



Επιστημονική Εργασία υπό Εξέλιξη (Working Paper) No. 837

Χρηματοδότηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας: Μια σύνθεση της σκέψης των Κένυς, Σουμπέτερ και Μίνσκυ*

Των

Mariana Mazzucato
University of Sussex

και

L. Randall Wray
Levy Economics Institute of Bard College

Μάιος 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.

Περίληψη

Η παρούσα εργασία εξετάζει το ρόλο που διαδραματίζει η χρηματοδότηση στην προώθηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας, με ιδιαίτερη έμφαση στην τρέχουσα κατάσταση στις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο. Ορίζουμε τόσο την έννοια της «χρηματοδότησης» όσο και αυτή της «κεφαλαιακής ανάπτυξης» της οικονομίας με αρκετά ευρύ τρόπο. Ξεκινάμε με την παρατήρηση ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα εξελίχθηκε κατά τη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου από ένα στενά ρυθμιζόμενο σύστημα με έντονη τη σημασία των εμπορικών τραπεζών σε ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα όπου κυριαρχούν οι χρηματοοικονομικές αγορές. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, το χρηματοοικονομικό σύστημα αναπτύχθηκε γρήγορα σε σχέση με τον μη-χρηματοοικονομικό τομέα, από το 10% περίπου της προστιθέμενης αξίας και το 10% του μεριδίου του εταιρικού κέρδους στο 20% της προστιθέμενης αξίας και στο 40% του εταιρικού κέρδους στην περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών. Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι αντί να χρηματοδοτεί την κεφαλαιακή ανάπτυξη οικονομίας, το χρηματοοικονομικό σύστημα χρηματοδοτούσε τον εαυτό του. Την ίδια στιγμή, η κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας συρρικνώθηκε σε έντονο βαθμό. Αν χρησιμοποιήσουμε έναν ευρύ ορισμό, που θα περιλαμβάνει τις τεχνολογικές εξελίξεις, την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, τις δημόσιες και ιδιωτικές υποδομές, τις καινοτομίες και την πρόοδο της ανθρώπινης γνώσης, η δυνατότητα του ρυθμού αύξησης έχει μειωθεί.

Η μεγαλύτερη έκρηξη χρηματοοικονομικής καινοτομίας σημειώθηκε κατά το τελευταίο τέταρτο του 20^{ου} αιώνα. Η χρηματοοικονομική αστάθεια διογκώθηκε μέχρι που σχεδόν κατέρρευσε η οικονομία εξαιτίας μιας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Ταυτόχρονα είδαμε ότι ένα μεγάλο μέρος (ή ακόμα και το μεγαλύτερο μέρος) της χρηματοοικονομικής καινοτομίας κατευθύνθηκε έξω από τη σφαίρα της παραγωγής, σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα που σχετίζονταν με τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια, με συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και με μια σειρά από άλλα χρηματοπιστωτικά παράγωγα. Σε αντίθεση με τον Σουμπέτερ, ο Χάιμαν Μίνσκυ δεν έβλεπε τον τραπεζίτη απλά ως έφορο του καπιταλισμού, αλλά ως βασική πηγή της αστάθειας. Επιπλέον, λόγω της «χρηματιστικοποίησης της πραγματικής οικονομίας», η εικόνα που διαμορφώνεται δεν είναι αυτή μιας οικονομίας που στερείται από επενδύσεις επειδή το χρηματοοικονομικό σύστημα ακολουθεί τον δικό του δρόμο, αλλά αυτή ενός τοπίου όπου η ίδια η πραγματική οικονομία έχει υποχωρήσει από τις διαθέσιμες ευκαιρίες χρηματοδοτικών επενδύσεων και αντ' αυτού είτε οδηγείται στην τάση της αποθησαύρισης μετρητών είτε χρησιμοποιεί εταιρικά κέρδη για κερδοσκοπικές επενδύσεις όπως η αγορά ιδίων μετοχών. Όπως υποστηρίζουμε στη συνέχεια, η χρηματιστικοποίηση έχει τις ρίζες της στη θήρευση. Όπως έγραψε ο συγγραφέας Matt Taibbi, η Γουόλ Στριτ συμπεριφέρεται σαν ένα «γιγαντιαίο, αιμοσταγές καλαμάρι που έχει τυλιχτεί από το πρόσωπο της ανθρωπότητας».

Στην παρούσα εργασία θα διερευνήσουμε τις χρηματοοικονομικές μεταρρυθμίσεις, καθώς και άλλες κυβερνητικές πολιτικές που είναι απαραίτητες για την προώθηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας, δίνοντας ιδιαίτερη προσοχή στην αύξηση της χρηματοδότησης για την καινοτομία. Για το λόγο αυτό, θα εξετάσουμε όχι μόνο τις ιδέες

του Μίνσκυ γύρω από το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά και τις απόψεις του Σουμπέτερ για τη χρηματοδότηση της καινοτομίας.

1. Εισαγωγή

Η παρούσα εργασία εξετάζει το ρόλο που διαδραματίζει η χρηματοδότηση για την προώθηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας, με ιδιαίτερη έμφαση στην τρέχουσα κατάσταση στις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο.[1] Για τον Μίνσκυ, η «κεφαλαιακή ανάπτυξη» είναι ένας όρος που αναφέρεται σε ένα ευρύ μέτρο επενδύσεων που δεν περιορίζεται στον ιδιόκτητο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, αλλά περιλαμβάνει την τεχνολογία, το ανθρώπινο κεφάλαιο και τις δημόσιες υποδομές. Η παρούσα εργασία παρέχει μια σύντομη σύνοψη των βασικών ιδεών του Κέυνς, του Σουμπέτερ και του Μίνσκυ, που υπήρξαν αναμφίβολα τρεις από τους μεγαλύτερους οικονομολόγους του 20^{ου} αιώνα.

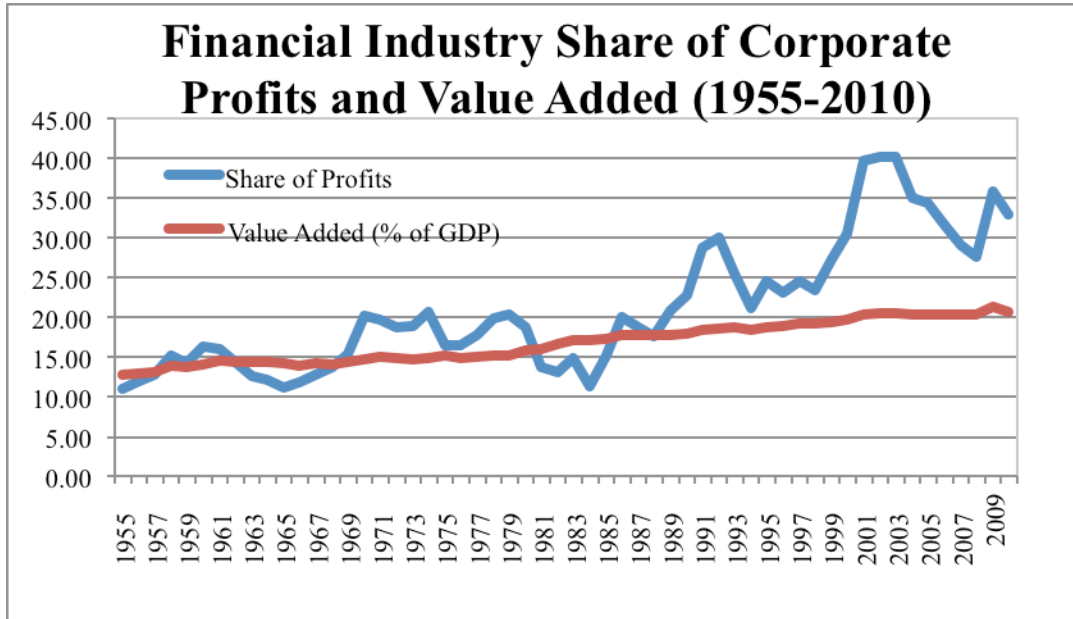
Ορίζουμε τόσο την έννοια της «χρηματοδότησης» όσο και αυτή της «κεφαλαιακής ανάπτυξης» με έναν αρκετά ευρύ τρόπο. Ξεκινάμε με την παρατήρηση ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα εξελίχθηκε κατά τη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου από ένα στενά ρυθμιζόμενο σύστημα με έντονη τη σημασία των εμπορικών τραπεζών σε ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα όπου κυριαρχούν οι χρηματοοικονομικές αγορές. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, το χρηματοοικονομικό σύστημα αναπτύχθηκε γρήγορα σε σχέση με τον μη-χρηματοοικονομικό τομέα, από το 10% περίπου της προστιθέμενης αξίας και το 10% του μεριδίου του εταιρικού κέρδους στο 20% της προστιθέμενης αξίας και στο 40% του εταιρικού κέρδους στην περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών. Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι αντί να χρηματοδοτεί την κεφαλαιακή ανάπτυξη οικονομίας, το χρηματοοικονομικό σύστημα χρηματοδοτούσε τον εαυτό του.

Η ταχύτητα με την οποία διογκώθηκε ο χρηματοοικονομικός τομέας ενισχύθηκε από αυτά τα υψηλά επίπεδα κέρδους, με αποτέλεσμα ο χρηματοοικονομικός τομέας να αυξάνεται πιο γρήγορα από ό, τι ο μη χρηματοοικονομικός τομέας. Πράγματι, οι απαρχές της χρηματοπιστωτικής κρίσης και η μαζική και δυσανάλογη ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού τομέα ξεκίνησε στις αρχές της δεκαετίας του 2000 όταν οι τράπεζες άρχισαν όλο και περισσότερο να χορηγούν δάνεια προς άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μέσω των χονδρικών αγορών, δανείζοντας κυρίως στα αμοιβαία κεφάλαια και στις επιχειρήσεις επενδυτικών κεφαλαίων και ενυπόθηκων δανείων, επειδή οι αποδόσεις ήταν υψηλότερες από εκείνες που προσέφεραν τα δάνεια προς τη βιομηχανία ή το κράτος.

Οι τράπεζες μεγέθυναν ακόμη περισσότερο την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων με την αύξηση των δεικτών μόχλευσης και πολλαπλασίασαν τα κεφαλαιακά τους κέρδη μέσω κερδοσκοπικών αγορών, χρησιμοποιώντας κεφάλαια που δανείζονταν από τις βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές αγορές (όπως τα εμπορικά χρεόγραφα), θέτοντας σε κίνδυνο τη ρευστότητα και τη φερεγγυότητά τους. Οι κίνδυνοι κλιμακώνονταν, αλλά ταυτόχρονα υποβαθμίζονταν. Το αποτέλεσμα ήταν η διόγκωση των περιουσιακών

στοιχείων των τραπεζών, αλλά η επιτυχία βασιζόταν σε δείκτες που ήταν απίθανο να επιτευχθούν. Όταν έπεσαν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων, το περιθώριο λάθους ήταν τόσο μικρό που ακόμα και ένα μικρό ποσοστό ζημιών θα οδηγούσε σε κατάρρευση.

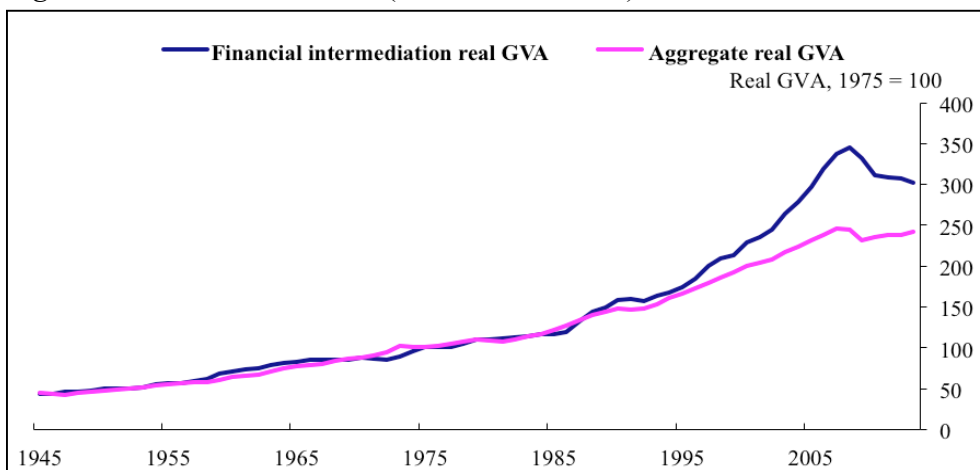
Figure 1 US Financial Sector Share of Corporate Profits and Value Added



Source: Bureau of Economic Analysis.

Αλλά πριν συμβεί το αδιανόητο, το ενεργητικό των τραπεζών και τα κέρδη είχαν επεκταθεί σε σχέση με την υπόλοιπη οικονομία, πράγμα που οδήγησε επίσης στην αύξηση της συμβολής της προστιθέμενης αξίας τους στους εθνικούς λογαριασμούς. Σε αντίθεση με άλλους κλάδους, η συμβολή της προστιθέμενης αξίας των τραπεζών εξαρτάται από το περιθώριο ανάμεσα στα επιτόκια που χρεώνουν για τα δάνεια που χορηγούν και σε αυτά που καταβάλλουν για τις καταθέσεις τους (για το Ηνωμένο Βασίλειο, βλέπε Grovell και Wisniewski 2014. Για τις ΗΠΑ, βλέπε Hood 2013). Το Σχήμα 2 εμφανίζει την τάση για το Ηνωμένο Βασίλειο.

Figure 2 Gross Value Added (Indices 1975=100)—UK 1945–2013



Source: Alessandri and Haldane 2009 (2009–2013 extended by authors with data from the Bank of England).

Επιπλέον, ο μη-χρηματοοικονομικός τομέας, όπως έχουν σημειώσει πολλές παρατηρήτες, χρηματοοικονομικοποιήθηκε εξαιτίας πολλών μέτρων, συμπεριλαμβανομένων των αναλογιών χρέους και του ποσοστού των εσόδων που προκύπτουν από τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (ακόμη και βιομηχανικές υπερδυνάμεις όπως η General Motors και η General Electric δημιούργησαν χρηματοοικονομικούς βραχίονες από τους οποίους προέκυπτε ένα μεγάλο μέρος των κερδών τους ενώ και οι περισσότερες μεγάλες επιχειρήσεις άρχισαν να αντιμετωπίζουν τα ταμειακά υπόλοιπα ως χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο για τη δημιουργία εσόδων).

Την ίδια στιγμή, η κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας συρρικνώθηκε αισθητά. Αν χρησιμοποιήσουμε ένα ευρύ ορισμό, που θα περιλαμβάνει την τεχνολογική πρόοδο, την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας, τις δημόσιες και ιδιωτικές υποδομές, τις καινοτομίες, και την εξέλιξη της ανθρώπινης γνώσης, ο ρυθμός αύξησης της ικανότητας έχει επιβραδυνθεί. Βεβαίως, αυτό είναι δύσκολο να αποδειχθεί στην πράξη. Σε ορισμένες περιοχές, η πρόοδος έχει λάβει χώρα με πολύ γρήγορη, σχεδόν επαναστατική ταχύτητα. Ωστόσο, οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο έχουν μείνει πίσω σε πολλούς βασικούς τομείς, συμπεριλαμβανομένων αυτών της παιδείας, της βελτίωσης της υγείας, των δημοσίων και ιδιωτικών υποδομών και της μείωσης της φτώχειας. Το 2013, η Αμερικανική Εταιρεία Πολιτικών Μηχανικών (ASCE) αξιολόγησε τις υποδομές των ΗΠΑ με βαθμό D+ (βαθμολογία που μόλις ξεπερνά τη βάση), εκτιμώντας ότι απαιτούνται επενδύσεις της τάξης των 3.6 τρις δολαρίων μέχρι το 2020. Σχεδόν καμία από τις υποδομές που είναι αναγκαίες προκειμένου να διατηρηθούν οι ΗΠΑ σε ανταγωνιστικό επίπεδο στην παγκόσμια οικονομία δεν έλαβε βαθμό υψηλότερο από D.

Table 1 ASCE's 2013 Report Card for America's Infrastructure

Water & Environment		Transportation		
Dams	D	Aviation	D	A = Exceptional
Drinking Water	D	Bridges	C+	B = Good
Hazardous Waste	D	Inland Waterways	D-	C = Mediocre
Levees	D-	Ports	C	D = Poor
Solid Waste	B-	Rail	C+	F = Failing
Wastewater	D	Roads	D	
		Transit	D	
Public Facilities				
Public Parks & Recreation	C-	Energy	D	
Schools	D	Energy	D	

Source: American Society of Civil Engineers.

Περαιτέρω, ακόμη και ενώ ο ίδιος ο χρηματοοικονομικός τομέας βίωνε κύκλους ανόδου και πτώσης, η κατάσταση των υποδομών επιδεινώθηκε στις περισσότερες από αυτές τις κατηγορίες, καθώς η εκτίμηση των απαιτούμενων δαπανών σχεδόν τριπλασιάστηκε στην πορεία, από την εκτίμηση του 1.3 τρις δολαρίων το 1998. Η αξιολόγηση των υποδομών βελτιώθηκε ελαφρώς τα τελευταία χρόνια, ωστόσο αυτό οφείλεται κυρίως στις ιδιωτικές επενδύσεις. Φυσικά, αυτή είναι μια ευπρόσδεκτη εξέλιξη, αλλά δεν επαρκεί. Όπως σημειώνει η έκθεση του 2013, «γνωρίζουμε ότι οι επενδύσεις σε υποδομές είναι απαραίτητες για την υποστήριξη υγιών, ζωντανών κοινοτήτων. Οι υποδομές είναι επίσης ζωτικής σημασίας για τη μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη, επειδή αυξάνουν το ΑΕΠ, τα επίπεδα απασχόλησης, το εισόδημα των νοικοκυριών και τις εξαγωγές. Το αντίστροφο επίσης αληθεύει, δηλαδή ότι χωρίς την ιεράρχηση των αναγκών στις υποδομές της χώρας μας, η επιδείνωση των συνθηκών μπορεί να αποτελέσει τροχοπέδη της οικονομίας».[2]

Η κεφαλαιακή εξέλιξη της οικονομίας προχωρεί με δύο τρόπους, και τόσο οι ΗΠΑ όσο και το Ηνωμένο Βασίλειο αποτυγχάνουν στις περισσότερες κατηγορίες. Πρώτον, μπορούμε να βελτιώσουμε την ποσότητα και την ποιότητα των επενδύσεων που προωθούν την κεφαλαιακή ανάπτυξη με τη χρήση των τελευταίων γνώσεων σχετικά με τις τεχνικές και τις διαδικασίες. Με βάση το γεγονός ότι οι νέες επενδύσεις σε φυσικό κεφάλαιο, καθώς και στην ανθρώπινη ανάπτυξη, τείνουν να χρησιμοποιούν τις τελευταίες γνώσεις, τεχνικές και διαδικασίες, η νέα αντικατάσταση των επενδύσεων συνήθως προωθεί την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας. Βασικά, αυτό αναδεικνύει η έκθεση βαθμολογίας ASCE, αν και επικεντρώνεται στις απαιτούμενες επενδύσεις

δημοσίων και ιδιωτικών υποδομών για τη βελτίωση της ποσότητας και της ποιότητας των υποδομών.

Δεύτερον, η ποιότητα μπορεί να βελτιωθεί μέσω της σουμπτεριανής καινοτομίας και της «δημιουργικής καταστροφής»: αναδύονται νέες τεχνολογίες που «καταστρέφουν» την παραγωγικότητα των παλαιών τεχνολογιών (όχι πάντα με τη φυσική έννοια, αλλά με την έννοια της κερδοφορίας). Ο Σουμπτέτερ δεν είχε κατά νου απλά τις φυσικές επενδύσεις στην κατασκευή εγκαταστάσεων και εξοπλισμού, αλλά και νέους τρόπους για γίνουν πράγματα στην οικονομία. Για τον Σουμπτέτερ, η οικονομική ανάπτυξη μπορεί να είναι το αποτέλεσμα της καινοτομίας, η οποία χαρακτηρίζεται ως η διεξαγωγή νέων συνδυασμών στις υλικές και παραγωγικές δυνάμεις ή παραγωγικά μέσα. Περιλαμβάνει την εισαγωγή ενός νέου τύπου ή ποιότητας του εμπορεύματος, την εισαγωγή μιας νέας μεθόδου παραγωγής, το άνοιγμα μιας νέας αγοράς, την απόκτηση μιας νέας πηγής εφοδιασμού πρώτων υλών ή ενδιάμεσων αγαθών ή την εκτέλεση μιας νέας οργάνωσης της βιομηχανίας (π.χ., τη δημιουργία ή την καταστροφή της μονοπωλιακής ισχύος). Αυτή η καινοτομία είναι προϊόν του επιχειρηματία (ή, στα ύστερα γραπτά του Σουμπτέτερ, της επιχείρησης), που κολυμπάει ενάντια στο ρεύμα με την υλοποίηση των εφευρέσεων.

Ο Σουμπτέτερ υπογράμμισε ότι η έννοια της καινοτομίας πρέπει να διακρίνεται από αυτή της εφεύρεσης. Σε πολλές περιπτώσεις, ο επιχειρηματίας απλώς δανείζεται εφευρέσεις που δεν έχουν ακόμη εφαρμοστεί επειδή αντιπροσωπεύουν ρήξη με το παλιό. Καινοτομία είναι να σπάσουν οι συνήθειες, να σπάσει η αντίσταση των ομάδων που απειλούνται από τη χρήση της εφεύρεσης και να αποσπαστεί η απαραίτητη συνεργασία καπιταλιστών, διαχειριστών, εργαζομένων και καταναλωτών. Αυτός είναι ο ρόλος του επιχειρηματία (ή της επιχείρησης), ένας ρόλος που δεν μπορεί να αποτελεί επάγγελμα ούτε μια κατηγορία επιχειρηματιών.

Για να είμαστε ξεκάθαροι, ακόμη και ο ίδιος ο Σουμπτέτερ υποστήριξε ότι το μεγαλύτερο μέρος της οικονομικής ανάπτυξης δεν απαιτεί καινοτομία. Ωστόσο η καινοτομία είναι ζωτικής σημασίας σε μια ολοένα και πιο παγκοσμιοποιημένη οικονομία για τη διατήρηση και την επέκταση του μεριδίου αγοράς. Στη δεκαετία του 1950, μια μεγάλη και σχετικά κλειστή οικονομία (όπως ήταν η οικονομία των ΗΠΑ εκείνη την εποχή) μπορούσε να στηριχθεί στις επενδύσεις που βελτίωναν την ποσότητα και την ποιότητα των μέσων παραγωγής της χώρας (ο πρώτος δρόμος για τη βελτίωση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας εξετάζετε παρακάτω). Ωστόσο, με τι οικονομίες να είναι σήμερα σχετικά ανοικτές, η καινοτομία έχει αποκτήσει κρίσιμη σημασία για τη διατήρηση του μεριδίου της αγοράς. Η ανάπτυξη χωρίς καινοτομία γίνεται όλο και πιο δύσκολη, τουλάχιστον για την περίπτωση της ανάπτυξης με οδηγό τον ιδιωτικό τομέα.

Η καινοτομία αποτελεί πλέον κλειδί για τη μακροχρόνια ανάπτυξη. Όπως όλη η παραγωγή, η καινοτομία πρέπει να χρηματοδοτηθεί, οπότε η χρηματοδότηση είναι κεντρικής σημασίας για τη διαδικασία της καινοτομίας. Πράγματι, αυτός είναι ο λόγος που ο Σουμπτέτερ αποκάλεσε τον τραπεζίτη ο «έφορος» της ανταλλακτικής οικονομίας (Schumpeter 1934 [1912], σελ. 74). Για τον Σουμπτέτερ, η «αγορά χρήματος» είναι η «έδρα του καπιταλισμού». Ωστόσο, τις τελευταίες δεκαετίες η χρηματοδότηση έχει πάψει να υπηρετεί την πραγματική οικονομία: ο χρηματοοικονομικός τομέας υπηρετεί τον ίδιο

του τον εαυτό και οι επιχειρήσεις στην πραγματική οικονομία έχουν «χρηματοπιστικοποιηθεί» σε σημαντικό βαθμό, μια εξέλιξη που αναλύουμε παρακάτω.[3]

Επιπλέον, για να είναι η ανάπτυξη όχι απλά «έξυπνη» (δηλαδή καθοδηγούμενη από την καινοτομία) αλλά επίσης «περιεκτική» (που αποτελεί στόχο των αναπτυξιακών στρατηγικών, όπως η στρατηγική της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για το 2020 και η Στρατηγική Καινοτομίας 2010 του ΟΟΣΑ [Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης]), θα πρέπει να είναι μια μορφή ανάπτυξης που παράγει απασχόληση και λιγότερη ανισότητα. Ο βασικός στόχος της παρούσας εργασίας είναι να επανεξετάσει το ρόλο της χρηματοδότησης υπό αυτό το πρίσμα, προκειμένου να συμβάλει στην αναδιάρθρωση της χρηματοδότησης με απώτερο σκοπό την εξυπηρέτηση των αναγκών της «πραγματικής» οικονομίας. Η διαμόρφωση μιας οικονομίας που παράγει ανάπτυξη καθοδηγούμενη από την καινοτομία και επιτυγχάνει επίπεδα πλήρους απασχόλησης είναι το κύριο ζητούμενο. Μια τέτοια προσπάθεια απαιτεί σύνθεση της σκέψης των Κέυνς, Μίνσκυ και Σουμπέτερ, καθώς και την κατανόηση του ρόλου του δημόσιου τομέα ως ένα φορέα που κάνει πολύ περισσότερα πράγματα από το να διορθώνει τις στατικές αποτυχίες της αγοράς (Stiglitz 1989).

Ως εκ τούτου, από τον Σουμπέτερ δανειζόμαστε δύο ιδέες: πρώτον, ότι είναι κρίσιμο να κατανοήσουμε τη διαδικασία της καινοτομίας για να μπορέσουμε να αναλύσουμε τη δυναμική της καπιταλιστικής οικονομίας και, δεύτερον, ότι μέρος αυτής της κατανόησης αφορά το γεγονός ότι η καινοτομία χρειάζεται κατάλληλες μορφές χρηματοδότησης. Κατά την άποψη του Σουμπέτερ, αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η καινοτομία θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί προτού μπορέσει να δημιουργήσει έσοδα. Στο πρώιμο του έργο, ο Σουμπέτερ (1912) επικεντρώθηκε στην ανάγκη χρηματοδότησης προκειμένου να είναι εφικτή η νέα είσοδος (στη «κυκλική ροή» μέσω των νεοσύστατων επιχειρήσεων), ωστόσο στα κατοπινά του έργα (Schumpeter 1942) επικεντρώθηκε στη σημασία της εσωτερικής χρηματοδότησης για την χρηματοδότηση των μεγάλων εργαστηρίων E&A στις καθιερωμένες επιχειρήσεις. Είτε έτσι είτε αλλιώς, το ζήτημα με τη χρηματοδότηση είναι ότι είναι στενά συνδεδεμένη με την ικανότητα να επιτρέπει να γίνονται νέα πράγματα.

Από τον Κέυνς δανειζόμαστε δύο κεντρικές ιδέες: τη θεωρία της ενεργούς ζήτησης και το επιχειρήμα του ότι όταν η «κεφαλαιακή ανάπτυξη μιας χώρας γίνεται υποπροϊόν των δραστηριοτήτων ενός καζίνο, η δουλειά είναι πιθανό να μη γίνει σωστά» (Keynes 1964, σελ. 159). Η θεωρία του Κέυνς για την ενεργό ζήτηση μπορεί να συνοψιστεί ως εξής: οι επιχειρήσεις προσλαμβάνουν τους πόρους που νομίζουν ότι χρειάζονται για να παράγουν αυτά που νομίζουν ότι μπορούν να πουλήσουν. Αυτό σημαίνει ότι η απασχόληση δεν καθορίζεται από τις αγορές εργασίας αλλά από το επίπεδο των αναμενόμενων πωλήσεων. Πράγματι, ο όρος «ζωικά πνεύματα» που χρησιμοποιεί ο Κέυνς δεν είναι χρήσιμος μόνο για τη συμπεριφοριστική χρηματοδότηση (Shiller 2005), αλλά και για τους συμπετεριανούς οικονομολόγους που έχουν εστιάσει στην είσοδο και την επενδυτική συμπεριφορά ως παράγοντες που καθοδηγούνται από την «πρόβλεψη» (μέσω της αντίληψης) για τον εντοπισμό μελλοντικών τεχνολογικών και αγοραίων ευκαιριών (Dosi και Lovallò 1997, Pavitt 1984, Mazzucato 2013a/b).

Ο Κέυνς υποστήριξε, επίσης, ότι η αποταμίευση δεν είναι πηγή της χρηματοδότησης, καθώς απέρριψε τη θεωρία των δανειακών κεφαλαίων, η οποία υποθέτει ότι ένα ευέλικτο επιτόκιο κάνει εφικτή την κατανομή περιορισμένης αποταμίευσης στις επενδύσεις. Ο Κέυνς ανέτρεψε την αιτιώδη συνάφεια: οι δαπάνες δημιουργούν εισόδημα και οι δαπάνες προς τις επενδύσεις είναι αυτές που δημιουργούν το εισόδημα που έχει αποταμιευθεί. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να κοιτάξουμε αλλού για να βρεθεί η πηγή της χρηματοδότησης για τις επενδύσεις.

Στο κεφάλαιο 12 της «Γενικής Θεωρίας», ο Κέυνς (Keynes 1964) αναφέρεται στη δεύτερη ιδέα: η «κερδοσκοπία» μπορεί να κυριαρχήσει επί της «βιομηχανίας». Αυτό που εννοούσε ο Κέυνς είναι ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα (κυρίως) θα μπορούσε να κατευθύνει τις προσπάθειές του προς τη δημιουργία βραχυπρόθεσμου κέρδους που δημιουργείται από την άνοδο των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (κερδοσκοπία) και όχι προς τα κέρδη που προκύπτουν από τις παραγωγικές δραστηριότητες που δημιουργούν ροές εισοδήματος. Αν κοιτάξουμε προς την πλευρά του χρηματιστηρίου, για παράδειγμα, η έννοια της «επιχείρησης» σημαίνει την αγορά των αποθεμάτων με σκοπό τις μακροπρόθεσμες προοπτικές της εκδότριας εταιρίας. «Κερδοσκοπία» ωστόσο προκύπτει στην περίπτωση όπου οι αγορές μετοχών αναλήφθηκαν με βάση την πεποίθηση ότι οι υπόλοιποι επενδυτές πιστεύουν ότι οι τιμές των μετοχών θα αυξηθούν. Ο στόχος είναι να αγοραστούν οι μετοχές λίγο πριν ανέβουν οι τιμές και να πωληθούν λίγο πριν πέσουν. Στη σύγχρονη εποχή, όπως θα αναφέρουμε, η ανώτατη διοίκηση έχει το κίνητρο και την ικανότητα να ωθήσει προς τα πάνω τις τιμές των μετοχών μέσω νομικής χειραγώγησης. Ένα μεγάλο μέρος των απολαβών λαμβάνει τη μορφή δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών. Για να αυξηθούν οι απολαβές, η διοίκηση εστιάζει την προσοχή της σε πολιτικές που αυξάνουν τις τιμές των μετοχών, συμπεριλαμβανομένης της χρήσης της επαναγοράς μετοχών.

Από τον Μίνσκυ δανειζόμαστε την αναγνώριση ότι η δυναμική του καπιταλιστικού συστήματος δεν είναι υποχρεωτικά σταθεροποιητική, ενώ όταν αναφερόμαστε στα χρηματοοικονομικά, η δυναμική του καπιταλιστικού συστήματος είναι αποσταθεροποιητική. Ο Μίνσκυ διεύρυνε την άποψη του Σουμπέτερ κάνοντας διάκριση ανάμεσα στην εξωτερική και την εσωτερική χρηματοδότηση των επενδύσεων (ανεξάρτητα από το αν είναι ή όχι καινοτομικές).[4] Πράγματι, όλες οι δαπάνες πρέπει να χρηματοδοτούνται από τις εισοδηματικές ροές, τις πωλήσεις των συσσωρευμένων περιουσιακών στοιχείων ή μέσω δανεισμού. Αυτό που έκανε σαφές ο Μίνσκυ είναι ότι η πηγή της χρηματοδότησης έχει σημασία (η χρησιμοποίηση εξωτερικής χρηματοδότησης δεσμεύει μελλοντικά εισοδήματα για την εξυπηρέτηση του χρέους). Επίσης, επέκτεινε τη «θεωρία του επενδυτικού κύκλου» του Κέυνς έτσι ώστε να περιλαμβάνει μια «χρηματοοικονομική θεωρία των επενδύσεων». Με άλλα λόγια, παρείχε μια εναλλακτική πρόταση στη θεωρία δανειακών κεφαλαίων που ο Κέυνς είχε απορρίψει.

Όπως αναφέρθηκε, ο Μίνσκυ επέμενε ότι σε μια νομισματική οικονομία πρέπει να χρηματοδοτηθεί το σύνολο της παραγωγής (η διαδικασία «ξεκινάει με το χρήμα για να καταλήξει σε μια διαδικασία με περισσότερο χρήμα», όπως έλεγαν τόσο ο Μαρξ όσο και ο Κέυνς) και ότι δεν αρκεί να υποθέσουμε ότι οι ροές εισοδήματος, σε γενικές γραμμές,

και τα αδιανέμητα κέρδη, ειδικότερα, μπορεί να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση της παραγωγής. Κατ' αρχάς, αυτό θα σήμαινε ότι η ανάπτυξη δεν είναι εφικτή (αν οι δαπάνες πρέπει χρηματοδοτούνται από το εισόδημα, τότε δεν μπορούν να υπερβαίνουν τις ροές εισοδήματος). Επιπλέον, ακόμη και μια στατική οικονομία θα έχει ανάγκη από χρηματοδότηση, διότι το εισόδημα μπορεί να μην κατευθύνεται προς τα σωστά χέρια. Το πιο σημαντικό όμως είναι ότι υπάρχει πρόβλημα άπειρης οπισθοδρόμησης, παρόμοιο με το πρόβλημα των δανειακών κεφαλαίων που προσδιόρισε ο Κέυνς: πως δημιουργήθηκε η πρώτη ροή εισοδήματος αν οι δαπάνες χρηματοδοτούνταν ανέκαθεν από το εισόδημα;

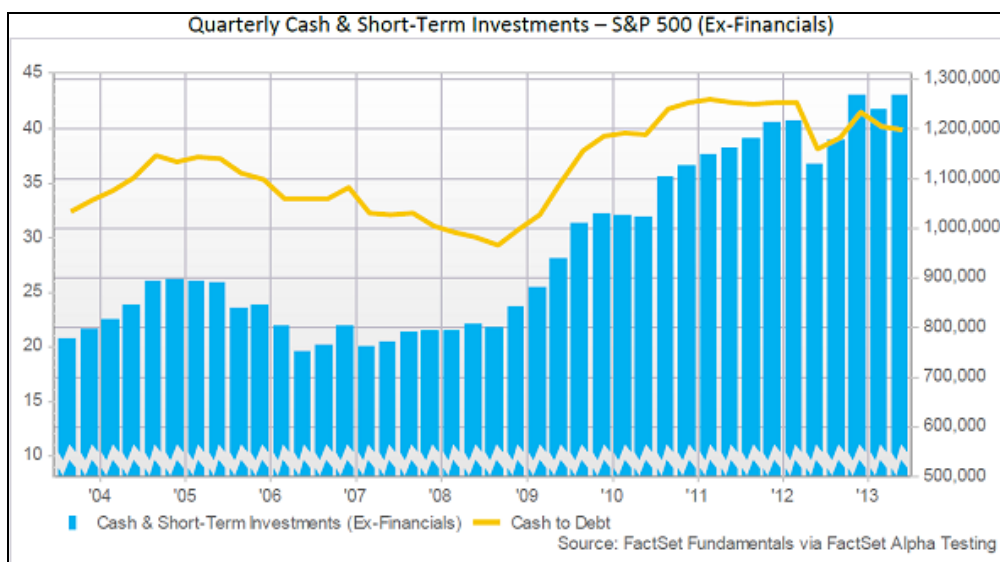
Για όλους αυτούς τους λόγους, πρέπει να κατανοήσουμε τον ρόλο που διαδραματίζει η χρηματοδότηση στο να επιτρέπει την υλοποίηση των δαπανών. Επιπλέον, ο Μίνσκυ υποστήριξε ότι η ίδια η χρηματοδότηση υπόκειται στην καινοτομία. Τέλος, ο Μίνσκυ προειδοποίησε ότι «η σταθερότητα είναι αποσταθεροποιητική», που οφείλεται στο ότι οι καινοτομίες στην χρηματοδότηση ενθαρρύνονται από την εμφάνιση της σταθερότητας.

Η μεγαλύτερη έκρηξη χρηματοοικονομικής καινοτομίας σημειώθηκε κατά το τελευταίο τέταρτο του 20^{ου} αιώνα. Η χρηματοοικονομική αστάθεια διογκώθηκε μέχρι που η οικονομία σχεδόν κατέρρευσε εξαιτίας μιας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης. Ταυτόχρονα είδαμε ότι ένα μεγάλο μέρος (ή ακόμα και το μεγαλύτερο μέρος) της χρηματοοικονομικής καινοτομίας κατευθύνθηκε έξω από τη σφαίρα της παραγωγής, σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα που σχετίζονταν με τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια, με συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και με μια σειρά από άλλα χρηματοπιστωτικά παράγωγα.

Σε αντίθεση με τον Σουμπέτερ, ο Μίνσκυ δεν έβλεπε το τραπεζίτη απλά ως τον έφορο του καπιταλισμού, αλλά ως μιας βασική πηγή αστάθειας. Αυτό πήγαζε από την κατανόησή του για τη χρηματοδότηση ως έναν φορέα που διαθέτει τη δική του δυναμική, δηλαδή ότι αντιπροσωπεύει κάτι πέρα από ένα μέσο ανταλλαγής, μια αντίληψη που προέρχεται φυσικά από τη θεωρία του Μαρξ για τον καπιταλισμό.**[5]** Επιπλέον, λόγω της «χρηματιστικοποίησης της πραγματικής οικονομίας», η εικόνα που διαμορφώνεται δεν είναι αυτή μιας οικονομίας που στερείται από επενδύσεις επειδή η χρηματοδότηση ακολουθεί τον δικό της δρόμο, αλλά αυτή ενός τοπίου όπου η ίδια η πραγματική οικονομία έχει υποχωρήσει από τις διαθέσιμες ευκαιρίες χρηματοδοτικών επενδύσεων και αντ' αυτού είτε οδηγείται στην τάση της αποθησαύρισης μετρητών είτε χρησιμοποιεί εταιρικά κέρδη για κερδοσκοπικές επενδύσεις όπως η αγορά ιδίων μετοχών. Όπως υποστηρίζουμε στη συνέχεια, η χρηματιστικοποίηση έχει τις ρίζες της στη θήρευση. Όπως έγραψε ο συγγραφέας Matt Taibbi, η Γουόλ Στριτ συμπεριφέρεται σαν ένα «γιγαντιαίο, αιμοσταγές καλαμάρι που έχει τυλιχτεί από το πρόσωπο της ανθρωπότητας».**[6]**

Σύμφωνα με ένα πρόσφατο χρηματοοικονομικό ενημερωτικό δελτίο, ο δείκτης Standard & Poor's 500 (εξαιρουμένων των τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων) βρισκόταν στα 1.3 τρις δολάρια, για το 3^ο τρίμηνο του 2013, σημειώνοντας ετήσια αύξηση της τάξης του 13,5%.**[7]**

Figure 3 Investments by S&P 500 Corporations (Excluding Financial Firms)



Source: Nathan Slaughter, <https://www.streetauthority.com/research/3/item/9734>.

Οι χρηματοοικονομικές επενδύσεις, εν αντιθέσει με τις παραγωγικές επενδύσεις (π.χ., στον τομέα E&A), έγιναν βασικές πηγές κέρδους για ένα μεγάλο μέρος των αμερικανικών εταιρειών (Kirchner 2005). Σε ορισμένους κλάδους, όπως η φαρμακευτική, το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο, οι επιχειρήσεις επενδύουν περισσότερο στην επαναγορών μετοχών και στην πληρωμή μερισμάτων απ' ό τι σε σχέση με την E&A και την καινοτομία (Lazonick 2015, Lazonick et al 2013).

Το έργο μας για την χρηματοδότηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας περιστρέφεται γύρω από πέντε κεντρικά ζητήματα:

1. Τη διάκριση μεταξύ ποιότητας και ποσότητας στη χρηματοδότηση
2. Την αναντιστοιχία μεταξύ ζήτησης και προσφοράς χρηματοδότησης
3. Το ζήτημα δημόσιας έναντι ιδιωτικής χρηματοδότησης
4. Το ερώτημα από πού προέρχεται η χρηματοδότηση, και
5. Πώς μπορεί να προωθηθεί η χρηματοδότηση για την καινοτομία και την απασχόληση.

Στο υπόλοιπο μέρος της παρούσας εργασίας αναλύουμε αυτά τα ζητήματα, δίνοντας κύρια έμφαση στην προώθηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας. Στην επόμενη ενότητα στρέφουμε την προσοχή μας σε μια πιο λεπτομερή συζήτηση της σύνθεσης του πλαισίου σκέψης των Κέυνς-Σουμπέτερ-Μίνσκου που χρησιμοποιούμε. Στη συνέχεια ασχολούμεθα με τη σχέση μεταξύ χρηματοδότησης και καινοτομίας, επιχειρηματολογώντας ότι το ισχύον σύστημα έχει αποτύχει. Ολοκληρώνουμε την εργασία με προτάσεις για μεταρρύθμιση. Μελλοντικές μας εργασίες θα επεκτείνουν την ανάλυση των πέντε θεμάτων που αναφέρονται παραπάνω.

2. Το πλαίσιο Κέυνς-Σουμπέτερ-Μίνσκυ

Η μελέτη μας ενσωματώνει δύο ερευνητικά υποδείγματα που έχουν μεγάλη σημασία για την κατανόηση των αιτιών της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, καθώς επίσης και για τον εντοπισμό των κατευθύνσεων προς μια μακροχρόνια ανάκαμψη στην εποχή μετά την κρίση. Το πρώτο υπόδειγμα θα μπορούσε να ονομαστεί η άποψη Κέυνς-Μίνσκυ, η οποία θέτει την ενεργό ζήτηση στο επίκεντρο της οικονομικής ανάλυσης, και το δεύτερο ως η άποψη Σουμπέτερ-Μίνσκυ, η οποία επικεντρώνεται στην καινοτομία και τον ανταγωνισμό. Η εργασία μας συνδέει αυτά τις δύο απόψεις προκειμένου να παρέχει μια σχολαστική ανάλυση του ανταγωνισμού στον χρηματοπιστωτικό τομέα και πώς αλληλεπιδρά με τον ανταγωνισμό στον βιομηχανικό τομέα.

Το πρώτο υπόδειγμα ασχολείται με την κατανόηση του τρόπου με τον οποίον καθορίζεται η ενεργός ζήτηση σε συνθήκες αβεβαιότητας. Οι προσδοκίες μπορεί να μην πραγματοποιούνται, με αποτέλεσμα να προκύπτει μια διαφορετική ισορροπία. Οι μακροοικονομικές ταυτότητες και η αποταμίευση καθοδηγούμενη από τις επενδύσεις μάς επιτρέπουν να αποφύγουμε τις πλάνες της σύνθεσης σε μακροοικονομικό επίπεδο. Οι ταυτότητες περιορίζουν επίσης την ατομική συμπεριφορά. Ο Καλέτσκι μεγέθυνε το πλαίσιο ανάλυσης του Κέυνς με τη διάκριση μεταξύ του τομέα των κεφαλαιουχικών αγαθών και του τομέα των καταναλωτικών αγαθών. Έδειξε (σε αντίθεση με τη νεοκλασική ανάλυση) πώς οι επενδύσεις παράγουν κέρδη σε μακροοικονομικό επίπεδο, πώς η τιμολόγηση (και το κέρδος) των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων μπορεί να είναι συνάρτηση του στόχου των εσωτερικά χρηματοδοτούμενων επενδύσεων και πως η καινοτομία μπορεί να καθορίσει τον ρυθμό αύξησης του κεφαλαίου μέσω των αρνητικών επιπτώσεων της επί των κερδών του υπάρχοντος αποθέματος κεφαλαίου.

Ωστόσο, ο Καλέτσκι και μερικοί από τους συνοδοιπόρους του υπονοούν ότι η ζήτηση για την επενδυτική χρηματοδότηση δημιουργεί τη δική της προσφορά, χωρίς να εξετάζουν τον ενεργό ρόλο του χρηματοπιστωτικού τομέα. Ο Μίνσκυ υιοθέτησε την προσέγγιση του Καλέτσκι, αλλά διαμόρφωσε τη χρηματοοικονομική θεωρία του για την επένδυση προκειμένου να λάβει υπόψη τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις και τις προϋποθέσεις όσον αφορά τον προσδιορισμό του σημείου της ενεργούς ζήτησης. Έχουν γίνει προσπάθειες για την παρουσίαση της δυναμικής της ανάπτυξης, αλλά μέχρι στιγμής δεν έχουν συγχωνευτεί σε μια πλήρη θεωρία. Στην καλύτερη περίπτωση, η προοπτική των Κέυνς-Μίνσκυ μας δίνει λόγους να πιστεύουμε ότι η ανάπτυξη δεν θα είναι σταθερή και ότι θα περιορίζεται από τη ζήτηση.

Ένα πλαίσιο για την ανάλυση της ανάπτυξης πρέπει να στραφεί προς την προσέγγιση Σουμπέτερ-Μίνσκυ που ασχολείται με την μακροχρόνια εξέλιξη της δομής της οικονομίας, δηλαδή με εκείνους τους παράγοντες που διαταράσσουν την ισορροπία και μπορούν να τονώσουν την ανάπτυξη. Ο Σουμπέτερ τόνισε πως η εισαγωγή της καινοτομίας στην ανάλυση του ανταγωνισμού οδήγησε στην κατάρρευση της παραδοσιακής θεωρίας της επιχείρησης, καθώς και στην κατάρρευση της θεωρίας της βιομηχανικής δομής. Η καινοτομία εισάγει διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων, έτσι ώστε η «μέση» επιχείρηση δεν έχει σημασία, ενώ η ανάδραση μεταξύ της καινοτομίας και της βιομηχανικής δομής προκαλεί επίσης την κατάρρευση του υποδείγματος δομή-

συμπεριφορά-απόδοση. Η συμπετεριανή προσέγγιση του ανταγωνισμού επικεντρώνεται, επομένως, στην κατανόηση της συνεξέλιξης των μηχανισμών που δημιουργούν διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων και των μηχανισμών της ανταγωνιστικής επιλογής που ξεδιαλέγουν τις διαφορές, επιτρέποντας μόνο σε ορισμένες επιχειρήσεις να επιβιώσουν και να αναπτυχθούν. Η καινοτομία, η γέννηση και ο θάνατος των επιχειρήσεων είναι οι κινητήριες δυνάμεις της ανάπτυξης και της διαρθρωτικής αλλαγής. Ενώ ορισμένες καινοτομίες επιτρέπουν στους κατεστημένους φορείς να διατηρήσουν τον ηγετικό τους ρόλο, οι πιο ριζοσπαστικές καινοτομίες τείνουν να τον καταστρέφουν. Αυτή είναι η ουσία του όρου της «δημιουργικής καταστροφής» που χρησιμοποίησε ο Σουμπέτερ.

Η συμπετεριανή έννοια του τραπεζίτη ως «ο έφορος του καπιταλισμού» παίζει σημαντικό ρόλο στη χρηματοδότηση των καινοτομιών. Η ιδέα είναι ότι οι καινοτομίες δεν μπορεί να είναι αυτοχρηματοδοτούμενες, επειδή ακόμη δεν υπάρχουν. Οι τραπεζίτες έφοροι πρέπει πρώτα να παρέχουν χρηματοδότηση, να αφήσουν την καινοτομία να προχωρήσει. Οι καινοτομίες στη συνέχεια ανταμείβονται με κέρδη (που επιτρέπουν την αποπληρωμή της χρηματοδότησης), ακόμη και ενώ καταστρέφουν τους ανταγωνιστές.

Ο Μίνσκυ επέκτεινε την καινοτομία της δημιουργικής καταστροφής του Σουμπέτερ στον ίδιο τον χρηματοπιστωτικό τομέα. Όπως κάθε άλλη επιχείρηση, μια τράπεζα προσπαθεί συνεχώς να μειώσει το κόστος και να αυξήσει τα έσοδά της, με η χρήση της καινοτομίας συμβάλλει στην επίτευξη και των δύο αυτών στόχων. Αλλά οι καινοτομίες μεταβάλλουν επίσης τη δομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος και ως εκ τούτου η δομή του μη-χρηματοοικονομικού συστήματος, η συμπεριφορά του οποίου επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τη δομή της χρηματοδότησης. Οι καινοτομικές τράπεζες χρηματοδοτούν καινοτομικές επιχειρήσεις. Η καινοτομία στον τομέα της χρηματοδότησης μπορεί να οδηγήσει σε ένα πιο εύθραυστο χρηματοοικονομικό σύστημα, ακόμη και ενώ χρηματοδοτεί τη δημιουργική καταστροφή στην μη-χρηματοοικονομική σφαίρα. Οι επιπτώσεις είναι ακόμη πιο ανατρεπτικές απ' ό,τι υπονοεί το έργο του Σουμπέτερ.

Ο Μίνσκυ ανέπτυξε τη θεωρία του επενδυτικού κύκλου και τη θεωρία της χρηματοοικονομικής επένδυσης προκειμένου να θέσει σε πλαίσιο το κενύσιανό μοντέλο του επιχειρηματικού κύκλου. Το πρώτο μέρος είναι κενύσιανό ενώ το δεύτερο εισάγει την συμπετεριανή έννοια του τραπεζίτη ως ο έφορος του καπιταλισμού. Κατά τη διάρκεια του κύκλου, η δομή της οικονομίας και, πιο σημαντικό, η δομή της χρηματοδότησής της αλλάζει με τέτοιο τρόπο που γίνεται εύθραυστη. Όλα αυτό το κομμάτι της ανάλυσης είναι το πιο γνωστό μέρος της προσέγγισης του Μίνσκυ για τις χρηματοοικονομικές θέσεις—αντιστάθμιση, κερδοσκοπία και «πόνζι». Ωστόσο, ο Μίνσκυ συνειδητοποίησε ότι αυτό είναι πολύ περιοριστικό όσον αφορά το χρονοδιάγραμμα και τη διάρθρωση του κεφαλαίου, δεδομένου ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις τείνουν να προτιμούν τις αγορές ομολόγων και ιδίων κεφαλαίων για λόγους εξοικονόμησης κόστους, ενώ οι πιο καινοτόμες μικρότερες επιχειρήσεις στηρίζονται στα ίδια κεφάλαια επειδή το χρέος είναι δυσβάσταχτο. Ως εκ τούτου, ο Μίνσκυ μετακινήθηκε από την κυκλική ανάλυση στην ανάλυση του μετασχηματισμού μιας οικονομίας με βάση την εξέλιξη διαφορετικών σταδίων καπιταλισμού, μια εξέλιξη που προκύπτει από τις αλλαγές των προσδοκιών και των συμπεριφορών και η οποία αλλάζει το ίδιο το περιβάλλον μέσα στο οποίο

λειτουργούν οι οικονομικοί παράγοντες (πράγμα που προκαλεί περαιτέρω αλλαγές στη συμπεριφορά). Ουσιαστικά, ο Μίνσκυ ανανέωσε το έργο του Ρούντολφ Χίλφερντινγκ για τον «χρηματιστικό καπιταλισμό» στις αρχές του 20^{ου} αιώνα, περιγράφοντας τη μεταμόρφωση που οδήγησε στην επιστροφή μιας νέας εκδοχής του χρηματιστικού καπιταλισμού ως το στάδιο του «money manager capitalism».

Υπάρχουν δομές που συνάδουν με αυτό που ο Μίνσκυ αποκάλεσε η κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας, η οποία, όπως αναφέρεται στην πρώτη ενότητα της παρούσας εργασίας, ορίζεται σε γενικές γραμμές με τρόπο που, εκτός από τον ιδιόκτητο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, περιλαμβάνει την τεχνολογία, την παραγωγικότητα της εργασίας και τις δημόσιες υποδομές. Ο Μίνσκυ πίστευε ότι μια οικονομία βασισμένη σε υψηλούς μισθούς, υψηλά επίπεδα απασχόλησης και «μεγάλο κράτος» θα ήταν πιο σταθερή και πως θα είχε την τάση να διοχετεύει τη χρηματοδότηση προς την κατεύθυνση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας. Περαιτέρω, η χρηματοδότηση απαιτεί περιορισμούς λόγω της αναπόφευκτης ώθησης στην καινοτομία. Αυτό, με τη σειρά του, είναι ένα πρόβλημα, διότι οι δυνάμεις της αγοράς που διοχετεύουν την άμεση χρηματοδότηση προς την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας δεν είναι πάντοτε σε λειτουργία, έτσι ώστε οι καινοτομίες στην χρηματοδότηση μπορεί στην πραγματικότητα να παρεμποδίζουν την κεφαλαιακή ανάπτυξη. Πράγματι, παρά την υψηλή κερδοφορία των επιχειρήσεων πριν και μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007–08, το γεγονός αυτό δεν μεταφράστηκε σε ισχυρή άνοδο των επενδύσεων εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η μία πρόσφατη φάση της καινοτομίας των επενδύσεων στον πραγματικό τομέα ολοκληρώθηκε με την φούσκα που έσκασε στην λεγόμενη οικονομία «dot-com». Στη συνέχεια, τα χαμηλά επιτόκια δημιούργησαν μια μεγάλη μοχλευμένη αγγλο-αμερικανική επενδυτική έκρηξη που ήταν σχεδόν εξ ολοκλήρου περιορισμένη στον χρηματοπιστωτικό τομέα, στα ακίνητα και στο commodity trading, μια φούσκα που επίσης έσκασε, προκαλώντας ύφεση, καθώς οι καταναλωτικές δαπάνες χρηματοδοτούμενες από τον δανεισμό έναντι της ακίνητης περιουσίας συρρικνώθηκαν έντονα όταν οι τιμές των κατοικιών έπαψαν να αυξάνονται. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση οδήγησε σε τεράστιο ενδιαφέρον για το έργο του Μίνσκυ. Η ίδια η κρίση έχει χαρακτηριστεί ως μια «κρίση Μίνσκυ». Ωστόσο, προκειμένου να μελετήσουμε τις μη βιώσιμες διεργασίες που τελικά οδήγησαν στην κρίση είναι απαραίτητο να προχωρήσουμε πέρα από μια ανάλυση Μίνσκυ με αναφορά τους κύκλους και να επικεντρωθούμε στην προσέγγιση του Μίνσκυ για το στάδιο του λεγόμενου «money manager capitalism». Η ανάλυση αυτή μπορεί να συμπληρωθεί με τις πρώιμες προειδοποιήσεις του Wynne Godley, που βασίζονταν στην προσέγγισή του για τα τομεακά ισοζύγια (Wray και Godley 2002).

Αυτό που λείπει από την προσέγγιση του Μίνσκυ είναι η καινοτομία και ο δυναμισμός του μη-χρηματοοικονομικού τομέα. Οι μη-χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις επιδιώκουν το κέρδος, βασίζονται σε διαφορετικό βαθμό στην εξωτερική χρηματοδότηση, ενθαρρύνονται από τη σταθερότητα και μπορούν να περιορίζονται ή να ενθαρρύνονται από τη δημόσια πολιτική. Τα συνολικά κέρδη που είναι διαθέσιμα περιορίζονται από τους ίδιους παράγοντες που καθορίζουν το επίπεδο της ενεργούς ζήτησης. Αυτοί οι

παράγοντες, που είναι οι επενδύσεις, τα ελλείμματα, οι καθαρές εξαγωγές, η εξοικονόμηση από μισθούς και η κατανάλωση από τα κέρδη, είναι ως επί το πλείστον οι αυτόνομες συνιστώσες της ζήτησης που προκύπτουν από τα εκατομμύρια των αποφάσεων που λαμβάνονται από την κυβέρνηση, τους επιχειρηματίες και άλλους οικονομικούς παράγοντες. Οι μεμονωμένοι επιχειρηματίες αντιμετωπίζονται ως οντότητες που εμπλέκονται σε μια ανταγωνιστική μάχη για την απόκτηση του μεριδίου τους από το σύνολο των κερδών. Η καινοτομία είναι ένας από τους τρόπους μέσω του οποίου θα αποκομίσουν ένα μερίδιο. Πέρα από αυτό, δεν υπάρχει περισσότερη ανάλυση στο έργο του Μίνσκυ όσον αφορά την μη-χρηματοοικονομική καινοτομία.

Ωστόσο, υπάρχει μια αναδυόμενη βιβλιογραφία που βασίζεται στο έργο του Σουμπέτερ για την εξέταση της καινοτομίας και τη διαρθρωτική μεταμόρφωση του «πραγματικού» τομέα: η νέα εξελικτική προσέγγιση για την οικονομία και την καινοτομία, με πρότυπο την εργασία των Richard Nelson και Sydney Winter και των ακολούθων τους αναγνωρίζεται όλο και περισσότερο ως μια προσπάθεια που παρέχει τη δυνατότητα για τη διαμόρφωση μιας νέας θεωρίας της επιχείρησης, καθώς και μιας πιο δυναμικής αντιμετώπισης της δομής της αγοράς. Επιπλέον, πρόσφατες εργασίες που ακολουθούν αυτή τη παράδοση έχουν συνδέσει την σουμπτεριανή ανάλυση με τη χρηματοδότηση, όπως η εργασία της Perez (2002), η οποία εξετάζει τον κεντρικό ρόλο της χρηματοδότησης στην ανάπτυξη των νέων καινοτόμων τεχνολογικών, και το έργο της Mazzucato (2013b), που εξετάζει πώς αντιδρούν οι χρηματοπιστωτικές αγορές στην αβεβαιότητα Knightian, που είναι ενσωματωμένη στον τομέα της καινοτομίας, καθώς και το ρόλο του κράτους ως κεντρικός φορέας στη διαδικασία της ανάληψης κινδύνου (βλέπε επίσης Mazzucato και Perez 2014).

Έτσι, ενώ η σουμπτεριανή εξελικτική ανάλυση παρέχει γνώσεις σχετικά με τη δυναμική των διαρθρωτικών/τεχνολογικών αλλαγών στην πραγματική οικονομία, οι ιδέες του Μίνσκυ μπορούν να διαμορφώσουν μια θεωρία χρήματος και χρηματοοικονομικής αστάθειας, που ουσιαστικά απουσιάζει από τα σουμπτεριανά μοντέλα. Η σύνθεση που πραγματοποιούμε στην παρούσα εργασία ανάμεσα σε αυτές τις προσεγγίσεις έχει ως στόχο τη σύνδεση της πραγματικής οικονομίας με τη χρηματική οικονομία και την παροχή μιας θεωρίας για την καινοτομία τόσο για τους χρηματοοικονομικούς όσο και για τους μη-χρηματοοικονομικούς τομείς.

3. Μια σύντομη επισκόπηση της θεωρίας του Σουμπέτερ για την οικονομική ανάπτυξη

Ο Σουμπέτερ ξεκινά με το μοντέλο μιας οικονομίας που λειτουργεί στα όρια της «γενικής» ισορροπίας, όπου όλες οι βιομηχανίες, οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά βρίσκονται μεμονωμένα σε μια κατάσταση ισορροπίας κατά Walras (Schumpeter 1944). Σε αυτή την κατάσταση, η οικονομία μπορεί να αναλυθεί ως μια κυκλική ροή όπου οι αγορές των output από την κυκλική ροή αναλαμβάνονται βάσει των πωλήσεων της εργασίας, των προϊόντων ή υπηρεσιών, και όπου οι αγορές χωρίς πώληση ή η πώληση χωρίς αγορές έχουν αποκλειστεί. Στην περίπτωση αυτή, η κυκλική ροή θα μπορούσε να συνεχιστεί αμετάβλητη, όπως «η κυκλοφορία του αίματος» (Schumpeter 1949, σελ. 61).

Το χρήμα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί, ωστόσο θα ήταν απλώς για την διευκόλυνση της ανταλλαγής που θα πραγματοποιούταν ούτως ή άλλως.

Μέσα σε αυτό το κυκλικό μοντέλο ροής της οικονομίας, τα άτομα ενεργούν έγκαιρα και ορθολογικά. Τα αποτελέσματα αναμένεται να εμφανιστούν με μια ορισμένη συχνότητα και η αβεβαιότητα μειώνει τον κίνδυνο που μπορεί να υπολογιστεί. Ο καπιταλιστής είναι απλώς ένας διαχειριστής, αντιδρώντας στα «δεδομένα» που πηγάζουν από την κυκλική ροή της οικονομίας.

Αυτό το μοντέλο δεν αντιστοιχεί με τις πραγματικές οικονομίες. Τα μοντέλα των οικονομιών που λαμβάνουν υπόψη την αλλαγή βλέπουν την αλλαγή να προκύπτει με τρεις τρόπους. Πρώτον, υπάρχουν «εξωτερικοί παράγοντες», συμπεριλαμβανομένων των μεταβολών στις προτιμήσεις των καταναλωτών, καθώς και αλλαγές που προκαλούνται από τη φύση, πολιτικοί παράγοντες, και ούτω καθεξής. Δεύτερον, υπάρχει η φυσική ανάπτυξη του πληθυσμού, του εργατικού δυναμικού ή των φυσικών πόρων. Ο Σουμπέτερ υποστήριξε ότι οι εξωτερικοί παράγοντες και η ανάπτυξη απλά αλλάζουν τα δεδομένα του συστήματος, προκαλώντας μια προσαρμοστική ανταπόκριση από τα άτομα, συμπεριλαμβανομένων των επιχειρηματιών. Τέτοιου είδους αλλαγές μπορεί να αναλυθούν ως συνεχείς, απειροελάχιστοι κραδασμοί στην κυκλική ροή που οδηγούν σε νέα σημεία ισορροπίας. Σε αυτή την περίπτωση, η «στατική» ανάλυση των Οικονομικών του Walras είναι επαρκής.

Ωστόσο, το επίκεντρο του Σουμπέτερ βρίσκεται σε «αυτό το είδος της αλλαγής που προκύπτει μέσα από το σύστημα και το οποίο μετατοπίζει έτσι το σημείο της ισορροπίας του ώστε το καινούργιο σημείο δεν μπορεί να επιτευχθεί από το παλιό σημείο με απειροελάχιστα βήματα» (Schumpeter 1949, σελ. 64). Ως εκ τούτου, η προσαρμογή καθίσταται αδύνατη και η ρουτίνα πρέπει να εγκαταλειφθεί. Η ανάλυσή του αφορά επομένως τα σημεία εκείνα όπου η ίδια η οικονομική ζωή αλλάζει τα δικά της δεδομένα με διακεκομμένους ρυθμούς—αλλαγές στην οικονομική ζωή, που προκύπτουν από τη δική της πρωτοβουλία. Αυτή είναι η διαδικασία την οποία αποκαλεί οικονομική ανάπτυξη και η οποία έρχεται σε αντίθεση με την αλλαγή που προκύπτει απλά από εξωτερικούς παράγοντες, μια μορφή αλλαγής που ο ίδιος αποκαλεί μη-οικονομική ανάπτυξη (Schumpeter 1949).

Όπως προαναφέρθηκε, η οικονομική ανάπτυξη είναι το αποτέλεσμα της καινοτομίας, η οποία χαρακτηρίζεται ως η εκτέλεση νέων συνδυασμών στις υλικές και παραγωγικές δυνάμεις ή παραγωγικά μέσα. Περιλαμβάνει την εισαγωγή ενός νέου τύπου ή την ποιότητα του εμπορεύματος, την εισαγωγή μιας νέας μεθόδου παραγωγής, το άνοιγμα μιας νέας αγοράς, την απόκτηση μιας νέας πηγής εφοδιασμού πρώτων υλών ή ενδιάμεσων προϊόντων ή την εκτέλεση μιας νέας βιομηχανικής οργάνωσης (π.χ., η δημιουργία ή η καταστροφή της μονοπωλιακής ισχύος). Αυτή η καινοτομία είναι το προϊόν του επιχειρηματία,^[8] που θέτει σε εφαρμογή τις εφευρέσεις. Ο Σουμπέτερ είχε ισχυριστεί ότι ο επιχειρηματίας παίζει το ρόλο του οφειλέτη στον καπιταλισμό, όμως θα μπορούσαμε να πούμε ότι, από τα τέλη του 20ου αιώνα, ο καταναλωτής είναι αυτός που έχει σε μεγάλο βαθμό αναλάβει αυτό το ρόλο.

Ο Σουμπέτερ υπογράμμισε ότι η έννοια της καινοτομίας πρέπει να διακρίνεται από αυτή της εφεύρεσης. Σε πολλές περιπτώσεις, ο επιχειρηματίας απλώς δανείζεται εφευρέσεις που δεν έχουν ακόμη εφαρμοστεί επειδή αντιπροσωπεύουν ρήξη με το παλιό. Αυτός είναι ο ρόλος του επιχειρηματία (ή της επιχείρησης), ένας ρόλος που δεν μπορεί να αποτελεί επάγγελμα ούτε μια κατηγορία επιχειρηματιών (Schumpeter 1949).

Η επιχειρηματικότητα είναι μια λειτουργία που εκτελείται μόνο στο αρχικό στάδιο της εισαγωγής των νέων συνδυασμών. Η επιχειρηματική καινοτομία σπάει τον κανόνα της κυκλικής ροής καθώς απαιτεί αγορά χωρίς πώληση. Πρέπει να χρηματοδοτηθεί πριν από την παραγωγή και την πώληση αγαθών ή υπηρεσιών. Απαιτεί τη χρήση του χρήματος ως «κουπόνι αξίωσης» για τους παραγωγικούς πόρους, χωρίς τη χρήση του χρήματος ως «κουπόνι απόδειξης» για την πώληση των αγαθών ή των υπηρεσιών (Bellofiore 1985, 1992). Ακριβώς όπως η κυκλική ροή διακόπτεται από την καινοτομία, η ουδετερότητα του χρήματος έχει σπάσει από την επιχειρηματική δραστηριότητα. Πράγματι, η οικονομική ανάπτυξη, όπως ο ίδιος τη χαρακτήρισε, απαιτεί τη μη-ουδετερότητα του χρήματος.

Όπως υποστήριξε ο Σουμπέτερ, μια «μη-ανταλλακτική» (ή μη αγοραία) οικονομία δύναται να βιώσει αλλαγή και ανάπτυξη, αλλά αυτό θα προκύψει χωρίς να παραβιαστεί η ουδετερότητα του χρήματος. Για παράδειγμα, σε μια κεντρικά κατευθυνόμενη ή σοσιαλιστική οικονομία, η αλλαγή θα πρέπει να κατευθύνεται από μια «αρχή» και οι πόροι θα ανακατευθύνονται για τη δημιουργία ανάπτυξης με βάση κάποια εντολή. Το χρήμα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί, αλλά θα χρησιμοποιείται κυρίως ως λογιστική μονάδα για τους σκοπούς της κατάρτισης του προϋπολογισμού αλλά και ως μέσο συναλλαγής. Ωστόσο, σε μια «ανταλλακτική» οικονομία, οι πόροι μπορούν να ανακατευθυνθούν προς τον καινοτόμο επιχειρηματία μόνο μέσω της παροχής νέας αγοραστικής δύναμης.[9] Ο καινοτόμος επιχειρηματίας δεν μπορεί να βασιστεί στην αγοραστική δύναμη που προκύπτει από τις πωλήσεις της παραγωγής εντός της κυκλικής ροής. Αντίθετα, οι πόροι πρέπει πρώτα να κατευθυνθούν προς τη νέα και επαναστατική δραστηριότητα.

Το επιχείρημα του Σουμπέτερ μπορεί να στηριχθεί στην υπόθεση ότι μέσα σε μια κυκλική ροή, όλοι οι πόροι αξιοποιούνται πλήρως για την παραγωγή καταναλωτικών αγαθών. Αυτό σημαίνει ότι ο καινοτόμος επιχειρηματίας πρέπει να αντλήσει ήδη απασχολούμενους πόρους από την κυκλική ροή και να τους κατευθύνει προς την επαναστατική δράση. «Η εκτέλεση νέων συνδυασμών σημαίνει, ως εκ τούτου, απλά τη διαφορετική απασχόληση των υπαρχόντων αποθεμάτων του οικονομικού συστήματος...» (Schumpeter 1949, σελ. 68). Αυτό καθιστά σαφές ότι η οικονομική ανάπτυξη δεν μπορεί να είναι αποτέλεσμα της «αποταμίευσης και της επένδυσης». Η οικονομική ανάπτυξη λαμβάνει χώρα όχι μέσω της θεληματικής αποταμίευσης, αλλά μέσω της δημιουργίας νέας αγοραστικής δύναμης που θα δώσει στους καινοτόμους επιχειρηματίες έλεγχο πάνω από τους ήδη απασχολημένους πόρους. Ο Σουμπέτερ υποστήριξε ότι «η αποταμίευση-επένδυση» απλά θα οδηγήσει σε μια αργή και συνεχή αύξηση της παραγωγικής ικανότητας, στην προσαρμοστική συμπεριφορά μέσα στην κυκλική ροή.

Η οικονομική ανάπτυξη, ωστόσο, δεν είναι μια αργή και συνεχή αύξηση της παραγωγικής ικανότητας. Οι νέοι συνδυασμοί δεν μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τα κέρδη της προηγούμενης παραγωγής. Αντ' αυτού η οικονομική ανάπτυξη απαιτεί τη δημιουργία νέας αγοραστικής δύναμης, η οποία μπορεί να προέλθει μόνο από τη δημιουργία πίστωσης. Η πίστωση επιτρέπει «την αποσύνδεση των παραγωγικών μέσων (που απασχολούνται ήδη κάπου) από την κυκλική ροή και την ανάθεσή τους σε νέες συνενώσεις» (Schumpeter 1949, σελ. 71). Η πίστωση ωθεί το οικονομικό σύστημα σε νέα κανάλια. «Η παροχή πίστωσης είναι σαφώς η λειτουργία της εν λόγω κατηγορίας ατόμων που αποκαλούμε 'καπιταλιστές'» (Schumpeter 1949, σελ. 69). Επιπλέον, «το καπιταλιστικό πιστωτικό σύστημα αναπτύχθηκε και άνθισε σε όλες τις χώρες με τη χρηματοδότηση νέων συνδυασμών» (Schumpeter 1949, σελ. 70).

Σε μια καπιταλιστική κοινωνία, «η πίστωση είναι ουσιαστικά η δημιουργία της αγοραστικής δύναμης με σκοπό τη μεταβίβασά της στον επιχειρηματία» (Schumpeter 1949, σελ. 107). Έτσι, η καινοτομία απαιτεί ένα πιστωτικό σύστημα, και το πιστωτικό σύστημα είναι αποτέλεσμα αυτής της αναγκαιότητας. Ο τραπεζίτης είναι «ο κατ' εξοχήν καπιταλιστής», ο έφορος του καπιταλιστικού συστήματος, καθώς αυτός/αυτή παράγει το εμπόρευμα «αγοραστική δύναμη», που καθιστά δυνατή την εκτέλεση των νέων συνδυασμών που συνδέονται με την καινοτομία (Schumpeter 1949, σελ. 74).

Η πίστωση μπορεί να είναι πληθωριστική σε καταστάσεις πλήρους απασχόλησης των πόρων, καθώς επιτρέπει την αγορά χωρίς πώληση (των αγαθών και υπηρεσιών που έχουν ήδη παραχθεί). Η αγοραστική δύναμη που τοποθετείται στα χέρια των καινοτόμων επιχειρηματιών τους παρέχει τη δυνατότητα να επικρατήσουν πάνω από τους απλούς καπιταλιστές όσον αφορά την απόκτηση πόρων, προκειμένου να τους χρησιμοποιήσουν με νέους συνδυασμούς. Οι «παλιές» επιχειρήσεις θα διαθέτουν λιγότερους πόρους και η παραγωγή τους μπορεί να μειωθεί.

Στην περίπτωση αυτή, η αγορά των πόρων από τους καινοτόμους επιχειρηματίες διατηρεί τη συνολική ζήτηση ακόμη και όταν μειώνεται η συνολική προσφορά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τον πληθωρισμό στις τρέχουσες τιμές των συντελεστών, ένα φαινόμενο που ο Σουμπέτερ αποκαλεί προσωρινό πληθωρισμό πίστωσης. Μετά από κάποιο χρονικό διάστημα (το οποίο μπορεί να διαρκέσει αρκετά έτη), οι νέοι συνδυασμοί μπορούν, επιτέλους, να προσφέρουν παραγωγή στην αγορά. Αυτοί οι νέοι συνδυασμοί μπορεί να εκτοπίσουν άλλα (παλαιότερα) προϊόντα και υπηρεσίες, καθιστώντας τα απηρχαιωμένα και δημιουργώντας μια διαδικασία εκκαθάρισης, αναπροσαρμογής και απορρόφησης «παλαιών» επιχειρήσεων. Παράλληλα, οι εισπράξεις από τις πωλήσεις επιτρέπουν στις νέες επιχειρήσεις να εξοφλήσουν την πίστωση που αρχικά έλαβαν προκειμένου να προχωρήσει η καινοτομία. Ως εκ τούτου, τα δάνεια και οι καταθέσεις («η προσφορά χρήματος») συστέλλονται προς την αρχική θέση και η καταναλωτική δύναμη και οι τιμές πέφτουν και πάλι προς τα αρχικά επίπεδα (Schumpeter 1944 σελ. 9). Έτσι, ο πληθωρισμός πίστωσης είναι απλά προσωρινός και η καινοτομία μπορεί να οδηγήσει ακόμη και σε μια πιο μακροπρόθεσμη αποπληθωριστική τάση ή μεροληψία, δεδομένου ότι μειώνει το κόστος της παραγωγής (Schumpeter 1949, σελ. 111).

Αυτό είναι που ο Σουμπέτερ αποκαλεί «πρωτογενή κύμα», καθώς η οικονομία κινείται αρχικά μακριά από την κυκλική ροή προς μια πορεία επέκτασης, αλλά στη συνέχεια επιστρέφει προς την αρχική ισορροπία της κυκλικής ροής ακόμη και χωρίς προσδοκητικά λάθη. Ωστόσο, καθώς οι επιχειρήσεις είναι πιθανό να αντιδράσουν στους ρυθμούς μεταβολής, η αρχική επέκταση της αγοραστικής δύναμης (και του πληθωρισμού) μπορεί να οδηγήσει σε μια έκρηξη καθοδηγούμενη από αυτό που ο Κέυνς αποκάλεσε «μαζική ψυχολογία», ενώ η συστολή μπορεί να εκφυλιστεί σε μια ύφεση, καθώς η οικονομία, έχοντας πάρει την κατιούσα, overshoots τη κυκλική ροή.

Αυτά τα «δευτερεύοντα κύματα» αυξάνουν την αστάθεια που είναι έμφυτη στην καπιταλιστική οικονομία. Σύμφωνα με τον Σουμπέτερ, μόνο η καινοτομία μπορεί να δημιουργήσει τον επιχειρηματικό κύκλο, και ο κύκλος «φαίνεται να είναι η στατιστική και ιστορική μορφή από την οποία προέρχεται αυτό που συνήθως αναφέρεται ως «οικονομική πρόοδος» (Schumpeter 1944, σελ. 7).

Η ίδια η καινοτομία παράγεται ενδογενώς από την προφανή ηρεμία της κυκλικής ροής. Δηλαδή, μέσα σε μια κυκλική ροή, ο καπιταλιστής είναι σίγουρος για το έδαφος πάνω στο οποίο πατάει και μπορεί να προσαρμόσει τη συμπεριφορά ως απάντηση στα οικονομικά δεδομένα. Η εμπιστοσύνη αυτή, ωστόσο, φέρνει στα ύψη το επιχειρηματικό πνεύμα, προκαλώντας τον πειραματισμό και την ενθάρρυνση της καινοτομίας.

Η καινοτομία, με τη σειρά της, δημιουργεί διαστολή και διαταράσσει τα συμβατικά πρότυπα συμπεριφοράς. Τώρα, είναι πάρα πολύ δύσκολο να γίνουν προβλέψεις και το επιχειρηματικό πνεύμα συνθλίβεται. Η καινοτομία προκαλεί «μόνιμες αλλαγές στην κοινωνική και οικονομική κατάσταση», καθώς μεταβάλλει τα δεδομένα του συστήματος και κινείται μακριά από την ισορροπία, καθιστώντας αδύνατη, ακόμη και για τους νέους επιχειρηματίες, την πρόβλεψη του αποτελέσματος των ενεργειών (Schumpeter 1951, σελ. 217. Bellofiore 1992).**[10]** Οι νέες καινοτομίες παύουν να έρχονται στην επιφάνεια και η οικονομία επιβραδύνεται, επιστρέφοντας τελικά σε μία κυκλική ροή αναπαραγωγής. Η έλλειψη εφευρέσεων δεν ήταν ποτέ το εμπόδιο για την ανάπτυξη της καινοτομίας. Αντίθετα, το εμπόδιο στην οικονομική ανάπτυξη είναι η έλλειψη επιχειρηματικού πνεύματος που θα θέσει τις εφευρέσεις σε χρήση με καινοτόμους τρόπους. Όταν μια κυκλική ροή λειτουργήσει σχεδόν σε κατάσταση ισορροπίας για επαρκές χρονικό διάστημα, η εμπιστοσύνη θα αποκατασταθεί επαρκώς και η καινοτομία μπορεί να επανεμφανιστεί.

4. Η κριτική του Μίνσκυ στην προσέγγιση του Σουμπέτερ

Ο Χάιμαν Μίνσκυ ολοκλήρωσε το διδακτορικό του υπό την καθοδήγηση αρχικά του Σουμπέτερ και αργότερα του Βασίλι Λεόντιεφ. Παρά το γεγονός ότι ο Μίνσκυ έγραψε αρκετά άρθρα που αναφέρονται στις σχέσεις του με τον Σουμπέτερ, οι αναφορές γύρω από αυτό το θέμα είναι ελλιπέστατες (εξαιρέσεις αποτελούν οι Bellofiore 1992 και Wray 1994). Ο Μίνσκυ, ωστόσο, ήταν επίσης επηρεασμένος σε μεγάλο βαθμό από τον Κέυνς, αλλά και από τη θεσμική παράδοση του Σικάγο, και στο πλαίσιο αυτό προχώρησε αρκετά πέρα από την προσέγγιση του Σουμπέτερ με τις αναλύσεις του για τους

χρηματοπιστωτικούς θεσμούς και τις μακροοικονομικές σχέσεις ανάμεσα στις επενδύσεις, την αποταμίευση, τα κέρδη και το χρήμα.

Το πρώιμο έργο του Μίνσκυ για την καινοτομία στον χρηματοπιστωτικό τομέα είναι ευρέως γνωστό, αλλά εντούτοις δεν ισχύει το ίδιο για το έργο του σχετικά με την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας. Αυτό οφείλεται εν μέρει εξαιτίας του γεγονότος ότι το μεγαλύτερο μέρος της συνεισφοράς του γύρω από το προαναφερθέν θέμα προέκυψε μετά τη δημοσίευση του γνωστότερου του έργου, που δημοσιεύθηκε με τη μορφή βιβλίου το 1986. Είναι αλήθεια ότι το ποιοτικά καλύτερο μέρος της εργασίας του Μίνσκυ δημοσιεύθηκε είτε υπό τη μορφή μελετών για το Levy Institute είτε υπό τη μορφή ελάχιστα διαδεδομένων συλλογικών τόμων, ενώ ένα σημαντικό μέρος της εργασίας του δημοσιεύθηκε μετά το θάνατο του το 1996. Όπως υποστήριξε ο Μίνσκυ στο μεταγενέστερο έργο του, οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες μπορεί να συνδέονται με την καπιταλιστική ανάπτυξη, αλλά μπορεί επίσης να είναι οπισθοδρομικές. Υποστήριξε ότι πολλές από τις πρόσφατες χρηματοοικονομικές καινοτομίες δεν συμβάλλουν στην κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας και πώς η μεταρρύθμιση ήταν απαραίτητη προκειμένου η χρηματοδότηση να εξυπηρετήσει το δημόσιο σκοπό.

Η κριτική του Μίνσκυ στην προσέγγιση του Σουμπέτερ δεν είναι ευρέως γνωστή. Αυτό είναι σημαντικό σε σχέση με τις πρόσφατες εργασίες γύρω από την καινοτομία που ακολουθούν την σουμπτεριανή παράδοση. Αν και είναι λιγάκι παράξενο, ένα μεγάλο μέρος της πρόσφατης βιβλιογραφίας αφήνει σε δεύτερο ρόλο το χρήμα και την πίστωση, σε αντίθεση με την έμφαση του ίδιου του Σουμπέτερ σχετικά με το ρόλο που διαδραματίζει η πίστωση στη χρηματοδότηση της καινοτομίας. Πράγματι, κάποια σύγχρονα έργα τονίζουν τη χρήση των παρακρατηθέντων κερδών ή τη αποταμίευση ως πηγές χρηματοδότησης, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την άποψη του Σουμπέτερ, που εξηγήσαμε παραπάνω, καθώς επίσης και με τις απόψεις του Κέυνς και του Μίνσκυ.

Ο Μίνσκυ υποστήριξε ότι η άποψη του Σουμπέτερ υπονομεύθηκε από την αποδοχή ενός πολύ μεγάλου μέρους της μεθοδολογίας της νεοκλασικής προσέγγισης, συμπεριλαμβανομένης της ιδέας περί μιας οικονομίας που επιδιώκει την ισορροπία. Πρότεινε να τροποποιήσει την προσέγγιση του Σουμπέτερ με την ενσωμάτωση της προοπτικής του Κέυνς. Στο πλαίσιο αυτό, η συνολική ενεργός ζήτηση αποκτούσε έναν σημαντικό ρόλο. Επιπλέον, εισήγαγε μια βαθιά κατανόηση της σύγχρονης χρηματοοικονομικής για την ανάπτυξη μιας σουμπτεριανής θεωρίας της καπιταλιστικής ανάπτυξης, έστω και χωρίς τις αδυναμίες της νεοκλασικής θεωρίας. Δυστυχώς, όπως οι νεο-θεσμικοί ομόλογοι τους, μερικοί σύγχρονοι σουμπτεριανοί και εξελικτικοί οικονομολόγοι φαίνεται να αγνοούν τόσο το ρόλο των σύγχρονων χρηματοοικονομικών σχέσεων καθώς και το ρόλο που διαδραματίζει η συνολική ενεργός ζήτηση.

Σύμφωνα με τον Μίνσκυ (1992), η άποψη του Σουμπέτερ για τον καπιταλισμό ως ένα δυναμικό σύστημα που παράγει ενδογενώς αστάθεια και κυκλική συμπεριφορά ήταν παρόμοια με αυτή του Κέυνς. Ωστόσο, η τεχνική του Σουμπέτερ ήταν ουσιαστικά αυτή του Walras και, ως εκ τούτου, ασυμβατή με αυτή την άποψη. Αντίθετα, σύμφωνα με τον Μίνσκυ, η τεχνική του Κέυνς, ιδίως όπως εκφράστηκε στη «Γενική Θεωρία», ήταν κατάλληλη για την κενυσιανή-σουμπτεριανή άποψη.

Ο Μίνσκυ (1993) σημειώνει περαιτέρω ότι ο Σουμπέτερ ενσωμάτωσε το χρήμα στις θεωρίες του για την καινοτομία, την οικονομική ανάπτυξη και τους επιχειρηματικούς κύκλους. Ωστόσο, ο ίδιος δεν ήταν σε θέση να ενσωματώσει το χρήμα στην «κανονική» καπιταλιστική παραγωγή, στη λήψη θέσεων των στοιχείων του ενεργητικού και στη διαμόρφωση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Πράγματι, ο Σουμπέτερ αρνήθηκε ότι το χρήμα παίζει ρόλο, με εξαίρετη την περίπτωση της καινοτομίας. Ως εκ τούτου, η ανάλυση της κυκλικής ροής που διατύπωσε ήταν ιδιαίτερα ελαττωματική, η δε ανάλυσή του για την τραπεζική ήταν ανεπαρκής, ενώ η θεωρία του αγνοούσε τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων. Με τη διόρθωση αυτών των ελλείψεων, είμαστε σε καλύτερη θέση να κατανοήσουμε τις εξελίξεις που έλαβαν χώρα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα κατά τη διάρκεια των τελευταίων τριών δεκαετιών.

Ο Κένυς ανέπτυξε ένα θεωρητικό σχήμα που ενσωματώνει το μη-ουδέτερο χρήμα και την προτίμηση ρευστότητας ως καθοριστικούς παράγοντας του συστήματος των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Στη θεωρία του Κένυς, το χρήμα χρησιμοποιείται σε μια καπιταλιστική οικονομία επειδή υπάρχει αβεβαιότητα. Δεδομένου ότι τα μελλοντικά γεγονότα δεν μπορούν να είναι «γνωστά», και δεδομένου ότι η παραγωγή και η πώληση απαιτούν πάντα χρόνο, όλη η αγοραία παραγωγή συμπεριλαμβάνει μια θεμελιώδη, υπαρξιακή αβεβαιότητα (Wray 1990, 1993a). Επιπλέον, οι συμβάσεις σε μια τέτοια κοινωνία θα εκφράζονται στο πλαίσιο ενός χρηματικού λογαριασμού. Και επειδή σχεδόν όλες οι συμβάσεις σε οποιαδήποτε οικονομία που επικρατεί η ατομική ιδιοκτησία θα είναι γραμμένες (και θα εκτελούνται νομικά) μόνο σε χρηματικούς όρους, το χρήμα θα έχει σημασία και ποτέ δεν μπορεί να είναι ουδέτερο. Επιπλέον, με την αβεβαιότητα και τις ονομαστικές συμβάσεις ως δεδομένα, η ρευστότητα έχει πάντα αξία, υπό την έννοια ότι η κατοχή χρήματος εκφρασμένο σε ρευστά στοιχεία ενεργητικού μειώνει την αβεβαιότητα όσον αφορά την ικανότητα του ατόμου να εκπληρώνει μελλοντικές δεσμεύσεις.

Στο κεφάλαιο 17 της «Γενικής Θεωρίας», ο Κένυς παρέχει μια θεωρία της αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων που εδραιώθηκε γύρω από την προσέγγισή του για το χρήμα. Δεν θα μπούμε σε λεπτομέρειες. Ωστόσο, σύμφωνα με τον Κένυς, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων σε κατάσταση ισορροπίας θα προσαρμοστούν έτσι ώστε να εξισώσουν τις αναμενόμενες αποδόσεις. Καθώς η προτίμηση για ρευστότητα αυξάνεται, οι τιμές των μη ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων θα μειωθούν επαρκώς, προκειμένου να αυξηθούν οι αναμενόμενες αποδόσεις σε αυτά, έτσι ώστε να ισούνται με τη καινούργια, μεγαλύτερη, υποκειμενικά αξιολογημένη απόδοση στα ρευστά περιουσιακά στοιχεία. Στην περίπτωση των *producible* περιουσιακών στοιχείων (π.χ., κεφαλαιουχικά αγαθά), η τιμή της ζήτησης (η τιμή που ο αγοραστής των κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων είναι πρόθυμος να πληρώσει) πρέπει να υπερβαίνει την τιμή της προσφοράς (η τιμή στην οποία ο προμηθευτής των κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων μπορεί να καλύψει τα έξοδα και τα κέρδη), προκειμένου να δοθεί ώθηση στη παραγωγή. Με την αύξηση της προτίμησης ρευστότητας, οι τιμές της ζήτησης των μη ρευστοποιήσιμων κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων μειώνονται, ενώ οι τιμές της προσφοράς είναι πιθανό να αυξηθούν.

Όπως υποστήριξε ο Μίνσκυ, υπάρχει και ένα άλλο σύστημα τιμών για την τρέχουσα παραγωγή, οι τιμές του οποίου καθορίζονται όχι ως συνάρτηση της προτίμησης

ρευστότητας (και των αναμενόμενων αποδόσεων), αλλά έτσι ώστε να ανακτήσουν το κόστος και να πραγματοποιηθούν τα κέρδη. Ως πρώτη προσέγγιση, θα μπορούσε κανείς να χαρακτηρίσει την κεϋνσιανή θεωρία των τρεχουσών τιμών παραγωγής ως μια προσέγγιση «μισθού συν περιθωρίου ανατίμησης»). (Η άποψη αυτή συμβαδίζει με τα ευρήματα των Blinder et al. 1998, καθώς και πολλές άλλες εμπειρικές μελέτες που δείχνουν ότι πολλές τιμές δεν αντιδρούν στις μεταβολές της «προσφοράς» ή της «ζήτησης».) Στο επίπεδο της ατομικής επιχείρησης, το περιθώριο ανατίμησης είναι μια συνάρτηση της δύναμης της αγοράς. Σύμφωνα με τον Μίνσκυ, το περιθώριο ανατίμησης στο συνολικό επίπεδο της οικονομίας είναι συνάρτηση της συνολικής ζήτησης. Αυτό, με τη σειρά του, είναι εν μέρει συνάρτηση της σχέσης των τιμών της προσφοράς των κεφαλαιουχικών αγαθών (που καθορίζεται από το σύστημα των τιμών για την τρέχουσα παραγωγή) και των τιμών της ζήτησης των κεφαλαιουχικών αγαθών (που καθορίζεται από την προτίμηση ρευστότητας και τις αναμενόμενες αποδόσεις).

Όταν οι τιμές της ζήτησης ξεπερνούν τις τιμές προσφοράς, η επένδυση μπορεί να λάβει χώρα, πράγμα που αυξάνει τη συνολική ζήτηση έτσι ώστε να μπορεί να υποστηριχθεί ένα μεγαλύτερο συνολικό περιθώριο ανατίμησης στις τιμές των καταναλωτικών αγαθών έναντι του μισθολογικού κόστους. Ο ανταγωνισμός ανάμεσα στους καπιταλιστές καθορίζει στη συνέχεια την κατανομή των συνολικών κερδών που πραγματοποιήθηκαν μέσω του ατομικού περιθωρίου ανατίμησης. (Όλα αυτά σχετίζονται με την εξίσωση κέρδους του Καλέτσκι, η οποία δείχνει ότι τα συνολικά κέρδη ισούνται με την επένδυση + το έλλειμμα του προϋπολογισμού + το πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών – μείον τις αποταμιεύσεις από μισθούς + τις δαπάνες από τα κέρδη. Όπως το έθεσε ο ίδιος ο Καλέτσκι, «οι καπιταλιστές παίρνουν αυτό που ξοδεύουν»—επενδύσεις + δαπάνες από τα κέρδη. Ο Μίνσκυ θα έλεγε ότι αυτές οι δαπάνες είναι που επιτρέπουν στις επιχειρήσεις στον τομέα των καταναλωτικών αγαθών να πραγματοποιούν ένα υψηλότερο συνολικό περιθώριο ανατίμησης πάνω από το κόστος).

Εναλλακτικά, με δεδομένη μια τιμή, ένας επιχειρηματίας μπορεί να αυξήσει το περιθώριο ανατίμησης μέσω της μείωσης του κόστους. Μέσω της καινοτομίας που μειώνει το κόστος, μια επιχείρηση μπορεί να ωθήσει ένα μεγαλύτερο μερίδιο των συνολικών κερδών να διανεμηθεί προς την κατεύθυνσή της. Ο Σουμπέτερ δεν φαίνεται να αναγνωρίζει ότι η καινοτομία (ή η μείωση του κόστους) από μόνη της μπορεί να δημιουργήσει συνολικό κέρδος. Αντίθετα, το κέρδος δημιουργείται από τα συνολικά περιθώρια ανατίμησης (τα οποία, με βάση τον Καλέτσκι, είναι το αποτέλεσμα των δαπανών πέραν του μισθολογικού κόστους στον τομέα της κατανάλωσης). Αντ' αυτού, η καινοτομία ανακατανέμει προς τους καινοτόμους μόνο τα κέρδη. Πράγματι, η καινοτομία μπορεί να μειώσει ακόμα και το σύνολο των κερδών που θα διατεθούν αν, όπως πίστευε ο Σουμπέτερ, μείωνε τα κόστη, τα οποία είναι τα εισοδήματα. Έτσι, η καινοτομία επηρεάζει άμεσα μόνο τη διανομή των κερδών ανάμεσα στους καπιταλιστές. Είναι μέσα από την αναδιανομή των κερδών προς τους καινοτόμους επιχειρηματίες που η καινοτομία καταλήγει να οδηγεί στη «δημιουργική καταστροφή» του «παλαιού» κεφαλαίου με τη μείωση της απόδοσή της.

Η ανάλυση της κυκλικής ροής του Σουμπέτερ υπονομεύεται από την απουσία της αναγνώρισης αυτής της σχέσης μεταξύ των επενδύσεων και του κέρδους και από την

απουσία της διάκρισης μεταξύ των δύο συστημάτων τιμών που υπάρχουν σε όλες τις καπιταλιστικές οικονομίες. Σε αντίθεση με ό, τι ισχυρίζεται ο Σουμπέτερ, οι επενδύσεις, η αποταμίευση, το κέρδος και το επιτόκιο δεν απουσιάζουν από την καπιταλιστική κυκλική ροή. Σε μια καπιταλιστική οικονομία, μια κυκλική ροή πρέπει να είναι χρηματική, διότι ο σκοπός της παραγωγής σε μια οικονομία ατομικής ιδιοκτησίας στην οποία υπάρχει αβεβαιότητα είναι να αυξηθεί το αρχικό ποσό (Keynes 1979, σελ. 89). Μια καπιταλιστική κυκλική ροή πρέπει να περιλαμβάνει την παραγωγή καταναλωτικών αγαθών και επενδυτικών αγαθών. Το μισθολογικό κόστος που καταβάλλεται για την παραγωγή των επενδυτικών αγαθών είναι μια πηγή κέρδους όταν δαπανάτε από τους εργαζομένους στον τομέα των επενδύσεων για την παραγωγή στον τομέα της κατανάλωσης.

Η παραγωγή επενδύσεων, με τη σειρά της, είναι συνάρτηση της απόκλισης της τιμής προσφοράς και της τιμής ζήτησης των κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων, τα οποία, όπως προαναφέρθηκε, είναι συνάρτηση της προτίμησης ρευστότητας. Οι επενδύσεις δημιουργούν στη συνέχεια κέρδη και αποταμιεύσεις (η δημιουργία κερδών από τις επενδύσεις είναι η καλεσκιανή άποψη και η δημιουργία κερδών από τις επενδύσεις ισοδύναμης αποταμίευσης είναι η κεύνσιανή άποψη, αλλά μπορεί να αποδειχθεί ότι και οι δύο απόψεις είναι επίσημα ισοδύναμες). Κάθε καπιταλιστική κυκλική ροή περιλαμβάνει συνεπώς κέρδη, επενδύσεις και αποταμίευση.

Λαμβάνοντας υπόψη το χρόνο που απαιτείται, η καπιταλιστική παραγωγή αρχίζει με την προκαταβολή του «χρήματος» και μόνο αργότερα έρχεται η πραγματοποίηση της αύξησης του αρχικού ποσού. Η αρχική προκαταβολή πρέπει να προέλθει από κάπου και, δεδομένης της αβεβαιότητας, η προκαταβολή του «χρήματος» γίνεται με την προσδοκία της αύξησης του αρχικού ποσού. Αυτός είναι ο λόγος που οι χρηματικές συμβάσεις περιλαμβάνουν τόκους. Και ο τόκος απαιτεί ότι οι χρηματικές συμβάσεις συμβαδίζουν με την άποψη «χρήμα τώρα για περισσότερο χρήμα αργότερα». Ο Σουμπέτερ σωστά αναγνώρισε ότι το «κεφάλαιο» δεν είναι στην πραγματικότητα ένα μέσο παραγωγής, αλλά ένα ταμείο αγοραστικής δύναμης που μπορεί να δημιουργηθεί «ad hoc» ως πίστωση.

Αναγνώρισε επίσης σωστά ότι «το χρήμα» δεν είναι «χρήμα-αγαθό», αλλά είναι «πίστωση» (Bellofiore 1985). Ωστόσο, δεν αναγνώρισε ότι αυτό ισχύει τόσο στην κυκλική ροή όσο και έξω από την κυκλική ροή κατά την διάρκεια της καινοτομίας. Ακόμη και μέσα στην κυκλική ροή, η παραγωγή αρχίζει με την πίστωση και πρέπει να τελειώσει με την «πληρωμή» των τόκων.

Σύμφωνα με τον Μίνσκυ, «ο τραπεζίτης του Σουμπέτερ χρηματοδότησε το δημιουργικό κομμάτι της δημιουργικής καταστροφής», αλλά είναι απαραίτητο να συνδεθεί αυτή η άποψη της τραπεζικής με τη θεωρία του Κέυνς για την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων (Minsky 1990, σελ. 56). Η καινοτόμος επένδυση απαιτεί όχι μόνο ότι, από τη σκοπιά του καινοτόμου επιχειρηματία, η τιμή ζήτησης υπερβαίνει την τιμή προσφοράς, αλλά ότι ξεπερνιέται επίσης η αποστροφή του τραπεζίτη προς τον κίνδυνο. Για μια προχωρήσει μια επέκταση, οι προτιμήσεις του χαρτοφυλακίου πρέπει να είναι τέτοιες ώστε ο τραπεζίτης να είναι πρόθυμος να αναλάβει θέση προς τις υποχρεώσεις που

εκδίδονται από τους επιχειρηματίες, ακόμη και ενώ η τράπεζα θα πρέπει να εκδώσει τις δικές της υποχρεώσεις για τη χρηματοδότηση αυτής της θέσης. Έως ένα σημείο, οι τράπεζες μπορούν να το κάνουν αυτό ενώ συμμορφώνονται με τη συνήθη πρακτική (όσον αφορά τις υποχρεώσεις που εκδίδονται για τη χρηματοδότηση της θέσης). Ωστόσο, η επέκταση των ισολογισμών πέρα από αυτό το σημείο απαιτεί την αναθεώρηση των συμβατικών κανόνων του τραπεζίτη, αλλαγές των συμβάσεων σχετικά με τη συνετή συμπεριφορά, ακόμη και τη δημιουργία νέων χρηματοδοτικών μέσων—με λίγα λόγια, χρηματοοικονομικές καινοτομίες.

Συνεπώς, η χρηματοπιστωτική καινοτομία είναι μερικές φορές το «χρηματικό» αντιστάθμισμα προς τους «νέους συνδυασμούς» του Σουμπέτερ που θα απαιτεί χρηματοδότηση, έτσι ώστε να μπορεί να πραγματοποιηθεί. Αυτές οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες απαιτούν μια αλλαγή στην αντίληψη για το τι είναι εφικτό.^[11] Ο Μίνσκυ υποστηρίζει ότι κάθε παρατεταμένη επέκταση θα οδηγήσει σε καινοτομίες στον τομέα της χρηματοδότησης. Οι καινοτομίες αυτές έχουν προκληθεί ενδογενώς από την επιτυχία. Στο βαθμό που οι επενδύσεις συνεχίζουν να αυξάνονται, τα κέρδη επίσης αυξάνονται και ενθαρρύνουν μεγαλύτερη μόχλευση των μελλοντικών ροών εισοδήματος. Αυτή η εξέλιξη οδηγεί σε μια αυτοεκπληρούμενη προφητεία, καθώς η εξάρτηση από την εξωτερική χρηματοδότηση αυξάνει το μέγεθος της κυκλικής ροής έτσι ώστε τα εισοδήματα είναι ακόμη μεγαλύτερα από τα αναμενόμενα σε βαθμό που μπορούν να μειωθούν τα περιθώρια ασφάλειας για τον επόμενο γύρο δαπανών.

Οι καινοτομίες, είτε από τους τραπεζίτες είτε από τους βιομήχανους, μπορούν να δημιουργήσουν αγοραία ισχύ και να αλλάξουν την κατανομή των συνολικών κερδών, έτσι ώστε να επιβραβευτεί η καινοτομία (Minsky 1990, σελ. 56). Τα υποψήφια μονοπωλιακά κέρδη ενσωματώνονται στις τιμές ζήτησης των περιουσιακών στοιχείων—τα ίδια κεφαλαιακά περιουσιακά στοιχεία αξίζουν περισσότερο για μια επιχείρηση με μεγαλύτερη αγοραία ισχύ—και στην αγοραία τιμή της επιχείρησης με αγοραία ισχύ. Αυτή η επιχείρηση μπορεί να εξυπηρετήσει περισσότερο χρέος, επειδή οι τιμές πώλησης είναι υψηλότερες και πιο ασφαλείς. Όσοι αναγνωρίζουν αυτό είναι σε θέση να χρησιμοποιούν τις υποψήφιες μετοχές μονοπωλιακού κέδρους για τη στήριξη των υποχρεώσεων που τους δίνουν τον έλεγχο της ιδιοκτησίας της επιχείρησης. Αυτή η αναγνώριση βρισκόταν πίσω από το κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών στις ΗΠΑ, το οποίο επισκίασε κάθε προηγούμενο κύμα συγκέντρωσης και πρέπει να χαρακτηριστεί ως ένα κύμα σουμπετεριανής καινοτομίας. Με άλλα λόγια, η χρηματοπιστωτική καινοτομία, η μόχλευση εξαγορών, χρηματοδότησε τον μισθό συγχώνευσης που άλλαξε το περιβάλλον μέσα στο οποίο λειτουργούν οι μη-χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, αυξάνοντας την αγοραία ισχύ.

Μέρος της εξήγησης για την έκρηξη των καινοτομιών που επέτρεψαν μεγαλύτερη μόχλευση και χαμηλότερα περιθώρια ασφάλειας μπορεί να αποδοθεί στην «τελειότητα» των παρεμβάσεων του δανειστή έσχατης καταφυγής στη μεταπολεμική περίοδο. Κάθε φορά που μια χρηματοπιστωτική καινοτομία βίωσε κρίση, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα (Fed) και άλλες μεγάλες κεντρικές τράπεζες παρενέβησαν για να την επικυρώσουν. Στην πραγματικότητα, η Fed είναι ο πιο ορατός εγγυητής των ιδιωτικών χρηματοπιστωτικών μέσων. Στις ΗΠΑ, η κυβέρνηση (είτε το Υπουργείο Οικονομικών είτε μία από τις πολλές

κυβερνητικές υπηρεσίες) βρίσκεται πίσω από το ένα τρίτο του συνόλου των ιδιωτικά εκδοθέντων υποχρεώσεων. Κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, αυτό το δίκτυ ασφαλείας επεκτάθηκε, με τον συνολικό όγκο των δανείων που προήρθαν από την Fed για την αντιμετώπιση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης να ανέρχεται σε σχεδόν 30 τρις δολάρια.

Κάθε φορά που η κυβέρνηση υπόσχεται να υποκαταστήσει τις ιδιωτικές υποχρεώσεις με κρατικό χρήμα, η τιμή των υποχρεώσεων επηρεάζεται καθώς αυξάνεται η ρευστότητα της. Σαφώς, τα άτομα μπορούν να μειώσουν τα περιθώρια ασφαλείας αν το δίκτυ ασφαλείας του κράτους επεκτείνεται σε βαθμό που καλύπτει σχεδόν όλες τις υποχρεώσεις εκείνων των οντοτήτων με αγοραία ισχύ. Η προτίμηση ρευστότητας μειώνεται και οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων των οποίων οι αποδόσεις προέρχονται από τη λήψη μη ρευστοποιήσιμων θέσεων είναι υψηλότερες. Με αυτόν τον τρόπο, η κρατική στήριξη για τα μεγαθήρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα συμβάλλει στην πρόωθηση της αυξανόμενης συγκέντρωσης εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Στη συνέχεια στρέφουμε την προσοχή μας στην συμπεριεπιχειρηματική εξελικτική προσέγγιση.

5. Η προσέγγιση της σύγχρονης εξελικτικής Οικονομικής στα οικονομικά

Η εξελικτική Οικονομική μελετά τη συνεξέλιξη των μηχανισμών που δημιουργούν διαφορές μεταξύ των οικονομικών παραγόντων (π.χ., τους καταναλωτές, τις τεχνολογίες, τις επιχειρήσεις, τις βιομηχανίες και τις χώρες) και τους μηχανισμούς επιλογής που ξεδιαλέγουν αυτές τις διαφορές. Η εξελικτική άποψη για την καινοτομία και τη διάρθρωση της αγοράς διαφέρει από την παραδοσιακή νεοκλασική προσέγγιση για διάφορους λόγους.

Κατ' αρχάς, η ενδοεπιχειρηματική ποικιλία δεν θεωρείται αποτέλεσμα των «ατελειών» σε ένα ειδήλλως απόλυτα ανταγωνιστικό κόσμο, αλλά το αποτέλεσμα μιας άγριας ανταγωνιστικής διαδικασίας που χαρακτηρίζεται από επιχειρηματικές ικανότητες και καινοτομικές δραστηριότητες. Δεδομένου ότι το τελευταίο αποτελεί μόνιμο χαρακτηριστικό του ανταγωνισμού, δεν υπάρχει κανένας λόγος γιατί θα πρέπει να εξαφανιστεί η ποικιλία, ακόμα και σε μακροπρόθεσμη βάση.

Δεύτερον, τα πρότυπα που χαρακτηρίζουν τη βιομηχανική δομή, όπως η κατανομή του μεγέθους της επιχείρησης και το επίπεδο της αστάθειας, δεν περιορίζονται από τις έννοιες της «ισορροπίας» ή της «βελτιστοποίησης», αλλά είναι αντιληπτές ως ιδιότητες που προκύπτουν από τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ ετερογενών φορέων. Αυτές οι αλληλεπιδράσεις χαρακτηρίζονται από βαθμούς ελευθερίας στο επίπεδο της επιχείρησης (οι οποίοι δημιουργούν ενδοεπιχειρηματική ποικιλομορφία) και από τις δομικές ιδιότητες σε επίπεδο κλάδου (οι οποίες περιορίζουν τους βαθμούς ελευθερίας). Το αντικείμενο της εξελικτικής Οικονομικής, συμβατό με την θεωρία της πολυπλοκότητας, είναι η μελέτη της συνεξέλιξης των βαθμών ελευθερίας και των διαρθρωτικών περιορισμών.

Οι εξελικτικοί οικονομολόγοι κάνουν χρήση των εννοιολογικών μεταφορών και των πρακτικών στα μαθηματικά από τον τομέα της βιολογίας (π.χ., εξέλιξη, μετάλλαξη, και μιμήσεις) σε αντίθεση με τη χρήση της φυσικής από τους παραδοσιακούς νεοκλασικούς οικονομολόγους (π.χ., σταθερή κατάσταση ισορροπίας). Για παράδειγμα, ο ρόλος των διαφορών μεταξύ των επιχειρήσεων για τη δημιουργία οικονομικής αλλαγής συχνά μοντελοποιείται χρησιμοποιώντας τη δυναμική αντιγραφών, που είναι δανεισμένη από την εξελικτική βιολογία και η οποία προϋποθέτει μια «απόσταση από τη μέση δυναμική»: ο ρυθμός ανάπτυξης μιας επιχείρησης εξαρτάται από το πώς διαφέρουν τα χαρακτηριστικά της απόδοσής της από το μέσο όρο της βιομηχανίας. Έτσι, σε αντίθεση με τα τυποποιημένα μικροοικονομικά, όπου η εστίαση είναι στον μέσο όρο, στον εξελικτικό κόσμο, ένα σύμπαν μέσων φορέων δεν συνεπάγεται καμία μεταβολή και επομένως καμία ανάπτυξη.

Για τον Σουμπέτερ, η χρηματοδότηση είναι ζωτικής σημασίας για την κατανόηση του πώς λαμβάνει χώρα η τεχνολογική αλλαγή. Στην ανάλυσή του, ο τραπεζίτης έπαιξε τον σημαντικότερο ρόλο, αλλά αυτός ο ρόλος μπορεί πλέον να διαδραματίζεται επίσης από διάφορους τύπους σκιωδών τραπεζών, συμπεριλαμβανομένων των ιδιωτικών κοινοπραξιών ιδίων κεφαλαίων και των επιχειρηματικών αγγέλων. Η Perez (2002) υποστηρίζει ότι η αδράνεια που χαρακτηρίζει τους κατεστημένους φορείς και αυτό που αποκαλεί «παραγωγικό κεφάλαιο» γενικότερα, απαιτεί από το χρηματιστικό κεφάλαιο να οδηγή τη διαδικασία της έναρξης των νέων επαναστάσεων (κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών και τράπεζες πρόθυμες να αναλάβουν τον κίνδυνο), με μόνο το παραγωγικό κεφάλαιο να παίρνει την πρωτοβουλία όταν μπαίνει σε εφαρμογή το νέο τεχνολογικό πρότυπο.

Ωστόσο, το χρηματιστικό κεφάλαιο έχει την τάση να συμμετέχει μόνο μετά από μια μακρά περίοδο κυοφορίας κατά την οποία τα δημόσια κονδύλια είναι αυτά που επενδύονται σε τομείς μεγαλύτερης έντασης κεφαλαίου και με υψηλότερο τεχνολογικό κίνδυνο. Σε γενικές γραμμές, τα διδάγματα από τη βιοτεχνολογία, τη νανοτεχνολογία και την πράσινη τεχνολογία είναι ότι υπάρχει έλλειψη κεφαλαίων σε περιοχές υψηλού κινδύνου, με πολλά πρωτοποριακά έργα και ριζοσπαστικές ιδέες να μην είναι σε θέση να τεθούν σε εφαρμογή, καθώς δεν μπορούν να κάνουν τη μετάβαση από τα εργαστήρια E&A στις αγορές. Αυτό συμβαίνει επειδή η ριζική καινοτομία δεν είναι μόνο επικίνδυνη, αλλά βαθιά αβέβαιη (Knight 1921) εξαιτίας του γεγονότος ότι η τιμή και η απόδοση των νέων τεχνολογιών δεν μπορεί να είναι γνωστές εκ των προτέρων, αλλά επίσης ούτε οι συγκεκριμένες προτιμήσεις και οι πρακτικές των καταναλωτών. Εάν εφαρμοστούν, οι ριζοσπαστικές νέες τεχνολογίες ενισχύουν επίσης την αβεβαιότητα σχετικά με τα ποσοστά απόδοσης των παραδοσιακών τεχνολογιών, δημιουργώντας ένα «δίλημμα καινοτόμων» για τους χρηματοοικονομικούς επενδυτές, καθώς και για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Επιπλέον, καθώς τα παραδοσιακά τραπεζικά ιδρύματα αντικαταστάθηκαν από τα σκιώδη τραπεζικά ιδρύματα, οι σχέσεις που απαιτούνται για να εδραιωθεί η απαραίτητη εμπιστοσύνη για την παροχή πίστωσης σε επιχειρηματικές δραστηριότητες φαίνεται να έχουν εξαλειφθεί. Είναι πολύ δύσκολο να δούμε πώς θα ήταν δυνατόν να συγκεντρωθούν οι υποχρεώσεις των καινοτόμων ώστε να χρησιμεύσουν ως εγγύηση πίσω από τις τιτλοποιήσεις υψηλού κινδύνου, ιδίως όταν το

μεγαλύτερο μέρος του «διαχειριζόμενου χρήματος» υπόκειται σε καταπιστευματοδόχους κανόνες σχετικά με την ποιότητα του ενεργητικού.

Οι κίνδυνοι είναι ιδιαίτερα υψηλοί για την «πράσινη» καινοτομία λόγω της αβεβαιότητας σχετικά με τη ζήτηση της αγοράς (η προθυμία των καταναλωτών να πληρώσουν για τις πράσινες καινοτομίες) και την αντιλαμβανόμενη αστάθεια που επικρατεί σχετικά με τη θέση της δημόσιας πολιτικής όσον αφορά την «πράσινη» καινοτομία. Πράγματι, η τεταμένη σχέση ανάμεσα στη ριζοσπαστική αλλαγή, την αδράνεια και την ανάληψη κινδύνου αποτελεί τον πυρήνα αυτού που ο Σουμπέτερ εννοούσε με τον όρο «δημιουργική καταστροφή»: η αναγκαία καταστροφή των πλεονεκτημάτων των κατεστημένων φορέων που φέρνουν οι ριζοσπαστικές νέες τεχνολογίες. Η δημιουργική καταστροφή μας βοηθά να κατανοήσουμε γιατί υπάρχει αντίσταση στην αλλαγή από τους ηγέτες της βιομηχανίας και των υπάρχοντων θεσμών.

Οι φορείς των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, για παράδειγμα, διατηρούν την ίδια στάση απέναντι στην πράσινη τεχνολογία που διατήρησαν απέναντι και στην βιοτεχνολογική «επανάσταση»: περιμένουν να δουν το κράτος να κάνει μεγάλες επενδύσεις πριν επενδύσουν οι ίδιοι. Επί του παρόντος, μόνο τα κεφάλαια του δημόσιου τομέα χρηματοδοτούν τα πιο επικίνδυνα και τα περισσότερα έργα εντάσεως κεφαλαίου στην πράσινη τεχνολογία. Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στοχεύουν ολοένα και περισσότερο σε σταθερές καινοτομίες στις καθιερωμένες τεχνολογίες για τη βελτίωση της ενεργειακής απόδοσης, απέχοντας από τις πιο ριζοσπαστικές μορφές καινοτομίας για την παραγωγή ενέργειας. Καθώς όλο και περισσότερα συνταξιοδοτικά ταμεία και άλλες μορφές θεσμικής χρηματοδότησης ρέουν προς τα επιχειρηματικά κεφάλαια, αυξάνοντας ενδεχομένως το πεδίο εφαρμογής τους για τη χρηματοδότηση του πρώιμου σταδίου της καινοτομίας, τα κεφάλαια αυτά έχουν γίνει πιο επιφυλακτικά απέναντι στους κινδύνους με το να επικεντρώνονται στα μεταγενέστερα στάδια της καινοτομίας και αδυνατώντας έτσι να επωφεληθούν από αυτή την δυνατότητα. Αυτή η κατάσταση μπορεί να έχει επιδεινωθεί από την αύξηση του πεδίου εφαρμογής, μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών, για την παραγωγή υψηλών και σχετικά ασφαλών αποδόσεων μέσω της αναδιάρθρωσης του ενεργητικού και των υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων (δηλαδή, τις εταιρικές μετοχές και τα ακίνητα) αντί της δημιουργίας νέου ενεργητικού μακροπρόθεσμη και υψηλά αβέβαιης αξίας.

Η απροθυμία των επιχειρηματικών κεφαλαίων και των τραπεζών να χρηματοδοτήσουν τις εξελίξεις της καινοτομίας σε πρώιμο στάδιο τονίζεται από την Mazzucato (2013a/b), όπου υποστηρίζει ότι η βασική χρηματοδότηση στο πρώιμο στάδιο πολλών τεχνολογικών επαναστάσεων δεν προήρθε από τον ιδιωτικό τομέα αλλά από το κράτος. Οι Block και Keller (2011) υποστηρίζουν ότι ο ηγετικός ρόλος του κράτους έπρεπε να παραμείνει «κρυφός» για πολιτικούς λόγους, δημιουργώντας ένα αποκεντρωμένο δίκτυο κρατικών φορέων. Κατά ειρωνικό τρόπο, αυτό έχει κάνει τις ΗΠΑ μιας από τις πιο παρεμβατικές οικονομίες στον κόσμο, παρά τη συνήθη απεικόνισή τους ως το «μοντέλο αγοράς» που πρέπει να ακολουθήσουν οι υπόλοιπες χώρες.

Δυστυχώς, τα πιο αυστηρά νέα εξελικτικά μοντέλα της διαδικασίας της καινοτομίας έχουν υποβαθμίσει ή εντελώς αγνοήσει τις χρηματοδοτικές πτυχές της καινοτομίας. Αν και έχει

διεξαχθεί κάποια σχετική έρευνα για την εξέλιξη της χρηματοδότησης σε αυτόν τον τομέα με τη χρήση μελετών περιπτώσεων (Mazzucato 2013b), οι επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης για τη χρηματοδότηση της καινοτομίας δεν έχουν διερευνηθεί επαρκώς. Τέλος, η νέα εξελικτική προσέγγιση αγνοεί σε μεγάλο βαθμό το έργο του Μίνσκυ, ιδίως την προσέγγιση Μίνσκυ-Κέυνς που τονίζει τους περιορισμούς που επιβάλλονται από τις μακροοικονομικές επιδόσεις και τις ταυτότητες.

Ποια είναι τα οφέλη από τη σύνθεση των δύο παραδόσεων (Κέυνς-Μίνσκυ και Σουμπέτερ-Μίνσκυ); Δεδομένου ότι η καινοτομία είναι ένα σημαντικό μέρος της κεφαλαιακής ανάπτυξης, πρέπει να κατανοήσουμε την ίδια τη διαδικασία της καινοτομίας και πώς χρηματοδοτείται. Η σύνθεση θα μας βοηθήσει να κατανοήσουμε τη διαδικασία της χρηματοδότησης και πώς οι χρηματοπιστωτικές καινοτομίες έχουν απομακρύνει τη χρηματοδότηση από την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας. Στις επόμενες ενότητες στρέφουμε την προσοχή σε μια πιο λεπτομερή ανάλυση αυτών των θεμάτων.

6. Χρηματοδότηση και καινοτομία

Η χρηματοδότηση και η καινοτομία χαρακτηρίζονται από την ανατροφοδότηση: διαφορετικοί τύποι καινοτομιών (και επιχειρήσεων) απαιτούν διαφορετικούς τύπους χρηματοδότησης, αλλά πρέπει να διερευνήσουμε το είδος χρηματοδότησης που χορηγήθηκε και πώς αυτό επηρεάζει τα πρότυπα της καινοτομίας (Mazzucato 2013b, O'Sullivan 2004). Για παράδειγμα, τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών θεωρούνταν αρχικά ότι αποτελούν ένα καλό υποκατάστατο (τουλάχιστον για τις καινοτόμες επιχειρήσεις) για την αναζήτηση χρηματοδότησης έναντι των τραπεζών που αποφεύγουν το ρίσκο. Ωστόσο, καθώς τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών έχουν επικεντρωθεί όλο και περισσότερο στην πρώιμη «έξοδο» μέσω της αρχικής δημόσιας προσφοράς, το γεγονός αυτό έχει επηρεάσει τα επενδυτικά πρότυπα σε τομείς όπως η βιοτεχνολογία. Η καινοτομία είναι συλλογική, αβέβαιη και αθροιστική (Lazonick και Mazzucato 2013). Αυτή η πραγματικότητα καθορίζει το είδος της χρηματοδότησης που απαιτείται: μακροπρόθεσμη, δεσμευτική και υπομονετική χρηματοδότηση. Αυτό είναι το είδος της χρηματοδότησης που απουσιάζει και που είναι όλο και πιο δύσκολο να βρεθεί στον ιδιωτικό τομέα (Mazzucato 2013a). Είναι επίσης σημαντικό να καθοριστεί αν οι στόχοι μιας επιχείρησης σε σχέση με την καινοτομία μεταβάλλονται όταν μπαίνουν στο παιχνίδι τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών. Λίγα έργα χρηματοδοτούμενα από κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών έχουν σημειώσει επιτυχία, και τα έργα που έχουν πετύχει είναι εκείνα που τείνουν να προσελκύουν ένα μεγάλο μέρος της χρηματοδότησης. Μήπως αυτό σημαίνει ότι πολλές δυνητικά βιώσιμες καινοτομίες παραγκωνίζονται;

Χρηματοδότηση με επίκεντρο την αποστολή

Επικρατεί συχνά η άποψη ότι αυτό που εμποδίζει την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας ή την απογείωση των πράσινων τεχνολογιών είναι η έλλειψη χρημάτων, δηλαδή ότι δεν υπάρχει αρκετή χρηματοδότηση. Στην πραγματικότητα, υπάρχει πάρα πολύ χρηματοδότηση, αλλά δεν είναι καθόλου το κατάλληλο είδος. Δεν υπάρχει αρκετή μακροπρόθεσμη, δεσμευμένη και υπομονετική χρηματοδότηση (Mazzucato 2013b).

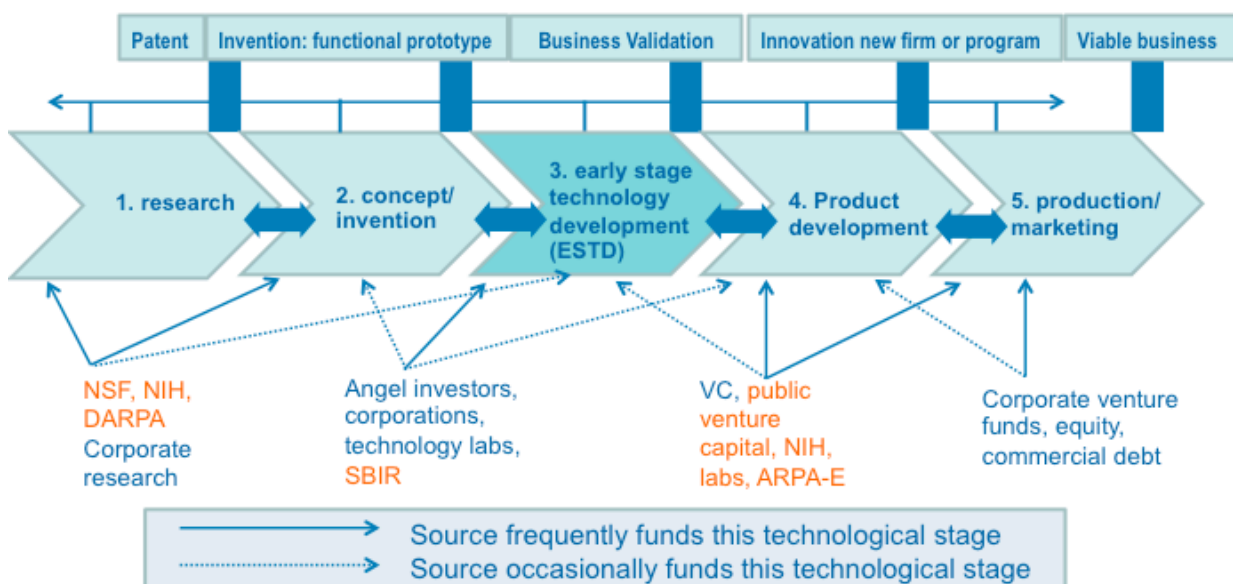
Επίσης δεν αληθεύει ότι υπάρχει πολύ λίγη «προσφορά» χρηματοδότησης. Συχνά δεν υπάρχει αρκετή «ζήτηση»—δηλαδή δεν υπάρχουν αρκετές καινοτομικές, υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεις που θέλουν να επενδύσουν στην καινοτομία (στο ίδιο).

Κατ' αρχάς, οι ροές των εταιρικών κερδών είναι πολύ μεγαλύτερες από τις επενδύσεις.[12] πράγμα που υποδηλώνει ότι, τουλάχιστον στο σημερινό περιβάλλον, δεν υπάρχει σημαντική έλλειψη κεφαλαίων, τουλάχιστον μεταξύ των μεγάλων εταιρειών. Σε κάθε περίπτωση, υπάρχουν ενδείξεις ότι το 97% των επιχειρήσεων που αναζητά χρηματοδότηση βρίσκει πηγές χρηματοδότησης (Nightingale και Coad 2014). Το πρόβλημα είναι αν το υπόλοιπο 3% περιλαμβάνει μια υψηλή συγκέντρωση καινοτόμων επιχειρήσεων στις οποίες θα πρέπει να στοχεύει η οικονομία. Και η απάντηση είναι ότι υπάρχουν στοιχεία (Bottazzi et al. 2008) πώς οι καινοτόμες επιχειρήσεις τιμωρούνται από τις πιστωτικές αγορές ακριβώς επειδή ενσωματώνουν υψηλότερο ρίσκο και, ιδίως, αβεβαιότητα (όπως χαρακτηρίζεται η καινοτομία από την πραγματική αβεβαιότητα Knightian).

Οι ορθόδοξοι οικονομολόγοι επισημαίνουν τις «αποτυχίες της αγοράς» (βλ Medema 2007 για την επανεξέταση της έννοιας), όμως η προσέγγιση της αποτυχίας της αγοράς δεν εξηγεί πώς το είδος της χρηματοδότησης που έχει αποδειχθεί αποτελεσματικό στη προώθηση της καινοτομίας δεν είναι μόνο «μακροπρόθεσμο» αλλά επίσης καθοδηγούμενο και «προσανατολισμένο σε αποστολή» (Foray et al. 2012) και πως πολύ συχνά η χρηματοδότηση αυτή είναι δημόσια και όχι ιδιωτική (Mazzucato και Penna 2014). Αν και το πλαίσιο της αποτυχίας της αγοράς επικεντρώνεται στην ανάγκη για δημόσια κονδύλια για τη χρηματοδότηση «δημοσίων αγαθών», όπως η βασική έρευνα, εντούτοις δεν μπορεί να εξηγήσει το γεγονός ότι η δημόσια χρηματοδότηση έχει δραστηριοποιηθεί σε όλη την αλυσίδα της καινοτομίας (από τη βασική έως την εφαρμοσμένη), με προϋπολογισμούς που στοχεύουν σε μεγάλα έργα με επίκεντρο την αποστολή, από την κατάκτηση της σελήνης μέχρι την αντιμετώπιση της κλιματικής αλλαγής. Απέχοντας πολύ από τα να περιορίζονται στο «στρατιωτικό βιομηχανικό σύμπλεγμα», οι επενδύσεις που είναι προσανατολισμένες σε αποστολή είναι χαρακτηριστικές ανάμεσα στα διάφορα τμήματα του Εθνικού Ινστιτούτου Υγείας, για παράδειγμα, που είναι υπεύθυνα για τη χρηματοδότηση των πιο ριζοσπαστικών νέων μοριακών οντοτήτων, με δαπάνες που το 2012 ξεπέρασαν τις 2 δις στερλίνες για E&A. (Block and Keller 2011, Mowery 2010, Mazzucato 2013a).

Το Σχήμα 4 παρακάτω δείχνει το σημαντικό ρόλο που έχουν παίξει οι δημόσιες υπηρεσίες (πορτοκαλί) σε όλη την αλυσίδα καινοτομίας, από την έρευνα του μπλε ουρανού που χρηματοδοτείται από οργανισμούς όπως το Εθνικό Ίδρυμα Επιστημών μέχρι την πιο εφαρμοσμένη έρευνα που γίνεται από οργανισμούς όπως το Εθνικό Ινστιτούτο Υγείας και το Advanced Research Projects Agency-Energy (ARPA-E) του Υπουργείου Ενέργειας των ΗΠΑ. Πράγματι, η πρώτη χρηματοδότηση για έργα με υψηλό ρίσκο προέρχονται όλο και περισσότερο από δημόσιες υπηρεσίες όπως το Small Business Innovation Research Program (SBIR) ή από τα εγγυημένα δάνεια των διαφόρων οργανισμών, καθώς τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών εστιάζουν όλο και περισσότερο στην «βραχυπροθεσμικότητα» (επιδιώκοντας έξοδο μέσω αρχικών δημόσιων προσφορών και εξαγορών μέσα σε 3 χρόνια).

Figure 4 Public Financing of Innovation across the Entire Innovation Chain



Source: The author's insertion of public funding in this figure is from Auerswald and Branscomb 2003.

Τέτοιου είδους επενδύσεις με επίκεντρο την αποστολή, όπως η προσελήνωση ή η καταπολέμηση της κλιματικής αλλαγής, δεν καθοδηγούνται από την ανάγκη να «διορθωθούν» απλά οι αποτυχίες της αγοράς, αλλά έχουν περισσότερο να κάνουν με τη διαμόρφωση και τη δημιουργία νέων αγορών. Μέσα από αυτά τα είδη επενδύσεων, το κράτος παίζει πρωταγωνιστικό ρόλο στην ανάπτυξη των βασικών «τεχνολογιών γενικής χρήσης» (Lipsey et al 2005, Bresnahan 2010), όπως το σύστημα μαζικής παραγωγής των ΗΠΑ, την αεροπορική τεχνολογία, τη διαστημική τεχνολογία, την τεχνολογία πληροφοριών, τις τεχνολογίες διαδικτύου και την πυρηνική ενέργεια. Πράγματι, όπως δείχνει η εργασία της Mazzucato (2013a), όλες οι τεχνολογίες που κάνουν το iPhone «έξυπνο» χρηματοδοτήθηκαν από το δημόσιο: το διαδίκτυο, το GPS, η οθόνη αφής, το SIRI. Για κάθε περίπτωση, αυτό που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι το γεγονός ότι εδώ δεν έχουμε να κάνουμε μόνο με τη χρηματοδότηση της καινοτομίας ή τη δημιουργία των κατάλληλων συνθηκών για την προώθηση της καινοτομίας, δηλαδή τη διόρθωση, άμεσα ή έμμεσα, μιας αποτυχίας της αγοράς, αλλά και με τον οραματισμό μιας ευκαιρίας, με τη δημόσια χρηματοδότηση να συμμετέχει στο πρώιμο στάδιο έρευνας, που περιέχει και το μεγαλύτερο βαθμό αβεβαιότητας και το μεγαλύτερο ρίσκο, και στην επίβλεψη της διαδικασίας της εμπορευματοποίησης. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις, το κράτος όχι μόνο δεν «παραγκώνισε» τις ιδιωτικές επενδύσεις, αλλά οι δημόσιες επενδύσεις τολμηρά προσανατολισμένες σε αποστολή (μεταξύ αποκεντρωμένων δημόσιων φορέων) δημιούργησαν νέες ευκαιρίες που αργότερα πέρασαν στα χέρια της ιδιωτικής πρωτοβουλίας (Mazzucato 2013b).

Οι επενδύσεις αυτές έχουν επίσης πολύ υψηλό ρίσκο. Το γεγονός ότι η καινοτομία είναι εκ φύσεως αβέβαιη (με την έννοια της Knightian αβεβαιότητας) σημαίνει ότι για κάθε

επιτυχία, υπάρχουν πολλές αποτυχίες. Αυτό ισχύει τόσο για τις καπιταλιστές ιδιωτικές επιχειρήσεις όσο και για τους δημόσιους επενδυτές. Πιο πρόσφατα, αυτό έχει αποδειχθεί από τα εγγυημένα δάνεια του Υπουργείου Ενέργειας των ΗΠΑ, σε εταιρείες όπως η Solyndra (μια αποτυχία 500 εκατομμυρίων δολαρίων) και η Tesla (μια μεγάλη επιτυχία 465 εκατομμυρίων δολαρίων). Πράγματι, για κάθε Tesla, υπάρχουν πολλές Solyndra. Αλλά αντί να επιτίθεται κανείς στο κράτος για τις αποτυχίες του, θα ήταν πιο χρήσιμο να εξετάσουμε πώς μπορούν να δομηθούν οι επενδύσεις ως ένα χαρτοφυλάκιο, με τις επιτυχίες να είναι σε θέση να καλύψουν τις αποτυχίες και τον επόμενο γύρο επενδύσεων. Ακριβώς όπως κάνουν τα ιδιωτικά κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών.

Πράγματι, ενώ τα ιδιωτικά κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών αποκομίζουν άμεση απόδοση από τις επιτυχίες για να καλύψουν τις αποτυχίες και τον επόμενο γύρο επενδύσεων, συχνά τα δημόσια κεφάλαια δεν το κάνουν αυτό. Γιατί θα πρέπει το κράτος να αποκομίζει απόδοση μέσω των ιδίων κεφαλαίων ή ίσως να διατηρεί μια «χρυσή μετοχή» από τα πνευματικά δικαιώματα (όπως υποστήριξε η Mazzucato 2013a); Κάποιοι μπορεί να πουν ότι το κράτος χρειάζεται τα χρήματα για να συνεχίσει τη χρηματοδότηση της καινοτομίας. Αλλά αυτό δεν μπορεί να είναι η σωστή απάντηση αφού ένα κυρίαρχο κράτος δεν μπορεί να ξεμείνει από χρήμα που το ίδιο τυπώνει. Οι κυρίαρχες κυβερνήσεις «τρέχουν» συχνά δημοσιονομικά ελλείμματα. Οι κυβερνήσεις συνήθως δαπανούν και καθορίζουν τη φορολογική πολιτική με βάση το δημοσιονομικό ισοζύγιο που επιθυμούν να πετύχουν, ωστόσο το δημοσιονομικό αποτέλεσμα (έλλειμμα, πλεόνασμα ή ισοζύγιο) δεν είναι διακριτικό και δεν θα γίνει γνωστό μέχρι το τέλος του δημοσιονομικού έτους. Πράγματι, η άποψη ότι το κράτος «πληρώνει» για τις δαπάνες που πραγματοποιεί μέσω φορολογικών εσόδων αποτελεί παρανόηση για τον τρόπο με τον οποίον πραγματικά δαπανά το κράτος, ένα θέμα πέρα από το πεδίο ανάλυσης της παρούσας εργασίας.

Παρ' όλα αυτά, έχει νόημα να αποκομίζουν απόδοση οι δημόσιες επενδύσεις στην καινοτομία. Είναι κοινό για ορισμένες κατηγορίες έργων υποδομής να ταυτίζεται το κόστος έναντι των προσδοκώμενων εισπράξεων, με τα διόδια να αποτελούν ένα παράδειγμα. Αυτό επιβάλλει μια δοκιμασία σχετικά με τη χρησιμότητα του έργου: είναι οι χρήστες πρόθυμοι (και σε θέση) να πληρώσουν για τα οφέλη που θα λάβουν από τη γέφυρα; Άλλο παράδειγμα είναι η κατανομή των φορολογικών εισπράξεων από τη βενζίνη προς τη χρηματοδότηση ενός αυτοκινητοδρόμου. Θα μπορούσε να έχει νόημα η σύνδεση έργων οδοποιίας με την πληρωμή αυτών των τελών χρήσης, καθώς οι οδηγοί πληρώνουν φόρους που σχετίζονται αρκετά άμεσα με τη χρήση των αυτοκινήτων. Αυτό δεν αποτελεί μια χρηματοοικονομική ανάγκη και το επιχείρημα δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί για κάθε παρόμοια περίπτωση. Το δημόσιο συμφέρον μπορεί επίσης να εμπλέκεται στην κατασκευή δρόμων. Για παράδειγμα, υπενθυμίζουμε ότι το διακρατικό σύστημα αυτοκινητοδρόμου στις ΗΠΑ δικαιολογήθηκε στο όνομα της εθνικής άμυνας. Ωστόσο, σε ειδικές περιπτώσεις, η σύνδεση των δαπανών με μια πηγή φορολογικών εσόδων (ή άλλου είδους πληρωμές, όπως η πληρωμή διοδίων) μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μια δοκιμασία της αγοραστικής αξίας του έργου.

Σημειώστε ότι οι δαπάνες πρέπει να εντάσσονται στον προϋπολογισμό, και ένα μέτρο της επιτυχίας είναι κατά πόσον ένα έργο προσεγγίζει το προϋπολογισθέν ποσό. Αυτό

είναι ένα επιπλέον μέτρο για να διατηρηθούν υπόλογοι οι δημόσιοι αγωνοδίκες. Το κράτος μπορεί πάντα να δαπανά περισσότερα από ό, τι είχε σχεδιάσει στον προϋπολογισμό, αλλά η ιδέα να είναι υπόλογοι οι διαχειριστές των έργων αποτελεί καλή πολιτική.

Ένας άλλος λόγος για να διατηρούνται τα έργα στο πλαίσιο του προϋπολογισθέντος ποσού είναι για να διασφαλιστεί ότι το σύνολο των κρατικών δαπανών δεν υπερβαίνει την πραγματική ικανότητα των πόρων της οικονομίας. Τελικά, ο πραγματικός περιορισμός στις κρατικές δαπάνες είναι ο περιορισμός των πόρων. Το κράτος όχι μόνο ανταγωνίζεται με την ιδιωτική χρήση των πόρων, αλλά κάθε έργο που αναλαμβάνει το κράτος πρέπει να ανταγωνιστεί με άλλα κρατικά προγράμματα. Αν, για παράδειγμα, το μερίδιο των συνολικών πόρων του κράτους περιορίζεται στο 30% (δεν θα αναφερθούμε στο πως προσδιορίζεται το μερίδιο των συνολικών πόρων, αλλά σε μεγάλο βαθμό αποτελεί πολιτική και όχι οικονομική απόφαση), τότε οι επιπλέον δαπάνες προς ένα συγκεκριμένο έργο σημαίνει ότι υπάρχουν λιγότεροι διαθέσιμοι πόροι για κάποιο άλλο κρατικό έργο. Ο προϋπολογισμός και το πώς θα κατανεμηθούν οι δαπάνες βοηθούν στο να προσδιοριστεί το ποσοστό των πόρων διαθέσιμο για το κράτος που θα καταλήξουν σε κάθε περιοχή.

Τέλος, δεν μπορούμε να αγνοήσουμε την πολιτική. Δεδομένου ότι η καινοτομία είναι από τη φύση της αβέβαιη, τα περισσότερα έργα δεν θα πετύχουν. Οι ψηφοφόροι μπορεί να είναι πρόθυμοι να δεχθούν τις αποτυχίες των ιδιωτικών φορέων καινοτομίας, αλλά είναι πολύ πιο δύσκολο γι' αυτούς να δεχθούν πολλές αποτυχίες σε έργα χρηματοδοτούμενα από εθνικούς πόρους. Αν, για παράδειγμα, το 90 ή ακόμα και το 99 των έργων σημειώνει αποτυχία για κάθε ένα έργο που επιτυγχάνει, οι ψηφοφόροι θα θεωρήσουν ότι αυτά τα νούμερα αποτελούν μη αποδεκτό ρίσκο. Ωστόσο, αν καταλάβουν ότι το ένα άκρως επιτυχημένο έργο έχει κέρδη που καλύπτουν όλες τις απώλειες των 90 ή των 99 αποτυχημένων έργων, τότε θα δουν διαφορετικά τα οφέλη της χρηματοδότησης καινοτομιών υψηλού ρίσκου.

Για τους λόγους αυτούς, είναι λογικό για το κράτος να συμμετέχει στα οφέλη της χρηματοδότησης καινοτομιών—με τον ίδιο τρόπο που δημιουργεί έσοδα από την κατασκευή γεφυρών με διόδια. Με το να βάζει στην άκρη ένα ανανεούμενο ταμείο χρηματοδότησης για την καινοτομία, που ίσως αρχικά να χρηματοδοτείται από τις κρατικές δαπάνες, αλλά στη συνέχεια να χρηματοδοτείται από τα κέρδη των επιτυχημένων έργων, το κράτος κρατά υπόλογους τους διαχειριστές δημοσίων έργων και μπορεί να διαβεβαιώνει τους πολίτες για την αξία του προγράμματος. Με ένα τέτοιο «ταμείο» από το οποίο θα χρηματοδοτούνται τα καινοτόμα έργα, και στο οποίο θα ρέουν τα οφέλη από την ανάληψη ρίσκου, το κράτος μπορεί να αποτελέσει μια υπομονετική πηγή χρηματοδότησης για την καινοτομία. Το κράτος δεν χρειάζεται να έχει τις γρήγορες αποδόσεις που απαιτεί η ανυπόμονη ιδιωτική χρηματοδότηση. Συνεπώς, μπορεί να χρηματοδοτεί στάδια της διαδικασίας της καινοτομίας που η ιδιωτική χρηματοδότηση αποφεύγει.

Ωστόσο, για να διασφαλιστεί ότι το κεφάλαιο κινήσεως αναπληρώνεται, είναι απαραίτητο να διασφαλιστεί ότι οι ιδιώτες δικαιούχοι (η Apple, για παράδειγμα) έχουν μερίδιο στο κέρδος μαζί με το κράτος.

Λαμβάνοντας υπόψη το είδος της υπομονετικής χρηματοδότησης επαναπροσδιορίζει τη συζήτηση σχετικά με την χρηματοοικονομική μεταρρύθμιση. Δεν πρόκειται για την αύξηση της ποσότητας της χρηματοδότησης, αλλά για την μεταμόρφωση της ποιότητάς της. Αυτό που χρειάζεται είναι χρηματοδότηση που είναι λιγότερο κερδοσκοπική και περισσότερο προσηλωμένη σε μακροπρόθεσμους στόχους (Mazzucato 2013a). Η μακροχρόνια δεσμευμένη χρηματοδότηση έχει αποδειχθεί δύσκολο να εντοπιστεί στον ιδιωτικό τομέα όχι μόνο εξαιτίας της αποστροφής ρίσκου από την μεριά των τραπεζών, αλλά και επειδή η διόγκωση της χρηματιστικοποίησης επέτρεψε στους επενδυτές να έχουν «εύκολα» κέρδη. Το πρώτο πρόβλημα απαιτεί την είσοδο του δημόσιου τομέα και τη θαρραλέα χρηματοδότηση της καινοτομίας, κάτι που δεν κάνει ο ιδιωτικός τομέας και η ιδιωτική χρηματοδότηση (αυτός είναι ο ρόλος του επιχειρηματικού κράτους). Το δεύτερο πρόβλημα απαιτεί τη μεταρρύθμιση του φορολογικού συστήματος έτσι ώστε να ανταμείβονται οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις (κλειδί για τη δημιουργία αξίας) πάνω από τις βραχυπρόθεσμες κερδοσκοπικές επενδύσεις (που επικεντρώνονται στην εξαγωγή αξίας). Αυτός ο τελευταίος στόχος πρέπει να περιλαμβάνει φορολογική μεταρρύθμιση: την αύξηση του φόρου κεφαλαιουχικών κερδών (καθιστώντας λιγότερο κερδοφόρες τις βραχυπρόθεσμες επενδύσεις) και την προσθήκη ενός φόρου επί των χρηματοοικονομικών συναλλαγών (τιμωρώντας τις γρήγορες κερδοσκοπικές συναλλαγές).

Η χρηματοδότηση με επίκεντρο την αποστολή από ιδρύματα του δημόσιου τομέα υπήρξε η πηγή των περισσότερων από τις ριζοσπαστικές καινοτομίες του περασμένου αιώνα (Block και Keller 2011). Και σημειώστε ότι αυτό δεν είναι μόνο η δημόσια χρηματοδότηση της βασικής έρευνας. Η ιδιωτική χρηματοδότηση μπορεί να είναι συχνά σημαντική για την εμπορευματοποίηση των νέων τεχνολογιών, αλλά δεν αληθεύει ότι ο ρόλος της δημόσιας χρηματοδότησης περιορίζεται σε στενά καθορισμένες περιοχές με δημόσια αγαθά. Η DARPA (the Defense Advanced Research Projects Agency) είχε (ορατή) συμμετοχή σε όλες τις φάσεις της καινοτομίας. Το ίδιο ισχύει όλο και περισσότερο για κάποιες μορφές στρατηγικής χρηματοδότησης που παρέχονται άμεσα από τις δημόσιες τράπεζες.

Η υποχώρηση της ιδιωτικής χρηματοδότησης και η άνοδος των Δημοσίων Οικονομικών

Η υποχώρηση της ιδιωτικής χρηματοδότησης από την ενίσχυση της πραγματικής οικονομίας έχει οδηγήσει στην ενίσχυση του ρόλου των κρατικών επενδυτικών τραπεζών σε όλο τον κόσμο (Mazzucato και Penna 2014). Αυτές οι τράπεζες προσφέρουν την αναγκαία αντικυκλική πίστωση, καθώς και την πίστωση που στοχεύει στην κεφαλαιακή ανάπτυξη (π.χ. υποδομές). Επίσης, χρηματοδοτούν όλο και περισσότερο την καινοτομία αιχμής. Πράγματι, το 2012 οι κρατικές επενδυτικές τράπεζες διοχέτευσαν 80 δις δολάρια στον τομέα των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, ποσό πολύ μεγαλύτερο από αυτό των ιδιωτικών φορέων (BNEF 2012). Η Τράπεζα Ανάπτυξης της Κίνας, η KfW της Γερμανίας και η BNDES της Βραζιλίας είναι τρεις ιδιαίτερα στρατηγικές κρατικές επενδυτικές

τράπεζες που υλοποιούν πολιτικές με επίκεντρο την αποστολή που έχουν οδηγήσει τους επενδυτές σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας. (Όπως θα διερευνήσουμε στην επόμενη ενότητα, αυτή η πολιτική συμβαδίζει με την έκκληση του Κέυνς για την κοινωνικοποίηση των επενδύσεων [Keynes 1936, σελ. 346].)

Το κλειδί για να σκεφτούμε για τη χρηματοδότηση της καινοτομίας είναι το ερώτημα από πού προέρχονται τα χρήματα[13] και αν αυτό έχει σημασία. Το χρήμα δεν είναι μόνο ένα μέσο ανταλλαγής, γράσο στους τροχούς του εμπορίου, αλλά είναι επίσης μια κεντρική κινητήρια δύναμη καθώς ο καπιταλισμός είναι ουσιαστικά ένα σύστημα που κινείται με βάση την πίστωση ή, όπως το έθεσε ο Μίνσκυ, ο καπιταλισμός είναι ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η εξέταση των μέσων που ο δημόσιος τομέας πρέπει να επενδύσει στην καινοτομία φέρνει αναπόφευκτα στην επιφάνεια τη θεμελιώδη σημασία της δημιουργίας χρήματος. Πράγματι, οι χώρες του ΟΟΣΑ διαφέρουν ριζικά από την άποψη του κατά πόσο η χρηματοδότηση της καινοτομίας προκύπτει άμεσα ή έμμεσα, με το τελευταίο να γίνεται κατά κύριο λόγο μέσω φορολογικών κινήτρων. Τα έθνη που έχουν διαμορφώσει τα δημόσια οικονομικά για την άμεση χρηματοδότηση της καινοτομίας είναι αυτά που έχουν επίσης καταφέρει να αυξήσουν τις επιχειρηματικές δαπάνες στον τομέα της E&A. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις τείνουν να μπαίνουν στο παιχνίδι της καινοτομίας μόνο αφού μπορούν να δουν ξεκάθαρα την προοπτική αποδόσεων (Dosi και Lovallo 1997). Ως εκ τούτου, οι χώρες που έχουν πετύχει ανάπτυξη καθοδηγούμενη από την καινοτομία είναι οι χώρες εκείνες όπου τα διαφορετικά είδη θεσμών του δημοσίου τομέα ήταν ικανά και πρόθυμα να χρηματοδοτήσουν άμεσα την καινοτομία (Mazzucato 2013a).

Όταν αυτό γίνεται μέσω των κρατικών επενδυτικών τραπεζών, υπάρχει μια πιο άμεση σύνδεση με το χρήμα που δημιουργείται μέσω του Υπουργείου Οικονομικών. Έχει όντως σημασία αυτό; Από πού προέρχεται το χρήμα όταν η χρηματοδότηση της καινοτομίας γίνεται μέσω των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών; Έχει σημασία από πού προέρχεται η χρηματοδότηση; Παρέχουν περισσότερη σταθερότητα τα αδιανέμητα κέρδη από την καινοτομία που τροφοδοτείται από την πίστωση; Αν όχι, σημαίνει αυτό ότι το μόνο που χρειάζεται είναι απλά να βρεθεί «οποιοδήποτε είδος χρηματοδότησης» για την καινοτομία;

Στην τυπολογία των κρατικών επενδυτικών τραπεζών από τους Mazzucato και Penna (2014), οι συγγραφείς εντοπίζουν τέσσερις διακριτούς ρόλους: έναν αντικυκλικό ρόλο, έναν αναπτυξιακό ρόλο, έναν καπιταλιστικό/επιχειρηματικό ρόλο και έναν ρόλο προσανατολισμένο σε αποστολή. Οι κρατικές επενδυτικές τράπεζες έχουν υπάρξει ιστορικά μια βασική πηγή χρηματοδότησης για την κεφαλαιακή ανάπτυξη, όμως τις τελευταίες δεκαετίες έχουν διαφοροποιήσει τους ρόλους τους και έχουν αυξήσει τις επενδύσεις τους, καταπολεμώντας έτσι την τάση της υποχώρησης της ιδιωτικής χρηματοδότησης από τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας. Οι κρατικές επενδυτικές τράπεζες, ιδίως για μετασχηματιστικές φιλοδοξίες (όπως η δημιουργία ενός βιώσιμου ενεργειακού συστήματος), έγιναν η κύρια πηγή χρηματοδότησης, αντιπροσωπεύοντας μια σημαντική εναλλακτική λύση στους «παλιούς» μηχανισμούς χρηματοδότησης με επίκεντρο την αποστολή και στην ιδιωτική χρηματοδότηση. Οι Mazzucato και Penna (2014) καταλήγουν στο ότι οι κρατικές επενδυτικές τράπεζες

αντιπροσωπεύουν ένα συγκεκριμένο θεσμικό μηχανισμό που μπορεί να συμβάλει στη μεταρρύθμιση του «δυσλειτουργικού» χρηματοοικονομικού συστήματος εκ των έσω. Επιπλέον, με τη χρήση μιας σειράς χρηματοδοτικών εργαλείων—τυποποιημένα δάνεια, δάνεια βασισμένα στα εισόδημα, ίδια κεφάλαια, επιχορηγήσεις—οι κρατικές επενδυτικές τράπεζες είναι σε θέση να αποκομίσουν οφέλη για τις επενδύσεις τους, κοινωνικοποιώντας ως εκ τούτου όχι μόνο το ρίσκο και την αβεβαιότητα, αλλά και την ανταμοιβή.

7. Κοινωνικοποίηση

Η δυναμική των επενδύσεων με επίκεντρο την αποστολή μας οδηγεί απευθείας σε μια ισχυρή, ωστόσο ανεξερεύνητη σύνδεση μεταξύ της νεο-σομπετεριανής έμφασης στην πολιτική για την καινοτομία (και την υπονοούμενη «κατευθυντικότητα») και του στόχου του Κέυνς για τη βασική αποστολή της μακροοικονομικής πολιτικής, που δεν είναι άλλη από την πλήρη απασχόληση. Το κάλεσμα του Κέυνς στο Κεφάλαιο 24 της «Γενικής Θεωρίας» για την «κοινωνικοποίηση των επενδύσεων» αντικρούει άμεσα την ιδέα της οικονομικής πολιτικής ως απλά την παροχή κινήτρων για τον ιδιωτικό τομέα:

«Το κράτος θα πρέπει να ασκεί μια κατευθυντήρια επιρροή στη ροπή προς κατανάλωση εν μέρει μέσω του συστήματος φορολογίας, εν μέρει με τον καθορισμό του επιτοκίου και εν μέρει, ίσως, με άλλους τρόπους. Επιπλέον, φαίνεται απίθανο ότι η επίδραση της τραπεζικής πολιτικής σχετικά με τον καθορισμό των επιτοκίων θα είναι αρκετή από μόνη της για να καθορίσει τον βέλτιστο ρυθμό των επενδύσεων. Αντιλαμβάνομαι, ως εκ τούτου, ότι μια κάπως ολοκληρωμένη *κοινωνικοποίηση των επενδύσεων* θα αποδειχθεί το μόνο μέσο για τη διασφάλιση μιας προσέγγισης με στόχο την πλήρη απασχόληση, αν και αυτό δεν πρέπει να αποκλείει κάθε είδους συμβιβασμούς και σχεδιασμούς με βάση τους οποίους θα συνεργαστούν οι δημόσιες αρχές με την ιδιωτική πρωτοβουλία» (Keynes 1936, σελ 346, η υπογράμμιση δική μας).

Η κοινωνικοποίηση των επενδύσεων εμφανίστηκε ως μία από τις πολιτικές που πρέπει να υιοθετηθούν για να αντιμετωπιστούν τα δύο θεμελιώδη ελαττώματα του καπιταλισμού: η αυθαίρετη και άνιση κατανομή του εισοδήματος και η αποτυχία της δημιουργίας πλήρους απασχόλησης. Στη μεταπολεμική περίοδο, αυτό έχει ερμηνευθεί σε μεγάλο βαθμό ως μια πρόταση για την τόνωση της ζήτησης. Ακόμη, οι περισσότεροι οικονομολόγοι και χαράκτες πολιτικής που έχουν προωθήσει αυτή την ιδέα προτείνουν πολιτικές για την ώθηση των ιδιωτικών επενδύσεων, οι οποίες θα αυξήσουν τη συνολική ζήτηση μέσω του πολλαπλασιαστή. Στο πλαίσιο της «Γενικής Θεωρίας», αυτό μπορεί να επιτευχθεί με τη μείωση του επιτοκίου και την αύξηση της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου.

Ωστόσο, μια βαθύτερη διερεύνηση των γραπτών του Κέυνς, τόσο πριν όσο και μετά τη «Γενική Θεωρία», δημιουργεί αμφιβολίες σχετικά με αυτή την ερμηνεία της προτιμώμενης πολιτικής του. Περαιτέρω, ορισμένοι οικονομολόγοι,

συμπεριλαμβανομένου του Μίνσκυ, υποστηρίζουν ότι η εξάρτηση σε μια στρατηγική για την ενίσχυση των ιδιωτικών επενδύσεων δεν αποτελεί κατά πάσα πιθανότητα αποτελεσματική λύση για την αντιμετώπιση ενός από τα δύο θεμελιώδη ελαττώματα του καπιταλισμού που υπογράμμισε ο Κέυνς. Σε συνθήκες βαθιάς ύφεσης, είναι πολύ δύσκολο να ενισχυθεί η επιχειρηματική εμπιστοσύνη σε τέτοιο βαθμό που θα παροτρύνει τις επενδύσεις. Όταν η οικονομία λειτουργεί χωρίς τόση πολύ χαλαρότητα, η προσπάθεια της τόνωσης των επενδύσεων είναι πιθανό να προκαλέσει πληθωρισμό. Αυτό δεν είναι γίνεται μέσω της δυναμικής μιας απλής καμπύλης Phillips, αλλά λόγω της συμφόρησης. Όπως υποστήριξε ο Κέυνς, κάθε τομέας της οικονομίας έχει τη δική της ελαστικότητα παραγωγής, έτσι ώστε μια γενική αύξηση της συνολικής ζήτησης θα επηρεάσει τις τιμές με διαφορετικό τρόπο σε όλους τους τομείς. Ένα πληθωριστικό φράγμα μπορεί να επιτευχθεί πολύ πριν προσεγγίσει η οικονομία την πλήρη απασχόληση. Έχει σημασία προς τα πού κατευθύνεται η ζήτηση.

Όπως μας υπενθυμίζει η Tcherneva (2008), ο Κέυνς προειδοποίησε ότι «είναι εύκολο να απασχοληθεί το 80–90% των εθνικών πόρων... αλλά το να απασχοληθεί το 95–100% είναι κάτι διαφορετικό» (Keynes 1982: 409). Επιπλέον, υπάρχουν σοβαρές ενδείξεις ότι η οικονομική ανάπτυξη δεν σημαίνει κατ' ανάγκη «ότι αυτό που είναι καλό για έναν είναι καλό για όλους μας», διότι η οικονομική ανάπτυξη από μόνη της δεν δημιουργεί πλήρη απασχόληση και μπορεί ακόμη και να αυξήσει την εισοδηματική ανισότητα (Tcherneva 2014). Ως εκ τούτου, η χρήση των ιδιωτικών επενδύσεων για να «κλείσει» το κενό της ζήτησης με την αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης δεν μπορεί να επιλύσει ένα από τα θεμελιώδη ελαττώματα του καπιταλισμού. Μάλιστα, η ώθηση των ιδιωτικών επενδύσεων μπορεί να κάνει τα πράγματα χειρότερα. Από τη στιγμή που ανησυχούμε για την ανισότητα και την ανεργία, ενδέχεται να χρειαστεί να χρησιμοποιήσουμε κατευθυνόμενες δαπάνες αντί πολιτικές για την τόνωση της ζήτησης.

Στην πραγματικότητα, αυτό ακριβώς υποστήριξε ο Κέυνς. Αντί της τόνωσης της ζήτησης και πολιτικές που θα ενθαρρύνουν τις ιδιωτικές επενδύσεις, ο Κέυνς ζητούσε να κατευθύνονται οι δαπάνες προς τις δημόσιες επενδύσεις και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Ο Κέυνς χρησιμοποίησε τον όρο «κοινωνικοποίηση των επενδύσεων» για να αναφερθεί στις δημόσιες επενδύσεις που θα δημιουργήσουν θέσεις εργασίας και θα αυξήσουν ταυτόχρονα την ικανότητα της οικονομίας να βελτιώσει το βιοτικό επίπεδο. Ακόμη, υποστήριξε με συνέπεια ότι το μέτρο της επιτυχίας της πολιτικής είναι η δημιουργία θέσεων εργασίας και όχι η «οικονομική ανάπτυξη» (Tcherneva 2008). Το επιχείρημα του Κέυνς ήταν ότι δεν μπορούμε να βασιστούμε στις ιδιωτικές επενδύσεις για να καλυφθεί αποτελεσματικά το επίπεδο που απαιτείται για να αυξηθεί η πραγματική ζήτηση ώστε να επιτευχθεί η πλήρης απασχόληση. Ακόμη και αν οι ιδιωτικές επενδύσεις ήταν στο κατάλληλο επίπεδο, αυτό, όπως υποστήριξε ο Μίνσκυ, θα αποτελούσε πιθανότατα μια μεταβατική κατάσταση λόγω των αποσταθεροποιητικών διαδικασιών που θα έθετε σε κίνηση η εξωτερική χρηματοδότηση. Για τους λόγους αυτούς, ο Κέυνς και ο Μίνσκυ ασπάστηκαν τα δημόσια οικονομικά ως μέσο για την αναβολή ή την αποφυγή της υπερβολικής ιδιωτικής μόχλευσης. Και οι δύο τους υποστήριξαν ότι η δημιουργία θέσεων εργασίας θα πρέπει να βρίσκεται στο επίκεντρο της οικονομικής πολιτικής και όχι απλά ως πολιτική για την αύξηση της συνολικής ζήτησης.

Η έννοια της κοινωνικοποίησης των επενδύσεων αντιπροσωπεύει μια πιθανή σύνδεση μεταξύ Σουμπέτερ και Κέυνς, η οποία έχει σε μεγάλο βαθμό αγνοηθεί: όταν οι δημόσιες επενδύσεις κατευθύνονται προς νέους τομείς που αναπτύσσουν ριζοσπαστικές καινοτομίες, το κεϋνσιανό «πολλαπλασιαστικό αποτέλεσμα» είναι πολύ μεγαλύτερο από όταν οι κυβερνήσεις «σκάβουν χαντάκια και μετά τα γεμίζουν ξανά». Αλλά χωρίς ένα κατάλληλο πλαίσιο για την ανάλυση και την αξιολόγηση της «κατευθυντικότητας» και του αντίκτυπου της στην αύξηση των «ζωικών πνευμάτων» του ιδιωτικού τομέα, ο μύθος ότι οι αγορές θα κάνουν αποτελεσματικά τη δουλειά της κεφαλαιακής ανάπτυξης θα συνεχίσει να επηρεάζει τη δημόσια πολιτική και η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική θα συνεχίσει να θεωρείται αναγκαία μόνο κατά τη διάρκεια της πτωτικής πλευράς του επιχειρηματικού κύκλου. Η σύνθεση των ιδεών των Σουμπέτερ, Κέυνς και Μίνσκυ αποτελούν τη βάση για ένα τέτοιο νέο πλαίσιο, το οποίο θα εξηγήσει πώς χρηματοδοτείται η καινοτομία. Η Tcherneva συνεχίζει (2008, σελ., 15–16) ως εξής:

Τα δημόσια έργα και ιδίως η κοινωνικοποίηση των επενδύσεων ήταν η απάντηση: «Αν τα δύο τρίτα ή τα τρία τέταρτα του συνόλου των επενδύσεων πραγματοποιούνται ή μπορούν να επηρεαστούν από δημόσιους ή ημιδημόσιους φορείς, ένα μακροπρόθεσμο πρόγραμμα ενός σταθερού χαρακτήρα θα πρέπει να είναι ικανό να μειώσει το δυναμικό εύρος διακύμανσης...» (Keynes 1980: 322). Η παροχή πλήρους απασχόλησης θα πρέπει να «γίνει από την οργανωμένη κοινότητα στο σύνολό της, δηλαδή από τις δημόσιες αρχές» (Keynes 1982: 151) ... Τα οφέλη των δημοσίων έργων θα πρέπει να αξιολογηθούν, πάνω απ' όλα, από τις επιπτώσεις τους στην απασχόληση. Μόλις γίνει αυτό, υποστήριξε ο Κέυνς, «δεν μπορεί να υπάρχει παρά μόνο ένα ζητούμενο στην οικονομία, δηλαδή η αντικατάστασή τους με κάποιο άλλο, καλύτερο, και σοφότερο κομμάτι των δαπανών» (Keynes 1982: 146) (Tcherneva 2008).

«Δεν θα μπορούσαμε να χρησιμοποιήσουμε περισσότερα πανεπιστήμια, περισσότερα τοπικά σχολεία και χώρους αναψυχής, περισσότερα θέατρα, μουσεία, γκαλερί και περισσότερο καφέ ή αίθουσες χορού, αναρωτήθηκε ο Κέυνς. Αλλά, σίγουρα, υπάρχουν πολλές άλλες πειστικές ανάγκες που πρέπει να αντιμετωπίσει η Βρετανία: τα δημόσια έργα μπορούν να αυξήσουν τη στέγαση, να βελτιώσουν τις υποδομές των μεταφορών και να «επανασχεδιάσουν το περιβάλλον της καθημερινής μας ζωής [...] Όχι μόνο θα αποκτήσουμε αυτά τα εξαιρετικά πράγματα, αλλά [...] μπορούμε να ελπίζουμε ότι θα διατηρηθεί η απασχόληση για πολλά χρόνια στο μέλλον» (Keynes 1980: 270)» (στο ίδιο).

Ο Bellofiore (2014, σελ. 9) υποστηρίζει ότι ο Μίνσκυ υιοθέτησε μια πολύ πιο ριζοσπαστική προσέγγιση για τη χάραξη πολιτικής από ό, τι οι αμερικανοί «κεϋνσιανιστές». Για τον Μίνσκυ δεν επαρκούσε η αύξηση των δαπανών, καθώς πρέπει να αντιμετωπιστούν άμεσα ερωτήματα σχετικά με τη κατανομή: «Είναι αναπόφευκτο να επιστρέψουμε πίσω στο ερώτημα για ποιους θα πρέπει να φτιαχτούν οι κανόνες του παιχνιδιού και τι είδους παραγωγή θα πρέπει να παράγεται» (Minsky 1975, σελ. 164). Ως εκ τούτου, η πολιτική πρέπει να προσανατολιστεί προς τις κατευθυνόμενες δαπάνες

όχι μόνο για την επίτευξη της πλήρους απασχόλησης, αλλά και για να καθορίσει τι παράγεται και για ποιους παράγεται.

Μια τέτοια αποστολή πλήρους απασχόλησης μας υποχρεώνει να σκεφτούμε το κράτος ως μια οντότητα που αναλαμβάνει έναν «επιχειρηματικό» ρόλο στην οικονομία, όχι μόνο για την καινοτομία αλλά και για την άμεση χρηματοδότηση αυτού που μετράει περισσότερο: την εγγυημένη απασχόληση. Για να γίνει αυτό, το κράτος δεν πρέπει να ρυθμίσει μόνο με τους κανόνες και να επιβάλλει τους νόμους ή απλά να διαχειριστεί το συνολικό επίπεδο της συνολικής ζήτησης. Το κράτος πρέπει να παίξει άμεσο ρόλο στις αποφάσεις σχετικά με τα έργα που πρέπει να αναληφθούν και προς το όφελος ποιών θα πρέπει να αναληφθούν τα έργα, καθώς και για την κατανομή του ρίσκου και της ανταμοιβής, έτσι ώστε να μην είναι μόνο ο ρίσκος που κοινωνικοποιείται αλλά και τα οφέλη για το κοινό που πλήρωσε γι' αυτά τα έργα.

Πράγματι, ένας άλλος τρόπος για να εξετάσουμε την ιδέα του ρίσκου-οφέλους στην ενότητα 6 (παραπάνω) είναι μέσα από την κοινωνικοποίηση των επενδύσεων. Ο Μίνσκυ πρότεινε ότι μια μορφή που θα μπορούσε να πάρει η κεντρική κοινωνικοποίηση των επενδύσεων είναι μέσω των «τραπεζών κοινοτικής ανάπτυξης», οι οποίες θα κάλυπταν το κενό στον τραπεζικό τομέα και τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες για τις μικρές επιχειρήσεις και τους ιδιώτες σε ορισμένες τοπικές κοινότητες (Minsky 1993, Minsky et al., 1993). Ο σκοπός των τραπεζών κοινοτικής ανάπτυξης είναι να προωθούν την οικονομική ένταξη ορισμένων στρωμάτων της κοινωνίας και ορισμένων περιοχών, αλλά αυτό δεν είναι αυτοσκοπός, όπως φαίνεται από τη σκοπιά της αποτυχίας της αγοράς: Ο Μίνσκυ ενδιαφερόταν για την «κεφαλαιακή ανάπτυξη» της οικονομίας, την οποία κατανοούσε ως την ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου και του κοινωνικού κεφαλαίου.

Η επόμενη ενότητα θα αναφερθεί στον μετασχηματισμό του χρηματοπιστωτικού τομέα που οδήγησε στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, ενώ η μεθεπόμενη ενότητα θα εξηγήσει γιατί η νεοκλασική θεωρία αποτελεί κακό μπουσούλα για την προώθηση μιας ουσιαστικής μεταρρύθμισης. Στη συνέχεια, θα περιγράψουμε μια ουσιαστική μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα με βάση τη σύνθεση των ιδεών του Σουμπέτερ, του Κέυνς και του Μίνσκυ.

8. Ο μακροπρόθεσμος μετασχηματισμός του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Κατά την άποψη του Σουμπέτερ, η πρωτοτυπική λειτουργία του τραπεζίτη είναι η παροχή χρηματοδότησης για τους καινοτόμους, νέους συνδυασμούς των πόρων. Όπως σημειώνει ο Μίνσκυ, αυτό ίσως αλήθευε για τα πρώτα χρόνια του 20ου αιώνα. Βασίζοντας στα χνάρια του Χίλφερντιγκ, ο Μίνσκυ αποκαλεί αυτό το στάδιο «χρηματιστικό καπιταλισμό» (Minsky 1993). Αυτή ήταν μια περίοδος κατά την οποία το κεφάλαιο απαιτούσε μεγάλες επενδύσεις. Οι επενδυτικοί τραπεζίτες έπαιξαν σημαντικό ρόλο στο *underwriting* νέων εκδόσεων μετοχών και ομολόγων. Το πρώτο μεγάλο κύμα συγχωνεύσεων, τραστ, καρτέλ και μονοπωλίων ξεκίνησε κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, με την ενθάρρυνση των επενδυτικών τραπεζών, για την προστασία των ταμιακών ροών που απαιτούνταν για την εξυπηρέτηση του χρέους που είχε εκδοθεί για

τη λήψη θέσεων στα στοιχεία του ενεργητικού. Έτσι, η άποψη του Σουμπέτερ για τον επενδυτικό τραπεζίτη ως «ο έφορος του καπιταλιστικού συστήματος» διαμορφώθηκε ξεκάθαρα από τις εξελίξεις εκείνης της συγκεκριμένης περιόδου.

Ωστόσο, πριν από το στάδιο του χρηματιστικού καπιταλισμού, οι τραπεζίτες παρείχαν κυρίως βραχυπρόθεσμα κεφάλαια και απέφευγαν επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια (εκτός ως άτομα που επένδυαν τα δικά τους κεφάλαια). Ο Μίνσκυ περιγράφει αυτή την κατάσταση ως την εποχή του «εμπορικού καπιταλισμού». Κατά το στάδιο αυτό, οι τραπεζίτες παρείχαν βραχυπρόθεσμα δάνεια που δημιουργούσαν τα πλεονάσματα που χρησιμοποιούνταν από μεμονωμένους καπιταλιστές για την εσωτερική χρηματοδότηση των θέσεων σε στοιχεία ενεργητικού (Wray 1990).**[14]** Το κόστος του πάγιου κεφαλαίου ήταν σχετικά φθηνό εκείνη την περίοδο, οπότε οι επενδύσεις μπορούσαν να χρηματοδοτηθούν άμεσα από τα αδιανέμητα κέρδη.**[15]** Στα τέλη του 19ου αιώνα, τα σουμπτεριανά κύματα της καινοτομίας (για παράδειγμα, οι σιδηροδρομικές γραμμές) έδωσαν τέλος στην εποχή του εμπορικού καπιταλισμού, επειδή οι θέσεις που έπρεπε να χρηματοδοτηθούν ήταν πολύ μεγάλες για να αντιμετωπιστούν με αυτό τον τρόπο.**[16]** Ο Μίνσκυ υποστηρίζει ότι το χρηματιστηριακό κραχ έδωσε τέλος στην περίοδο του χρηματιστικού καπιταλισμού. Ήταν φανερό ότι οι φραγμοί εισόδου στην αγορά που δημιουργούσαν τα τραστ δεν ήταν επαρκείς για την προστασία των ταμειακών ροών έτσι ώστε να αποφευχθεί ο αποπληθωρισμός του χρέους.

Οι μεταρρυθμίσεις του New Deal περιλάμβαναν τον συνδυασμό των κρατικών εγγυήσεων των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (στις ΗΠΑ, η Fed άρχισε να ενεργεί ως δανειστής έσχατης καταφυγής για την αποφυγή προβλημάτων ρευστότητας) και δυνητικά μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα για την εξάλειψη του ενδεχομένου του αποπληθωρισμού του χρέους, εγκαινιάζοντας την εποχή που ο Μίνσκυ αποκάλεσε «διευθυντικός καπιταλισμός». Περαιτέρω, το κέρδος ροών που δημιουργούνταν στο μικροοικονομικό επίπεδο από τεράστιες επιχειρήσεις με αγοραία θέση και στο μακροοικονομικό επίπεδο από τα δημοσιονομικά ελλείμματα κατέστησαν και πάλι εφικτή τη χρήση των αδιανέμητων κερδών για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Οι τράπεζες επέστρεψαν στις παραδοσιακές δραστηριότητες της εμπορικής τραπεζικής. Οι γιγαντιαίες επιχειρήσεις (καθετοποιημένες εταιρίες), και όχι ο τραπεζίτης, έγιναν «ο έφορος του καπιταλισμού». Με διάφορες πολιτικές που προωθούσαν την υψηλή εγχώρια ζήτηση στις ΗΠΑ, οι γιγαντιαίες επιχειρήσεις ήταν σε θέση να αναλάβουν με ασφάλεια ακριβά και μεγαλόπνοα έργα. Υπό αυτές τις συνθήκες, ο προσανατολισμός των καπιταλιστών και των διευθυντών τους ήταν προς τον μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Ωστόσο, οι γιγαντιαίες επιχειρήσεις, προστατευμένες καθώς ήταν από τον ανταγωνισμό, εξασφαλισμένες από τις αποτυχίες της αγοράς χάρη στις κρατικές παρεμβάσεις και με έντονο το στοιχείο της γραφειοκρατίας, επαναπαύθηκαν. Ο μάνατζερ αντικατέστησε τον επιχειρηματία του Σουμπέτερ.

Κατά τη διάρκεια των καλών χρόνων μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, τα περιθώρια ασφαλείας μειώθηκαν και το επίπεδο του χρέους αυξήθηκε. Οι ιδιοκτήτες ή οι διοικήσεις που μπόρεσαν να αυξήσουν τους δείκτες μόχλευσης μπορούσαν τώρα να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης. Οι νέες καινοτομίες ήταν στον χρηματοοικονομικό τομέα, όπου οι νέοι επιχειρηματίες εκμεταλλεύτηκαν την αναγνώριση ότι ένα μεγάλο μέρος των

μελλοντικών κερδών μπορούσε να μετατραπεί σε χρέος σήμερα. Οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες «έσπρωξαν» προς τα πάνω τους δείκτες μόχλευσης.

Με την αύξηση των συνταξιοδοτικών ταμείων και άλλων ειδών «διαχειριζόμενου χρήματος», τεράστιες ποσότητες κεφαλαίων σε αναζήτηση βραχυπρόθεσμων αποδόσεων έγιναν διαθέσιμες για τη μόχλευση αναμενόμενων ταμειακών εσόδων (Minsky 1993). Σε ένα περιβάλλον αυξανόμενων τιμών των περιουσιακών στοιχείων, τα κεφαλαιακά κέρδη, και οι προσδοκίες των κεφαλαιακών κερδών, κατέληξαν να κυριαρχούν τις αναμενόμενες αποδόσεις. Δεδομένης της χαμηλής αξίας που είχε πλέον η ρευστότητα, τα ρευστά στοιχεία ενεργητικού δεν είχαν ζήτηση, οπότε οι δείκτες ρευστότητας υποχώρησαν καθώς αυξήθηκαν οι δείκτες μόχλευσης.

Η «κερδοσκοπία» αντικατέστησε την οικονομική ανάπτυξη του Σουμπέτερ, διότι οι αναμενόμενες αποδόσεις από τα περιουσιακά στοιχεία δεν μπορούσαν να ανταγωνιστούν με τα κεφαλαιακά κέρδη που πραγματοποιούνταν από την μόχλευση επιχειρήσεων για την αύξηση της τιμής των μετοχών. Σε αυτό το στάδιο του καπιταλισμού, οι επενδυτικοί τραπεζίτες έγινε έμποροι υψηλής μόχλευσης στις τιτλοποιήσεις, παίρνοντας θέσεις και διαμορφώνοντας αγορές (Minsky 1993). Οι τράπεζες έχαναν συνεχώς το μερίδιό τους στην εμπορική αγορά, καθώς οι επιχειρήσεις με αγοραία ισχύ στράφηκαν προς τα εμπορικά χρεόγραφα και άλλα εργαλεία για την αύξηση του βραχυπρόθεσμου κεφαλαίου κίνησης (όπως ήδη αναφέραμε, αυτό κατέστη δυνατό εν μέρει από τη μειωμένη αξία που αποδόθηκε στη ρευστότητα). Όταν μια μικρή κρίση έκανε την εμφάνισή της στην αγορά εμπορικών χρεογράφων στις αρχές της δεκαετίας του 1970, η πρακτική που διαμορφώθηκε από αυτές τις επιχειρήσεις ήταν να διαπραγματεύονται τα πιστωτικά όρια, με τους τραπεζίτες να προσφέρουν στήριξη στα χρεόγραφα.

Οι τράπεζες, επίσης, παρείχαν αναχρηματοδότηση προς τους χρηματοπιστωτικούς οίκους που ασχολούνταν με κινητές αξίες. Ωστόσο, οι εμπορικές τράπεζες συνέχισαν να μειώνονται σε σημασία και να απομακρύνονται όλο και περισσότερο από την έννοια του εφόρου του καπιταλισμού. Πολλοί αναλυτές έχουν αναφερθεί στην άνοδο του «σκιώδους τραπεζικού τομέα» που αντικατέστησε τόσο την παραδοσιακή εμπορική τραπεζική όσο και την παραδοσιακή επενδυτική τραπεζική. Ο έφορος του «money manager capitalism» ήταν η σκιώδης τράπεζα.

Όμως, δεν είναι σαφές ότι οι σκιώδεις τράπεζες συνέχισαν να χρηματοδοτούν την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας. Τις τελευταίες δύο ή τρεις δεκαετίες φαίνεται ότι κυριάρχησε το χρηματοοικονομικό κεφάλαιο έναντι της βιομηχανίας, με τις χρηματοοικονομικές καινοτομίες να πολλαπλασιάζονται αλλά και να κατευθύνονται προς τη χρηματοδότηση του trading σε τιτλοποιημένα προϊόντα. Αυτά, ως επί το πλείστον, είναι σχετικά ομοιογενή δάνεια (πολλά εξ αυτών είναι εγγυημένα από εταιρίες που ανήκουν στο κράτος) που υποτίθεται ότι ήταν εύκολο να τιμολογηθούν στις αγορές. Δεδομένου ότι έπρεπε να είναι ως επί το πλείστον τυποποιημένα, είναι σαφές ότι δεν χρηματοδοτούν τους ιδιοσυγκρασιακούς επιχειρηματίες που συμμετέχουν στην σουμπτεριανή καινοτομία.

Ως εκ τούτου, η χρηματοδότηση φαίνεται να έχει απομακρυνθεί από τη χρηματοδότηση για την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας. Ένα μεγάλο μέρος των χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων, συμπεριλαμβανομένων των συμβάσεων αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου και τους σύνθετους τίτλους (εξασφαλισμένες χρεωστικές υποχρεώσεις) δεν ήταν τίποτα περισσότερο από στοιχήματα που απέδιδαν εφόσον το υποκείμενο χρέος υποβαθμιζόταν από τους βαθμολογητές πιστωτικού κινδύνου. Όπως γνωρίζουμε σήμερα, ένα μεγάλο μέρος του χρέους ήταν «πόνζι», που απαιτούσε από τους οφειλέτες να δανείζονται για την καταβολή των τόκων. Στην περίπτωση πολλών από τα subprime στεγαστικά δάνεια, η χρεοκοπία μπορούσε να αποφευχθεί μόνο εάν οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων (η αξία των κατοικιών) αυξάνονταν αρκετά, έτσι ώστε οι οφειλέτες να μπορούσαν είτε να αναχρηματοδοτήσουν με ευνοϊκότερους όρους είτε να πουλήσουν τα περιουσιακά στοιχεία για την αποπληρωμή κεφαλαίου και τόκου.

Οι καινοτομίες ενθάρρυναν την ανάπτυξη αυτού που ο Μίνσκυ ονόμασε «ευθραυστότητα», ένας ολοένα και πιο ασταθής χρηματοοικονομικός τομέας που οδηγούσε σε ασταθείς οικονομικές σχέσεις. Τα νοικοκυριά (και σε ορισμένες οι επιχειρήσεις και ο δημόσιος τομέας) ήταν υπερχρεωμένα. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν υπερμολυμένα. Τα περιουσιακά στοιχεία που φαινόταν να είναι ρευστά βασιζόντουσαν στην ηρεμία της αγοράς—με τα πρώτα σημάδια της κρίσης, η πλασματική ρευστότητα ξαφνικά θα εξαφανίζονταν.

Η υποδομή του χρηματοπιστωτικού συστήματος κατάρρευσε ολόκληρη στις αρχές του 2007 (Wray 2010). Λίγο μετά που έκαναν την εμφάνισή τους τα πρώτα σημάδια ότι τα νοικοκυριά είχαν πρόβλημα με την αποπληρωμή των δανείων τους και οι τιμές των κατοικιών έπαψαν να αυξάνονται, το χρηματοπιστωτικό σύστημα πάγωσε. Οι σκιώδεις τράπεζες δεν μπορούσαν να αναχρηματοδοτήσουν τις θέσεις τους σε περιουσιακά στοιχεία. Οι εμπορικές τράπεζες μπορούσαν να στραφούν προς τις κεντρικές τράπεζες για βοήθεια, όμως αρνήθηκαν να παράσχουν ρευστότητα στο σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση εξαπλώθηκε γρήγορα σε όλο τον κόσμο. Με την εξάπλωσή της, η κρίση ρευστότητας μεταμορφώθηκε σε μια κρίση φερεγγυότητας, καθώς αποκαλύφθηκε η αμφιβόλου αξία των υποκείμενων στοιχείων του ενεργητικού.

9. Γιατί οι κυρίαρχες προσεγγίσεις δεν είναι σε θέση να εξηγήσουν τι πάει στραβά με το χρηματοπιστωτικό σύστημα

Στην κυρίαρχη (mainstream) βιβλιογραφία, η κύρια δικαιολογία για την κρατική «παρέμβαση» είναι το πρόβλημα της «αποτυχίας της αγοράς». Αυτή η τοποθέτηση βασίζεται σε μια συγκεκριμένη θεωρητική και ιδεολογική σκοπιά. Η πεποίθηση είναι ότι οι «αγορές» μπορούν να οργανώσουν τη διαδικασία παραγωγής και ότι η έκβασή της αγοράς είναι προτιμητέα έναντι εναλλακτικών μεθόδων οργάνωσης. Ακόμη, γίνεται αποδεκτό ότι η αγορά μπορεί να «αποτύχει», αλλά η άποψη είναι ότι η αιτία γι' αυτή την εξέλιξη οφείλεται στο πρόβλημα της κατανομής που αναφέρθηκε ο Άνταμ Σμιθ. Το κράτος μπορεί να επιλύσει αυτή την αποτυχία με την παροχή κατάλληλων κινήτρων για

την ανακατανομή των πόρων. Κάποιοι ορθόδοξοι οικονομολόγοι αναγνωρίζουν ακόμη και ότι οι «αποτυχίες της αγοράς» μπορούν να δημιουργήσουν το «κεϋνσιανό» πρόβλημα της ανεπαρκούς ζήτησης (που θεωρείται ως «αποτυχία συντονισμού»). Το κράτος διαδραματίζει θετικό ρόλο μέσω της δημοσιονομικής ή νομισματικής πολιτικής για την αύξηση της ζήτησης. Ωστόσο, αυτές οι αποτυχίες της αγοράς φαίνεται να προκύπτουν από ατέλειες και είναι βραχυπρόθεσμης φύσης. Οι δυνάμεις της αγοράς θεωρούνται δυνάμεις εξισορρόπησης. Συνεπώς, η κρατική παρέμβαση έχει ως στόχο τη διόρθωση της ατέλειας.

Ωστόσο, τα κυρίαρχα επιχειρήματα είναι θεμελιωδώς λανθασμένα και ανεφάρμοστα όσον αφορά τη διαδικασία της καινοτομίας. Ας δούμε τους πιο σημαντικούς λόγους για τους οποίους η κυρίαρχη άποψη είναι εσφαλμένη.

A. Όπως υποστήριξε ο Κέυνς ακόμη και πριν από τη «Γενική Θεωρία» (στο *The End of Laissez Faire*, για παράδειγμα), η έννοια του άορατου χεριού προέρχεται από την πολιτική ιδεολογία, όχι από την οικονομική θεωρία. Το επιχειρήμα του επιβεβαιώθηκε αργότερα από τη θεωρία της γενικής ισορροπίας, η οποία ανάγκασε τους υποστηρικτές αυτής της άποψης να εγκαταλείψουν την έρευνα για την απόδειξη ότι, σε ένα πολύ απλό μοντέλο της αγοραίας οικονομίας στην οποία υπάρχει ένας φορέας ισορροπίας τιμών, οι δυνάμεις της αγοράς θα κινηθούν προς την αποτελεσματική κατανομή των πόρων. Το πρόβλημα του Σμιθ δεν οφείλεται στις αδυναμίες της αγοράς, αλλά λαμβάνει χώρα ακόμα και στις περιπτώσεις όπου ο κάθε παράγοντας στο μοντέλο αντιδρά με τον πλέον βέλτιστο τρόπο στα μηνύματα της αγοράς. Το πρόβλημα είναι ότι η διαδικασία της ίδιας της αγοράς δεν ωθεί γενικά την οικονομία προς την ισορροπία. Όπως υποστήριξε ο Κέυνς, στην πραγματικότητα αυτό σημαίνει ότι το «δημόσιο συμφέρον» δεν εξυπηρετείται καλά από την επιδίωξη του «ιδιωτικού συμφέροντος», όπως ο Σμιθ είχε προτείνει. Δεν υπάρχει καμία απόδειξη ότι η «αγορά» επιδιώκει την ισορροπία.

B. Σημειώστε επίσης ότι τα μοντέλα γενικής ισορροπίας δεν έχουν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αλλά ούτε καν χρήμα. Όπως είπε ο Κέυνς, η παραγωγή στην καπιταλιστική οικονομία είναι οργανωμένη γύρω από το χρήμα. Αρχίζει με το χρήμα (για τη χρηματοδότηση της παραγωγής) για καταλήξει με περισσότερο χρήμα από ό, τι ξεκίνησε. Ο στόχος είναι το χρήμα, οπότε δεν υπάρχει κανένας λόγος να υποθέσουμε ότι οι αποφάσεις για την παραγωγή είναι συνεπείς με την «αποτελεσματική κατανομή» των πόρων. Στην πραγματικότητα, πολλές από τις πιο σημαντικές χρηματοοικονομικές καινοτομίες κατά τη διάρκεια του τελευταίου μισού αιώνα δεν είχαν τίποτα να κάνουν με την αύξηση της προσφοράς χρηματοδότησης για την «κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας». Σε μεγάλο βαθμό είχαν να κάνουν με τη χρηματοδότηση θέσεων σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (με τη διαστρωμάτωση του χρέους στο χρέος, που είναι χαρακτηριστικό της διαδικασίας που πολλοί αποκαλούν «χρηματιστικοποίηση») και στη συνέχεια με την κερδοσκοπία στην εξέλιξη των τιμών των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων. Το περιβόητο «συνθετικά» εξασφαλισμένα χρεωστικά είναι ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα. Στην ουσία ήταν παράγωγα στοιχήματα ότι θα πέσει η αξία των (παράγωγων) ενυπόθηκων τίτλων, καθώς οι ιδιοκτήτες κατοικιών θα έκαναν στάση πληρωμών στις υποθήκες τους. Προφανώς και

αυτά τα χρηματοοικονομικά εργαλεία δεν προωθούσαν την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας.

Γ. Οι αγορές είναι τα αποτελέσματα του τρόπου με τον οποίο αλληλεπιδρούν οι διάφοροι οργανισμοί—νοικοκυριά, επιχειρήσεις και δημόσιες υπηρεσίες. Η κατανόηση του τρόπου με τον οποίον λαμβάνουν αποφάσεις αυτοί οι οργανισμοί και της δυναμικής που καθοδηγεί τις επενδύσεις τους απαιτεί την κατανόηση της οργανωσιακής δυναμικής και όχι της δυναμικής της «αγοράς». Σε ό, τι αφορά τις επενδύσεις στην καινοτομία, είναι σημαντικό να κατανοήσουμε πώς αντιλαμβάνονται οι επιχειρήσεις τον ρίσκο και την αβεβαιότητα, καθώς οι περισσότερες προσπάθειες καινοτομίας αποτυγχάνουν, και πώς να αφιερώσουμε τους απαραίτητους πόρους για μεγάλες χρονικές περιόδους (Lazonick και Mazzucato 2013). Στην πραγματικότητα, όπως θα διερευνήσουμε πιο αναλυτικά παρακάτω, οι τάσεις καινοτομίας καθοδηγούνται σε μεγάλο βαθμό από τη χάραξη πολιτικής. Πολλές από τις πιο σημαντικές καινοτομίες στην μεταπολεμικό περίοδο υποστηρίχθηκαν οικονομικά από το κράτος, το οποίο χρηματοδότησε τη βασική έρευνα και αργότερα εγγυήθηκε στις αγορές για τα αποτελέσματα των προϊόντων (Block και Keller 2011, Mazzucato 2013a). Οι αλλαγές στην χάραξη πολιτικής τα τελευταία 30 χρόνια έχουν αλλάξει ριζικά το περιβάλλον μέσα στο οποίο λαμβάνει χώρα η καινοτομία—και που είναι εις βάρος της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας. Όπως έχουμε αναφέρει, το μείζον πρόβλημα είναι η απώλεια της υπομονετικής χρηματοδότησης, η οποία τροφοδοτούνταν σε μεγάλο βαθμό από το κράτος, με την κερδοσκοπική χρηματοδότηση να έχει καταλάβει τη θέση της. Η εν λόγω εξέλιξη δεν είναι διόλου ευνοϊκή για το είδος της καινοτομίας που προωθεί την ανάπτυξη της οικονομίας.

Δ. Οι οικονομίες απαιτούν τη δημιουργία αξίας, καθώς και την εξαγωγή αξίας. Η κυρίαρχη οικονομική θεωρία προϋποθέτει ότι οι αγορές καθορίζουν την εξαγωγή (δήθεν ανάλογα με την παραγωγικότητα του καθενός από τους παράγοντες της παραγωγής), όμως η πραγματικότητα είναι ότι η κατανομή της αξίας που δημιουργείται καθορίζεται από μια πολύπλοκη διαδικασία. Επιπλέον, οι αγορές δεν δημιουργούν αξία, ενώ ακόμη και η εξαγωγή της αξίας διαμορφώνεται σε μεγάλο βαθμό εκτός των αγορών. Οι ανεπτυγμένες αγορές είναι το αποτέλεσμα και όχι η αιτία της οικονομικής ανάπτυξης (Reinert 2007, Polanyi 1944). Οι ίδιες οι αγορές αποτελούν θεσμούς και δεν υπάρχει ένας ενιαίος τύπος της αγοράς. Είναι χαρακτηριστικό ότι το είδος της αγοράς που κυριαρχεί στη νεοκλασική θεωρία (η δημοπρατική αγορά) σπανίζει στον πραγματικό κόσμο. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι τιμές καθορίζονται πριν εισχωρήσουν στις αγορές οι συντελεστές παραγωγής. Οι δομές ανταμοιβής έχουν αλλάξει σημαντικά κατά το παρελθόν τέταρτο του αιώνα, εν μέρει λόγω των αλλαγών στη χάραξη πολιτικής, με τρόπο που επιτρέπουν την εξαγωγή της αξίας από κορυφαία διοικητικά στελέχη επιχειρήσεων και ένα σχετικά μικρό αριθμό των παραγόντων της χρηματοοικονομικής αγοράς. Αυτή η εξέλιξη συνέβαλε σημαντικά στην άνευ προηγουμένου αύξηση της συγκέντρωσης του πλούτου και του εισοδήματος στην κορυφή της οικονομικής πυραμίδας και ως εκ τούτου στην αύξηση της ανισότητας της κατανομής. Τα κυρίαρχα οικονομικά επικεντρώνονται στην τεχνολογική αλλαγή, που υποτίθεται ότι είναι το αποτέλεσμα των δυνάμεων της αγοράς, αλλά η πραγματικότητα είναι ότι ένα μεγάλο μέρος της εξαγωγής της αξίας που έχει συσσωρευτεί στα χέρια εκείνων που βρίσκονται

στην κορυφή της οικονομικής πυραμίδας έχει να κάνει με τη χειραγώγηση της τιμής των μετοχών (Lazonick 2013). Ο Μίνσκυ δικαίως ανησυχούσε για την αυξανόμενη εξάρτηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, επειδή οι αλλαγές στους κανόνες που προχωρούσε η συγκεκριμένη επιτροπή ήταν καταλυτικοί στη διαδικασία της μεταβίβασης του ελέγχου της εξαγωγής της αξίας προς τα ανώτατα διοικητικά στελέχη των επιχειρήσεων (Lazonick και Mazzucato 2013).

Ε. Η νεοκλασική θεωρία υποθέτει τη στενότητα των πόρων (που απαιτείται για να δημιουργήσει μια θετική τιμή), ωστόσο η χρηματοδότηση δεν είναι σπάνιος πόρος. Η νεοκλασική θεωρία (όπως και η νεο-σουμπετεριανή θεωρία) ταυτίζει συνήθως τη χρηματοδότηση με την αποταμίευση και υποθέτει ότι οι χρηματοοικονομικοί μεσάζοντες ειδικεύονται στην κατανομή της ελλιπούς προσφοράς των αποταμιεύσεων μεταξύ ανταγωνιστικών χρήσεων (επενδύσεις, δημόσια ελλείμματα, καθαρές εισαγωγές). Η κριτική της θεωρίας των δανειζόμενων κεφαλαίων από τον Κέυνς είναι σημαντική για τους λόγους για τους οποίους η συγκεκριμένη προσέγγιση είναι λανθασμένη για την κατανόηση της χρηματοδότησης. Όπως υποστήριξε ο Μίνσκυ, αυτό που στην πραγματικότητα κάνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι να αποδέχονται υποσχετικές ενώ εκδίδουν τις δικές τους. Δεν υπάρχει καμία έλλειψη πόρων. Αντίθετα, πρόκειται για μια διαδικασία *underwriting*. Αυτό που σπανίζει είναι οι καλοί δανειολήπτες. Οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες μείωσαν το ρόλο του *underwriting*, αντικαθιστώντας ένα μοντέλο βασισμένο στην αγορά στο οποίο υποτίθεται ότι οι αγορές θα μπορούσαν να τιμολογήσουν και να κατανέμουν αποτελεσματικά τον ρίσκο που θα αξιολογούνταν από ουσιαστικά μη ρυθμισμένους, κερδοσκοπικούς οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Όπως αποδείχθηκε, το νέο μοντέλο δεν ήταν περισσότερο αποτελεσματικό (με την έννοια ότι ήταν λιγότερο δαπανηρό, δεδομένου ότι απαιτούσε περισσότερους παίκτες στην εξαγωγή της αξίας) και ήταν καταστροφικά ανεπαρκές όσον αφορά την εκτίμηση του ρίσκου.

ΣΤ. Τις τελευταίες δεκαετίες, η πεποίθηση ότι οι χρηματοπιστωτικές αγορές είναι περισσότερο αποτελεσματικές όταν αφήνονται να λειτουργήσουν μόνες τους συνέβαλε στη νομιμοποίηση της ιδέας της απορρύθμισης. Η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση προκαλεί έντονα αμφιβολίες για την εγκυρότητα αυτής της άποψης, ωστόσο είναι σαφές ότι η μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα εξακολουθεί να επικεντρώνεται στη χρήση των κινήτρων της αγοράς και σε απλές επιδιορθώσεις γύρω από τη λειτουργία των τραπεζών. Αυτό συμβαδίζει με την προσέγγιση της αποτυχίας της αγοράς στα κυρίαρχα οικονομικά. Δεν αντιπροσωπεύει τη θεμελιώδη ανασύσταση του χρηματοπιστωτικού συστήματος που υποστήριξε ο Μίνσκυ για την ανακατεύθυνση της χρηματοδότησης προς την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας. Ως αποτέλεσμα, δεν υπήρξαν θεμελιώδεις αλλαγές και το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος παραμένει αναμφισβήτητα εξίσου εύθραυστο όπως ήταν πριν από το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007–08. Επιπλέον, η χρηματοδότηση συνεχίζει να μην λειτουργεί με στόχο την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας.

Ζ. Η θεώρηση της αποτυχίας της αγοράς μπορεί να περιγράψει μόνο ένα σενάριο σταθερής κατάστασης στο οποίο η δημόσια πολιτική αποσκοπεί στο να διορθώσει τις

πηγές αποτυχίας ούτως ώστε οι αγορές να μπορούν να συνεχίσουν να κάνουν αυτό που κάνουν καλύτερα: να κατανέμουν αποτελεσματικά τους πόρους. Υποθέτει ότι, από τη στιγμή που θα διορθωθούν οι αποτυχίες, η αγορά θα είναι σε θέση να κατευθύνει την οικονομία σε μια πορεία μεγέθυνσης και ανάπτυξης. Αλλά οι αγορές είναι εξαιρετικά μυωπικές και μπορούν να κατανέμουν τους πόρους μόνο κατά μήκος μιας υπάρχουσας τεχνοοικονομικής τροχιάς. Ως εκ τούτου, η θεώρηση της αποτυχίας της αγοράς έχει ελάχιστα πράγματα να πει όταν η πολιτική είναι απαραίτητη για τη δυναμική δημιουργία και διαμόρφωση νέων αγορών. Αυτό σημαίνει ότι η θεώρηση της αποτυχίας της αγοράς είναι προβληματική για την αντιμετώπιση της καινοτομίας και των κοινωνικών προκλήσεων, επειδή δεν μπορεί να εξηγήσει τις μετασχηματιστικές, καταλυτικές δημόσιες επενδύσεις με επίκεντρο την αποστολή. Στην πραγματικότητα, ενώ οι αγορές είναι σε θέση να παράγουν «ποσοτική αλλαγή», η κατεύθυνση της ποιοτικής αλλαγής που συχνά παρέχουν οι αγορές δημιουργεί αναντίστοιχα αποτελέσματα με βάση τις ανάγκες της κοινωνίας. Αυτός είναι ο λόγος που το κράτος, και όχι οι αγορές, είναι αυτό που ανέκαθεν παρέχει την κατευθυντικότητα για τους τεχνοοικονομικούς μετασχηματισμούς.

Η. Τα εργαλεία της θεώρησης για την αποτυχία της αγοράς όσον αφορά την αξιολόγηση της δημόσιας πολιτικής (στατική ανάλυση κόστους-οφέλους) δεν είναι σε θέση να συλλάβουν αποτελεσματικά τα είδη της μετασχηματιστικής αλλαγής που προκύπτουν, για παράδειγμα, από τις δημόσιες πολιτικές που είναι προσανατολισμένες σε αποστολή. Επιπλέον, από την άποψη της θεώρησης της αποτυχίας της αγοράς, η δημόσια πολιτική πρέπει να ελαχιστοποιεί τις «κρατικές» αποτυχίες. Ως εκ τούτου, η θεώρησης της αποτυχίας της αγοράς απαιτεί ένα ελάχιστο κράτος και το είδος οργανισμών δημόσιου τομέα που είναι μονωμένοι από τα συμφέροντα του ιδιωτικού τομέα, αλλά που μιμούνται τις οργανώσεις του ιδιωτικού τομέα στην επιδίωξή τους για οικονομική αποτελεσματικότητα. Αυτό οδηγεί σε ένα κρατικό μηχανισμό που δεν είναι σε θέση να εμπλακεί με τον πειραματισμό (που είναι απαραίτητος για τη μετασχηματιστική αλλαγή) και αδυνατεί να αντιμετωπίσει την αβεβαιότητα (στην οποία βασίζεται η διαδικασία της καινοτομίας). Τελικά, η εργαλειοθήκη της θεώρησης της αποτυχίας της αγοράς οδηγεί σε ένα παραλυτικό, μη επιχειρηματικό κράτος.

10. Η ανασύσταση του χρηματοπιστωτικού συστήματος για την υποστήριξη της κεφαλαιακής ανάπτυξης

Ο Μίνσκυ είχε προειδοποιήσει ότι «η μείωση του βάρους των τραπεζών στη χρηματοδότηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας τείνει να αυξάνει τη σημασία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε σχέση με εκείνη της Ομοσπονδιακής Τράπεζας. Το γεγονός ότι ορισμένοι μεγάλοι οργανισμοί που πιστοποιούνται ως εμπορικές τράπεζες λειτουργούν περισσότερο σαν επενδυτικές τράπεζες είναι ένα θέμα που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες αξιολόγησης ομολόγων, ακόμη και ενώ η ρυθμιστική δομή για τις τράπεζες παραμένει αμετάβλητη. Το ζήτημα πολιτικής που αναδύεται από τη μείωση της σχετικής σημασίας των θεσμών που είναι πιστοποιημένοι ως τράπεζες είναι κατά πόσο η υφιστάμενη θεσμική δομή ρύθμισης και εποπτείας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων χρειάζεται να τροποποιηθεί κατά σοβαρό τρόπο» (Minsky 1994, σελ. 2).

Σε μια σειρά από κείμενα που γράφτηκαν στις αρχές του 1990, ο Μίνσκυ εντόπισε αρκετά προβλήματα με τον μετασχηματισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος που θα οδηγήσουν παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Αλλά επέκτεινε ακόμη περισσότερο το επιχειρήματά του ότι είχαμε μπει σε ένα νέα στάδιο του καπιταλισμού, σε αυτό που ονόμασε «money manager capitalism» (βλ Wray 2009, 2010, 2012). Σήμερα, ακόμη ανακάμπτουμε από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, αλλά δεν έχουμε επιλύσει τα πιο θεμελιώδη προβλήματα που συνδέονται με αυτό το είδος του καπιταλισμού. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, ο Μίνσκυ ξεκίνησε ένα πρόγραμμα στο Levy Economics Institute που ονόμασε «Ανασύσταση του χρηματοπιστωτικού συστήματος με σκοπό την προώθηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας». Ως ειδικός στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και ιδιαίτερα στις χρηματοοικονομικές καινοτομίες που είχαν προκαλέσει τον μετασχηματισμό της οικονομίας στο στάδιο καπιταλισμού που ονόμασε «money manager capitalism», οι απόψεις του Μίνσκυ είναι απαραίτητες για την κατανόηση της επίτευξης της διαδικασίας της «ανασύστασης» του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ο Μίνσκυ τόνισε ότι βρισκόμαστε μπροστά σε δύο είδη περιορισμών όσον αφορά την προώθηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας. Ο πρώτος περιορισμός έχει να κάνει είναι το πρόβλημα του Σμιθ ότι οι πόροι μπορεί να κατευθύνονται σε λάθος τομείς (το πρόβλημα της κατανομής). Ο δεύτερος περιορισμός είναι το «κεϋνσιανό» πρόβλημα ότι μπορεί να απασχολούνται ανεπαρκείς πόροι (το πρόβλημα της «ενεργούς ζήτησης»). Και οι δύο περιορισμοί μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να δικαιολογήσουν ένα μεγαλύτερο ρόλο για το κράτος, ένα κράτος που μπορεί να επηρεάσει την κατανομή των πόρων και να αυξήσει το γενικό επίπεδο της δραστηριότητας προκειμένου να διασφαλιστεί ότι απασχολούνται όλοι οι πόροι. Ο Μίνσκυ τόνισε, επίσης, ότι το κράτος παίζει το ρόλο του ρυθμιστή και του επόπτη, έναν ρόλο που υπερβαίνει τα ζητήματα της κατανομής των πόρων και περιλαμβάνει την προώθηση του δημοσίου συμφέροντος ενώ περιορίζει το κοινωνικό κόστος της ιδιωτικής δραστηριότητας. Όπως υποδηλώνουν τα παραπάνω σχόλια του, ο Μίνσκυ ανησυχούσε ιδιαίτερα για το γεγονός ότι αυτές οι δραστηριότητες είχαν περάσει υπό την ευθύνη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (μειώνοντας τον ρόλο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας και επίσης της Ομοσπονδιακής Εταιρείας Ασφάλισης Καταθέσεων και του Γραφείου του Ελεγκτή του Νομίσματος).

Στην επόμενη ενότητα θα χρησιμοποιήσουμε τις απόψεις του Μίνσκυ για να αναπτύξουμε μια εναλλακτική για τη μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

11. Μια εναλλακτική άποψη του ρόλου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

Ο καπιταλισμός είναι ένα χρηματοοικονομικό σύστημα, που απαιτεί μια σειρά από χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Ακολουθώντας τα χνάρια του Μίνσκυ, μπορούμε να προσδιορίσουμε πέντε βασικές λειτουργίες που πρέπει να παρέχονται από τις «τράπεζες»: (α) ένα ασφαλές και υγιές σύστημα πληρωμών, (β) βραχυπρόθεσμα δάνεια προς τα νοικοκυριά, τις επιχειρήσεις και, ενδεχομένως, τις κρατικές και τοπικές αρχές, (γ) ένα ασφαλές και υγιές σύστημα στεγαστικής πίστης, (δ) μια σειρά από χρηματοοικονομικές υπηρεσίες όπως ασφαλιστικές, χρηματοπιστωτικές και

αποταμιευτικές υπηρεσίες και (ε) τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των θέσεων σε ακριβά πάγια περιουσιακά στοιχεία (Βλ., Wray 2010 για λεπτομέρειες.) Σημειώστε ότι δεν υπάρχει κανένας λόγος για τον οποίο θα πρέπει να ενοποιηθούν αυτές οι λειτουργίες ή να ανήκουν σε ιδιώτες. Για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας, θα αγνοήσουμε τις κατηγορίες α, β, και δ. Θέλουμε να επικεντρωθούμε στην παραδοσιακή εμπορική και επενδυτική τραπεζική, καθώς και στην μεταρρύθμισή της με σκοπό την προώθηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας.

Ιστορικά, οι εμπορικές τράπεζες παρείχαν βραχυπρόθεσμα δάνεια προς τις επιχειρήσεις για τους μισθούς και άλλες παραγωγικές δραστηριότητες, καθώς και για τη χρηματοδότηση των αποθεμάτων, ενώ οι επενδυτικές τράπεζες παρείχαν μακροπρόθεσμα δάνεια για τη χρηματοδότηση των επιχειρηματικών θέσεων σε στοιχεία ενεργητικού κεφαλαίου. Οι δραστηριότητες της εμπορικής τραπεζικής έπρεπε να είναι σχετικά χαμηλού ρίσκου, διότι οι εμπορικές τραπεζικές υποχρεώσεις, οι καταθέσεις, έπρεπε να διατηρούν επίπεδο ισότητας έναντι του νομίσματος. Με την τυπική μόχλευση των ιδίων κεφαλαίων και των ταμειακών ροών (σε μεγάλο βαθμό τα αποθεματικά), οι εμπορικές τράπεζες δεν θα μπορούσαν να επιβιώσουν απώλειες από δάνεια πάνω από λίγες ποσοστιαίες μονάδες, χωρίς να θέσουν υπό αμφισβήτηση την ικανότητά τους να διατηρήσουν επίπεδο ισότητας. Αμφιβολίες σχετικά με την κατάσταση μιας τράπεζας δημιουργεί προβλήματα ρευστότητας και τραπεζικές επιδρομές. Οι δραστηριότητες υψηλού ρίσκου έπρεπε να χρηματοδοτηθούν από τις επενδυτικές τράπεζες, οι οποίες ήταν συνήθως ετερόρρυθμες εταιρείες (μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1990, όταν πολλές από τις μεγαλύτερες εταιρείες κατέφυγαν σε προσφορές νέων χρεογράφων) που μπορούσαν να επιβιώσουν ανά διαστήματα μεγάλες απώλειες (τον παλιό καιρό, οι εταίροι έπρεπε να προσθέσουν κεφάλαια για την κάλυψη των ζημιών). Την ίδια στιγμή, οι επενδυτικές τράπεζες μπορούσαν να παίξουν το παιχνίδι της αντιστάθμισης ρίσκου-απόδοσης, διαμορφώνοντας αρκετά κέρδη από τις καλές τους ευκαιρίες για την κάλυψη ζημιών από τις κακές επενδύσεις.

Σημειώστε ότι στις πέντε κύριες λειτουργίες της τραπεζικής δεν συμπεριλάβαμε τη χρηματοδότηση τις καινοτομίας. Η καινοτομία εμπεριέχει μεγάλη αβεβαιότητα και απαιτεί υπομονετική χρηματοδότηση, οπότε δεν θα έπρεπε να είναι κανονικά συνάρτηση της εμπορικής τραπεζικής. Οι επενδυτικές τράπεζες θα μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν άμεσα τις επενδύσεις και την καινοτομία (διακρατώντας τις υποχρεώσεις των φορέων καινοτομίας), αλλά συνήθως διευθετούν την διαδικασία της χρηματοδότησης—κυμαινόμενα ομόλογα και αποθέματα ή διευθετούν συγχωνεύσεις και εξαγορές.

Σε γενικές γραμμές, οι καινοτομικές επιχειρήσεις στρέφονται αλλού για χρηματοδότηση. Δεν εκδίδουν μετοχές ή ομόλογα, εκτός και αν είναι ήδη καθιερωμένες επιχειρήσεις. Αλλά ακόμη και οι καθιερωμένες επιχειρήσεις μπορούν να έχουν πρόβλημα με την έκδοση ομολόγων για τη χρηματοδότηση ριψοκίνδυνων καινοτομιών που έχουν αβέβαιες προοπτικές. Τουλάχιστον στις ΗΠΑ, οι καθιερωμένες επιχειρήσεις συχνά εκδίδουν συμμετοχικούς τίτλους για τη χρηματοδότηση επενδύσεων ή καινοτομιών (όπως αναλύεται παρακάτω, οι αμερικανικές εταιρείες είναι κατά κανόνα καθαροί αγοραστές ιδίων κεφαλαίων). Η κύρια πηγή χρηματοδότησης για τις καινοτομίες προέρχεται από το κράτος είτε απευθείας είτε μέσω της χρηματοδότησης για τη βασική

έρευνα. Τα τελευταία χρόνια, τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών παρέχουν χρηματοδότηση για την καινοτομία, αλλά συνήθως μόνο στα προχωρημένα στάδια. Οι περισσότερες από τις σημαντικές μεταπολεμικές καινοτομίες επωάστηκαν στα ερευνητικά χέρια των μεγάλων εταιρειών, όπως είναι η Bell Labs, με τη χρήση των αδιανέμητων κερδών και με σημαντική κρατική χρηματοδότηση της έρευνας και της ανάπτυξης και με την κρατική εγγύηση αγορών για προϊόντα με βάση το κόστος συν μια προσαύξηση (Block και Keller 2011).

12. Δημιουργία ή εξαγωγή αξίας;

Η νεοκλασική θεωρία υποθέτει ότι οι εργαζόμενοι και η διοίκηση αποζημιώνονται πλήρως για τη συμβολή τους στη διαδικασία της παραγωγής μέσω των μισθών και των ημερομισθίων τους, αλλά ο επιχειρηματίας είναι αυτός που ανταμείβεται για την αβεβαιότητα που εμπλέκεται στην παραγωγή. Το επιχείρημα της νεοκλασικής θεωρίας είναι ότι επειδή οι περισσότερες σημαντικές επιχειρήσεις είναι (ή θα είναι) εταιρείες, ο μέτοχος είναι αυτός που κουβαλάει τον ρίσκο. Η ιδέα είναι ότι οι καινοτομίες είναι θεμελιωδώς ριψοκίνδυνες, οπότε, όταν αποδίδουν καρπούς, οι μέτοχοι που έχουν αναλάβει τον ρίσκο της απώλειας πρέπει να είναι αυτοί που θα καρπωθούν τα οφέλη από τις περιστασιακές επιτυχίες της καινοτομίας. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, ο στόχος της καινοτομικής επιχείρησης θα πρέπει να είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων (Lazonick 2009).

Ωστόσο, η καινοτομία είναι μια συλλογική, σωρευτική και αβέβαιη διαδικασία. Είναι μια διαδικασία μάθησης που εκτυλίσσεται με την πάροδο του χρόνου. Το συλλογικό όργανο είναι αυτό που αναλαμβάνει τον κίνδυνο: το κράτος, οι εργαζόμενοι, τα πανεπιστήμια, οι χρηματοδότες, η διοίκηση και οι μέτοχοι (Lazonick 2012). Οι επιτυχημένες καινοτομίες δημιουργούν αξία. Αλλά, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η εξαγωγή τη αξίας δεν είναι στενά συνδεδεμένη με τις εισφορές που κατέβαλε κάθε μέλος του συλλογικού οργάνου. Στην πραγματικότητα, είναι δύσκολος, αν όχι αδύνατος, ο προσδιορισμός της συνεισφοράς λόγω της συλλογικής, σωρευτικής και αβέβαιης διαδικασία της καινοτομίας. Δυστυχώς, ένα όλο και μεγαλύτερο μερίδιο από την εξαγωγή της αξίας μεταβιβάζεται προς ένα μικρό υποσύνολο του συλλογικού οργάνου. Το κράτος και οι εργαζόμενοι δεν μοιράζονται ως επί το πλείστον τους καρπούς της καινοτομίας.

Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ένα μεγάλο μέρος της εξαγωγής της αξίας λαμβάνει χώρα στις αγορές ιδίων κεφαλαίων (Lazonick και Mazzucato 2013). Η πρώτη μέθοδος είναι μέσω της δημόσιας εγγραφής. Κατά τη διάρκεια της αναπτυξιακής φάσης, η ανώτατη διοίκηση και μερικές φορές οι κύριοι ερευνητές ανταμείβονται με δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών. Όταν η επιχείρηση περάσει στη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής, οι μετοχές είναι αρχικά υποτιμημένες, επιτρέποντας στους «insiders» να αγοράσουν σε χαμηλή τιμή και να πουλήσουν όταν οι τιμές ανεβαίνουν. Η δεύτερη μέθοδος είναι μέσω της εξαγοράς των μετοχών. Οι «insiders» ασκούν επιλογές πριν ξεκινήσει η εταιρεία την εκστρατεία για την αγορά ιδίων μετοχών που αυξάνει τις τιμές. Οι «insiders» πουλούν μετά την άνοδο των τιμών. Λόγω των αλλαγών των κανόνων, οι «insiders» μπορούν να μετρούν την ημερομηνία απονομής του δικαιώματος προαίρεσης

αγοράς μετοχών, αντί την ημερομηνία της αγοράς, για να ξεκινήσει η αντίστροφη μέτρηση προς την ημερομηνία κατά την οποία μπορούν να πουλήσουν τις θέσεις. Αυτό επιτρέπει μεγαλύτερη ασφάλεια στα κέρδη, δεδομένου ότι μπορούν να ασκήσουν επιλογές ακριβώς πριν από την επαναγορά και να πουλήσουν αμέσως μετά την άνοδο των τιμών, χωρίς τον κίνδυνο ότι πρέπει να διατηρήσουν αποθέματα μετά το ανώτατο σημείο της ανόδου των τιμών, όταν οι τιμές αρχίζουν να πέφτουν.

Η άλλη όψη αυτής της διαδικασίας της εξαγωγής της αξίας είναι ότι ορισμένοι φορείς—δηλαδή, οι εργαζόμενοι και το κράτος—που κουβαλούν ένα μεγάλο μέρος του ρίσκου και της αβεβαιότητας που πηγάζει από την ανάληψη επιχειρηματικών πρωτοβουλιών με επίκεντρο την καινοτομία δεν ανταμείβονται κατάλληλα. Γιατί δεν καρπώνονται με μια άμεση ανταμοιβή όταν οι δημόσιοι οργανισμοί έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη χρηματοδότηση των επαναστατικών καινοτομιών μέσω επενδύσεων που είναι επικεντρωμένες σε αποστολή (Mazzucato 2013a); Ορισμένοι οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι το κράτος ανταμείβεται έμμεσα μέσω του φορολογικού συστήματος, ωστόσο η φοροδιαφυγή από τις επιχειρήσεις και τους ιδιώτες, το χαμηλό επίπεδο των φορολογικών συντελεστών και η παγκοσμιοποίηση της επένδυσης και της αλυσίδας της παραγωγής σημαίνει ότι οι δημόσιοι οργανισμοί που χρηματοδοτούν τις καινοτομίες βρίσκονται όλο και σε πιο δυσχερή θέση σχετικά με τα κέρδη που μπορούν να αντλήσουν από την αβεβαιότητα που απορροφήθηκε μέσω επενδύσεων (συχνά στο πρώιμο στάδιο της καινοτομίας) υψηλού κινδύνου.

Αυτό το βραχυπρόθεσμα μη ισορροπημένο σύστημα καταλήγει μακροπρόθεσμα σε ένα μη βιώσιμο σύστημα. Όπως αναφέρθηκε στην ενότητα 6, το θέμα δεν είναι ότι το κυρίαρχο κράτος χρειάζεται τα φορολογικά έσοδα προκειμένου να επενδύσει στην καινοτομία (κανείς δεν ανησυχεί αν ένα κυρίαρχο κράτος έχει αρκετά φορολογικά έσοδα για τη χρηματοδότηση πολέμου. Αυτό που μετράει είναι οι πραγματικοί πόροι που είναι διαθέσιμοι για τη διεξαγωγή του πολέμου.), αλλά ότι μια πιο άμεση ανταμοιβή θα επέτρεπε, πρώτον, μια καλύτερη παρακολούθηση των αποφάσεων κατανομής (τη μέτρηση της επιτυχίας) και, δεύτερον, θα καθιστούσε τους πολίτες λιγότερο ανήσυχους σχετικά με τις αναπόφευκτες αποτυχίες των επενδύσεων στις καινοτομίες, όπως η περίπτωση με την επένδυση στην Solyndra (π.χ., αν γνωρίζουν ότι οι αποδόσεις από την επιτυχημένη επένδυση στην Tesla μπορεί να καλύψουν τις ζημιές που προκύπτουν από μια αποτυχημένη επένδυση).

Ο όλο και πιο κερδοσκοπικός χαρακτήρας των χρηματοοικονομικών αγορών έχει σπρώξει προς τα εμπρός τον χρόνο της κεφαλαιοποίησης των καινοτομιών. Έγκυρες πληροφορίες για τις καινοτομίες επιτρέπουν στους «insiders» να αποκομίζουν κέρδη από τις τιμές των μετοχών πολύ πριν οδηγήσουν οι καινοτομίες σε εμπορεύσιμα προϊόντα. Πράγματι, η κερδοσκοπική χρηματοδότηση μπορεί να εξάγει αξία ακόμη και όταν δεν έχουν εμφανιστεί προϊόντα. Οι επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων μπορούν να αποκομίσουν τεράστια κέρδη με αυτόν τον τρόπο, με μικρή επένδυση των δικών τους κεφαλαίων. Μετά από τροποποιήσεις που επήλθαν χάρη στο Employee Retirement Income Security Act, οι επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων μπορούν να συνεργαστούν με τα συνταξιοδοτικά ταμεία που περιορίζονται στους εταίρους που πληρώνουν συνήθως 2% προμήθεια συν 20% των κερδών στους ομόρρυθμους

εταίρους των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Χρησιμοποιώντας προσφορές δημόσιας εγγραφής και συγχωνεύσεις και εξαγορές, οι επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων εξάγουν αξία καθώς αυξάνουν την τιμή των μετοχών και στη συνέχεια πωλούν, ενώ τα περισσότερα από τα κέρδη τους καταλήγουν την τσέπη τους καθώς οι φορολογικοί συντελεστές για τα κεφαλαιουχικά κέρδη είναι ιδιαίτερα χαμηλοί.

Οι δραστηριότητες αυτές ενθαρρύνονται από τον συνδυασμό της μεταβαλλόμενης φύσης της καινοτομίας των προϊόντων, της χρηματοοικονομικής καινοτομίας, της αλλαγής των κανόνων και των αλλαγών στη φορολογική νομοθεσία που προσφέρουν ευνοϊκότερη μεταχείριση στα κεφαλαιακά κέρδη. Το Εθνικό Ινστιτούτο Υγείας δαπάνησε περίπου 31 δις δολάρια ετησίως, με το μερίδιο του λέοντος να πηγαίνει προς την βιοφαρμακευτική, αλλά με λίγα χειροπιαστά αποτελέσματα. Οι κορυφαίες επιχειρήσεις που συμπεριλαμβάνονται στην λίστα των S&P 500 δαπάνησαν 3 τρις δολάρια την περίοδο 2001–2010 σε επαναγορές μετοχών, που ισοδυναμεί με άνω από το 50% των κερδών (Lazonick 2014). Δεδομένου ότι ποτέ δεν ξαναπουλούν τα αποθέματα, ουσιαστικά αυτά αποτελούν «one-way» στοιχήματα που ωφελούν τις πωλήσεις των «insiders». Με άλλα λόγια, δεν υπάρχει κανένα όφελος για τις επιχειρήσεις, αφού είναι απλή εξαγωγή καθαρής αξίας από ιδιώτες πωλητές των αποθεμάτων. (Θα μπορούσε κανείς να δικαιολογήσει το όφελος της επαναγοράς μετοχών από την άνοδο των αγορών ιδίων κεφαλαίων αν πουλιόντουσαν στο ανώτατο σημείο τους για μετρητά με σκοπό τη χρηματοδότηση των επενδύσεων και της E&A, αλλά κάτι τέτοιο δεν συμβαίνει.)

Τι είδους αλλαγές θα μπορούσαν να ενθαρρύνουν την καινοτομία και τον αναπροσανατολισμό της προς την μακροπρόθεσμη κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας; Αρχικά πρέπει να βελτιώσουμε το εθνικό σύστημα καινοτομίας, το οποίο απαιτεί τη συμμετοχή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των επιχειρηματικών κεφαλαίων, του κράτους, των πανεπιστημίων και των ακαδημαϊκών ερευνητών, των εργαζομένων στον χώρο παραγωγής, των μηχανικών και των χρηστών. Όλα αυτά συνδέονται μέσω οργανωσιακών σχέσεων, όχι μέσω των αγορών, όπου η καινοτομία προωθείται μέσω της δημιουργίας μιας κουλτούρας που προάγει την ασφάλεια όλων των ενδιαφερόμενων μερών που δημιουργούν αξία. Το σημερινό σύστημα της εξαγωγής της αξίας αυξάνει την ανασφάλεια και την αβεβαιότητα στη διαδικασία της καινοτομίας, επειδή τα περισσότερα από τα ενδιαφερόμενα μέρη δεν ανταμείβονται επαρκώς, συμπεριλαμβανομένου του κράτους, των εργαζομένων, ακόμη και των χρηστών.

Ακόμη πιο σημαντικό, η υπομονή πρέπει να επιβραβεύεται. Οι προσφορές δημόσιας εγγραφής, οι επαναγορές μετοχών και οι εξαγορές και συγχωνεύσεις που έχουν σχεδιαστεί για τη μείωση του εργατικού δυναμικού και το «ξεγύμνωμα» των περιουσιακών στοιχείων με σκοπό την γρήγορη πώληση ανταμείβουν την ανυπομονησία—τα γρήγορα κεφαλαιακά κέρδη έναντι του εισοδήματος από την παραγωγή και τέλη για τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών έναντι των αποδόσεων προς τους μακροπρόθεσμους επενδυτές. Το κράτος πρέπει να παίξει μεγαλύτερο ρόλο στην παροχή υπομονετικής χρηματοδότησης και στην εξασφάλιση αγορών για τα προϊόντα. Οι φορολογικοί συντελεστές για τα κεφαλαιακά κέρδη θα πρέπει να αυξηθούν, προκειμένου να εξαλείψουν τα κίνητρα για κερδοσκοπική συμπεριφορά. Η χρηματοδότηση προσανατολισμένη σε αποστολή, καθώς και η

χρηματοδότηση περιουσιακών στοιχείων, θα συνδέσει τη χρηματοοικονομική επιτυχία με την επιτυχή δημιουργία του προϊόντος.

13. Χρηματοοικονομική καινοτομία και παγκόσμια ρύθμιση

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων τριών ή τεσσάρων ετών, υπήρξε σημαντική σύγκλιση της πολιτικής σε ολόκληρο τον κόσμο, καθώς οι χώρες άνοιξαν τις οικονομίες τους στο εμπόριο και στις ροές κεφαλαίων. Αυτή η εξέλιξη απαιτούσε σημαντικά επίπεδα απορρύθμισης και μείωσης τη εποπτείας, προκειμένου να επιτραπεί στις εγχώριες τράπεζες να ανταγωνιστούν με τις διεθνείς τράπεζες. Το δόγμα της Συναινεσης της Ουάσιγκτον έπαιξε σημαντικό ρόλο στην συγκεκριμένη περίπτωση και η αιτιολογία ήταν ότι αυτή η εξέλιξη θα οδηγούσε σε σύγκλιση, καθώς οι αναπτυσσόμενες χώρες αναπτύσσονταν με ταχείς ρυθμούς και κάλυπταν τη διαφορά με τις πλούσιες χώρες. Ωστόσο, το αποτέλεσμα ήταν η διόγκωση της απόκλισης, καθώς οι φτωχοί έγιναν φτωχότεροι και οι χώρες μεσαίου εισοδήματος παγιδεύτηκαν (Reinert 2007). Ανάμεσα σε τουλάχιστον μερικές από τις πλούσιες χώρες, το αποτέλεσμα ήταν επίσης η διόγκωση της απόκλισης, καθώς οι πλούσιοι έγιναν ακόμη πιο πλούσιοι και σχεδόν όλοι οι υπόλοιποι βίωσαν συρρίκνωση του βιοτικού τους επιπέδου σε σχετικούς όρους, αλλά ακόμη και σε πραγματικούς όρους καθώς μειώθηκαν οι πραγματικοί μισθοί. Η εγχώρια ανάπτυξη ήταν άνιση, με το μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών να κατευθύνονται προς τον χρηματοοικονομικό τομέα, τον τομέα των ακινήτων και τη βιοφαρμακευτική.

Η μείωση της κρατικής εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα αύξησε τον ανταγωνισμό, ωστόσο η απορρύθμιση ήταν σε σημαντικό βαθμό αντίδραση στην αύξηση του ανταγωνισμού από τις «σκιδώδεις τράπεζες». Ο υψηλός ανταγωνισμός έδωσε το έναυσμα για την ανάπτυξη της χρηματοοικονομικής καινοτομίας, που συνέβαλε στην αύξηση της μόχλευσης και σε μεγαλύτερη χρήση των δεσμεύσεων εκτός του ισολογισμού (συμπεριλαμβανομένων των παραγώγων). Πολλές από τις καινοτομίες οδήγησαν στην αύξηση της ρευστότητας των χρηματοοικονομικών μέσων, που στην πραγματικότητα, όμως, αποδείχθηκε πως δεν ήταν τίποτα παραπάνω από μια περίπτωση πλασματικής ρευστότητας, η οποία εξαφανίστηκε αμέσως από τη στιγμή που το σύστημα άρχισε να βιώνει έντονες πιέσεις το 2008.

Το μεγαλύτερο μέρος της παγκόσμιας οικονομίας «χρηματιστικοποιήθηκε» (Krippner 2005). Πρώτον, είναι σημαντικό να αναγνωρίσουμε ότι η χρηματιστικοποίηση δεν είναι χρηματοδότηση. Για λόγους σύγκρισης, ας λάβουμε υπόψη τις υποθήκες. Οι απλοί αποταμιευτικοί οργανισμοί της δεκαετίας του 1970 χρηματοδότησαν επίσης ένα μεγάλο ποσοστό της αγοράς κατοικιών, όπως το μοντέλο της Γουόλ Στριτ τη δεκαετία του 2000. Οι εν λόγω αποταμιευτικοί οργανισμοί σχεδόν ποτέ δεν κατέρρευσαν, επειδή οι δανειολήπτες σπανίως αθετούσαν τις υποχρεώσεις τους. Οι αποταμιευτικοί οργανισμοί συνεργάζονταν με τους δανειολήπτες που αντιμετώπιζαν οικονομικά προβλήματα, προκειμένου να μη χάσουν τα σπίτια τους. Τα κέρδη προέκυπταν αργά, αλλά ήταν σχεδόν σίγουρα. Η επιτυχία των αποταμιευτικών οργανισμών της δεκαετίας του '70 βασίστηκε στην επιτυχία των δανειοληπτών. Η διαδικασία του καλού *underwriting* συν η ύπαρξη ενός ευνοϊκού μακροοικονομικού περιβάλλοντος (αύξηση του εισοδήματος των

νοικοκυριών, σχετικά σταθερά επιτόκια, αργές αλλά σταθερά αυξανόμενες τιμές των κατοικιών) εξασφάλισαν την επιτυχία. (Το συγκεκριμένο μοντέλο αντιμετώπισε προβλήματα για πολλούς λόγους, ανάμεσα στους οποίους ήταν το μονεταριστικό πείραμα του Volcker, που οδήγησε τα επιτόκια μίας ημέρας πάνω από το 20%, η στασιμότητα των εισοδημάτων, η αλλαγή της ιδιοκτησιακής δομής των αποταμιευτικών οργανισμών που έφερε τους οικονομικούς εγκληματίες και τους κερδοσκόπους ακινήτων περιουσιών στην διοίκηση αυτών των οργανισμών, κοκ.) Οι αποταμιευτικοί οργανισμοί παρείχαν υπομονετική και τοπική χρηματοδότηση, με τα συμφέροντα των καταθετών, των ιδιοκτητών και της κοινότητας να είναι ευθυγραμμισμένα.

Το μοντέλο της χρηματοπιστικοποίησης των κατοικιών που εμπνεύστηκε η Γουόλ Στριτ χρησίμευσε ως πραγματικό περιουσιακό στοιχείο πίσω από ένα μεγάλο αριθμό χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων η αξία των οποίων προερχόταν από την κατοικία. Η σημασία του underwriting μειώθηκε καθώς αυξήθηκαν οι προσδοκίες για την αύξηση της τιμής των κατοικιών. Το αν ο ιδιοκτήτης της κατοικίας μπορούσε ή δεν μπορούσε να εξυπηρετήσει την υποθήκη δεν είχε σημασία. Ο ιδιοκτήτης είτε θα αθετούσε τις υποχρεώσεις του (και το σπίτι θα πουλιόταν στην εκτιμημένη αξία για να καλυφτεί η υποθήκη) είτε θα προχωρούσε στην αναχρηματοδότηση με μια καλύτερη υποθήκη. Οι υποθήκες ήταν συσκευασμένες με τρόπο που έδιναν αξία στις τιλοποιήσεις (η αξία προέκυπτε από τη ροή της πληρωμής των στεγαστικών δανείων) και οι εν λόγω τίτλοι συσκευαζόντουσαν σε μια ποικιλία άλλων παραγώγων, ορισμένα εκ των οποίων προσφέρονταν ως εργαλεία που επέτρεπαν τον στοιχηματισμό υπέρ ή κατά της αγοράς στεγαστικών δανείων στο σύνολό της. Άλλα εργαλεία υποτίθετο ότι παρείχαν «ασφάλιση» σε εκείνους που κατείχαν τίτλους υποστηριζόμενους από υποθήκες.

Πίσω από όλη αυτή την χρηματοπιστικοποίηση ήταν το εισόδημα των ιδιοκτητών των κατοικιών και πολλαπλά στρώματα χρηματοοικονομικών μέσων. Το σύστημα κατέρρευσε όταν οι ιδιοκτήτες δεν ήταν σε θέση να συνεχίσουν να καταβάλλουν τις δόσεις, που δεν ήταν αρχικά σε θέση να καταβάλλουν: οι κατοικίες ήταν υπερτιμημένες (και η υποθήκη μπορούσε να είναι πάνω από το 100% της αξία της κατοικίας), οι όροι των υποθηκών ήταν ιδιαίτερα δυσμενείς, η οικονομία βρισκόταν σε φάση επιβράδυνσης, με πολλούς εργαζόμενους να βιώνουν μείωση του μισθού τους, και τα πρόστιμα για την καθυστέρηση της αποπληρωμής των δανείων (που σε πολλές περιπτώσεις ήταν διαμορφωμένα με δόλιο τρόπο) συσσωρεύονταν. Το «νέο μοντέλο» ήταν αναποτελεσματικό (πάρα πολλά δάχτυλα στην πίτα, όλα εκ των οποίων συμμετείχαν στην εξαγωγή αξίας), άκρως ριψοκίνδυνο (πολύ συχνά με τη μορφή «πόνζι») και εξαρτιόταν απόλυτα από την αύξηση στις τιμές των κατοικιών. Ακόμα και αν αφήσουμε κατά μέρος τη διάχυτη απάτη που κρυβόταν πίσω από αυτό το μοντέλο χρηματοδότησης, το μοντέλο ήταν διαμετρικά αντίθετο με το δημόσιο συμφέρον, δηλαδή την προώθηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας. Άφησε πίσω του ολόκληρες γειτονιές εγκαταλειμμένων σπιτιών, καθώς και νέα χτίσματα που δεν μπορούσαν να πουληθούν.

Οι τίτλοι που υποστηρίζονταν από υποθήκες και άλλα διάφορα παράγωγα κυκλοφορούσαν σε παγκόσμιο επίπεδο, με αποτέλεσμα να εξαπλωθεί γρήγορα η κρίση σε ολόκληρο τον κόσμο. Όπως είχε υποστηρίξει ο Μίνσκυ το 1987, η τιλοποίηση και η

παγκοσμιοποίηση της χρηματοδότησης ήταν άρρηκτα συνδεδεμένες μεταξύ τους. Δίχως την τιτλοποίηση, τα μόνα περιουσιακά στοιχεία με επαρκώς ομοιογενή χαρακτηριστικά για να εμπορεύονται στις διεθνείς αγορές είναι τα κρατικά ομόλογα ή οι μετοχές που εμπορεύονται στα μεγάλα χρηματιστήρια. Η τιτλοποίηση μετέτρεψε την υπομονετική και την τοπική χρηματοδότηση σε μια λειτουργία εξαιρετικά ανυπόμονης και παγκόσμιας χρηματοδότησης.

14. Η χρηματοδότηση στον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης

Τα πρότυπα του underwriting βελτιώθηκαν στον απόηχο της κρίσης και οι πλέον ριψοκίνδυνες μορφές τιτλοποιήσεων εξαφανίστηκαν, ωστόσο οι κατοικίες εξακολουθούν να είναι χρηματιστικοποιημένες. Οι εκκενωμένες κατοικίες πωλήθηκαν στα αντισταθμιστικά αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου που πειραματίζονται με την ομαδοποίηση τους προς πώληση στους landlords ως μίσθωση ακινήτων ή σε πόλεις που τα κατεδαφίζουν για τη δημιουργία πράσινων χώρων ή για τους σκοπούς της αστικής γεωργίας. Οι προβληματικές τιτλοποιήσεις και οι υποθήκες πωλούνται επίσης με έκπτωση στα κερδοσκοπικά αμοιβαία κεφάλαια που τα πουλούν στους συλλέκτες χρέους για να κυνηγήσουν τους πρώην ιδιοκτήτες οι οποίοι δεν συνειδητοποίησαν ότι η κατάσχεση δεν σημαίνει άφεση χρέους. Οι «πυρηνικές» υποθήκες μπορεί να έχουν καταστρέψει τους ιδιοκτήτες τους, αλλά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τα χρέη παραμένουν.

Η χρηματιστικοποίηση έχει τις ρίζες της στην αρπακτική εξαγωγή της αξίας. Τα τελευταία χρόνια, ο χρηματοοικονομικός και ο ασφαλιστικός τομέας και ο τομέας των ακινήτων αντιπροσώπευαν το 20% της προστιθέμενης αξίας και καρπωνόταν το 40% των εταιρικών κερδών. Ο δείκτης του χρέους επί του ισολογισμού αναλογεί στο 500% του ΑΕΠ, που σημαίνει ότι κάθε δολάριο εισοδήματος πρέπει να εξυπηρετεί πέντε δολάρια χρέους. Αυτά τα χρέη δεν κουβαλούν μόνο ροές τόκων, αλλά επίσης (ολοένα και περισσότερο) μια ποικιλία τελών. Όπως προαναφέρθηκε, πολλά από τα τέλη προκαταβάλλονται, που σημαίνει ότι έχουν καταβληθεί πριν από τη λήψη εισοδήματος για την εξυπηρέτηση του χρέους. Συχνά, τα τέλη και ακόμη και οι τόκοι κεφαλαιοποιούνται στο χρέος (το οποίο μπορεί να οδηγήσει σε αυτό που ο Μίνσκυ αποκάλεσε χρηματοδότηση «πόνζι»). Ένα μεγάλο μέρος της χρηματιστικοποίησης στοχεύει στα νοικοκυριά (χρηματιστικοποιημένες κατοικίες, χρηματιστικοποιημένη εκπαίδευση, χρηματιστικοποιημένη υγειονομική περίθαλψη, χρηματιστικοποιημένα αυτοκίνητα, χρηματιστικοποιημένος θάνατος, μοχλεύοντας τη ζωή κάτω από στρώματα χρέους), αυξάνοντας την ανασφάλεια και αναγκάζοντας τα νοικοκυριά να εξαρτιούνται κάθε μήνα από τον μισθό τους.

Οι επιχειρήσεις δεν εξαιρούνται από αυτή τη διαδικασία, καθώς υπάρχουν κίνητρα να αναλάβουν χρέος αντί να εκδώσουν μετοχικό κεφάλαιο (οι τόκοι μπορεί να αφαιρεθούν από τους φόρους) προκειμένου να αποφύγουν τις εχθρικές εξαγορές μέσω της στρατηγικής συσσώρευσης του χρέους (οι «αγελάδες μετρητών» αποτελούν πρωταρχικούς στόχους για εξαγορές που θα απογυμνώσουν τα περιουσιακά στοιχεία και θα αφήσουν την επιχείρηση με στρώματα χρέους). Πολλοί αναφέρονται ακόμη στην

εποχή του Michael Milken, ωστόσο οι μοχλευμένες εξαγορές της δεκαετίας του 2000 επισκίασαν το κύμα εξαγορών της δεκαετίας του 1980. Έτσι, τόσο τα νοικοκυριά όσο και οι επιχειρήσεις ζουν σε μια αβέβαιη και επισφαλής κατάσταση, η οποία καθιστά αδύνατο τον μακροπρόθεσμο σχεδιασμό.

Πώς μπορούμε να αντιστρέψουμε τη διαδικασία της χρηματιστικοποίησης; Είναι σημαντικό να καταλάβουμε ότι δεν είναι η πρώτη φορά που οι ανεπτυγμένες καπιταλιστικές οικονομίες αντιμετωπίζουν αυτή την κατάσταση. Η περίοδος από τα τέλη του 19ου αιώνα έως το 1929 ήταν επίσης μια περίοδος χρηματιστικοποίησης, την οποία ο Χίλφρεντιγκ αποκάλεσε περίοδο του «χρηματιστικού καπιταλισμού», ένας όρος που δανείστηκε ο Μίνσκυ για να προσδιορίσει αυτό το στάδιο του καπιταλισμού. Ο Μίνσκυ υποστήριξε ότι το στάδιο του χρηματιστικού καπιταλισμού έληξε με την Μεγάλη Ύφεση, με τους νέους θεσμούς του New Deal, με τη συρρίκνωση της χρηματοδότησης (μέσω των νέων κανονισμών, αλλά και με τη διάλυση μερικών εκ των πλέον ριψοκίνδυνων και δόλιων ιδρυμάτων), καθώς και με την ανάπτυξη του «μεγάλου κράτους» την περίοδο του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, και ονόμασε το νέο στάδιο «διαχειριστικό καπιταλισμό κράτους πρόνοιας». Για σχεδόν δύο γενιές μετά το τέλος του πολέμου, οι πλούσιες χώρες εξελίχθηκαν σε ένα περιβάλλον με μικρό και στενά ελεγχόμενο χρηματοπιστωτικό τομέα, ο οποίος ήταν απλός, ασφαλής και μικρός. Δεν υπήρχε πρόβλημα με αυτή την κατάσταση, διότι η οικονομική ανάπτυξη, η αύξηση των μισθών και η αύξηση της κατανάλωσης σε ένα περιβάλλον γιγαντιαίων επιχειρήσεων με τιμολογιακή ισχύ, ένα ευνοϊκό εμπορικό ισοζύγιο και η κρατική στήριξη δημιουργούσαν διακρατούμενα κέρδη για την εσωτερική χρηματοδότηση των επενδύσεων και τη χρηματοδότηση της έρευνας και της ανάπτυξης.

Ωστόσο, η χρηματοδότηση ξεπέρασε σταδιακά τους περιορισμούς των μεταρρυθμίσεων της δεκαετίας του 1930, ο ξένος ανταγωνισμός περιόρισε την τιμολογιακή ισχύ και η κρατική στήριξη εξασθένησε. Η οικονομία γινόταν όλο και περισσότερο χρηματιστικοποιημένη και, τελικά, οι αναλογίες του χρέους ξεπέρασαν το ιστορικό 300% του ΑΕΠ της δεκαετίας του '30, σκαρφαλώνοντας στο 500% στις παραμονές της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007–08. Αυτό που μάθαμε από τη μεταπολεμική εμπειρία είναι ότι ένας υπερδιογκωμένος χρηματοπιστωτικός τομέας δεν ευνοεί υποχρεωτικά την ανάπτυξη. Με άλλα λόγια, η χρηματιστικοποίηση δεν είναι το ίδιο πράγμα με τη χρηματοδότηση. Αντίθετα, η καλά στοχευμένη χρηματοδότηση είναι πολύ πιο σημαντική από το μέγεθος του χρηματοπιστωτικού τομέα.

15. Επισκόπηση των προτάσεων του Μίνσκυ για την μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, το κύριο ερευνητικό έργο του Μίνσκυ ήταν επικεντρωμένο προς τον αναπροσανατολισμό της χρηματοδότησης για την κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας. Με τον όρο «κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας», ο Μίνσκυ εννοούσε την ανάπτυξη που περιλάμβανε το ιδιωτικό κεφάλαιο, το ανθρώπινο κεφάλαιο και τα δημόσια κεφάλαια, με τον όρο «κεφάλαιο» να αποτελεί μια επίσης πολύ ευρεία έννοια που σήμαινε παραγωγική

ικανότητα. Στην ακόλουθη ενότητα παρέχουμε μια γρήγορη περίληψη των απόψεων του Μίνσκυ για τη χρηματοδότηση της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας και την ανάγκη της μεταρρύθμισης του υφιστάμενου χρηματοπιστωτικού συστήματος.[17]

Ο Μίνσκυ υποστήριξε ότι η μεταρρύθμιση του συστήματος απαιτεί την κατανόηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που συνεπάγεται τη διαμόρφωση ενός κατάλληλου πλαισίου. Ξεκίνησε με την άποψη ότι ο καπιταλισμός είναι ένα χρηματοοικονομικό σύστημα. Η κυρίαρχη, νεοκλασική θεωρία δεν είναι χρήσιμη επειδή αρνείται τη σημασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Πράγματι, όπως είπε ο Frank Hahn, ακόμη και η καλύτερη πτυχή της νεοκλασικής θεωρίας (εννοούσε τη θεωρία γενικής ισορροπίας) δεν είναι σε θέση να εντάξει το χρήμα στο μοντέλο. Πρόσφατα, ο Charles Goodhart (2008) υποστήριξε ότι αυτό οφείλεται στην «υπόθεση εγκαρσιότητας», την παραδοχή ότι κανείς ποτέ δεν χρεοκοπεί. Αν αυτό αληθεύει, δεν υπάρχει ανάγκη για ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο υποτίθεται ότι αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα, δεδομένου ότι οι αποταμιευτές μπορούν να δανείζουν απευθείας στους επενδυτές, χωρίς να ανησυχούν για τους κινδύνους.

Πρέπει επίσης να αναγνωρίσουμε ότι η χρηματοοικονομική δομή της οικονομίας έχει γίνει πολύ πιο ευάλωτη κατά τη διάρκεια του τελευταίου ήμισυ του αιώνα. Το σύστημα μοιάζει, από πολλές απόψεις, με εκείνο στα τέλη της δεκαετίας του 1920, όταν είχε γίνει υπερβολικά «χρηματιστικοποιημένο» και προέβαινε σε εξαιρετικά ριψοκίνδυνες δραστηριότητες. Ο Μίνσκυ υποστήριξε ότι αυτή η εύθραυστη δομή καθιστά πιθανή τη στασιμότητα ή ακόμα και μια βαθιά ύφεση. Ο ίδιος προειδοποίησε ότι μια στάσιμη καπιταλιστική οικονομία δεν θα μπορεί να προωθήσει την κεφαλαιακή ανάπτυξη. Ωστόσο, αυτό μπορεί να βελτιωθεί με τη μεταρρύθμιση της χρηματοοικονομικής δομής σε συνδυασμό με την εύστοχη χρήση της δημοσιονομικής ισχύος του κράτους. Ως εκ τούτου, πρέπει να καταλάβουμε τι είδους χρηματοοικονομικές μεταρρυθμίσεις είναι απαραίτητες, και θα πρέπει να αναθεωρήσουμε τις απόψεις μας σχετικά με τις δημοσιονομικές εξουσίες που διαθέτει το κράτος.

Χρειαζόμαστε, επίσης, πολιτικές που υποστηρίζουν την καινοτομία και ενισχύουν τον ρόλο του κράτους σε πολλά από τα στάδια που απαιτούνται για την πραγματοποίηση της καινοτομίας. Από μόνο του, αυτό δεν είναι αρκετό. Πρέπει να αλλάξουμε το περιβάλλον στο οποίο λαμβάνονται οι αποφάσεις από τα ανώτατα διοικητικά στελέχη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων: την εξάλειψη της υποστήριξης προς τις κερδοσκοπικές δραστηριότητες, την αύξηση του ποσοστού των κεφαλαιακών κερδών προκειμένου να μειωθεί το κίνητρο για βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, τον αναπροσανατολισμό της χρηματοδότησης μακριά από τον χρηματοπιστωτικό τομέα, την ενθάρρυνση της υπομονετικής χρηματοδότησης, τον εξαναγκασμό των τραπεζών να βελτιώσουν το underwriting, τον περιορισμό της ευθραυστότητας της χρηματοοικονομικής δομής και την προώθηση της καλής διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Σύμφωνα με τον Μίνσκυ, οι τράπεζες δεν είναι κατά κύριο λόγο μεσάζοντες, δεν μεταβιβάζουν αποταμιεύσεις από εκείνους με χαμηλή ροπή κατανάλωσης προς εκείνους που έχουν υψηλή ροπή κατανάλωσης. Αντίθετα, οι τράπεζες «δημιουργούν χρήμα»

μέσω του δανεισμού των δικών τους υποσχετικών προς τους δανειολήπτες. Η επέκταση των δανείων δημιουργεί καταθέσεις. Είναι καλύτερο, υποστήριξε ο Μίνσκυ, να δούμε την επιχειρηματικότητα των τραπεζών ως μια διαδικασία «αποδοχής» των υποχρεώσεων των δανειοληπτών και την πραγματοποίηση πληρωμών για αυτούς με την πίστωση των λογαριασμών των δικαιούχων των δαπανών. Αυτή είναι μια επιχείρηση «δημιουργίας ρευστότητας» στην οποία εμπλέκονται όλα τα είδη των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ωστόσο, ο τελικός πάροχος ρευστότητας είναι το κράτος, συνήθως μέσω της κεντρικής τράπεζας. Μπορούμε να φανταστούμε όλα τα υπόλοιπα είδη ρευστότητας ως «μόχλευση» της τελικής ρευστότητας, χρήμα υψηλής ισχύος.

Το πρόβλημα είναι ότι η επιχείρηση της δημιουργίας ρευστότητας είναι ιδιαίτερα προκυκλική: επεκτείνεται κατά τη διάρκεια της ανόδου της οικονομίας και εξαφανίζεται κατά τη διάρκεια της πτώσης της οικονομίας. Οι χρηματοοικονομικές κρίσεις αρχίζουν ξεκινούν ως μια βιαστική τάση προς την εκκαθάριση, θεωρώντας ότι αυτό που κάποτε θεωρούνταν ρευστό (σχεδόν τόσο καλό όσο τα μετρητά) δεν είναι πλέον ρευστό. Αυτό μπορεί να σταματήσει με την επέμβαση του δανειστή έσχατης καταφυγής. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της κρίσης ρευστότητας, τα προβλήματα φερεγγυότητας εκτίθενται και γίνονται χειρότερα. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν αποδεχθεί υποσχετικές από ιδρύματα που δεν έχουν τη δυνατότητα να τα εξυπηρετήσουν. Η κρίση ρευστότητας κάνει τα πράγματα χειρότερα επειδή, μέσα στη βιασύνη της ρευστότητας, οι οντότητες μειώνουν τις δαπάνες, που μειώνουν στη συνέχεια το εισόδημα και την ικανότητα της εξυπηρέτησης του χρέους. Ξαφνικά, η κρίση ρευστότητας μεταμορφώνεται σε μια κρίση αφερεγγυότητας. Αυτό είναι ένα πολύ πιο δύσκολο πρόβλημα για επίλυση. Αυτό είναι ο λόγος που η οικονομία, έξι χρόνια μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, συνεχίζει να αγκομαχά κάτω από μη εξυπηρετούμενα επίπεδα χρέους.

Η ιδιωτική ρευστότητα, όπως το έθεσε ο Paul McCulley, είναι ιδιαίτερα ενδογενής και η εκ των προτέρων ρευστότητα είναι πάντα μεγαλύτερη από την εκ των υστέρων ρευστότητα.**[18]** Για το λόγο αυτό, οι τραπεζικές πιστώσεις μπορεί να είναι εξαιρετικά αποσταθεροποιητικές. Αυτός είναι ο πυρήνας της υπόθεσης της χρηματοοικονομικής αστάθειας του Μίνσκυ. Ο Μίνσκυ υποστήριξε ότι η μείωση της συγκέντρωσης και ο εξαναγκασμός των τραπεζών α διατηρήσουν τον ρίσκο μπορεί να στρέψει τις τράπεζες πίσω στην τραπεζική σχέση. Το κράτος έχει ένα κρίσιμο ρόλο να παίξει σχετικά με την επαναρρύθμιση και την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ωστόσο, δε υπάρχουν μαγικές συνταγές. Οι τράπεζες θα πρέπει να εποπτεύονται από εκπαιδευμένους και αφοσιωμένους επαγγελματίες που προέρχονται από ρυθμιστικούς οργανισμούς.

Ο Μίνσκυ υποστήριξε ότι υπάρχει επίσης ρόλος για το κράτος σχετικά με την άμεση παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Πιθανές υπηρεσίες που μπορούν άμεσα να παρέχονται από το κράτος περιλαμβάνουν τις εξής:

- Σύστημα πληρωμών
- Άμεσος δανεισμός για την εξυπηρέτηση του δημόσιου σκοπού
- Εγγυήσεις για συμπράξεις δημόσιου-ιδιωτικού τομέα
- Χρηματοδότηση της E&A και σε άλλα μέρη της διαδικασίας της καινοτομίας.

Στο πλαίσιο αυτό απαιτείται μια ποικιλία τύπων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στην επόμενη ενότητα θα επικεντρωθούμε στη μεταρρύθμιση του πιο σημαντικού μέρους του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που είναι οι εμπορικές τράπεζες. Αν και ο τομέας έχει γίνει πολύ μικρότερος (το μερίδιο του επί των συνολικών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων έχει μειωθεί περίπου στο 20% του συνόλου των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα των ΗΠΑ), η κρίση έδειξε ότι οι εμπορικές τράπεζες εξακολουθούν να είναι σημαντικές για την παροχή ρευστότητας στον σκιώδη τραπεζικό τομέα.

16. Προς τη μεταρρύθμιση της εμπορικής τραπεζικής: Απλή, ασφαλής και μικρή

Ακολουθεί μια σύντομη λίστα με τις προτεινόμενες μεταρρυθμίσεις για τις εμπορικές τράπεζες που θα επαναφέρουν αυτή την κατηγορία χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στο ρόλο της κεφαλαιακής ανάπτυξης της οικονομίας. Σημειώστε ότι αυτές οι προτάσεις για μεταρρυθμίσεις απευθύνονται σε ιδρύματα των ΗΠΑ, αν και παρόμοιες μεταρρυθμίσεις θα μπορούσαν να προσαρμοστούν για τις εμπορικές τράπεζες άλλων χωρών.

1. Οι τράπεζες δανείζουν απευθείας σε δανειολήπτες. Δεν υπάρχει περαιτέρω εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος από την πώληση δανείων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων σε τρίτους, αλλά υπάρχουν σημαντικές δαπάνες για το κράτος από τη ρύθμιση και την εποπτεία των εν λόγω δραστηριοτήτων.

2. Οι αμερικανικές τράπεζες δεν μπορεί να παρέχουν επιτόκια με βάση το διατραπεζικό προσφερόμενο επιτόκιο του Λονδίνου, όπου τα επιτόκια καθορίζονται εξωτερικά και υπόκεινται σε χειραγώγηση. Αν δεν προσαρμόζονται με βάση το διατραπεζικό προσφερόμενο επιτόκιο του Λονδίνου, τα επιτόκια που καταβάλλονται από τους αμερικανούς δανειολήπτες, συμπεριλαμβανομένων των ιδιοκτητών ακινήτων και των επιχειρήσεων, θα είχαν μειωθεί, ακριβώς όπως προόριζε η Ομοσπονδιακή Τράπεζα όταν έριξε τα επιτόκια.

3. Οι τράπεζες δεν μπορούν να έχουν θυγατρικές οποιουδήποτε είδους. Κανένας δημόσιος σκοπός δεν εξυπηρετείται με το να επιτρέπεται στις τράπεζες να κατέχουν περιουσιακά στοιχεία «εκτός ισολογισμού».

4. Οι τράπεζες δεν θα πρέπει να επιτρέπονται να δέχονται χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ως εγγύηση για δάνεια. Κανένας δημόσιος σκοπός δεν εξυπηρετείται από την χρηματοοικονομική μόχλευση.

5. Οι αμερικανικές τράπεζες δεν μπορούν να δανείζουν off-shore. Κανένας εθνικός δημόσιος σκοπός δεν εξυπηρετείται με το να επιτρέπεται στις αμερικανικές τράπεζες να δανείζουν για ξένους σκοπούς.

6. Οι τράπεζες δεν μπορούν να αγοράσουν (ή να πουλήσουν) ασφάλιστρα έναντι του κινδύνου αθέτησης πληρωμών. Ο κοινός σκοπός της τραπεζικής ως σύμπραξη δημόσιου και ιδιωτικού τομέα είναι το underwriting και η τιμολόγηση του ρίσκου. μών.

Εάν μια τράπεζα βασίζεται στα ασφάλιστρα έναντι του κινδύνου αθέτησης πληρωμών, στην ουσία μεταβιβάζει την τιμολόγηση του ρίσκου σε τρίτους, που είναι αντίθετο με το δημόσιο σκοπό της τραπεζικής.

7. Οι τράπεζες δεν μπορούν να συμμετάσχουν στην τακτική της αγοραπωλησίας για ίδιο λογαριασμό (proprietary trading) ή σε οποιοσδήποτε κερδοσκοπικές δραστηριότητες πέρα από αυτές του βασικού δανεισμού. Εάν ο δημόσιος τομέας θέλει εξαπλωθεί πέρα από τις τραπεζικές εργασίες για κάποιο υποτιθέμενο δημόσιο σκοπό, αυτό μπορεί να γίνει μέσω άλλων αγορών.

8. Η αξιολόγηση των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών να γίνεται με τη χρήση των πιστωτικών μοντέλων που έχουν εγκριθεί από την Ομοσπονδιακή Εταιρεία Ασφάλισης Καταθέσεων. Να μην επιτρέπεται η αξιολόγηση των τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων με βάση την αγοραία τιμή ενός αγαθού (mark to market). Αν υπάρχει ένα έγκυρο επιχείρημα για να επιτραπεί μια αξιολόγηση με βάση το mark to market, τα περιουσιακά στοιχεία δεν θα πρέπει να είναι τραπεζικά περιουσιακά στοιχεία. Ο κοινός σκοπός της τραπεζικής είναι να διευκολύνει τη χορήγηση δανείων με βάση την ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου αντί την αποτίμηση της αγοράς.

Για την προώθηση αυτού που ο Μίνσκυ αποκάλεσε κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας απαιτούνται άλλες μεταρρυθμίσεις, πέρα από αυτές που αφορούν τη μεταρρύθμιση της εμπορικής τραπεζικής, καθώς αυτό το είδος τράπεζας δεν έχει παραδοσιακά διαδραματίσει άμεσο ρόλο στη χρηματοδότηση της καινοτομίας.

17. Μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος για τη στήριξη της καινοτομίας

Η πολιτική για την καινοτομία δεν μπορεί να αποδώσει εκτός κι αν το χρηματοπιστωτικό σύστημα μεταρρυθμιστεί κατάλληλα ώστε να παρέχει υπομονετικά, μακροπρόθεσμα δεσμευμένα κεφάλαια προς τις καινοτομικές επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι αυτό που λείπει δεν είναι απλά η «χρηματοδότηση» (υπάρχει αφθονία χρηματοδότησης στις αγορές), αλλά το σωστό είδος της χρηματοδότησης. Παρομοίως, η εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να αναδιαρθρωθεί για να εξασφαλίσει ότι τα κέρδη των επιχειρήσεων επανεπενδύονται στην πραγματική οικονομία, και όχι σε τακτικές χρηματιστικοποίησης όπως η αγορά ιδίων μετοχών, οι οποίες κλιμακώθηκαν εκθετικά από τα τέλη της δεκαετίας του 1990. Με αυτή την έννοια, η πολιτική καινοτομίας και οι χρηματοοικονομικές πολιτικές πρέπει να πηγαίνουν χέρι-χέρι.

Η συλλογική, αβέβαιη και σωρευτική φύση της καινοτομίας σημαίνει ότι αυτό που απαιτείται δεν είναι ένα οποιοδήποτε είδος χρηματοδότησης, αλλά η μακροχρόνια δεσμευμένη χρηματοδότηση, η οποία δεν παρέχεται πλέον από τα ιδιωτικά επιχειρηματικά κεφάλαια, τα οποία είναι όλο και περισσότερο επικεντρωμένα στην γρήγορη έξοδο και στη βραχυπρόθεσμη προοπτική του κέρδους. Είναι επίσης απαραίτητο να συνειδητοποιήσουμε ότι δεν υπάρχει μόνο το πρόβλημα της προσφοράς της χρηματοδότησης, αλλά και το πρόβλημα της ζήτησης για χρηματοδότηση—δηλαδή

υπάρχει ανεπάρκεια καινοτομικών επιχειρήσεων υψηλής ανάπτυξης που αναζητούν χρηματοδότηση. Για την καλύτερη στήριξη της καινοτομίας, προτείνουμε τις ακόλουθες μεταρρυθμίσεις για το χρηματοπιστωτικό σύστημα:

1. Η πολιτική για την καινοτομία πρέπει να στοχεύει ολόκληρη την αλυσίδα της καινοτομίας, από την αρχική χρηματοδότηση στο πρώιμο στάδιο της καινοτομίας έως την εμπορευματοποίηση. Το ζήτημα εδώ δεν έχει να κάνει με την έλλειψη χρηματοδότησης, αλλά με την παροχή δεσμευμένων κεφαλαίων από την έναρξη της καινοτομίας μέχρι και το τελικό στάδιο.
2. Δεδομένου του υψηλού ρίσκου που εμπεριέχει η παροχή χρηματοδότησης προς συγκεκριμένες εταιρείες (όπως έγινε με τις περιπτώσεις των Tesla, Solyndra, Apple, Compaq και Intel), είναι απαραίτητο να διακρατούνται κάποιες από τις αποδόσεις από τους δημόσιους φορείς χρηματοδότησης, έτσι ώστε οι (αναπόφευκτες) ζημιές να είναι πολιτικά αποδεκτές και, κατά συνέπεια, εγγυημένος ο επόμενος γύρος των επενδύσεων. Η πολιτική στήριξη για τις κρατικές επενδύσεις μπορεί να επιτευχθεί πιο εύκολα όταν οι πολίτες βλέπουν ότι το κράτος κοινωνικοποιεί όχι μόνο τον ρίσκο αλλά και τα οφέλη. Επιπλέον, η απαίτηση να μοιράζονται οι ιδιώτες δικαιούχοι τα οφέλη λειτουργεί επίσης ως πυξίδα για την κατανομή των πόρων προς την κατεύθυνση αυτών των καινοτομιών.
3. Με το σημερινό σύστημα υπάρχει μεγάλη εκμετάλλευση της δημόσιας χρηματοδότησης από τα ιδιωτικά κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου. Θα πρέπει να διαμορφωθούν διαδικασίες που θα εξασφαλίζουν ότι οι αποδόσεις που αποκομίζουν τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών είναι ανάλογες προς τον πραγματικό ρίσκο που λαμβάνουν, και όχι από τον ρίσκο άλλων, συμπεριλαμβανομένου κυρίως τους κράτους και των μετόχων.
4. Η ανυπόμονη χρηματοδότηση θα πρέπει να φορολογείται αυστηρά, οπότε οι μορφές φόρων επί των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών θα πρέπει να χρησιμοποιούνται για την παροχή περισσότερων κινήτρων για μακροπρόθεσμες επενδυτικές δραστηριότητες..
5. Το αμερικανικό σύστημα καινοτομίας έχει ένα αποκεντρωμένο σύστημα οργανισμών του δημοσίου τομέα που παρέχουν χρηματοδότηση για την εκτέλεση καινοτομιών με επίκεντρο την αποστολή, ωστόσο το σύστημα αυτό είχε ως αποτέλεσμα την κοινωνικοποίηση του ρίσκου και την ιδιωτικοποίηση του κέρδους. Ως εκ τούτου, υπάρχει χώρος για την ανάπτυξη δημοσίων τραπεζών (π.χ., κρατικές επενδυτικές τράπεζες) στην κεφαλαιακή ανάπτυξη της οικονομίας, επειδή είναι σε θέση να μεταρρυθμίσουν το σύστημα εκ των έσω μέσω συγκεκριμένων χρηματοοικονομικών μηχανισμών που βοηθούν στην αποκατάσταση της ισορροπίας του ρίσκου-ανταμοιβής.

18. Το επιχειρηματικό κράτος: Ένας θετικός ρόλος για την κυβέρνηση

Η παρούσα εργασία έχει θέσει τις βάσεις για να σκεφτούμε πώς μπορεί να μεταρρυθμιστεί το σύστημα με βάση τις ιδέες του Σουμπέτερ και του Μίνσκυ.

Η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη είναι αποτέλεσμα της δυναμικής και συμβιωτικής συνεργασίας των παραγόντων του ιδιωτικού και του δημόσιου τομέα. Αυτό που έχουμε σήμερα είναι ένας όλο και περισσότερο χρηματιστικοποιημένος ιδιωτικός τομέας, την αποθησαύριση των μετρητών ή/και τις δαπάνες των κερδών για την ενίσχυση της τιμής των μετοχών, αντί μακροχρόνιους τομείς όπως η E&A και τον σχηματισμό του ανθρωπίνου κεφαλαίου των εργαζομένων, και έναν δημόσιο τομέα που φοβάται να επενδύσει σε μακροπρόθεσμα έργα λόγω της (ιδεολογικής) πίεσης να διατηρηθεί το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ σε χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, οι μακροχρόνιες επενδύσεις είναι αυτές που δημιουργούν την μελλοντική ανάπτυξη, η οποία αυξάνει τον παρονομαστή του δείκτη χρέους. Πράγματι, οι χώρες που πλήττονται περισσότερο σήμερα στην Ευρώπη είναι εκείνες που είχαν μέτρια ελλείμματα, αλλά πολύ λίγες επενδύσεις σε τομείς όπως η E&A και, ως εκ τούτου, είχαν χαμηλά επίπεδα ανάπτυξης (αυξάνοντας έτσι μόνο τον αριθμητή και όχι τον παρονομαστή της αναλογίας του χρέους).

Στο παρελθόν, η παρατεταμένη μακροχρόνια ανάπτυξη ήταν το αποτέλεσμα των δημοσίων δαπανών με επίκεντρο την αποστολή, τα οποία δημιούργησαν νέες αγορές γύρω από τις τεχνολογίες πληροφορίας, τη βιοτεχνολογία, τη νανοτεχνολογία και, σήμερα, την πράσινη τεχνολογία (Mazzucato 2013a). Αυτό δεν έχει να κάνει μόνο για με τις επενδύσεις στην τεχνολογία, αλλά και με τις πολιτικές που επιτρέπουν την ανάπτυξη των καινοτομιών, επηρεάζοντας την παραγωγικότητα σε όλους τους τομείς. Πράγματι, χωρίς τις πολιτικές της προαστικοποίησης, η επανάσταση στη μαζική παραγωγή δεν θα είχε πλήρως εξελιχθεί.

Αυτό που απαιτείται σήμερα είναι μια εξίσου φιλόδοξη πολιτική που θα επικεντρώνεται γύρω από την πράσινη οικονομία, για παράδειγμα, όπου ο δημόσιος τομέας μπορεί να επενδύσει σε δραστηριότητες υψηλής έντασης κεφαλαίου και υψηλού τεχνολογικού ρίσκου που ο ιδιωτικός τομέας φοβάται να αγγίξει, καθώς και συναφείς πολιτικές που καθιστούν πιο επιθυμητό για τους καταναλωτές να αλλάξουν τις καταναλωτικές τους συνήθειες και τον τρόπο ζωής (Mazzucato και Perez 2014).

Είναι σημαντικό να συνειδητοποιήσουμε ότι τα φορολογικά κίνητρα δεν παίζουν τόσο σημαντικό ρόλο. Οι επιχειρήσεις δεν επενδύουν μέχρι να εντοπίσουν μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης, ανεξάρτητα από τα σημερινά τρέχοντα έξοδα (που επηρεάζονται από τη φορολογία ή τα επιτόκια). Για το λόγο αυτό, η εξάρτηση στις φορολογικές επιδοτήσεις ή η πολιτική χαμηλών επιτοκίων έχει ελάχιστα αποτελέσματα από την άποψη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας ανάπτυξης. Από την άλλη πλευρά, το μέλλον της τεχνολογίας και οι ευκαιρίες της αγοράς σχετίζονται έντονα με τη φιλόδοξη και επιχειρηματική εμπλοκή του κρατικού τομέα. Το κράτος πρέπει να διαδραματίσει ενεργό ρόλο, όχι μόνο παθητικό ρόλο που βασίζεται σε μικροαλλαγές στα κίνητρα της αγοράς.

Σημειώσεις

1. Το Λονδίνο και η Νέα Υόρκη είναι τα πιο σημαντικά χρηματοοικονομικά κέντρα. Η ζώνη του ευρώ έχει επίσης βιώσει παρόμοια προβλήματα, τα οποία έγιναν ακόμη πιο περίπλοκα από τις ασυνήθιστες νομισματικές ρυθμίσεις (κάθε μέλος-κράτος είναι υπεύθυνο για τα δικά του χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αλλά με περιορισμένη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική ανεξαρτησία).

2. <http://www.infrastructurereportcard.org/a/#p/overview/executive-summary>, πρόσβαση στις 20.05.2014. Σημειώστε ότι ο Πρόεδρος Μπαράκ Ομπάμα αντιμετώπισε το πρόβλημα των υποδομών το 2015 στην ετήσια ομιλία για την Κατάσταση της Ενωσης και ο γερουσιαστής των ΗΠΑ Bernie Sanders απευθύνθηκε στο έλλειμμα υποδομών στην έκθεσή του με τον τίτλο *Preview of the Congressional Budget Office Budget and Economic Report: Rebuilding the Disappearing Middle Class*, 24 Ιανουαρίου 2015.

3. Ένα καλό παράδειγμα είναι η μόχλευση εξαγορών, όπου μια εταιρεία με μικρό χρέος θεωρείται ως «αγελάδα μετρητών» που μπορούν να εξαγοραστεί, με μεγάλη μόχλευση με χρέος, και στη συνέχεια να κοπεί σε φέτες και κύβους, έτσι ώστε να μπορούν να πουληθούν τα κερδοφόρα κομμάτια.

4. Βλ., Minsky 1986, 1990, 1991, 1992a, 1992b, 1993a, 1993b, 1996; Minsky and Ferri 1991; Minsky et al. 1994; Wray 1991, 1993, 1994, 1995, 2009, 2010, 2012; Wray and Papadimitriou 1997; and Papadimitriou and Wray 1998 για διασυνδέσεις ανάμεσα στις προσεγγίσεις του Σουμπτέερ και του Μίνσκυ.

5. Ο Μαρξ είχε υποστηρίξει ότι οι κυρίαρχοι οικονομολόγοι της εποχής του, τους οποίους αποκαλούσε χυδαίους οικονομολόγους, παρεξήγησαν την παραγωγή ως C-M-C', ξεκινώντας με τα εμπορεύματα για την ανταλλαγή άλλων βασικών προϊόντων και με το χρήμα να παίζει ρόλο μόνο ως μέσο συναλλαγής. Αντ' αυτού, ο Μαρξ έβλεπε την καπιταλιστική παραγωγή ως M-C-M'. Με άλλα λόγια, το επιχείρημα του Μαρξ είναι ότι η παραγωγή ξεκινάει με το χρήμα για να παραχθούν εμπορεύματα που θα πουληθούν για περισσότερα χρήματα. Θα μπορούσαμε να δούμε τη σύγχρονη χρηματοδότηση ως μια διαδικασία που ξεκινάει με το χρήμα (M) για τη δημιουργία περισσότερου χρήματος (M'), χωρίς την παραγωγή εμπορευμάτων.

6. Βλ., <http://www.rollingstone.com/politics/news/the-great-american-bubble-machine-20100405>.

7. Nathan Slaughter, *Street Authority Daily*, 2014, <https://www.streetauthority.com/research/3/item/9734>.

8. Στο μεταγενέστερο έργο του, ο Σουμπτέερ άφησε χώρο για την καινοτομία και μέσα στις επιχειρήσεις.

9. Ο Σουμπτέερ υπέθετε την πλήρη απασχόληση. Δείτε την επόμενη παράγραφο.

10. Ορισμένοι εξελικτικοί οικονομολόγοι που ακολουθούν την σουμπτεριανή παράδοση ερμήνευσαν αυτό το ζήτημα ως γνωστικό πρόβλημα που προκύπτει όταν οι νέες τεχνολογικές τροχιές και το νέο κοινωνικο-τεχνο-οικονομικό «υπόδειγμα» εμφανίζονται ως αποτέλεσμα των ριζικών καινοτομιών, ωστόσο οι οικονομικές ενέργειες εξακολουθούν να βασίζονται στην προηγούμενη τροχιά και στο προηγούμενο υπόδειγμα (Dosi 1982, Perez 2002).

11. Ένα παράδειγμα μιας χρηματοοικονομικής καινοτομίας είναι η τιτλοποίηση των υποθηκών. Ενώ φαίνεται απλό, το 30ετές σταθερό επιτόκιο στεγαστικών δανείων με τη μορφή self-amortizing υποθήκη είναι στην πραγματικότητα ένα περίπλοκο όργανο. Αλλά η καινοτομία των συνολικών συμφωνιών και της τμηματοποίησης φάνηκε να δημιουργεί ένα νέο εργαλείο με χαρακτηριστικά παρόμοια με τα κρατικά ομόλογα. Μια άλλη καινοτομία ήταν η δημιουργία της αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου που φαινόταν ότι προσέφερε φθηνή ασφάλιση έναντι των ζημιών χωρίς να απαιτείται από τους εκδότες να τηρούν αποθεματικά για περίπτωση απώλειας, επειδή μπορούσαν να αντισταθμίσουν τους κινδύνους από τη λήψη συμφηφισμό θέσεων.

12. Σημειώστε από την εξίσωση Καλέτσκι ότι το σύνολο των κερδών μπορεί να υπερβαίνει τις επενδύσεις, δεδομένου ότι μπορούν να δημιουργηθούν από τα δημοσιονομικά ελλείμματα και τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Μπορούν επίσης να προκύψουν αν η αποταμίευση από μισθούς είναι αρνητική και/ ή η κατανάλωση από τα κέρδη είναι θετική. Στην περίπτωση των ΗΠΑ, οι λογαριασμοί τρεχουσών συναλλαγών είναι σταθερά αρνητικοί (αποστράγγιση των κερδών), αλλά η κατανάλωση από τα κέρδη είναι μάλλον θετική και η αποταμίευση από μισθούς ήταν αρνητική για το μεγαλύτερο μέρος της περιόδου 1996–2006 (προστέθοντας στα κέρδη). Τα δημοσιονομικά ελλείμματα ήταν πολύ μεγάλα μετά το ξέσπασμα της κρίσης, αλλά μειώθηκαν με την πάροδο των ετών. Αυτή η εξέλιξη θα μειώσει την ώθηση στα κέρδη που υπερβαίνουν την επένδυση. Ωστόσο, αν οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν σημαντική τιμολογιακή δύναμη, θα μπορούσαν να είναι σε θέση να αυξήσουν το μερίδιό τους σε μια συρρικνωμένη πίτα συνολικών κερδών.

13. Βλ. Wray 2010 για τις απόψεις του Μίνσκι και Wray 2012 σχετικά με τη σύγχρονη θεωρία χρήματος.

14. Τα βραχυπρόθεσμα δάνεια για τη χρηματοδότηση των μισθών στον τομέα των επενδύσεων θα χρησιμοποιούνται από τους εργαζόμενους για την αγορά καταναλωτικών προϊόντων, παράγοντας κέρδη στον τομέα των καταναλωτικών αγαθών. Το «πλεόνασμα» που προκύπτει θα συσσωρεύεται για την αγορά επενδυτικών αγαθών.

15. Σημειώστε ότι αυτό δεν σημαίνει «χρηματοδότηση των επενδύσεων από τις αποταμιεύσεις», όπως στην περίπτωση των δανειζόμενων κεφαλαίων. Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη σημείωση, η παραγωγή των επενδυτικών αγαθών «χρηματοδοτείται» από βραχυπρόθεσμα δάνεια από τις εμπορικές τράπεζες, τα οποία αγοράζονται στη συνέχεια από τα κέρδη που προκύπτουν από την κατανάλωση των μισθών που καταβάλλονται στον τομέα των επενδυτικών αγαθών. Αυτό είναι το «χρηματοδοτικό» στάδιο της επένδυσης.

16. Πολλές εθνικές βιομηχανικές τράπεζες—προάγγελοι των σύγχρονων κρατικών επενδυτικών τραπεζών—διαμορφώθηκαν εκείνο τον αιώνα για τη χρηματοδότηση αυτών των έργων κατασκευής (Mazzucato και Πέννα 2014), όπως για παράδειγμα η Ολλανδική *Société Général pour Favoriser l'Industrie National* ή οι γαλλικές *Crédit Foncier*, *Comptoir d'Escompte* και *Crédit Mobilier*. Υπάρχει εδώ μια έντονη αντίθεση με την περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου, όπου η κρατική «chartered» τράπεζα ήταν για την κρατική χρηματοδότηση.

17. Βλ., Wray 2009 and 2010.

18. Paul McCulley, ομιλία στο Levy Economics Institute; βλ. εδώ: <http://www.economonitor.com/lrwray/2012/06/25/paul-mcculley-mmt-won-declare-victory-but-be-magnanimous-about-it/>.

Πηγές

Alessandri, P. and A. Haldane (2009) *Banking on the State*. London: Bank of England.

Auerswald, P. E. and L. M. Branscomb (2003) “Valleys of Death and Darwinian Seas: Financing the Invention of Innovation Transition in the United States.” *Journal of Technology Transfer* 28(3–4): 227–39.

Bellofiore, R. (1985) “Money and Development in Schumpeter.” *Review of Radical Political Economics*, 17(1&2): 21–40.

_____ (1992) “Monetary Macroeconomics before the General Theory: The Circuit Theory of Money in Wicksell, Schumpeter and Keynes.” *Social Concept*, 2: 47–89.

_____ (2014) “The Socialization of Investment, from Keynes to Minsky and Beyond,” Levy Economics Institute Working Paper No. 822, December 2014.

Blinder, A., E. R. Canetti, D. E. Lebow, and J. B. Rudd (1998) *Asking about Prices: A New Approach to Understanding Price Stickiness*. Russell Sage Foundation.

Block, F. L. and M. R. Keller (2011) *State of Innovation: The U.S. Government's Role in Technology Development*. Boulder, CO: Paradigm Publishers.

Bottazzi, G., A. Secchi, and F. Tamagni (2008) “Productivity, Profitability and Financial Performance.” *Industrial and Corporate Change*, 17(4): 711–751.

Dosi, G. (1982) “Technological Paradigms and Technological Trajectories: A Suggested Interpretation of the Determinants and Directions of Technical Change. *Research policy*, 11: 147–162.

Dosi, G. and Lovallo, D. (1997) "Rational Entrepreneurs or Optimistic Martyrs? Some Considerations on Technological Regimes, Corporate Entries and the Evolutionary Role of Decision Biases." In Garud et al., eds. *Technological Innovation: Oversights and Foresights*. Cambridge: Cambridge University Press.

Foray, D., Mowery, D., and Nelson, R. R. (2012) "Public R&D and Social Challenges: What Lessons from Mission R&D Programs?" *Research Policy*, 41: 1697–1902.

Goodhart, C. A. (2008) "Money and Default." In Forstater, M. and L. R. Wray, eds. *Keynes for the Twenty-First Century: The Continuing Relevance of the General Theory*. New York: Palgrave Macmillan.

Grovel, K. and Wisniewski, D. (2014) *Changes to the UK National Accounts: Financial Intermediation Services Indirectly Measured (FISIM)*. Office of National Statistics, May 29.

Hood, K. (2013) "Measuring the Services of Commercial Banks in the National Income and Products Accounts: Changes in Concepts and Methods in the 2013 Comprehensive Revision." Bureau of Economic Analysis Survey of Current Business, February 2013.

Keynes, J. M. (1980) "Activities 1940–46. Shaping the Post-War World: Employment and Commodities." In Moggridge, D., ed. *Collected Works*. London: MacMillan.

_____ (2006 [1936]) *General Theory of Employment, Interest and Money*. New Delhi: Atlantic Publishers & Distributors.

Knight, F. (1921) *Risk, Uncertainty and Profit*. New York: Augustus M. Kelley.

Krippner, G. R. (2005) "The Financialization of the American Economy." *Socio-Economic Review*, 3: 173–208.

Lazonick, W. (2009) *Sustainable Prosperity in the New Economy?: Business Organization and High-Tech Employment in the United States*. Kalamazoo, MI: W.E. Upjohn Institute for Employment Research.

_____ (2014) "Profits without Prosperity." *Harvard Business Review*, September 2014: 47–55.

Lazonick, W., Mazzucato, M., and Tulum, Ö. (2013) "Apple's Changing Business Model: What Should the World's Richest Company Do with All Those Profits?" *Accounting Forum*, 37: 249–267.

Lazonick W. & Mazzucato, M. (2013) "The Risk-Reward Nexus in the Innovation-Inequality Relationship: Who Takes the Risks? Who Gets the Rewards?" *Industrial and Corporate Change*, 22(4):1093–1128.

Mazzucato, M. (2013a) *The Entrepreneurial State: Debunking the Public Vs. Private Myth in Risk and Innovation*. London and New York: Anthem Press.

_____ (2013b) "Financing Innovation: Creative Destruction vs. Destructive Creation." *Industrial and Corporate Change*, 22(4): 869–901.

Mazzucato, M. and Penna, C. (2014) "Beyond Market Failures. The Market Creating and Shaping Roles of State Investment Banks." University of Sussex Policy Research Unit Working Paper No. 2014–21.

Mazzucato, M. and Perez, C. (2014) "Innovation as Growth Policy: The Challenge for Europe." In J. Fagerberg, S. Laestadius, and B. Martin, eds. *The Triple Challenge: Europe in a New Age*. Oxford: Oxford University Press.

Minsky, H.P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Conn.: Yale University Press.

_____ (1990) "Schumpeter: Finance and Evolution." In A. Heertje and M. Perlman, eds. *Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*. Ann Arbor: The University of Michigan Press: 51–74.

_____ (1991) "The Transition to a Market Economy." Levy Economics Institute Working Paper No. 66.

_____ (1992a) "The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions." Levy Economics Institute Working Paper No. 72.

_____ (1992b) "Commentary." In F. M. Scherer and M. Perlman, eds. *Entrepreneurship, Technological Innovation, and Economic Growth: Studies in the Schumpeterian Tradition*. Ann Arbor: The University of Michigan Press: 363.

_____ (1993a) "Finance and Stability: The Limits of Capitalism." Levy Economics Institute Working Paper No. 93.

_____ (1993b) "Schumpeter and Finance." In S. Biasco, A. Roncaglia, and M. Salvati, eds. *Markets and Institutions in Economic Development: Essays in Honour of Paolo Sylos Labini*. New York: St. Martin's Press: 103–115.

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

_____ (1996) "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies." Levy Economics Institute Working Paper No. 155.

Minsky, H. P., Delli Gatti, D., and Gallegati, M. (1994) "Financial Institutions, Economic Policy, and the Dynamic Behavior of the Economy." Levy Economics Institute Working Paper No. 126.

Minsky, H. P. and P. Ferri (1991) "Market Processes and Thwarting Systems." Levy Economics Institute Working Paper No. 64.

Mowery, D. C. (2010) "Military R&D and Innovation." *Handbook of the Economics of Innovation*, 2: 1219–1256.

Nightingale, P. and Coad, A. (2014) "Muppets and Gazelles: Political and Methodological Biases in Entrepreneurship Research." *Industrial and Corporate Change*, 23: 113–143.

O'Sullivan, M. (2004) "Finance and Innovation." In Fagerberg, J., Mowery, D. C., and Nelson, R. R., eds. *The Oxford Handbook of Innovation*. New York: Oxford University Press: 240–265.

Papadimitriou, D. B. & Wray, L. R. (1998) "The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform." *Review of Political Economy*, 10: 199–225.

Perez, C. (2002) *Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages*. Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar Publishing.

Polanyi, K. (2001 [1944]) *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. Boston: Beacon Press.

Reinert, E. S. (2007) *How Rich Countries Got Rich and Why Poor Countries Stay Poor*. London: Constable & Robinson, Ltd.

Sanderson, H. and Forsythe, M. (2013) *China's Superbank: Debt, Oil and Influence—How China Development Bank is Rewriting the Rules of Finance*. Singapore: John Wiley & Sons, Inc.

Schumpeter, J. A. (1934 [1912]) *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Schumpeter, J. A. (1942). *Socialism, Capitalism and Democracy*. New York: Harper and Brothers.

Shiller, R. J. (2005) *Irrational Exuberance*. New York: Random House, Inc.

Tcherneva, P. R. (2008) "Keynes's Approach to Full Employment: Aggregate or Targeted Demand?" Levy Economics Institute Working Paper No. 542.

_____ (2014) "Growth for Whom?" Levy Economics Institute One-Pager No. 47.

Wray, L. R. (2012) "The Great Crash of 2007 Viewed through the Perspective of Veblen's Theory of the Business Enterprise, Keynes's Monetary Theory of Production and Minsky's Financial Instability Hypothesis. In E. S. Reinert and F. L. Viano, eds. *Thorstein Veblen: Economics for an Age of Crises*. London: Anthem Press: 303–316.

_____ (1995) "If Free Markets Cannot 'Efficiently Allocate Credit,' What Monetary Policy Could Move us Closer to Full Employment?" *Review of Political Economy*, 7(2): 186–211.

_____ (1994) "Government Deficits, Liquidity Preference, and Schumpeterian Innovation." *Economies et Societes*, 9 (January/February): 39–59.

_____ (1993) "The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System." Levy Economics Institute Working Paper No. 86.

_____ (1991) "Saving, Profits, and Speculation in Capitalist Economies." *Journal of Economic Issues*, 25(4): 951–975.

_____ (2009) "The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach." *Cambridge Journal of Economics*, 33(4): 807–828.

_____ (2010) *What Do Banks Do? A Minskyan Analysis*. Levy Economics Institute, Public Policy Brief No. 115, September.

Wray, L.R. and Godley, W. (2002) "What Happened to Goldilocks?" *Journal of Economic Issues*, 36(2): 383–391. 64

Wray, L.R. and Papadimitriou, D. (1997) "The Institutional Prerequisites for Successful Capitalism." *Journal of Economic Issues*, 31(2): 493–500.