



Χρηματοοικονομική μεταρρύθμιση και η «φάλαινα του Σίτι»

Του Jan Kregel

5 Ιουνίου 2013

Η πρόσφατη έκθεση της μόνιμης υποεπιτροπής της αμερικανικής Γερουσίας για τις έρευνες σχετικά με τις δραστηριότητες της μονάδας Συνθετικού Χαρτοφυλακίου Πιστοδοτήσεων της JPMorgan Chase, που είναι επίσης γνωστή ως η «φάλαινα του Σίτι του Λονδίνου», έστρεψε εκ νέου την προσοχή στους κινδύνους των χρηματιστηριακών πράξεων/αγοραπωλησιών για ίδιο λογαριασμό (proprietary trading) από ασφαλισμένες τράπεζες. Η έκθεση παρέχει ελάχιστες πληροφορίες πέρα από αυτές που υπάρχουν στις αρχικές εκθέσεις της συγκεκριμένης υπόθεσης (βλ., Policy Note 2012/6), αλλά η κοινοποίηση με τις λεπτομέρειες της επικοινωνίας που υπήρξαν μεταξύ των τραπεζικών διοικητικών αρχών, των ρυθμιστικών αρχών, και των traders της μονάδας αποκαλύπτει το εύρος και την έκταση των κινδύνων που συνεχίζουν να υπάρχουν στο χρηματοοικονομικό σύστημα μετά την ενεργοποίηση του νόμου Dodd-Frank. Ένα πρόσφατο κείμενο δημόσιας πολιτικής του Levy Economics Institute επιθεωρεί εν συντομία τα ευρήματα της νέας έκθεσης, σχολιάζει τα διδάγματα που μπορούμε να αντλήσουμε από την εξέλιξη του επεισοδίου της «φάλαινας του Σίτι», και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι πολλά πράγματα απομένουν να γίνουν για να αποφευχθεί η επανάληψη των δραστηριοτήτων που προκάλεσαν την πρόσφατη κρίση. Ενώ η έκθεση της Γερουσίας υποδηλώνει ότι η εταιρεία και η διοίκηση ενήργησαν κακόπιστα, διαστρεβλώνοντας τα γεγονότα που οδήγησαν στο κλείσιμο της μονάδας, η πιο πιθανή εξήγηση είναι ότι το μέγεθος και η πολυπλοκότητα της τράπεζας ήταν τέτοιου βαθμού που ήταν αδύνατον για την διοίκηση να έχει σαφή ιδέα για τις πραγματικές συνθήκες σχετικά με την διαχείριση του Συνθετικού Χαρτοφυλακίου Πιστοδοτήσεων. Αυτό σημαίνει επίσης ότι η τράπεζα ήταν πολύ μεγάλη για να μπορεί να ελεγχθεί αποτελεσματικά.

Η έκθεση προτείνει, επίσης, ότι το γραφείο επενδύσεων, η μητρική εταιρεία της μονάδας του Συνθετικού Χαρτοφυλακίου Πιστοδοτήσεων, λειτουργούσε χωρίς σαφή εντολή από την ανώτερη διοίκηση. Ωστόσο, είναι σαφές ότι η JPMorgan Chase προσδοκούσε ότι το γραφείο επενδύσεων θα έκανε κινήσεις για συνολική αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου της τράπεζας καθώς και ότι θα αξιοποιούσε τις συνδέσεις μεταξύ των πιστωτικών παραγώγων, των σταθμισμένων στοιχείων του ενεργητικού και του τραπεζικού κεφαλαίου. Οι αλλαγές όσον αφορά τη γραμμή που θα ακολουθούσε το γραφείο επενδύσεων ήταν εν μέρει μια απάντηση στο μεταβαλλόμενο οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον που προέκυψε μετά την χρηματοοικονομική κρίση του 2007-08, συμπεριλαμβανομένων των νέων διεθνών προτύπων κινδύνου που εκδόθηκαν από την Επιτροπή της Βασιλείας για την Εποπτεία των Τραπεζών. Μια επανεξέταση των επιδόσεων του γραφείου επενδύσεων δείχνει πως, μέχρι το 2009, είχαν εφαρμοστεί με επιτυχία οι προτεραιότητες της διοίκησης, όπως αποδεικνύεται από το γεγονός ότι η τράπεζα δεν οδηγήθηκε σε πτώχευση εξαιτίας της κρίσης.

Καθώς οι εντολές προς το γραφείο επενδύσεων επεκτάθηκαν προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι μεταβαλλόμενες συνθήκες με την ανάκαμψη των αγορών, διαμορφώθηκαν τελικά ασύμβατοι στόχοι: δημιουργία κερδών από βραχυπρόθεσμες αντισταθμιστικές πιστώσεις, προσαρμογή στη βελτίωση των πιστωτικών συνθηκών με τη μείωση των αντισταθμιστικών πιστώσεων, και μείωση των ακαθάριστων θέσεων του χαρτοφυλακίου με σκοπό τη μείωση των σταθμισμένων κεφαλαίων του γραφείου επενδύσεων. Η μονάδα του Συνθετικού Χαρτοφυλακίου Πιστοδοτήσεων επέλεξε να δώσει λύση σε αυτή την σύγκρουση με την επέκταση των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δεικτών θέσεων των CDS του ονομαστικού της χαρτοφυλακίου. Αλλά με αυτόν τον τρόπο, αυτό που έκανε η μονάδα του Συνθετικού Χαρτοφυλακίου Πιστοδοτήσεων ήταν να δημιουργήσει ένα σύστημα χρηματοδότησης Ponzi και, λόγω του μεγάλου μεγέθους της θέσης, να αναγκάσει τους αντισυμβαλλόμενους να ασπαστούν μία αντίθετη στρατηγική Ponzi. Ήταν ακριβώς σε αυτό το σημείο που η στρατηγική άρχισε να έχει απώλειες τις οποίες δεν μπορούσαν να εξηγήσουν

ούτε οι traders ούτε η ίδια η διοίκηση, οδηγώντας έτσι στην απόφαση να μειωθούν οι ζημίες με τη διάλυση της μονάδας.

Η έκθεση της Γερουσίας επικρίνει επίσης την πολιτική αποδοχών του γραφείου επενδύσεων ως μέρος των αποφάσεων που οδήγησαν στις επιλογές που πάρθηκαν. Ωστόσο, μια πολύ μεγαλύτερη ανησυχία είναι ότι το γραφείο επενδύσεων, μια μονάδα αντιστάθμισης, αμείβεται βάσει της κερδοφορίας. Μια λειτουργία αντιστάθμισης δεν πρέπει αναγκαστικά να είναι κερδοφόρα. Αυτό που αναμένεται είναι η αντιστάθμιση των μη αναμενόμενων ζημιών. Η λογιστική του «κανόνα της ορθής αξίας» δημιούργησε επίσης σημαντικά προβλήματα στην στρατηγική trading και είναι αναμφισβήτητο η σημαντικότερη αποτυχία της διοίκησης της JPMorgan Chase.

Τέλος, η έκθεση της Γερουσίας επισημαίνει «εκτεταμένα συστημικά προβλήματα» σε μια σειρά από τομείς. Συγκεκριμένα, υποστηρίζει ότι το γραφείο επενδύσεων λειτουργούσε χωρίς σαφή εντολή και ότι η αντιστάθμιση των δραστηριοτήτων (και κατά συνέπεια η χρήση των παραγώγων) δεν ήταν κατάλληλη για ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Και οι δύο ισχυρισμοί είναι ανακριβείς. Το πρόβλημα προέκυψε όταν η JPMorgan Chase δημιούργησε το ισοδύναμο μιας σκιώδους τράπεζας που χρηματοδοτούσε τις βραχυπρόθεσμες θέσεις του Συνθετικού Χαρτοφυλακίου Πιστοδοτήσεων μέσω ενός ουσιαστικά συστήματος Ponzi. Επιπλέον, το proprietary trading συμμετείχε στις απώλειες, το πραγματικό πρόβλημα ήταν ότι επιτρεπόταν στην τράπεζα να ενεργοποιείται σε όλες τις πτυχές της χρηματοδότησης και οι δυσκολίες που δημιουργούσε αυτή η τακτική για την αποτελεσματική μακρο-αντιστάθμιση. Αν θέλουμε να μειωθεί ο συστημικός κίνδυνος, οι τράπεζες θα πρέπει όχι μόνο να παρέχουν στις ρυθμιστικές αρχές πιο λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με την αντιστάθμιση του ισολογισμού τους, αλλά είναι επίσης απαραίτητο να επανεξετάσουμε τον νόμο του 1999 για τον Εκσυγχρονισμό των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών καθώς ο συγκεκριμένος νόμος ευθύνεται για το γεγονός ότι οδηγήθηκαν οι τράπεζες σε οντότητες που είναι πολύ μεγάλες για να αποτύχουν, πολύ μεγάλες για να υπάρχει αποτελεσματική διαχείριση, και πολύ μεγάλες για να μπορούν να ρυθμιστούν αποτελεσματικά.

Γεγονότα όπως το περιστατικό με τη «φάλαινα του Σίτυ» μπορεί να αποσπάσουν εύκολα την προσοχή μας από τους μεγαλύτερους κινδύνους που υπάρχουν στο σημερινό χρηματοοικονομικό σύστημα. Είναι επιτακτική ανάγκη η χρηματοοικονομική μεταρρύθμιση για την ορθή ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και προκειμένου να αποθαρρύνονται οι τράπεζες από το να επενδύουν σε λάθος είδος κινδύνων. Ο νόμος Dodd-Frank παραμένει μια εσφαλμένη προσέγγιση για τη μεταρρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Έχει συνεισφέρει ελάχιστα στην προσπάθεια να επιστρέψουν οι τράπεζες στο σωστό τους ρόλο, που είναι τη χρηματοδότηση των επενδύσεων που παράγουν εισόδημα και δημιουργούν νέες θέσεις απασχόλησης. Μια πιο λεπτομερή συζήτηση αυτών των ζητημάτων μπορεί να βρεθεί στο www.levyinstitute.org/publications/?docid=1812.

Ο Jan Kregel είναι Ανώτερος Ερευνητής και Διευθυντής του Προγράμματος Νομισματική Πολιτική και Χρηματοοικονομική Δομή στο Levy Economics Institute. Είναι καθηγητής χρηματοοικονομικών στο Τεχνολογικό Πανεπιστήμιο του Ταλίν στην Εσθονία και κατέχει τον τίτλο του Διακεκριμένου Καθηγητή Έρευνας στο Πανεπιστήμιο του Μιζούρι-Κάνσας. Copyright © 2013 Levy Economics Institute of Bard College