



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 829

**Η κατάργηση του νόμου Glass-Steagall και η έκτακτη παρέμβαση του
Ομοσπονδιακού Αποθεματικού κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας
χρηματοοικονομικής κρίσης**

Της

Yeva Nersisyan
Franklin and Marshall 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

Πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση επικρατούσε η αντίληψη ότι η στήριξη του δανειστή έσχατης καταφυγής περιοριζόταν στις εμπορικές τράπεζες. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της κρίσης, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ δημιούργησε μια σειρά από μηχανισμούς για τη στήριξη των χρηματομεσιτών και των διαπραγματευτών, των αμοιβαίων κεφαλαίων, την εμπορική χρηματική αγορά, την αγορά ενυπόθηκων τίτλων και την αγορά των τριμερών *repos*. Η παρούσα εργασία υποστηρίζει ότι η ανατροπή της εξειδικευμένης τραπεζικής μέσω της ενδεχόμενης κατάργησης του νόμου Glass-Steagall έχει διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη διαρροή της δημόσιας επιχορήγησης που προορίζεται για τις εμπορικές τράπεζες προς τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Σε ένα εξειδικευμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα, στην δημιουργία του οποίου συνέβαλε ο νόμος Glass-Steagall, η χρήση του δικτύου ασφαλείας του δανειστή έσχατης καταφυγής θα μπορούσε να περιοριστεί άνετα στις εμπορικές τράπεζες.

Ωστόσο, η κατάργηση των περιορισμών του νόμου Glass-Steagall στις επιτρεπτές τραπεζικές δραστηριότητες συνέβαλε στην άνοδο ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος όπου οι γραμμές μεταξύ ρυθμιζόμενων και προστατευόμενων τραπεζών και του λεγόμενου σκιώδους τραπεζικού συστήματος δεν είναι καθόλου ξεκάθαρες. Η ύπαρξη του σκιώδους τραπεζικού σύμπαντος, το οποίο είναι άμεσα ή έμμεσα εγγυημένο από τις τράπεζες, κατέστησε σχεδόν αδύνατο τον περιορισμό της ασφάλειας στο ρυθμιζόμενο τραπεζικό σύστημα. Στο πλαίσιο αυτό, η μεταρρύθμιση του θεσμού του δανειστή έσχατης καταφυγής απαιτεί θεμελιώδεις αλλαγές στο ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

1. Εισαγωγή

Ένα από τα σημαντικά χαρακτηριστικά της ανταπόκρισης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) στην χρηματοπιστωτική κρίση ήταν το ευρύ φάσμα των μηχανισμών που δημιουργήθηκαν για τη στήριξη συγκεκριμένων αγορών και ιδρυμάτων. Παραδοσιακά, η υποστήριξη του δανειστή έσχατης καταφυγής θεωρείτο ότι περιοριζόταν στις εμπορικές τράπεζες. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της κρίσης, η Fed δημιούργησε μια σειρά από μηχανισμούς για τη στήριξη των χρηματομεσιτών και των διαπραγματευτών, των αμοιβαίων κεφαλαίων, την εμπορική χρηματική αγορά, την αγορά ενυπόθηκων τίτλων και την αγορά των τριμερών *repos*. Η Fed επέκτεινε τον κύκλο των αντισυμβαλλομένων του Αποθεματικού Συστήματος, συμπεριλαμβάνοντας σχεδόν κάθε είδος χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, ακόμη και ιδιώτες και ξένες κεντρικές τράπεζες. Διεύρυνε επίσης το είδος των εγγυήσεων που έκανε δεκτά (βλέπε Cheun et al., 2009). Πράγματι, η στήριξη προς τις εμπορικές τράπεζες αποτελούσε μόνο ένα μικρό μέρος της συνολικής παρέμβασης της Fed.

Η έκτακτη παρέμβαση της Fed θεωρείται δικαιολογημένη λόγω του εξαιρετικού χαρακτήρα της κρίσης. Αν η κρίση ήταν ένα σπάνιο γεγονός, τότε το ίδιο ισχύει και για τις ενέργειες της Fed. Αλλά από τη στιγμή που το χρηματοπιστωτικό σύστημα που έχουμε σήμερα μοιάζει πολύ με εκείνο που σχεδόν κατέρρευσε το 2007, δεν υπάρχει λόγος να πιστεύουμε ότι δεν θα υπάρξει μια παρόμοια ανταπόκριση εκ μέρους της Fed την

επόμενη φορά που θα προκύψει μια κρίση. Ως εκ τούτου, θα πρέπει να κατανοήσουμε γιατί έχει καταστεί δύσκολο να περιοριστεί το δίκτυ ασφαλείας εντός του ρυθμιζόμενου τραπεζικού συστήματος, όπως ίσχυε πολλές φορές στο παρελθόν. Η παρούσα εργασία υποστηρίζει ότι η ανατροπή της εξειδικευμένης τραπεζικής μέσω της ενδεχόμενης κατάργησης του νόμου Glass-Steagall έχει διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη διαρροή της δημόσιας επιχορήγησης που προορίζεται για τις εμπορικές τράπεζες προς τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Σε ένα εξειδικευμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα, στην δημιουργία του οποίου συνέβαλε ο νόμος Glass-Steagall, η χρήση του δικτύου ασφαλείας του δανειστή έσχατης καταφυγής θα μπορούσε να περιοριστεί άνετα στις εμπορικές τράπεζες. Δεδομένου ότι ένα σημαντικό μέρος της δημιουργίας της ιδιωτικής ρευστότητας πραγματοποιήθηκε στους ισολογισμούς των εμπορικών τραπεζών, η παροχή ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα προς αυτά τα ιδρύματα ήταν αρκετή για να παρεμποδιστεί η κρίση. Εξάλλου, η στήριξη σε περίοδο κρίσεων συνοδεύθηκε από αυστηρή ρύθμιση και εποπτεία των τραπεζών από τον δανειστή έσχατης καταφυγής. Οι θεσμοί που λειτουργούσαν μέσω της πρόσβασης στις αγορές κεφαλαίου, όπως οι επενδυτικές τράπεζες, είχαν πρόσβαση στη ρευστότητα από μεγάλες εμπορικές τράπεζες, καθιστώντας τες ουσιαστικά δανειστές έσχατης καταφυγής.

Η εξάλειψη της τμηματοποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος έφερε στο προσκήνιο ορισμένα ζητήματα σχετικά με τη χρήση του δημόσιου δικτύ ασφαλείας. Σε ένα σύστημα όπου οι διάφορες οικονομικές δραστηριότητες λειτουργούσαν κάτω από τη στέγη ενός οργανισμού, δεν ήταν πλέον σαφές ποιες δραστηριότητες και ποιοι θεσμοί μπορούσαν να έχουν πρόσβαση στη δημόσια επιχορήγηση. Όπως υποστήριξε ο Gerald Corrigan (1982, σελ., 6), η ύπαρξη του δανειστή έσχατης καταφυγής και η ασφάλιση των καταθέσεων παρουσίαζαν σημαντικά προβλήματα για την κατάργηση του διαχωρισμού μεταξύ των εμπορικών τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών οντοτήτων. Η κατάργηση θα απαιτούσε είτε να απαλλαγούμε από αυτό το δίκτυ ασφαλείας ή να γίνει διαθέσιμο προς κάθε θεσμό που εκτελούσε «τραπεζικές λειτουργίες». Οι υπέρμαχοι της κατάργησης αντέδρασαν τονίζοντας ότι η δομή της holding εταιρείας θα μπορούσε να αποτελέσει ασπίδα προστασίας για τη θυγατρική τράπεζα από τις απώλειες των μη τραπεζικών θυγατρικών. Επιπλέον, τα άρθρα 23A και 23B του νόμου για το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό, τα οποία επέβαλαν περιορισμούς σχετικά με τους όρους των συναλλαγών μεταξύ τραπεζών και των θυγατρικών τους, θα παρέχουν ένα επιπλέον επίπεδο προστασίας (Benston 1990).

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην μετά Glass-Steagall εποχή απέτυχε να προσφέρει την προστασία που υποτίθεται ότι θα προσέφερε σε περίπτωση εμφάνισης κρίσεων. Η δημόσια επιχορήγηση διέρρευσε γενναιόδωρα προς τους μη τραπεζικούς οργανισμούς μέσω δύο οδών: έμμεσα, μέσω θυγατρικών μεταβιβάσεων και, άμεσα, μέσω των διευκολύνσεων δανεισμού της Fed που δημιουργήθηκαν για διαφορετικές αγορές και οργανισμούς.

Η μεταβίβαση της δημόσιας επιχορήγησης προς την holding εταιρία μπορεί εύκολα να αποδοθεί στην κατάργηση της εξειδικευμένης τραπεζικής, αλλά η σχέση μεταξύ της

κατάργησης του νόμου Glass-Steagall και της άμεσης παρέμβασης της Fed απαιτεί περαιτέρω επεξεργασία. Υποστηρίζουμε ότι η κατάργηση των περιορισμών του νόμου Glass-Steagall στις επιτρεπτές τραπεζικές δραστηριότητες συνέβαλε στην άνοδο ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος όπου δεν ήταν ξεκάθαρος ο διαχωρισμός μεταξύ ρυθμιζόμενων και προστατευόμενων τραπεζών και του λεγόμενου σκιώδους τραπεζικού συστήματος. Η ύπαρξη του σκιώδους τραπεζικού σύμπαντος, το οποίο είναι άμεσα ή έμμεσα εγγυημένο από τις τράπεζες, κατέστησε σχεδόν αδύνατο τον περιορισμό του δικτύου ασφαλείας στο ρυθμιζόμενο τραπεζικό σύστημα. Ως εκ τούτου, η βοήθεια προς τις τράπεζες, περιλαμβάνοντας ακόμα και τη δυνατότητά τους να διασώσουν τις θυγατρικές τους, δεν θα παρεμπόδιζε το ξέσπασμα της κρίσης. Οι αγορές στις οποίες συμμετείχαν ενεργά οι εν λόγω τράπεζες θα έπρεπε να έχουν επίσης στήριξη, απαιτώντας τη διαθεσιμότητα δανεισμού μέσω του discount window προς τους μη τραπεζικούς οργανισμούς. Επιπλέον, η επέκταση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος μπορεί να αποδοθεί στην κατάρρευση των διαχωριστικών γραμμών μεταξύ των τραπεζών και του υπόλοιπου τμήματος της χρηματοδοτικού συστήματος. Έτσι, η ανάγκη εκ μέρους της Fed να προσφέρει στήριξη προς τις σκιώδεις τράπεζες κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης πρέπει να γίνει κατανοητή στο πλαίσιο της σχέσης των τραπεζών και του σκιώδους τραπεζικού συστήματος που διαμορφώθηκε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα στην μετά Glass-Steagall εποχή.

Δεδομένου ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν έχει υποστεί σημαντικές αλλαγές από την περίοδο της κρίσης, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι οι «έκτακτες δράσεις» της Fed θα γίνουν ο κανόνας. Στην πραγματικότητα, ο νόμος Dodd-Frank επαναβεβαίωσε την ικανότητα της Fed να δανείζει προς μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα κάτω από «ασυνήθιστες και κρίσιμες συνθήκες», υπό την προϋπόθεση ότι η Fed έχει την έγκριση του Υπουργείου Οικονομικών. Κάποιοι χαιρέτισαν την επέκταση της στήριξης της κεντρικής τράπεζας προς τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ως μέρος του σωστού ρόλου που πρέπει να εκτελεί η Fed στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα (βλ., Mehrling 2010, Mehrling et al. 2012, Buiter 2008). Άλλοι ήταν πιο επικριτικοί όσον αφορά την επέκταση του δημόσιου δίκτυ ασφαλείας προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα και την κοινωνικοποίηση των ιδιωτικών απωλειών. Οι επικριτές της ανοικτής στήριξης που παρείχε η κεντρική τράπεζα υποστήριξαν ότι οι εγγυήσεις της κεντρικής τράπεζας πρέπει να έχουν κάποιο ανώτατο όριο (Moë 2012). Τελικά, το θέμα έχει να κάνει με το είδος του χρηματοπιστωτικού συστήματος που έχει προκύψει τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Αν το σημερινό χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί στην πραγματικότητα μια θετική εξέλιξη που παρέχει οικονομικά και κοινωνικά οφέλη, τότε θα πρέπει να σκεφτούμε τρόπους για να το στηρίξουμε και να γίνει πιο σταθερό. Αλλά αν αποτελεί αρνητική εξέλιξη, τότε η μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι αναγκαία για την αποτροπή της κατάχρησης του δημοσίου δίκτυ ασφαλείας. Τελικά, θα πρέπει να προσδιοριστούν τα όρια του δικτύου ασφαλείας και οι δικαιούχοι θα πρέπει να ρυθμίζονται και να εποπτεύονται αυστηρά.

Το υπόλοιπο της εργασίας έχει ως εξής: Στην ενότητα 2 εξετάζουμε το σκιώδες τραπεζικό σύστημα και δείχνουμε ότι η κατάργηση του νόμου Glass-Steagall έδρασε ως καταλύτης για την εμφάνιση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος. Υποστηρίζουμε, επίσης, ότι η επέκταση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος κατέστησε το

προηγούμενο σύστημα του δανειστή έσχατης καταφυγής, όπου η κεντρική τράπεζα δανείζει στις εμπορικές τράπεζες και οι τελευταίες δανείζουν προς μη τραπεζικούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, μη λειτουργικό. Στην ενότητα 3 εξετάζουμε το ξέσπασμα της κρίσης ως μια επιδρομή στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα και τις ενέργειες που έλαβε η Fed για να προστατεύσει τους διάφορους συμμετέχοντες σε αυτό το σύστημα. Εκτός από τους μηχανισμούς δανεισμού που δημιούργησε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ για την παροχή ρευστότητας προς διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ανέστειλε επίσης τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ θυγατρικών, επιτρέποντας έτσι στη δημόσια επιδότηση να διαρρεύσει προς τις μη τραπεζικές θυγατρικές των εμπορικών τραπεζών. Ωστόσο, ενώ οι διάφοροι μηχανισμοί δανεισμού απέσπασαν μεγάλη προσοχή από τον τύπο, η μεταβίβαση της επιδότησης πέρασε απαρατήρητη. Στην ενότητα 4 εξετάζουμε ορισμένες αρχές σχετικά με τη μεταρρύθμιση του συστήματος του δανειστή έσχατης καταφυγής για την πρόληψη της άνευ όρων δέσμευση δημοσίων πόρων προς ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η εργασία ολοκληρώνεται με την ενότητα 5.

2. Το σκιώδες τραπεζικό σύστημα

Έχει υπάρξει αυξημένο ενδιαφέρον για τη μελέτη του λεγόμενου σκιώδους τραπεζικού μετά το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007. Παραδοσιακά, οι εμπορικές τράπεζες ήταν οι κύριοι προμηθευτές της ρευστότητας στην οικονομία. Η δημιουργία της ρευστότητας από τις εμπορικές τράπεζες σήμαινε την αποδοχή των μη ρευστοποιήσιμων υποχρεώσεων τόσο των μη χρηματοπιστωτικών όσο και των χρηματοπιστωτικών οντοτήτων ως αντάλλαγμα για τις δικές τους ρευστές υποχρεώσεις.

Δεδομένου ότι οι τράπεζες έχουν πρόσβαση στον δανειστή έσχατης καταφυγής, δεν εξαρτώνται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές για την ικανότητά τους να δημιουργήσουν ρευστότητα. Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, οι αγοραίοι οργανισμοί έχουν γίνει όλο και πιο σημαντικοί στην παροχή ρευστότητας. Ορισμένοι έχουν αποκαλέσει αυτά τα ιδρύματα σκιώδεις τράπεζες λόγω της ικανότητάς τους να εκτελούν τραπεζικές λειτουργίες αν και δεν υπάγονται κάτω από το κανονιστικό καθεστώς (McCulley 2007). Το σκιώδες τραπεζικό σύστημα περιλαμβάνει ένα ευρύ σύνολο ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών φορέων που συμμετέχουν στη διαδικασία της δημιουργίας ρευστότητας μέσω της πρόσβασής τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αυτό περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, αγωγούς, δομημένα επενδυτικά οχήματα, μεσίτες υποθηκών, εταιρείες χρηματοδότησης, κλπ. Οι Pozsar et al (2010, σελ., 2) ορίζουν τις σκιώδεις τράπεζες ως οντότητες που εκτελούν διαδικασίες «πίστωσης, ωρίμανσης και ρευστότητας παρόμοιες με αυτές των παραδοσιακών τραπεζών», αλλά χωρίς κρατικές εγγυήσεις ή πρόσβαση στην κεντρική τράπεζα.

Παρά την ύπαρξη αγοραίων οργανισμών που δημιουργούν ρευστότητα, όπως οι επενδυτικές τράπεζες, το σκιώδες τραπεζικό σύστημα διογκώνεται και επεκτείνεται μόνο με την εμφάνιση της ευρείας χρήσης της τιτλοποίησης, ξεπερνώντας τον εμπορικό τραπεζικό τομέα από την άποψη του μεγέθους του ενεργητικού. «Το σκιώδες τραπεζικό σύστημα είναι οργανωμένο γύρω από την τιτλοποίηση και τη χονδρική χρηματοδότηση»

(Pozsar et al 2013, σελ., 6). Στην περίπτωση της τιτλοποίησης, «η ρευστότητα έχει δημιουργηθεί από τη δομή του ισολογισμού του ξεχωριστού θεσμικού οργανισμού, όπως ένα trust ή ένα όχημα ειδικού σκοπού ... [μέσω του οποίου] τα μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία υψηλού κινδύνου μετατρέπονται σε βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία χαμηλού κινδύνου και, ως εκ τούτου, από περιουσιακά στοιχεία χαμηλής ρευστότητας σε περιουσιακά στοιχεία υψηλής ρευστότητας» (Kregel 2010, σελ., 9). Κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2007, κοντά στο αποκορύφωμα της φούσκας, τα περιουσιακά στοιχεία των αγοραίων οργανισμών που εμπλέκονταν στην τιτλοποίηση ανέρχονταν σε 16 τρις δολάρια, 1.2 φορές μεγαλύτερα από αυτά των καταθετικών ιδρυμάτων (Adrian και Shin 2009, σελ., 1). Αυτή η τάση της αυξανόμενης σημασίας των σκιωδών τραπεζών ήταν ιδιαίτερα έντονη στην αγορά των στεγαστικών δανείων, με τα αγοραία ιδρύματα να κατέχουν τα δύο τρίτα της αξίας των 11 τρις δολαρίων των υποθηκών κατοικίας (στο ίδιο σελ., 4).

Η χρηματοδότηση των σκιωδών τραπεζικών ιδρυμάτων προέκυψε μέσω ασφαλισμένου και ανασφάλιστου δανεισμού στις εμπορικές αγορές και στις αγορές repo (Pozsar et al., 2013, σελ., 6) και ήταν, ως εκ τούτου, βραχυπρόθεσμης διάρκειας. Οι θεσμικοί επενδυτές ήταν οι κυριότεροι προμηθευτές κεφαλαίων. Για παράδειγμα, οι αγωγοί τιτλοποίησης που χρησιμοποιούσαν για τη χρηματοδότησή τους εμπορικά χρεόγραφα ως περιουσιακά στοιχεία εξαρτιόνταν σε μεγάλο βαθμό από αμοιβαία κεφάλαια. Τα αμοιβαία κεφάλαια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι άλλοι θεσμικοί επενδυτές ήταν οι αντισυμβαλλόμενοι των χρηματιστών-διαπραγματευτών στις συναλλαγές repo. Οι Pozsar και Singh (2011) και Pozsar (2011) δείχνουν ότι οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων χρειάζονται βραχυπρόθεσμα αγοραία πιστωτικά μέσα για τους σκοπούς της διαχείρισης της ρευστότητας και για την επίτευξη της επιθυμητής απόδοσης. Έτσι, η διαχείριση του χρήματος γενικά δημιούργησε ζήτηση για τις πιο βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που εκδίδονται από τις σκιώδεις τράπεζες. Οι βραχυπρόθεσμες θέσεις έπρεπε να αναχρηματοδοτούνται συνεχώς, οπότε η μετατροπή των μη ρευστοποιήσιμων δανείων σε άμεσα ρευστοποιήσιμα, βραχυπρόθεσμα πιστωτικά μέσα απαιτούσε τη συνεχή αναχρηματοδότηση των θέσεων (Kregel 2009, σελ., 10). Σε αντίθεση με τις εμπορικές τράπεζες, το σκιώδες τραπεζικό σύστημα απαιτεί αδιάκοπη πρόσβαση σε βραχυπρόθεσμες αγορές χρηματοδότησης για τη δημιουργία ρευστότητας.

2.1 Η κατάργηση του νόμου Glass-Steagall και η άνοδος των σκιωδών τραπεζών

Αν και το σκιώδες τραπεζικό σύστημα περιγράφεται συχνά ως ανταγωνιστής του παραδοσιακού τραπεζικού συστήματος, ο χαρακτηρισμός αυτός δεν είναι απολύτως ακριβής. Οι μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί όμιλοι που έχουν προκύψει από τη σταδιακή κατάργηση του νόμου Glass-Steagall είχαν ένα πόδι σε κάθε πλευρά του συστήματος. Οι Pozsar et al (2013) χαρακτηρίζουν το τμήμα του σκιωδούς τραπεζικού συστήματος στο οποίο οι τραπεζικές εταιρείες συμμετοχών εμπλέκονται ενεργά το «εσωτερικό» σκιώδες τραπεζικό σύστημα, δεδομένου ότι εξακολουθεί να είναι μέσα στο ρυθμιστικό πεδίο εφαρμογής. Το «εσωτερικό» σκιώδες τραπεζικό υποσύστημα αναφέρεται στη διαδικασία πιστωτικής διαμεσολάβησης ενός παγκόσμιου δικτύου τραπεζών, εταιρειών χρηματοδότησης, χρηματιστών-διαπραγματευτών και διαχειριστών κεφαλαίων, όλα κάτω

από την ομπρέλα των χρηματοπιστωτικών εταιριών συμμετοχών» (Pozsar 2013 et al., σελ., 14). Με τον συνδυασμό εμπορικών και επενδυτικών τραπεζικών δραστηριοτήτων κάτω από την ίδια στέγη, οι χρηματοοικονομικές εταιρείες χαρτοφυλακίου έχουν διευκολύνει ενεργά την άνοδο του σκιώδους τραπεζικού συστήματος (βλ Wilmarth 2009 και Nersisyan 2013). Μέσω των μη τραπεζικών θυγατρικών τους, καθώς και με τις δραστηριότητες τους εκτός ισολογισμού, υπήρξαν ενθουσιώδεις συμμετέχοντες σε κάθε βήμα στη διαδικασία της δημιουργίας σκιώδους ρευστότητας.

Το πρώτο βήμα στη διαδικασία τιτλοποίησης είναι η προέλευση των δανείων, που οι εταιρίες χαρτοφυλακίου χορηγούσαν μέσω των τραπεζικών θυγατρικών τους (Pozsar 2013, σελ., 9), καθώς και από την αγορά ενεργών μη τραπεζικών ενυπόθηκων δανειστών. Τα επόμενα βήματα είναι η «αποθήκευση και η συσσώρευση δανείων σε αγωγούς εκτός ισολογισμού που τους διαχειρίζονται οι χρηματιστές-διαπραγματευτές των θυγατρικών τους ...» και η «τιτλοποίηση δανείων μέσω των θυγατρικών χρηματιστών-διαπραγματευτών τους με τη μεταφορά τους από τον αγωγό σε οχήματα ειδικού σκοπού απομακρυσμένης χρεοκοπίας» (Pozsar et al. 2013, σελ., 9-10). Κατά μέσο όρο, την περίοδο 2001-2007, η αξία των δανείων που τιτλοποιούνταν και πωλούνταν συλλογικά από τις τέσσερις μεγαλύτερες εταιρείες χαρτοφυλακίου (JPMorgan Chase, Bank of America, Citigroup και Wells Fargo) ανερχόταν στο 42% της αξίας των καθαρών δανείων και των μισθώσεων τους. Ο αντίστοιχος αριθμός για οικογενειακά στεγαστικά δάνεια ήταν πάνω από 85%. Αντίθετα, τα περιουσιακά στοιχεία που τιτλοποιούνταν και πωλούνταν από τις μικρότερες τράπεζες (με ενεργητικό από 1 έως 10 δις δολάρια) ανέρχονταν σε περίπου 6% της αξίας των καθαρών δανείων και των μισθώσεων τους. Ο αντίστοιχος αριθμός για τις τράπεζες με περιουσιακά στοιχεία άνω των 10 δις δολαρίων, με εξαίρεση τη σημερινή πρώτη τετράδα, ήταν περίπου στο 19%.

Τα δάνεια είναι σίγουρα μια παραδοσιακή εμπορική τραπεζική δραστηριότητα, την οποία οι τράπεζες θα μπορούσαν να πραγματοποιήσουν ακόμα και κάτω από τον νόμο Glass-Steagall. Ωστόσο, σύμφωνα με τους περιορισμούς του νόμου Glass-Steagall, η τράπεζα holding εταιρεία δεν θα μπορούσε να κατέχει μια θυγατρική χρηματιστών-διαπραγματευτών και θα πρέπει ως εκ τούτου να τιτλοποιεί τα δάνεια μέσω ανεξάρτητων χρηματιστών-διαπραγματευτών. Στην περίπτωση αυτή, το κίνητρο για να κάνουν επιμελή ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου πριν από τη χορήγηση ενός δανείου θα είναι αναμφισβήτητα μεγαλύτερο. Αν οι ανεξάρτητοι χρηματιστές-διαπραγματευτές έπαιρναν τον ρίσκο να βρεθούν αντιμέτωποι με επισφαλή δάνεια, θα είχαν μεγαλύτερο κίνητρο να μην αγοράσουν δάνεια κακής ποιότητας. Αλλά αν η οντότητα που αγοράζει και πουλάει τα δάνεια ήταν τα ίδια, όπως ήταν η περίπτωση με τις εταιρείες χαρτοφυλακίου, η αξιολόγηση της ποιότητας των περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε να τεθεί σε κίνδυνο. Αναμφισβήτητα, θα εξακολουθούν να έχουν κάποιο κίνητρο να εκτελούν επιμελή εκτίμηση ανάληψη κινδύνου, καθώς ο οργανισμός στο σύνολο του θα μπορούσε να εγκλωβιστεί σε δάνεια /τίτλους αν δεν μπορούσε να τα πουλήσει. Ωστόσο, δεδομένου ότι τα κέρδη τους που προέρχονται από τα τέλη αυτό θα μπορούσε να «αντισταθμίσει» τον ρίσκο που θα έπαιρναν και έτσι να αλλάξει η δομή των κινήτρων.

Το 2006, όταν η χρηματοοικονομική φούσκα ήταν στο αποκορύφωμά της, οι μεγαλύτερες αμερικανικές εταιρείες χρηματοπιστωτικών συμμετοχών, όπως η Washington Mutual, η Wells Fargo, JPMorgan Chase, η Citigroup και η Bank of America, ήταν μεταξύ των 15 μεγαλύτερων εκδοτών τίτλων παγκοσμίως. Οι μεγάλες εταιρείες χρηματοπιστωτικών συμμετοχών ήταν επίσης οι μεγαλύτεροι διανομείς των τιτλοποιημένων προϊόντων σε θεσμικούς επενδυτές. Το 2008, για παράδειγμα, το μερίδιο αγοράς των 10 κορυφαίων χρηματοπιστωτικών εταιριών που ήταν διανομείς τιτλοποιημένων προϊόντων ανερχόταν στο 90% (Nersisyan 2013).

Οι μεγάλες εταιρείες χρηματοπιστωτικών συμμετοχών χρησιμοποιούσαν επίσης τους καταθετικούς μηχανισμούς τους για να διευκολύνουν την εξαγορά μη τραπεζικών ιδρυμάτων που συμμετείχαν ενεργά στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Για παράδειγμα, το 2000 η Citigroup απέκτησε έναν από τους μεγαλύτερους χρηματοδότες ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, την Associates First Capital Corporation, στην οποία το Συμβούλιο του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού έδωσε το πράσινο φως να μεταβιβάσει «46.7 δις δολάρια διαφόρων περιουσιακών στοιχείων...[εκ των οποίων τα 2.4 δις δολάρια ήταν περιουσιακά στοιχεία χαμηλής ποιότητας] στις θυγατρικές τράπεζες της ...» (Omarova 2011, σελ., 1708).

Ίσως ο πιο σημαντικός τρόπος με τον οποίο οι παραδοσιακές τράπεζες στήριζαν την σκιώδες τραπεζικό σύστημα ήταν μέσω της παροχής ρευστότητας και πιστωτικών εγγυήσεων στους φορείς που εμπλέκονται στη διαδικασία της δημιουργίας σκιώδους ρευστότητας. Παρά το γεγονός ότι οι χρηματοπιστωτικές και μη χρηματοπιστωτικές οντότητες έχουν διάφορες πηγές πίστωσης, οι εμπορικές τράπεζες εξακολουθούν να αποτελούν σημαντική πηγή ρευστότητας για το οικονομικό σύστημα στο σύνολό του. Χωρίς τραπεζική πίστωση, οι χρηματοπιστωτικές αγορές και τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν θα είναι σε θέση να λειτουργήσουν κατάλληλα (Corrigan 1982, σελ., 4). Η ακραία αναντιστοιχία ληκτότητας του σκιώδους τραπεζικού οντότητες σήμαινε ότι οι θέσεις έπρεπε να αναχρηματοδοτούνται συνεχώς, κάτι το οποίο απαιτεί την ομαλή λειτουργία των βραχυπρόθεσμων αγορών χρηματοδότησης. Οποιαδήποτε μικρή δυσκολία χρηματοδότησης θα μπορούσε να οδηγήσει σε αναγκαστική ρευστοποίηση των θέσεων, με αποτέλεσμα την πώληση των περιουσιακών στοιχείων σε πολύ χαμηλές τιμές. Η διάρκεια ζωής του σκιώδους τραπεζικού συστήματος περιοριζόταν, συνεπώς, από την προθυμία των θεσμικών επενδυτών να επενδύσουν σε βραχυπρόθεσμα εργαλεία πίστωσης. Για να αποφευχθεί μια έκτακτη ανάγκη ρευστοποίησης, «κάθε συνετή μονάδα που συμμετέχει σε κερδοσκοπική χρηματοδότηση θα έχει διαθέσιμες εναλλακτικές δυνατότητες χρηματοδότησης [έναν δανειστή έσχατης καταφυγής], συμπεριλαμβανομένων μερικών backup εργαλείων χρηματοδότησης σε περίπτωση που κάποιο κύριο κανάλι χρηματοδότησης καταστεί πάρα πολύ ακριβό ή δεν είναι πλέον διαθέσιμο» (Minsky, 2008, σελ., 48). Ακόμα κι αν το σκιώδες τραπεζικό σύστημα δεν είχε επίσημη πρόσβαση στο παράθυρο έκπτωσης της Fed, πολλά από τα οχήματα εκτός ισολογισμού είχαν ρητή ή σιωπηρή πρόσβαση σε γραμμές ρευστότητας από τις εμπορικές τράπεζες. Ενεργώντας ως «δανειστές σε άλλες θυγατρικές και σε οχήματα εκτός ισολογισμού», οι θυγατρικές των εμπορικών τραπεζών υποστήριζαν περαιτέρω το σκιώδες τραπεζικό σύστημα (Pozsar 2013 et al., σελ., 10).

Η αγορά εμπορικών χρεογράφων με υποθήκη περιουσιακά στοιχεία, μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης για τις σκιώδεις τράπεζες, δεν θα ήταν βιώσιμη χωρίς τις γραμμές ρευστότητας που παρέχουν οι εμπορικές τράπεζες. Επιπλέον, πολλοί από τους μεγάλους δανειστές ενυπόθηκων περιουσιακών στοιχείων λάμβαναν επίσης τακτική και έκτακτη χρηματοδότηση από τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, συμπεριλαμβανομένων των μεγάλων διεθνών τραπεζών (Wilmarth 2009, σελ., 1019-1020). Αλλά ακόμη και «οι καλύτεροι κεφαλαιοποιημένοι μεσίτες/έμποροι» βασίζονται στην τραπεζική πίστωση για τις συνήθεις καθημερινές τους δραστηριότητες (Corrigan 1982, σελ., 4). Για παράδειγμα, όταν κάποιος που ασφαρίζει την έκδοση εγγυημένων τίτλων δεν είναι σε θέση να πωλήσει ένα μέρος της έκδοσης, θα πρέπει να βρει έναν άλλο τρόπο να ανταλλάξει το παθητικό του εκδότη για χρήμα ή τραπεζικές καταθέσεις. Μια απούλητη έκδοση μπορεί να αναγκάσει την τράπεζα να δεχθεί τα χρεόγραφα ως εγγύηση και να εκδώσει μια κατάθεση όψεως εναντίον τους. Η συνήθης χρηματοδότηση των αποθεμάτων των χρηματιστών-διαπραγματευτών απαιτεί επίσης πρόσβαση σε εμπορικές τραπεζικές υποχρεώσεις (Kregel 2012, σελ., 6). Η αγορά repos, όπου οι χρηματιστές-διαπραγματευτές χρηματοδοτούν ένα μεγάλο μέρος των δραστηριοτήτων τους, επωφελήθηκαν από τη στήριξη των δύο τραπεζών εκκαθάρισης, της JPMorgan Chase και της Τράπεζα Mellon της Νέας Υόρκης. Ο ρόλος των τραπεζών εκκαθάρισης ήταν να παρέχουν ενδοημερήσια πίστωση. Για παράδειγμα, το 2007, το 38% της χρηματοδότησης τους προερχόταν από αυτά τα μέσα (Adrian et al. 2009, σελ., 2).

Η χορήγηση των γραμμών ρευστότητας είναι μια παραδοσιακή τραπεζική δραστηριότητα, που θα μπορούσε να είχε πραγματοποιηθεί ακόμη και υπό τους περιορισμούς του νόμου Glass-Steagall. Έτσι, μπορεί κανείς να υποστηρίξει ότι η κατάργηση του συγκεκριμένου νόμου δεν έπαιξε σημαντικό ρόλο στην ικανότητα των εμπορικών τραπεζών να προσφέρουν στήριξη στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Αλλά το θέμα των κινήτρων είναι σημαντικό. Όταν μια τράπεζα χορηγεί γραμμή ρευστότητας προς μη συγγενικές οντότητες, αναλαμβάνει τον κίνδυνο μετακύλισης για ένα μικρό ποσό. Ως εκ τούτου, έχει κίνητρο να διεξάγει επιμελή ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου προτού αποφασίσει αν θα πρέπει να προσφέρει ρευστότητα. Τα κίνητρα αλλάζουν όταν η οικονομική οντότητα που λαμβάνει ρευστότητα είναι μια θυγατρική ή μια οντότητα εκτός ισολογισμού. Στην περίπτωση αυτή, η τράπεζα έχει κίνητρο να προσφέρει ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα προς την θυγατρική της και, ως εκ τούτου, μπορεί να κάνει έκπτωση όσον αφορά τα πιστωτικά της πρότυπα. Επιπλέον, στο συγκεκριμένο σενάριο το θέμα δεν είναι απλά η αμοιβή για την παροχή ρευστότητας, αλλά το γεγονός ότι η holding εταιρεία στη οποία ανήκει αποκομίζει κέρδη από τη συγκεκριμένη δραστηριότητα που λαμβάνει στήριξη ρευστότητας.

Εν ολίγοις, η ικανότητα των μη τραπεζικών χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων να δημιουργήσουν ρευστότητα εξαρτάται από την ικανότητά τους «να δανείζονται προκειμένου να διακρατήσουν» τα περιουσιακά τους στοιχεία, κάτι το οποίο βασίζεται στην ικανότητά τους να κάνουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία «αποδεκτά» από τις τράπεζες που δημιουργούν καταθέσεις. Τελικά, η ρευστότητα που δημιουργείται από τις σκιώδεις τράπεζες βασίζεται σε ρευστότητα που δημιουργείται από τις παραδοσιακές τράπεζες, από την προθυμία των τραπεζών να «δεχθούν» τις υποχρεώσεις τους σε αντάλλαγμα για τις δικές τους. Ως εκ τούτου, όλη η ρευστότητα,

ακόμη και αυτή που ότι δημιουργείται μέσω των αγορών κεφαλαίου «εξαρτάται τελικά από την ρευστότητα που δημιουργείται από τις τράπεζες» (Kregel 2012, σελ.,7), δεδομένου ότι οι τράπεζες είναι οι μόνοι οργανισμοί που εκδίδουν τα μέσα πληρωμής.

2.2 Η κατάρρευση του συστήματος του δανειστή έσχατης καταφυγής δύο επιπέδων

Πριν από την κατάργηση της εξειδικευμένης τραπεζικής, ο θεσμός του δανειστή έσχατης καταφυγής στις ΗΠΑ ήταν δομημένος ως ένα σύστημα δύο επιπέδων. Η Fed λειτουργούσε ως δανειστής έσχατης καταφυγής για τις εμπορικές τράπεζες, ενώ οι εμπορικές τράπεζες παρείχαν έκτακτης ανάγκης δανεισμό σε μη τραπεζικές οντότητες, τόσο χρηματοοικονομικές όσο και μη χρηματοοικονομικές. Αν και η γραμμή τραπεζικής πίστωσης χρησιμοποιείται υπό κανονικές συνθήκες, η ύπαρξή της γίνεται ιδιαίτερα σημαντική κατά τη διάρκεια κρίσεων και πανικού. Καθώς είναι οι μόνες οντότητες που μπορούν να δημιουργήσουν καταθέσεις όταν δανείζουν, οι τράπεζες είναι σε θέση να παράσχουν ρευστότητα όταν δεν μπορούν ή δεν θέλουν να το κάνουν άλλες οντότητες (Corrigan 1982). Το σύστημα αυτό ήταν αποτελεσματικό κατά τη διάρκεια των χρηματοπιστωτικών αναταραχών της δεκαετίας του '70 και του '80, καθώς τόσο τα χρηματοπιστωτικά όσο και τα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που χρειάζονταν έκτατο δανεισμό ήταν σε θέση να χρησιμοποιούν το τραπεζικό σύστημα ως μια προσωρινή λύση ενώ αναζητούσαν μακροπρόθεσμες λύσεις για τα προβλήματά τους. Η ικανότητα να βασίζονται στις τράπεζες ακόμη και για μια προσωρινή λύση στο πρόβλημα της ρευστότητας ήταν σημαντική στη συγκράτηση αυτών των κραδασμών εντός ειδικών ιδρυμάτων ή αγορών (Corrigan 1982, σελ., 4).

Αλλά το συγκεκριμένο σύστημα κατέρρευσε με τη διαμόρφωση ενός παγκόσμιου τραπεζικού συστήματος για δύο τουλάχιστον λόγους. Κατ' αρχάς, όταν οι τράπεζες άρχισαν να ανταγωνίζονται με τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι τράπεζες ήταν σε θέση να αρνηθούν τη χορήγηση πιστώσεων προς τους ανταγωνιστές τους ακόμη και αν ήταν φερέγγυοι. Αν η τράπεζα και το ίδρυμα που ζητούσε πίστωση ήταν ανταγωνιστές σε κάποια άλλη επιχειρηματική δραστηριότητα, η τράπεζα θα μπορούσε να μπει στον πειρασμό να οδηγήσει τον ανταγωνιστή της σε αποτυχία. Δεύτερον, οι μεγάλες τράπεζες που είναι οι πιο σημαντικοί προμηθευτές των γραμμών πίστωσης ανήκουν σε εταιρείες χρηματοπιστωτικών συμμετοχών. Η εμπλοκή τους στις ίδιες μορφές δραστηριοτήτων όπως τα μη τραπεζικά ιδρύματα μπορούν να ακυρώσουν το ρόλο τους ως δανειστές έσχατης καταφυγής. Για παράδειγμα, αν ένας μεσίτης-έμπορος δεν είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει την αποθήκη των τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων του στην αγορά, μπορεί να αναγκαστεί να στραφεί προς μια τράπεζα για ένα δάνειο-γέφυρα. Ωστόσο, μια παγκόσμια τράπεζα μπορεί να διαθέτει η ίδια έναν θυγατρικό μεσίτη-έμπορο με σημαντικές θέσεις στην κατηγορία περιουσιακών στοιχείων που είναι δύσκολο να χρηματοδοτηθεί στην αγορά. Εάν το εν λόγω ίδρυμα αντιμετωπίζει τις ίδιες προκλήσεις όπως οι άλλοι οργανισμοί που θέλουν να δανειστούν από αυτό, μπορεί να μην είναι πρόθυμο ή ικανό να τους δανείσει. Η ίδια η τράπεζα μπορεί να μην είναι σε θέση να λειτουργήσει ως δανειστής έσχατης καταφυγής δεδομένου ότι πρέπει να στραφεί προς την Fed για τις δικές της ανάγκες. Επιπλέον, οι τράπεζες μπορεί επίσης να έχουν κίνητρο να στηρίξουν τις θυγατρικές τους εις βάρος άλλων ιδρυμάτων. Ο Corrigan

(1982, σελ., 5) ορθώς υποστηρίζει ότι σε καταστάσεις κρίσεων, η ικανότητα των τραπεζών να είναι αμερόληπτοι κριτές σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα άλλων ιδρυμάτων είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς «η δυνατότητα για συμβιβασμό στην αμεροληψία της λήψης αποφάσεων για χορήγηση πίστωσης είναι πολύ μεγάλη» κάτω από τέτοιες συνθήκες. Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι τράπεζες δεν ήταν σε θέση να στηρίξουν μη τραπεζικές οντότητες που είχαν ανάγκη από ρευστότητα, δημιουργώντας την ανάγκη για άμεσο δανεισμό από το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό.

3. Η επιδρομή στις σκιώδεις τράπεζες και η παρέμβαση της Fed

Ήδη από το 1993, οι Boyd και Gertler αναγνώριζαν το γεγονός ότι «απόσυρση των μέσων χρηματαγοράς», αντί της παραδοσιακής τραπεζικής επιδρομής από τους καταθέτες, είχε αναδειχθεί ως η πηγή αστάθειας στον τραπεζικό τομέα. Υποστήριξαν ότι η σταθερότητα του συστήματος ήταν «αυστηρά συνδεδεμένη με τις αποφάσεις των δανειστών στην αγορά χρήματος» (Boyd και Gertler 1993, σελ., 328). Ομοίως, ο Minsky (1994, σελ., 15) υποστήριξε ότι «μια επιδρομή από αυτά τα κεφαλαιακά ταμεία» (δηλαδή τα θεσμικά κεφάλαια) με τη μορφή των εξαγορών από επενδυτές θα οδηγούσε αναγκαστικά στην ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων και θα προκαλούσε αποπληθωρισμό στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Αυτές οι απόψεις ήταν προφητικές, καθώς η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση πυροδοτήθηκε από μια επιδρομή στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Τον Αύγουστο του 2007, μετά την απόφαση της γαλλικής τράπεζα BNP Paribas να αναστείλει τις αποσύρσεις από τρία κεφαλαιακά ταμεία που είχαν επενδύσει σε εταιρικό χρέος εξασφαλισμένο από περιουσιακά στοιχεία, οι αποδόσεις των ομοσπονδιακών κεφαλαίων εταιρικού χρέους εξασφαλισμένο από περιουσιακά στοιχεία εκτινάχθηκαν στα ύψη. Από τη στιγμή που οι επενδυτές άρχισαν να ανησυχούν για την κατάσταση στην αγορά κατοικίας, οι βραχυπρόθεσμες αγορές χρηματοδότησης στέρεψαν, συντομεύοντας τη διάρκεια ζωής των αγοραίων θεσμών. Το ποσό του ανεξόφλητου εταιρικού χρέους εξασφαλισμένο από περιουσιακά στοιχεία μειώθηκε κατά περίπου 411 δις δολάρια από το 2007 έως το 2008. Αυτή ήταν η αρχή του παγώματος των βραχυπρόθεσμες αγορών χρηματοδότησης. Η αγορά repos αντιμετώπισε μια παρόμοια επιδρομή με το εταιρικό χρέος εξασφαλισμένο από περιουσιακά στοιχεία. Ο δείκτης κουρέματος repo εκτοξεύθηκε από το «μηδέν στις αρχές του 2007 σε σχεδόν 50% κατά την κορύφωση της κρίσης στα τέλη του 2008» (Gorton και Metrick 2012, σελ., 428). Οι ενυπόθηκοι τίτλοι, καθώς και άλλες λιγότερο ρευστοποιήσιμες ασφάλειες, όπως οι τίτλοι που είναι εξασφαλισμένοι από περιουσιακά στοιχεία και εταιρικές μετοχές, χρησιμοποιούνταν όλο και περισσότερο ως εγγύηση για συναλλαγές repo. Οι λιγότερο ρευστές εγγυήσεις αποτελούσαν κατά μέσο όρο περίπου το 45% του συνόλου των εγγυήσεων το 2005, αλλά αυξήθηκαν πάνω από το 50% το 2007, ενώ έφθασαν να αναλογούν το 60% στις αρχές του 2009 (Adrian et al., 2009, σελ., 4, διάγραμμα 3). Μια άλλη σημαντική τάση ήταν η απομάκρυνση από τη χρηματοδότηση term-repo προς τη χρηματοδότηση του overnight repo. Μεταξύ 1998-2004, μόνο το 50% της χρηματοδότησης ήταν κατά μέσο όρο χρηματοδότηση overnight repo. Το ποσοστό αυτό έφθασε το 2008 στο 75%. Την ίδια στιγμή, το μέγεθος της αγοράς repo αυξήθηκε από 450 δις δολάρια το 1994 σε 3 τρις δολάρια το 2008, αντιπροσωπεύοντας μια σημαντική αύξηση της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης στο χρηματοπιστωτικό

σύστημα (Adrian et al., 2009, σελ., 3). Η αύξηση των περικοπών αποτίμησης που εφαρμόστηκε προς τις λιγότερο ρευστοποιήσιμες εγγυήσεις σήμαινε ουσιαστικά το πάγωμα της τριμερούς γερο αγοράς. Σε συνδυασμό με τον βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα των συναλλαγών γερο, αυτό σήμαινε ότι χωρίς κάποια στήριξη από τη Fed, η τριμερής γερο αγορά ήταν ουσιαστικά άχρηστη ως πηγή χρηματοδότησης για τους χρηματιστές-διαπραγματευτές που είχαν ανάγκη να χρηματοδοτήσουν τα αποθέματά τους.

Όταν στέρεψαν οι βραχυπρόθεσμες αγορές χρηματοδότησης, οι σκιώδεις τράπεζες δεν είχαν κάποιον δανειστή έσχατης καταφυγής που θα μπορούσαν να στραφούν για βοήθεια. Αντί αυτού, οι πιστωτικές γραμμές των εμπορικών τραπεζών λειτούργησαν ως υποκατάστατο. Αλλά όπως προ πολλού αναγνώρισε ο Minsky (2008), ο τελικός φορέας στήριξης για το σύστημα στο σύνολό του είναι η κεντρική τράπεζα, η οποία θέτει ένα κατώτατο όριο στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, καθιστώντας έτσι το «ξεπούλημα» των περιουσιακών στοιχείων περιττό. Πράγματι, η κατάρρευση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και των χρηματοπιστωτικών αγορών δεν σταμάτησε παρά μόνο όταν παρενέβη η Fed. Στις 16 Μαρτίου του 2008, η Fed δημιούργησε το Primary Dealer Credit Facility που «λειτούργησε ως ένας μηχανισμός ολονύκτιου δανείου για τους primary dealers, παρόμοιο με τον τρόπο που το discount window της Fed παρέχει μια εφεδρική πηγή χρηματοδότησης για τα καταθετικά ιδρύματα» (Διοικητικό Συμβούλιο του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος). Ο μηχανισμός αποδέχθηκε ένα ευρύ φάσμα εγγυήσεων από τίτλους του θησαυροφυλακίου σε ενυπόθηκους τίτλους και τίτλους και μετοχές μη επενδυτικού βαθμού (Adrian et al., 2009, σελ., 4–6). Αυτός ήταν ένας από τους πιο συχνά χρησιμοποιούμενους μηχανισμούς, με τον δανεισμό να αγγίζει τα 9 τρις δολάρια ή το 30% της συνολικής παρέμβασης της Fed (Felkerson 2011). Το Term Securities Lending Facility (TSLF), που στόχευε επίσης σε χρηματιστές-διαπραγματευτές, δημιουργήθηκε μόλις λίγες ημέρες νωρίτερα. Αντί του δανεισμού κεφαλαίων, το TSLF δάνειζε τίτλους προς τους χρηματιστές-διαπραγματευτές και ως εκ τούτου «ήταν ένα μέσο για να βελτιωθεί η μέση ποιότητα των τίτλων που κατείχαν στην αποθήκη τους οι χρηματιστές-διαπραγματευτές με την ανταλλαγή τίτλων εξασφαλισμένων με περιουσιακά στοιχεία για τίτλους του θησαυροφυλακίου» (Pozsar 2013 et al., σελ., 12).

Μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers, το Reserve Primary Fund είδε την αξία του να μειώνεται κάτω από το 1 δολάριο λόγω της έκθεσής του σε αξιόγραφα της Lehman, προκαλώντας επιδρομή στα αμοιβαία κεφάλαια. Δεδομένου ότι τα αμοιβαία κεφάλαια ήταν σημαντικοί επενδυτές στο εταιρικό χρέος (εξασφαλισμένο από περιουσιακά στοιχεία και ανασφάλιστο), η επιδρομή στα αμοιβαία κεφάλαια επηρέασε άμεσα την αγορά εταιρικού χρέους. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι ενώ οι μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν εταιρικό χρέος για την αύξηση του κεφαλαίου κίνησης, οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εκδίδουν το μεγαλύτερο μέρος των εμπορικών χρεογράφων. Από τον Αύγουστο του 2007, το 90% της αγοράς των 2.2 τρις δολαρίων αποτελείτο από εμπορικά χρεόγραφα εξασφαλισμένα από περιουσιακά στοιχεία (52%) και χρηματοδοτικό εμπορικό χρέος (38%) που εκδίδονταν από τράπεζες, χρηματοδοτικές εταιρείες και ξένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (Adrian et al., 2010, σελ., 5).

Εκτός από το CPFF, η Fed δημιούργησε επίσης το Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) και το Money Market Investor Funding Facility, προκειμένου να στηρίξει τις βραχυπρόθεσμες πιστωτικές αγορές (Adrian et al., 2010, σελ., 23). Μέσω του AMLF, η Fed χορήγησε δάνεια σε πιστωτικά ιδρύματα των ΗΠΑ για να αγοράσουν αποδεκτούς τίτλους εξασφαλισμένους από περιουσιακά στοιχεία από τα αμοιβαία κεφάλαια. Ο δεδηλωμένος στόχος του AMLF ήταν να «βοηθήσει τα αμοιβαία κεφάλαια που διακρατούσαν εμπορικό χρέος εξασφαλισμένο από περιουσιακά στοιχεία να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις των επενδυτών για εξαργύρωση, καθώς και για την ενίσχυση της ρευστότητας στην αγορά των εμπορικών χρεογράφων εξασφαλισμένα από περιουσιακά στοιχεία και στην αγορά χρήματος γενικότερα» (Συμβούλιο των Διοικητών του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος). Ο συνολικός δανεισμός μέσω του CPFF και της AMLF ήταν περίπου 1 τρις δολάρια ή λίγο πάνω από το 3% της συνολικής παρέμβασης της Fed (Felkerson 2011). Στο βαθμό που η AMLF βοήθησε τα αμοιβαία κεφάλαια που είχαν υπό την κατοχή τους μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία να ανταποκριθούν στις ανάγκες κάλυψης εξαγοράς μετοχών, ο μηχανισμός αυτός ήταν παρόμοιος με εκείνον του δανειστή έσχατης καταφυγής που δανείζει σε μια εμπορική τράπεζα που αντιμετωπίζει προσωρινά προβλήματα ρευστότητας. Ωστόσο, λαμβάνοντας υπόψη την αμφίβολη ποιότητα του χρέους που εκδόθηκε κατά τη διάρκεια της άνθησης της οικονομίας, δεν είναι σαφές αν η Fed παρείχε στήριξη της ρευστότητας ή απλά προέβη σε διάσωση ιδρυμάτων που διακρατούσαν περιουσιακά στοιχεία αμφιβόλου ποιότητας.

Η επιδρομή στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα ήταν εν μέρει μια επιδρομή στις απροστάτευτες θυγατρικές και στα οχήματα εκτός ισολογισμού των μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι διασυνδέσεις μεταξύ τραπεζών και μη τραπεζικών ιδρυμάτων στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα είναι μεγάλες και βαθιές. Πολλές από τις παγκόσμιες τράπεζες είχαν θυγατρικούς χρηματιστές-έμπορους που ήταν ενεργοί στη διαδικασία τιτλοποίησης. Οι μεγάλες εταιρείες χαρτοφυλακίου χρηματοδοτούσαν επίσης ένα αρκετά μεγάλο μέρος των εμπορικών χρεογράφων εξασφαλισμένα με περιουσιακά στοιχεία. Ως χορηγοί των αγωγών, παρείχαν ρευστότητα και εγγυήσεις πιστώσεων, οι οποίες, αν ενεργοποιούνταν, θα τους προκαλούσε απώλειες. Αν η Fed είχε περιορίσει τον δανεισμό της μόνο προς τις εμπορικές τράπεζες, ίσως να μην ήταν σε θέση να αποτρέψει το φαινόμενο του αποπληθωρισμού του χρέους. Οι μεγάλες παγκόσμιες τράπεζες θα εξακολουθούσαν να απειλούνται με κατάρρευση λόγω των διασυνδέσεών τους με το σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Η Fed συνειδητοποίησε ότι ο μόνος τρόπος για να σωθεί και να διατηρηθεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν μέσα από μια ευρεία παρέμβαση που περιλαμβάνει τις αγορές στις οποίες ήταν ενεργά τα συγκεκριμένα ιδρύματα. Η άνοδος του σκιώδους τραπεζικού συστήματος, που ήταν στενά συνδεδεμένο με τις ρυθμιζόμενες τράπεζες, δεν είχε αλλάξει μόνο το πρόσωπο του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά μετέβαλε επίσης την αποτελεσματικότητα των παραδοσιακών παρεμβάσεων του δανειστή έσχατης καταφυγής.

Η παραπάνω συζήτηση δεν θα πρέπει να ερμηνευθεί ως δικαιολογία για τις ενέργειες της Fed. Δεν είναι σαφές ότι η διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην μορφή που είχε αποτελούσε επιθυμητό στόχο της δημόσιας πολιτικής. Το αγοραίο σύστημα

θεωρείτο πιο αποτελεσματικό από ό,τι το σύστημα που βασιζόταν στην τραπεζική. Η χρηματοπιστωτική κρίση κατέδειξε ότι το σύστημα αυτό δεν θα μπορούσε να επιβιώσει χωρίς κρατικές εγγυήσεις. Λαμβάνοντας υπόψη την ασταθή φύση της δημιουργίας της σκιώδους ρευστότητας, η Fed μπορεί να συνέβαλε στη διαμόρφωση ενός νέου και πιο υγιούς χρηματοοικονομικού συστήματος με το να επιτρέψει σε ορισμένες αγορές και ορισμένα ιδρύματα να καταρρεύσουν.

3.1 Έμμεση μεταβίβαση επιδοτήσεων

Έχει δοθεί μεγάλη προσοχή στην άμεση παροχή δανεισμού με έκπτωση προς μη τραπεζικές οντότητες, αλλά η μεταβίβαση της δημόσιας επιχορήγησης σε απροστάτευτα ιδρύματα έχει περάσει σχεδόν απαρατήρητη. Σε μια εξαιρετική εργασία, ο Saule T. Omarova (2011) περιγράφει λεπτομερώς την πρακτική του Διοικητικού Συμβουλίου του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού Συστήματος σχετικά με την χορήγηση εξαίρεσης προς τους χρηματοπιστωτικούς ομίλους από τους περιορισμούς στις συναλλαγές μεταξύ των θυγατρικών τόσο κατά τη διάρκεια της κρίσης όσο και πριν από την κρίση, επιτρέποντας έτσι τη διοχέτευση δημόσιας επιδότησης προς τις μη τραπεζικές οντότητες. Στις συζητήσεις που οδήγησαν στην κατάργηση του νόμου Glass-Steagall, οι επικριτές υποστηρίζουν ότι σε ένα παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα, η θυγατρική μιας τράπεζας θα μπορούσε να διοχετεύσει κεφάλαια που έλαβε από την κεντρική προς τις μη τραπεζικές θυγατρικές. Θα μπορούσε επίσης να αγοράσει περιουσιακά στοιχεία που η θυγατρική δεν θα μπορούσε να πωλήσει στην αγορά ή να πληρώσει μια τιμή που δεν δικαιολογείται από τις συνθήκες της αγοράς, μεταφέροντας έτσι τους κινδύνους της θυγατρικής στους ισολογισμούς της τράπεζας. Αυτοί που υποστήριξαν την κατάργηση του νόμου ισχυρίστηκαν ότι η ενσωμάτωση των μη τραπεζικών δραστηριοτήτων σε ξεχωριστές θυγατρικές της μητρικής εταιρείας θα συνέβαλε ώστε να προστατευθεί η θυγατρική τράπεζα από τις μη τραπεζικές θυγατρικές. Επιπλέον, τα άρθρα 23A και 23B του νόμου για το Ομοσπονδιακό Αποθεματικό θα διασφάλιζαν ενάντια της μεταβίβασης κεφαλαίων και επιδοτήσεων μεταξύ των θυγατρικών (Benston 1990, σελ., 25). Το άρθρο 23A αναφέρει ότι «μια τράπεζα μέλος και οι θυγατρικές της δεν μπορούν να αγοράσουν χαμηλής ποιότητας ενεργητικό από μια θυγατρική, εκτός κι αν η τράπεζα ή η όποια θυγατρική δεσμευθεί, στο πλαίσιο μιας ανεξάρτητης αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, να αγοράσει τέτοιου είδους περιουσιακά στοιχεία προτού έχουν αποκτηθεί από τη θυγατρική». Επιπλέον, οποιαδήποτε επέκταση πίστωσης από την τράπεζα προς τη θυγατρική θα πρέπει να είναι εξασφαλισμένη, ενώ χαμηλής ποιότητας ενεργητικό δεν πρέπει να είναι αποδεκτό ως εγγύηση για ένα δάνειο ή για την επέκταση της πίστωσης».

Ήταν σαφές ότι η ενσωμάτωση ποικίλων δραστηριοτήτων σε διάφορες θυγατρικές δεν θα απομόνωνε τη μία από την άλλη. Ο Corrigan (1982, 5) υποστήριξε ότι ειδικά σε περιόδους κρίσης και πανικού, η απομόνωση δεν θα ήταν εφικτή. Και είναι γεγονός ότι οι φραγμοί γίνονται ιδιαίτερα σημαντικοί σε περιόδους κρίσης. Όπως το έθεσε ο Shull (2002, σελ., 56), οι φραγμοί «λειτουργούν αρκετά καλά στις καλές εποχές, αλλά έχουν την τάση να επιδεινώνονται σε κακές εποχές και είναι εξαιρετικά αμφίβολο ότι θα λειτουργήσουν έστω και στο ελάχιστο κάτω από απαιτητικές συνθήκες».

Αν και η μεταβίβαση της επιδότησης φαινόταν σαν μια μακρινή πιθανότητα όταν καταργήθηκε ο νόμος του Glass-Steagall, στη δίνη της κρίσης εξελίχθηκε σε πραγματικότητα. Όπως αναφέρει ο Omarova (2011), το Διοικητικό Συμβούλιο παρείχε συνεχώς εξαιρέσεις, οι οποίες ήταν ενάντια σε αυτό που επεδίωκε να πετύχει το άρθρο 23A—δηλαδή, να προστατέψει τις ρυθμιζόμενες τράπεζες από απώλειες των μη τραπεζικών θυγατρικών τους, καθώς και να αποτρέψει την μεταβίβαση δημόσιας επιχορήγησης προς τις μη τραπεζικές θυγατρικές. Αλλά όταν η Fed διαμόρφωσε μηχανισμούς χρηματοδότησης για τις μη τραπεζικές οντότητες, επέτρεψε επίσης στις τράπεζες να συμμετάσχουν σε απαγορευμένες συναλλαγές με τις μη τραπεζικές θυγατρικές τους. Για παράδειγμα, το διοικητικό συμβούλιο έκανε μια ευρεία εξαίρεση για τα καταθετικά ιδρύματα, επιτρέποντάς τα να αγοράσουν εμπορικό χρέος εξασφαλισμένο από περιουσιακά στοιχεία από αμοιβαία κεφάλαια, όταν δημιούργησε το AMLF. Υποστήριξε ότι αφού τα δάνεια από τη Fed ήταν δάνεια χωρίς δικαίωμα αναγωγής, οι τράπεζες δεν θα μπορούσαν να υποστούν ζημίες ακόμη και αν μειωνόταν η αξία του εμπορικού χρέους εξασφαλισμένο με περιουσιακά στοιχεία. Αυτό που παρέλειψε να σημειώσει, ωστόσο, είναι ότι μια από τις λειτουργίες του άρθρου 23A ήταν να προστατεύσει το δίκτυο ασφαλείας από τη χρήση των μη τραπεζικών φορέων, αν και χρησιμοποιήθηκε ακριβώς με αυτόν τον τρόπο (Omarova 2011, σελ., 1736–37). Με την ίδρυση του Primary Dealer Credit Facility, το διοικητικό συμβούλιο προέβη σε μια εξαίρεση, που επέτρεψε στις τράπεζες να χρηματοδοτούν εκείνες τις δραστηριότητες των θυγατρικών τους που θα χρηματοδοτούνταν κανονικά μέσω της τριμερούς αγοράς repo (Omarova 2011, σελ., 1740). Όταν δημιούργησε το Term Auction Facility (TAF), έκανε επίσης ευκολότερη τη διαδικασία των μη τραπεζικών θυγατρικών των μη τραπεζικών να επιδίδονται σε συναλλαγές που εξαιρούνται από τους κανονισμούς του άρθρου 23A για τις θυγατρικές τραπεζικές τους. Αυτές οι εξαιρέσεις θα έληγαν ταυτόχρονα με τη λήξη του TAF. Ο ισχυρισμός ήταν ότι ο σκοπός αυτών των εξαιρέσεων ήταν να χορηγηθεί η απαραίτητη ρευστότητα προς τις μη τραπεζικές οντότητες, αλλά σίγουρα βοήθησε και τις θυγατρικές των τραπεζών (Omarova 2011, σελ., 1728–29).

4. Εναλλακτική πολιτική

Αν και ο νόμος Dodd-Frank ασχολήθηκε με το άρθρο 13 (3), αποδεικνύοντας την ανάγκη για μεταρρύθμιση των τρομερών εξουσιών που κατέχει η Fed, δεν μπόρεσε να τις περιορίσει με οποιοδήποτε ουσιαστικό τρόπο. Αντιθέτως, απλά επιβεβαίωσε την ικανότητα της Fed να δημιουργεί δανειοδοτικές δυνατότητες για τη στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα κατά τη διάρκεια μιας κρίσης με σχετικά αόριστο τρόπο. Ο νόμος Dodd-Frank απαιτεί ότι οι εν λόγω δανειοδοτικοί μηχανισμοί έχουν επιλεξιμότητα σε ευρεία βάση, εμποδίζοντας έτσι διασώσεις όπως αυτές της AIG (Shull 2012, σελ., 8). Αλλά αυτό δεν εμπόδισε την Fed από το να προσφέρει στήριξη, για παράδειγμα, στην ασφαλιστική βιομηχανία στο σύνολό της. Απαιτεί, επίσης, ότι η Fed θα πρέπει να έχει την έγκριση του Υπουργείου Οικονομικών πριν από τη θέσπιση αυτών των μηχανισμών και ότι θα υποβάλλει εκθέσεις προς το Κογκρέσο (στο ίδιο). Είναι αμφίβολο ότι αυτό θα λειτουργήσει αποτρεπτικά σε περίοδο πανικού. Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, είχαμε έναν πρόεδρο της Fed που διορίστηκε από ένα ρεπουμπλικάνο πρόεδρο

και μια κυβέρνηση δημοκρατικών, αλλά και οι δύο ενήργησαν από κοινού για τη διάσωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Όπως προ πολλού αναγνώρισε ο Minsky, ο καπιταλισμός είναι ένα χρηματοοικονομικό σύστημα και οι χρηματοοικονομικές διαταραχές και κρίσεις αποτελούν μέρος της φύσης του. Αν ξεκινήσουμε την ανάλυσή μας από αυτή την άποψη, υπάρχουν προφανή οφέλη από την ύπαρξη ενός δικτύου ασφαλείας για ορισμένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Η εξασφάλιση ότι η αξία των υποχρεώσεων κάποιων θεσμών, όπως των τραπεζών, δεν θα καταρρεύσει είναι μία από τις σημαντικές ευθύνες του κράτους σε σχέση με την απόδοση της οικονομίας (Minsky, 1992, σελ., 11). Με την εγγύηση των υποχρεώσεων συγκεκριμένων ιδρυμάτων μέσω της ασφάλισης των καταθέσεων και του δανειστή της έσχατης καταφυγής, το κράτος μετατρέπει καθαρά ιδιωτικές υποχρεώσεις, η ονομαστική αξία των οποίων μπορεί να παρουσιάζει διακυμάνσεις, σε προστατευόμενες δημόσιες υποχρεώσεις με σταθερή ονομαστική αξία. Η εγγύηση αυτή εξασφαλίζει ότι σε συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας, όταν υπάρχει μια τάση υποκατάστασης της ιδιωτικής ρευστότητας με δημόσια ρευστότητα, υπάρχει ένα είδος ιδιωτικά κατασκευασμένης χρηματοοικονομικής υποχρέωσης που είναι εξίσου καλή όσο η υποχρέωση του κράτους. Ως εκ τούτου, δεν χρειάζεται να μπαίνει φρένο στη δημιουργία ιδιωτικής ρευστότητας όταν ξεσπάει χρηματοοικονομικός πανικός και η πίστωση μπορεί να συνεχίσει να ρέει προς τις χρηματοοικονομικές και μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις. Μια δημόσια εγγύηση αποτρέπει τη μαζική φυγή της ιδιωτικής ρευστότητας σε περιόδους κρίσης και δημιουργεί κάποιο ψήγμα σταθερότητας σε μια ασταθή οικονομία.

Το σημαντικό ερώτημα είναι ποιες υποχρεώσεις θα πρέπει να εγγυηθεί το κράτος, και, κατά συνέπεια, ποιοι θα πρέπει να έχουν πρόσβαση στον δανειστή έσχατης καταφυγής. Θα πρέπει ένας μηχανισμός έσχατης καταφυγής να είναι ανοικτός σε κάθε είδος χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων ή θα πρέπει να δημιουργήσουμε σαφή όρια για το δίκτυο ασφαλείας; Ορισμένοι καλωσόρισαν τις ευρύτερες εξουσίες της Fed ως προϋπόθεση του σωστού της ρόλου στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι Mehrling (2010) και Mehrling et al. (2012) έχουν ταχθεί υπέρ της λειτουργίας της Fed ως ασπίδα προστασίας για το σύστημα των διαχειριστών του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στο ίδιο πνεύμα, ο Buitter (2008, σελ., 32) υποστηρίζει ένα μόνιμο ρόλο για τη Fed ως «διαμορφωτής τη αγοράς της έσχατης καταφυγής», που θα πρέπει να εκπληρώνει αυτόν τον ρόλο μέσω άμεσων αγορών και με την αποδοχή «της εγγύησης συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών μέσων που έχουν παύσει να έχουν ρευστότητα». Μια τέτοια αλλαγή στην πρακτική θα απαιτούσε «επέκταση του φάσματος των επιλέξιμων αντισυμβαλλομένων σε όλα τα ιδρύματα που θεωρούνται συστημικά πολύ σημαντικά (πολύ μεγάλα ή πολύ διασυνδεδεμένα για να αποτύχουν)». Άλλοι αναλυτές ήταν πιο επιφυλακτικοί σχετικά με την επιθυμία του δανειστή έσχατη καταφυγής να προσφέρει κάλυψη προς όλα τα χρηματοπιστωτικά και μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Οι λόγοι κυμαίνονται από την αντιδημοκρατική φύση αυτής της επιδότησης προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα (Improving Governance of the Government Safety Net in a Financial Crisis 2012) έως την πιθανή απώλεια της ανεξαρτησίας της κεντρικής τράπεζας αν καταλήξει να εφαρμόζει δημοσιονομική πολιτική (Goodfriend 2011). Ο Moe (2012, σελ., 4) πιστεύει ότι «ακόμη κι αν η κεντρική τράπεζα έχει τη δυνατότητα να δημιουργήσει άφθονη επίσημη ρευστότητα, θα πρέπει να υπάρχουν κάποια όρια στη

στήριξη που παρέχει προς τον χρηματοπιστωτικό τομέα». Ο ίδιος είναι υπέρμαχος μιας πολιτικής δύο πτυχών σχετικά με τον καθορισμό του «ανώτατου ορίου» για την παρέμβαση της κεντρικής τράπεζας κατά τη διάρκεια κρίσεων, σε συνδυασμό με την προσπάθεια να ελαχιστοποιηθεί αυτή η ανάγκη (στο ίδιο). Κάποιος θα μπορούσε να προσθέσει ότι τα χέρια της κεντρικής τράπεζας θα πρέπει να είναι δεμένα προκειμένου να αποφευχθεί η κατάχρηση της ισχύος που διαθέτει, ιδίως από τη στιγμή που δεν αντιμετωπίζει κανένα όριο στην ικανότητά της να δημιουργεί ρευστότητα.

Ακόμη πιο σημαντικό, το ζήτημα του κατά πόσον η αντισυμβατική παρέμβαση της Fed θα πρέπει να γίνει μόνιμο χαρακτηριστικό της οικονομίας μας οδηγεί πίσω στο ερώτημα του κατά πόσον το σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα που έχει προκύψει ως αποτέλεσμα της απορρύθμισης αποτελεί επιθυμητή εξέλιξη. Όσοι υποστηρίζουν να καταστούν μόνιμες οι εξουσίες της Fed υποθέτουν εμμέσως ότι η μεταρρύθμιση δεν είναι εφικτή. Ο Pozsar (2011, σελ., 22) είναι σαφής όταν λέει ότι «... αν ο στόχος είναι η συμμετοχή του θεσμικού ρευστού στην πιστωτική διαμεσολάβηση προς τον ιδιωτικό τομέα, η αναγνώριση του γεγονότος ότι οι δεξαμενές θεσμικού ρευστού προτιμούν να επενδύουν τα χρήματα σε απόσταση από τις τράπεζες και σε ασφαλή μέσα συνεπάγεται την διεύρυνση του δανειστή της έσχατης καταφυγής προς μη τραπεζικούς διαμεσολαβητές που εκδίδουν τέτοια εργαλεία, όπως οι χρηματιστές-διαπραγματευτές (στην περίπτωση των συμφωνιών επαναγοράς) και τα διάφορα είδη οχημάτων μετασχηματισμού της ωριμότητας διάρκειας που εξέδιδαν όπως το εμπορικό χρέος εξασφαλισμένο από περιουσιακά στοιχεία, κοκ».

Με άλλα λόγια, αν θέλουμε οι θεσμικοί επενδυτές να είναι μέρος της διαδικασίας της «πιστωτικής διαμεσολάβησης», τότε τα εργαλεία που αγοράζουν αυτοί οι επενδυτές θα πρέπει να χορηγούνται με κάποια μορφή κοινής προστασίας, προκειμένου να αποφευχθεί η επιδρομή στα θεσμικά ιδρύματα που τα εκδίδουν. Ωστόσο, η κοινωνική αξία μιας τέτοιας ρύθμισης δεν είναι καθόλου προφανής. Για παράδειγμα, γιατί είναι λογικό να μπορεί να αγοράζει ένα συνταξιοδοτικό ταμείο ένα μέρος της υποθήκης κάποιου άλλου; Και αν και το αγοραίο σύστημα έπρεπε να είναι πιο αποτελεσματικό στην παροχή ρευστότητας προς την πραγματική οικονομία, είναι σαφές ότι το σκιώδες τραπεζικό σύστημα ήταν σε θέση να επεκταθεί εν μέρει λόγω της έμμεσης και ελεύθερης πρόσβασής του στην κεντρική τράπεζα. Η χρηματοπιστωτική κρίση παρέχει κάποια απόδειξη ότι απέτυχε στη δοκιμασία της «αγοράς» και δεν ήταν σε θέση να επιβιώσει χωρίς μαζικές κρατικές εγγυήσεις. Το βάρος της απόδειξης ότι η αγοραία χρηματοδότηση είναι ένα καλύτερο σύστημα σε σύγκριση με εκείνο όπου η δημιουργία ρευστότητας λαμβάνει μέρος στους ισολογισμούς των εμπορικών τραπεζών το έχουν οι υποστηρικτές αυτού του συστήματος.

Από την άλλη πλευρά, η αποκατάσταση ορισμένων ορίων για την δραστηριότητα του δανειστή έσχατης καταφυγής της Fed απαιτεί εκ νέου κάποια από την τμηματοποίηση που υπήρχε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα πριν από την κατάργηση του νόμου Glass-Steagall. Μια χρήσιμη αρχή για να ξεκινήσει κανείς είναι ότι κανένας ιδιωτικός φορέας δεν θα πρέπει να απολαμβάνει κρατική επιχορήγηση, εκτός κι αν εξυπηρετεί κάποιο δημόσιο σκοπό. Για παράδειγμα, αν ισχυριστούμε ότι μόνο οι εμπορικές τράπεζες θα πρέπει να έχουν πρόσβαση στον δανειστή έσχατης καταφυγής, τότε θα πρέπει να

εξηγήσουμε την κοινωνικά χρήσιμη λειτουργία που επιτελούν. Αυτό απαιτεί κατανόηση της φύσης των τραπεζών και πως διαφέρουν από τα μη τραπεζικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι, παρά την εμφάνιση στην μεταπολεμική περίοδο των διαφόρων ειδών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που εκτελούν τραπεζικές λειτουργίες, οι τράπεζες εξακολουθούν να είναι ξεχωριστά ιδρύματα. Ο Corrigan (1982, σελ., 2) αναφέρει την ικανότητα των τραπεζών να εκδίδουν «λογαριασμούς συναλλαγών» ως ένα από τα σημαντικά χαρακτηριστικά που τα κάνει ξεχωριστά ιδρύματα. Όπως γράφει, οι τράπεζες «αναλαμβάνουν υποχρεώσεις πληρωτέες στο άρτιο σε πρώτη ζήτηση και μπορούν εύκολα να μεταφερθούν από τον ιδιοκτήτη προς τρίτους. Ο ιδιοκτήτης ενός λογαριασμού συναλλαγής μπορεί να απαιτήσει και να λάβει ρευστό στην ονομαστική αξία που υπάρχει στον τραπεζικό του λογαριασμό. Γράφει μια επιταγή στο πλήρες ποσό του λογαριασμού ή, ίσως πιο σημαντικό, ο κάτοχος του λογαριασμού μπορεί να μεταφέρει το πλήρες ποσό του λογαριασμού σε τρίτο πρόσωπο μέσω εμβάσματος» (στο ίδιο).

Τα μόνα ιδρύματα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα που κάνουν κάτι ανάλογο είναι τα αμοιβαία κεφάλαια. Πριν από την κρίση, τα μερίδια των αμοιβαίων κεφαλαίων θεωρούνταν ισοδύναμα με τις τραπεζικές καταθέσεις, επειδή προσέφεραν το προνόμιο των επιταγών (με ορισμένους περιορισμούς) και, πιο σημαντικό, έφεραν την εγγύηση καθαρής αξία ενεργητικού ενός δολαρίου. Με άλλα λόγια, ένα δολάριο κατατεθειμένο σε ένα λογαριασμό αμοιβαίων κεφαλαίων είχε «εγγυημένη» τιμή εξαγοράς τουλάχιστον ενός δολαρίου. Ωστόσο, όπως Corrigan (1982, 3) ορθά παρατηρεί, «εργαλεία τα οποία φαίνεται να έχουν τα χαρακτηριστικά του λογαριασμού τραπεζικής συναλλαγής έχουν εν μέρει αποκτήσει αυτά τα χαρακτηριστικά επειδή η απόκτηση των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων συνεπάγεται, σε κάποιο σημείο, τη χρήση ενός λογαριασμού συναλλαγής σε μια τράπεζα. Ωστόσο, η τεχνολογία καθιστά δυνατή τη διαχείριση των εν λόγω χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων με έναν τρόπο με τον οποίο η απόλυτη εξάρτησή τους από έναν τραπεζικό λογαριασμό δεν είναι εμφανής προς τον κάτοχο του περιουσιακού στοιχείου».

Για παράδειγμα, η απόκτηση των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων συνήθως περιλαμβάνει, σε κάποιο σημείο, τη μεταφορά τραπεζικών καταθέσεων προς το λογαριασμό αμοιβαίων κεφαλαίων. Οι τράπεζες, από την άλλη πλευρά, μπορεί να εκδώσουν λογαριασμούς συναλλαγής με δύο τρόπους. Πρώτον, μπορούν να δέχονται καταθέσεις κρατικού χρήματος ή επιταγές που εκδόθηκαν από άλλες τράπεζες, που είναι κάτι παρόμοιο με αυτό που κάνουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Δεύτερον και πιο σημαντικό, μπορούν να εκδίδουν λογαριασμούς συναλλαγών όταν χορηγούν δάνεια, δημιουργώντας ουσιαστικά χρήμα από το πουθενά (Kregel 2013).

Ωστόσο, η δήλωση ότι οι τράπεζες είναι ξεχωριστά ιδρύματα, επειδή εκδίδουν λογαριασμούς συναλλαγών πληρωτέα σε πρώτη ζήτηση και στην ονομαστική αξία, που σημαίνει ότι θα πρέπει συνεπώς να έχουν πρόσβαση στον δανειστή έσχατης καταφυγής, είναι ένα κυκλικό επιχειρήμα. Είναι αλήθεια ότι οι τράπεζες είναι οι μόνοι φορείς που μπορούν να εκδίδουν τα μέσα πληρωμής, αλλά αυτό δεν προέρχεται κατ' ανάγκη από

κάτι που είναι μοναδικό για τις τράπεζες. Αποτελεί προνόμιο που έχει χορηγήσει το κράτος προς τις τράπεζες όταν εξασφαλίζει τις υποχρεώσεις τους. Το προνόμιο περιλαμβάνει την ασφάλιση των καταθέσεων, αλλά, πιο σημαντικό, περιλαμβάνει την πρόσβαση προς την κεντρική τράπεζα, η οποία έχει σε τελική ανάλυση το μονοπώλιο της έκδοσης νομίσματος στην οικονομία. Ως εκ τούτου, η έκδοση των λογαριασμών συναλλαγών δεν μπορεί να καθορίσει το ρόλο των τραπεζών και να χρησιμεύσει ως κριτήριο για τη διαμόρφωση των όρων του δανειστή έσχατης καταφυγής.

Αυτό που είναι ξεχωριστό σχετικά με τις τράπεζες δεν είναι το γεγονός ότι εκδίδουν τα μέσα πληρωμής και, ως εκ τούτου, δημιουργούν ρευστότητα, αλλά το πώς το κάνουν. Οι τράπεζες δημιουργούν ρευστότητα με την «αποδοχή» των υποχρεώσεων άλλων οικονομικών παραγόντων και υποκαθιστώντας τις δικές τους υποχρεώσεις για τις αποδεκτές υποχρεώσεις. Σύμφωνα με τον Minsky, «η βασική τραπεζική δραστηριότητα δέχεται, δηλαδή εξασφαλίζει ότι κάποια οντότητα είναι φερέγγυα. Με την αποδοχή ενός χρεωστικού τίτλου, η τράπεζα συμφωνεί να κάνει συγκεκριμένες πληρωμές αν δεν μπορεί ή δεν θέλει να κάνει ο οφειλέτης.... Ένα τραπεζικό δάνειο είναι ισοδύναμο με την αγορά ενός τραπεζογραμματίου που η τράπεζα έχει αποδεχθεί» (2008, σελ., 256).

Αν γίνει σωστά, η αποδοχή των υποχρεώσεων άλλων τομέων από την τράπεζα επιτρέπει στους φερέγγυους πελάτες να λάβουν χρηματοδότηση για τη στήριξη της συνεχούς χρήσης του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού ή για τη χρηματοδότηση της κατανάλωσης, η οποία εξακολουθεί να χρηματοδοτεί έμμεσα τις επενδύσεις. Με την αποδοχή των λιγότερο ρευστών υποχρεώσεων των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, και με την υποκατάσταση των δικών τους υποχρεώσεων για αυτά, οι τράπεζες δημιουργούν ρευστότητα που στηρίζει την κεφαλαιουχική ανάπτυξη της οικονομίας με την ευρεία έννοια (Wray 2010). Έτσι, η λειτουργία της «αποδοχής» των εμπορικών τραπεζών έχει ένα κοινωνικά χρήσιμο ρόλο. Η σωστή απόδοση της λειτουργίας αποδοχής, ωστόσο, προϋποθέτει ότι οι κίνδυνοι θα διατηρηθούν στον ισολογισμό της τράπεζας. Όταν η τράπεζα αναλαμβάνει τον κίνδυνο της αποτυχίας του δανειολήπτη, γίνεται εταίρος του δανειολήπτη και όχι απλώς ένας δανειστής, οπότε έχει λόγο να μην αποτύχει ο δανειολήπτης (Minsky 2008, σελ., 260). Ακόμα κι αν τα αμοιβαία κεφάλαια, οι επενδυτικές τράπεζες και μια ολόκληρη σειρά από αγορές και ιδρύματα συμμετέχουν στη δημιουργία ιδιωτικής ρευστότητας, όπως περιγράφεται στην ενότητα 2, κανένα από αυτά δεν συνεπάγεται την αποδοχή των υποχρεώσεων των πελατών με βάση την ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου.

Ως θέμα πρακτικής πολιτικής, θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε την αρχή ότι μόνο τα καταθετικά ιδρύματα με την εγγύηση δημοσίων υποχρεώσεων θα πρέπει να έχουν πρόσβαση στον δανειστή έσχατης καταφυγής. Επιπλέον, θα πρέπει να απαγορευθεί σε όλα τα άλλα θεσμικά ιδρύματα να προσφέρουν καταθετικά εργαλεία με σιωπηρή εγγυημένη ονομαστική αξία. Η χρήση της κρατικής ασφάλισης ως προϋπόθεση για τη στήριξη του δανειστή έσχατης καταφυγής θα περιορίσει σίγουρα το είδος των ιδρυμάτων που μπορούν να έχουν πρόσβαση στην Fed. Είναι αλήθεια, ότι κατά τη διάρκεια της κρίσης, το Υπουργείο Οικονομικών αποφάσισε να εγγυηθεί την εξαγορά των υποχρεώσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, ακόμη και αυτή η αρχή θα μπορούσε να παραβιαστεί σε περιόδους οικονομικού κινδύνου. Αναμφισβήτητα, όμως,

αυτό είναι δυσκολότερο να γίνει από το να επιτραπεί απλά η πρόσβαση στον μηχανισμό του δανειστή έσχατης καταφυγής για κάθε οντότητα στην οικονομία.

Οι παραπάνω προτάσεις δεν λύνουν όλα τα προβλήματα που προκύπτουν για το δίκτυ ασφαλείας από την ύπαρξη των παγκόσμιων τραπεζών. Ακόμη κι αν το δίκτυ ασφαλείας είχε περιοριστεί στα καταθετικά ιδρύματα, οι παγκόσμιες τράπεζες θα εξακολουθούσαν να έχουν πρόσβαση σε αυτό και θα μπορούσε να μεταβιβάσουν την επιδότηση προς τις μη τραπεζικές θυγατρικές τους. Για να αποφευχθεί αυτό, οι κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ τραπεζών και των θυγατρικών τους πρέπει να ενισχυθούν και, φυσικά, να τηρούνται. Ο νόμος Dodd-Frank προσπαθεί να ενισχύσει τα τοιχώματα διαχωρισμού μεταξύ τραπεζών και των μη τραπεζικών θυγατρικών τους με τη διεύρυνση των συναλλαγών που καλύπτονται από το άρθρο 23A και την ενίσχυση των απαιτήσεων για τη χορήγηση εξαιρέσεων. Τα παράγωγα και ο δανεισμός τίτλων και δανείων θεωρούνται πλέον «καλυμμένες συναλλαγές» σύμφωνα με το άρθρο 23A. Οι παράπλευρες απαιτήσεις για τις συναλλαγές με συνδεδεμένες οντότητες έχουν επίσης ενισχυθεί. Ακόμη και αν το Συμβούλιο του Ομοσπονδιακού Αποθεματικού εξακολουθεί να διατηρεί τη δυνατότητα να χορηγεί εξαιρέσεις, η συγκεκριμένη εξουσία μοιράζεται πλέον με το Options Clearing Corporation (OCC) και το Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Το FDIC έχει την εξουσία να ασκήσει βέτο για τη χορήγηση εξαιρέσεων αν κάτι τέτοιο «παρουσιάζει απαράδεκτο κίνδυνο για το ομοσπονδιακό ταμείο ασφάλισης των καταθέσεων» (Omarona 2011, σελ., 364).

Αλλά όπως επισημαίνει ο Omarona (2011), ο νόμος Dodd-Frank δεν μεταβάλλει «τη θεμελιώδη δυναμική της λήψης αποφάσεων της κανονιστικής διαδικασίας σε περιόδους κρίσης» (1762). Οι κανόνες μπορεί να έχουν ενισχυθεί, αλλά η πρόσφατη εμπειρία δείχνει ότι οι κανόνες εύκολα παρακάμπτονται στο όνομα της εξυπηρέτησης του δημοσίου συμφέροντος όταν η επιβίωση του συστήματος βρίσκεται σε κίνδυνο. Και πιο σημαντικό, όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 2, η ικανότητα της σιωπηρής πρόσβασης στο δίκτυ ασφαλείας λόγω της σύνδεσης με μια εμπορική τράπεζα ενήργησε ως καταλύτης στην επέκταση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος. Η ενίσχυση των κανόνων που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ των θυγατρικών θα μπορούσε ενδεχομένως να μπλοκάρει αυτή τη διαδικασία (Omarona 2011, σελ., 1765). Θέτοντας με σαφήνεια τις προσδοκίες των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σχετικά με τις δυνατότητες του δανειστή έσχατης καταφυγής μπορεί να αποτρέψει την περαιτέρω άνοδο του αγοραίου συστήματος που σιωπηρά χρηματοδοτείται από τις τράπεζες και ως εκ τούτου από το ίδιο το κράτος.

5. Συμπέρασμα

Η κατάργηση του νόμου Glass-Steagall έχει δημιουργήσει ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα όπου οι τράπεζες και μη τραπεζικοί οργανισμοί είναι όλο και περισσότερο αλληλένδετοι. Αυτή η διασύνδεση έχει αλλάξει την αποτελεσματικότητα των δραστηριοτήτων του παραδοσιακού δανειστή έσχατης καταφυγής, καθιστώντας αδύνατο τη στήριξη του ενός χωρίς τη στήριξη του άλλου.

Η διασύνδεση μεταξύ τραπεζών και μη τραπεζικών οργανισμών έκανε αναγκαία την άνευ προηγουμένου παρέμβαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της κρίσης, η οποία περιλάμβανε την προσφορά του discount window σε ένα ευρύ φάσμα μη τραπεζικών οντοτήτων. Ωστόσο, δεν είναι σαφές αν οι μη τραπεζικές οντότητες που είχαν πρόσβαση στην δανειοδότηση της Fed κατά τη διάρκεια της κρίσης εξυπηρετούσαν κάποιο κοινωνικό σκοπό. Ως εκ τούτου, αν αυτό θα πρέπει να είναι το μελλοντικό πρότυπο για τον θεσμό του δανειστή έσχατης καταφυγής είναι προς συζήτηση.

Σαφώς, τα δέχθεν οφέλη του αγοραίου χρηματοπιστωτικού συστήματος δεν έχουν υλοποιηθεί. Στην πραγματικότητα, επεβίωσε χάρη στη σημαντική στήριξη που είχε από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ. Είναι απαραίτητο να ξανασκεφτούμε αν είναι το χρηματοπιστωτικό σύστημα που χρειάζεται μεταρρύθμιση ή ο θεσμός του δανειστή έσχατης καταφυγής. Οδεύοντας προς ένα σύστημα όπου το μεγαλύτερο μέρος της δημιουργίας ρευστότητας εμφανίζεται στους ισολογισμούς των τραπεζών μπορεί να είναι η σωστή λύση. Αν και ο νόμος Dodd-Frank δεν κατακερμάτισε το χρηματοπιστωτικό σύστημα, είναι ακόμα εφικτό να θεσπιστούν τα όρια σχετικά με τη λειτουργία του δημοσίου δίκτυ ασφαλείας. Μια χρήσιμη αρχή για νέα όρια σχετικά με τη χρήση του δικτύου ασφαλείας είναι ότι μόνο οι φορείς που εξυπηρετούν το κοινό σκοπό μπορούν να έχουν πρόσβαση σε αυτό. Επιπλέον, τα εν λόγω ιδρύματα πρέπει να είναι ρυθμίζονται αυστηρά και να εποπτεύονται από τον ίδιο τον δανειστή έσχατης καταφυγής.

Πηγές

Adrian, T., K. Kimbrough, and D. Marchioni. 2010. "The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility." Staff Report No. 423. Federal Reserve Bank of New York. January.

Adrian, T., and H.S. Shin. 2009. "The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation." Staff Report No. 382. Federal Reserve Bank of New York. July.

Adrian, T., C.R. Burke, and J.J. McAndrews. 2009. "The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility," *Current Issues in Economics and Finance* 15, no. 4. Federal Reserve Bank of New York,

Benston, G.J. 1990. *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*. New York: Oxford University Press.

Board of Governors of the Federal Reserve System. "Primary Dealer Credit Facility." News and Events: Regulatory Reform.

Boyd, J. H., and M. Gertler. 1993. "U.S. Commercial Banking: Trends, Cycles and Policy." In *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 8, ed. O. Blanchard and S. Fischer.

- Buiter, W.H. 2008. *Central Banks and Financial Crises*. Discussion Paper No. 619. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science.
- Cheun, S., I. von Köppen-Mertes, and B. Weller. 2009. "The Collateral Frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the Financial Market Turmoil." ECB Occasional Paper No. 207. European Central Bank.
- Corrigan, E.G. 1982. "Are Banks Special?" Annual Report. Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Felkerson, J.A. 2011. "29,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Crisis Response by Funding Facility and Recipient." Public Policy Brief No. 123. Levy Economics Institute of Bard College. April.
- Goodfriend, M. 2011. "Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice." *Journal of Monetary Economics* 58, no. 1 (April): 1–12.
- Gorton, G., and A. Metrick. 2012. "Securitized Banking and the Run on Repo." *Journal of Financial Economics* 104: 425–51.
- Kregel, J.A. 2009. "Background Considerations to a Regulation of the U.S. Financial System: Third Time a Charm? Or Strike Three?" Working Paper No. 557. Levy Economics Institute of Bard College. March.
- _____. 2010. *No Going Back: Why We Cannot Restore Glass-Steagall's Separation of Banking and Finance*. Public Policy Brief No. 107. Levy Economics Institute of Bard College. January.
- _____. 2012. "Regulating the Financial System in a Minskyan Perspective." Remarks prepared for the conference "Financial Stability and Growth," organized by the Centre for Structuralist Development Macroeconomics of the São Paulo School of Economics of Getulio Vargas Foundation, São Paulo, Brazil, March 22–23.
- _____. 2013. *Lessons from the Cypriot Deposit Haircut for EU Deposit Insurance Schemes*. Policy Note. Levy Economics Institute of Bard College. April.
- McCulley, P. 2007. "General Discussion: Housing and Monetary Policy." In *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*. Proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- Mehrling, P. 2010. *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton: Princeton University Press.
- Mehrling, P., Z. Pozsar, J. Sweeney, and D. Neilson. 2012. "Bagehot Was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking and the Future of Global Finance." August. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2232016.

Minsky, H.P. 1988. "Money Manager Capitalism, Fiscal Independence and International Monetary Reconstruction." Paper prepared for a round-table conference, "The Relationship between International Economic Activity and International Monetary Reconstruction," Castle Szirak, Hungary, August 25–26.

_____. 1991. "The Rationale for the Conference: An Agenda for the Good Financial Economy." Remarks prepared for the conference "Restructuring the Financial Structure for Economic Growth." Minsky Archive, Levy Economics Institute of Bard College.

_____. 1992. "Stabilizing an Unstable Economy: Testing the Institutional Structure." Paper prepared for a session on June 16. Minsky Archive, Levy Economics Institute of Bard College.

_____. 1994. "Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Public Policy Implications." Working Paper No. 127. Levy Economics Institute of Bard College. October.

_____. 2008 (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill.

Moe, T.G. 2012. "Shadow Banking and the Limits of Central Bank Liquidity Support: How to Achieve a Better Balance Between Global and Official Liquidity." Working Paper No. 712. Levy Economics Institute of Bard College. April.

Nersisyan, Y. 2013. "Multifunctional Banking and Financial Fragility: What Should Banks Do?" Ph.D. diss., University of Missouri–Kansas City.

Omarova, S.T. 2011. "From Gramm-Leach Bliley to Dodd-Frank: The Unfulfilled Promise of Section 23A of the Federal Reserve Act." *North Carolina Law Review* 89: 1683–1769.

Pozsar, Z. 2011. "Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System," IMF Working Paper 11/190. International Monetary Fund.

Pozsar, Z., and M. Singh. 2011. "The Nonbank-Bank Nexus and the Shadow Banking System." IMF Working Paper WP/11/289. International Monetary Fund.

Pozsar, Z., T. Adrian, A. Aschraft, and H. Boesky. 2010. "Shadow Banking." Staff Report No. 458, Federal Reserve Bank of New York.

_____. 2013. "Shadow Banking." *FRBNY Economic Policy Review* (December). Federal Reserve Bank of New York.

Shull, B. 2002. "Banking, Commerce and Competition under the Gramm-Leach-Bliley Act." *Antitrust Bulletin* 47, no 1 (Spring): 25–61.

_____. 2012. "The Impact of Financial Reform on Federal Reserve Autonomy." Working Paper No. 735. Levy Economics Institute of Bard College. November.

Wilmarth, A.E., Jr. 2009. "The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis." *Connecticut Law Review* 41, no. 4 (May)..

Wray, L.R. 2010. "What Do Banks Do? What Should Banks Do?" Working Paper No. 612. Levy Economics Institute of Bard College. August.

Wray, L.R. 2012. *Improving Governance of the Government Safety Net in a Financial Crisis*. Research Project Report. Levy Economics Institute of Bard College. April.