



Policy Note

2012 / 6

Οι λάθος κίνδυνοι—Τι μας λένε οι απώλειες που προήλθαν από παράγωγα στο κεντρικό γραφείο επενδύσεων της JPMorgan Chase για τις αδυναμίες του νόμου Dodd-Frank

Του Jan Kregel

Τι μπορούμε να διδαχθούμε από την πρόσφατη αυτοαποκαλούμενη «ηλιθιότητα» της JPMorgan Chase στην προσπάθεια αντιστάθμισης κινδύνου της παγκόσμιας θέσης της τράπεζας; Σαφώς, η περιγραφή των συναλλαγών της τράπεζας ως «τσαπατσούλικες» και αντανάκλαση «κακής εκτίμησης» είχε στόχο, στην περίπτωση αυτή, να αποτρέψει τα δημοσιεύματα στον Τύπο για τις μεγάλες απώλειες που υπέστη η τράπεζα από το να χρησιμοποιηθούν για να δικαιολογήσουν την εισαγωγή αυστηρότερων κανόνων ρύθμισης για τα μεγάλα, πολυλειτουργικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Ακριβώς όπως οι μεγάλες τράπεζες έχουν χαρακτηρίσει την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση ως ένα μαύρο κύκνο που έκανε την εμφάνισή του μαζί με μια μεγάλη πλημμύρα που συμβαίνει κατά μέσο όρο κάθε εκατό χρόνια και η οποία δεν θα μπορούσε να προβλεφθεί ή να προληφθεί (αν και η JPMorgan Chase τα είχε καταφέρει καλύτερα από άλλες τράπεζες), οι απώλειες της τράπεζας από εσφαλμένες συναλλαγές, μας λένε, ήταν απλά λόγω «κακής εκτίμησης» ενός ατόμου: όπως ακριβώς συμβαίνει με τους μαύρους κύκνους, οι άνθρωποι κάνουν λάθη, και ουσιαστικά δεν μπορείς να κάνεις τίποτα γι' αυτό.

Ο Jan Kregel είναι διευθυντής του προγράμματος Νομισματική Πολιτική και Χρηματοοικονομική Δομή του Ινστιτούτου Οικονομικών Levy και καθηγητής οικονομικών στο Τεχνολογικό Πανεπιστήμιο του Ταλίν (Εσθονία). Copyright © 2012 Levy Economics Institute of Bard College

Πράγματι, ένα μεγάλο μέρος της συζήτησης που ακολούθησε μετά την ανακοίνωση των ζημιών έχει επικεντρωθεί στο αν είχε συμμορφωθεί ή όχι η JPMorgan Chase με τις γνωστοποιήσεις αναφορικά με τις κανονιστικές απαιτήσεις, και στο αν ακολουθούσε διαφανείς και νόμιμες διαδικασίες για την παροχή στοιχείων όσον αφορά τις συναλλαγές με επενδυτές που παρήγαγαν απώλειες. Έχει επίσης υπογραμμιστεί ότι ούτε η πλήρης αποκατάσταση του νόμου Glass-Steagall, ούτε η εφαρμογή του «κανόνα Volcker» στο νόμο Dodd-Frank θα είχε αποτρέψει τις πράξεις που παρήγαγαν τις απώλειες. Πράγματι, πριν από την περίοδο του νόμου Gramm-Leach-Bliley, η Bank One (ο πρώην εργοδότης του κυρίου Jamie Dimon) ήταν μία από τις πρώτες τράπεζες που χρησιμοποιούσαν παράγωγα για αντιστάθμιση της συνολικής πιστωτικής έκθεσης του ιδρύματος. Έτσι, η συζήτηση για τις ζημιές που υπέστη η τράπεζα από τον Προϊστάμενο Διεύθυνσης Επενδύσεων έχει διαμορφωθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να οδηγεί τους πάντες στο προφανές συμπέρασμα ότι η μόνη λύση που υπάρχει σε τέτοιες περιπτώσεις δεν είναι άλλη από μια γρήγορη αντίδραση απέναντι στους ανθρώπους που είναι υπεύθυνοι για τα «τρομερά, φοβερά λάθη» που προκάλεσαν ζημιές—και η JP Morgan Chase κινήθηκε όντως γρήγορα για την εκκαθάριση και την αναδιοργάνωση της Διεύθυνσης Επενδύσεων.

Αλλά τα διδάγματα που αντλούνται δεν εντοπίζονται στις ιδιαιτερότητες της στρατηγικής αντιστάθμισης που διαμορφώθηκε προκειμένου να προστατευθεί η τράπεζα από μια αναμενόμενη μείωση της αξίας των εταιρικών ομολόγων της (αν και φαίνεται ότι το καθαρό αποτέλεσμα των θέσεων που χρησιμοποιήθηκαν για την αντιστάθμιση μιας μακράς θέσης ήταν να αυξηθεί η μακρά θέση στην αγορά, το οποίο, αν όχι ηλίθια κίνηση, αποτελούσε μια πραγματικά νέα αντιστάθμιση), ή οποιουδήποτε άλλου «παγκόσμιου» χαρτοφυλακίου με ενέργειες αντιστάθμισης κινδύνου. Το πρώτο δίδαγμα είναι το εξής: παρά την οξυδέρκεια τους να αποφύγουν τα χειρότερα από την κρίση ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου, τα ανώτατα διοικητικά στελέχη της τράπεζας δεν ήταν σε θέση να μπορούν να παρακολουθούν και να αξιολογούν τους εγγενείς κινδύνους στις δραστηριότητες μιας μονάδας που ανταποκρινόταν άμεσα σε αυτούς. Πράγματι, όταν το πρόβλημα έγινε αρχικά αντιληπτό, απορρίφθηκε ως ισοδύναμο μιας «καταιγίδας σε μια τσαγιέρα». Είναι σαφές ότι η διοίκηση της JPMorgan Chase δεν είχε ξεκάθαρη εικόνα της έκθεσης της τράπεζας σε κινήσεις αντιστάθμισης κινδύνου, κάτι το οποίο αποδεικνύει ότι η τράπεζα ήταν «πάρα πολύ μεγάλη για να διοικηθεί». Και αν ήταν πάρα πολύ μεγάλη για να διοικηθεί, ήταν σαφώς πολύ μεγάλη για να ελεγχθεί αποτελεσματικά. Επιπλέον, αν και ο αριθμός των μόνιμων εποπτών πολλαπλασιάστηκε στην τράπεζα (οι εκθέσεις κάνουν λόγο για πάνω από 100 ρυθμιστές οι οποίοι ήταν μόνιμα παρόντες στην τράπεζα), προφανώς κανένας τους δεν ήταν υπεύθυνος για τη μονάδα αυτή, ή απλά δεν θεωρούσαν ότι αποτελεί πηγή κινδύνου.

Αλλά ακόμη πιο σημαντική είναι η φαινομενική εντολή που είχε η Διεύθυνση Επενδύσεων, η οποία ήταν επιφορτισμένη με την επένδυση «πλεοναζουσών καταθέσεων» της JPMorgan Chase κατά τέτοιο τρόπο ώστε να αντισταθμισθεί η έκθεση της τράπεζας στα χαρτοφυλάκια εταιρικού χρέους υψηλού κινδύνου. Υποτίθεται ότι οι καταθέσεις αυτές ήταν πέραν εκείνων που απαιτούνται για την κάλυψη των αποθεματικών απαιτήσεων της τράπεζας έναντι δανείων. Και υπήρχαν πολλές πλεοναζουσες καταθέσεις επειδή η τράπεζα δεν δημιουργούσε νέες καταθέσεις από

δάνεια για τη χρηματοδότηση επενδύσεων και τη δημιουργία θέσεων εργασίας. Υποτίθεται ότι οι πελάτες είχαν εμπιστευθεί τις καταθέσεις τους στην JPMorgan Chase επειδή θεωρείτο ότι ήταν μια καλά διαχειριζόμενη τράπεζα, αλλά και επειδή είναι μία από τις τράπεζες που θεωρείται ότι είναι «πάρα πολύ μεγάλη για να αποτύχει». Οι πελάτες έκαναν αυτές τις καταθέσεις επειδή ήταν ασφαλισμένες από την Ομοσπονδιακή Εταιρεία Ασφάλισης Καταθέσεων έως 250 χιλιάδες δολάρια, αλλά πολλοί είχαν επίσης μεγαλύτερες καταθέσεις επειδή πίστευαν ότι αυτές οι καταθέσεις θα είχαν αποτελεσματική διαχείριση με βάση το γεγονός ότι η τράπεζα βγήκε αλώβητη από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση.

Στον απόηχο της πρόσφατης κρίσης, οι περισσότερες τράπεζες με πλεονάζουσες καταθέσεις τις διατηρούσαν με την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ή σε ομόλογα του υπουργείου Οικονομικών. Η JPMorgan Chase, από την άλλη μεριά, φαίνεται να είχε υιοθετήσει μια άλλη στρατηγική και είχε αυξήσει την έκθεσή της σε εταιρικά ομόλογα υψηλού κινδύνου και σε ακόμη πιο επικίνδυνα προϊόντα όπως τις ενεχυροποιημένες υποχρεώσεις του χρέους. Αυτό δείχνει ότι δεν ήταν μόνο οι πλεονάζουσες καταθέσεις, αλλά και τα ίδια κεφάλαια της τράπεζας τα οποία είχαν επενδυθεί σε ακόμη πιο επικίνδυνες θέσεις συναλλαγών, αντί να κατευθύνονται προς δραστηριότητες που στηρίζουν την οικονομική δραστηριότητα.

Αυτό εγείρει ένα μεγαλύτερο ερώτημα, που είναι το εξής: τι ακριβώς αναμένει να κάνει μια «παρά πολύ μεγάλη για να αποτύχει» τράπεζα με τα υποτιθέμενα πλεονεκτήματα του μεγάλου μεγέθους της. Η σημερινή απάντηση είναι να μεγιστοποιεί τις απολαβές για τους traders της τράπεζας (και, έμμεσα, για τους μετόχους της τράπεζας), και φαίνεται ότι τα σφάλματα που έγιναν στο πλαίσιο της στρατηγικής αντιστάθμισης της JPMorgan Chase ήταν συνδεδεμένα με μια προσπάθεια να αποκομίσει έσοδα η τράπεζα από την πώληση της ασφάλισης πιστώσεων στα ίδια είδη περιουσιακών στοιχείων από τα οποία προσπαθούσε να περιορίσει τις επικείμενες ζημιές. Υπάρχει ένας άλλος τρόπος να κερδηθούν χρήματα για να αμειφθεί το κεφάλαιο των μετόχων, αλλά είναι ίσως λιγότερο επικερδής για τους traders της τράπεζας, κι αυτός δεν είναι άλλος από την απλή χορήγηση δανείων για τη χρηματοδότηση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Και αυτό είναι το πιο εμφανές δίδαγμα αυτής της υπόθεσης επειδή αναδεικνύει το ρόλο του ρυθμιστικού συστήματος.

Εδώ, ο νόμος Glass-Steagall παρέχει ένα σημαντικό δίδαγμα. Πρώτον, ο συγκεκριμένος νόμος περιόρισε τις δραστηριότητες των τραπεζών σε ένα επίπεδο που δεν ήταν πολύ μεγάλες ώστε να μην είναι διαχειρίσιμες, ούτε πολύ μεγάλες για να αποτύχουν. Επιστρέφοντας στο νόμο Glass θα περιόριζε τις τράπεζες στη διαμόρφωση ενός μεγέθους που θα επέτρεπε την αποτελεσματική ρύθμισή τους, ενώ ταυτόχρονα θα επέτρεπε στις διοικήσεις τους να έχουν μια σαφή εικόνα της έκθεσης κινδύνου των δραστηριοτήτων τους. Ο πρώην πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας του Κάνσας Σίτι και ο σημερινός πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας του Ντάλας ζήτησαν αμφότεροι την ανάληψη δράσης για τον περιορισμό του μεγέθους των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Όμως, όπως επισημαίνεται σε μια πρόσφατη έκθεση του Ινστιτούτου Οικονομικών Levy,¹ κάνοντας τις τράπεζες απλά μικρότερες δεν θα λύσει το πρόβλημα εάν συνεχίσουν να είναι ελεύθερες να ασκούν τις ίδιες δραστηριότητες που οδήγησαν την JPMorgan Chase σε απώλειες, και που αναμένεται να κάνουν το ίδιο και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πολύ μεγάλα για να αποτύχουν. Πιο σημαντικό, όπως τόνισε ο Hyman Minsky, ο νόμος Glass-Steagall σχεδιάστηκε για να κατευθύνει την τραπεζική δανειοδότηση προς τη χρηματοδότηση επενδύσεων σε παραγωγικές δραστηριότητες που θα δημιουργήσουν μελλοντικά έσοδα και απασχόληση. Οι κίνδυνοι που αναλαμβάνει μια τράπεζα σε αυτό το σενάριο συνδέονται με τη δυνατότητα των επιχειρηματιών να εντοπίσουν επενδυτικές ευκαιρίες που θα παράγουν μία ροή εσόδων που θα επαρκεί για την εξόφληση του δανείου που θα λάβουν και θα αποφέρουν ένα ικανοποιητικό ποσοστό κέρδους. Εδώ, ο κίνδυνος αφορά τα έσοδα που προκύπτουν από το έργο που χρηματοδοτείται, και τέτοια έργα απαιτούν την απασχόληση εργατικού δυναμικού και την παραγωγή πραγματικών προϊόντων για την αγορά. Οι δραστηριότητες μιας τράπεζας, συνεπώς, ωφελούν όχι μόνο τους μετόχους της, αλλά και τους επιχειρηματίες και τους εργαζόμενους. Ο ρόλος της τράπεζας ήταν να αξιολογήσει επαρκώς τους κινδύνους αυτούς και να αναπροσαρμόσει κατάλληλα τα επιτόκια της και το χαρτοφυλάκιο της.

Ωστόσο, μετά την ψήφιση του νόμου Gramm-Leach-Bliley το 1999, η κύρια δραστηριότητα των τραπεζών είναι να επωφελούνται από τις αλλαγές στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν στο χαρτοφυλάκιο συναλλαγών τους—και, για την JPMorgan Chase, στην αντιστάθμιση του «παγκόσμιου» χαρτοφυλακίου της. Η δραστηριότητα αυτή δημιουργεί ελάχιστες νέες επενδύσεις και ουσιαστικά καμία απασχόληση. Εάν η τράπεζα μαντέψει σωστά, έχει κεφαλαιακές υπεραξίες για τους μετόχους της. Αν δεν μαντέψει σωστά, και άλλες τράπεζες έχουν επίσης κάνει τις ίδιες λανθασμένες εκτιμήσεις, το κράτος και οι φορολογούμενοι καλούνται να επωμιστούν τις απώλειες. Το πρόβλημα δεν είναι απλώς ότι οι τράπεζες είναι πολύ μεγάλες, αλλά ότι δημιουργούν κέρδη για τους μετόχους από στοιχήματα γύρω από τις αλλαγές στις τιμών των περιουσιακών στοιχείων που κατέχουν στα χαρτοφυλάκιά τους, και όχι από τον δανεισμό για επενδύσεις σε πραγματικές παραγωγικές δραστηριότητες που δημιουργούν εισόδημα και απασχόληση για την οικονομία στο σύνολό της. Η JPMorgan Chase είναι σημαντική διότι υπέστη ζημίες από την κερδοσκοπία με τις καταθέσεις των πελατών της για να αντισταθμίσει τις κερδοσκοπικές της πράξεις επί των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, όχι από εκτιμήσεις σχετικά με την ικανότητα των επιχειρηματιών να εντοπίσουν κερδοφόρες ευκαιρίες που δημιουργούν απασχόληση. Το πρόβλημα με την τρέχουσα νομοθεσία Dodd-Frank είναι ότι δεν κάνει τίποτα για να παρακινήσει τις τράπεζες να επιστρέψουν στο δανεισμό για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης του εισοδήματος και της απασχόλησης, αλλά επιδιώκει μόνο να κάνει τις συναλλαγές και τις δραστηριότητες στις οποίες εμπλέκονται λιγότερο επικίνδυνες. Η πρόσφατη εμπειρία στην JPMorgan Chase δείχνει ότι αυτή η προσέγγιση δεν θα λειτουργήσει. Το πρόβλημα δεν είναι αν επιτρέπεται στις τράπεζες να έχουν τη δυνατότητα να εμπλακούν σε «παγκόσμια» χαρτοφυλάκια αντιστάθμισης κάτω από τους περιορισμούς του κανόνα Volcker, που σύντομα αναμένεται να προταθούν. Το πρόβλημα είναι ότι εμπλέκονται σε λάθους είδους επενδύσεις και σε λάθους είδους κινδύνους. Κατά την άποψη του Minsky, μια αποτελεσματική ρύθμιση θα πρέπει να

διασφαλίζει ότι οι τράπεζες παρέχουν χρηματοδότηση για την ανάπτυξη του κεφαλαίου της οικονομίας, καθώς και για την αύξηση του προσωπικού πλούτου των συναλλασσόμενων τους και των μετόχων τους.

Σημείωση

1. Βλ., *Using Minsky to Simplify Financial Regulation*, μια έκθεση ενός ερευνητικού πρότζεκτ που κυκλοφόρησε με την υποστήριξη του Ιδρύματος Ford τον Απρίλιο του 2012 από το πρόγραμμα για τη Νομισματική Πολιτική και την Χρηματοοικονομική Δομή του Levy Economics Institute.