

Část 2

**2009: Správná a špatná
finanční reforma**

„Správný a špatný způsob, jak zachránit banky“

Financial Times,
22. leden 2009

Podle zpráv z Washingtonu by se Obamova administrativa mohla alespoň přiblížit poskytnutí 100 miliard \$ z druhého balíku TARP na vytvoření tzv. agregátní banky, která by mohla odstranit toxické cenné papíry z bankovních bilancí. Tento plán by zmíněnou částku ve spolupráci s bilancí Federální rezervní banky použil až desetkrát, takže by bankovní systém mohl být oproštěn od problémových aktiv v hodnotě až 1 000 miliard dolarů (770 miliard eur, 726 miliard liber).

Ačkoliv dosud nebyly projednány veškeré detaily, tento přístup se vrací zpět k idejím, které byly původně přijaty – přestože nakonec byly opuštěny – Hankem Paulsonem, bývalým ministrem financí Spojených států. Tento návrh tak trpí stejnými nedostatky: toxické cenné papíry je, podle definice, velmi těžké ohodnotit. Uvedení významných odběratelů tedy nevyústí v odhalení ceny, ale v její zkraslení.

Navíc, cenné papíry nejsou homogenní, což znamená, že i aukční proces by kvůli selekci opustil agregátní banky s nižšími aktivy. I s uměle navýšenými cenami by si většina bank nemohla dovolit umístit svá zbývající portfolia na trh, takže by mohly získat nějaký druh pomoci. Nejpravděpodobnějším řešením je, že si budou ochraňovat svá portfolia, zatímco Federální rezervní systém bude absorbovat veškeré ztráty, které přesáhnou určitou mez.

Pokud budou tato opatření přijata, poskytnou bankám umělou podporu ve formě značných nákladů daňových poplatníků, přesto by to ještě nemuselo obnovit schopnost bank půjčovat za konkurenceschopné ceny. Banky by proto dále musely zvětšit marže a ještě více zkosit křivku výnosů, navíc na dlouhou dobu, aby obnovily svůj kapitál.

Podle mého názoru by tento sebeobnovující režim založený na realistickém oceňování následovaný snížením minimálních kapitálových požadavků byl při restartování ekonomiky mnohem účinnější. Nevýhodou je požadovaný kapitál ve výši 1000 miliard \$ a více. To by znamenalo dobré i špatné bankovní řešení, podle toho, z jakého úhlu se díváme. Došlo by tak k protřídění řad stávajících akcionářů a riziko, že většina bankovního kapitálu se dostane do rukou suverénních vlád.

Obamova administrativa čelí těžké volbě mezi částečným znárodněním bank, nebo jejich odevzdáním do soukromých rukou, přičemž dojde ke znárodnění jejich toxických aktiv.

V případě prvního řešení by došlo ke značně bolestivému dopadu na velkou část populace – nejen na akcionáře bank, ale také účastníky penzijních fondů. Přesto by to mohlo úspěšně restartovat ekonomiku.

Druhé řešení by zabránilo nepříjemným dopadům prvního návrhu, nicméně bankovní systém by uvedl do podobných rozpaků, které dokázaly zhoubnost vládou sponzorovaných podniků (GSE) – Fannie Mae a Freddie Mac. Veřejný zájem nadiktuje bankám cestu pokračování v politice atraktivních úvěrů. V tom případě by však půjčky musely být uplatňovány pod záštitou vládních pravidel, jelikož sobeckost bank by jim velela soustředit se čistě na zachování a obnovu vlastního kapitálu.

Politická realita tlačí Obamovu administrativu směrem ke druhému řešení. Je to jednoduše proto, že nemůže jít do Kongresu a žádat o povolení utratit dalších 1 000 miliard \$ na rekapitalizaci bank, protože pan Paulson tuto studnu otrávil tím, jak utrácel peníze Tarpu. Dokonce i druhý balík Tarpu – kde zbývá 350 miliard \$ – by Kongres dovolil použít jedině nási-

Finanční turbulence v Evropě a ve Spojených státech

lím. To je důvod, proč Obamova administrativa zvažuje uložení až 100 miliard \$ z tranše do tzv. agregátních bank.

Akciový trh tlačí na brzké rozhodnutí tak, že vyvíjí nátlak na finanční trhy. Avšak nový tým by se měl vyhnout opakování chyb svého předchůdce a nevyhlašovat program dříve, než bude důkladně promyšlen. Volba mezi těmito dvěma řešeními je důležitá; pokud se jednou učiní, nebude již cesty zpět. Měla by proto být založena na velmi důkladném zhodnocení alternativ.

Prezident Barack Obama může splnit svůj slib povzbudit nový přístup, pouze zvolí-li odlišný kurz než minulý tým. Kongres i veřejnost se nemylí v pocitu, že pro dobro banky bylo vykonáno více než pro dobro vlastníků domů sužovaných krizí. Vláda by měla vyzvednout GSE z popela a používat je aktivněji ke stabilizaci na realitním trhu. Poté by se mohl Kongresu opět přeložit správný návrh na rekapitalizaci bankovního systému.

„Péče o periferii by měla být hlavním zájmem“

Financial Times,

22. březen, 2009

Nadcházející setkání G20 je typem události, která situaci buď vyřeší, nebo způsobí její zhroutil. V případě, že nepřinese praktická opatření na podporu méně rozvinutých zemí, které jsou více zranitelné než rozvinuté, trhy budou zasaženy další ranou, která se může stát tou poslední před krachem. Tak byly označovány již minulý měsíc činy ministra financí Tima Geithnera, jež také neuspěly jako praktické nástroje rekapitalizace bankovního systému Spojených států. Probíhající krize je unikátní případ, lišící se i od poválečné krize. Dříve finanční orgány jednaly společně, aby zabránily finančnímu systému se zhroutil. Tentokrát, po pádu Lehman Brothers v září loňského roku, se systém zhroutil a byl držen při životě zcela uměle. Z dalších přijatých opatření, a to jak evropských, tak amerických, můžeme zmínit záruky, jež nedovolí již žádné další důležité finanční instituci se zhroutil.

Tento nezbytný krok měl nechtěné negativní důsledky: množství dalších zemí z východní Evropy, Latinské Ameriky, Afriky a Jihovýchodní Asie podobné záruky nabídnout nemohlo. Výsledkem bylo přemístění kapitálu z periferie do centra, jež bylo podněcováno národními finančními orgány zemí centra, které samy povzbuzovaly banky, aby repatriovaly svůj kapitál. V zemích na periferii došlo k pádu tamních měn, navýšení úrokových sazeb a swapů úvěrových selhání. Když tu píšou historii, je třeba také zaznamenat, že – na rozdíl od Velké hospodářské krize – protekcionismus nejdříve ovládl finančnictví, až poté obchod.

Finanční turbulence v Evropě a ve Spojených státech

Instituce, jako je Mezinárodní měnový fond, tak čelí novému úkolu: ochránit země na periferii před bouří s epicentrem v centru – v rozvinutém světě. Globální instituce jsou využívány při jednání s vládami, nyní se musí navíc vypořádat s kolapsem soukromého sektoru. Pokud se jim to nepodaří, země na periferii utrpí ještě víc, než ty, které jsou v centru, jelikož jsou chudší a více závisí na komoditách než vyspělý svět. Musí dále čelit bankovním úvěrům ve výši 1 440 miliard \$ (1 060 miliard €, 994 miliard £), očekávané v roce 2009. S těmito úvěry se nebudeme moci vypořádat bez mezinárodní podpory.

Gordon Brown, britský premiér, tento problém chápe a za primární cíl setkání G20 určuje jeho řešení. Přesto v této otázce stále existují značné rozpory, především mezi Spojenými státy a Německem. Spojené státy si uvědomily, že kolaps úvěrového systému soukromého sektoru může být zvrácen pouze pomocí státního úvěru, který schodek doplní. Německo, traumatizované vzpomínkou na hyperinflaci dvacátých let, není ochotné zasít semínko možné inflace přílišným zadlužením. Obě pozice jsou velmi silné a tento rozpor může narušit případné jednání.

Přesto stále ještě existuje možnost najít společnou řeč. Namísto stanovení univerzálního cíle poskytnout dvouprocentní část HDP do stimulačního balíčku, by bylo naprosto dostačující shodnout se na tom, že země na periferii potřebují pomoc, a chránit jejich finanční systémy. To je ve společném zájmu. Pokud by se totiž některá z periferních ekonomik zhroutila, byly by tím ohroženy i vyspělé státy.

Jak se věci mají, schůzka G20 zřejmě přinese některé konkrétní výsledky: zdroje Mezinárodního měnového fondu budou pravděpodobně zdvojnásobeny, a to především s pomocí nástroje s názvem „nové dohody o půjčce“, který by mohl být uplatňován bez vyřešení sporné otázky přerozdělování hlasovacích práv.

To bude stačit k tomu, aby Mezinárodní měnový fond pomohl konkrétním ohroženým zemím, ale již neposkytne systémové řešení pro méně

rozvinuté země. Takové řešení je velmi snadno k dispozici ve formě zvláštních práv k čerpání (SDR). SDR jsou komplexní formou, ale dochází k redukci na mezinárodní tvorbu peněz. Země, které mohou tvořit své vlastní peníze, nepotřebují ty ze zemí na periferii. Bohaté země by proto měly své příděly zapůjčit těm ve větší nouzi.

Tyto země by platily Mezinárodnímu měnovému fondu velmi nízké úroky, odpovídající kompozitní průměrné míry pokladničních poukázek všech konvertibilních měn. Své vlastní zdroje by mohly užívat naprosto volně, nicméně byly by pod dohledem v otázce způsobu využívání půjčených zdrojů, aby se zajistilo jejich vhodné a řádné užití.

Kromě jednorázového navýšení prostředků Mezinárodního měnového fondu by také mělo dojít k velkému ročnímu vydání SDRs, ve výši řekněme 250 miliard \$, a to na dobu trvání recese. Na to, aby byl tento plán schválen na setkání G20, je již příliš pozdě, ale pokud by byl předložen prezidentem Barackem Obamou a schválen ostatními, mohlo by to stačit trhům k dodání odvahy a k přeměně plánované schůzky v neplánovaný pronikavý úspěch.

„Jeden způsob jak zarazit Bear raids“

Wall Street Journal,

23. březen 2009

Ve všem tom povyku kolem AIG bylo to nejdůležitější opomenuto. AIG zbankrotovala, protože prodala velké množství swapů úvěrového selhání (CDS) bez řádného vyrovnání nebo pokrytí svých pozic. Musíme si z toho odnést to, že CDS jsou toxické nástroje, jejichž použití by mělo být přísně regulováno: jejich nákup by měl být umožněn pouze tomu, kdo vlastní kryté dluhopisy. Zavedením tohoto pravidla by došlo ke snížení destruktivní síly a zároveň ceny těchto swapů, což by také ušetřilo ministerstvu financí Spojených států velké množství peněz. Došlo by k tomu snížením ztráty z nesplacených pohledávek AIG bez rušení jakékoli smlouvy.

CDS byly vytvořeny jako možnost, jak poskytovat pojištění dluhopisů nezávisle na jejich výchozím nastavení. Vzhledem k tomu, že se jedná o obchodovatelné nástroje, staly se tak ukazateli medvědíh trhů při spekulacích o zhoršujících se podmínkách společnosti nebo země. Jejich toxicita spočívá v tom, že takové spekulace mohou být sebestoprvující.

Až do pádu roku 2008 převládající pohled – tzv. hypotézu efektivního trhu – charakterizovalo přesvědčení, že ceny finančních nástrojů odrážejí všechny dostupné informace (tj. základní realita). Tak to však není. Finanční trhy se zdaleka nezabývají současnou realitou, ale spíše tou budoucí, přičemž nepracují se znalostmi, ale s anticipací.

Proto musíme chápat finanční trhy prostřednictvím nového paradigmatu, které uznává, že vždy poskytují neobjektivní pohled na budoucnost a že narušení cen na finančních trzích může mít vliv na základní skuteč-

nost, tedy že tyto ceny mají realitu reflektovat. (Tento mechanismus zpětné vazby nazývám „reflexivitou“.)

S pomocí tohoto nového paradigmatu může být nezdravá povaha CDS prokázána třístupňovým argumentem. Prvním krokem je uvědomění si, že prodej dlouhých i krátkých pozic CDS na akciovém trhu má asymetrický dopad ve vztahu riziko/zisk. Ztráta na dlouhé pozici snižuje rizikové expozice, zatímco ztráta na krátké pozici je zvyšuje. V důsledku toho může být pro ty špatné CDS výhodnější vytrvat na dlouhé pozici než na krátké. Tato asymetrie tak aktéry odrazuje od prodávání pozic typu short.

Druhým krokem je uvědomění si, že trh s CDS nabízí pohodlný způsob jak zkrátit dluhopisy, zatímco asymetrie riziko/zisk funguje právě naopak. Shortování při nakupování CDS s sebou nese menší riziko, současně však také téměř neomezený ziskový potenciál. Naopak prodej CDS produkuje omezené zisky spolu s téměř neomezenými riziky. Tato asymetrie podporuje spekulace na krátké straně, což způsobuje tlak na snižování základních dluhopisů. Negativní účinek je posílen tím, že CDS jsou obchodovatelné, a proto mají tendenci být zpoplatněny jako záruky, které mohou být prodány kdykoli, ne jako možnosti, které budou vyžadovat doplacení aktuálně nesplněných závazků. Lidé je nekupují proto, že by očekávali toto, ale protože očekávají zhodnocení CDS v závislosti na nepříznivém vývoji. AIG uvažovala o prodeji pojištění dluhopisů a v těchto intencích se CDS zdály odporně předražené. Ve skutečnosti však prodávala ukazatele medvědího trhu a fatálně podcenila riziko.

Třetím krokem je rozpoznání reflexivity, což znamená, že špatně nastavené finanční nástroje mohou ovlivnit základy, které mají odrážet tržní ceny. Nikde není tento jen výraznější než v případě finančních institucí, jejichž schopnost obchodovat je tolik závislá na důvěře. Pokles v cenách jejich akcií a dluhopisů může zvýšit náklady na financování. To znamená, že bear raids na finanční instituce může sloužit jako sebestvrzení.

Finanční turbulence v Evropě a ve Spojených státech

Sloučením těchto tří úvah bude jasné, že AIG, Bear Stearns, Lehman Brothers a další byly zničeny právě prostřednictvím bear raids, v nichž vzájemně posilovalo shortování akcií a nakupování CDS. Neomezený shorting akcií byl umožněn abolicí uptick rule, které mu bránilo tehdy, když ceny nerostly. Neomezený shorting dluhopisů byl usnadněn trhem s CDS. Tyto dvě podmínky byly pro trh smrtící kombinací a AIG to nepochopila.

Mnozí tvrdí, že by nyní měly být CDS obchodovány způsobem regulované výměny. Jsem přesvědčen, že CDS jsou toxické a že by měly být využívány pouze těmi, kdo vlastní dluhopisy, a ne těmi, kteří chtějí spekulovat proti zemím nebo společnostem. Díky tomuto pravidlu, které vyžaduje mezinárodní dohodu a federální legislativu, by se nákupní tlak na CDS značně zmenšil a všechny zbývající CDS by poskočily v ceně. Jako kolaterální výhodu by ministerstvo financí Spojených států ještě ušetřilo spoustu peněz na expozici AIG.