώτη φορά στην ιστορία μιας «οικονομικής ανάκαμψης». Περιστό να πούμε πως η ανάκαμψη αυτή είναι, επίσης, μια ανάκαμψη δίχως δημιουργία νέων θέσεων απασχόλησης—η χειρότερη απόδοση ποτέ από την άποψη της δημιουργίας θέσεων εργασίας.

Αλλά αυτό είναι εύκολο να αγνοηθεί στην Ουάσινγκτον και στην Γουόλ Στριτ μια και οι μεγαλύτεροι χρηματοοικονομικοί θεσμοί γλίτωσαν τελικά δίχως γρατζουνιά και έχουν επιστρέψει στις παλιές καλές τακτικές και στα εξοργιστικά μπόνους που προκάλεσαν την παγκόσμια κρίση. Πολεμώντας με νύχια και με δόντια, η Γουόλ Στριτ κατάφερε, επίσης, να αποφύγει οποιαδήποτε θεμελιώδη μεταρρύθμιση του χρηματοοικονομικού συστήματος καθώς ο νόμος Dodd-Frank είναι ιδιαίτερα χαλαρός απέναντι στις κανονιστικές ρυθμίσεις. Αλλά έτσι κι

αλλιώς, οι Ρεπουμπλικάνοι έχουν καταστήσει σαφές ότι δεν θα παράσχουν νέα χρηματοδότηση στις ρυθμιστικές αντιπροσωπείες, οπότε ακόμα και οι αδύναμοι κανόνες στο νόμο δεν πρόκειται να εφαρμοστούν ποτέ. Και μέχρι τώρα, κανένας από τους μεγάλους απατεώνες της Γουόλ Στριτ δεν έχει διωχθεί ποινικά για τα μεγάλα εγκλήματα που διέπραξαν. Έχουν υπάρξει μερικά πρόστιμα και αστικές υποθέσεις, και μερικοί εγκληματίες χαμηλότερης κατηγορίας θυσιάστηκαν, όπως ο Μπέρνι Μάντοφ, αλλά όλοι οι μεγάλοι bankers όχι μόνο παραμένουν ελεύθεροι αλλά διευθύνουν ακόμα τις εγκληματικές τους οργανώσεις (που σε ευγενικούς κύκλους αποκαλούνται «chartered banks»), συμβουλεύουν τον Λευκό Οίκο και προετοιμάζονται να χρηματοδοτήσουν την επόμενη προεδρική εκστρατεία.

ΤΑ ΜΑΘΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΘΑ ΕΠΡΕΠΕ ΝΑ ΕΧΟΥΜΕ ΠΑΡΕΙ

Τα παραπάνω υποδηλώνουν ότι η χρηματοοικονομική μεταρρύθμιση έχει πεθάνει, τουλάχιστον για τώρα. Τίποτα δεν μπορεί να γίνει μέχρι την επόμενη κρίση που θα προκαλέσει η Γουόλ Στριτ. Αλλά ας απαριθμήσουμε τα μαθήματα που θα έπρεπε να έχουμε πάρει από την ΠΧΚ ώστε να προετοιμαστούμε να συζητήσουμε για τις μεταρρυθμίσεις που θα έπρεπε να έχουν υιοθετηθεί.

1. Η ΠΧΚ δεν ήταν μια «κρίση ρευστότητας»

Σε ένα πρόσφατο συνέδριο που παρευρέθηκα, ένας από τους αξιωματούχους από το Treasury που συμμετείχε στη διάσωση των τραπεζών μου είπε ότι η κρίση ήταν ουσιαστικά μια «παγκόσμια δόση αποπληρωμής που δεν πραγματοποιήθηκε». Όλος ο κόσμος βρισκόταν με μερικά δολάρια μείον στον λογαριασμό επιταγών του. Ο Θεός Σαμ παρείχε τις δυνατότητες υπερανάληψης που διαθέτει και έλυσε το πρόβλημα. Καμία ζημιά, κανένα κακό (ένας από τους συμμετέχοντες στο συνέδριο χρησιμοποίησε ακριβώς αυτές τις λέξεις).

Κατά την άποψη μου, αυτή είναι μια τελείως λανθασμένη προσέγγιση. Αυτό που συνέβη, πραγματικά, είναι ότι τα ποσοστά στάσης πληρωμών σε ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου αυξήθηκαν αισθητά ενώ οι τιμές των κατοικιών σταθεροποιήθηκαν. Οι μεγάλες τράπεζες έριξαν μια ματιά στους ισολογισμούς τους και συνειδητοποίησαν ότι είχαν στα χέρια τους όχι μόνο σκάρτα προϊόντα υποθηκών αλλά επίσης και πολύ μεγάλο παθητικό από άλλους μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Ξαφνικά, συνειδητοποίησαν ότι όλοι οι άλλοι είχαν πιθανώς ισολογισμούς που βρίσκονταν στο ίδιο χάλι όσο ήταν και οι δικοί τους, και έτσι αρνήθηκαν να μετακυλήσουν το βραχυπρόθεσμο παθητικό. Και από τη στιγμή που οι Λεβάθιαν ήταν υπερβολικά αλληλένδετοι μεταξύ τους, όταν σταμάτησαν να δανείζουν ο ένας στον άλλον, ολόκληρη η πυραμίδα Πόνζι κατέρρευσε.

Το να αποκαλέσουμε αυτό «κρίση ρευστότητας» είναι παραπλανητικό. Ήταν μια ογκώδη αφερεγγυότητα ανάμεσα στα μεγαλύτερα χρηματοοικονομικά ιδρύματα (τράπεζες και σκιώδεις τράπεζες) που οδήγησε σε κατάρρευση της ρευστότητας (πραγματικά, μια άρνηση αναχρηματοδότησης προς τους συντρόφους απατεώνες—οι εγκληματικές επιχειρήσεις βασίζονται πάντα στην εμπιστοσύνη, και όταν αυτή καταρρέει, ξεσπάει πόλεμος). Οι τράπεζες είχαν ανεπαρκή εφοδιασμό καλών περιουσιακών στοιχείων για να προσφέρουν ως εγγύηση έναντι δανείων—είχαν μόνο σκάρτα παράγωγα ακίνητων περιουσιών συν τα δάνεια που είχαν χορηγήσει ο ένας στον άλλον, ενώ τα πάντα καλύπτονταν μόνο από ένα πέπλο εξαπάτησης. Το μόνο που χρειαζόταν για να ξεσκεπαστεί και να καταρρεύσει αυτό το οικοδόμημα ήταν ένας τζογαδόρος τραπεζίτης που θα ανταποκρινόταν με μπλόφα στην μπλόφα κάποιου άλλου. Κάθε τραπεζίτης έψαχνε για ένα ακόμα μεγαλύτερο κορόιδο που θα αναχρηματοδοτήσει τα σκουπίδια. Οι μόνοι βλάκες που είχαν απομείνει βρισκότουσαν στην Ουάσινγκτον. Και για αυτό χρειάστηκαν δεκάδες τρισεκατομμύρια δολάρια από τον Θείο Σαμ—για να εξαγοραστούν τα σκουπίδια που είχαν συσσωρεύσει οι τράπεζες και οι άλλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί. Ο Θείος Σαμ λειτούργησε ως το κορόιδο της ύστατης στιγμής—για να σταματήσει τη σφαγή. (Όπως κάθε τζογαδόρος ξέρει, εάν δεν μάθετε μέσα σε πέντε λεπτά από την έναρξη του παιχνιδιού ποιος είναι το κορόιδο, τότε είστε εσείς το κορόιδο).

Έως τα μέσα του 2011, όλες οι μεγάλες τράπεζες είναι πιθανώς ακόμα προβληματικές (insolvent). Αυτό που τις κρατάει ανοικτές είναι μόνο η στήριξη που τους παρέχουν οι Τίμοθι Γκάιντερ και Μπεν Μπερνάκι.

Όπως ξέρουμε από την κρίση των «Savings and Loans» τη δεκαετία του '80, με το να επιτρέπουμε σε αφερέγγυους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να λειτουργούν, το μόνο που πετυχαίνουμε είναι να κάνουμε την τρύπα μεγαλύτερη—ειδικά όταν επί κεφαλής αυτών των οργανισμών βρίσκονται απατεώνες ώστε που μπορούν να διαχειρίζονται αυτό που ο συνάδελφός μου ο Μπιλ Μπλακ αποκαλεί «έλεγχος απάτης» («control fraud»), δηλαδή λεηλάτηση του οργανισμού για να πληρώνονται με τεράστια χρηματικά μπόνους τα ανώτατα στελέχη του. Κατά τη διάρκεια του φιάσκο με τα «Savings and Loans», οι απατεώνες τέθηκαν εκτός λειτουργίας, περισσότερο από χίλιοι από αυτούς φυλακίστηκαν, και η κυβέρνηση του Μπους (του πρεσβύτερου) επίλυσε την κρίση διοχετεύοντας περίπου 200 δισεκατομμύρια δολάρια, με τη χρήση της Resolution Trust Authority. Η «διάσωση» δεν ήταν κάτι το τέλειο στη σύλληψή της αλλά τουλάχιστον έθεσε σε τέλος εκείνη την απάτη, έκλεισε τους χειρότερους οργανισμούς, και έστειλε στη φυλακή πολλούς από τους απατεώνες. Μέχρι τώρα, σε αυτή την πολύ μεγαλύτερη κρίση, δεν έχουμε κάνει τίποτα από όλα αυτά.

2. Θα έπρεπε να έχουμε μάθει ότι η στάθμιση των οικονομικών κινδύνων (underwriting) είναι σημαντική

Η στάθμιση των οικονομικών κινδύνων είναι η διαδικασία του προσδιορισμού της πιστωτικής αξίας των δανειοληπτών και της εφαρμογής κινήτρων ώστε να εξασφαλιστεί ότι ο πληρωμές θα γίνονται μέσα στο προγραμματισμένο χρονικό διάστημα. Όλοι οι μεγάλοι θεσμοί που συμμετέχουν στην χρηματοδότηση κατοικιών μείωσαν ή ακύρωσαν την στάθμιση των οικονομικών κινδύνων κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας. Η θεωρία των «αποδοτικών αγορών» έλεγε ότι ουσιαστικά δεν χρειάζεται το *underwriting* επειδή οι αγορές θα ανακαλύψουν τις κατάλληλες αξίες των τιτλοποιημένων δανείων και ο δανεισμός ήταν πολύ ευκολότερος και φτηνότερος να γίνει εάν δεν χρειαζόταν να ελεγχθεί η οικονομική ικανότητα του δανειολήπτη. Ως εκ τούτου, καταλήξαμε με τα Δάνεια του Ψεύτη και τα δάνεια NINJA (κανένα εισόδημα, καμιά δουλειά, κανένα περιουσιακό στοιχείο, κανένα πρόβλημα!).

Πράγματι, εάν εξετάσει κάποιος προσεκτικά τις πρόσφατες χρηματοοικονομικές κρίσεις διαπιστώνει αμέσως ότι η αιτία ήταν συνήθως η επιδείνωση στα πρότυπα στάθμισης των οικονομικών κινδύνων. Η πειθαρχία της αγοράς δεν λειτουργεί επειδή όταν κάποια κατηγορία περιουσιακών στοιχείων ανθίζει, οι δανειστές προσδοκούν ότι οι αξίες αυτών των περιουσιακών στοιχείων θα συνεχίσουν να αυξάνονται. Στη συνέχεια θα δανείσουν περισσότερο με βάση τη αξία, το τρέχον εισόδημα, και την αναμενόμενη ταμειακή ροή επειδή η ανατίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων κάνει τα περισσότερα δάνεια να φαίνονται ασφαλή. Εάν τα πράγματα δεν πάνε όπως είχαν υπολογιστεί, τα δάνεια μπορούν να αναχρηματοδοτηθούν ή να γίνει κατάσχεση των περιουσιακών στοιχείων και να πουληθούν. Όλα συνεχίζουν να βαίνουν καλώς έως ότου κάποιος αμφισβητήσει την οικονομική άνοδο—και αρχίσει να πουλάει περιουσιακά στοιχεία ή αρνείται να μετακυλήσει το χρέος. Η ανακάλυψη ότι τα περιουσιακά στοιχεία είναι πιθανώς υπερεκτιμημένα οδηγεί τις τιμές σε αντίστροφη πορεία και ύστερα σε κατάρρευση. Οι δανειολήπτες βυθίζονται κάτω από το νερό και οι δανειστές γίνονται προβληματικοί (*insolvent*).

Στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, οι «καταθέτες» σε αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων άρχισαν να ανησυχούν ότι τα κεφάλαια δεν θα ήταν σε θέση να εγγυηθούν ότι ένα δολάριο υποχρεώσεων θα άξιζε ένα δολάριο, και το έβαλαν στα πόδια. Ομοίως, σκιώδεις τράπεζες που στηρίχθηκαν στην μετακύλιση πολύ βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (συμπεριλαμβανομένου του εμπορικού ομολόγου) ήρθαν αντιμέτωπες με ανοδικά «κουρέματα» (η έκπτωση αφορούσε τις εγγυήσεις τους) έτσι ώστε να μην μπορούσαν να αναχρηματοδοτήσουν θέσεις στο ενεργητικό. Αυτό οδήγησε σε «πωλήσεις πυρκαγιάς» των στοιχείων ενεργητικού, σε μειωμένες αξίες περιουσιακών στοιχείων και σε μια γενική κρίση ρευστότητας. Πιο σημαντικό, όπως αναφέραμε προηγουμένως, συνειδητοποιήθηκε ότι τα περιουσιακά στοιχεία ήταν πάρα πολύ υπερεκτιμημένα, έτσι ώστε ακόμη

και με τις επεκτάσεις εγγυήσεων του Treasury (στα αμοιβαία κεφάλαια αγοράς χρημάτων, για παράδειγμα) και τρισεκατομμύρια δολάρια από την FED ως δανειστής της ύστατης στιγμής, κανένας δεν ήθελε να αναχρηματοδοτήσει τις τράπεζες και τις σκιώδεις τράπεζες. Από τη στιγμή που στηρίζονταν ο ένας στον άλλον (αντί στους καταθέτες), οι χρηματοοικονομικοί θεσμοί ανακάλυψαν τους κινδύνους της «αλληλεξάρτησης»). Προσπάθησαν να μειώσουν την χρηματοοικονομική μόχλευση, να πωλήσουν τα τοξικά περιουσιακά στοιχεία στην FED και να κλείσουν τις θέσεις τους.

Αντιλαμβάνομαι πως τα πράγματα δείχνουν ότι οι τράπεζες έχουν περιορίσει τα κόστη τους, έχουν θέσει αυστηρότερα κριτήρια και πως ο δανεισμός επεκτείνεται μόνο στους πλέον αξιόπιστους δανειολήπτες. Λέτε δηλαδή να πήραν οι τράπεζες το μάθημά τους; Αμφιβάλλω. Αυτό που κάνουν τώρα συμβαίνει πάντα μετά από μια κρίση. Το θέμα είναι ότι δεν έχει τεθεί σε ισχύ καμιά σημαντική ρυθμιστική και εποπτική μεταρρύθμιση για να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά η επόμενη φάση οικονομικής ευφορίας. Ως εκ τούτου, τα πρότυπα για την στάθμιση των οικονομικών κινδύνων θα χαλαρώσουν ξανά—σταδιακά καταρχάς και ύστερα θα καταργηθούν τελείως, με τους δανειστές να είναι πρόθυμοι να υιοθετήσουν χαμηλότερα στάνταρ για να «κερδίσουν» περισσότερα. Η «πειθαρχία» της αγοράς είναι πάντα διεστραμμένη—δεν δανείζονται χρήματα εκεί όπου υπάρχει μεγαλύτερη ανάγκη και δεν γίνεται κανένα *underwriting* τη στιγμή που αυτό απαιτείται περισσότερο από ποτέ. Έτσι, ενώ οι τράπεζες δεν δανείζουν εύκολα αυτή την περίοδο, δεν έχουν αναγκαστεί παράλληλα να μάθουν τίποτα από την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση.

3. Οι ανεξέλεγκτοι και ανεπίβλεπτοι χρηματοοικονομικοί θεσμοί έχουν ως φυσική εξέλιξη να καταλήγουν σε control frauds

Όταν ρωτήθηκε ο Γουίλι Σάτον γιατί λήστεψε τις τράπεζες, απάντησε λέγοντας «επειδή εκεί βρίσκονται τα λεφτά». Αυτός, φυσικά, ήταν ένας ασήμαντος ληστής τραπεζών. Σύμφωνα με τον Μπιλ Μπλακ, ο καλύτερος τρόπος να ληστέψει κανείς μια τράπεζα είναι να την έχει δική του. Ε, λοιπόν, είναι ακόμα καλύτερα να διαχειρίζεται κάποιος μια τράπεζα—ρωτήστε απλά τον Ρομπ Ρούμπιν, τον Χανκ Πολσον, τον Τζέιμι Ντίμον, ή τον «κάνω τη δουλειά του θεού» Λόιντ Μπλανκφάιν. Ο μισθωμένος δολοφόνος που είναι υπεύθυνος για έναν χρηματοοικονομικό οργανισμό μπορεί να αφαιρέσει από μια τράπεζα πολύ περισσότερα χρήματα από τους ιδιοκτήτες ή τους ληστές τραπεζών. Αλλά οι διαμορφωτές πολιτικής ακόμα δεν θέλουν να αναγνωρίσουν ότι υπάρχει παντού απάτη. Ξέρουμε ότι οι τράπεζες διέπραξαν δανειακή απάτη σε μια πρωτοφανή κλίμακα (η καλύτερη εκτίμηση είναι ότι το 80% όλης της απάτης υποθηκών έγινε από δανειστές). Γνωρίζουμε ότι συνεχίζουν να διαπράττουν απάτες με τις κατασχέσεις κατοικιών και πως εξαπάτησαν επενδυτές να αγοράσουν ασφάλιστρα τοξικών αποβλήτων και έπειτα στοιχημάτισαν εναντίον

τους χρησιμοποιώντας DCSs. Κάθε φορά που ένας επενδυτής βρίσκει τελικά το θάρρος να κυνηγήσει μια από αυτές τις τράπεζες, η απάτη αποκαλύπτεται και η υπόθεση οδηγείται σε διευθέτηση.

Είναι προφανές ότι η απάτη έγινε κανονική επιχειρηματική πρακτική. Έχω συγκρίνει την τροφική αλυσίδα της χρηματοδότησης στεγαστικών με το κρεμμύδι Shrek: κάθε επίπεδο δεν ήταν μόνο σύνθετο, αλλά επίσης δόλιο—από τους κτηματομεσίτες στους εκτιμητές και τους μεσίτες υποθηκών που υπερτίμησαν την ιδιοκτησία και οδήγησαν τους δανειολήπτες σε όρους που δεν μπορούσαν να αντεπεξέλθουν οικονομικά, στις τράπεζες επενδύσεων και τις θυγατρικές τους ενώσεις ομοειδών επιχειρήσεων (trusts) που τιτλοποιούσαν τις υποθήκες, στους πιστοληπτικούς οίκους αξιολόγησης και τις λογιστικές εταιρίες που επικύρωσαν τις αξίες και τις πρακτικές, στους δικαστές που επιτρέπουν στις τράπεζες να κλέβουν τα σπίτια, στα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη και τους δικηγόρους που έβαλαν την σφραγίδα τους στην απάτη. Το να πούμε ότι αυτό είναι το μεγαλύτερο σκάνδαλο στην ιστορία της ανθρωπότητας αποτελεί μια συγκρατημένη περιγραφή. Και οι απατεώνες διαχειρίζονται ακόμα αυτούς τους θεσμούς.

4. Αλλά το χειρότερο ήταν το κουκούλωμα. Θα έπρεπε να ξέρουμε από τα χρόνια του Γουότεργκεϊτ ότι το κουκούλωμα είναι αυτό που οδηγεί στα χειρότερα εγκλήματα

Αν σκεφτούμε την τροφική αλυσίδα στην αγορά ακινήτων, όλα ξεκινούν με κάποιον ταπεινό κτηματομεσίτη που δουλεύει από το γκαράζ του. Του έχουν πει πως αν μπορέσει να αυξήσει την ρυθμαπόδοσή του και δελεάσει δανειολήπτες να βγάλουν ακριβότερα δάνεια από αυτά που είναι πραγματικά οικονομικά κατάλληλοι, οι ανταμοιβές του θα αυξηθούν. Οι τράπεζες δημιούργησαν «προϊόντα οικονομικής δυνατότητας» με Οργουελικές ονομασίες που αυτοί που είναι μέσα στα πράγματα αποκαλούν υποθήκες βομβών νετρονίων (με σκοπό να τινάξουν στον αέρα και να σκοτώσουν τον δανειολήπτη, αλλά να αφήσουν άθικτο το σπίτι) και είπαν στους μεσίτες να προχωρήσουν με αυτά και να απορρίψουν τα συνηθισμένα έγγραφα όπως ετήσιο φορολογικό εισόδημα και πληροφορίες για τραπεζικούς λογαριασμούς. Γιατί; Όπως το έθεσε ο Ολιβερ Νόρθ (στρατιωτικός στο επίκεντρο του σκανδάλου Ιράν-Κόντρας την δεκαετία του '80 και σήμερα συντηρητικός σχολιαστής και συγγραφέας) «εύλογη δυνατότητα άρνησης.» Οι τράπεζες μπορούσαν να ισχυριστούν «δεν ξέραμε ότι αυτός ο άνεργος τύπος δεν ήταν σε θέση να μην μπορεί να αντεπεξέλθει οικονομικά ένα σπίτι αξίας μισό εκατομμυρίων δολαρίων στο Brookside Acres με διευθετήσιμη υποθήκη ποσοστού κατά 120% της αξίας του σπιτιού! Ο δανειολήπτης μας εξαπάτησε (προσθέστε και κλαψουρίσματα για επίδραση)!»

Από τη στιγμή που η τράπεζα χορήγησε το Δάνειο του Ψεύτη, κάθε άλλη διασύνδεση στην χρηματοδότηση κατοικιών πρέπει να είναι

μολυσμένη. Κι αυτό σημαίνει ότι κάθε συναλλαγή, κάθε πιστοποίηση, κάθε αξιολόγηση, και κάθε υπογραφή, έως το γραφείο του Γενικού Εκτελεστικού Διευθυντή της επενδυτικής τράπεζας είναι μέρος του κουκουλώματος. Για να μην αναφέρουμε τον Πρόεδρο της Κεντρικής Ομοσπονδιακής Τράπεζας της Νέας Υόρκης (Τίμοθι Γκάλντερ, νυν υπουργός Οικονομικών) που έχει πρόσβαση στα βιβλία των τραπεζών. Θυμόμαστε και εκείνα τα «στρες τεστ», που τα πέρασαν όλες οι τράπεζες, οι ισολογισμοί των οποίων ήταν πιστοποιημένοι A-OK από την κυβέρνηση; Αυτό είχε εγκριθεί από τους κρατικούς ρυθμιστές των τραπεζών, οι οποίοι έβαλαν την υπογραφή τους πάνω σε μια απάτη—όπως τώρα γνωρίζουμε επειδή οι μεγαλύτερες τράπεζες πληρώνουν μια σειρά από πρόστιμα για απατηλή συμπεριφορά.

Είναι σημαντικό να υπογραμμίσουμε πως δεν χρειάζεται να ασπαστεί κάποιος μια θεωρία συνωμοσίας για το τι έχει συμβεί. Το ατομικό συμφέρον είναι αρκετό. Όπως ισχυριστήκαμε παραπάνω, από τη στιγμή που χορηγήθηκε το Δάνειο του Ψεύτη, όλες οι άλλες διασυνδέσεις είναι μολυσμένες. Οι μόνες ερωτήσεις που υπήρχαν για όποιον ήταν συνδεδεμένος με εκείνη την αλυσίδα ήταν οι εξής: Πως μπορώ να βγάλω κάνα δολάριο; Πως μπορώ να βγω από αυτό το σχέδιο Πόνζι πριν καταρρεύσει; Και πως μπορώ να αποφύγω τη φυλακή; Όπως ξέρουμε, έβγαλαν τα δολάρια καθώς βραβεύτηκαν με μόνους πολλών εκατομμυρίων δολαρίων. Ενώ οι περισσότεροι δεν αποχώρησαν πριν την κατάρρευση, ο Θεός Σαμ κάλυψε τις απώλειες τους με σχέδια διάσωσης που κόστισαν πολλά τρισεκατομμύρια δολάρια. Και τώρα περιμένουν να λήξει η προθεσμία για ποινικές διώξεις στα πιθανά εγκλήματά τους ενώ η ηγεσία του έθνους έχει στραμμένο το βλέμμα αλλού.

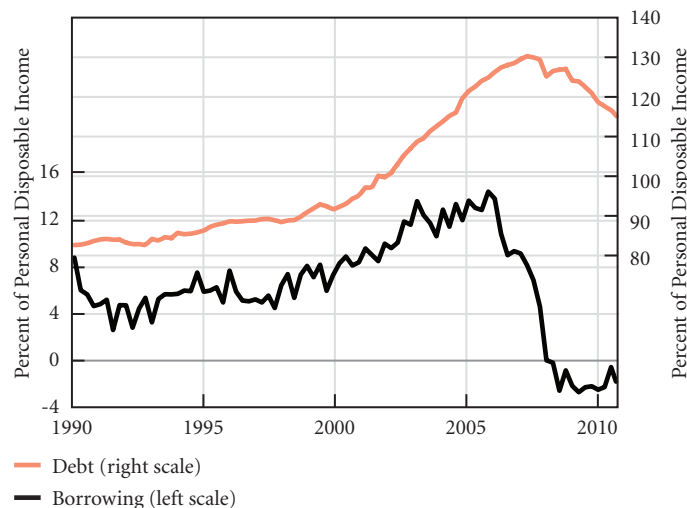
Δυστυχώς, δεν πήραμε κανένα μάθημα. Δεν κάναμε μεταρρυθμίσεις. Αφήσαμε τις πυραμίδες Πόνζι να συνεχίσουν να υφίστανται, να λειτουργούν από τους ίδιους απατεώνες. Ακόμα χειρότερο, θα τους αφήσουμε να συνεισφέρουν στο περίπου 1 δις δολάρια που θα ρεύσει στο στρατόπεδο του Ομπάμα για την επανεκλογή του.

Εάν η μεταρρύθμιση δεν είναι τώρα δυνατή, πότε θα είναι;

Πιστεύω πως η μεταρρύθμιση θα είναι δυνατή όταν χτυπήσει η επόμενη κρίση. Αυτό μπορεί να συμβεί οποιαδήποτε ημέρα επειδή αναπαράγαμε τις συνθήκες του 2007, οπότε αυτό είναι παρόμοιο με την κατάσταση του 1929 που ανέλυσε ο Γκάλμπρειθ: απλά περιμένουμε αυτό που θα την πυροδοτήσει. Όταν συμβεί αυτό, η κρίση θα διαπεράσει ολόκληρο το σύστημα. Οι διασώσεις αύξησαν ουσιαστικά τη συγκεντροποίηση και τις διασυνδέσεις μεταξύ των κορυφαίων τεσσάρων ή πέντε τραπεζών κάνοντας το σύστημα πιο εύθραυστο. Η επόμενη κρίση θα μπορούσε να είναι χειρότερη από την προηγούμενη—που είναι και η γενική τάση από το 1966, όταν και σημειώθηκε η πρώτη μεταπολεμική κρίση. Ας δούμε το γιατί.

Σχεδόν όλο το χρέος που είχαμε το 2007 υπάρχει ακόμα. Τα νοικοκυριά έχουν ξεπληρώσει ένα μέρος του χρέους τους και έχουν δηλώσει πτώχευση σε άλλο. Αλλά το μεγαλύτερο μέρος του χρέους υπάρχει ακόμα, όπως δείχνει η επόμενη γραφική παράσταση. Εν τω μεταξύ, πολλά νοικοκυριά έχουν μείνει δίχως δουλειά και πολλά εξ αυτών έχασαν τα σπίτια τους—που δεν σημαίνει ότι έφυγε από πάνω τους το χρέος επειδή σε πολλές περιπτώσεις οφείλουν ακόμα τα χρήματα αλλά δεν έχουν σπίτι. Οι τιμές των κατοικιών έχουν πέσει κατά περίπου το ένα τρίτο σε ολόκληρη τη χώρα, και συνεχίζουν να πέφτουν. Οπότε δεν υπάρχει κανένας τρόπος που οι οικογένειες και οι επιχειρήσεις να είναι σε καλύτερη κατάσταση τώρα από ότι ήταν το 2007. Μάλιστα βρίσκονται σε πολύ χειρότερη κατάσταση. Ένα κύμα χρεοκοπιών στην εμπορική κτηματομεσιτική αγορά μπορεί να είναι το επόμενο χτύπημα. Ή, χρέη σε φοιτητικά δάνεια και πιστωτικές κάρτες μπορεί να πυροδοτήσουν την επόμενη κρίση καθώς η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων έχει υποβαθμιστεί. Αυτό είναι ένα πιθανό μονοπάτι προς την κρίση.

Household Borrowing and Debt, 1990–2011



Sources: Federal Reserve; Bureau of Economic Analysis

Ένα άλλο μονοπάτι προς την κρίση μπορεί να είναι ότι οι τραπεζικοί επιτηρητές ανακαλύπτουν πως μια μεγάλη τράπεζα είναι αφερέγγυα. Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι οι τράπεζες έχουν μαγειρέψει τα βιβλία τους —ως επί το πλείστον για να δικαιολογήσουν την μείωση αποθεμάτων από απώλειες δανείων. Τα προβλήματα μπορεί να ξεκινήσουν από την Bank of America, ή την Citibank, και οι δυο από τις οποίες κουβαλούν πολύ κακό χρέος υποθηκών που δεν το έχουν απομειώσει αρκετά. Πολλοί αναλυτές πιστεύουν ότι είναι αφερέγγυες, οπότε όλο που χρειάζεται για να πυροδοτηθεί μια κρίση είναι κάποια πληροφόρηση να βγει προς τα έξω, που θα οδηγήσει σε υποβάθμιση της πιστωτικής αξίας τους και θα προκαλέσει άλλη μια τεράστια κρίση ρευστότητας. Ευτυχώς

ή δυστυχώς, το Κογκρέσο πιθανώς δεν θα αφήσει την FED να κάνει ότι έκανε την τελευταία φορά. Πράγματι, μετά τον νόμο Dodd-Frank, οι περισσότερες ενέργειες που πάρθηκαν από την FED και το Treasury στην κρίση του 2007–08 είναι τώρα παράνομες ή απαιτούν έγκριση από τον Πρόεδρο και/ή από το Κογκρέσο. Δεν είναι πιθανό ότι μια τέτοια έγκριση θα μπορούσε να παρθεί έγκαιρα αρκετά για να αποφευχθεί μια κατάρρευση.

Υπάρχει ένας άλλος δρόμος προς την μετάδοση της κρίσης. Πολύς κόσμος πιστεύει ότι οι Ευρωπαϊκές τράπεζες είναι πιο εύθραυστες από τις Αμερικανικές τράπεζες, οπότε το πρόβλημα μπορεί να ξεκινήσει στην Ευρώπη και μετά να υπερχειλίσει στις ΗΠΑ. Υπάρχει πολύ εύκολο πέρασμα από αμερικανικά αμοιβαία κεφάλαια εκμετάλλευσης ενεργητικού ευρωπαϊκών τραπεζών προς μια παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Υπάρχουν στην αγορά 3 τρις δολάρια από εξαιρετικά βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που είναι όπως οι καταθέσεις, αλλά δεν είναι ασφαλισμένες. Την τελευταία φορά, η κυβέρνηση των ΗΠΑ επέκτεινε την εγγύηση σε όλα από αυτά. Ο νόμος Dodd-Frank απαγορεύει τέτοια επέμβαση. Έτσι, η εμφάνιση ενός προβλήματος ανάμεσα στις ευρωτράπεζες μπορεί να ρίξει κάτω όλη την αγορά—περίπου δυο φορές το μέγεθος των αμερικανικών υποθηκών subprimes που προκάλεσε την κρίση την τελευταία φορά.

Μια ατζέντα για μεταρρύθμιση αλά Μίνσκυ

Θα εξετάσω δυο γενικές πλευρές για μεταρρύθμιση. Η πρώτη αφορά το χρηματοοικονομικό σύστημα, η δεύτερη τις θέσεις εργασίας και την ανισότητα—δηλαδή, την «πραγματική» οικονομία. Οι δύο αυτές πλευρές είναι στην πραγματικότητα συνδεδεμένες με τρόπους που συνεισφέρανε στο ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης.

Η μακροπρόθεσμη τάση στις ΗΠΑ είναι η συγχώνευση ενός ευρύτατου φάσματος υπηρεσιών μέσα στις θυγατρικές μιας τράπεζας που είναι η ελέγχουσα εταιρία. Οι μεταρρυθμίσεις του New Deal διαχώρισαν τους οργανισμούς με βάση τη λειτουργία (και οι πολιτειακοί νόμοι ενάντια στην διακλάδωση παρείχαν γεωγραφικούς περιορισμούς). Η φυσική εξέλιξη, μαζί με την άρση των ελέγχων, επέτρεψε την ανάπτυξη μιας χούφτας γιγαντιαίων τεράτων να διαδραματίσουν έναν ρόλο κλειδί στην παροχή όλων αυτών των υπηρεσιών. Εντούτοις, οι οικονομίες κλίμακας στον τραπεζικό τομέα εξαντλούνται σε ένα σχετικά μικρό μέγεθος. Και οι μεγάλες «πολύ μεγάλες για να αποτύχουν» τράπεζες είναι συστημικά επικίνδυνες: πολύ μεγάλες και πολύπλοκες για αποτελεσματικό έλεγχο και εποπτεία, ή και για διαχείριση. Οπότε, οι μεταρρυθμίσεις θα έπρεπε να στοχεύουν στη συρρίκνωση του μεγέθους των τραπεζών. Αυτό δεν σημαίνει υποχρεωτικά επιστροφή στο νόμο Glass-Steagall για διαχωρισμό με βάση τη λειτουργία, αλλά

σημαίνει ότι η πολιτική θα έπρεπε να εκφράζει προτίμηση για μικρούς οργανισμούς έναντι μεγάλων.

Αφήνοντας κατά μέρος την πολιτική, η πιο σημαντική μεταρρύθμιση θα ήταν να απαγορευθούν οι τράπεζες από τιτλοποιήσεις. Οι τράπεζες είναι οργανισμοί δημόσιας ωφέλειας και θα έπρεπε να υπηρετούν τον δημόσιο σκοπό. Εάν έχουν πρόσβαση σε κρατικές εγγυήσεις, κρατικές διασώσεις και κρατικό δανεισμό, δεν θα έπρεπε να τους επιτρέπεται να τιτλοποιούν επειδή υπονομεύει την αποτελεσματική ρύθμιση των οικονομικών κινδύνων. Οι τράπεζες θα πρέπει επίσης να είναι υποχρεωμένες να διατηρήσουν τα δάνεια έως την ημερομηνία ωρίμανσης. Δεν υπάρχει νόμιμος λόγος γιατί οι τράπεζες θα έπρεπε να κινούν assets εκτός των ισολογιστικών τους στοιχείων. Εάν μη προστατευόμενοι χρηματοοικονομικοί θεσμοί θέλουν να τιτλοποιούν χωρίς πρόσβαση στο κράτος, τότε αυτό είναι διαφορετικό θέμα. Δεν υπάρχει ανάγκη να γίνει παράνομη η ίδια η τιτλοποίηση, αλλά οι τράπεζες δεν θα έπρεπε να επιτρέπεται να το κάνουν. Δυστυχώς, τα πολιτικά εμπόδια είναι πολύ μεγάλα. Οι τράπεζες θέλουν να τιτλοποιούν. Θέλουν να γεμίζουν και να αδειάζουν. Θέλουν να ξεγελάνε τους πελάτες και στη συνέχεια θέλουν να στοιχηματίζουν ενάντια στα σκουπίδια που τιτλοποιούν χρησιμοποιώντας CDSs.

Αυτοί που προωθούν συγκεντροποίηση των χρηματοοικονομικών θεσμών σε «μεγάλα κουτιά» αρέσκονται να μιλάνε για υποθετικές «συνέργειες». Στην πραγματικότητα, όπως υποστήριξε ο Μίνσκυ, αλλά και πολλοί άλλοι, οι οικονομίες κλίμακας στον τραπεζικό τομέα επιτυγχάνονται σε πολύ μικρό μέγεθος. Οι υποτιθέμενες οικονομίες εύρους προϊόντων έχουν αποδειχθεί να μην είναι ουσιαστικά τίποτα παραπάνω από την ικανότητα να ξεγελάνε τους πελάτες με την κομπίνα «δόλωμα και αλλαγή». Ο Τσαρλς Κίτινγκ του Λίνκολν Savings χρησιμοποίησε την σφραγίδα έγκρισης του Ομοσπονδιακού Ταμείου Εγγυήσεως Καταθέσεων (FDIC) για να πουλάει ριψοκίνδυνα και ουσιαστικά άχρηστα περιουσιακά στοιχεία σε ηλικιωμένες χήρες που νόμιζαν ότι αγόραζαν ασφαλισμένες πιστοποιήσεις καταθέσεων. Πιο πρόσφατα, η Goldman Sachs επέτρεψε στον διαχειριστή κερδοσκοπικών αμοιβαίων κεφαλαίων Πόλσον να σχεδιάσει σύνθετα χρεωστικά παράγωγα, εγγυημένα για αποτυχία, τα λεγόμενα Collateralized Debt Obligations (παράγωγα «Διασφαλισμένης Δανειακής Υποχρέωσης»), που η Goldman τα πουλούσε στους δικούς της πελάτες, επιτρέποντας στην εταιρία και στον Πόλσον να χρησιμοποιούν CDSs για να στοιχηματίζουν στην αποτυχία τους (Eisinger and Bernstein, 2010). Με άλλα λόγια, η «συνέργεια» επιτρέπει στον οργανισμό να στοιχηματίζει εναντίον των πελατών της.

Ακόμα χειρότερο, οι μεγάλοι θεσμοί γίνονται, αμετάβλητα, πολύ πολύπλοκοι στη διαχείρισή τους, τη ρύθμισή τους ή την εποπτεία τους. Αυτό επιτρέπει την κορυφή της διοίκησης να λειτουργεί τον οργανισμό ως έλεγχο απάτης, ξεγελώνοντας τους ιδιοκτήτες ιδίων κεφαλαίων

(equities) ενώ η διοίκηση στην κορυφή πλουτίζει. Και, τελικά, μια και ο οργανισμός θεωρείται ότι είναι «πολύ μεγάλος για να αποτύχει», η κυβέρνηση επίσης θα εξαπατηθεί όταν την καλέσουν για την αναπόφευκτη διάσωση.

Συνεπώς, μετά την επόμενη κρίση, θα πρέπει να απαγορευθεί στις μεγάλες chartered τράπεζες η διαφοροποίηση σε μια σειρά από χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Άντ' αυτού, θα πρέπει να εστιάσουν λεπτομερώς στις δραστηριότητες τους, να αναγκαστούν να ξεκόψουν από δραστηριότητες που δεν είναι στενά συνδεδεμένες με τη χορήγηση βραχυπρόθεσμων εμπορικών δανείων και υποθήκες για εμπορικές επιχειρήσεις και κατοικίες. Θα πρέπει να τους δοθεί η επιλογή: είτε διατηρείτε το charter της τράπεζας και ξεφορτωνόμαστε το trading είτε διατηρείτε το trading και χάνετε το charter.

Τι κάνουμε με εκείνες τις τράπεζες που παρατούν το charter — επιλέγοντας να γίνουν αυτό που συνηθίζαμε να αποκαλούμε επενδυτικές τράπεζες; Θα είναι πολύ δύσκολο να επαναπροσανατολιστεί ο επενδυτικός τραπεζικός τομέας προς ένα μακροπρόθεσμο ορίζοντα με κατάλληλη ρύθμιση των οικονομικών κινδύνων όταν το χρέος είναι τιτλοποιημένο και υπόκειται σε χαλαρή επίβλεψη, και όταν οι μετοχές, κατά μέσο όρο, διατηρούνται λιγότερο από έναν χρόνο. Παρ' όλα αυτά, είναι αναγκαίο να γίνει.

Αυτό που χρειάζεται είναι να αλλάξει η δομή κινήτρου στις επενδυτικές τράπεζες έτσι ώστε η καλή ρύθμιση των οικονομικών κινδύνων να βραβεύεται. Οι απολαβές στην κορυφή της διοίκησης και στους traders θα πρέπει να συνδέονται με μακροπρόθεσμα αποτελέσματα. Ούτε υψηλοί δείκτες κεφαλοποίησης (όπως απαιτείται από τη Βασιλεία III) ούτε προϋποθέσεις ότι αυτοί που είναι μέσα στις τράπεζες θα πρέπει να χρησιμοποιούν τα χρήματά τους για να αγοράσουν μετοχές της εταιρίας που διευθύνουν θα βοηθήσει. Και σε μια περίοδο κερδοσκοπικής ανόδου, οι επενδυτικοί τραπεζίτες είναι χαρούμενοι να πάρουν θέσεις σε επισφαλή περιουσιακά στοιχεία που έχουν άνθιση— με την προσδοκία ότι θα τα ξεφορτωθούν όταν βρεθούν στα ύψη. Ως εκ τούτου, οι απολαβές θα πρέπει να είναι συνδεδεμένες με μακροπρόθεσμες αποδόσεις—ας πούμε, μια πενταετία ροή εισοδήματος με «οικονομική ανάκαμψη» για απώλειες.

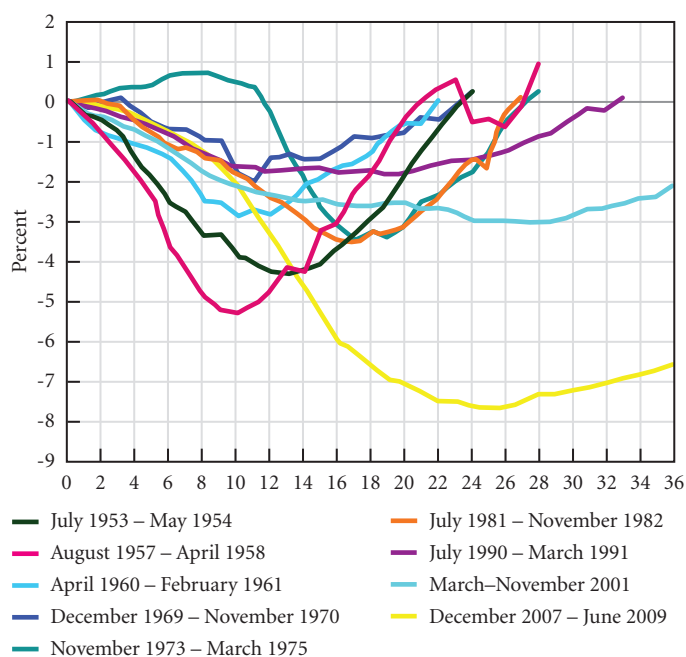
Η ρύθμιση οικονομικών κινδύνων ενθαρρύνεται όταν οι τράπεζες διατηρούν assets στα βιβλία τους, οπότε η πολιτική θα πρέπει να δείχνει προτίμηση γι αυτή την πρακτική και όχι για το ισχύον πλαίσιο «δημιουργίας προς διάθεση». Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτικές τράπεζες θα εκτελούν περισσότερο έναν μεσάζοντα ρόλο, διατηρώντας μακροπρόθεσμο χρέος και χορηγώντας το δικό τους χρέος προς τους αποταμιευτές. Και, τέλος, οι επενδυτικές τράπεζες δεν θα πρέπει να παίζουν με «house money» (καταθέσεις εγγυημένες από το FDIC). Συνεπώς, η Goldman Sachs και η Morgan Stanley θα πρέπει να

αναγκαστούν να παραδώσουν τα charters τους ως τράπεζες—ή να εγκαταλείψουν τις επενδυτικές τραπεζικές δραστηριότητες.

Πηγαίνοντας προς τον «πραγματικό τομέα» της οικονομίας, οι ΗΠΑ αντιμετωπίζουν τα δίδυμα (και σχετιζόμενα) προβλήματα της υψηλής ανεργίας και των ιστορικών επιπέδων ανισότητας. Η ΠΧΚ και η βαθιά οικονομική υποχώρηση έχουν φυσικά χειροτερέψει αυτά τα προβλήματα. Εντούτοις, τα προβλήματα αυτά προκύπτουν από μακροπρόθεσμες τάσεις. Τα τελευταία τριάντα χρόνια, η υψηλή ανεργία δεν ήταν απλά φαινόμενο των οικονομικών υποχωρήσεων αλλά ακόμα και σε περιόδους ανάπτυξης δεν υπήρχε μεγάλη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας (μόνο το boom την περίοδο Κλίντον έριξε την ανεργία στα επίπεδα της δεκαετίας του '60). Η οικονομική ανάπτυξη και η απασχόληση έχουν αποδεσμευτεί: το πρώτο δεν υπονοεί άλλο πια το δεύτερο. Η ανάκαμψη δίχως δημιουργία νέων θέσεων εργασίας δεν είναι πια μια παρέκκλιση αλλά έχει γίνει αυτό που είναι πλέον το φυσιολογικό.

Η γραφική παράσταση που ακολουθεί απεικονίζει την αλλαγή στην απασχόληση συγκριτικά με το επίπεδο πριν από την οικονομική υποχώρηση—συγκεκριμένα, 36 μήνες μετά από την επίσημη ημερομηνία έναρξης της κάμψης. Είναι ξεκάθαρο ότι στην προηγούμενη μεταπολεμική περίοδο οι κάμψεις ήταν ρηχές (όσον αφορά τις απώλειες θέσεις εργασίας) και η ανάκαμψη ήταν κάθε φορά δυναμική όσον αφορά την δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Από το 1990, αυτό πλέον δεν ισχύει. Μετά την οικονομική κάμψη του 1990–91, χρειάστηκαν περίπου 32 μήνες για να φτάσει η απασχόληση ξανά στο επίπεδο που ήταν πριν από την κάμψη. Μετά την οικονομική κάμψη του 2001, χρειάστηκαν περισσότερο από 36 μήνες για να επιστρέψει στα επίπεδα που ήταν πριν από την κάμψη. Η σημερινή οικονομική κάμψη είναι πολύ χειρότερη τόσο σε ταχύτητα όσο και σε βάθος σχετικά με την πώση στην απασχόλησης. Ήδη βρισκόμαστε 36 μήνες σε οικονομική κάμψη και η απασχόληση παραμένει 7% χαμηλότερη από αυτό που ήταν πριν από την οικονομική υποχώρηση.

Change in Employment 36 Months after Beginning of Recession, Relative to Precession Level (in percent)



Source: Bureau of Labor Statistics

Note: Some lines reach zero; that is, employment reverts to its prerecession level in less than 36 months.

Οι λόγοι για το φαινόμενο της «ανάκαμψης δίχως θέσεις εργασίας» είναι πολλαπλοί και πέραν του φάσματος αυτής της σύντομης εργασίας. Πολλοί υποδεικνύουν την πώση στην μεταποιητική βιομηχανία, την αύξηση των εισαγωγών, και την κυβερνητική αδράνεια για αντίδραση στην ανεργία. Επιπλέον, με τις τεχνολογικές βελτιώσεις, ο ιδιωτικός τομέας χρειάζεται λιγότερο εργατική δύναμη για να παραχθεί το ίδιο ποσοστό παραγωγής. Οι επιχειρήσεις έχουν χρησιμοποιήσει τις οικονομικές κάμψεις για να ξεφορτωθούν το «μη αναγκαίο» εργατικό δυναμικό, και ύστερα δεν το επαναπροσλαμβάνουν όταν έρθει η ανάκαμψη.

Η κατάληξη είναι ότι χρειαζόμαστε μια πολιτική για να λύσουμε το πρόβλημα της ανεργίας, τόσο της κυκλικής όσο και της μακροχρόνιας. Γι αυτό ο Μίνσκυ σκέφτηκε την εξής πρόταση: Εγγύηση Εργασίας μέσω ενός προγράμματος όπου η κυβέρνηση είναι ο «εργοδότης της ύστατης λύσης», προσφέροντας δουλειά σε όποιον είναι έτοιμος και επιθυμεί να εργαστεί με τον κατώτερο κρατικό μισθό συν εργασιακά προνόμια (Minsky 1965, 1986, Kelton and Wray 2004, Wray 1998). Το πρόγραμμα θα είναι οικουμενικό δίχως χρονικούς περιορισμούς ή εισοδηματικούς, ή μορφωτικούς, ή οτιδήποτε άλλο.

Ο Μίνσκυ υποστήριζε πάντα ότι μόνο ένα τέτοιο πρόγραμμα, χρηματοδοτούμενο από το εθνικό κράτος, θα μπορούσε να προσφέρει μια απείρως ελαστική ζήτηση για την απασχόληση, προσλαμβάνοντας

οποιονδήποτε επιθυμεί να εργαστεί με τους μισθούς του προγράμματος. Το πρόγραμμα λειτουργεί ως ρυθμιστικό απόθεμα: σε περίοδο ανάκαμψης, οι εργοδότες προσλαμβάνουν εργαζόμενους από το πρόγραμμα, σε περίοδο κάμψης το δίκτυ ασφαλείας επιτρέπει σε αυτούς που έχασαν τις δουλειές τους να εργαστούν στο πρόγραμμα για να διατηρήσουν καλές συνήθειες, να είναι έτοιμοι για δουλειά. Θα παίρνει επίσης εκείνους στους οποίους το μορφωτικό επίπεδο, η τεχνική κατάρτιση ή η επαγγελματική εμπειρία είναι αρχικά σε ανεπαρκές επίπεδο για να βρουν δουλειά εκτός του προγράμματος, ενισχύοντας τις δυνατότητές τους για απασχόληση μέσα από προγράμματα κατάρτισης. Το πρόγραμμα θα είναι πολύ καλύτερη πηγή για πιθανούς εργαζόμενους από άνεργους ή εκείνους που αποσύρθηκαν από την αγορά εργασίας έχοντας αποθαρρυνθεί πως δεν θα βρουν ποτέ δουλειά.

Οι μισθοί και η κοινωνική ασφάλιση στο πρόγραμμα θα χρηματοδοτούνται από την κυβέρνηση. Ο μισθός θα προσαρμόζεται ανά διαστήματα για να αντικατοπτρίζει τον πληθωρισμό και τον αυξανόμενη μέσο όρο εργατικής παραγωγικότητας ώστε να αποτρέπεται η διάβρωση της αγοραστικής δύναμης και να μπορούν οι εργαζόμενοι να συμμετέχουν στην αυξανόμενη εθνική παραγωγικότητα ούτως ώστε να αυξάνονται τα πραγματικά επίπεδα διαβίωσης. Η διαχείριση και η λειτουργία του προγράμματος θα είναι αποκεντρωμένες. Όλες οι πολιτειακές και τοπικές κυβερνήσεις και οι δηλωμένες μη κυβερνητικές οργανώσεις μπορούν να προτείνουν πρότζεκτς σε ένα Ομοσπονδιακό γραφείο για τελική έγκριση και χρηματοδότηση. Οι προτάσεις για πρότζεκτς θα αξιολογούνται με βάση τα ακόλουθα κριτήρια: α) αξία στην κοινότητα, β) αξία στους συμμετέχοντες, γ) πιθανότητες επιτυχημένης ολοκλήρωσης του πρότζεκτ, και δ) συνεισφορά στην προετοιμασία των εργαζομένων για απασχόληση εκτός του προγράμματος.

Μόνο η κυβέρνηση μπορεί να προσλάβει δίχως αναφορά σε κριτήρια κέρδους—κι αυτός είναι ο λόγος γιατί το πρόγραμμα αυτό θα πρέπει να χρηματοδοτείται από την κυβέρνηση.

Συμπέρασμα—Μια προσέγγιση αλά Μίνσκυ στη μεταρρύθμιση

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών, η πίστη ότι οι «αγορές» λειτουργούν για την προώθηση του δημοσίου συμφέροντος κέρδισε έδαφος στην κοινή γνώμη. Ο Μίνσκυ αναρωτήθηκε: Αλλά αν δεν το κάνουν; Τι γίνεται εάν η ατομική συμπεριφορά, με στόχο την επιδίωξη του κέρδους, οδηγεί σε μη συνεκτικά αποτελέσματα καθώς οι χρηματαγορές, οι αγορές εργασίας και οι αγορές αγαθών αντιδρούν όλες με τρόπο που προκαλούν πτώση στους μισθούς και τις τιμές, δημιουργώντας μια απαξίωση του χρέους (debt-deflation), που οδηγεί σε βαθιά και μακροχρόνια ύφεση; Τότε ένα σύστημα περιορισμών και επεμβάσεων μπορεί να λειτουργήσει καλύτερα.

Δυστυχώς, τα πράγματα δεν είναι καλύτερα όταν οι επενδύσεις βρίσκονται σε πολύ υψηλά επίπεδα. Αυτή η κατάσταση δημιουργεί υψηλά κέρδη που επιβραβεύουν την καινοτομία, ωθούν σε μεγαλύτερο ρίσκο και τελικά παράγουν μια χρηματοοικονομική δομή που είναι πολύ εύθραυστη. Όπως ισχυριζόταν πάντα ο Μίνσκυ, η πραγματική αστάθεια στον καπιταλισμό εντοπίζεται στην ανοδική του πορεία, όταν υπάρχει οικονομική ευφορία. Αυτό είναι που κάνει πιθανή την απαξίωση χρέους, επειδή οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων είναι υπερεκτιμημένες και έχει εκδοθεί πάρα πολύ μη εξυπηρετήσιμο χρέος.

Ο ισχυρισμός της «ελεύθερης αγοράς» είναι ότι η απαξίωση του χρέους δεν είναι ενδογενές φαινόμενο αλλά, αντιθέτως, αποτέλεσμα εξωτερικών παραγόντων, συμπεριλαμβανομένης της κρατικής ρύθμισης και επέμβασης στην οικονομία. Συνεπώς, η λύση είναι η απορύθμιση, η συρρίκνωση του δημοσίου τομέα, οι περικοπές στους φόρους και πιο ευέλικτες αγορές. Η άποψη Μίνσκυ-Κέυνς είναι ότι η χρηματοοικονομική δομή μεταμορφώνεται στην πορεία από εύρωστη σε εύθραυστη κατάσταση ως αποτέλεσμα της φυσικής αντίδρασης των φορέων στην επιτυχημένη λειτουργία της οικονομίας. Εάν οι διαμορφωτές πολιτικής το κατανοήσουν αυτό, τότε μπορούν να διαμορφώσουν μια πολιτική που θα μετριάσει τον μετασχηματισμό—και ύστερα θα είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν μια κρίση όταν συμβεί. Τέλος, η ορθόδοξη άποψη είναι ότι οι δυνάμεις της αγοράς ωθούν την οικονομία προς την πλήρη απασχόληση και πως, με ευέλικτες αγορές, οι σταθεροποιητικές δυνάμεις δρουν γρήγορα. Η άποψη Μίνσκυ-Κέυνς είναι ότι δεν υπάρχουν τέτοιες αυτόματες δυνάμεις που να κινούνται προς την πλήρη απασχόληση και πως οι ευέλικτοι μισθοί και οι ευέλικτες τιμές κάνουν το σύστημα δυναμικά ασταθές. Εντούτοις, τα πράγματα είναι ακόμα χειρότερα όταν η πολιτική χρησιμοποιεί την ανεργία ως εργαλείο πολιτικής—για να περιορίσει μισθολογικές πιέσεις και τις πιέσεις των τιμών. Οι πολιτικές των προς τα κάτω διαρροής του πλούτου που στοχεύουν στην αναδιανομή του εισοδήματος προς τους πλούσιους «αποταμειευτές» συμπιέζουν ακόμα περισσότερο προς τα κάτω την ζήτηση, προκαλώντας μεγάλης διάρκειας υποαπασχόληση.

Η υψηλή ανισότητα και οι στάσιμοι μισθοί τείνουν να προάγουν μια κατάσταση «διαβίωσης πέραν των οικονομικών δυνατοτήτων» καθώς οι καταναλωτές προσπαθούν να ακολουθήσουν το λαιφστάιλ των πλουσίων. Όταν αυτό συνδυαστεί με χαλαρή ρύθμιση και επίβλεψη του τραπεζικού συστήματος, τότε έχουμε ένα καταναλωτικό ξέσπασμα που τροφοδοτείται από τον δανεισμό και το χρέος. Προσθέστε σε αυτό και την τροφοδοτούμενη απάτη στο boom της στεγαστικής αγοράς και έχουμε θέσει τα θεμέλια των εύθραυστων συνθηκών που έκαναν εφικτή την παγκόσμια οικονομική κρίση.

Όπως αναφέραμε εδώ, η εναλλακτική του Μίνσκυ ήταν μια οικουμενική εγγύηση για εργασία για να προωθηθεί η κατανάλωση μέσω των

μισθών και για να μειωθεί η ανισότητα. Οι χρηματοοικονομικοί θεσμοί θα επαναρυθμίζονταν, με κατάλληλα κίνητρα, για να αποθαρρύνουν την απάτη των δανειστών. Ενώ δεν έχω αναφερθεί στις άλλες προτάσεις του Μίνσκυ, αυτές περιλαμβάνουν στήριξη για τα εργατικά σωματεία, ταχύτερη αύξηση των μισθών για αυτούς που είναι στο κάτω μέρος της πυραμίδας, μετατόπιση της κυβερνητικής πολιτικής με προτίμηση την κατανάλωση και τις κρατικές δαπάνες έναντι των ιδιωτικών επενδύσεων, και με προτίμηση προς την εργασία αντί της πρόνοιας. Ο στόχος είναι να προωθήσουμε την «βιομηχανία» έναντι του «χρηματοοικονομικού» τομέα και σταθεροποιητικούς-ενισχυτικούς θεσμούς έναντι των πολιτικών της «ελεύθερης αγοράς»—για να κάνουμε λιγότερο πιθανό να συμβεί ξανά «αυτό» (άλλο ένα «Μεγάλο Κραχ»).

ΠΗΓΕΣ

Eisinger, Jesse and Jake Bernstein. 2010. "The Magnetar Trade: How One Hedge Fund Helped Keep the Bubble Going." *ProPublica*. April 9. <http://www.propublica.org/article/all-themagnetar-trade-how-one-hedge-fund-helped-keep-the-housing-bubble>

Forstater, Mathew. 1999. "Full Employment and Economic Flexibility." *Economic and Labour Relations Review* 11: 69–88.

Galbraith, John K. 1961. *The Great Crash: 1929. With a new introd. by the author* (2nd ed.). Massachusetts: Mifflin.

Greenhouse, Steven. 2011. "The Wageless, Profitable Recovery." *The New York Times*. June 30. <http://economix.blogs.nytimes.com/2011/06/30/the-wageless-profitablerecovery/?ref=northeasternuniversity>

Harvey, P. 1999. "Liberal strategies for combating joblessness in the twentieth century." *Journal of Economic Issues* 33 (2): 497–504.

———. 2000. "Combating Joblessness: An analysis of the principal strategies that have influenced the development of American employment and social welfare law during the 20th century." *Berkeley Journal of Employment and Labor Law* 21 (2): 677–758.

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, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

Keynes, John Maynard. 1964. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York and London: Harcourt Brace Jovanovich.

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

———. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.

———. 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. "The Economic Problem at the End of the Second Millennium: Creating Capitalism, Reforming Capitalism and Making Capitalism Work." (prospective chapter) 21 May 13. Manuscript in Minsky Archives at Levy Institute. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 1992d. "Reconstituting the Financial Structure: The United States" (prospective chapter, four parts) May 13. Manuscript in Minsky Archives at Levy Institute. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 1993a. "The Essential Characteristics of Post-Keynesian Economics." April 13. Manuscript in Minsky Archives at Levy Institute. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 1993b. "Financial Structure and the Financing of the Capital Development of the Economy." (The Jerome Levy Institute Presents Proposals for Reform of the Financial System, Corpus Christie, TX) April 23. Manuscript in Minsky Archives at Levy Institute. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 1996. "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies." Working Paper 155. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, Hyman P. and P. Ferri. 1991. "Market processes and thwarting systems." Working Paper 64. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, Hyman P. and C. Whalen. 1996. "Economic insecurity and the institutional prerequisites for successful capitalism." Working Paper 165. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, Hyman P. and Dimitri B. Papadimitriou, Ronnie J. Phillips, and L. Randall Wray, "Community Development Banking: A proposal to establish a nationwide system of community development banks." Public Policy Brief 3. Annandale-on-Hudson, NY: 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.

Sen, Sunada. 2010a. "The Global Crisis and Remedial Actions: a nonmainstream perspective." Working Paper 677. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 2010b. "The Meltdown of the Global Economy: A Keynes-Minsky Episode?" Working Paper 623. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

Tcherneva, P. and L. Randall Wray. 2005. "Gender and the Job Guarantee: The impact of Argentina's Jefes program on female heads of poor households." Working Paper 50. Kansas City, MO: Center for Full Employment and Price Stability of the University of Missouri-Kansas City.

Towle, W. Ray and Barbara Ross, editors. 16th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies; 2007, April 19–20; Annandale-on-Hudson, NY. http://www.levyinstitute.org/pubs/16th_Minsky.pdf

Wray, L. Randall. 1998. *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Massachusetts: Edward Elgar.

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

———. 2005. "The Ownership Society." Public Policy Brief 82. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

———. 2008a. "Lessons from the subprime meltdown." *Challenge* 51 (2): 40–68.

———. 2008b. "Demand Constraints and Big Government." *The Journal of Economic Issues* Vol. xlii (1): 153–173.

———. 2009. "The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach." *Cambridge Journal of Economics* 33 (4): 807–828.

Ο L. Randall Wray είναι Καθηγητής Οικονομικών και Διευθυντής του Κέντρου για την Πλήρη Απασχόληση και τη Σταθερότητα Τιμών στο Πανεπιστήμιο του Μιζούρι-Κάνσας και Ανώτατος Μελετητής στο Οικονομικό Ινστιτούτο Λίβι.