

FOMC DISKUTUJE O GREENSPANOVU OPČNÍM PRODEJI – A ZÍVÁ (1998-1999)

Spojení poklesu Ruského rublu a imploze Long Term Capital Management (dlouhodobý kapitálový fond) v roce 1998 zapříčinilo pokles na akciové burze. Greenspan snižuje v září úrokové sazby na 5,25 % ... a v překvapivém manévru uskutečněném mezi schůzemi o 16 dní později, navzdory prosperujícímu trhu, je snižuje opět – to má za následek nakopnutí další vlny spekulací. Takovou, jakou spojené státy ještě nezažily.

Ve své knize, *The Age of Turbulence*, se Greenspan osvobozuje od viny, kterou si zaslouží za své nezodpovědné chování během pozdějších – a opravdu maniakálních – let, plných burzovních spekulací. V této knize Greenspan vysvětluje:

Ve skutečnosti, investoři dávali americké centrální bance (Fed) lekci. Bob Rubin (později ministr financí) měl pravdu. Nemůžete s jistotou říci, kdy je trh nadhodnocen, ani nemůžete bojovat s tržními silami. Jak boom

pokračoval – nakonec se ukázalo, že trval další tři roky, a značně zvýšil bohatství země, tedy alespoň na papíře – neustále jsme zápolili s otázkou produktivity a cenové stability a ostatními aspekty toho, co lidé začali nazývat Novou ekonomikou. Hledali jsme jiné způsoby, jak se vypořádat s rizikem spekulace. Ale už jsme se nepokoušeli zvyšovat úrokové míry, ani jsme se už nikdy nepokusili získat kontrolu nad cenou akcií.¹

Stojí za to rozebrat některé úseky.

Za prvé, říci, že investoři dávali americké centrální bance (Fed) lekci, je téměř až k smíchu. Jen prostě reagovali na politiku, kterou se snažila Americká centrální prosazovat – lačnou ochotu snížit úrokové sazby a naprostý odpor je zvyšovat.

Zadruhé, Bob Rubin neměl nic do činění s měnovou politikou. Pokus o namočení budoucího ministra financí je naprosto bezdůvodný.

Za třetí, není důkaz, že by v pozdních devadesátých letech byl trh nadhodnocen; *Spojené státy zažily jednu z největších spekulací, jakou kdy kdo v této zemi viděl.* Takovou, která byla tak mimo kontrolu, že by každý člověk, jen trochu vyškolený v oboru financí a ekonomiky poznal, o co jde.

Za čtvrté, nemůžete bojovat se silami trhu? Jak uvidíme dále, Greenspan to dělal neustále. Nepřetržitě se pokoušel bojovat se silami kreativní destrukce. V historii trhy vždy vzkvétaly a upadaly, ale on se pokoušel zmařit funkční ekvivalent finanční gravitace. Mnohem důležitější je ale fakt, že na něm závisel veškerý boj s tržními silami, pokud hrozilo, že způsobí dlouhodobé škody ekonomice. Vzpomeňte, že předchozí předseda Americké centrální banky, Paul Volcker na počátku osmdesátých let umožnil růst úrokových sazeb až na 20 % (a to za velice krátkou dobu), aby uřízl větev pod dvoucifernou inflací. Respektovaný bývalý předseda Americké centrální William McChesney

Martin, který předsedal v letech 1950 až 1960, prohlásil, že Centrální banka byla „v pozici dozoru, který nařídil odnést alkohol, když se párty teprve rozjížděla.“² Greenspan je rád vždy zkazil. Ať už díky tomu, že stále snižoval úrokové sazby, nebo veřejně velebil ctnosti a přednosti technologií a produktivity, vůbec nebyl nestranným divákem. I když o tom zrovna nevěděl, pomáhal spekulacím při každé příležitosti.

Za páté, co se týče zápasení s produktivitou a cenovou stabilitou – většinou jen prolašoval, jak úžasné jedno plyne z druhého. Co se týče hledání jiného způsobu vypořádávání se s rizikem spekulací, neexistuje nic, co by jeho tvrzení potvrdilo. Žádný způsob nehledal. Když se bublina zrovna nafukovala, neviděl ji. Pokud by ji poznal a měl jí zničit, pravděpodobně by prudce zvýšil úrokové míry nebo marginální náklady, případně oboje. Navíc, mohl začít veřejně mluvit o rizicích, která spekulace přináší, nebo mohl použít nějaký z dalších nástrojů, které měla americká centrální banka (Fed) k dispozici.

A konečně, jeho poslední věta je pravděpodobně nejvíce k vzteku. Když říká „nikdy jsme se už nepokusili ovládat cenu akcií,“ nechává tu větu vyznít, jakoby vyprávěl pohádku, kde v klidu seděl, zatímco se akcie nevinně šplhaly nahoru, všichni zbohatli a my žili šťastně, a pokud jsme neumřeli, tak žijeme dodnes. Nic nemůže být dál od pravdy. Jak všichni víme, spekulace s kmenovými akciemi zkolabovaly, navíc Greenspan v počátcích tohoto kolapsu snížil úrokové sazby na 1 %. Toto dalo vznik spekulaci s nemovitostmi, která se ve Spojených státech ještě v průběhu psaní této knihy rozvíjí.

Nárůst v roce 1998 k dvacátému červenci byl téměř 21 %. Pravděpodobná příčina následného poklesu byl jednak kolaps ruského rublu a krach Dlouhodobého kapitálového fondu. (Nyní vychází najevo, že velkou měrou využívala investiční fond, který zkrachoval v září toho roku. Tato tematika je předmětem knihy *When Genius Failed* („Když génius selhal“ autora Rogera

Lowensteina.) Jako odpověď na bouři nepokojů zapříčiněnou těmito dvěma událostmi Centrální banka snížila na schůzi FOMC 29. září úrokové míry o jednu čtvrtinu procentního bodu, tedy na 5,25 %.

Jak je vidět na obr. 2, trh nebyl až v tak hroživé tísní, když Centrální banka zasáhla; dokonce byl o několik procent výše, než s čím ten samý rok začínal, zatímco ve svém maximálním propadu zaostával pouze o několik málo procent pod počáteční hodnotou. Jinými slovy, nebyly způsobeny žádné škody. Jistě, roční zisky byly nenávratně pryč, ale to se dá jen stěží považovat za krizi – obzvláště, pokud uvážíte, že na konci nejvyšší hodnoty v červenci přesahovaly hodnoty z roku 1994 (v tom roce se vedlo nejvíce diskuzí o spekulacích) o 160 %. Nicméně, ve finančním systému byly zaznamenány určité známky potíží, a toto konkrétní snížení úrokových sazeb tedy nebylo až tak nežádoucí. V počátku trh na snižování úrokových sazeb nereagoval velice pozitivně, dokonce došlo k mírnému poklesu. Ale o dva týdny později se znovu vzchopil a čtrnáctým říjnem byl nárůst tří a půl procentní. Tento pokrok však očividně Greenspanovi nebyl dost dobrý; druhý den svolal mimořádnou schůzi, aby prodiskutoval šance na další snížení úrokových sazeb.



Molly Evans

Obrázek 2: Je důvod k panice? Celoroční zisky jsou ztraceny, ale nebyla alespoň způsobena žádná skutečná škoda.

Což byl, podle mého názoru, jeden z nejnezodpovědnějších počinů, které kdy kdo v historii Americké centrální banky udělal.

Pokud si přečteme zápis ze schůze FOMC patnáctého října, zjistíme, že nebyl žádný důvod k tak náhlé akci. Asi ve třetině schůze, když se členové FOMC střídali ve svých projevech, ve kterých vysvětlovali své pohledy na věc, Cathy Mineham z Bostonské centrální banky – což je domov pro jedny z největších vzájemných fondů na světě – poznamenala: „Dnes ráno jsem po telefonu mluvila s různými lidmi, kteří naznačovali, že vzhledem k tomu, že jsme se víceméně vypořádali se situací investičního fondu Shaw³, se obavy začínají rozplývat a trhy tím pádem posledních několik dní utichají a stávají se stabilnějšími – alespoň se to tak jeví lidem, kteří se v trzích přímo pohybují. Zaznamenal jste to?“

Ptala se na to Billa McDonougha, hlavy newyorské Centrální banky. Odpověděl, že nezaznamenal, a dodal, že ani jeho lidé ne. Zdálo se, že bostonská Centrální banka si vedla o něco lépe než jejich newyorský protějšek. Ed Boehne z Philadelphie poznamenal: „Mám dojem, že obchodní sentiment se pomalu vytrácí. Ještě se nevytratil úplně, ale zcela jistě k tomu pozvolna dochází.“ Na druhou stranu Gary Stern z Minneapolis řekl: „Divil bych se, kdyby se něco, o co jsem si v poslední době přestal dělat tak velké starost, vyvíjelo jinak, než podle mých představ.“

Takto to pokračovalo dále. Někteří členové byli více zaujati než druzí, nicméně ani jeden z nich nepřednesl důvod dosti závažný na to, aby byly po šestnácti dnech opět sníženy úrokové míry. Jediné důvody, které byly prezentovány, byly dosti chabé, nanicovaté; například jako ten, který uvedla guvernerka Americké centrální Alice Rivlinová: „Můžeme počkat až do naší další schůze, ale to by znamenalo velice dlouhou prodlevu. Podle mého názoru se může stát, že pokud budeme čekat příliš dlouho, budeme pak nuceni jednat

ukvapeně. Pokud uděláme něco *ted', kdy je relativní klid*, můžeme to důkladně promyslet a rozhodnout se správně. (Kurzíva záměrně použita autorem.)

Nicméně i tehdy, kdy byl relativní klid, Rivlinová nemohla počkat třicet dní na další schůzi a případné další snižování řešit posléze. Proč? Protože by se mohla ocitnout v pozici, kdy bude muset jednat narychlo? Nedávalo to žádný smysl, navíc, pokud by počkala, znamenalo by to také, že by měla k dispozici mnohem více dat, podle kterých by se mohla rozhodnout lépe. Nezapomínejte, že mluvili o deseti bilionové (USD) ekonomice; nemohli jste zařazovat rychlostní stupně takhle rychle. Guvernér Americké centrální Ned Gramlich uvedl (i když se snižování úrokových sazeb zastával): „Pokud budeme vycházet ze současného stavu ekonomiky, čtyři týdny není zase tak dlouhá doba, pokud uvážíme, že ekonomické dopady se objevují se zpožděním. Ale pro *finanční trhy* by čtyři týdny mohly být až příliš ...“ (Kurzíva záměrně použita autorem.)

Aha! Pravý důvod pro snižování úrokových sazeb tkvěl ve finančním trhu. Neexistovala žádná reálná potřeba v tuto chvíli snižovat úrokové sazby, jak poznamenal Bill Poole ze St. Louise: „Co se týče mne, dával bych přednost tomu, vzhledem k minulé zkušenosti, kdybychom eventuelně jednali o snižování úrokových sazeb na mimořádných schůzích.“ Též upozornil, že snížení úrokových sazeb by mohlo být vnímáno jako „snaha pomoci vyplenit investiční fondy.“

Výsledek toho snížení úrokových sazeb se začal jevit ještě hůře, jakmile začaly být činy výboru viděny jako Greenspanův opční prodej, což znamenalo, že spekulanti mohli podstupovat obrovská rizika s důvěrou v to, že Greenspan by udělal cokoli, aby zabránil vážnému poklesu trhu.

Ani sám předseda nedokázal uvést jediný legitimní důvod ke snížení sazeb, pouze prohlásil: „Soudy, které od většiny z vás slyším, že se nic moc nezmě-

nilo, mě jen utvrzují v tom, že mám pravdu.“ Ale to, že neměl pádný důvod, nezabránilo Greenspanovi úrokové sazby stejně snížit. A tak, po šestnácti dnech od posledního snížení o jednu čtvrtinu procenta, to udělal znovu, čímž je srazil na 5 %.

Greenspan nepřímo pohrozil, že je ochoten snižovat úrokové míry donekonečna, a také projevil mimořádný odpor, když je měl zvýšit (snaha, kterou si držel po celou dobu působení ve svém oboru). Řekl: „Nic by nás neodradilo od obrácení našeho postupu, pokud by ekonomika sílila a akciová burza šla nahoru, a navíc se i přes nízkou pravděpodobnost vrátil stav, který jsme před dvěma měsíci považovali za normální.“

Nic, kromě Greenspana samého.

O měsíc později byla burza o 5 % výše než dva měsíce zpátky, ale Greenspan nejenže odmítl obrátit svůj postup, ale navíc ještě opět snížil úrokové míry, tentokrát na 4,75 %. (Trvalo mu tři roky, než opět vyrovnal úrokové sazby, které stihl snížit za podzim roku 1998.) Nicméně, toto konkrétní snížení bylo naprosto zničující a nastartovalo vlnu spekulací, kterou tato země ještě nezažila. Od chvíle, kdy se začalo hovořit o spekulacích v roce 1994, Nasdaq a S&P 500 vypadaly přibližně stejně. To mělo nyní skončit. V září 1999, kdy bylo anulováno poslední snížení, index S&P 500 se zvýšil o 35 %, zatímco podle Nasdaqu se hodnota od patnáctého října 1998, kdy došlo ke snížení, zvýšila dvojnásobně. Jedním z důvodů, proč tento manévr předsedy a jeho kolektivu měl okamžitý a tak veliký dopad bylo to, že se jim povedlo trefit ten „správný“ čas, kdy zasáhnout.

Bylo to přesně den před propadnutím platnosti desítek tisíc opcí. Není překvapující, že expirační pátky mohou být často nestabilní, protože i malé pohyby uplatňovaných cen opcí mohou způsobit obrovské ztráty nebo zisky –

obchodování s opcemi je totiž formou rizikových spekulací. Denní doba také přidala svou trošku do mlýna, novinky o náhlém snížení úrokových sazeb proletěly éterem za méně než půlhodinu. Dopad byl okamžitý: za méně než pět minut termínový trh vyletěl nahoru o enormních 5 % (viz obr. 3).



Molly Evans

Obrázek 3: Anatomie Greenspanova opčního prodeje

Stojí za zmínku, že ani jeden člen FOMC nenamítl, že další den propadá platnost opcí. Zda si toho výbor nebyl vědom, nebo usoudil, že to není důležité, už pravděpodobně nikdy nezjistíme. Ale ať už měla americká centrální banka (Fed) jakýkoli důvod, bylo neomluvitelně nezodpovědné vyrukovat s tak náhlým snížením úrokových sazeb zrovna v ten den. Spekulanti si tento počín vyložili jako projev Greenspanovy náklonnosti k nim – a snad i jako projev

ochoty je ochraňovat – takže si vlastně ani nemuseli dělat starosti, jestli náhodou celý trh nepotopí. Výsledkem bylo, že země se musela s důsledky této spekulace potýkat dalších 18 měsíců.

Zatím jsem zde občasně poukázal na to, že tržní průměr pomalu šplhal nahoru, ale ještě jsem nepřiblížil soudobou spekulaci. Takhle to vypadá, když se věci opravdu vymknou z rukou.

Nejdivočejší a nejbizarnější událost se stala ve společnostech, které měly připojení k internetu; ovšem cokoli jen příbuzné k technologiím stačilo. Spekulanti začali být přitahováni myšlenkou, že mají (společnosti) potenciál pro rychlý růst, a ty výnosné že mají důvod popustit uzdu fantazii. Je tedy lehké pochopitelné, jak technologie a představy o internetu dokázaly nabudit dav. Co se zprvu jevílo jako maniakální chování, začalo být postupem času, kdy se neustále zvyšovala laťka nevšednosti, obyčejné.

Za několik minulých let by se dala najít spousta příkladů maniakálního chování, ale to je nic ve srovnání s tím, co se dělo ke konci roku 1998 (což samozřejmě bylo pořád nic oproti tomu, co mělo teprve přijít). V srpnu 1995, kdy Netscape umožnil prodej svých akcií, se burza zdvojnásobila, a to během prvního dne obchodování. Ale to se zdá dosti nudné v porovnání s tím, co se dělo, když na burzu přišel Theglobe.com. Počáteční hodnota byla 9 USD, na konci dne 63,5 USD. Cena akcií vzrostla o více než 600 % za kratší dobu, než by vám trvalo přeletět Spojené státy. Ten den byla cena Theglobe.com stručně odhadnuta na více než pět miliard USD, i když svým akcionářům během prvních tří čtvrtletí vynesla pouze 2,7 milionu USD. Nicméně, její nedostatky byly velmi zřejmé, a o tři roky později požádala o bankrot.

Nehledě na mánii, čtyři dny po debutu Theglobe.com – uvedení na burzu, které otrásá všemi rekordy před i potom – se úřadování chopili opět prosto-

pášníci z FOMC. Greenspan snížil úrokové míry na 4,75 %. Opět spáchali tu nepřístojnost snížení úrokových sazeb. Předsedovi se zdálo v pořádku zkrátit sazby o celkem 75 bodů báze v průběhu přibližně šesti měsíců, což vyústilo ve zrychlení největší spekulace všech dob. Společně s tímto snížením sazeb FOMC oznámilo, že „přestože se podmínky na finančním trhu po materiální stránce uklidňují, přetrvává neobvyklé napětí.“

Zažili jsme nekontrolovanou spekulaci v sektoru internetu; Nasdaq 100 byl meziročně o 52 % výše a zaznamenali jsme i jiné obrovské nárůsty v některých z těchto omezených indexů. (Například SOX, Philadelphia Semiconductor Index, byl oproti hodnotám šest týdnů starým, kdy dosahoval minima, o 100 % výše.) A to pánové v americké centrální bance (Fed) stále mluvili o klidných podmínkách. V té době mi přítel sdělil svůj názor, že si myslí, že se Greenspan snaží vytisknout dost peněz, aby mohl důsledky svých opakovaných omylů za posledních deset let hodit na svého následovníka. Když se zakopete do díry, můžete přestat kopat; ale když nafouknete bublinu, foukat přestat nejde.

A protože příčin bylo dost, spekulace se nadále zintenzivňovala. Pátek po Díkuvzdání, tj. o dva týdny později, byl mimořádně pamětihodný den. Společnosti, které měly co dočinění s internetem, viděly, jak jejich akcie prudkým tempem stoupají. Někteří hodnotu svých akcií zdvojnásobili; hodnota každé z top15 akcií na Nasdaq však vzrostla vždy minimálně o 45 %! Každému, kdo má alespoň průměrnou představu o historii finančnictví, to muselo připadat jako nepřehlédnutelná, blikající neonová reklama, křičející „probíhá nebezpečná spekulace.“ Všechna takováto období, tohoto nevyjímaje, vždy skončila v slzách, leč předsedovi se zdálo být vše v pořádku.

Nezdálo se, že by FOMC bylo nějak alarmováno splašenými cenami akcií a nekontrolovanou spekulací. Na schůzi v prosinci 1998 Jerry Jordan z clevelandské Centrální banky prohlásil toto:

Viděl jsem – pravděpodobně jako i vy všichni ostatní – noviny, letáky, lidi mluvící na CNBC a tak dále, hlásající, že nehrozí riziko, že by akciová burza spadla dolů, protože kdyby k tomu měla jenom nepatrný sklon, americká centrální banka (Fed) by uvolnila svoji politiku, aby ji vyhodila zpět do sedla. Takže podle jejich názoru od tohoto okamžiku mohl jít trh pouze nahoru. Myslím si, že stále více lidí tomu začíná věřit a také se podle toho chovat.

Jordan měl v tomto naprostou pravdu. V zásadě výboru naprosto přesně popsal, jak je americká centrální banka (Fed) a trh vnímán spekulanty a také to, co se později stalo známým pod pojmem Greenspanův opční prodej. Nicméně, jeho komentář nevyvolal *žádnou* následnou diskuzi – bylo to, jako kdyby řekl něco tak banálního jako „obloha je modrá“ – takže k tomuto tématu se už nevyjadřoval. Co se týče předsedy, ten se nijak nevzrušoval a vypadalo to, že si myslí, že konečně pochopil, proč jdou ceny akcií takovým šíleným tempem nahoru.

Na této schůzi Greenspan řekl, že přestože „analytici cenných papírů velmi dramaticky snížili očekávanou výši vnosů za rok 1998, nesnížili svá očekávání, co se týče dlouhodobých výnosů. Toto dostatečně vysvětluje, proč může jít burza nahoru i přes fakt, že očekávané výše výnosů se snižují.“

Jinými slovy, Greenspan doopravdy věřil, že jen samotné předpoklady výnosů, pokud jsou dost vysoké, i přesto, že jsou výhledově pět let do budoucna, mohou zapříčinit tak enormní nárůst cen akcií. Tedy ...nebyl problém na akciové burze. Ve skutečnosti, místo toho, aby varoval před nekontrolovatelnou spekulací, se rozčiloval, že „burza by mohla jít velice podstatně dolů“, a v tom případě „si nejsem úplně jistý, jak bychom na to měli reagovat.“ Kdybych ho neznal lépe, přísahal bych, že Greenspan se snažil být vtipný, protože neexistovalo jediné pochyby o tom, jak by reagoval: *snížil by úrokové sazby a vytiskl další peníze, jako vždycky.*

Greenspan učinil ještě jedno další prohlášení, které stojí za zmínku: „Jak jsem řekl předtím, spekulaci je možno odhalit jen retrospektivně.“ Opravdu? Nejsm si jistý, kdy to řekl poprvé, ale toto je první zapsaný a doložený důkaz toho, že si vytvořil svou vlastní teorii o spekulacích. Jeho tvrzení je samozřejmě naprostý nesmysl; spekulace jsou rozpoznatelné i v průběhu svého vývoje, stejně tak jako byla tato. Ale – a toto je obrovské *ale* – pokud o probíhající spekulaci nevíte, nemůžete s ní bojovat. Samozřejmě, nikdo by nebojoval s ničím, o čem by si myslel, že to neexistuje.

Řekl bych, že Greenspan došel k tomuto závěru, protože usoudil, že burza sama „zahlédla“ něco, co by vysvětlovalo její maniakální chování. Myslím si, že věřil, že to, co burza později podceňovala, byly enormní zisky, které vyplývaly z jeho teorie o produktivitě. Tolik k jeho vysvětlení, že ve skutečnosti vlastně nešlo vůbec o spekulaci. Nikdy mu nepřipadalo, že *jeho činy* způsobují to, že se burza chová, tak jak se chová. Ale alespoň v tom byl důsledný; avšak na důvěryhodnosti to Greenspanovi nepřidalo, spíše naopak. Považte všechny jeho výroky vyřčené až doposud: proč v pozdějších letech tvrdil (když spekulanti bublina praskla), že se pokoušel se spekulací bojovat, když nikdy nevěřil, že nějaká existuje, eventuálně proč toto jeho tvrzení není podpořeno jeho slovy a činy, pokud si svoje přesvědčení o neexistenci spekulace rozmyslel? Mohu z toho jen vyvozovat, že se pokoušel přepsat vlastní minulost, protože když spekulace odvedla svůj díl škody, nikomu – od investorů po novináře – se už nedalo tvrdit a předstírat, že žádná neexistuje. A jelikož bylo napácháno tolik škod, tak si alespoň, podle všeho, pokoušel zachránit pověst tvrzením, že se snažil spekulaci předejít.

Rok 1999 viděl obrovskou příležitost rozjet další spekulace a také se jí pohoťově chopil. Burza počátečních veřejných nabídek vzplála jako kupka slámy. Podle knihy Grega Kylea, „The 100 Best Internet Stocks to Own (McGraw Hill, 2000)“ (100 nejlepších internetových akcií, které můžete vlastnit), průměrné

výnosy společností, které se nově vydaly na burzu, za prvních pár dní byly takoveto: leden + 271 %; únor + 145 %; březen + 146 %; duben + 119 %. Ale tato čísla nám řeknou jenom část příběhu. Nezobrazují úplně tak přesně surrealistickou náladu, která v tu dobu panovala. Abychom lépe zhodnotili, jak bizarní situace vskutku byla a jak zřejmé bylo, že zde probíhala plnohodnotná spekulativní mánie, stojí za to zaměřit se na některé detaily toho, co se v té době dělo.

Mnoho společností, užívajících si prvotní výnosy zmíněné výše, byly společnosti *pouze na papíře*; ve skutečnosti často nebyly více, než snahou svých zakladatelů o kompenzování svých výdajů. Mnoho z nich mělo velice málo ve svých záznamech o pracovních operacích. Často neprodaly ani jednu věc, a neméně častým jevem bylo to, že firmy ani neměly produkt, který by nabízely, ani nebyly skutečnými obchody.

Předseda měl zjevně problémy s rozpoznáním spekulace, i když ji viděl, ale mnoho jiných jistě tímto nedostatkem netrpělo. Náповědy byly všude. Například horečka štěpení akcií; po celý konec osmdesátých let se investoři opakovaně honili za společnostmi, které rozdělovaly své podíly. Proč? Neexistoval jediný dobrý důvod. Pokud by to mělo nějaký ekonomický smysl, potom by pizza rozřezaná do dvanácti dílů stála více, než identická pizza rozřezaná do dílů čtyř. Nicméně, kandidáti na dělení akcií byli tak žádaní, že to skoro připomínalo až náboženskou vroucnost; a to byla obrovská náповěda, že šílenství převládá. Takto jsem tuto činnost popsal ve svém sloupku někdy v lednu 1999:

Máme zde zajímavý vývoj. Broadcast.com (BCST) byl asi o 96 bodů výše, když se zbrzdil. Nasdaq se společnosti zeptala, proč jejich akcie stoupají takovým tempem, ale společnost odpověděla, že k tomu nemá co říci. Je dech beroucí vidět, jak se akcie prodávají za 230 USD za kus (ten den se jejich cena zvedla o 95 USD).

Druhý den jsem napsal:

Společnost (Broadcast.com), která nedávno neměla co říci o jejich do nebe mířících akcích, se rozhodla odhalit, že plánovala dělení akcií v poměru dva ku jedné. Tím se vyšvihla o dalších 87 bodů, což mělo za následek vzplanutí všech ostatních akcií společností, které měly co dočinění s internetem – YAHOO o 78 bodů, Go2Net o 54, Mindspring a Inktomi po 22 bodech. Amazon byl loudal, zvedl se pouze o 24 bodů.

O pár měsíců později jsem se pokusil určit přibližné množství peněz, které měly být „zisky“ z tohoto „míchání papírů“. Ovšem tyto peníze neměly žádný finanční význam.

Dnes se stala šťastná událost – Microsoft (MSFT) uskutečnil svou dlouho očekávanou dělbu. Nyní nám zde vyčnívá více než 5,6 miliardy plně zředěných podílů, a cena se přibližuje 100 USD, nicméně všichni tito „rozdělovači“ pravděpodobněji už vyhledávají další podnik, který se chystá k tomuto počínu. Co znamenají všechna tato velká čísla: dnešní třídolarový pohyb Microsoftu přidává do jeho kapitálového vybavení přibližně stejnou hodnotu jako hodnota veškerých příjmů za celý rok (přibližně 18 miliard v té době). Microsoft je nyní ohodnocován na asi 530 miliard USD, což je přibližně šest procent HDP Spojených států.

Poté se zde objevili „analytici“ chování burzy ve Wall Street, kteří byli později odhaleni jako falešní zájemci. Nesnažili se vysvětlit proč, na základě jejich hloubkové analýzy, byla společnost tak výhodná pro investici. Jejich modus operandi byl pouze zvýšit určenou částku akcií, což by mělo za následek, že by vyletěla nahoru jako vyplašený holub. Následně, kdy byla cílová cena (akcií) dosažena, analytici provedli celý proces znovu. Další trik v přestrojení za analytiku bylo, že vysvětlovali, proč by ostatní společnosti mohly stát za to, když XYZinternet.com (která měla velmi nízkou hodnotu) vynesla pěknou

cenu. Takže když se jiné akcie obchodovaly výše, automaticky to znamenalo, že ostatní se pohybují výše též. Nákupní doporučení od těchto analytiků měla na svědomí nadměrný optimismus investorů a rozžehly plameny spekulací. Nicméně tento Čarov svět je velmi rozlehlé místo a my jsme zatím prozkoumali jen malinkou část ve srovnání s tím, co nás teprve čeká.

Nemuseli jste se dívat s očima až příliš otevřenými, ani jste nemuseli být nijak mimořádně chytrí, abyste poznali, že jsme uprostřed spekulativní bubliny, která byla naprosto mimo kontrolu. Opravdu nemuseli, pokud nebylo vaše jméno Alan Greenspan.

Greenspan ve všem viděl smysl. V projevu šestého května 1999, při příležitosti 35. každoroční konference o Bankovní struktuře a soutěži na půdě Americké centrální banky v Chicagu vysvětlil:

Tento můj názor je podpořen analytiky cenných papírů, kteří patrně mají dostatečné znalosti týkající se společností, ve kterých jsou zaměstnáni. Tato skutečná armáda odborníků projektovala stále se zvyšující pětiletý růst průměrných výnosů, a to již od počátku roku 1995 ... Téměř bezpochyby vzestupné revize těchto analytiků odrážejí to, co jim společnosti řeknou o zlepšení regulace nákladů, což v konečném důsledku pro ekonomiku souhrnně přidává na zrychlování produkce práce ... Proto zjevně společnosti svým analytikům nehlásí snížená očekávání akcelerace produktivity. To ovšem neznamená, že analytici mají pravdu, stejně tak ne společnosti; znamená to pouze to, že to co společnosti říkají svým analytikům, se nepochybně odráží na dlouhodobých ziskových předpovědích. Makroekonomická data nyní zcela určitě neposkytují dostatečné důkazy o zpomalení růstu produktivity.

Greenspanovi se zase jednou povedlo vysvětlit maniakální chování, které bylo na denním pořádku. Produktivita to všechno vysvětlila. Společnosti se cítily dobře, analytici se cítili dobře – všechno bylo dobře, protože produktivita podporova-

la novou éru. Jeho předchůdce v americké centrální bance (Fed), Paul Volcker, muž, kterému se povedlo podkopnout nohy inflaci na počátku osmdesátých let, to takhle neviděl. Měl až přílišný respekt k úřadu, který dříve zastával, a byl až příliš gentleman, aby to řekl přímo, nicméně čtrnáctého května 1999 promluvil ve svém projevu k American University, School of Public Affairs/Kogod School of Business (American University, Fakulta veřejných záležitostí/Kogodská obchodní škola) takto: „Osud světové ekonomiky je nyní zcela závislý na růstu ekonomiky Spojených států, která je závislá na akciové burze, jejíž růst je závislý na asi padesáti akciích, z nichž půlka nikdy nevykázala zisk.“

Volcker svým nenápadným způsobem poznamenal, že spekulace je v plném rozkvětu. Celý kolos ekonomiky byl nyní řízen naprostými detaily. Akciová burza byla ohodnocena na 180 % HDP, o více než 100 % oproti 85 % HDP, které měla při poslední spekulaci v roce 1929 (viz obr. 4).

Volcker to viděl; Greenspan však nikoli.

Teď už Greenspan opravdu stepoval; uzavřel to tím, že je nesmírně obtížné poznat spekulaci v prvopočátku. Sedmnáctého června 1999 řekl Kongresu: „Spekulace jsou viditelné pouze až retrospektivně. Abychom zachytili spekulaci dopředu, museli bychom usoudit, že stovky tisíc investorů se mýlí. Sazení proti trhu je vždy přinejlepším ošidné.“

Opravdu? Kde tohle vzal? Právě o tom spekulace jsou – dav zešílel. Ten dav, který se mýlil.

Tito informovaní investoři, na které se odvolává, se chovali tak, jak se chovali právě kvůli tomu, co Greenspan dělal. Zrcadlili jeho politiku. Fakt, že „jich bylo stovky tisíc“ neznámá, že se spekulace „dá rozeznat pouze retrospektivně.“ To byla jen další výmluva, kterou si Greenspan vymyslel, aby podpořil svoje tvrzení, že žádná spekulace existovat nemohla, když ve skutečnosti

by každému se špetkou porozumění lidské povahy a historie finančnictví mělo být na první pohled jasné, že je zde jedna bublinka hluboce zakořeněná a v plném proudu.



Molly Evans

Obrázek 4: Důsledek Mistrovy politiky snadno dostupných peněz

Koncem srpna 1999 Nasdaq stoupl ze svého říjnového minima v roce 1998 o 100 % a americká centrální banka (Fed) zvýšila úrokové sazby podruhé na 5,25 %. Ve světle událostí, které tehdy probíhaly, byla toto docela zbabělá akce. *The Economist*, uznávaný Britský magazín, se vyjádřil takto:

Rozumná centrální banka by ve svých politikách přitvrdila více v takové době. Avšak i po zvýšení, které se událo tento týden, jsou krátkodobé úrokové míry stále o čtvrt bodu níže, než byly před rokem ... Takovéto nesmělé změny by mohly dodat falešnou jistotu Wall Streetu, že Centrální banka má všechno bezpečně pod kontrolou – čímž by pomohla burze stoupat do závratných výšek ... Ale ... za (Greenspanovo) dilema může z velké části on sám: odráží to jeho neschopnost vypořádat s nevyrovnanostmi americké ekonomiky dříve, než se stanou závažnými.

Na schůzi FOMC šestnáctého listopadu 1999 – další schůze, na které nebylo slovo *spekulace* ani zmíněno – Centrální banka konečně zvýšila úrokové míry o 0,75 % na 5,50 %. Nicméně, i přestože cena půjček se o trochu zvedla, Centrální banka chtěla násilím nakrmit bankovní systém obrovskými porcemi peněz, pravděpodobně protože si dělala starosti, jestli nenastane chaos, který by následoval po tom, co digitální hodiny po celém světě přejdou na rok 2000. Tato mizerně vpíchnutá a naprosto zbytečná injekce do likvidity ustřelila střechu akciové burzy, a jejím důsledkem vystřelila (burza) prudce vzhůru.

