

NÁSTĚNKA S PENĚZI²⁴

Počátek nového milénia byla nervózní a haštěřivá doba – terorismus, dlouhé fronty na odbavení na letištích, odstrašující válka, narušení proudící energie a nechutná politika. Ale být bankéřem v takové době bylo k nezaplacení.

S příchodem dot-com boomu na konci roku 2000 přišla i rychlá reakce ze strany centrální banky, která seřízla sazby federálních fondů z 6.5% na 3.5% během několika měsíců. Následkem tragické události z 11. září 2001 bylo další snižování sazeb až na 1% v roce 2003, což byla nejnižší sazba za posledního půl století. Centrální banka nezačala zvyšovat sazby až do poloviny roku 2004, po nepřetržitých 31 měsících. Základní inflace, přizpůsobená krátkodobým úrokovým sazbám, byla negativní. Pro bankéře, jinak řečeno, byly peníze naprosto zdarma.

Starosti s nepatrnou kapitalizací ve velkých bankách na konci 80. let pobízely regulátory všech velkých států k zavedení mnohem drsnějších pravidel v sektoru bankovního kapitálu. Zdravý rozum nabádal k tomu, že pokud bankéři budou mít více kapitálu v riskantních půjčkách, stanou se

²⁴ V originále A Wall of Money, kdy autor naráží na finanční situaci na Wall Street. (pozn. překladatele)

tak více vybíráví co se týče jejich úvěrových rozhodnutí. Avšak bankéři si jasně uvědomovali, jaký neobyčejný boom zažívá obchod s nemovitostmi na trhu s úvěry a že je možné ho rozeběhnout s pouhým minimem počátečního kapitálu. Tajemství sekuritizace bylo sbalování úvěrů do zajištěných nemovitostních obligací (CMO) a jejich prodávání penzijním fondům a ostatním investorům. Banky začaly se sekuritizací v době, kdy se nová pravidla týkající se kapitálu začala uplatňovat, tedy v polovině 90. let. Místo toho, aby si bankéři drželi své spotřební hypotéky, firemní úvěry, vysoce vynášející úvěry fúzujících společností, perspektivní tržní úvěry a podobné kupóny, naložili s nimi tak, jako obvykle: začali je sbalovat do balíčků jako zajištěné úvěrové obligace (Collateralized Loan Obligation - CLO), popřípadě jako zajištěné zástavní obligace (Collateralized Debt Obligation - CDO) a prodávali je externím investorům. Stále však byli schopni shromáždit slušné poplatky, přičemž zatížení jejich kapitálu bylo minimální. Půjčování, jinak řečeno, nestálo žádné peníze.

Po mnoho let zde existoval aktivní mezibankovní obchod s deriváty, který napomáhal vyrovnávat bankovní měnu a pozice spojené s úrokovou sazbou. Nová třída úvěrových derivátů, jež přišla v 90. letech, se měla údajně postarat o to, aby banky nebyly ztrátové. Ačkoli detaily jsou rozdílné, základní idea je hodně podobná té z roku 1987, která se proslavila krachem na burze. Banky se staly nadšenými konzumenty úvěrového pojištění, stejně jako investoři, kteří nyní nakupovali úvěry, jež byly sekuritizovány bankami. A stejně jako v roce 1987, dostupnost úvěrového pojištění vedla investory k přelézání výše a výše přes rizikovou křivku. Investoři, uklidnění přítomností úvěrového pojištění, a vědomi si nízkých sazeb CLO a CDO, po nich chňapli, jelikož představovaly extrémní výnosy. A proč ne? Propočty vylučovaly jakýkoli risk.

Pokud jsou peníze zadarmo a půjčování nestojí ani halíř a přitom je bez rizika, rozumný věřitel bude půjčovat do té doby, dokud bude komu půjčit. Alan Greenspan předpověděl slávu nové éře ve finančnictví. Oznámil „nové paradigma aktivního úvěrového managementu“, čímž přidal svůj přínos k nezapomenutelné bublině.

Dokonce i ty nejméně atraktivní zotročující obchody vyhodily z okna nekonečný proud zlata, a to vše pod vlivem zářících finančních věží. Domácí akciové půjčky lidem na mizině, kreditní karty s vysokým úrokem pro nesolventní zákazníky, ze všeho se stala férová hra. Upsal jste se k úvěru, shromáždil poplatky a pak je prodal nenažraným investorům. Investoři byli „pojištění“. Vaše poplatky byly skutečné peníze. Úvěr by ve skutečnosti mohl být splacen.

Obchody s účelovým odkupem akcií poté, co byly překonstruovány na soukromé akcie, se s křikem vracely zpět na trh. Typický obchod: vložte 1 miliardu dolarů, půjčte si 4 miliardy dolarů a polapte zdravou společnost za 5 miliard dolarů (poté, co se smluvíte na velice výnosné dohodě s manažery společnosti), prohlaste se za „speciální dividenda“ v hodnotě 1 miliarda dolarů, a poté co poháněný odkup akcií na trhu poroste, prodejte svoji společnost zpět veřejnosti a shrábněte několik dalších miliard *bez jakéhokoli* rizika. „Lidé mluví o stěně plné peněz,“ nechal se slyšet jeden z bankéřů. Soukromé akciové fondy nemusely zvedat svůj kapitál, kapitál je pronásledoval.

Všechny bubliny se zhroutily, a čím déle rostly, o to větší imploze přišla. Ke konci podzimu 2007 se sykot ucházejících bublin změnil v řev. Ale před tím, než se podíváme na velké odvíjení, které máme před sebou, musíme nejdříve rozbalit onen vývoj, který dopřál bublinám vyrůst do tak enormních rozměrů.

PŘÍPAD: GREENSPAN

William McChesney Martin zastával místo předsedy centrální banky po 18 let, zažívaje Trumanovu až Nixonovu prezidentskou administrativu. Byl to pravděpodobně Martin, který položil základní definici role centrální banky, která tvrdila, že centrální banka „postupuje proti větru,“ – uklidňuje úvěrovou situaci v jejím těžkém období a naopak ji stahuje v době, kdy dochází k nabubřeným expanzím. Přesto, že politici se většinou přiklání na stranu uklidňování divokých situací, Martin je zastáncem stahování: „Funkcí centrální banky je odnést mísu s punčem právě ve chvíli, kdy je párty v dobré náladě.“

Nyní se podívejme na vnitřní hru mezi úrokovou sazbou a činy Greenspanova Federálního výboru pro volný trh (FOMC - Federal Open Market Committee) a skutečným ekonomickým růstem. Před útokem 11. září byly úrokové sazby už tak nízko, na 3.5%. Okamžitě po útoku stlačil FOMC sazby ještě níže ve čtyřech rychlých krocích, během jednoho roku, až na 1.75%, a udržoval je tak skoro po celý rok 2002. Samozřejmě, ekonomický růst ke konci roku 2001 byl churavý, ale slušně se uzdravoval, během tří čtvrtletí roku 2002 o nějaké anemické 2.4% roční sazby.

V listopadu 2002 ekonomický růst začal z ničeho nic opět prudce zpomalovat, centrální banka udělala rázný krok a snížila úrokové sazby o dalšího půl procenta, takže se sazby dostaly na 1.25%. Růst lehce stagnoval na konci roku 2002 a v prvním čtvrtletí roku 2003, ale pak se rychle chytil v dalším čtvrtletí, z části díky Bushovu snižování daní a z části kvůli nárůstu výdajů vložených do války v Iráku. Avšak i přesto se na schůzi FOMC na konci daného čtvrtletí výbor shodl na dalším snižování úrokové sazby, která se dostala až na 1%, nejnižší úrokovou sazbu od roku 1954. V dalším čtvrtletí růst vystřelil do „neuvěřitelných výšin“ (podle slov vý-

boru), kdy dosáhl na 7.5% roční sazby, aby se pak usadil na solidních středových pozicích 3% po zbytek roku 2003 a celý rok 2004. Ale výbor udržoval 1% sazbu po celý rok, před tím než čtvrtletní série měření poukázala na nutnost jejich navýšení, na 5.25%. Tak to vypadá, že v kontrastu s Martinovou politikou, Greenspanův výbor se chtěl ujistit, že se účastníci párty válí pod stolem, před tím než odnese mísu s punčem.

Ještě více kontroverzní na Greenspanově politice je jeho pevné trvání a soustředění se pouze na spotřební cenovou inflaci, přičemž úplně zapomněl na nekontrolovanou inflaci cen veškerých aktiv, a to hlavně nemovitostí a kuponů všemožných druhů. Akademická obec by mohla citovat mnoho důvodů, proč by se centrální banka neměla zaplétat s cenami aktiv, ale zdravý rozum napovídá, že nějaká intervence by byla na místě ve chvíli, kdy se hlavní aktiva nezdravě potácejí ze strany na stranu. Tak na příklad v roce 2004 magazín *Economist* varoval, že „globální finanční systém ... se stal obrovskou tiskárnou peněz a americká jednoduchá finanční politika sklouzla za hranice únosnosti... Tento proud globální likvidity nesníží inflaci. Místo toho proudí do sdílených cen a nemovitostí po celém světě, podporující inflaci mnoha bublin založených na cenách aktiv.“ Stephen Roach, ředitel společnosti Morgan Stanley Asia, nazval jednání centrální banky v tomto období jako „nevědomé.“

Evropské národy byly více zdrženlivé ve své kritice, aspoň v té na veřejnosti. Můžeme skoro slyšet ono zdvořilé zakašlání v politické studii „Bubliny založené na cenách aktiv a monetární politika,“ jež byla vydaná Evropskou centrální bankou na jaře 2005:

Blízké propojení mezi potencionálním a ničivým rozmachem aktiv, nadbytečný kredit a vytváření likvidity jsou obzvláště důležité pro centrální banky.... Ve skutečnosti, určité historické epizody naznačují, že růst cen aktiv

může podpořit uvolněné monetární podmínky, které nejsou okamžitě zahrnuty do nárůstu inflace spotřebních cen....

Domácnosti jsou většinou podporovány v utrácení svého nahromaděného kapitálu v době, kdy se ceny aktiv zvyšují, jsou odolné a značné bubliny mohou podporovat spotřební výdaje....

Z tohoto důvodu empirická evidence dochází k závěru, že vyfukování bublin na nemovitostním trhu je finančně náročnější v porovnání s velikostí krachu na akciovém trhu, protože akcie v nemovitostech jsou mnohem více rozšířené a intenzivněji používané jako záruka pro zabezpečení úvěrů.

Alternativním názvem pro tuto studii by mohlo být: „Země Americké centrální bance: Zastavte to, prosím!“

Termín „Greenspanův Put“ se samozřejmě poprvé začal objevovat na Wall Street na počátku milénia. „Put“ je nastavení, které dovoluje majitelům aktiv jejich prodej třetí straně s fixní cenou, ať se děje cokoli. Tento výňatek z vlivných investičních novin ze srpna 2007 perfektně zachycuje přínos Greenspanova Putu:

Dobře si pamatuji tržní krach v říjnu 1987.... V té době se rozšířil strach, že velké banky by se mohly dostat do problémů, které by následovala úvěrová krize.... V odpovědi na tuto paniku, centrální banka třikrát snížila úrokovou sazbu v průběhu 6 týdnů. Americká ekonomika tak pokračovala v růstu.... Akcie vyrostly do nových výšin....

Potápějící se akciový trh v roce 1998 byl svědkem kolapsu S&P 500. [Vysvětlil asijskou měnovou krizi, LTCM fiasko a Ruskou nedostatečnost] ... Samozřejmě jsme spěli k vážné recesi. V odpovědi na to, centrální banka snížila své sazby třikrát v průběhu 7 týdnů.... V roce 1999 a 2000 zaznamenala americká a globální ekonomika svůj nejsilnější růst za celou dekádu.

Recese v roce 2001 se zhoršila díky útokům z 11. září a zažehnala mnoho obav o kreditní krizi, které můžeme dodnes slyšet. Jako výsledek, centrální banka snížila své sazby třikrát během 7 týdnů. V té době se však nejednalo o vážnou úrokovou krizi.

Toto je onen Greenspanův put: nezáleží na tom, co je špatně, centrální banka vás zachrání pomocí vytváření dostatečného množství levných peněz tak, aby vás vykoupila z vašich problémů.

Ale zde jsou samozřejmě parciální hranice, které ani centrální banka nemůže překročit. Za celou historii centrální banky můžeme nalézt pouze jediného jejího předsedu, který byl schopen udržet negativní úrokovou sazbu po delší časový úsek než Greenspan. Byl jím Arthur Burns, který nastavil pochybný rekord 37 měsíců během vlády, ve které se vystřídal Nixon, Ford a Carter, tedy v období mezi 1974-1977. K moci se pak dostal Volcker, který zažehnal tuto nechutnou recesi a dekády význačné vysokými úvěrovými sazbami.

NEJVĚTŠÍ NEMOVITOSTNÍ BUBLINA V LIDSKÉ HISTORII

Od roku 2000 až do poloviny roku 2005 zažívaly USA nemovitostní rozmach – část globální nemovitostní bubliny, kterou Robert Shiller, profesor na Yalské Universitě, jenž postavil svoji kariéru na studii o nemovitostním boomu, označil za největší v historii. Tržní hodnota nemovitostí vzrostla o 50% a šílenství zavládlo při navrhování a stavění nových domů. Společnost Merrill Lynch odhadla, že zhruba polovina růstu americké domácí produkce v první polovině roku 2005 byla spojena s investicemi do nemovitostí, ať už do stavění nových domů nebo za nákupy domácího zařízení, jako je nábytek, nebo nepřímou pomocí utrácení cash flow z předešlých úvěrů. Bylo spočítáno, že k roku 2001,

byla více než polovina zaměstnanců v nových soukromých sektorech zaměstnána v nemovitostních aktivitách.

Mnoho Američanů bude překvapeno, když jim řeknete, že i v průběhu dlouhé doby hodnota domů kopírovala křivku inflační sazby. Pohlížíme na tuto hodnotu jako na velice spolehlivý zdroj našetřených peněz, protože domy jsou většinou naším jediným vysoce investičním aktivem. Při koupi domu o hodnotě 100 000 dolarů, je možné zaplatit pouze 20% a zbytek se dá financovat z hypotéky, která má smluvně sjednanou fixní úrokovou sazbu. Za 25 let a při 2% inflaci má ten samý dům hodnotu kolem 168 000 dolarů a kupující tento úrok vlastní zdarma a čistý. Založeno na rozumném předpokladu, že hypotéky a výdaje na údržbu vyjdou skoro na stejně, jako pronajímání, stačí udělat meziroční návrat z vašeho původního vkladu o téměř 9%. Pro mnoho rodin se jedná o největší investici jejich života.

Avšak 50% rozdíl během 5 let mění veškerou situaci. Při koupi domu za 200 000 dolarů s 90% financováním, které bylo otevřené komukoli a během 5 let je možné ten samý dům prodat za 300 000 dolarů, čímž se zpětinásobí původní ekvitní investice. Polovinu z daného profitu je možné použít jako 10% jistinu při koupi domu za 500 000 dolarů a pak jen čekat, že se to stane znovu. Mluvíme tu o velice zajímavých číslech.

Co se ale stalo? Nemovitostní boom je většinou vyvolán demografickými přesuny. Přesouvání se na předměstí v 50. letech, poukazovalo na hluboce zakořeněné změny v rodinné dynamice, asi tak jako by se Američané kolektivně dohodli na kompenzaci za nízko nativní období z 30. a 40. let. O čtvrt století později jejich nyní dospělé děti představovaly obrovskou americkou vlnu vnitřní migrace směrem na jihozápad a jihovýchod, která poháněla rozmach nemovitostního trhu v 70. a 80. letech.

Ale demografické posuny během 90. let byly celkem nevýznamné. Dokonce i generace baby boomu konečně dosáhla věku, kdy většina lidí zůstane na místě. Samozřejmě, ekonomice se dařilo dobře, avšak ti největší obři se drželi v elitních enklávách na dvou pobřežích. Střední hodnota skutečné domácnosti byla téměř nulová a spotřební úspory byly na svém historickém minimu, tam však nepočítám byznys, který byl založený na nemovitostech.

Nemovitostní bublina, která přišla po roce 2000, může být jednou z oněch vzácných entit, čarujících výhradně ve finančním sektoru, což dokazuje fakt, že podobná nemovitostní bublina se objevila ve Velké Británii, Austrálii, Španělsku a mnoha dalších zemích, kde se nemovitostní politika neobvykle uvolnila.

Díky tomu, že domy jsou tak našponované, jejich ceny jsou hypersenzitivní na změny v úrokové sazbě. Jak dlouho termínované sazby jasně směřovaly dolů v druhé polovině 90. let, velké banky rychle nasadily refinancující politiku. Trvalo to pár let, než běžní spotřebitelé přišli na onen figl, získávání peněz z nemovitostí byl původně cizí koncept. Banky nasadily opulentní reklamní kampaň, která udávala tempo jejich entusiasmu. Refinancování vyskočilo ze 14 miliard dolarů v roce 1995 na skoro čtvrt bilionu v roce 2005, většina z toho k tomuto výsledku dospěla pomocí velkého množství úvěrů. Nižší úroková sazba dovoľovala více půjčování se stejnými měsíčními poplatky, poté co splatíte starou půjčku, můžete si z rozdílu pořídit nové auto. V roce 2000 se spotřebitelé naučili bezstarostně ovládat křivku úrokové sazby, mnoho z nich získalo zpět své bohatství.

Proto, aby banky a ono rozpínající se množství úzce zhodnocených hypoték udržely krok s přívalem papírování, upravily se žádosti a schvalovací proces. Automatické vyhodnocování úvěrů zrychlilo schvalování žadate-

lů. Snižování požadavků na dokumentaci přivádělo více žadatelů. Sledování výkonů schvalujících pracovníků, vedlo úředníky k přizpůsobení se cílům dané banky. Automatický taxační software dovoloval mnohem vyšší půjčky pro lidi s určitým příjmem, než tomu bylo dříve. Byli jsme svědky rozšiřování „produktů, které si nemůžeme dovolit,“ zařízení, které dělalo dům dostupnější marginálním úvěrům, jež byly povětšinou silně podporovány veřejnými advokáty a zahrnovaly různé druhy hypoték s kratší fixační dobou (Adjustable-Rate Mortgages), jinak ARM. ARM udržovaly spotřebitele v jejich víře v pokračování padajícího úvěru a současně využívaly druhořadé úvěry (Piggyback loans) ke splácení splátek a uzavíraly výdaje pro chudé a spořivé kupující. Velký důraz byl kladen na subprime úvěry, eventuálně na produkty s vyšší sazbou nebo s vyššími poplatky pro ty, jež si půjčují a neprošli tradičními úvěrovými testy. Věřitelé také vítali tzv. „flippers“, lidi, kteří nakupovali domy výhradně za účelem jejich zpětného prodání během roku a podobně. K roku 2005 bylo 40% zakoupených domů zakoupeno jako investice nebo druhý dům. (Experti však věří, že velké množství lidí, kteří koupili „druhý dům“, v podstatě spekovali nad jeho zpětným prodejem – věřitelé tolik neprověřují lidi nakupující prázdninové domy, jako ty, kteří nakupují pozemky jako investici.)

Jako vždy to Greenspan podporoval. V roce 2004, kdy měly rodiny historickou šanci na nákup domu s fixovanou dlouhodobou sazbou stojící pouze na 5.5%, Greenspan prohlásil, že ztrácí „desítky tisíců dolarů“ pokud nechňapnou po jednorocní ARM, která byla v té době na 3.25%. V jakékoli ročence popisující nejhorší rady ekonomických guru by tato měla být v top 10. Greenspanův kolega, guvernér centrální banky, nebožtík Edward Gramlich, také oznámil, že Greenspan nemá žádný zájem na narůstajících náznacích predátorského chování v odvětví subprime.

Mnoho finančních rozmachů mělo pozitivní efekt, a tento nebyl výjimkou. Vnitrostátní sazba pro vlastníky domů vyrostla z necelých 64%, které převládaly v 80. letech a na počátku let 90., až na 69% v roce 2005. Vlastnictví domu inklinuje ke stabilizaci společnosti. Pokládá solidní základ rodinnému financování a poukazuje na důležitost spoření a plánování v průběhu výchovy dětí. Mezi novými lidmi vstupujícími do vlastnických pozic bylo nepoměrně více černochů a lidí z Latinské Ameriky, kteří si konečně mohli dovolit část amerického snu.

Ale tak, jako většina podobných rozmachů, i tento se stočil ke své destruktivní stránce. Kolem roku 2003 se věřitelé dostali do situace, kdy došli lidé, kterým by bylo možno půjčit. Místo toho, aby snížili půjčování, rozhodli sítě k nalezení perspektivních klientů, kteří však měli minimální pravděpodobnost, že půjčené peníze splatí. Subprime půjčování se vyšplhalo ze 145 miliard dolarů v roce 2001 na 625 miliard dolarů v roce 2005, o 20% více než byla celková vydání. Více než 1/3 ze subprime úvěrů bylo 100% z hodnoty domu a dokonce i více v situaci, kdy byly připočítány poplatky. Úvěry, které bylo možné získat jen s minimem dokumentace, se změnily v „ninja“ úvěry – pro lidi bez příjmu, práce nebo jakéhokoli majetku.

Systémová slabina se stala zlomyslným predátorem: hypotéky mohou pokrýt několik různých půjček avšak se šprýmařskými sazbami, které se rychle přemění na dvojnásobek nebo trojnásobek z původní sazby. Měsíční poplatky byly velice často vyšší, než veškerý dlužníkův příjem. „Negativní umořování“ je pojem, který popisuje poplatky půjčky původní, jež nepokrývaly úrok, avšak ony nesplacené úroky byly přidány do jistiny s vražednými sazbami. Očividně předražené poplatky a provize byly pohřbeny v úvěrové jistině. Standardní věřitel podmíněných účtů se ujistil, že placení daní a pojištění bylo eliminováno. Dlužník si však myslel, že

jeho měsíční poplatky jsou nižší, ty se však brzy propadly do poplatků za daně a pojištění. „Prémie z rozpětí zisku“ (Yield spread premium) pro makléře byly bonusy, jež měly původ v úvěrech s vysokými sazbami pro dlužníka, který se kvalifikoval pro lepší úvěr.

Angelo Mozilo, miliardář, který dostal společnost Countrywide Financial mezi mezinárodně největší nemovitostní věřitele, svaluje vinu na zvrácený tlak subprime trhu na chtivé vypůjčovatele a advokáty pro chudé, kteří tlačili na banky, aby byly více otevřené k rodinám s nižšími příjmy.

No, může to tak být. Avšak v New Yorku v roce 2005 a 2006 makléři černošského „úzce zaměřeného trhu“ (Affinity marketing) s hypotékami rozdmýchali oheň v nejchudších oblastech, když oslovovali vlastníky domů, jenž měli nějaké vlastní jmění. Edward Jordan, 72 letý důchodce, který dříve pracoval na poště, vlastnil svůj dům od roku 1975 a stačilo už jen několik splátek k tomu, aby splatil svoji hypotéku. Jednoho dne byl osloven makléřkou, která mu řekla, že přeplácí, a že ona by mu mohla nabídnout sazbu položenou pouze na 1%. Jordan vyhledal dalšího makléře, který mu potvrdil, že tomu je skutečně tak, a tak se upsal Countrywide. Konečné poplatky byly 20 000 dolarů.

Jordan, který důvěřoval oné makléřce a uzavřel s ní smlouvu, poté zjistil, že úroková sazba se rychle vyšplhá až na 9.95%. Když si stěžoval Countrywide, oddělení pro zmírnění rizika mu nabídlo alternativu zaměřenou pouze na úroky, ale samozřejmě pod vyšším úrokem a se stále se zvyšující jistinou, takže by měsíční poplatky brzy několikrát přerostly Jordanův příjem. Jordan, který žil výhradně ze své penze, se začal strachovat o svůj dům. Ještě k tomu Jordanova bonita dosahovala 800 bodů, což ho umísťuje mezi 13% nejrizikovějších klientů v celé zemi. V jakémkoli smyslu, Countrywide Jordana jednoduše okradla. Data státních organizací pomá-

hajících v dané oblasti jsou bombardována podobnými případy. Hrůzné zjištění je, že těmi nejaktivnějšími byli největší národní hráči jako Countrywide, New Century (dnes v bankrotu) a Fremont General.

A nemluvíme zde pouze o chudých. Překvapivé množství subprime se snažilo přesvědčit lidi, kteří natahovali bublinové ceny domů nebo druhých domů, a kteří by nebyli schopni platit své hypotéky ve chvíli, kdy by se ekonomika začala zpomalovat. Nikdy jsme nezažili drsnější demonstraci problému Agentury: pokud vydavatelé úvěrů nemají podíly na dlužníkově kontinuální solventnosti, soutěž o poplatky nevyhnutelně sníží průměrnou kvalitu úvěrů.

Na konci roku 2007 balancoval úvěrový průmysl na hranici katastrofy. Nemovitostní boom byl u svého konce: Case-Shillerův index, který bystře sleduje další nemovitostní prodej, ukazoval, že ceny domů začaly jasně klesat v průběhu roku 2007. (A to, i když ke konci roku 2006 předpovědi tvrdily, že ceny domů nebudou klesat nikdy). Díky snižujícím se číslům, většina ekonomů nyní tušila, že skutečné vnitrostátní ceny klesnou v rozsahu 10%, ačkoli zahraniční odhady se plížili ke 30%.

Pesimismus byl 100% oprávněný. Subprime v hodnotě nějakých 350 miliard dolarů a úvěry podobné subprime uzavřené v roce 2005 a 2006 budou resetovány, většina z nich pod mnohem větší úrokovou sazbou než s tou, která platila před dvěma lety. Delikvence se rapidně zvýšila a nedávno uzavřené úvěry s velice nízkou kvalitou, ji může ještě zvýšit. Široce rozšířená konfiskace a opuštěné domy mohou mít devastační efekt na chudé čtvrti. Výzkumy prokázaly, že hodnoty padají v okruhu několika mil kolem. Bankrotů věřitelů, které byly provázeny opletačkami se zákonem, se prolínají někdejším průmyslem, který se dotýkal hvězd. Sama Countrywide unikla bankrotu jen o vlásek díky dvoumiliardové sanaci od Bank of America,

ale i přes to jejich akcie pomalu klouzají dolů. Vysychání cash flow a jeho refinancování má už nyní výrazný efekt na nakládání s výdaji.

Jak se subprime krize rozvinula v průběhu jara a léta 2007, jednohlasná odpověď chytrých mužů z finančních oddělení byla, že situace je zkroutilná. Subprime a podobně riskantní hypotéky, jako nedokumentované „Alt-A“ úvěry a mnoho akciových trhů řídicí se druhotným zástavním právem, nezabírají více než 15 až 20% všech tak dokonalých úvěrů, a to i přesto, jak se za poslední dobu vyznamenaly. I s přijetím vysoké úrovně delikvence v dané skupině, oproti kontextu 12 bilionové ekonomiky, vypadala tato situace jako malá ryba.

Ale nebylo tomu tak. Problém není ve velikosti, to co je dělá tak důležitými je to, jak si hypotéky s nízkou kvalitou prorostly svoji cestu skrze celý světový úvěrový systém, i když jsou jen jednou z několika velkých a velice vrtkavých majetkových tříd. Zkoumání, jak se něco takového mohlo stát, nás zavede do srdce obrovské kreditní bubliny, kterou jsme tak chtěli-nechtěli zkonstruovali.

VELKÁ HRA S RISKANTNÍM TRANSFEREM

V minulé kapitole jsme viděli, jak Wall Street přestavěla portfolio rezidenčních hypoték na strukturované úvěry, zvané zajištěné nemovitostní obligace (CMO). Nemovitostní portfolio bylo určeno k podpoře vydání za rodinné dluhopisy. Dluhopisy byly seřazeny v horizontálních řadách neboli tranších, a cash flow byl primárně veden do vrcholových tranší. Jelikož vrcholové tranše se jako první dostávají ke cash flow, jsou proto kvalifikovány pro nejvyšší investiční ohodnocení. Spodní tranše absorbují veškerý úpadek, ale platí pro ně nejvyšší výnosy. Kombinace instrumentů

s vysokou kvalitou a cenou s obligacemi s menším množstvím vysokých výnosů a vyšším rizikem dobře padnou preferencím investorů, kteří sází na dlouhodobé investice. Wall Street však nevyhnutelně zatlačila technologii tranší do extrému a spustila vážnou nemovitostní krizi na trhu v roce 1994. Po roce 1996 tak, jak se trh zotavoval, se do největších investorských portfolií dostávaly později již standardní elementy, které byly konzervativně postaveny (a přejmenovány), a to na cenné papíry zajištěné zástavním právem k obytným nemovitostem (Residential mortgage-backed securities - RMBS).

Příchod CMBS, jinak cenné papíry zajištěné zástavním právem k neobytným nemovitostem, byl koncepčním průlomovým momentem federální agentury, která prodávala multi-biliardy hypoték na neobytné nemovitosti, získané při pádu S&L. Na rozdíl od rezidenčních hypoték, hypotéky pro nebytové prostory jsou individuálně šité na míru jejich základnímu majetku a většinou se hned nepropůjčují k vytváření kartelů. Řešením bylo zahrnutí ratingových agentur do společného fondu. Banky shromáždily detailní profily o každém pozemku v plánovaném kartelu – jeho finanční situaci, management, nájemnickou historii, udržování záznamů a hypotéční detaily. Ratingové agentury použily majetkový model k odhadu míry úpadku a k aktivnímu vyjednávání struktury kartelu, jak je přehazování si pozemků, tak aby došlo k zlepšení geografické odlišnosti nebo trvání na širším stavění pro dlouhodobé a prvotřídní nájemníky. Typické CMBS mají pět nebo šest tranší, ačkoli poslední dobou můžeme být svědky struktur, které mají více a mohou zahrnovat i 150 budov s hypotékami v nominální hodnotě v rozsahu 10 milionů dolarů nebo i více. Jenom s RMBS nebo CMBS se investorské základny spotřebních hypoték rozšiřovaly a na druhou stranu viditelně zužovaly rozsah úrokových sazeb.

Stavidla se otevřela. Dokud spolupracujete s ratingovými agenturami na kostrbaté a úvěr po úvěru procházející dokumentaci, nemůžete nikdy nic sekuritizovat. Společnosti začaly prodávat cenné papíry zajištěných aktiv (Asset-backed securities - ABS) k financování vybavení, transportaci flotily, nebo čehokoli co mohl investor zhodnotit. Společnost GE byla první a kreativní vydavatel ABS. Investiční banky vytvořily zajištěné dluhopisové obligace (Collateralized bond obligation - CBO), přičemž komerční banky stále experimentovaly se zajištěnými úvěrovými obligacemi (CLO). (CDO, neboli zajištěné zástavní obligace, se staly rodovým jménem pro všechny typy zajištěných aktiv, zahrnujících i hypotéky.) Skoro ve všech případech, kartel, nebo speciální účelové jednotky (Special-purpose entity - SPE), technicky nezávislé na rodiči, se mohly použít k nákupu aktiv. Nákup by byl financován z prodeje cenných papírů, většinou skrze strukturu tranší vzdálenějším investorům, kteří podali žádost. Pro banky, které prodávaly aktiva a finanční závazky z jejich bilančního archu, to redukovalo napětí na regulaci kapitálu, společností to snižovalo zjevný dluh.

A pak se to začalo komplikovat. Zhruba ve stejné době jako sekuritizace nebo strukturace, finanční průmysl se začal vyvíjet krkolomným tempem. Nějací brilantní finanční úředníci představili novou rodinu úvěrových derivátů, z nichž nejdůležitějším je swap úvěrového selhání²⁵ (Credit default swap). Jednoduše řečeno: Předpokládejme, že se US Bank rozhodne, že úvěry v jižní Asii jsou podexponované. Klasické řešení by byl nákup nějakých asijských bankovních poboček nebo partnera s lokálními bankami. Swap úvěrového selhání zkrátí tento proces. Za poplatek by US Bank garantovala proti jakýmkoli ztrátám na úvěrovém portfoliu drženým asijskými bankami a za to by získala úroky a poplatky z těchto půjček. Asijská

25 Credit default swap (CDS) je finanční derivát sestavený za účelem přenosu kreditního rizika z jednoho subjektu na jiný. Všeobecně se kreditní deriváty používají ke tvorbě nebo naopak k odstranění rizikových pozic, čímž umožňují svým držitelům aktivní management rizik (pozn. překladatele).

banka by stále pokračovala ve vydávání půjček, takže místní zákazníci by vůbec nic nepostřehli, ale Asijská banka by v žargonu Wall Street získala pojištění pro své portfolio, osvobozující se tak od regulace kapitálu, určeného k obchodní expanzi. Swap úvěrového selhání se tak stal jedním z nových nejrychleji rostoucích finančních instrumentů v historii. Národní hodnota swapu úvěrového selhání je velikost portfolií pokrytých dohodami o úvěrovém neplnění, vyrostla z 1 bilionu v roce 2001 na 45 bilionu v polovině 2007.

Stejně jako swap úvěrového selhání udělal pro banky jednoduché rozdělení jejich geografického risku, mohly také replikovat své úvěry skrze řadu riskantních tříd, podobně jako tranše s CDO. Se silným počítačem a chytrým mozkiem mohl CDO manažer vytvořit syntetickou CDO, která je pouze řadou swapů se stejně riskantní strukturou jako normální CDO, sestavená ze skutečných cenných papírů, která má svůj „cash flow“. Manažer musí opatrně postavit odkazy na portfolio CDO, odrážející tisíce skutečných tržních instrumentů, a následný model jejího chování v období stresu. Když je spokojen se svým dílem, musí ještě vytvořit rodinu swapů úvěrového jednání, které navrátí ten samý profit nebo ztráty jako neplnění na identickém CDO cash flow. To, co dělá syntetické CDO atraktivní pro jejich manažery je to, že se vyhýbají jejich logistice a finančnímu riziku při koupi a současně uskladňování cenných papírů, když se CDO dá jednoduše zkonstruovat a prodat. V roce 2006 a první polovině 2007 objem nově a synteticky vyrobených CDO předstihnul hodnotu cash flow nových skutečných CDO.

Management CDO je typicky podřízený konglomerátu finančních služeb, jako například největším takovým vydavatelem v roce 2006 byla společnost TCW Inc., jenž je americkým podřízeným francouzské banky Société Générale. Konečné vydání na cash flow a syntetické CDO a CLO

v roce 2006 bylo kolem 600 miliard dolarů, s průměrnou velikostí kolem 900 milionů dolarů a celkovým dluhem 1,5 bilionu dolarů. Před tím, než na finančním trhu udeřila doba ledová v polovině roku 2007, obrovské vydání posunulo dluh na hodnotu kolem 2 bilionů. Důležité u syntetických obligací je to, že nejsou omezené základními referenčními cennými papíry. Jinak řečeno, suma subprime hypoték v cash flow nebo syntetických CDO může být jednoduše vyšší než množství ve skutečném světě, ale investor i tak bude sklízet stejné zisky nebo ztráty, jako by se jednalo o skutečné obligace.

Rozmach ve vydávání CDO byl už dost mimo běžnou cestu v průběhu roku 2003. Díky negativní americké úrokové sazbě byli investoři více než nadšení z možnosti zvýšit své výnosy. Japonské sazby byly prakticky na nule a tak se obrovsky vyvinul „jen na dolar“ „carry trade,“ pomocí něhož si investoři půjčovali jeny, převáděli je na dolary a investovali je do riskantních amerických instrumentů. Většina velkých bank a majetkoví manažeři vytvořili CDO obchod, přičemž soukromé akciové společnosti jako Blackstone a KKR postavili své vlastní a sobě podřízené CDO z peněz vytažených z obchodů mezi jejich fúzujícími společnostmi.

Riskantnější půjčky byly manažery CDO v podstatě preferovány, protože nabízely vyšší výnosy a flexibilitu při budování jejich struktury. (Poté, co vytvoříte AAA tranši, stále vám zůstane dostatek peněz na vytvoření vysoce prodejné nízko-řadové obligace.) S příchodem obchodů s CDO, horlivých po produktech, tržní rozum Countrywide napovídal, že je třeba maximalizovat jejich finanční příliv, a to skrze koncentraci na riskantnější hypotéky. Spekulativní firemní půjčky si vyvinuly vlastní kategorii subprime, tzv. Lite Model úvěry, které obsahovaly „zjednodušená aktiva“ (Asset-lites) a „zjednodušené úvěrování,“ (Covenant-lites) které strhlo většinu tradiční ochrany investorů. Komerční a investiční banky více než šťastně

financovaly vysoce riskantní úvěry z Lite Modelu v očekávání, že by se na nich mohli svézt společně s CLO investory.

Ratingové agentury se přičinily na všeobecném nadšení. Veřejnost si o nich může myslet, že jsou rozdílnými arbitry kvality cenných papírů, stejně jako finanční nejvyšší soud. Ve skutečnosti však stavěly vzkvétající, různorodý a vysoce marginální byznys. Tak například, v období mezi 2003 až 2006, agentura Moody's zdvojnásobila své příjmy a více než ztrojnásobila ceny svých akcií. Avšak jejich hlavními zákazníky byly ony velké banky a investiční banky a od té doby, co cenné papíry CDO byly povětšinou těžce diskutovány, zdálo se téměř jasné, že ratingové agentury budou směřovat k tomu, aby potěšily své klienty.

Vysoké CDO obligace jsou většinou omluveny, protože odkazují k nejnižší míře úpadku za dané éry. Ale míra úpadku nebyla vůbec nízko. Od poloviny roku 2000 až po polovinu roku 2002 se konfiskace subprime hypoték pohybovala kolem 9%. V průběhu 4 let od roku 2000 až po rok 2003, se míra úpadku ve vysoce výnosných korporátních cenných papírech usadila na 8%, se skoro 13% v roce 2002, což byl historický vrchol. Strukturované cenné papíry aktiv, dřívější verze CDO, také těžce vzplanuly ve stejném období.

Velmi nízká míra úpadku nepřišla až do chvíle, kdy záplava jednoduchých úvěrů z Greenspanovy levné finanční politiky měla trochu času dostat se skrze ekonomiku. To zabralo do konce roku 2003, v době kdy trh s CDO už přebíral monopol. V roce 2006 byla míra úpadku vysoce vynášejících cenných papírů na svém historickém minimu; pokud trh roste a peníze jsou zdarma, je jednoduché koupit si cestu ven z jakékoli krize. Ale je očividně velice nezodpovědné považovat pár let netypického překvapení za novou normu. Ratingové agentury hodnotily veškeré investice, ne protože

jejich model by byl zárukou z minulosti, ale naopak, protože je usilovně ignorovaly.

V rozkvětu roku 2005 a 2006, pravděpodobně 80% cenných papírů v CDO byla zajištěná zástavní práva, pravděpodobně 70% z nich mělo nejvyšší hodnotu a minimálně polovina byly subprime nebo druhotné zástavní právo s vlastním jměním. A všechno tohle se odehrávalo v době, kdy finanční průmysl rozdává jedny z neslychaně nejnespolehlivějších úvěrů v historii. Díky předpokladu, že se jedná o novou éru velmi nízkého úpadku, bylo možné postavit celou rodinu cenných papírů, přičemž 80% z vydaných obligací mělo hodnotu tří A nebo aspoň dvou A, a to i přes to, že 70% podporujících aktiv byly subprime. Analytikové nazývají tento fenomén jako „vložené pákování“ (Embedded leverage). Analytik CDO Janet Tavakoli uvádí dvě očividně stejné nabídky na tří A CDO podporovaných z části subprime hypotékami. 2% míra úpadku v jednom portfoliu by vyžadovala 2% sestup ze tří A obligací. Stejná míra úpadku v jiném portfoliu by mohla vyžadovat snížení o 40%²⁶. Několik investorů dokáže provést takovou analýzu nebo dokonce přemýšlet o něčem, co překračuje obligace tří A. Navíc k tomu subprime hypotéky přišly s tolika novými termíny, jako spraveno – popluje, druhotné zástavní právo, negativní úrok, a jím podobné, že je extrémně složité s nimi začít.

Aby to nebylo málo komplikované, CDO manažeři velice často volně mixují různé typy instrumentů, takže jakékoli cenné papíry mohou být balíky menších balíčků, složených ze směsi riskantních aktiv. Pákování

26 Tento rozdílný výsledek vychází z faktu, že portfolia se stejným průměrem rizika mohou obsahovat celkem rozdílnou distribuci riskantních instrumentů. Pokud má distribuce portfolia tvar U, s malým množstvím vysoce riskantních cenných papírů a zbytek je vcelku dobrou kvalitou, dluh v nízkých tranších by měl minimální vliv na ten zbytek. Pokud se cenné papíry shlukují kolem kvality, ale mají dluh ve spodních tranších, můžou očekávat protékání skrze portfolio mnohem rychleji. Takže portfolia, která mají zhruba podobnou rizikovost, se mohou chovat naprosto rozdílně pod stresem. Toto přerazování rizika je povětšinou nelineární, pohybuje se ve skocích spíše než hladce, takže je těžké ho správně předpovídat.

může být tvořeno smícháním „CDO²“ nebo CDO z CDO. Je možné získat riskantní tranše z mnoha CDO, které je někdy těžké zařadit, a použít je jako podporu nových CDO, s rozsahem od vysoce riskantních tranší po nízké. Vysoce hodnocené cenné papíry se z ničeho nic zhmotnily v čarodějné polévce z hodně uzelených věcí. V dnešní době můžeme dokonce najít „CDO³“ nebo CDO postavené ze zbytků CDO². Obrovské, velmi komplexní a neprůhledné struktury postavené na roztřesených základech jsou receptem na kolaps.

NA POKRAJI

V červnu roku 2007 se akciový trh stále hrnul vpřed, přehlížeje spodní proud nervozity na trhu s cennými papíry. A poté, dva z hedge fondů společnosti Bear Stearns, které primárně investovaly do zajištěných zástavních práv, oznámily, že nejsou schopni plnit své margin calls. Tyto fondy byly řízené Ralphem Cioffim, jedním z dlouhodobých guru na zajištěná zástavní práva na Wall Street, který byl považován za výjimečného manažera ve svém oboru. Jako většina výjimečných manažerů i on vysoce spekuloval. Ačkoli Cioffi povětšinou investoval do vysoce hodnocených CDO. Avšak podle externích ukazatelů, jejich hodnota klesla ze 100 na střed 90, což je značný propad pro vysoce hodnocené cenné papíry, a protože Cioffi spekuloval zhruba 17:1, tento propad ho stál pěkný balík cenných papírů.

Poté co Cioffi tyto ztráty odepsal, jeho cenné papíry na primárních makléřských marginálních účtech už dále nepokrývaly jejich úvěrovou expozici. Společnost Merrill Lynch, která vlastnila většinu dané expozice, se začala shánět po dalších 145 milionů dolarů v hotovosti nebo kvalitních

cenných papírech, které však Cioffi neměl. V tom Merrill neviděl žádný problém, jako držel většiny Cioffiho obligací, měl právo na prodej čehokoli, co bylo zapotřebí proto, aby pokryl marginální dohody. Následovaly dva týdny velkých tenzí v zasedací místnosti. V jedné chvíli se Merrill rozhodl prodat cenné papíry v hodnotě 845 milionů dolarů, jen proto, aby zjistil, že o ně nikdo nestojí – což nám přináší stíny Davida Askina a jeho LTCM. Bear Stearns, který technicky neměl žádnou zodpovědnost za dané fondy, někde našťvaně vyhrabali 3.2 miliard, aby zavřel své pozice a samozřejmě vyhodil Cioffiho. (Klevety tvrdí, že Merrillova ostrost byla něco jako oko za oko mezi ním a Bear, kvůli roli Bear Stearns v krizi CMO v roce 1994 a jejich odmítnutí zaplatit svůj podíl na LTCM vyrovnání.)

Svět konečně objevil, jak hluboko se americký subprime trh infiltroval do světového finančnictví. Seznam prvotřídních finančních společností, které přiznaly velké ztráty, včetně Nomura, Royal Bank of Scotland, Lehman Bros., Credit Suisse a Deutschebank. Francouzská společnost BNP měla tři velké investiční fondy, které už dále nefungují. Dva velké australské hedge fondy zavřely své dveře. Komerční banka a IKB Deutsche Industrie Bank oznámily velké odpisy a IKB dokonce musela hodit přes palubu svoji manažerskou jedničku – Rhinelandera Fundinga. Caliber, manažer hedge fondů ve Velké Británii spadl do likvidace, mezi tím Bank of England musela podat pomocnou ruku společnosti Northern Rock, jedné z britských největších hypotéčních společností. Dokonce i Čína tratila.

Další dvě události v roce 2007 načrtávaly hlavní rysy pomalu se vyvíjející krize. Banky soutěžily s jejich podíly vloženými do doběla rozžhavených soukromých akciových byznysů tím, že nabízely dopředu financované smlouvy nebo překlenovací financování, které by procházelo skrze CDO a CLO. Podle hrubého odhadu se banky upsaly k nějakým 300 až 400 miliardám v překlenování pro soukromé akciové obchody, které byly stále

ještě dotahovány v době, kdy udeřil subprime debakl v hlavní linii. Financování CDO a CLO zmrzlo a banky se začaly svíjet. Některé obchody byly zastaveny na pětňíku a jiné byly usmlouvány na nižší hodnotu. (K soukromým akciím se vrátíme v kapitole 6.) Svět by samozřejmě na tom nebyl o tolik hůře, kdyby pár soukromých akcií zdechlo, ale tato epizoda poukázala na to, jak důležitou roli CDO hrála v udržování přílivu likvidity.

Druhá událost je na podobné téma, ale mnohem děsivější. Spotřebitelské cenné papíry jsou standardní formou směnky uvnitř bankovních a společenských krátkodobých výpůjček. Je vystavena na krátké období, takže směnky z horních šuplíků jsou v bankách většinou obchodovány s mikroskopickými maržemi, které získaly přes noc na úrokových sazbách centrální banky nebo jejich Londýnském ekvivalentu LIBOR. Ale na počátku září sazby tzv. cenných papírů zajištěných aktiv (Asset-backed commercial paper - ABCP) prodaných hlavními bankami z ničeho nic zaklínilo skoro 20% (od 5+% do 6+%).

V návaznosti na multi-bilionový CDO a trh syntetických CDO se odnikud objevilo něco na způsob stínového světa CDO zvaného SIV²⁷, nebo struktura investičního nástroje, která spolupracuje s hlavními bankovními peněžními centry, ale současně je od nich legálně oddělená. SIV jsou většinou limitovaná partnerství založená na Kajmanských ostrovech, která sbírají svazky bankovních úvěrů nebo další obligace. Jsou speciálně vhodní pro přesouvání aktiv z bankovních bilančních archů a zjevně mají značné državy v spotřebních a rezidenčních hypotékách a obligacích se zajištěnými právy. (V průběhu toho, kdy je psána tato kniha, tedy tři měsíce poté, co uhodila SIV krize, tyto državy stále ještě nejsou jasné.)

27 „SIV“ je nešťastná volba pro označení, protože tato zkratka je mnohem více známá jako akronym pro opičí imunodepresivní virus (ovlivňující lidoopy a opice), a který zmučoval do podoby HIV a tedy AIDS.

Aby banky vyždímaly nějaké peníze, rozhodly se, že nebudou financovat SIV ze svých ekvivalentních splacených dluhů. Místo toho je financovaly z levných ABCP, většinou vydaných se splatností na tři měsíce. Celkový dluh cenných papírů zajištěných aktiv byl kolem 1,2 bilionů dolarů, takže banky neustále převalovaly tuto částku na peněžním trhu. Očividně, kolem třetiny z toho, byly specificky pro SIV. V září sazba vyletěla nahoru, stávka kupců, aspoň tak toto období přezdívaly noviny *Financial Times*, byla jenom křikem: „My vám nevěříme a netušíme, co děláte s našimi penězi.“ Mnoho fondů peněžního trhu bylo chyceno ve zpátečním proudu. ABCP z vrcholových bank jsou standardní rezervy fondů peněžního trhu a někteří sponzoři museli ořezat své vlastní peníze proto, aby se jejich podíly nedotkly posvátné jednodolarové hodnoty.

Na konci listopadu, svět SIV vstupoval do stavu naprostého chaosu. Balance vnitřního bankovního dluhu spotřebních papírů se snížila pod 900 miliard dolarů, za většinou poklesu stálo odmítnutí refinancování SIV, které nechávalo banky potencionálně zodpovědné za více než 300 miliard dolarů ve velice riskantním a v pravdě nepředvídatelném financování. Recenze z *Financial Times* odhalila, že banky jako Citibank a J. P. Morgan Chase sestavují SIV a další záležitosti, které zpomalují likviditu a zároveň rapidně rostou. V Citi, která půjčovala sama sobě ze svých SIV, byly úvěry třikrát vyšší, než v síti nových globálních spotřebních úvěrů. Ratingová agentura Moody's také oznámila, že se ujme větší revize dluhů v papírech SIV, a následně podala prohlášení, ve kterém mnoho manažerů SIV řeklo, že „neočekávají, že by model SIV přežil ve své momentální podobě.“ Mnoho SIV, hlavně v Evropě, bylo zlikvidováno.

Konsorcium amerických bank, pravděpodobně vedené Citibank v kooperaci s národní pokladnicí, se rozhodlo, že se pokusí postavit super SIV, která by je zbavila 75 miliard ze 100 miliard v SIV úvěrech z jejich knížek.

Použitelnost a pravděpodobnost takového cvičení se snižovala každým dnem. Více a více to vypadalo jako poslední pokus, který oddaloval příznání si prohry. Na konci listopadu začala HSBC „přeorganizovat“ své dvě SIV, se zjevným úmyslem přenesení 45 miliard dolarů ze SIV aktiv na jejich bilanční arch, což by téměř jistě znamenalo značné odpisy. Otevřenost řešení HSBC mohla přinést větší tlak na americké banky, aby udělaly podobný krok.

Extrémní spekulování ve finančním sektoru se začalo uvolňovat během října, když velké investiční banky oznámily ztráty ve výši 20 miliard dolarů, z toho 11 miliard dolarů Citi a Merrill, z povětšinou na subprime založené CDO. První dojem z velkého provalení byl oddech, že už je konečně všechno venku. Ale během několika týdnů banky revidovaly své ztráty, do kterých zahrnuly i třetí kvartál a nové ztráty v říjnu a dluh se vyšplhal na 45 miliard dolarů. Výkonný ředitel ve společnosti Merrill Lynch, Stan O'Neil, byl vyhozen a ředitel v Citi, Chung Prince, rezignoval. Jelikož Citi bude téměř jistě čelit dalším odpisům zhruba v podobném rozsahu, tržní analytikové se začínají obávat o její úvěrovou adekvátnost. Banka získala dočasný odklad jako ambulanti infúzi z Abu Dhabi v hodnotě 7,5 miliardy dolarů v podobě směnitelné obligace trestající „subjunk²⁸“ úrokovými kupony se sazbou na 11%.

Na konci listopadu tržní dno rapidně ustoupilo do nekonečné černé díry. Odhad pravděpodobných ztrát můžete najít v kapitole 6. Ale proto, abyste mohli ocenit míru odvíjení, které přichází, potřebujeme větší kontext.

Až do teď naše diskuze na téma struktury finančního dna vynechávala jednoho důležitého hráče. Tak jak CMO krize v 1994 nastínila, limitačním faktorem pro obligace typu CDO je nalezení někoho, kdo koupí jejich

28 Sub-junk, autor zde kombinuje slova subprime a junk (odpad, haraburdí).

toxický odpad, spodní tranše nebo akcie, které absorbují veškeré primární ztráty CDO. Tento kupec CDO toxického odpadu slouží jako druh globální sekuritizace a lapač rizika, něco jako základy, které drží obrovskou a vratkou konstrukci stále na nohou. Kdo však může absorbovat tolik rizika? To odhalíme v kapitole 6., protože to velice ovlivní proud Velkého Odvíjení, které se tomu připlete do cesty.

Další otázkou je, proč do toho centrální banka nevstoupí s mnohem větší vervou? Kde je teď Geenspanovův nebo Barnankův put?

Smutným faktem však je to, že toho není mnoho, co by mohla centrální banka udělat. Za celé ty roky, kdy se snažila pumpovat likviditu, veškerá tato snaha vysála všechno kromě solného roztoku. „Stěna z peněz²⁹“, která udržovala americký trh na hladině, také vytvořila globální dolarové tsunami, které nechalo svět nasáklý až do jeho probuzení. Což, je předmětem následující kapitoly.

29 Wall of money