

Kłamstwa na temat tego, co spowodowało ten bałagan

Kłamstwo nr 1 Wchodząc w obecny kryzys, amerykańska gospodarka była najsilniejsza i najbardziej odporna na świecie.

To jedno z wielkich kłamstw, które były rozpowszechniane na amerykańskiej opinii publicznej przez ostatnie trzy lub cztery dekady. Jest to centralny element wyjaśnienia obecnego kryzysu finansowego przez Wall Street, ponieważ Wall Street chce, abyś uwierzył, że wszystko było w porządku, dopóki na scenie nie pojawił się bardzo ograniczony problem zwany kredytami hipotecznymi subprime. Nic nie może być dalsze od prawdy. Amerykańska gospodarka od dawna znajduje się pod dużym stresem. Podczas gdy nasz PKB i Dow Jones Industrial Average rosły do rekordowych poziomów każdego roku, maskowało to prawdziwą, podstawową słabość naszej gospodarki. PKB w Ameryce odnotowano jako rosnące z wielu powodów, z których wiele nie ma nic wspólnego z poprawą jakości życia przeciętnego Amerykanina. Po pierwsze, PKB wzrósł, ponieważ wzrosła populacja. A znaczna część wzrostu populacji nigdy nie została w pełni odnotowana, ponieważ obejmowała miliony nielegalnych imigrantów wjeżdżających do naszego kraju. Po drugie, PKB Stanów Zjednoczonych wzrósł w ciągu ostatnich dziesięciu do dwunastu lat, ponieważ w tym czasie wzrosło zadłużenie. Konsumpcja przeciętnych obywateli, dużych firm, banków i naszego rządu eksplodowała, powodując drastyczny wzrost PKB, ale duża część tej konsumpcji i wydatków rządowych była napędzana pożyczkami. Całkowita kwota całego zadłużenia w Stanach Zjednoczonych wzrosła z 25 bilionów dolarów do ponad 60 bilionów dolarów w ciągu ostatnich dziesięciu lat, a to nie obejmuje niefinansowanych zobowiązań w naszych planach emerytalnych i opieki zdrowotnej Social Security i Medicare. Osoby fizyczne pożyczały znaczne kwoty pod zastaw swoich domów i wykorzystywały uzyskane środki na zakup niemal wszystkiego — samochodów, łodzi, wakacji itp. Podobnie rządy same poszły na szaleństwo wydatków. Rząd USA zwiększył wydatki w ciągu ostatnich ośmiu lat w najszybszym tempie w swojej historii. Roczna nadwyżka w 2000 r. w wysokości 250 miliardów dolarów przekształciła się w deficyt w wysokości prawie 2 bilionów dolarów, oczekiwany w 2009 r. A całkowity dług rządowy wzrósł ponad dwukrotnie z 5 bilionów dolarów do 11 bilionów dolarów. Około 2 bilionów dolarów wydano na wojny w Afganistanie i Iraku, ale samo to nie wyjaśnia ogromnego wzrostu wydatków rządowych. Po trzecie, PKB wzrósł w Stanach Zjednoczonych po prostu dlatego, że wielu współmałżonków wróciło do pracy. PKB nie tylko wzrasta o pensje kobiet, które niedawno zaczęły pracować, ale także dlatego, że pracująca matka musi teraz płacić za usługi, które wcześniej wykonywała za darmo, takie jak opieka nad dziećmi, gotowanie posiłków, sprzątanie domu itp. Ci, którzy zostali w domu, zawsze ciężko pracowali, ale ich wysiłki nie znalazły odzwierciedlenia w rozliczeniach PKB. Teraz, gdy tak się stało, wydaje się, że PKB rósł szybko, podczas gdy w rzeczywistości wszystko, co się wydarzyło, to to, że gospodynie domowe przeszły z pozycji poza bilansem do pozycji w bilansie dla celów sprawozdawczości PKB. Po czwarte, istnieje wiele przykładów rzeczy uwzględnionych w obliczeniach PKB, które niekoniecznie poprawiają jakość życia przeciętnych Amerykanów. Ponad 500 miliardów dolarów wydaje się każdego roku na próby oczyszczenia zanieczyszczeń, co jest zarówno godne podziwu, jak i konieczne, ale nie mielibyśmy zanieczyszczeń, gdybyśmy nie mieli wzrostu PKB i rozwoju przemysłowego, których doświadczyliśmy historycznie. Nie mierzyliśmy ujemnych kosztów zanieczyszczeń, gdy je tworzyliśmy, ale teraz uznajemy za pozytywny wkład do PKB oczyszczanie tych samych zanieczyszczeń. To nie ma większego sensu. Podobnie, Amerykanie wydają prawie bilion dolarów na obronę i bezpieczeństwo wewnętrzne; możemy dyskutować, o ile jesteśmy bezpieczniejsi dzięki tym wydatkom, ale jedno jest pewne: nie może być ekonomicznie produktywne budowanie bomb, które niszczą budynki, mosty i lotniska, a następnie płacenie firmom budowlanym za ich odbudowę. W stopniu, w jakim ta okrężna logika kończy się na tym, że jest ona zgłaszana jako

pozytywny wkład w nasz PKB, wyraźnie zawyża PKB. Tak więc z perspektywy PKB Ameryka nie radzi sobie tak dobrze, jak można by sądzić. Ameryka notuje również znaczny deficyt obrotów bieżących każdego roku. Oznacza to po prostu, że importujemy znacznie więcej, niż eksportujemy. Ekonomiści powiedzą, że nie może to trwać wiecznie, ale w Ameryce trwa to już od dłuższego czasu. Nierówności w Ameryce wzrosły w ciągu ostatniej dekady. Lepsza technologia, mniejszy udział związków zawodowych i globalizacja spowodowały rozdwojenie zarobków Amerykanów. Technologia może pobudzić wzrost płac, ale może również zabić miejsca pracy w kategorii nisko opłacanych, nisko wykwalifikowanych pracowników naciskających przyciski. Reprezentacja związkowa w miejscu pracy w sektorze prywatnym spadła z 35 procent pod koniec lat 50. do 9 procent obecnie. Globalizacja postawiła pracujących Amerykanów w konkurencji z pracownikami zarabiającymi jednego dolara za godzinę w Chinach, Wietnamie i Meksyku, gdzie płace są niskie, podczas gdy inni Amerykanie czerpali korzyści z niedrogiego importu i własności w firmach, które wykorzystywały tę nisko opłacaną siłę roboczą. Wreszcie, wraz z Ameryką, podąża planeta. Amerykański system wolnej przedsiębiorczości został pomyślnie wyeksportowany do wielu krajów na całym świecie w ciągu ostatnich trzech dekad. Ale nie wszystko poszło gładko. Na świecie miało miejsce wiele kryzysów finansowych: załamanie rynku nieruchomości w Japonii w 1993 r., kryzys peso w Meksyku w 1994 r., kryzys gospodarczy grypy azjatyckiej w Tajlandii w 1998 r. i niewypłacalność Rosji w 1999 r. Każdy z tych kryzysów próbował nam powiedzieć, że nie wszystko jest w porządku z wolnorynkowym kapitalizmem, jaki był praktykowany na całym świecie. Każdy z tych sygnałów ostrzegawczych był ignorowany, aż w końcu kryzys uderzył tutaj, w Ameryce, na tak ogromną skalę, że wciągnął wszystkie kraje świata w poważną recesję.

Kłamstwo nr 2 To był po prostu problem kredytów hipotecznych subprime, którego nikt nie mógł przewidzieć.

Twierdzono, że obecny kryzys finansowy to po prostu kryzys w wąskim segmencie rynku kredytów mieszkaniowych, zwanym sektorem kredytów hipotecznych subprime. To po prostu nieprawda. To prawda, że kryzys rozpoczął się na rynku kredytów hipotecznych subprime, ale na pewno się na tym nie skończy. Większość ludzi uważa, że pożyczki subprime oznaczają pożyczanie pieniędzy na kredyty hipoteczne osobom ze złą historią kredytową. Niekoniecznie tak jest. Osoby ze złą historią kredytową otrzymały więcej pieniędzy, niż powinny otrzymać podczas ostatniego boomu mieszkaniowego, ale można również wziąć osobę z dość dobrą historią kredytową i zamienić ją w pożyczkobiorcę subprime, udzielając jej zbyt dużej kwoty pieniędzy na zbyt hojnych warunkach. Subprime oznacza tylko, że pożyczkobiorca płaci wyższą stawkę, zwykle o 3 procent wyższą niż w przypadku bardziej konwencjonalnej pożyczki. Może to zrobić z powodu złej historii kredytowej, ale może to również zrobić, aby zminimalizować zaliczkę, którą wpłacił na dom, zwiększyć kwotę pieniędzy, którą mógłby pożyczyć na podstawie swojego wykazanego dochodu, nie wykazać żadnego dochodu w swoim wniosku lub uniknąć zabezpieczenia prywatnego ubezpieczenia hipotecznego. Powodem, dla którego pożyczki subprime eksplodowały jako pierwsze w tej recesji, było to, że duża ich część była pakowana i sprzedawana na rynku CDO. CDO oznacza zabezpieczone zobowiązania dłużne. Mówiąc najprościej, możesz umieścić wiele papierów wartościowych hipotecznych BB o niskiej ocenie subprime w CDO, a ponieważ najniższa tranza CDO zgadza się przyjąć pierwszą stratę, jeśli wystąpią jakiegokolwiek niewywiązania się z zobowiązań, górne dwie trzecie do trzech czwartych papierów wartościowych CDO uzyskują ocenę AAA. To ostateczny eksperyment alchemiczny, aby zamienić papiery wartościowe o ocenie BB na śmieci w papiery wartościowe AAA. I jest to niezwykle dochodowe. Wiele osób uważa, że opłaty pobierane przez brokerów kredytowych, bankierów, rzeczoznawców i firmy zajmujące się wyszukiwaniem tytułów własności w procesie zakupu domu były wygórowane. Jeszcze nic nie widzieli. Kiedy bierzesz 500 000 dolarów słabo ocenionego kredytu hipotecznego subprime i zamieniasz go w papier wartościowy CDO o ratingu AAA, magicznie tworzysz ponad 50 000 dolarów wartości, którą możesz szybko wypłacić sobie w formie opłat i dodatkowych odsetek. Powodem jest to, że papiery

wartościowe AAA nie muszą przynosić inwestorom tak dużych zysków, jak kredyty hipoteczne subprime. Dlatego kredyt hipoteczny subprime, który przynosi 8 do 9 procent, może zostać ponownie wyceniony w górę, tak aby jego inwestor, który myśli, że kupuje papier wartościowy AAA, uzyskał niższą rentowność, zwykle kojarzoną z tak wysoko ocenionymi papierami. Różnica, która może być znaczna, może zostać schowana do kieszeni brokerów kredytowych i bankierów, którzy sprzedali CDO. Oczywiście, tego typu alchemia jest całkowicie fałszywa. Nie możesz zamienić papierów wartościowych BB w papiery wartościowe AAA. I tak, gdy oszustwo zostało ujawnione inwestorom, wiele papierów wartościowych CDO skończyło na handlu po groszach za dolara. To był początek kryzysu bankowego i kredytowego. Ale kryzys mieszkaniowy i hipoteczny nie ogranicza się tylko do kredytów hipotecznych subprime. Wszystkie ceny domów wzrosły znacząco w Stanach Zjednoczonych podczas boomu mieszkaniowego i okazuje się, że najbardziej wzrosły ceny w najbogatszych dzielnicach i najbogatszych miastach. Chociaż pożyczkobiorcy subprime będą pierwszymi, którzy nie spłacą kredytu, z pewnością nie będą ostatnimi. Na mapach regionalnych Los Angeles, San Francisco lub San Diego widać, że drastyczne spadki cen domów o 35 do 40 procent nastąpiły najpierw w mniej zamożnych przedmieściach — Riverside w Los Angeles, Vista w San Diego i Stockton w San Francisco. Bogatsze dzielnice nie odnotowały tak dużego spadku. Większość zajęć nieruchomości, które wymusiły uznanie rzeczywistych spadków cen domów, miała miejsce na odległych przedmieściach miast, czasami nawet sześćdziesiąt mil od centrum. Ale najlepsi kredytobiorcy w bogatszych dzielnicach dużych amerykańskich miast ostatecznie zobaczą znaczące spadki cen nieruchomości i wzrost wskaźników zajęć nieruchomości. Powód jest dość oczywisty. Nie ma mowy, żeby bogaty mieszkaniec wybrzeża San Diego kontynuował spłatę swojego kredytu hipotecznego w wysokości 2 milionów dolarów, kiedy dom po drugiej stronie ulicy, bardzo podobny do jego własnego, jest na rynku za 1 milion dolarów. Nawet bogaci ludzie skończą na niewywiązywaniu się ze swoich kredytów hipotecznych. Nie chodzi o to, że zabraknie im pieniędzy, po prostu odmówią dalszego wyrzucania dobrych pieniędzy w błoto. Oznacza to, że sam kryzys mieszkaniowy oraz kryzys kredytów hipotecznych i kredytowych jest daleki od zakończenia. Dopiero zaczyna być odczuwalny w bogatych enklawach Los Angeles, Santa Monica, Santa Barbara, a nawet na Manhattanie. Ale będzie odczuwalny. Przyczyną kryzysu mieszkaniowego był poprzedzający go boom mieszkaniowy, a przyczyną tego boomu mieszkaniowego było zbyt wiele pieniędzy przeznaczanych przez banki na zakup domów, głównie w bogatszych obszarach. Podczas gdy w całym kraju ceny domów wzrosły prawie dwukrotnie w ciągu ostatnich dwóch dekad, w bogatszych miastach, takich jak Las Vegas, Phoenix, San Francisco, Los Angeles, Nowy Jork, Boston i Miami, realne ceny domów wzrosły o 300 do 600 procent. Co rośnie, musi spaść.

Kłamstwo nr 3 Rządowe upór w udzielaniu pożyczek biednym ludziom, których nie było stać na zakup domu, stworzył ten problem.

To jedno z zabawniejszych kłamstw opowiadanych o obecnym kryzysie. Jeśli pamiętasz, w latach 90., kiedy budżet operacyjny rządu był deficytowy i całkowicie poza kontrolą, konserwatyści próbowali zrzucić winę za niedobór na matki korzystające z opieki społecznej. Obwinianie biednych to odwieczna rozrywka. Sugerowanie, że biedni mają dziś w Ameryce wystarczającą władzę, aby spowodować którykolwiek z naszych głównych problemów, jest żartem. Władza w Ameryce znajduje się w jej najbogatszych rodzinach i największych korporacjach. Biedni nie mają nic wspólnego z rządzeniem krajem. Podczas ostatnich wyborów konserwatyści próbowali zrzucić winę na ACORN i inne grupy zajmujące się rozwojem społeczności, które doradzają biednym ludziom, aby zapobiec ich oszukiwaniu przez drapieżnych pożyczkodawców. Nie badając historycznego wskaźnika niewypłacalności ACORN, ci konserwatyści po prostu argumentowali, że ACORN umieścił biednych ludzi w domach, na które ich nie było stać, powodując obecny kryzys. Nigdy nie wyjaśniono, w jaki sposób łączna kwota kredytów hipotecznych udzielonych przez ACORN wszystkim członkom, wynosząca zaledwie 5 miliardów dolarów, mogła doprowadzić do światowego kryzysu finansowego o wartości 30 bilionów dolarów.

Pomysł, że przyczyną kryzysu byli biedni ludzie kupujący domy, na które ich nie było stać, zrodził się z niezrozumienia, czym są pożyczki subprime. Większość problematycznych pożyczek subprime miała miejsce na Florydzie i w Kalifornii, a większość z nich pochodziła od rodzin o średnich i wysokich dochodach, które starały się kupić domy w przedziale od 400 000 do 1 miliona dolarów. Nie ma możliwości, nawet przy fałszywych wnioskach o kredyt hipoteczny, aby biedni ludzie mogli sobie pozwolić na takie domy. Konserwatyści próbują również zrzucić winę na Community Reinvestment Act (CRA), kolejną próbę przedstawienia, jakby Kongres wciskał biednym ludziom domy, na które ich nie było stać. CRA mówi, że banki, jeśli przyjmują depozyty w biednej dzielnicy, muszą również udzielać pożyczek w tej dzielnicy. Ponownie, największy wzrost cen nieruchomości w ciągu ostatnich piętnastu lat miał miejsce w naszych najbogatszych miastach. Mogę zapewnić, że w La Jolla, Beverly Hills i Miami Beach udzielono bardzo mało kredytów hipotecznych CRA. W ciągu ostatnich piętnastu lat wzrosła liczba właścicieli domów. I to prawda, że wielu z tych nowych właścicieli domów ostatecznie nie spłaciło swoich kredytów hipotecznych. Jednak liczba nowych właścicieli domów, którzy nie spłacili swoich kredytów hipotecznych, stanowiła niewielki procent wszystkich zajęć nieruchomości w kraju. Nie, większość przypadków niewypłacalności i zajęć nieruchomości dotyczyła Amerykanów z klasy średniej i o wyższych dochodach. Biedni ludzie, jak zawsze, byli pierwszymi, którzy zostali zwolnieni z pracy i pierwszymi, którzy zostali poddani presji finansowej, i jako tacy byli pierwszymi, którzy nie spłacili swoich kredytów, ale z pewnością nie będą ostatnimi.

Kłamstwo nr 4 Rząd, poprzez sponsorowane przez siebie podmioty Fannie Mae i Freddie Mac, spowodował ten kryzys.

Wielu ludzi z Wall Street i innych konserwatystów próbowało argumentować, że głównymi przyczynami tego kryzysu mieszkaniowego i kryzysu kredytów hipotecznych były sponsorowane przez rząd podmioty Fannie Mae i Freddie Mac. Fannie Mae i Freddie Mac zawsze były źle prowadzonymi przedsiębiorstwami. Ważne jest jednak, aby pamiętać, że nie są one częścią rządu; są prywatnymi przedsiębiorstwami i są prywatnie zarządzane. Są nastawione na zysk, tak jak każda inna instytucja finansowa. I motywują swoich dyrektorów, zarząd i pracowników w taki sam sposób, jak każdy prywatny biznes, poprzez stosowanie premii i opcji na akcje. Chociaż wyniki Fannie Mae nie były idealne w tym okresie, nie były one główną przyczyną problemu. Fannie Mae i Freddie Mac miały kłopoty ze swoimi regulatorami i musiały sprzedawać aktywa, a nie je nabywać, od 2003 do 2006 roku, w okresie, w którym nastąpiły największe wzrosty cen nieruchomości. Fannie Mae i Freddie Mac były na uboczu podczas najgorszych epizodów tego kryzysu. To prywatne instytucje finansowe, które na całym świecie sekurytyzowały kredyty hipoteczne subprime za pośrednictwem CDO, doprowadziły do tego kryzysu. Ostatecznie Fannie Mae i Freddie Mac same kupiły kilka kredytów subprime na rynku wtórnym, ale nie były ich głównymi emitentami. W rzeczywistości, zgodnie z definicją, gdy kredyt hipoteczny kwalifikował się do emisji przez Fannie Mae lub Freddie Mac, nie był to kredyt subprime. Dzieje się tak, ponieważ większość pakietów kredytów hipotecznych Fannie Mae i Freddie Mac była przez nie gwarantowana. Błąd, jaki popełniają konserwatyści, obwiniając Fannie Mae i Freddie Mac, polega na tym, że uważają, że rząd, za pośrednictwem swoich regulatorów, instruował Fannie Mae i Freddie Mac, aby zwiększały liczbę właścicieli domów poprzez pożyczanie niekwalifikowanym nabywcom. Czego nie rozumieją, to to, że rząd nic nie powiedział Fannie Mae i Freddie Mac. Fannie Mae i Freddie Mac były dwoma największymi lobbystami i sponsorami kampanii Kongresu w niedawnej historii - ponad 150 milionów dolarów wpłat na kampanię w ciągu ostatnich dziesięciu lat i niezliczone wydatki na lobbings. Kongres i OFHEO, podmiot, który miał regulować Fannie Mae i Freddie Mac, otrzymały rozkazy od Fannie Mae i Freddie Mac, a nie odwrotnie. Uważam, że cały argument o zwiększeniu liczby właścicieli domów był niczym więcej niż pozorem, aby Fannie Mae i Freddie Mac mogły uniknąć jakichkolwiek regulacji. Jako prywatne przedsiębiorstwa, Fannie Mae i Freddie Mac płaciły swoim dyrektorom setki milionów dolarów i upewniały się, że Kongres nie uchwalił żadnego

prawa, aby skutecznie je regulować. Pod tym względem Fannie Mae i Freddie Mac niczym nie różniły się od innych gigantycznych prywatnych przedsiębiorstw finansowych. Sugerowanie, że rząd w jakiś sposób je kontrolował lub że były częścią rządu, ignoruje niedawną historię znacznego zaangażowania Fannie Mae i Freddie Mac w kierowanie naszym rządem, aby robił, co chciał.

Kłamstwo nr 5 Problemy ograniczały się do rynku kredytów hipotecznych.

Od początku kryzysu wielu zwolenników biznesu na Wall Street próbowało początkowo argumentować, że dotyczyło to wyłącznie kredytów hipotecznych subprime, a gdy okazało się, że to nieprawda, że był to wyłącznie problem rynku kredytów hipotecznych. Był to dla nich ważny argument, ponieważ nie chcieli, aby cały system kapitalistyczny został uznany za winnego, ale raczej ograniczyć szkody do samych kredytów hipotecznych, które, choć stanowią bardzo duży rynek, można by wyjaśnić jako błąd w realizacji, a nie podstawową wadę ideologii kapitalistycznej. Niestety tak nie było. To prawda, że najpierw eksplodował rynek kredytów hipotecznych subprime, a następnie kredyty hipoteczne Alt A, a następnie prime. Jednak sugerowanie, że był to wyłącznie problem kredytów hipotecznych, ignoruje prawdziwe, ukryte przyczyny powagi kryzysu. Po pierwsze, bankom pozwolono na drastyczne zwiększenie dźwigni finansowej na całym świecie. Zazwyczaj banki nie mogły wykorzystać dźwigni finansowej w postaci długu i depozytów przekraczających dziesięć do dwunastu razy ich kapitał własny. Dzięki kreatywnej księgowości i manipulacjom poza bilansem wiele amerykańskich banków przekroczyło od dwudziestu do dwudziestu pięciu razy swój kapitał własny w długach i dźwignię deponentów. Okazuje się, że europejskie banki przekroczyły trzydziestopięciokrotnie swój kapitał podstawowy. Taka dźwignia w systemie finansowym zapewnia, że każdy mały problem szybko przekształca się w kryzys. Powodem jest to, że przy dźwigni 30 do 1 bank musi mieć problemy tylko z 3,5 procentami swoich aktywów, a jego wypłacalność jest zagrożona. Banki zagrożone niewypłacalnością wycofują się ze wszystkich pożyczek, powodując nie tylko kryzys finansowy, ale całkowitą recesję. Banki, w przeciwieństwie do innych korporacji, nie muszą płacić wyższych stóp procentowych deponentom, gdy ich dźwignia wzrasta, ponieważ depozyty są gwarantowane przez rząd USA, co może wymagać rozwiązania w przyszłości. Dźwignia w systemie nie ograniczała się tylko do banków komercyjnych. Jak powiedzieliśmy wcześniej, nasz rząd zwiększył dźwignię z 5 bilionów dolarów do 11 bilionów dolarów podczas samej administracji Busha, ignorując ponad 30 bilionów dolarów zobowiązań Medicare i Social Security. Ponadto korporacje odnotowały wzrost swojego zadłużenia w ciągu ostatnich dziesięciu lat z około 7 bilionów dolarów do ponad 13 bilionów dolarów. Oprócz korporacji i naszego rządu, amerykański konsument dramatycznie zwiększył swoją dźwignię w ciągu ostatnich dziesięciu lat. Pożyczki na kartach kredytowych wzrosły o ponad 100 procent do 2 bilionów dolarów, podczas gdy kredyty hipoteczne również podwoiły się z 6 bilionów dolarów do 12 bilionów dolarów. Hipoteki nie były już wykorzystywane tylko do kupowania domów; teraz hipoteki były używane jak bankomaty do wypłacania pieniędzy z domu i wydawania ich na samochody, wakacje, a nawet drugie domy. Dramatyczny wzrost dźwigni zadłużenia w pożyczkach oznaczał, że sam system był znacznie bardziej zmienny. Dźwignia zwiększa zmienność. Pomyśl o swoich własnych doświadczeniach. Jeśli zarabiasz 50 000 dolarów rocznie, możesz żyć wygodnie, ale jeśli zarabiasz 50 000 dolarów rocznie i masz kredyt hipoteczny na kwotę 1 miliona dolarów, sytuacja staje się znacznie bardziej niestabilna. Niewielki spadek dochodów może wpłynąć na cały Twój kapitał netto. Drugim problemem zbyt dużej dźwigni finansowej w systemie jest to, że wszystkie te długi i pożyczki muszą zostać ostatecznie spłacone. Jeśli zadłużenie będzie nadal rosło w latach prosperity, dźwignia finansowa wyolbrzymia skalę każdego spadku lub recesji. W miarę jak recesja się utrzymuje, dźwignia finansowa maleje, a pożyczki muszą zostać spłacone. Zamiast więc pożyczać większe kwoty, aby więcej konsumować, konsumpcja zwalnia, a istniejące pożyczki muszą zostać spłacone. Wyobraź sobie różnicę we wroście gospodarczym kraju, którego całkowite zadłużenie wzrosło z 25 bilionów dolarów do 60 bilionów dolarów w ciągu ostatnich dziesięciu lat, a który teraz musi zmniejszyć dźwignię finansową i

obserwować, jak jego zadłużenie spada z 60 bilionów dolarów do bardziej rozsądnych 30 bilionów lub 40 bilionów dolarów. Nie masz 30 bilionów dolarów zwiększonej konsumpcji z powodu nowego pożyczania i nie masz dodatkowych 20 bilionów dolarów konsumpcji podczas spłacania długu. Niespłacanie długu nie jest odpowiedzią, ponieważ to tylko przenosi ciężar na system bankowy, który jest już niewypłacalny. Gdyby Stany Zjednoczone straciły 30 bilionów dolarów konsumpcji w ciągu najbliższych pięciu do siedmiu lat, byłoby to katastrofalne. Sugeruje to, że recesja, w której jesteśmy, będzie bardzo głęboka i długotrwała, a PKB będzie wykazywał rzeczywiste spadki przekraczające 5 procent rocznie w przewidywalnej przyszłości. Zobaczymy, że zbyt duża dźwignia w systemie nie była jedynym problemem ani główną przyczyną tego kryzysu. Później omówimy znaczenie przejrzystości, oszukańczych działań, problemu głównego przedstawiciela agencji, lobbingu korporacyjnego, nadmiernej konsumpcji i braku regulacji, a także firm i banków, które stają się zbyt duże i powiązane, aby upaść. Wszystkie te czynniki są głównymi czynnikami przyczyniającymi się do tego kryzysu finansowego. Ale to nie tylko kredyty hipoteczne spowodowały ten problem.

Kłamstwo nr 6 To było zdarzenie losowe, jak powódź stuletnia, która naturalnie występuje na rynkach co pięćdziesiąt do stu lat i której nie można było uniknąć.

Alan Greenspan próbował argumentować, że ten kryzys finansowy był całkowicie nieoczekiwany, niemożliwy do przewidzenia — powódź stuletnia, zdarzenie czysto losowe. Chociaż Alan Greenspan był oficjalnie przedstawicielem rządu, tak naprawdę przemawiał w imieniu całej społeczności wolnego rynku, która wierzyła, że rynki nie powinny być regulowane. Był głównym zwolennikiem filozofii Ayn Rand, która twierdziła, że regulacja jedynie przeszkadza indywidualnemu duchowi ludzkiej przedsiębiorczości, najlepiej uosobianemu na całkowicie wolnym rynku. Pamiętaj, Ayn Rand była powieściopisarką, a powieści są fikcją. Przynajmniej jestem żywym dowodem na to, że ten kryzys był przewidywalny, ponieważ przewidziałem go w moich książkach o nieruchomościach z 2003 i 2006 roku. Możesz argumentować, jak próbował to zrobić jeden czytelnik na Amazon.com, że po prostu miałem szczęście w swoich przewidywaniach. Ale biorąc pod uwagę ich dokładną dokładność, musiałoby to uczynić mnie najszcześniejszym człowiekiem na ziemi. Nie tylko ostrzegałem, że ceny nieruchomości spadną, ale powiedziałem, że największe spadki będą miały miejsce na Florydzie i w Kalifornii, a kraj odnotuje 25-procentowy spadek cen, podczas gdy poszczególne miasta na wybrzeżu odnotują spadki przekraczające 55 procent. Wyjaśniłem, że rynek kredytów hipotecznych wejdzie w kryzys i że ponieważ większość aktywów banków jest przechowywana w sektorach związanych z nieruchomościami, same banki będą zagrożone niewypłacalnością. Przewidziałem całkowity upadek rynku prywatnych ubezpieczeń kredytów hipotecznych, co już nastąpiło. Zasugerowałem, że Fannie Mae i Freddie Mac nigdy nie przetrwają kryzysu. W mojej pierwszej książce o nieruchomościach zasugerowałem, że problem będzie krajowy, co naruszało odwieczną obietnicę, że wszystkie nieruchomości są lokalne, a w mojej drugiej książce zasugerowałem, że problem będzie międzynarodowy, co teraz okazało się prawdą. Jak na ironię, recenzent na Amazon.com, który pierwotnie nazwał mnie szczęściarzem w związku z moimi przewidywaniami, zalogował się ponownie po tym, jak Fannie i Freddie zbankrutowały i przyznał, że miałem rację - ale utrzymywał, że po prostu kontynuuję swoją szczęśliwą passę. Nie, to nie był przypadek. Nie było to spowodowane ogólnym cyklem koniunkturalnym. Miało prawdziwą przyczynę, a ta przyczyna była fundamentalna i strukturalna. Nasz rząd, nasze rynki finansowe, nasze największe instytucje finansowe i nasze największe korporacje weszły w skorumpowane przedsięwzięcie biznesowe, aby oszukać amerykańskiego konsumenta i podatnika. Cały biznes finansowania kredytów hipotecznych i duża część samego Wall Street była skorumpowana, a poprzez swoje darowizny na kampanię i lobbing byli w stanie skorumpować nasz rząd. Agenci nieruchomości wpychali ludzi do coraz większych domów, na które ich nie było stać, rzeczoznawcy dostarczali wyceny oderwane od rzeczywistości, aby pobierać opłaty, a brokerzy kredytów hipotecznych fałszywie zmieniali i oszukańczo manipulowali wnioskami o

kredyty hipoteczne, aby upewnić się, że transakcje zostaną zawarte. Banki komercyjne pakowały śmieciowe papiery wartościowe i nazywały je AAA z płatną pomocą agencji ratingowych, które były częścią kompletnego przestępczego spisku. Nabywca papierów wartościowych, największe na świecie fundusze emerytalne, instytucje rządowe, banki międzynarodowe i fundusze długu suwerennego mogły nie być skorumpowane, ale z pewnością były ignorantami. Polegali na ocenie AAA, doskonale wiedząc, że agencja ratingowa była opłacana przez emitenta, a nie przez inwestora, i nie przeprowadzali dalszej analizy kredytowej przed zainwestowaniem. Cały ten oszukańczy plan nigdy nie mógłby się wydarzyć bez współudziału przedstawicieli naszego rządu. Ale nie sprzedawali się tanio. Największymi darczyńcami kampanii naszych kongresmenów i prezydentów w ciągu ostatnich piętnastu lat były National Association of Realtors, Mortgage Bankers Association, American Bankers Association (reprezentujące banki komercyjne), fundusze hedgingowe, banki inwestycyjne na Wall Street i oczywiście Fannie Mae i Freddie Mac. Nasz Kongres został opłacony, aby się wycofać. Został opłacony, aby nie egzekwować istniejących przepisów, nie uchylać żadnych nowych przepisów i deregulować, usuwać stare przepisy z ksiąg, aby umożliwić naszym instytucjom finansowym robienie wszystkiego, czego zapragną. Możesz być zaskoczony, że spowodowało to straty dla naszych instytucji finansowych, ale wyjaśnię później, jak to mogło się wydarzyć. Na razie zdajmy sobie sprawę, że te same instytucje finansowe i ich kadra zarządzająca zarobiły setki miliardów dolarów na zyskach i premiach dla kadry zarządzającej podczas boomu na rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych, więc byli gotowi zaryzykować pewne straty, aby utrzymać grę. Nie, to nie było przypadkowe zdarzenie, to był zaplanowany atak na amerykańskiego konsumenta i amerykańskiego podatnika. Amerykanie tracą teraz pracę, domy i narażają swoje rodziny na ogromny stres z powodu działań Wall Street, naszych największych instytucji finansowych i największych korporacji. Fakt, że zapłacili naszym przedstawicielom rządowym za współudział, nie powinien przerzucać winy na rząd. To była wolna przedsiębiorczość w najlepszym wydaniu. W następnym kłamstwie zajmiemy się tym, dlaczego całkowicie nieuregulowana wolna przedsiębiorczość jest tak złym pomysłem.

Kłamstwo nr 7 Kapitalizm wolnorynkowy działa najlepiej bez regulacji i ingerencji rządu.

Wpajano nam przez ostatnie trzydzieści lat, odkąd Ronald Reagan objął urząd, że kapitalizm i wolny rynek działają najlepiej, gdy są całkowicie nieuregulowane. Ekonomiści wolnorynkowi postrzegają regulację jako nic więcej niż ingerencję w działanie całkowicie nieuregulowanego wolnego rynku. Postrzegają rynki jako pewnego rodzaju boskie byty, które osiągają magiczną równowagę, która przynosi korzyści wszystkim, a każdą ingerencję, zwłaszcza ze strony rządu, uważają za zniekształcenie tego harmonijnego obrazu. Prawdziwi studenci ekonomii rozumieją, że nie może być wolnego rynku bez regulacji. Jeśli spojrzysz na kraje świata, te, które radzą sobie najlepiej, mają nie tylko gospodarkę kapitalistyczną, ale także silne rządy prawa i zazwyczaj demokratyczny rząd. Chodzi nie tylko o to, że wolni ludzie podziwiają demokrację i wolny rynek, ale także o to, że wolny rynek nie jest zrównoważony bez rządów prawa. Prawa, regulacje i zasady to dokładnie to, czego kapitalizm potrzebuje, aby przetrwać. Nie można mieć gospodarki rynkowej bez zasad chroniących prawa własności. Umowy muszą być egzekwowane. Należy zapobiegać oszukańczym działaniom handlowym. Są to wszystkie funkcje rządowe, których prywatne przedsiębiorstwa nie są w stanie wykonywać samodzielnie. Dlatego nie ma sensu mówić o całkowicie nieuregulowanym wolnym rynku. To oksymoron. Jest wewnątrznie niespójny i nielogiczny. Nie można mieć wolnego rynku bez regulacji. Oczywiście, niektóre kraje świata, takie jak Peru i Indie, mają zbyt wiele regulacji. Jeśli regulacja tworzy tak wiele biurokratycznych kroków i opłat, że przedsiębiorcy nie mogą zakładać nowych firm, wówczas regulacja może zostać uznana za nadmierną i może utrudniać wzrost gospodarczy. Jest to przeciwieństwo tego, co obecnie mamy w Stanach Zjednoczonych. Mamy system wolnej przedsiębiorczości, który nie tylko jest nieuregulowany, ale także taki, w którym przemysł tworzy własne regulacje, kontrolując kongresmenów w Waszyngtonie za pośrednictwem darowizn na kampanie i lobbingu. Kiedy firmy

tytoniowe zostały zmuszone na mocy nowych regulacji do ograniczenia reklamy i promocji swojego śmieroniośnego produktu, własna kancelaria prawna Philip Morrisa ostatecznie napisała ustawodawstwo dla Kongresu. Fundusze hedgingowe na Wall Street są największymi płatnikami dla Kongresu i do dziś pozostają nieuregulowane i nieskładające sprawozdań. W 1999 r. banki zapłaciły Kongresowi za uchylenie ustawy Glassa-Steagalla. W 2001 r. Kongresowi zapłacono za nienakładanie żadnych regulacji na instrumenty pochodne. W 2004 r. banki komercyjne, kolejny główny płatnik dla Kongresu, otrzymały pozwolenie na zwiększenie dźwigni finansowej z dziesięciokrotności do ponad czterdziestokrotności swojej bazy kapitałowej. Kiedyś twierdziliśmy, że to, co było dobre dla GM, było dobre dla Ameryki. W odważnym nowym świecie globalizacji już tak nie jest. GM sprzedaje samochody Amerykanom, ale zatrudnia Meksykanów i Indonezyjczyków do ich budowy. Ponieważ pensje wypłacane pracownikom przez korporacje stanowią największą pozycję wydatków w ich rachunkach zysków i strat, duże firmy nie są zainteresowane tym, jak poprawić jakość życia przeciętnych Amerykanów. Zamiast tego chcą znaleźć sposób na zniesienie ustawy o płacy minimalnej, na ograniczenie wpływu związków zawodowych oraz na obniżenie płac i świadczeń przeciętnego Amerykanina — wszystko to jest niezbędne do zwiększenia zysków, jeśli firma nie jest innowacyjna i nie rozwija się.

Kłamstwo nr 8 Korporacje są takie same jak ludzie, tylko bardziej racjonalne.

Wielu ekonomistów twierdzi, że korporacje działają tak samo jak ludzie i można założyć, że są racjonalnymi graczami na wolnym rynku. W rzeczywistości korporacje mogą działać bardziej racjonalnie niż ludzie, jeśli zdefiniujesz słowo racjonalny jak ekonomista. Powodem jest to, że sądy uznały, że korporacje mają tylko jeden cel, maksymalizację zysków dla swoich akcjonariuszy. Nie interesują się niczym innym, a wiele z nich w rezultacie zaniechało wielu swoich działań charytatywnych i wspierających społeczność. Ale w tym ostatnim kryzysie finansowym widzieliśmy, jak duże korporacje działały w sposób daleki od racjonalnego. Wydawało się, że narażały całe swoje firmy na ryzyko tylko po to, aby szybko zarobić. Jak możemy to wyjaśnić? Jedno z wyjaśnień jest takie, że te korporacje po prostu nie rozumiały ryzyka, jakie podejmowały. Trudno mi w to uwierzyć, ponieważ w 2003 roku, mając bardzo niewielkie doświadczenie w branży nieruchomości, odkryłem ryzyko systemowe w branży mieszkaniowej i kredytów hipotecznych, które było na tyle duże, że doprowadziło do bankructwa całego systemu. Trudno mi sobie wyobrazić, że ci bardzo bystrzy dyrektorzy byli tak nieświadomi ryzyka, jakie podejmowali. Powodem, dla którego nie można ufać korporacjom, że będą działać jako idealnie racjonalni gracze ekonomiczni w systemie finansowym, jest to, że same w sobie nie są podmiotami operacyjnymi, ale są kontrolowane przez swoich udziałowców i zarządy. Można by oczekiwać, że ich udziałowcy będą mieli takie same cele maksymalizacji zysku i minimalizacji ryzyka, jak sama korporacja. Zobaczmy, że niekoniecznie tak jest, gdy przeanalizuję znaczenie względnej wydajności menedżerów funduszy i pokażę, w jaki sposób dywersyfikacja zniekształciła motywacje udziałowców. Stopień, w jakim udziałowcy mieli trudności z reprezentowaniem swoich interesów w zarządach korporacji na całym świecie, sugeruje, że zarządy mogły mieć nieuprawniony wpływ na kierunek korporacji. Jednym z bardzo ważnych zaleceń, które należy przedstawić w odpowiedzi na ten kryzys, jest to, że zarządy powinny otrzymać rzeczywistą władzę nad zarządami i powinny być całkowicie niezależne, reprezentować udziałowców i nie mieć powiązań z istniejącym zespołem zarządzającym. Dychotomia między zarządem firmy a jej akcjonariuszami jest klasycznym przykładem problemu głównego agenta. Akcjonariusz to główny, który ryzykuje swoje pieniądze, aby uzyskać zysk, a zarząd to opłacany pracownik, który działa jako jego agent, aby prowadzić firmę, miejmy nadzieję, aby zmaksymalizować te zyski. Trzeba być bardzo ostrożnym w sposobie, w jaki strukturyzuje się zarządzanie i wynagrodzenia pracowników, aby upewnić się, że ich motywacje są właściwie zgodne z motywacjami akcjonariuszy. Jeśli zarząd jest wynagradzany wyłącznie stałą pensją, nie będzie miał motywacji do podejmowania ryzyka lub zwiększania zysków firmy w przyszłości. Jeśli ktoś wprowadzi

system premii pieniężnych dla zarządu, istnieje ryzyko, że zostanie on nadużyty w celu wypłaty dużych premii niezależnie od rzeczywistych wyników. Opcje na akcje jako narzędzie motywacyjne zostały przyznane zarządom w celu lepszego dostosowania ich motywacji do motywacji akcjonariuszy, tj. powiązania podwyżek premii z ceną akcji w czasie. Jednak same opcje na akcje mają rzeczywiste problemy jako narzędzie motywacyjne. Pracownicy, którym przyznano opcje na akcje, nie inwestują w firmę, więc nie obchodzi ich, czy upadnie. To prowadzi ich do podejmowania nadmiernie ryzykownych zakładów, które, jeśli są słuszne, dramatycznie zwiększają wartość ich opcji na akcje. Jeśli się mylą, po prostu odchodzą bez strat, pozostawiając akcjonariuszy z problemem. Kadra zarządzająca w przyszłości powinna być wynagradzana akcjami o ograniczonym obrocie, a nie opcjami na akcje, a od kadry zarządzającej należy wymagać wpłaty znacznej zaliczki na poczet wszelkich przyznanych akcji, aby miała realny interes w grze i mogła ponieść straty tak jak akcjonariusze, jeśli cena akcji spadnie. Koncepcja puli premii według działów prawdopodobnie powinna zostać wyeliminowana, ponieważ nie ma sensu nagradzać kadry zarządzającej i pracowników w danym dziale, podczas gdy cała firma traci pieniądze lub bankrutuje. Wyniki działów mogą decydować o wysokości nagród każdego roku, ale nagroda powinna mieć formę częściowo opłaconych przyznanych akcji, a nie gotówki. Zarządy, które co roku wypłacają procent od zysków w formie premii pieniężnych, działają w znacznie krótszym horyzoncie czasowym niż akcjonariusze, których cena akcji zależy od długoterminowego przetrwania i wyników spółki.

Kłamstwo nr 9 Banki inwestycyjne, banki komercyjne, agencje ratingowe i inni pośrednicy otrzymują wynagrodzenie za reprezentowanie Twoich interesów.

Częścią dylematu, z którym indywidualni amerykańscy inwestorzy mierzą się w tym kryzysie, jest to, że nikt nie jest po ich stronie. Podczas gdy tradycyjnie zatrudniali maklerów giełdowych, doradców finansowych, konsultantów inwestycyjnych, brokerów hipotecznych i agentów nieruchomości, aby zapewnić im fachową poradę, staje się coraz bardziej oczywiste, że żadna z tych osób nie ma na sercu najlepszych interesów swoich klientów. Kiedyś żyliśmy w prostszym świecie, w którym Twój agent otrzymywał wynagrodzenie i dobrze mu się wiodło, jeśli Tobie dobrze się wiodło finansowo. Świat nie jest już taki prosty. Rozważ agentów nieruchomości, którzy otrzymują wynagrodzenie tylko wtedy, gdy ich klient ostatecznie kupi dom. Biorąc pod uwagę, że istnieje wiele stron rozważających zakup domu, oznacza to, że tylko jeden agent nieruchomości, agent zwycięskiego kupującego, otrzyma wynagrodzenie. Sugeruje to, że agent nieruchomości kupującego nie jest zmotywowany do uzyskania najlepszej możliwej oferty dla kupującego, ale do przekonania go do zapłacenia więcej, niż chce — w wielu przypadkach więcej, niż dom jest wart. Oto jak agent nieruchomości kupującego otrzymuje zapłatę: reprezentując stronę wygrywającą i sprawiając, że jego klient przepłaca. Na Wall Street nie jest aż tak inaczej. Kiedyś bankierzy inwestyjni reprezentowali bardzo duże korporacje, pracując jako ich agenci, aby emitować nowe akcje, sprzedawać obligacje lub kupować lub sprzedawać firmy. To również już nie jest prawdą. Większość zysków na Wall Street pochodzi obecnie z działalności handlowej, a większość tych zysków pochodzi z głównych biznesów, w których bank inwestycyjny nie działa już jako czyjś agent, ale zajmuje pozycje w aktywach i papierach wartościowych na własny rachunek. To drastyczna zmiana. Teraz, jeśli bank inwestycyjny przychodzi do Ciebie, nawet jeśli jesteś jednym z jego największych klientów korporacyjnych lub inwestycyjnych, i oferuje Ci akcje spółki na sprzedaż, nie oznacza to już, że bank inwestycyjny uważa to za dochodową inwestycję. Zamiast tego bank inwestycyjny może być po przeciwnej stronie tej transakcji, a jedno z jego głównych ramion inwestycyjnych lub ich biuro handlowe próbuje pozbyć się tego aktywa. Kiedy banki inwestycyjne zdecydowały się wejść w działalność główną, nie mogły już być skutecznymi agentami dla korporacji i inwestorów. Nie tylko zatrzymałyby najlepsze inwestycje dla siebie, ale również próbowaliby wcisnąć innym te schematy inwestycyjne, które się nie powiodły. W pewnym sensie zawsze tak było na Wall Street. Nawet zanim inwestycje kapitałowe wystartowały, istniał mały, naturalnie występujący składnik

kapitałowy w działalności agencji bankowości inwestycyjnej. Typowa transakcja akcjami na Wall Street miałyby sprzedającego 200 000 akcji zwykłych i kupującego 100 000 akcji, a sama firma z Wall Street musiałaby umieścić dodatkowo 100 000 akcji na swoim stanowisku maklerskim. Następnego dnia zaczynałby się od porannej telekonferencji ze wszystkimi swoimi brokerami na całym świecie, wciskając te sto tysięcy akcji klientom banku inwestycyjnego. W istocie pozbywali się niechcianego aktywa. Oczywiście zamaskowali sprzedaż, nakłaniając swój dział badawczy i brokerów do rozmowy o jakości dokonywania takiej inwestycji, ale prawdziwym powodem, dla którego ją promowali, było to, że próbowali pozbyć się jej ze swojego własnego bilansu. Agencje ratingowe historycznie były małymi pośrednikami w większości transakcji. Wielkie banki inwestycyjne i komercyjne odkryły, że płacąc im 10 milionów dolarów opłat zamiast 200 000 dolarów za duże emisje, mogą wpłynąć na myślenie agencji ratingowych i sprawić, że będą one bardziej hojne w przyznawaniu ratingów. Kiedy agencje ratingowe zaczęły nazywać papiery wartościowe BB śmieciowymi papierami wartościowymi AAA, ich zyski eksplodowały. Ich zarobione opłaty od banków inwestycyjnych i banków komercyjnych wzrosły do miliardów dolarów, podczas gdy wcześniej zarabiała dziesiątki milionów dolarów. Oczywiście ich niezależna ocena została przejęta. Zaskakujące jest, że żaden z ich klientów inwestycyjnych nie zdał sobie sprawy, dopóki nie było za późno, że te agencje ratingowe zostały przekupione przez emitentów. Wiele osób obecnie otrzymuje porady inwestycyjne z telewizji. Istnieje wiele bardzo udanych programów telewizyjnych, które próbują udzielać porad inwestycyjnych swoim widzom. Ale czy ci widzowie zdają sobie sprawę, że samo istnienie tych programów telewizyjnych zależy od reklam komercyjnych i zadowolenia tych komercyjnych reklamodawców? Ponadto te programy telewizyjne są własnością korporacji nastawionych na zysk. Mało prawdopodobne jest, aby program telewizyjny wspierany reklamami był nadmiernie pesymistyczny w stosunku do rynku akcji w ogóle i z pewnością nie ujawni poważnego problemu korporacyjnego, jakim jest nadmierne lobbingowanie rządowe. Mogę mówić z doświadczenia; kiedykolwiek występowałem w tych programach i pojawiał się temat lobbingu korporacyjnego, natychmiast zmieniał się temat rozmowy. Zobaczmy, że pośrednicy w procesie inwestycyjnym, tacy jak doradcy funduszy inwestycyjnych, również mogą nie być godni zaufania. Mogą być bardziej zainteresowani porównawczą wydajnością w stosunku do swoich rówieśników niż zarabianiem dla Ciebie absolutnych dolarów. Ich względna wydajność gwarantuje ich sukces w pozyskiwaniu pieniędzy w przyszłości, ale ma niewiele wspólnego z Twoimi wynikami w inwestowaniu finansowym. Wierzę, że żyjemy w nowym świecie, w którym pośrednikom nie można ufać. Jeśli to prawda, ma to wpływ na sposób, w jaki każdy z nas zarządza swoimi finansami i inwestuje swoje aktywa. Zajmiemy się tym w kolejnych rozdziałach na temat alternatywnych inwestycji.

Kłamstwo nr 10 Kapitalizm działa równie dobrze we wszystkich branżach.

Zwolennicy kapitalizmu chcieliby, aby kapitalizm był równie skuteczny we wszystkich branżach, ponieważ zachęca jednostki i korporacje do maksymalizacji zysków, a tym samym dobrobytu społeczeństwa. Jak na ironię, teraz, gdy rynki finansowe się załamały, sugerowanie, że cały kapitalizm jest zepsuty, może być wyrządzane krzywdę. Krytycy kapitalizmu wykorzystali ostatni kryzys finansowy, aby zasugerować, że cały kapitalizm jest porażką i że należy wprowadzić poważne zmiany we wszystkich branżach, w przeciwnym razie sam kapitalizm może umrzeć. Jeśli jednak uda nam się wykazać, że rynki finansowe i Wall Street są w jakiś sposób wyjątkowe, różnią się od innych branż, a Wall Street jest przykładem tego, jak czysto nieuregulowany kapitalizm nie działa dobrze w systemie bankowym, to być może będziemy w stanie uratować inne branże przed porzuceniem skutecznego podejścia kapitalistycznego. System bankowy jest wyjątkowy pod jednym względem. Zajmuje się bardzo długoterminowymi aktywami i zobowiązaniami. Aktywa te, takie jak domy i firmy, mogą przetrwać sto lat, a ich hipoteki z pewnością mogą trwać trzydzieści i czterdzieści lat. To znacznie przekracza oczekiwaną długość życia wielu kadr zarządzających w tych instytucjach bankowych i z pewnością wykracza poza ich lata pracy. Oznacza to, że kadra zarządzająca w tych instytucjach może

robić całkiem głupie rzeczy, które będą miały negatywny wpływ na zyski w perspektywie długoterminowej, ale mogą generować dodatkowe przepływy pieniężne w krótkim okresie. Na przykład dyrektor banku może wepchnąć swoją instytucję w wysoce dochodowe kredyty hipoteczne subprime, doskonale wiedząc, że niewypłacalność takich kredytów hipotecznych nie wystąpi przez lata w przyszłości, długo po jego odejściu. Kapitalizm oczywiście nie gwarantuje, że na rynku nie będzie pojedynczych przypadków złego zarządzania. Jednak koncepcja kapitalizmu wolnorynkowego polega na tym, że tacy źli gracze zostaną ukarani przez rynek, a ich firmy nie będą czerpać zysków. Problem z długowiecznymi branżami aktywów, takimi jak bankowość, polega na tym, że kara jest zbyt długo oczekiwana. Rozważmy następujący przykład: prowadzisz sklep z pączkami w środku miasta, a po drugiej stronie ulicy otwiera się nowy konkurent, sprzedający pączki za cenę, o której wszyscy wiedzą, że stanowi połowę kosztów ich faktycznej produkcji. Zła wiadomość jest taka, że zdobędą 100 procent klientów w mieście; dobra wiadomość jest taka, że bardzo szybko zbankrutują, ponieważ sprzedaż produktów poniżej kosztów nie jest zbyt dochodową długoterminową strategią przedsiębiorstwa. Twoje krótkoterminowe zyski mogą uciec, ale nie będziesz odczuwał presji, aby dopasować się do ich absurdalnych cen, ponieważ wiesz, że bardzo szybko ulegną presji rynku i zbankrutują. Teraz załóżmy, że prowadzisz bank hipoteczny w mieście, a nowicjusz otwiera bank hipoteczny po drugiej stronie ulicy, oferujący brak wpłaty początkowej na bardzo niskie oprocentowanie, ujemną amortyzację, czterdziestoletnie kredyty hipoteczne. Ponownie, zła wiadomość jest taka, że stracisz udziały w rynku i klientów. Kolejna zła wiadomość jest taka, że ten nowy bankier hipoteczny nie zbankrutuje natychmiast. Miną lata, a może dekady, zanim jego błędna wycena ryzyka ujawni się w rzeczywistych niewypłacalnościach i egzekucjach hipotecznych i ostatecznie doprowadzi do bankructwa jego firmy. W międzyczasie albo zdobędzie 100 procent udziału w rynku, albo będziesz zmuszony dopasować się do jego cen. Tak właśnie stało się z kryzysem kredytów hipotecznych w Ameryce. Ze względu na długotrwałą naturę działalności bankowej, niektórzy agresywni i nieuczciwi bankierzy zaczęli błędnie wyceniać ryzyko i oferować warunki, które w dłuższej perspektywie nie były opłacalne, ale w krótkim okresie okazały się ogromnie opłacalne. Smutnym faktem jest, że dobrze nastawione i dobrze zarządzane operacje bankowe musiały dopasować się do swoich głupich warunków cenowych lub same stanęły w obliczu wyginięcia. Bankowość nie jest jedyną długotrwałą działalnością aktywów i pasywów na świecie, w przypadku której kapitalizm nie działa idealnie. Działalność ubezpieczeniowa od dawna jest uznawana za bardzo długotrwałą branżę zobowiązań, w której firmy uzyskujące dodatni przepływ środków pieniężnych w składkach muszą utrzymywać wystarczający kapitał w dłuższej perspektywie, aby honorować swoje umowy ubezpieczeniowe, i dlatego branża ubezpieczeniowa jest tak ściśle regulowana. Nie ma sposobu, poza regulacją, aby rynek mógł zapobiec dominacji nieuczciwego konkurenta w branży ubezpieczeniowej poprzez oferowanie niższych składek bez zamiaru dokonywania umownie zobowiązujących wypłat ubezpieczeniowych. To jest powód, dla którego wszystkie długotrwałe branże aktywów i zobowiązań muszą być regulowane. I to jest klucz. Gdyby sektor bankowy lub pączkowy były prostym, samodzielnym segmentem naszego całego PKB, byłoby to jedno. Ale prawda jest taka, że system bankowy jest podstawowym systemem kredytowym dla wszystkich naszych sektorów. Znajdujemy się w trudnej sytuacji, w której kluczowym elementem naszego całego zdrowia finansowego i gospodarczego jest nasz system bankowy, a mimo to zdajemy sobie sprawę, że musi być regulowany, ponieważ nie radzi sobie dobrze na całkowicie nieuregulowanych warunkach kapitalistycznych. Rozwiązanie jest oczywiste. Wiele krótkoterminowych sektorów aktywów i zobowiązań, takich jak sklepy z pączkami, może pozostać w zasadzie nieuregulowanych, pozwalając konkurencji robić wszystko, co w jej mocy, aby zmaksymalizować rentowność całego sektora. Ale sektor bankowy i inne długofalowe sektory aktywów i zobowiązań muszą być regulowane, a jeśli ich nie uregulujemy, zmusimy naszą gospodarkę, w tym wszystkie inne sektory, do gwałtownych recesji i depresji, podczas gdy sam sektor bankowy będzie próbował poradzić sobie z nieuregulowaną naturą swojego istnienia. Wybór jest prosty. Deregulacja

banków i zmuszenie świata do cierpienia. Wprowadź odpowiednie regulacje dotyczące poziomu dźwigni finansowej banków i ryzyka związanego z działalnością, jaką prowadzą, a wyeliminujesz główną przyczynę większości recesji i depresji.

Kłamstwo nr 11 Gdyby ludzie byli bardziej zdywersyfikowani w swoich inwestycjach, ten kryzys nie byłby tak bolesny.

Omówimy dywersyfikację bardziej szczegółowo w rozdziale poświęconym inwestycjom, ale chciałem o niej wspomnieć tutaj, ponieważ uważam, że jest ona bardzo ważnym elementem obecnego kryzysu finansowego, a nikt do tej pory o niej nie wspomniał. Twierdziliśmy, że system bankowy nie był odpowiednio regulowany, a same kapitalistyczne wolne rynki mają problemy z funkcjonowaniem bez odpowiednich zasad i regulacji. Jednak prawdziwy ekonomista wolnorynkowy mógłby mieć co do tego zastrzeżenia. Najbardziej zaskoczyło Alana Greenspana i innych zwolenników czystego wolnego rynku to to, że system napędzany motywacją zysku każdego z jego uczestników całkowicie się rozpadł. Moja dziewięćdziesięciodwuletnia matka dorastała w Kentucky w małym miasteczku Lawrenceburg, bardzo blisko centrum najbardziej dochodowych farm hodowlanych na świecie. Jako nastolatka często pokazywała konie właścicielom zainteresowanym ich sprzedażą. Jako pierwsza wyjaśniła mi, że biznes koński to całkowicie leseferystyczny biznes. Nie było żadnych regulacji i nie istniało coś takiego jak oszustwo. Jeśli możesz sprzedać dwunastoletniego konia komuś, kto szuka trzylatka do startu w tegorocznym Kentucky Derby, tym lepiej dla ciebie. Stąd powiedzenie, darowanemu koniowi nie zagląda się w zęby; badając zęby konia, możesz określić jego wiek i miejmy nadzieję, uniknąć naciągnięcia na sprzedaż. Nie ma agencji rządowej, która oglądałaby zęby koni za ciebie, a jeśli zostaniesz nabrany na handel końmi, zapewniam cię, że nie będziesz miał swojego dnia w sądzie, przynajmniej nie w Kentucky. Dlatego nazywają to handlem końmi. Tak więc, mimo że jest całkowicie nieuregulowany do tego stopnia, że nie chroni nawet uczestników przed oszukańczymi kłamstwami i korupcją, biznes koński kwitnie. Nie można powiedzieć, czy poradziłby sobie jeszcze lepiej przy odpowiednich przepisach handlowych, ale brak przepisów nie przyspieszył jego wyginięcia. Wszyscy uczestnicy wiedzą, że będą musieli sami ocenić jakość kupowanych koni. Obecnie Chiny mają bardzo mało regulacji dotyczących swojego przemysłu, a ten prosperuje. Zwolennicy wolnego rynku zadają to samo pytanie o kryzys finansowy. Dlaczego sektor finansowy nie przetrwałby tego ostatniego kryzysu bez regulacji? Bez regulacji w sektorze finansowym każdy uczestnik byłby motywowany wyłącznie zyskami, a jako taki własnym interesem. Jednak według Adama Smitha nie ma nic złego w chciwości; działając egoistycznie, korzysta cały kraj. W takim systemie nie można winić agentów nieruchomości za udzielanie złych porad kupującym w celu uzyskania większych prowizji i nie sądzę, aby można było winić kupujących za przepłacanie. Przede wszystkim nie wydawali własnych pieniędzy. Większość była w 100 procentach finansowana przez banki, więc wydawali pieniądze innych ludzi, doskonale wiedząc, że jeśli w jakiś sposób ceny domów spadną, zawsze mogą się wycofać i nie spłacić kredytu hipotecznego. Rzeczoznawcy, brokerzy kredytowi, agenci nieruchomości, a nawet sami nabywcy domów w ramach tego schematu wydawali się być racjonalni według standardów ekonomicznych. W ramach nieuregulowanego systemu rynku laissez-faire żaden z nich nie wydawał się być w sytuacji, w której kiedykolwiek ucierpiałby, gdyby nastąpił kryzys na rynku nieruchomości. Następni w kolejce są bankierzy komercyjni, którzy, jak się okazuje, nie trzymali tych aktywów hipotecznych w swoim bilansie, ale pakowali je w schematy sekurytyzacji i sprzedawali je w górę. Ponieważ pobierali ogromne opłaty z góry, osiągając ogromne zyski poprzez zamianę papierów wartościowych BB na papiery wartościowe AAA i nie pozycjonując aktywów, tych banków komercyjnych również nie można uznać za nieracjonalne w sensie ekonomicznym. Sprzedawanie klientom dość bezwartościowych papierów wartościowych mogło być nieetyczne, ale jak pamiętamy z naszego przykładu z koniem, na całkowicie wolnym i nieuregulowanym rynku etyka ma niewiele wspólnego z ekonomią. Same agencje ratingowe nie zrobiły nic złego z perspektywy ekonomicznej, niesprawiedliwie zawyżając swoje oceny; po prostu

maksymalizowały swoje opłaty. Ponownie, całkowicie nieetyczne, ale dochodowe. Prawdziwym przegranym w całym tym biznesie finansowania hipotecznego był końcowy nabywca papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Należeli do nich fundusze emerytalne, rządy suwerenne i ich banki komercyjne, firmy ubezpieczeniowe i inni inwestorzy, którzy ostatecznie posiadali te dość bezwartościowe papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką. Jednym z wyjaśnień jest to, że ci inwestorzy byli po prostu leniwi i zbyt mocno polegali na agencjach ratingowych, które gwarantowały, że nie poniosą strat. Dziś wydaje się to zbyt dużym uproszczeniem. Myślę, że podstawowym powodem, dla którego ten globalny system laissez-faire zawiódł, jest to, że zbyt mocno polegał na dywersyfikacji. Dywersyfikacja była głoszona we wszystkich naszych wiodących szkołach biznesu od dziesięcioleci jako klucz do minimalizacji ryzyka i maksymalizacji zwrotu. Jednak aby osiągnąć ostateczną dywersyfikację, oznacza to, że banki komercyjne w Niemczech muszą trzymać pewien procent swoich aktywów w amerykańskich hipotekach. Dla mnie to nie ma sensu. Banki komercyjne w Niemczech wiedzą bardzo niewiele o rynkach nieruchomości komercyjnych i mieszkaniowych w Stanach Zjednoczonych. Albo muszą polegać na pośrednikach, którzy ocenią to ryzyko za nich — a wcześniej powiedzieliśmy, że wielu pośrednikom nie można ufać — albo muszą ufać, że sam efektywny rynek właściwie wyceni wszelkie ryzyko, dzięki czemu nie będą musieli martwić się o przepłacanie. Widzisz, to jest piękno teorii efektywnych rynków. Wszystkie aktywa są właściwie wyceniane w stosunku do ryzyka, ponieważ gdyby tak nie było, arbitrażyści wkroczyliby i skorygowali cenę. Jeśli wierzysz w tę teorię efektywnego rynku, oznacza to, że sam nie musisz przeprowadzać żadnych analiz inwestycyjnych ani dochodzeń w sprawie zarządów i ich firm. Możesz polegać na tym, że rynek właściwie wyceni wszystkie aktywa. Jest to bardzo podobne do obstawiania konia na torze wyścigowym bez przeprowadzania żadnej analizy; prawdopodobnie otrzymasz właściwe kursy, ponieważ wielu innych przeprowadziło analizę i właściwie przypisało właściwe kursy koniowi. Myślę, że to jest błąd, jaki popełnili ci bardzo duzi inwestorzy instytucjonalni w odniesieniu do kredytów hipotecznych i innych aktywów oraz w odniesieniu do wyceny ryzyka. Zakładali, że dzięki odpowiedniej dywersyfikacji zminimalizują ryzyko, ale ich strategia dywersyfikacji wymagała posiadania tak wielu aktywów, że nie mieli czasu na ocenę ryzyka i zwrotu dla każdego z nich. Zamiast tego pozwolili rynkowi na właściwą wycenę aktywów. W tak pasywnym, wysoce zdywersyfikowanym świecie, w którym niewielu wykonuje fundamentalną analizę inwestycyjną, niemal gwarantuje to, że sam rynek zostanie zepsuty. Jeśli nikt nie pilnuje sklepu, ktoś przyjdzie i okradnie cię na ślepo. Myślę, że firmy private equity i firmy funduszy hedgingowych zarabiały na życie dzięki pasywnej filozofii inwestycyjnej przyjętej przez bardzo dużych inwestorów instytucjonalnych na całym świecie. Inwestorzy zostali uśpieni przez fałszywą obietnicę dywersyfikacji oraz sprawnie i właściwie wycenianych rynków.

Kłamstwo nr 12 Lobbyści są dobrzy dla kraju i świetnym przykładem demokracji w działaniu: w Waszyngtonie istnieją lobby na rzecz babć, właścicieli zwierząt domowych, nauczycieli i nas wszystkich.

Ostatnio widziałem wiele doniesień z renomowanych organizacji, takich jak CNN, New York Times i Wall Street Journal, sugerujących, że niesprawiedliwe jest z naszej strony atakowanie lobbystów. Ich podstawowe założenie jest takie, że lobbing jest dobry. Następnie przechodzą do argumentów, że lobbyści reprezentują nas wszystkich. Twierdzą, że są lobbyści na rzecz naszych dziadków, naszych zwierząt domowych, wszystkich. Takie bezczelne kłamstwa sprawiają, że szczerze martwię się o niezależność naszych mediów. Większość naszych mediów jest własnością korporacji, a jako takie jest niewiele doniesień o szkodliwym wpływie korporacyjnego lobbingu. Ale wychodzenie z doniesieniami o jawnym wsparciu dla praktyki lobbingu jest przerażające. To prawda, że nasze zwierzęta domowe mają lobbystów w Waszyngtonie. Ale wydatki, które ci lobbyści na rzecz zwierząt domowych ponoszą, są tysiące razy mniejsze niż kwota pieniędzy wydana przez korporacyjnych lobbystów. Lobbyści i sponsorzy kampanii dzielą się na dwie szerokie kategorie. Pierwsza to lobbyści korporacyjni, którzy

lobbują w imieniu naszych największych korporacji, banków, funduszy hedgingowych i instytucji finansowych. Druga składa się z lobbystów organizacyjnych, którzy lobbują w imieniu grup Amerykanów, czy to ekologów, osób starszych, członków związków zawodowych czy nauczycieli. Chociaż uważam, że wszyscy lobbyści wyrządzają wielką szkodę demokracji, ponieważ uniemożliwiają szeroki udział w decyzjach, które dotyczą nas wszystkich, nie ma wątpliwości, że lobbyści korporacyjni wyrządzają najwięcej szkód. Przynajmniej, gdy lobbyści ingerują w proces demokratyczny w imieniu dużych organizacji ludzi, reprezentują Amerykanów, choć niekoniecznie wszystkich Amerykanów. Gdy lobbują w imieniu korporacji, reprezentują tylko korporację i jej udziałowców. Narusza teorię ekonomii, aby jakakolwiek korporacja była wystarczająco duża i potężna, aby sama wpływać na rynek, a to niezrozumiałe naruszenie, że korporacja uczestnicząca w rynku ekonomicznym miałaby również wpływ na stanowienie przepisów tego rynku. Niezależnie od tego, co mówi Sąd Najwyższy, korporacje nie są osobami. Nie powinny mieć praw osób. Powinniśmy móc ich zbadać i zażądać od nich pełnego ujawnienia, a dziennikarze powinni mieć dostęp do ich wewnętrznych działań, aby upewnić się, że nie są uzależnieni od oszustw i korupcji w celu osiągnięcia zysków. Nie powinni mieć prawa do tajemnicy. A korporacja z pewnością nie powinna mieć możliwości składania petycji do rządu ani lobbowania. Prawa są pisane w celu ochrony narodu amerykańskiego, a nie korporacji. Kiedy korporacje angażują się w pisanie ustawodawstwa, nie mają na sercu interesów ludzi, tylko swoje zyski. W związku z tym chcę mieć pewność, że mogą zanieczyszczać środowisko, odmawiać wdrażania inicjatyw dotyczących globalnego ocieplenia, szkodzić członkostwu w związkach zawodowych i obniżyć płace pracowników, uniemożliwiać rządowi monitorowanie miejsca pracy i jego bezpieczeństwa oraz uniemożliwiać rządowi właściwe regulowanie jakości produktów, w tym jakości żywności i leków. To naprawdę nieprawda, że nasz rząd nie jest skuteczny. Był bardzo skuteczny w uchwalaniu ustawodawstwa korzystnego dla korporacji, które za niego płaciły. Ułatwił globalizację, podczas gdy nic nie zrobił w sprawie globalnego ocieplenia, ku wielkiej radości korporacyjnej Ameryki; wyegzekwował prawa własności intelektualnej i patenty na nowe produkty i nowe leki na całym świecie; wydłużył okresy ochrony praw autorskich i patentów; i stworzył luki prawne, przez co bardzo niewiele dużych korporacji płaci jakikolwiek podatek dochodowy od osób prawnych. Nie, nie chodzi o to, że nasz rząd jest nieskuteczny, po prostu podlega innemu szefowi niż naród amerykański. Podczas gdy Kongres wykonał bardzo dobrą robotę, spełniając listę życzeń korporacyjnych lobbystów, nie zrobił prawie nic, aby pomóc amerykańskiemu społeczeństwu. Problemy ważne dla amerykańskiego społeczeństwa, takie jak niskie płace, bezrobocie, słabnący system edukacji, zbyt droga opieka zdrowotna i farmaceutyki oraz planeta powoli rosnąca w temperaturze, nie zostały rozwiązane przez Kongres, ponieważ jego lojalność była skierowana do korporacji i ich lobbystów.

Kłamstwa o tym, jak zakończyć kryzys

Kłamstwo nr 13 Globalny system bankowy jest odpowiednio kapitalizowany i przetrwa to wydarzenie.

Nie chcę cię straszyć, ale cały globalny system finansowy jest bankrutem. Żaden bank inwestycyjny ani komercyjny na świecie nie byłby dziś wypłacalny, gdyby wszystkie jego zobowiązania zostały uznane, w tym gwarancje i ubezpieczenia, które udzieliły, i gdyby wszystkie jego aktywa były odpowiednio wycenione według wartości rynkowej. To niewiarygodne stwierdzenie. Gdyby 10 procent światowych banków było niewypłacalnych, byłibyśmy w kryzysie. Sugeruję, że wszystkie są niewypłacalne. Kredyty hipoteczne subprime, od których zaczął się ten kryzys, same w sobie wystarczyły, aby doprowadzić wiele naszych największych instytucji finansowych do bankructwa. Te, które pozostają podmiotami publicznymi, same są niewypłacalne, chociaż odmawiają przyznania się do tego. Zawyżają wartość swoich aktywów i zaniżają swoje zobowiązania, aby ukryć, jak poważny problem się z nimi mierzy. Jeśli jakiś bank się ze mną nie zgadza i uważa, że nadal jest wypłacalny, rzucam mu to wyzwanie. Wpuść

mnie do namiotu, abym mógł przejrzeć twoje księgi przez tydzień. To powinno załatwić sprawę. Wątpię, że znajdę chętnych na moją ofertę. Ale jak już powiedzieliśmy, kredyty hipoteczne subprime stanowiły tylko 1,3 biliona dolarów aktywów w 50 bilionowym problemie. Banki komercyjne w przyszłości poniosą znacznie większe straty w swoich portfelach kredytów hipotecznych prime, ponieważ niewywiązywanie się z zobowiązań i egzekucje hipoteczne rozprzestrzeniły się na bogatsze dzielnice, w których nastąpił największy wzrost cen domów i które są najbardziej podatne na drastyczne spadki cen nieruchomości. Wszystkie pożyczki w bankach komercyjnych są zagrożone. Połowa funduszy hedgingowych na świecie zbankrutuje w wyniku tego kryzysu i gwałtownego spadku wartości rynków akcji na całym świecie, a także spadku wartości obligacji korporacyjnych i komunalnych. Fundusze hedgingowe są bardzo dużymi pożyczkobiorcami banków komercyjnych. Nie tylko kredyty mieszkaniowe, ale kredyty komercyjne przeżywają bardzo trudne czasy w bankach. Stopy pustostanów w budynkach biurowych dramatycznie rosną, stawki czynszu za mieszkania spadają, a centra handlowe zostały prawie całkowicie opuszczone. Banki tkwią w niedokończonych projektach, ponieważ wycofuje się kredyty budowlane. Kredyty korporacyjne banków są znacznie niższe, a niewywiązywanie się z zobowiązań z pewnością wzrośnie, ponieważ coraz więcej korporacji ogłasza upadłość, pozostawiając banki na lodzie w próbach odzyskania papierów komercyjnych i korporacyjnych długów inwestycyjnych, a także kredytów śmieciowych. Cały biznes wykupów lewarowanych i inwestycji kapitału prywatnego ustał, a wraz z nim ogromne straty dla banków w postaci korporacyjnych pożyczek pomostowych i starszego długu korporacyjnego dla wysoce lewarowanych firm. Jednak portfel konsumencki w naszych bankach komercyjnych nie jest w lepszym stanie. Wiemy o stratach do tej pory w ich portfelach hipotecznych, ale ich straty w pożyczkach na karty kredytowe, kredytach studenckich i kredytach samochodowych dopiero zaczynają rosnąć. Duża część tych pożyczek trafiła na rynek sekurytyzacji, który praktycznie przestał istnieć. Wraz ze wzrostem liczby bankructw osobistych, niewywiązywanie się z zobowiązań w przypadku kredytów studenckich, kredytów samochodowych i kart kredytowych będzie dramatycznie rosło. Zasadniczo cała strona przychodów z działalności banków komercyjnych zniknęła. Jednak banki nie mogą odpowiednio zmniejszyć swojego narażenia na wydatki o proporcjonalną kwotę. Inwestycje w ludzi, nieruchomości, budynki i systemy biznesowe nie pozwalają na proporcjonalne zmniejszenie wydatków w miarę spadku przychodów. Ponieważ banki są tak wysoko lewarowane, złe kredyty we wszystkich sektorach biznesu będą stanowić zagrożenie dla nich wszystkich. Biorąc pod uwagę to, co dzieje się na wszystkich tych rynkach pożyczek bankowych, nie ma możliwości, aby banki kapitalizowane kapitałem własnym na poziomie 3 do 5 procent mogły przetrwać. Istnieje kilka mniejszych banków regionalnych, które do tej pory uniknęły problemu kredytów subprime i hipotecznych, sprzedając prawie wszystkie swoje kredyty hipoteczne bankom z centrów finansowych. Nie będą miały tyle szczęścia w nadchodzącej recesji. W miarę mnożenia się strat miejsc pracy będą one doświadczać znacznie wyższych wskaźników niewywiązywania się ze swoich kredytów konsumenckich, a ponieważ firmy same bankrutują, ich kredyty na nieruchomości komercyjne i kredyty biznesowe poniosą duże straty. Kiedy banki komercyjne kłamią o swojej obecnej kondycji, uniemożliwiają wdrożenie szybkiego i skutecznego rozwiązania obecnego kryzysu. Dopóki nie zajmiemy się jakością aktywów naszych banków i ich groźbą niewypłacalności, nigdy nie podniesiemy się z tego kryzysu. Japonia miała podobne doświadczenie ze stratami na rynku nieruchomości w swoich bankach w 1993 r. i nie zajmując się kwestią wypłacalności swoich banków, ostatecznie opóźnili ożywienie o ponad dekadę. Jeśli zamierzasz marnować biliony dolarów, próbując przyspieszyć ożywienie po tym kryzysie, powinieneś wydać je tam, gdzie mogą przynieść najwięcej korzyści. Chodzi o to, aby nasze instytucje finansowe znalazły się na solidniejszych fundamentach. Zamiast ratować najsłabszych członków grupy, powinna istnieć przyspieszona procedura upadłościowa, w której zarządy banków mogą zostać zastąpione, wierzyciele banków mogą ponieść straty finansowe, a przy pomocy finansowania rządowego nasz system bankowy może zostać odpowiednio skapitalizowany, aby zapewnić kredyt dla rozwijającej się i odradzającej się gospodarki.

Kłamstwo nr 14 Podobnie jak Wielki Kryzys, jest to przede wszystkim problem płynności, a wstrzyknięcie gotówki do systemu rozwiąże go.

Ben Bernanke, przewodniczący Rezerwy Federalnej, jest świetnym uczniem Wielkiego Kryzysu. Większość ekonomistów, w tym Bernanke, uważa, że Wielki Kryzys został pogłębiony przez zacieśnienie podaży pieniądza przez Fed w trudnym okresie gospodarczym. To prawda, że podaż pieniądza spadła na początku kryzysu, ale było to spowodowane przede wszystkim dużą liczbą banków, które ogłosiły upadłość, zmniejszając bazę depozytową kraju, a tym samym zmniejszając podaż pieniądza. To, że podaż pieniądza spadła podczas Wielkiego Kryzysu, gdy gospodarka zwolniła, nie oznacza, że spadek podaży pieniądza spowodował pogorszenie recesji. W rzeczywistości, jak wyjaśniono powyżej, spadek podaży pieniądza spowodował spadek podaży pieniądza. Ekonomiści powszechnie uważają, że spadek podaży pieniądza i wynikająca z niego deflacja są złe dla wzrostu gospodarczego. Niekoniecznie jest to prawdą. Nie ma powodu, dla którego gospodarka nie mogłaby dobrze prosperować przy zmniejszonej podaży pieniądza i spadających cenach nominalnych. Spójrzmy na przemysł komputerowy. Ceny chipów elektronicznych i laptopów spadają co roku, ale nie przeszkadza to firmom takim jak Apple, Microsoft i Cisco w osiąganiu bardzo dobrych wyników. Tak więc niemal wszyscy ekonomiści zakładają, że luźny pieniądź powoduje wzrost gospodarek. Oczywiście luźny pieniądź powoduje wzrost normalnych cen, ale nie ma dowodów na to, że taka polityka skutkuje rzeczywistym wzrostem gospodarczym. Ze względu na swoje badania naukowe nad Wielkim Kryzysem, Bernanke odpowiada na obecny kryzys, że jest to problem płynności, który można rozwiązać, wstrzykując więcej pieniędzy do systemu. Nawet jeśli Wielki Kryzys został pogłębiony przez ciasny pieniądź, nie oznacza to, że obecny kryzys jest podobny lub ma cokolwiek wspólnego z problemem płynności. W rzeczywistości obecny kryzys nie jest problemem płynności. Bernanke i Paulson wielokrotnie próbowali wstrzyknąć dosłownie setki miliardów, jeśli nie biliony dolarów do systemu, nie mając prawie żadnego wpływu na poluzowanie kredytu udzielanego przez banki. Powód jest prosty. To nie jest kryzys płynności; to kryzys wypłacalności banków. Banki nie udzielają pożyczek, ale powodem nie jest brak pieniędzy i płynności. Powodem jest to, że są prawie niewypłacalne. Mają tak wiele złych pożyczek w swoich księgach, że cała ich baza kapitałowa jest zagrożona ryzykiem bankructwa. Ostatnią rzeczą, jaką chcą zrobić, jest zaciąganie bardziej ryzykownych pożyczek, które mogą jeszcze bardziej zagrozić ich wypłacalności. Ostatecznym dowodem na to, że nie jest to problem płynności, jest to, że banki mają teraz blisko 1 bilion dolarów rezerw. Ponieważ otrzymują coraz więcej pieniędzy od Fed, nie pożyczają ich, po prostu na nich siedzą. Nawet te banki, którym Skarb Państwa i Hank Paulson wręczyli dosłownie setki miliardów dolarów za pośrednictwem swojego planu TARP, nie pożyczają ich. Niektóre dokonały przejęć, ale większość po prostu wzmacnia swoją bazę kapitałową, czego można by się spodziewać po firmach, których baza kapitałowa jest zagrożona bankructwem. Eugene Fama napisał artykuł, w którym twierdzi, że dokapitalizowanie banków nie pomogło w niczym; był to bezpośredni transfer bogactwa od podatnika do wierzycieli banków, którzy z pewnością docenili większą poduszkę kapitałową poniżej nich. Ryzyko wstrzyknięcia bilionów dolarów na całym świecie do globalnego systemu finansowego jest dwojakie. Po pierwsze, jeśli pieniądze zostaną pożyczone przez rządy świata, ostatecznie osiągną one swoją zdolność kredytową i nie będą w stanie sfinansować innych, bardziej znaczących i miejmy nadzieję, skuteczniejszych środków zakończenia recesji. Po drugie, jeśli wydrukują nowe pieniądze, aby sfinansować tę ekspansję monetarną, ryzykują uwolnieniem inflacji w podupadającym środowisku gospodarczym — definicja stagflacji, wysokiego bezrobocia i wysokiej inflacji. Ironią losu jest to, że ogólna inflacja zmniejszyłaby obciążenia długiem i prawdopodobnie pomogłaby gospodarce w krótkim okresie. Sednem sprawy jest to, że wszystko, co zrobili Ben Bernanke i Hank Paulson, polegające na przeznaczaniu bilionów dolarów na próby zwiększenia płynności, nie miało prawie żadnego wpływu na zmniejszenie dotkliwości recesji. Powodem jest to, że recesja nie jest spowodowana kryzysem płynności, ale kryzysem wypłacalności

banków, a powodem niewypłacalności banków są o wiele bardziej fundamentalne problemy w naszym systemie finansowym, naszej gospodarce i sposobie, w jaki nasz rząd reguluje te dwa.

Kłamstwo nr 15 Ludzie nie inwestują, a banki nie udzielają pożyczek, ponieważ się boją i są nieracjonalni.

Często słyszę, że głównym problemem powodującym obecny kryzys gospodarczy jest to, że ludzie i inwestorzy zostali pokonani przez strach. Założenie jest takie, że ludzie działają nieracjonalnie w oparciu o tę emocjonalną reakcję strachu i gdyby tylko działali bardziej racjonalnie, zobaczyliby świetne okazje, jakie istnieją obecnie na giełdzie, a banki zdałyby sobie sprawę ze wszystkich dobrych okazji pożyczkowych dostępnych na rynku. To bzdura. Banki i inwestorzy działają całkowicie racjonalnie, biorąc pod uwagę obecne okoliczności rynkowe. Przede wszystkim nie potrafię wymyślić żadnego scenariusza, w którym gospodarka miałaby się znacznie poprawić w krótkim okresie. Potrafię opowiedzieć wiele historii o tym, jak Dow Jones może skończyć na poziomie 5000, ale nie potrafię wymyślić żadnej historii, w której powróci do 14 000 w przewidywalnej przyszłości. Powodem, dla którego banki nie udzielają pożyczek, a inwestorzy nie inwestują, jest brak przejrzystości. Każdy wie, że wiele banków ma problemy z kredytami, których nie ujawniają, wraz z ryzykiem finansowym, jakie ponoszą na rynku instrumentów pochodnych. Podobnie, wszyscy są zaniepokojeni tym, że wiele naszych największych korporacji nie ujawniło w pełni swoich problemów operacyjnych. Powodem, dla którego stopa pożyczek międzybankowych wzrosła tak wysoko, nie jest strach i irracjonalność banków, ale to, że nie wiedzą, gdzie w systemie znajdują się złe aktywa. Nie wiedzą, kto jest najbardziej narażony na bankructwo, więc nie chcą pożyczać innym bankom. Podobnie jak ja, jeśli są mądrzy, prawdopodobnie zdają sobie sprawę, że prawie wszystkie instytucje finansowe na świecie są technicznie niewypłacalne. Nieracjonalne byłoby dalsze pożyczanie tym instytucjom w takim otoczeniu. Rozwiązaniem nie jest naleganie, aby banki pożyczały pieniądze lub dawały im więcej płynnych funduszy. Rozwiązaniem jest naleganie na ścisłą przejrzystość wszystkich pożyczkodawców, a nawet więcej: każda firma na świecie powinna być zmuszona do szczegółowego raportowania wszystkich swoich aktywów wycenionych według wartości rynkowej, wszystkich swoich zobowiązań i wszelkich gwarancji, jakie złożyła, w tym tych na rynku swapów zabezpieczających przed ryzykiem kredytowym. Tego typu doniesienia mogłyby z łatwością pojawić się w Internecie z taką szczegółowością, że wszystkie problemy z jakością kredytów na świecie zostałyby powszechnie ujawnione. Oczywiście, rodzi to większe pytanie, co zrobić z prawdziwie niewypłacalnymi firmami, które są wynikiem tak przejrzystego ujawnienia. Odpowiedź brzmi, że musimy przyspieszyć nasze postępowania upadłościowe, aby trwały tygodnie, a nie lata. Naprawdę niewypłacalne firmy, zwłaszcza banki, muszą szybko się zreorganizować, wyeliminować nieskuteczne zarządy, obciąć swoich inwestorów dłużnych i wierzycieli oraz natychmiast powrócić jako nowo wypłacalne i działające przedsiębiorstwa. Wszystko to już się kiedyś zdarzyło. W 1993 r. japońskie banki, które przez dziesięciolecie udzielały zbyt dużych pożyczek, poniosły ogromne straty na japońskim rynku nieruchomości i akcji. Zamiast natychmiastowej restrukturyzacji i przyznania się do swoich problemów, banki ukrywały je przez lata, co spowodowało, że Japonia weszła w recesję, która trwała ponad dekadę. Ponownie, sektor bankowy ma kluczowe znaczenie dla pomyślnej gospodarki, a jeśli pozwolisz mu cierpieć przez lata, twoja gospodarka będzie cierpieć wraz z nim przez dziesięciolecie. Możemy podjąć trudne działania, które są wymagane do uporządkowania sektora bankowego teraz lub za dziesięć lat. Różnica polega na tym, że stracimy całą dekadę wzrostu, jeśli będziemy zwlekać.

Kłamstwo nr 16 Pieniądze podatników są potrzebne do ratowania chorych firm.

Każda akcja ratunkowa przeprowadzona dotychczas przez rząd wiązała się z wykorzystaniem pieniędzy podatników. J.P. Morgan nie kupiłby Bear Stearns bez gwarancji rządu w wysokości 29 miliardów dolarów złotych aktywów. Fannie Mae i Freddie Mac zostały przejęte, gdy rząd wstrzyknął 200 miliardów

dolarów (obecnie 400 miliardów dolarów) w formie akcji uprzywilejowanych, ale całkowity koszt dla podatników będzie wielokrotnością tej kwoty. Morgan Stanley, Goldman Sachs i Merrill Lynch były na skraju bankructwa, zanim rząd wstrzymał fundusze do Morgan Stanley i Goldman Sachs, a Merrill Lynch został przejęty przez Bank of America. Te banki inwestycyjne wpadły w kłopoty, ponieważ w zbyt dużym stopniu polegały na bardzo krótkoterminowym rynku repo overnight w celu finansowania swoich operacji. Gdy jakość ich aktywów spadła, te banki inwestycyjne nie miały wystarczającego zabezpieczenia, aby udzielić krótkoterminowych pożyczek repo overnight, których potrzebowały do utrzymania swoich operacji. Rząd wkroczył i pozwolił tym firmom zmienić swoją charakterystykę na banki, aby miały dostęp do okna dyskontowego Rezerwy Federalnej, a nasz rząd wstrzymał 10 miliardów dolarów kapitału zarówno do Goldman Sachs, jak i Morgan Stanley. GMAC otrzymał 6 miliardów dolarów inwestycji od rządu. GM i Chrysler otrzymały około 17 miliardów dolarów, aby dostać się do pierwszego kwartału 2009 roku i teraz starają się o dziesiątki miliardów więcej. Pomyślisz, że jestem szalony, gdy powiem ci, że żadna z tych inwestycji podatników nie musiała zostać dokonana. W każdym przypadku rząd wkroczył i uratował te firmy, zanim wierzyciele firmy i inwestorzy dłużni ponieśli choćby jeden cios w swoją inwestycję. Inwestorzy kapitałowi stracili znaczną część swojej inwestycji, ale inwestorzy dłużni wyszli na swoje i nie stracili ani grosza. Nie ma sensu, aby inwestor dłużny, który od dziesięcioleci cieszy się premią, inwestując w te firmy i rzekomo ponosząc ryzyko bankructwa, został wyrzucony w całości i nie poniósł żadnej straty, gdy firmy rzeczywiście zbankrutują. Nie ma sensu, aby podatnik, który nie miał nic wspólnego z działalnością tych firm i nigdy nie zainwestował w papiery dłużne lub kapitałowe tych firm, został poproszony o przyjsięcie i naprawienie sytuacji tych inwestorów dłużnych po tym, jak w zasadzie ponieśli porażkę. Liczby są dość znaczące. Gdyby inwestorzy dłużni Fannie Mae i Freddie Mac zostali poproszeni o dokonanie zaledwie 15-procentowej redukcji wartości swoich inwestycji, w początkowym ratunku nie byłyby potrzebne żadne pieniądze podatników. W przypadku GMAC inwestorzy dłużni zostali poproszeni o dokonanie 75-procentowej redukcji, ale Cerberus, właściciele 51 procent kapitału poniżej długu, zostali poproszeni tylko o dokonanie 35-procentowej redukcji. Przyjrzyjmy się tej transakcji bardziej szczegółowo później, ponieważ tego typu struktura ma bardzo mało sensu. Powiedzieliśmy, że jedną z głównych przyczyn tego kryzysu gospodarczego jest to, że wszystkie firmy, w tym banki, są zbyt zadłużone. Dobra wiadomość, z perspektywy odzyskiwania, jest taka, że jest wielu inwestorów dłużnych, którzy mogą dokonać redukcji. Jeśli bank jest zadłużony w stosunku 20 do 1 i traci 100 procent swojego kapitału własnego, nadal ma 95 procent swoich zobowiązań w postaci deponentów i inwestorów dłużnych czekających na cios, jeśli będzie to konieczne. To, że bank traci 5 procent swoich aktywów z powodu złych kredytów, nie oznacza, że potrzebuje pomocy podatników. Chociaż nikt nie oczekuje, że deponenti stracą pieniądze, nie ma sensu pozwalać wierzycielom i inwestorom dłużnym na uniknięcie długu. Innym oczywistym źródłem finansowania potrzebnym do jakiegokolwiek istotnej restrukturyzacji branży są wynagrodzenia kadry kierowniczej. Wall Street, w tym banki inwestycyjne, banki komercyjne i branża ubezpieczeniowa, zarobiły na wynagrodzeniach kadry kierowniczej i premiach o wartości ponad 500 miliardów dolarów w ciągu ostatnich czterech do pięciu lat. Dlaczego mieliby zatrzymywać te premie po tym, jak doprowadzili swoje firmy do ruiny, i oczekiwać, że podatnicy pokryją różnicę? Jest jeszcze gorzej. Wiele z tych firm, nawet po otrzymaniu pieniędzy podatników w ramach akcji ratunkowej, nadal wypłaca znaczne premie swoim dyrektorom. Robią wielką aferę z tego, że pensje dyrektorów spadają do jednego dolara, ale nie nakładają żadnych ograniczeń na opcje na akcje i ograniczone przyznawanie akcji. Niektórzy z tych dyrektorów generalnych powiedzieli, że nie przyjmą premii za 2009 r., ale z pewnością nie zwrócą żadnych ze swoich ograniczonych akcji ani opcji na akcje, a ich ograniczenie dotyczące premii pieniężnych dotyczy tylko ich samych, a nie tysięcy pracowników kierowniczych w ich banku. Chris Dodd dodał bezsensowny dodatek do ustawy o bodźcach Obamy, który ogranicza premie, ale nie pensje ani opcje na akcje. Niektóre firmy finansowe, które otrzymały pieniądze z akcji ratunkowej, ogłosiły, że ich pula premii jest o 50 procent niższa w 2008 r. niż w 2007

r., ale oznacza to, że setki miliardów dolarów pieniędzy podatników zostaną wypłacone w tym roku premiom osobom, które podjęły decyzje, które doprowadziły te firmy do bankructwa. To nie ma sensu.

Kłamstwo nr 17 Wszystko, co Hank Paulson kiedykolwiek powiedział o Programie Pomocy Aktywom w Kłopotach.

Możesz być zaskoczony, że komentarze Hanka Paulsona, sekretarza skarbu naszego kraju, zawarte w książce o Wall Street, są kłamstwami. Ale całe życie Hanka było poświęcone Wall Street. A biorąc pod uwagę jego działania jako sekretarza skarbu, nie wygląda na to, aby zapomniał o swoich korzeniach. Hank Paulson powiedział, że Program Pomocy Aktywom w Kłopotach (TARP) będzie kupował aktywa hipoteczne pod wodą, aby uwolnić pieniądze dla banków, aby mogły ponownie zacząć pożyczać. Powiedział, że potrzebuje 700 miliardów dolarów, aby wykonać to zadanie. Powiedział, że wykorzysta proces odwrotnej aukcji, w którym rząd ogłosi ceny, po których będą nabywcy, a następnie obniży tę cenę, dopóki nie znajdą się ludzie chętni do sprzedaży im papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Okazuje się, że Hank Paulson i TARP nie kupili ani jednego papieru wartościowego zabezpieczonego hipoteką pod wodą. Natychmiast wzięli pieniądze przeznaczone na ten program i wykorzystali je w ogromnym programie rozdawnictwa, w którym ponad 300 miliardów dolarów zostało przekazanych bankom komercyjnym i inwestycyjnym, głównie dobrym przyjaciołom Hanka Paulsona. Paulson powiedział, że te inwestycje będą dokonywane na podstawie rynkowej i okażą się dobrą inwestycją dla podatnika. Ponownie, dalekie od prawdy. Podczas gdy Warren Buffett był w stanie uzyskać 10 procent preferencyjnych na swojej inwestycji Goldman Sachs, fundusz TARP i podatnik amerykański otrzymali tylko 5 procent na swojej preferencyjnej inwestycji. I podczas gdy 100 procent preferencyjnych akcji Warrena Buffetta było wymienialnych na akcje zwykłe Goldman Sachs, tylko 5 procent preferencyjnych akcji podatnika było wymienialnych na akcje zwykłe. Umowa GMAC była jeszcze gorsza: preferencyjne nie były wymienialne na akcje zwykłe, tylko na dość bezwartościowe akcje uprzywilejowane. Nawet po tym, jak Paulson przyznał, że nigdy nie kupi podwodnych papierów wartościowych za pieniądze z TARP, nadal kłamał o powodzie. Za późno dowiedział się, że odwrócona aukcja hipoteczna nigdy nie zadziała w przypadku papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Powodem jest to, że papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką są niezwykle zróżnicowane pod względem struktury i cech. Każda umowa hipoteczna jest inna. Oznacza to, że nie można przeprowadzić odwrotnej aukcji dla określonej klasy papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką, ponieważ nie ma czegoś takiego jak klasa. Wszystkie są różne. I są odpowiednio wyceniane. Paulson nadal nie przyznał, że jego plan odwrotnej aukcji był niewykonalny od samego początku i był to jeden z głównych powodów, dla których nigdy nie próbował kupować podwodnych kredytów hipotecznych za pieniądze z TARP. Podobnie, Paulson zdał sobie sprawę za późno, że kupowanie podwodnych kredytów hipotecznych od banków tylko pogorszy problem. Podobnie jak Bernanke, myślał, że to problem płynności i pomoże bankom, kupując ich podwodne papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką i dostarczając im gotówkę. Nie zdawał sobie sprawy, że był to kryzys wypłacalności banków i że gdy banki sprzedawały podwodne kredyty hipoteczne, powodowało to większe straty i większy cios w ich i tak już osłabioną bazę kapitałową. Nawet jeśli banki zdecydowałyby się nie sprzedawać na hipotetycznym rynku Paulsona tych podwodnych papierów wartościowych, ponieważ Paulson stworzył rzeczywistą cenę rynkową dla tych złych papierów wartościowych, wszystkie banki byłyby zmuszone wycenić swoje papiery wartościowe po tej cenie ustalonej przez rynek, co spowodowałoby większe straty i pogorszyłoby ich kryzys wypłacalności. Paulson obiecał również, że pieniądze z TARP trafią tylko do instytucji w tarapatkach, ale ostatecznie dał pieniądze kapitałowe J.P. Morgan i innym zdrowym bankom, jak twierdzi, aby nie skazić firm, które otrzymały pieniądze z TARP. Podczas gdy obiecał, że tylko banki regulowane przez rząd federalny otrzymają pieniądze, szybko pozwolił Goldman Sachs i Morgan Stanley zmienić swoją charakterystykę na banki, a ostatecznie nawet nazwał GMAC regulowanym bankiem. Nie sposób wytłumaczyć, w jaki sposób uzasadnia on dawanie pieniędzy z TARP

firmom samochodowym, takim jak GM i Chrysler, skoro cała idea TARP polegała na pomocy instytucjom finansowym. Na koniec, Paulson skłamał, gdy powiedział, że te inwestycje pieniędzy podatników będą ściśle monitorowane. Elizabeth Warren z Harvard Law School przewodniczy komisji nadzorującej finansowanie TARP, która opublikowała szereg bardzo krytycznych raportów stwierdzających, że rząd wykonał bardzo słabą robotę monitorując którąkolwiek z tych inwestycji, nie informując podatników o tym, co stało się z ich pieniędzmi. Paulson wykorzystał TARP jak własną prywatną skarbonkę i rozdał ponad 350 miliardów dolarów wybranym przez siebie firmom. Nie ma żadnego powodu, dla którego ktoś otrzymuje fundusze, a kto nie. Zmarnowaliśmy ponad 350 miliardów dolarów ciężko zarobionych pieniędzy podatników i nie mamy nic do pokazania. Kryzys kredytów hipotecznych nie ustępuje, ceny nieruchomości nadal spadają, liczba zajęć nieruchomości nadal rośnie, rynki kredytowe są nadal zamrożone, stopa pożyczkowa międzybankowa jest nadal wysoka, a coraz więcej firm stoi w obliczu bankructwa. Paulson zmarnował ponad jedną trzecią biliona dolarów pieniędzy podatników.

Kłamstwo nr 18 Istnieje kilka wybranych dużych instytucji finansowych, które stanowią podstawę naszego systemu bankowego i jako takie są zbyt duże i ważne, aby upaść.

Innym kłamstwem, które Paulson rozpowszechnił, jest to, że istnieje kilka bardzo dużych instytucji finansowych, które stanowią podstawę naszego systemu bankowego i które z definicji są zbyt duże, aby upaść. Tak właśnie uzasadniał przekazanie setek miliardów dolarów sektorowi bankowości komercyjnej i inwestycyjnej. To prawda, że w Ameryce istnieją instytucje, które są tak duże i tak powiązane na naszych rynkach finansowych, że ich upadek wywołałby załamanie się całego systemu finansowego. Jednak liczba takich instytucji nie ogranicza się do zaledwie pół tuzina. Istnieją setki, jeśli nie tysiące takich firm. Przez dziesięciolecia instytucjom finansowym w tym kraju pozwalano rosnąć do takich rozmiarów, że ich aktywa i zobowiązania mierzono bilionami dolarów. Same te instytucje były tak duże i tak powiązane z gospodarką światową, że gdyby upadły, gospodarka światowa upadłaby. Dlaczego nikt nie wpadł na to wcześniej? Dlaczego nie zrobiliśmy nic, aby ograniczyć wielkość naszych największych instytucji finansowych? Nie musielibyśmy uchylać ustawy antywzrostowej. Zamiast tego moglibyśmy nalegać, aby za każdym razem, gdy instytucja finansowa osiągnie 200 miliardów dolarów kapitału własnego lub 500 miliardów dolarów aktywów, została podzielona na dwie nowe spółki, a akcjonariusze otrzymaliby udziały w każdej z nowych spółek w zamian za starą. Nie doszłoby do zmniejszenia wartości. Nikt nie byłby w gorszej sytuacji. Ale system byłby chroniony przed tym, aby niektóre instytucje nie urosły do takich rozmiarów, że nie moglibyśmy pozwolić im upaść. Gdy firmy osiągną rozmiary, w których nie mogą upaść, kapitalizm się załamuje. Kapitalizm polega na dawaniu przedsiębiorcom możliwości budowania firm, zwiększania zysków i rozwoju na małą skalę. Ale polega również, szczególnie w przypadku dużych firm, na pozwalaniu źle zarządzanym firmom na upadek. W kapitalizmie musi być kreatywna destrukcja. Źle zarządzane firmy podejmujące złe decyzje zarządcze wychodzą z tego bez szwanku. Zamiast tego należy pozwolić im upaść, aby dobrze zarządzane firmy mogły zwiększyć swój udział w rynku i rentowność. Ale nie tylko bardzo duże instytucje finansowe były zbyt duże, aby upaść. Z powodu rynku swapów kredytowych, prawie każda instytucja finansowa na świecie była w rzeczywistości zbyt duża, lub przynajmniej zbyt ważnym węzłem na rynku CDS, aby upaść. Rynek swapów kredytowych to rynek instrumentów pochodnych o wartości 65 bilionów dolarów, na którym firmy ubezpieczają się wzajemnie od niewypłacalności. W istocie, na rynku swapów kredytowych mogą zagwarantować, że IBM nie upadnie, a jeśli tak się stanie, wypłacę Ci całość Twoich inwestycji w długi IBM. Rynek swapów kredytowych mógł się rozwijać przez ostatnie dziesięć lat, całkowicie nieuregulowany i całkowicie pozbawiony przejrzystości, z rynku o wartości 140 miliardów dolarów do dzisiejszego rynku o wartości 65 bilionów dolarów. Jest to ogromna, powiązana sieć dwóch transakcji kontrahentów, w których jedna strona gwarantuje niewypłacalność, a druga otrzymuje zapłatę w przypadku upadku firmy. Żaden z dużych graczy finansowych na rynku swapów kredytowych,

a mam tu na myśli prawie każdego dużego gracza finansowego na świecie, nie może upaść w ramach takiej powiązanej sieci gwarancji dotyczących upadłości. Powodem jest to, że upadłość firmy spowoduje wypłaty na rynku swapów kredytowych. Po drugie, instytucja finansowa, która upada, jest kontrahentem na rynku swapów ryzyka kredytowego dla wielu innych gwarancji, więc wiele kontraktów upadnie. Cała pajęczyna powiązanych gwarancji i produktów ubezpieczeniowych, dorozumiana na rynku swapów ryzyka kredytowego, upada, jeśli którykolwiek z głównych węzłów upadnie. Piękną analogią do zrozumienia znaczenia węzłów w połączonym systemie jest wyobrażenie sobie, co by się stało, gdyby lotnisko w Chicago zostało zamknięte na kilka godzin z powodu opadów śniegu. Nie tylko loty byłyby opóźnione w miastach obsługujących Chicago, ale loty w całym kraju zostałyby natychmiast opóźnione, a wiele odwołanych. Nie można przewidzieć poważnych konsekwencji utraty głównego węzła w połączonej sieci, takiej jak lotnisko lub rynek swapów ryzyka kredytowego; system jest tak złożony, że staje się całkowicie nieprzewidywalny podczas awarii i przerw w dostawie prądu.

Kłamstwo nr 19 Możemy uratować przemysł samochodowy dzięki 17 miliardom dolarów pomocy finansowej od rządu.

Przemysł samochodowy zwrócił się do naszego rządu z prośbą o pomoc finansową. Co tydzień zmieniała się kwota, o którą wnioskowali. Początkowo uzgodniona kwota 17 miliardów dolarów była daleka od wystarczającej. Był to przemysł, który tracił blisko 25 miliardów dolarów co kwartał. Finansowanie ciągłych strat operacyjnych firmy jako strategii inwestycyjnej zawsze jest złym interesem. Dając przemysłowi samochodowemu 17 miliardów dolarów, jedynie opóźniliśmy podjęcie decyzji, czy pozwolić mu zbankrutować i zrestrukturyzować się, czy zakończyć działalność. Ta decyzja nie byłaby łatwiejsza dwa miesiące później. Rzeczywiście, w lutym 2009 r. GM i Chrysler wrócili, aby poprosić o kolejną pomoc w wysokości ponad 20 miliardów dolarów. Amerykański przemysł samochodowy jest zasadniczo zepsuty pod niemal każdym względem, w jakim firmy mogą być. Wprowadzenie nowego modelu zajmuje sześć do siedmiu lat, a nowe projekty samochodów są często odrzucane przez rynek. Nigdy nie oferował innowacji w zwiększaniu standardów mil na galon ani we wprowadzaniu pojazdów elektrycznych lub hybrydowych. Ma prawdopodobnie trzy razy więcej salonów niż potrzebuje, a Amerykanie uważają, że wizyta w salonie samochodowym w celu zakupu samochodu jest jednym z najbardziej nieprzyjemnych doświadczeń w ich życiu. Struktura wynagrodzeń pracowników jest zbyt wysoka, ponieważ zarabiają oni około 20 do 30 procent więcej niż amerykańscy pracownicy zatrudnieni w japońskich firmach samochodowych w Stanach Zjednoczonych. Prawie cały przepływ gotówki generowany przez firmę idzie na wypłatę emerytur i świadczeń zdrowotnych. Natura tego problemu polega na tym, że niezależnie od tego, jak bardzo zmniejszysz te firmy, finansowanie kosztów emerytalnych tylko się pogorszy. Dlatego te firmy tak rozpaczliwie potrzebują restrukturyzacji. Barack Obama bardzo chce mieć prężny amerykański przemysł samochodowy i uniknąć gwałtownego wzrostu bezrobocia, który nastąpiłby, gdyby te amerykańskie firmy samochodowe zbankrutowały. Ale nie ma sensu inwestować dodatkowych pieniędzy podatników, dopóki te firmy nie zostaną całkowicie zrestrukturyzowane. Ich wierzyciele muszą ponieść znaczne straty w związku z ich inwestycją, ich inwestorzy kapitałowi muszą zostać wymazani, ich zespoły zarządzające muszą zostać zastąpione, płace pracowników ich fabryk muszą zostać obniżone, ich plany emerytalne i opieki zdrowotnej muszą zostać obniżone, salony dealerskie muszą zostać zamknięte, a liczba modeli samochodów musi zostać znacznie zmniejszona. Do czasu, gdy amerykański podatnik zakończy próby ratowania tych trzech firm, zainwestuje ponad 100 miliardów dolarów. Tak znaczna suma wystarczy, aby rozpocząć zupełnie nowy przemysł samochodowy pod lepszym zarządzaniem z zachętą do produkcji samochodów o większym przebiegu i pojazdów elektrycznych. Za 100 miliardów dolarów możemy przestawić cały kraj na pojazdy elektryczne, kładąc nacisk na transport masowy i autobusy elektryczne. To klasyczny przykład wyrzucania dobrych pieniędzy za złymi. To nie zadziała. To całkowita strata pieniędzy podatników.

Kłamstwo nr 20 Banki są bardziej stabilne niż banki inwestycyjne ze względu na stabilną bazę depozytową; dlatego ma sens przekształcić banki inwestycyjne, CIT i GMAC w holdingi bankowe.

Banki inwestycyjne, takie jak Bear Stearns i Lehman Brothers, a ostatecznie Merrill Lynch, Goldman Sachs i Morgan Stanley, były zagrożone bankructwem jeszcze szybciej niż banki komercyjne. Podawanym powodem było to, że banki komercyjne są narażone na mniejsze ryzyko, ponieważ mają bardziej stabilną bazę deponentów, podczas gdy banki inwestycyjne muszą polegać na rynkach każdej nocy w zakresie finansowania. Jak widzieliśmy, prawdą jest, że banki inwestycyjne są w zbyt dużym stopniu uzależnione od bardzo krótkoterminowego finansowania overnight, aby prowadzić swoją działalność. Każdy z nich pożycza setki miliardów dolarów na zasadzie overnight na rynku odkupu lub repo. Jeśli coś pójdzie nie tak z bankiem inwestycyjnym, lub jeśli pojawią się plotki o potencjalnych problemach, lub jeśli nie znajdą wystarczającego zabezpieczenia do umieszczenia na rynku repo, lub jeśli sam rynek repo stanie w obliczu tymczasowego kryzysu, każdy z tych banków inwestycyjnych może zniknąć w mgnieniu oka. Natomiast banki zazwyczaj mają depozyty klientów, które stanowią od 60 do 90 procent pasywów bilansu. Niektóre z tych depozytów to depozyty na żądanie, ponieważ odzwierciedlają rachunki bieżące, z których środki można wypłacić w dowolnym momencie. Większość z tych depozytów to nieco dłuższe certyfikaty depozytowe lub CD, które dojrzewają w okresie od trzech miesięcy do pięciu lat. Ale prawdziwym powodem, dla którego depozyty banków komercyjnych są bardziej stabilnym źródłem finansowania, jest to, że depozyty banków komercyjnych są gwarantowane przez rząd Stanów Zjednoczonych. Przed tym kryzysem gwarantowano do 100 000 USD. Teraz 250 000 USD depozytów bankowych na rachunek jest gwarantowane przez rząd USA. Nie jest to koniecznie dobra rzecz. Jeśli ktoś szuka szerszej perspektywy obecnego kryzysu, można by argumentować, że same banki stoją przed pytaniem o ryzyko moralne; niezależnie od tego, jak ryzykowne aktywa pozycjonują lub jakie firmy wchodzi, wiedzą, że ich baza depozytowa nigdy nie ucieknie z powodu gwarancji rządowej. To ten sam rodzaj myślenia, który wpędził Fannie Mae i Freddie Mac w kłopoty. Mieli domniemaną gwarancję od rządu na wszystkie swoje pożyczki. Doprowadziło to do zwiększenia dźwigni finansowej w ich firmach do ponad 100 do 1 i ostatecznie do zakupu kredytów hipotecznych subprime na rynku wtórnym. Tak więc twierdzenie, że banki komercyjne są lepiej finansowane niż banki inwestycyjne ze względu na stabilną bazę deponentów, jest błędem. Jeśli odbierzesz gwarancje rządowe, banki będą narażone na run na banki, jeśli w przyszłości zrobią coś głupiego. Northern Rock, ósmy co do wielkości bank w Anglii, przekonał się o tym, gdy deponenci ustawili się w kolejce wokół bloku i wycofali 2 miliardy dolarów w ciągu jednego dnia, skutecznie doprowadzając firmę do bankructwa, co wymusiło przejęcie jej przez rząd. Mamy więc falę banków inwestycyjnych, firm finansujących samochody i firm finansujących konsumentów, takich jak Goldman Sachs, GMAC i CIT, które reorganizują się i twierdzą, że są bankami komercyjnymi, aby ich depozyty mogły być gwarantowane przez rząd. Nie widzę, jak to może być dobre dla systemu finansowego lub gospodarki. Po raz kolejny wzięliśmy jeden z głównych powodów kryzysu, w tym przypadku ryzyko moralne, z którym banki mierzą się z powodu rządowych gwarancji depozytów, i rozszerzyliśmy je na instytucje niebankowe jako częściowe rozwiązanie kryzysu. Zobaczymy w późniejszych rozdziałach, że problemy, które wpędziły nas w ten bałagan, są powiększane w proponowanych rozwiązaniach kryzysu. Na przykład, znaczna część tego kryzysu była wynikiem zbyt dużego pożyczania i konsumpcji przez osoby fizyczne, przedsiębiorstwa i rząd, w środowisku niskich stóp procentowych. Więc jakie jest dzisiejsze próbowane rozwiązanie tego problemu? Prawie zerowa stopa procentowa ustalona przez Fed, drastyczne zwiększenie pożyczek rządowych i wydatków rządowych, obniżki podatków i bodźce fiskalne finansowane przez większy dług rządowy w celu zachęcenia do jeszcze większych wydatków konsumenckich.

Kłamstwa strategii inwestycyjnej

Kłamstwo nr 21 Dywersyfikacja jest kluczem. Gdyby każdy posiadał szeroko zdywersyfikowany portfel, rynki i społeczeństwo byłyby o wiele bardziej stabilne, wydajne i produktywne.

Jeśli nauczysz się jednej rzeczy w szkole biznesu, to tego, że inwestorzy zawsze powinni dywersyfikować. Inwestorzy mogą zminimalizować swoje narażenie na ryzyko i zmaksymalizować zwroty z portfela poprzez dywersyfikację. Domniemany wniosek sugeruje, że gdyby każdy zdywersyfikował, całkowite zwroty dla całego świata byłyby zmaksymalizowane przy minimalnym ryzyku i świat byłby w lepszej sytuacji. Ale czy to prawda? Większa dywersyfikacja jest zalecana inwestorom, ponieważ zmienność całego portfela jest zmniejszona. Ale problemy pojawiają się, jeśli każdy stosuje się do tej rady. Aby być dobrze zdywersyfikowanym, inwestor musi posiadać nie tylko prawie wszystkie akcje w Stanach Zjednoczonych, musi posiadać akcje w każdym kraju na świecie. Ponadto powinien posiadać wszystkie klasy aktywów oprócz akcji. Powinien posiadać towary, obligacje, nieruchomości itd. w proporcji, w jakiej te aktywa stanowią całkowite bogactwo świata. To stwarza nie lada zagadkę dla typowego inwestora instytucjonalnego. Wyobraź sobie niemiecki bank, który chce w pełni zdywersyfikować swoje portfolio. Przede wszystkim musi kupić tysiące akcji na całym świecie, setki różnych towarów i aktywów realnych oraz utrzymać tysiące pozycji w nieruchomościach. Same koszty transakcyjne przytłoczyłyby firmę. Oprócz kosztów transakcyjnych, pierwszym pytaniem, które pojawia się przy próbie wdrożenia takiej strategii dywersyfikacji, jest to, w jaki sposób można oczekiwać, że pojedynczy menedżer inwestycyjny w niemieckim banku będzie miał wiedzę na temat wszystkich aktywów na świecie i ich cen. Nie może. Wie, że aby właściwie zdywersyfikować, powinien zainwestować część swojego portfela w amerykańskie papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką, ale nic nie wie o amerykańskich kredytach hipotecznych i ich ryzyku niewypłacalności. Nie powstrzymuje go to przed kupowaniem amerykańskich papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Czuje się bardzo komfortowo w teorii rynków efektywnych, która mówi, że wszystkie aktywa i papiery wartościowe na rynku są właściwie wyceniane przez sam rynek, aby uwzględnić związane z nimi ryzyko. Innymi słowy, kiedy kupujesz akcje IBM na rynku, nie musisz przeprowadzać żadnej analizy fundamentalnej ani badań IBM, ponieważ cena rynkowa uwzględnia wszystkie najlepsze informacje i najlepsze prace badawcze dotyczące IBM. Możesz zobaczyć, jaki powstaje problem. Jeśli każdy na świecie rozwinie takie podejście, skończy na inwestowaniu w aktywa, o których nic nie wie, zakładając, że ktoś inny przeprowadza podstawowe badania niezbędne do upewnienia się, że jest to dobra inwestycja. Nawet gdyby chcieli, ogromna liczba aktywów i papierów wartościowych, które muszą posiadać, aby być odpowiednio zdywersyfikowanymi, uniemożliwia im przeprowadzenie szczegółowej analizy papierów wartościowych dla każdej z ich inwestycji. Jako naturalny wynik tego zjawiska dywersyfikacji można by oczekiwać, że powstanie cała branża pośredników, którzy pomogą tym inwestorom w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych dotyczących aktywów, o których niewiele wiedzą. I to właśnie zaobserwowaliśmy. Istnieją firmy badawcze, które dostarczają informacji o niemal każdym aktywie lub papierze wartościowym na świecie, banki inwestycyjne, które wydają opinię na temat wartości, agencje ratingowe, które dostarczają oceny przy założeniu, że nie trzeba przeprowadzać zbyt wielu analiz krytycznych, jeśli papier wartościowy ma ocenę AAA, doradcy finansowi itd. Ponadto tworzone są fundusze inwestujące w całe szerokie klasy papierów wartościowych. Na przykład niemiecki bank zarządzający inwestycjami może zdecydować się na inwestycję w fundusz, który posiada szeroki wachlarz nieruchomości komercyjnych w Stanach Zjednoczonych, zamiast próbować posiadać te nieruchomości bezpośrednio. Jednak wprowadzenie tych funduszy i funduszy funduszy wiąże się z dodatkowymi kosztami transakcyjnymi i sprawia, że inwestowanie staje się bardziej kosztowne. Roczne opłaty w wysokości jednego i dwóch procent nie wydają się aż tak duże, dopóki nie uświadomisz sobie, że rzeczywisty zwrot z papierów wartościowych wolnych od ryzyka w czasie wynosił tylko od 2 do 3

procent rocznie. Głównym problemem związanym z wprowadzaniem tak wielu pośredników do decyzji inwestycyjnej jest to, że ostatecznie nie wiesz, komu zaufać. Ci pośrednicy niekoniecznie tracą pieniądze, gdy wartość twojego portfela spada. W rzeczywistości większość tych zarządzających funduszami bardziej przejmują się wynikami w porównaniu do swoich rówieśników w branży niż bezwzględnymi wynikami inwestycji w fundusz. Na przykład, jeśli rynek akcji spada o 20 procent, a ja jestem zarządzającym funduszami zarządzającym pulą pieniędzy, która spada tylko o 15 procent, jestem chwalony i nagradzany dodatkowymi pieniędzmi do zainwestowania w nadchodzącym roku. Ale gdybyś zainwestował swoje aktywa ze mną, nadal miałbyś bezwzględną stratę w wysokości 15 procent. Ten nacisk na względne, a nie bezwzględne zwroty może zachęcić zarządzających do podążania za rynkiem i inwestowania w gry oparte na dynamice wzrostu oraz do korzystania ze strategii kupna i trzymania w okresach spadkowych, dopóki wszyscy inni robią to samo. Ale ponownie, prawdziwym problemem z pośrednikami, jak pokazuje obecny kryzys finansowy, jest kwestia, czy można im zaufać. Jako zarządzający moimi własnymi aktywami wiem, że moim celem jest maksymalizacja wartości tych aktywów przy minimalnym ryzyku. Nie jest jasne, czy pośrednicy stworzeni poprzez strategię szerokiej dywersyfikacji mają ten sam cel. Zarządzający funduszami mogą próbować przyciągnąć kapitał do swoich funduszy, osiągając dobrą względną wydajność, z niewielkim ryzykiem rzeczywistych strat, jakie ponoszą. Banki inwestycyjne mogą próbować zadowolić swoich korporacyjnych klientów emitujących, zapewniając im dobrą cenę za nowe papiery wartościowe. Albo banki inwestycyjne mogą sprzedawać aktywa, które są przewartościowane, ponieważ ich główne ramie inwestycyjne je wyprzedają. Inna grupa niesławnych pośredników, agencje ratingowe, są opłacane przez emitenta, a sama liczba nowych emisji, a w ostatnich latach wygórowane opłaty płacone agencjom ratingowym, wyraźnie spowodowały, że stracili oni perspektywę tego, co naprawdę uzasadnia ocenę AAA. Możesz zwrócić się do banku komercyjnego o poradę inwestycyjną, szczególnie w sprawie instrumentów pochodnych, ale będziesz rozczarowany, dowiadując się, że ich porady są skażone próbą zabezpieczenia własnej ekspozycji na instrumenty pochodnych. Być może najbardziej szkodliwym skutkiem ubocznym dywersyfikacji, jeśli można nazwać to czymś, co niszczy cały globalny system finansowy, jest to, że inwestorzy kończą na posiadaniu tak wielu aktywów i papierów wartościowych firmy, że nie mogą kontrolować poszczególnych firm i zarządów. Jeśli posiadam 1000 akcji, próbując zapewnić odpowiednią dywersyfikację, skąd znajdę czas na kontrolowanie zarządów każdej z nich, aby mieć pewność, że działają w najlepszym interesie akcjonariuszy? Najbardziej oczywistym przykładem tego jest wynagrodzenie kadry kierowniczej. Ludzie są zszokowani, gdy dowiadują się, że firmy z listy Fortune 500 płacą swoim dyrektorom generalnym średnio dziesiątki milionów dolarów rocznie, czyli około 350 razy więcej niż przeciętny pracownik. Zwolennicy wolnego rynku twierdzą, że nie wymaga to żadnej kontroli, ponieważ wynagrodzenie kadry kierowniczej podlega zatwierdzeniu przez zarząd firmy. Nawet jeśli zarząd byłby całkowicie niezależny i reprezentował interesy akcjonariuszy, ponieważ każdy inwestor jest dobrze zdywersyfikowany, każda firma kończy z setkami tysięcy inwestorów. Ponieważ każdy inwestor ma tysiące różnych inwestycji w ramach swojej strategii dywersyfikacji, żaden z nich nie ma czasu, aby kontrolować wynagrodzenia kadry kierowniczej w każdej ze swoich spółek portfelowych. I to jest tak naprawdę tylko wierzchołek góry lodowej. Spółki kończą bez nadzoru i są źle zarządzane, ponieważ akcjonariusze nie mają czasu, aby aktywnie kontrolować swoje inwestycje. Duże spółki publiczne są notorycznie źle zarządzane. Wystarczy spojrzeć na amerykańskie spółki samochodowe, które były źle zarządzane przez czterdzieści lat, bez żadnego wysiłku ze strony akcjonariuszy, aby uporządkować swoje zarządzanie. Na rynku jest dodatkowy dowód, że ten problem jest bardzo poważny. Dowodem jest to, że firmy private equity mogą prywatyzować spółki notowane na giełdzie i tworzyć większą wartość niż spółka notowana na giełdzie. Powinno to naruszać naszą wiedzę o finansach, ponieważ wiemy, że akcje notowane na giełdzie mają większą płynność i wymagają niższych zwrotów z ich posiadania. Jeśli wszystko inne pozostanie niezmienione, jeśli prywatyzujesz akcje notowane na giełdzie, Twój inwestorzy prywatni

powinni żądać wyższego zwrotu z powodu mniejszej płynności, co oznacza, że jeśli przepływy pieniężne ze spółek się nie zmieniają, wartość spółki musi spaść. Innymi słowy, jeśli wszystko inne pozostanie niezmienione, spółka powinna być warta mniej, a nie więcej, gdy ją prywatyzujesz. Ale na rynku widzimy dokładnie odwrotną sytuację. Firmy private equity płacą premie do ceny akcji notowanych na giełdzie, aby kupować spółki, a następnie osiągają bardzo dobre zwroty dla swoich inwestorów, nawet jeśli kupili spółki po zawyżonych cenach. Zauważysz, że w poprzednim akapicie ostrożnie skwitowałem swój argument stwierdzeniem „jeśli wszystko inne pozostanie niezmienione”. Oczywiście, nie wszystkie inne rzeczy pozostają takie same. Kiedy firma staje się prywatna, pozbywasz się setek tysięcy udziałowców i ograniczasz własność do jednego właściciela: sponsorującej firmy private equity. Teraz właściciel ma czas, który jest potrzebny, aby skutecznie nadzorować zarządzanie firmą i zapewnić, że firma jest prowadzona w celu maksymalizacji zwrotu dla udziałowców, a nie wzbogacania kadry zarządzającej. Te duże, niechlujnie zarządzane, notowane na giełdzie firmy stają się szczupłymi, podłymi, walczącymi maszynami jako firmy prywatne i generują ogromne zyski dla swoich sponsorów funduszy private equity. To wspaniały przykład w prawdziwym świecie, w jaki sposób teoria dywersyfikacji doprowadziła do większej nieefektywności, a nie większej efektywności na rynku. Nikt nie obserwuje zbiorowych sklepów naszych największych firm. Wprowadziliśmy tak wielu pośredników — w tym kadrę zarządzającą samych firm, z których każda ma własne cele osobiste, które niekoniecznie obejmują maksymalizację wartości dla udziałowców — że odkrywamy, że przepływy pieniężne i zyski nie są maksymalizowane, a wartości i inwestycje są uszkodzone. Nie należy wyrzucać całej teorii dywersyfikacji. Ale powinno to zostać znacznie zmodyfikowane. Dobry inwestor powinien posiadać portfel dwudziestu lub trzydziestu akcji i aktywów, które może bardzo uważnie obserwować i dokładnie rozumieć, a następnie nadzorować zarządzanie, aby zapewnić, że interesy akcjonariuszy są respektowane. Korzystanie z pośredników powinno zostać znacznie ograniczone. Światowe przekonanie, że większa dywersyfikacja prowadzi do większych zwrotów z inwestycji przy niższym ryzyku, mogło znacząco przyczynić się do obecnego kryzysu finansowego. Kiedy to przebrniesz, menedżer inwestycyjny w niemieckim banku komercyjnym nie miał żadnego ważnego powodu, aby inwestować w niezwykle złożone amerykańskie papiery wartościowe zabezpieczone hipotekami, takie jak CDO. Nic o nich nie wiedział i nie wniósł żadnej wartości dodanej, inwestując. I ostatecznie został ukarany. Jest jeszcze jedna ostatnia kwestia, którą powinienem poruszyć na temat dywersyfikacji. Ponieważ inwestorzy na całym świecie nalegają na większą dywersyfikację, ich losy stają się bardziej powiązane i splecione. Najbardziej dramatycznie widać to na rynku swapów kredytowych. Inwestorzy próbowali dywersyfikować i dzielić ryzyko bankructwa lub niewypłacalności między szereg instytucji. Skończyło się na tym, że stworzyli świat, w którym niewypłacalność dowolnej dużej firmy wywołałaby straty tak wielkiej skali w całym systemie, że wywołałaby cały ciąg niewypłacalności i spowodowałaby katastrofę finansową. Globalizacja wyraźnie przyczyniła się do tych wzajemnych powiązań. Pamiętasz, jak Tajlandia zachorowała na gripę azjatycką, Rosja się nią zaraziła, a LongTerm Capital Management (LTCM) zbankrutowało? Gdy widzisz, jak zaraźliwe są globalne problemy finansowe i jak szybko rozprzestrzeniają się między krajami i różnymi rynkami aktywów, zaczynasz rozumieć, w jaki sposób dywersyfikacja może stworzyć dokładnie ten problem, który miała rozwiązać, a mianowicie kontrolę ryzyka.

Kłamstwo nr 22 Kupuj tanio, sprzedawaj drogo to sprawdzona i gwarantowana strategia inwestycyjna.

Na pierwszy rzut oka trudno polemizować z tak oczywistym stwierdzeniem, jak osiągnąć wyższe zyski jako inwestor. To klasyczny przykład poniedziałkowego poranka quarterbackingu. Kiedy patrzymy wstecz na historię poszczególnych akcji, chcielibyśmy kupić akcje po ich najniższym kursie i sprzedać po ich najwyższym kursie. Ta strategia przyniosłaby nam mnóstwo pieniędzy. Problem polega oczywiście na identyfikowaniu szczytów i dołków w czasie rzeczywistym, w miarę ich występowania, a

nie po fakcie. To prawie niemożliwe. Aby to udowodnić, wybierz pięć akcji, które Twoim zdaniem obecnie osiągają swój najwyższy lub najniższy kurs. Przypuszczam, że w ciągu sześciu miesięcy w każdym przypadku okaże się, że się myliłeś. Problem w identyfikowaniu szczytów i dołków polega na tym, że wybierasz punkty przegięcia; identyfikujesz dokładny czas, w którym ogólny trend spadkowy odwraca się lub gdy ogólny trend wzrostowy skręca na północ. Akcje mogą być notowane na giełdzie przez dwadzieścia dni z rzędu. Wyobraź sobie, jak trudno jest przewidzieć, że dwudziestego pierwszego dnia nastąpi spadek. Często akcje, które każdego dnia były notowane w górę, robią sobie przerwę, a następnie handlują się na tym samym poziomie lub nieznacznie w dół. Bardzo łatwo byłoby popełnić błąd i założyć, że to szczyt. Często po krótkiej przerwie lub niewielkim spadku akcje kontynuują swój wzrost, a gdybyś je sprzedał, przegapiłbyś ten dodatkowy wzrost. Zobaczmy w poniższej dyskusji na temat badań technicznych i inwestowania, że w historycznym trendzie cenowym akcji jest niewiele nowych informacji, które nie zostałyby już uwzględnione w ich cenie. Gdyby inwestowanie w akcje było tak proste, jak kupowanie akcji, które historycznie miały tendencję wzrostową w oczekiwaniu, że będą nadal rosły, wszyscy bylibyśmy miliarderni. Faktem jest, że w akcjach jest bardzo mało prawdziwych trendów. Ponownie, patrząc na historyczne zapisy lub wykresy poszczególnych akcji, wydaje się, że istnieje wiele gładkich krzywych i trendów wzrostowych i spadkowych w akcjach. Ale całkowicie losowo wygenerowany wzór miałby takie same rodzaje gładkich wzlotów i spadków, które wydają się być trendami. Pamiętaj, że losowość nie występuje jak orzeł, reszka, orzeł, reszka, orzeł. Losowość wygląda raczej jak trzy orły, po których następują dwie reszki, po których następują cztery orły, po których następuje jedna reszka, po której następuje jeden orzeł, po którym następuje sześć reszek. Po fakcie możesz znaleźć wzloty i upadki w losowo wygenerowanym ciągu danych, ale z definicji nie ma takiego rzeczywistego wzlotu i upadku, który można by przewidzieć w losowej sekwencji. Moim osobistym przekonaniem jest, że z wielu powodów rynek akcji nie jest doskonały i podlega bańkom i krachom. Z tego powodu, jako filozofia inwestycyjna, bardziej wazyłbym swoje zakupy w okresach, w których rynek akcji wydaje się być dramatycznie niedowartościowany w stosunku do głównego miernika, jakim są przychody. Z czasem rynek akcji wydaje się wahać między około 0,6-krotnością przychodów a 2,0-krotnością przychodów. Byłbym ogólnym nabywcą poniżej 1,0-krotności przychodów i ogólnym sprzedawcą powyżej 1,5-krotności przychodów. Wykorzystuję przychody, a nie zyski, ponieważ zyski same w sobie są zbyt zmienne, biorąc pod uwagę cykle koniunkturalne i bańki spekulacyjne.

Kłamstwo nr 23 Giełda wkrótce powróci do poziomów sprzed kryzysu, podobnie jak gospodarka.

Jeśli włączysz którykolwiek z programów telewizyjnych z wiadomościami finansowymi w telewizji kablowej, usłyszysz nieustanną litanię ludzi próbujących przewidzieć dno tego rynku. Po osiągnięciu dna zakłada się, że rynek powróci do poziomu sprzed kryzysu finansowego. W rzeczywistości, jeśli spojrzysz wstecz na historyczne recesje w Stanach Zjednoczonych, to jest to mniej więcej ten przypadek. Recesje trwają od miesięcy do lat, ale giełda ostatecznie odbija się do poziomów sprzed recesji. Tak więc, udane inwestowanie wymaga jedynie trudnego zadania zidentyfikowania prawdziwego dna, ponieważ gdy już wiesz, że zainwestowałeś na dnie, skorzystasz na odbiciu do „bardziej normalnych czasów”. Ale ta recesja różni się od wszystkich innych. Podobnie jak Wielki Kryzys, poprzedziła ją bardzo znacząca bańka na rynku nieruchomości mieszkaniowych, a także wielu innych klas aktywów na świecie. Ceny nieruchomości, które zapoczątkowały cały ten bałagan, mogą w pewnym momencie przestać spadać, ale nie wrócą do poprzedniego poziomu. Banki nie zaczną znowu pożyczać na kwotę dziesięciokrotnie przekraczającą łączne dochody ludzi, ale będą żądać poważnych wpłat początkowych, ważnych raportów kredytowych, weryfikacji dochodów i skromniejszych całkowitych kwot pożyczek wynoszących od pięciu do pięciu i pół razy więcej niż dochód pary. Jeśli banki pożyczą o 50 procent mniej niż kiedyś na zakup domu, to ceny domów muszą jeszcze bardziej spaść — chyba że nabywcy domów będą skłonni wpłacić znacznie większe wpłaty początkowe, w co wątpię. Rynek kredytów hipotecznych, rynek kredytów studenckich, rynek kart kredytowych i rynek

kredytów samochodowych — wszystkie one zależą od tworzenia sekurytyzowanych instrumentów typu passthrough, takich jak CDO, które mogłyby osiągnąć ratingi AAA i oszukać długoterminowych inwestorów, aby dokonywali złych inwestycji. Ta gra również się skończyła. Nie widzę, jak ktokolwiek zaakceptuje rating AAA agencji ratingowej jako powód do inwestowania w złożone zabezpieczenie w przyszłości. Banki i sektor finansowy wygenerowały ogromne zyski dla swoich akcjonariuszy, zwiększając dźwignię zadłużenia z dwunastu do dwudziestu pięciu razy w stosunku do kapitału własnego. Teraz muszą zmniejszyć dźwignię. Nie będą w stanie wygenerować takich samych zwrotów z kapitału własnego przy niższym dźwigni. Chiny i rynki wschodzące były uzależnione od konsumpcji finansowanej długiem w Stanach Zjednoczonych i Europie, aby sfinansować swój wzrost, który teraz musi znacznie spowolnić. Nawet firmy farmaceutyczne i opieki zdrowotnej, które powinny skorzystać na starzeniu się populacji w Stanach Zjednoczonych, zobaczą ograniczenia nałożone na nie pod względem kwoty pieniędzy, jaką Amerykanie mogą wydać na opiekę zdrowotną. Nie ma powodu, aby sądzić, że ten rynek akcji powróci do poziomów sprzed kryzysu. Przed kryzysem mnożniki cen i zysków były wysokie, a marże brutto firm były rekordowe. Ta recesja będzie długa i bolesna, z realnym spadkiem PKB, a perspektywy wzrostu poszczególnych firm w przyszłości będą musiały zostać ograniczone. Dlatego jest o wiele bardziej prawdopodobne, że to środowisko po kryzysie nie będzie odbiciem w kształcie litery V, ale raczej w kształcie litery L. Spadniemy do bardziej normalnego poziomu wydatków i tam pozostaniemy. Pamiętaj, że przed kryzysem większość wzrostu PKB, który został osiągnięty, była wynikiem ogromnej konsumpcji osób fizycznych, firm i rządu opartej na zwiększonym zadłużeniu. Teraz nie tylko ustało nowe zadłużenie, ale nadmierne zadłużenie z okresu przed kryzysem musi zostać spłacone. Usunięcie tej finansowanej długiem konsumpcji z PKB i założenie skromniejszego wzrostu wydatków rządowych oznacza, że PKB może zostać zawyżone nawet o 20 do 25 procent. Świat po kryzysie będzie potrzebował lat, aby dostosować się do niższych poziomów konsumpcji i niższego PKB, a ceny akcji odzwierciedlą to, pozostając na niskim poziomie przez lata. Ostatnim gwoździem do trumny jest to, że demograficznie rzecz biorąc, wyż demograficzny jest na skraju przejścia na emeryturę i opuszczenia produktywnej siły roboczej. Nie tylko stracimy ich produktywne wysiłki, ale oni będą się dalej starzeć, wymagając znacznie większej państwowej pomocy w zakresie emerytur i opieki zdrowotnej. To nie może być dobre dla gospodarki.

Kłamstwo nr 24 Długoterminowa strategia inwestycyjna kup i trzymaj przynosi lepsze zyski niż próba sprzedaży na spadkach.

W listopadzie 2007 r., gdy giełda była bliska swojego historycznego maksimum i handlowała tuż poniżej 14 000, wygłosiłem przemówienie do około 200 inwestorów w rodzinnym mieście moich rodziców w Kentucky. Powiedziałem tym inwestorom, że giełda zazwyczaj najpierw się porusza i handluje, zanim rozwinie się trudna sytuacja gospodarcza. W tym przypadku, z jakiegoś powodu, złe czasy gospodarcze były już ujawniane w sektorach mieszkaniowym, hipotecznym, budownictwa mieszkaniowego i bankowości, a mimo to giełda nie zaczęła handlować w dół. Powiedziałem tym inwestorom, że to prezent gwiazdkowy od giełdy dla nich. Giełda w rzeczywistości dawała tym inwestorom możliwość wyjścia, zanim zyski spółki i ceny akcji spółki spadną. Następnie wygłosiłem godzinną prezentację na temat tego, jak zła może być nadchodząca recesja. Zakończyłem stwierdzeniem, że nawet jeśli nie wierzą w moją prognozę, nie ma sensu, aby trzymali akcje zwykłe, biorąc pod uwagę znaczne ryzyko bardzo poważnej recesji i bardzo mały wzrost w gospodarce lub na giełdzie. Po prostu będąc niechętnymi ryzyku, powinni wycofać pieniądze z giełdy; wyraźnie nie znali kierunku przyszłej gospodarki i wystarczyło im przeczytać gazety w tamtym czasie, aby zdać sobie sprawę, że istnieje bardzo realne zagrożenie znacznego spadku. Wyobraźcie sobie moje zdziwienie, gdy moi dwaj kuzyni, którzy są prawnikami w Louisville, podeszli do mnie po prezentacji i po pogratulowaniu mi przedstawienia mojej tezy, że gospodarka słabnie, powiedzieli mi, że nie zamierzają sprzedawać żadnych ze swoich akcji. Ich rozumowanie? Powiedzieli, że są inwestorami typu „kup i trzymaj”, którzy

wierzyli, że sprzedaż każdej złej wiadomości nie tylko kończyła się osiągnięciem niskich cen przy sprzedaży, ale zazwyczaj powodowała, że tracili wszelkie przyszłe odbicia na giełdzie. Jeśli spojrzymy na historię giełdy w Stanach Zjednoczonych, to znów wydaje się to skuteczną strategią. Powód jest prosty: Stany Zjednoczone są wielkim zwycięzcą w światowej gospodarce. Kiedy spojrzymy na historię, za każdym razem, gdy giełda amerykańska spadała, odbijała się. Ale to, że tak się działo w przeszłości, nie oznacza, że zawsze tak będzie. Gdybyś dorastał w innym kraju niż Stany Zjednoczone, zobaczyłbyś, że niekoniecznie tak jest. Istnieje wiele przykładów spadających giełd i osłabiających się walut, a zamiast się odbijać, kraje nadal spadają, aż do momentu, gdy same zbankrutują i nie spłacą swoich długów. Tak więc, chociaż nie mogę zarzucić logiki strategii inwestycyjnej moich kuzynów polegającej na kupowaniu i trzymaniu, należy zdać sobie sprawę, że nie jest ona nieomylna. Z pewnością mamy nadzieję, że Stany Zjednoczone nie zbankrutują z powodu obecnego kryzysu, ale nie oznacza to, że giełda nie może spaść i pozostać na tym poziomie przez długi okres czasu. Jeśli giełda obraca się w przedziale od 5000 do 9000 przez dziesięć lat, będziesz żałować, że nie kupiłeś i nie trzymałeś, ale sprzedałeś i zainwestowałeś w aktywa, które miały większy potencjał wzrostu i większy zwrot w przyszłości. Uważam, że nawet przy obecnych niskich poziomach indeksu Dow Jones Industrial, ryzyko spadku jest nadal zbyt duże, aby w pełni inwestować w akcje amerykańskie. Nie potrafię sobie przypomnieć innego kraju, w który chciałbym zainwestować, z możliwym wyjątkiem Chin, jeśli przyjmie się bardzo długoterminową perspektywę. Oznacza to, że przez następne osiemnaście miesięcy do dwóch lat najlepiej byłoby trzymać pieniądze inwestycyjne w gotówce, bardzo krótkoterminowych papierach wartościowych Skarbu Państwa, zabezpieczonych przed inflacją papierach wartościowych Skarbu Państwa (TIPS) i złocie. Kluczem w czasie recesji nie jest uzyskanie niezwykle wysokiego zwrotu z pieniędzy, ale odzyskanie ich. W idealnym przypadku chciałbyś odzyskać swój kapitał i mieć jego siłę nabywczą chronioną przed inflacją. Biorąc pod uwagę, że inflacja może wzrosnąć, gdy kraje na całym świecie zaczną drukować pieniądze w celu pobudzenia swoich gospodarek, krótkoterminowe inwestycje w obligacje skarbowe, obligacje TIPS oraz złoto wydają się logicznym wyborem.

Kłamstwo nr 25 Uśrednianie kosztów dolara lub kupowanie w czasie małych zakupów to świetny sposób na osiągnięcie dobrych zysków bez narażania się na ryzyko dużych strat.

Często słyszysz tę strategię inwestycyjną od maklerów giełdowych, doradców inwestycyjnych, a nawet osobowości telewizyjnych, takich jak Jim Cramer. Tę strategię można podsumować w następujący sposób: jeśli nie jesteś pewien konkretnej inwestycji, to zamiast przeznaczyć całą kwotę, którą chcesz zainwestować, powiedzmy 10 000 USD, inwestujesz tylko jedną czwartą, powiedzmy 2500 USD. Następnie, jeśli się mylisz, a akcje będą dalej spadać, możesz zainwestować kolejne 2500 USD po rzekomo lepszej cenie. W miarę jak akcje będą dalej spadać, możesz kontynuować inwestowanie 2500 USD w czasie, aż zainwestujesz pełne 10 000 USD. Inwestując stopniowo, skutecznie ograniczyłeś bardzo dużą stratę, która by wystąpiła, gdybyś początkowo zainwestował 10 000 USD. Masz również niższą bazę w swojej inwestycji, która jest średnią ceną wszystkich Twoich inwestycji o wartości 2500 USD, niż gdybyś początkowo zainwestował 10 000 USD. Oczywiście, w ekonomii nie ma nic za darmo. Nie inwestując pełnych 10 000 USD, tracisz okazję do zarobienia dużego zwrotu, jeśli akcje natychmiast wzrosną. Inwestując początkowo tylko 2500 USD, masz tylko 2500 USD w pracy ze swojego udziału w wysokości 10 000 USD. Gdyby 10 000 USD stanowiło Twoją całkowitą pulę inwestycyjną w ramach tej strategii, początkowo zainwestowałbyś tylko 25 procent swoich pieniędzy inwestycyjnych. Założenie jest takie, że pozostałe 75 procent będzie musiało być trzymane w gotówce i przynosić zwroty podobne do gotówkowych. Łączny zwrot — 25 procent w akcjach i 75 procent w gotówce — byłby słabym zwrotem, gdyby rynek akcji wzrósł. Innym sposobem na dostrzeżenie błędu w tej strategii inwestycyjnej jest przyjrzenie się każdej z 2500 USD inwestycji, których dokonujesz. Gdyby ta strategia miała sens, to dlaczego nie miałyby mieć sensu rozbić każdej z tych inwestycji po 2500 USD na cztery inwestycje po 625 USD i odłożyć pełną inwestycję po 2500 USD tak, jak odłożyłeś inwestycję po 10 000

USD? Widzisz, do czego to prowadzi. Gdyby strategia miała sens, zamiast inwestować w akcje, które lubisz, rozłożyłbyś inwestycję na długi okres czasu na nieskończenie małe inwestycje. Jaka byłaby z tego korzyść? Nigdy nie powinieneś inwestować w konkretne akcje więcej, niż możesz sobie pozwolić stracić. Ale jeśli lubisz akcje i przeprowadziłeś dobre badania analityczne, to kiedy nadejdzie czas na zakup, to nadszedł czas na zakup. Jeśli uważasz, że lepiej poczekać, w porządku, po prostu nie inwestuj, dopóki nie będziesz zadowolony z czasu. Poczekaj, aż cena spadnie jeszcze bardziej, a następnie zainwestuj całą kwotę. Ale ta idea, że możesz zaoszczędzić pieniądze, rozkładając inwestycję na raty, nie jest prawdziwa. Utracona szansa na zysk w przypadku poprawy sytuacji na rynku jest dokładnie równa oszczędnościom, jakie poniesiesz w przypadku pogorszenia się sytuacji.

Kłamstwo nr 26 Inwestowanie w cyklu życia oznacza, że ludzie oszczędzają w latach produktywnych, a następnie konsumują w latach emerytalnych.

Jest to bardzo znana zasada teorii inwestowania. Została rozstawiona przez Milтона Friedmana, który napisał wiele znanych prac na temat teorii cyklu życia inwestowania. Ale czy jest prawdziwa? Z pewnością patrząc na Amerykę w ciągu ostatnich dziesięciu lat, teoria ta wydaje się nie obowiązywać. Amerykanie oszczędzali mniej każdego roku, a teraz stopa oszczędności w Stanach Zjednoczonych jest ujemna. W całym kraju, aż do niedawna, nie było żadnych oszczędności, a ludzie konsumowali więcej, niż zarabiali, więc popadali w coraz większe zadłużenie poprzez ujemne oszczędności. Przez pewien czas można to było wyjaśnić gwałtownym wzrostem cen domów. Ludzie zaczęli czuć, że nie muszą oszczędzać, ponieważ ceny ich domów rosły tak szybko. Ich domy stały się nie tylko ich bankomatami, w których mogli wypłacić gotówkę na inne zakupy, stały się ich planami emerytalnymi. Podwójnie zaskakujące jest to, że ten brak oszczędności wystąpił w Ameryce w okresie, gdy większość Amerykanów straciła swoje zdefiniowane świadczenia emerytalne. Tylko 10 procent pracujących Amerykanów ma obecnie zdefiniowane świadczenia emerytalne, w porównaniu z 60 procentami w szczytowym okresie. Oznacza to, że wielu polega na zdefiniowanych składkach, takich jak 401(k) i Social Security, aby zapłacić za swoją emeryturę. Jednak wielu Amerykanów wkłada niewiele pieniędzy do swoich 401(k). A jak wszyscy wiemy, Social Security bankrutuje i nie będzie w stanie sfinansować znacznych kosztów emerytalnych w przyszłości. Koszty opieki zdrowotnej gwałtownie rosną, a mimo to Amerykanie nie zapewniają żadnych środków na pokrycie swoich potrzeb związanych z opieką zdrowotną, gdy się starzeją. W Ameryce nie tylko oszczędza się niewiele lub wcale, ale to błędne przekonanie, że osoby starsze konsumują swoje oszczędności. W rzeczywistości aktywa osób starszych nadal rosną. Gospodarstwa domowe prowadzone przez osoby powyżej sześćdziesiątego piątego roku życia mają aktywa w wysokości około 270 000 dolarów, a liczba ta wzrosła z czasem. Zamiast oszczędzać przez całe życie i konsumować te oszczędności na emeryturze, w Ameryce oszczędności osób starszych nadal rosną. Powinno to być sygnałem ostrzegawczym, że nie wszystko jest w porządku z fundamentami ekonomicznymi Ameryki. Tak samo jak nie ma sensu, aby biedny kraj, taki jak Chiny, oszczędzał 40 procent swoich dochodów i pożyczał je bogatemu krajowi, takiemu jak Stany Zjednoczone, do konsumpcji, tak samo nie ma sensu, aby młodszy pracownicy nie oszczędzali niczego na własną emeryturę, a mimo to płacili 13 procent swoich pensji osobom starszym, których oszczędności rosną. Przeciętny pracujący Amerykanin w wieku od dwudziestu do czterdziestu lat ma mniej niż 30 000 dolarów oszczędności, a mimo to wydaje 13 procent swoich dochodów w formie wypłat z ubezpieczenia społecznego dla osób starszych, które mają średnio 275 000 dolarów oszczędności. Nie można mieć zdrowej gospodarki, jeśli młodzi produktywni pracownicy są tak karani, że nie stać ich na oszczędzanie i inwestowanie. Większość zdolności produkcyjnych kraju należy do osób starszych. Nie może być dobrze dla naszego kraju, aby mieć tak drastyczną różnicę w bogactwie pokoleniowym. W rzeczywistości osoby powyżej pięćdziesiątego piątego roku życia w Ameryce

kontrolują prawie 85 procent bogactwa Ameryki. System ubezpieczeń społecznych i cała gospodarka muszą zostać przekształcone, aby młodszy pracownicy mieli motywację do ciężkiej pracy, oszczędzania na emeryturę i inwestowania w przyszłość swojego kraju. Samo przekazywanie swojego bogactwa osobom starszym bez oszczędzania na własną emeryturę nie przyczynia się w żaden sposób do zdrowej i dynamicznej, rozwijającej się gospodarki.

Kłamstwo nr 27 Analiza techniczna obejmująca wykresy historycznych cen akcji może być bardzo pomocna w identyfikowaniu okazji do kupna lub rozpoznawaniu krytycznych sygnałów sprzedaży.

Analiza techniczna to nic innego jak badanie wykresu historycznych ruchów cen akcji w celu sprawdzenia, czy można odkryć wzorce w ruchu akcji, które pomogą przewidzieć jej kierunek w przyszłości. Chociaż język analizy technicznej jest bardzo wyrafinowany, jest to najniższa forma fundamentalnych badań, jaką można przeprowadzić. Jeśli akcje wydają się rosnać każdego dnia, analityk techniczny może zasugerować zakup akcji i wykorzystanie dynamiki akcji. Ale to nie może być wszystko, co składa się na udane inwestowanie w akcje. Każdy uczeń trzeciej klasy może narysować linię trendu, łącząc kropki. Gdyby oczekiwano, że losy firmy będą się poprawiać każdego dnia, każdego tygodnia lub każdego roku, nie oczekiwałbyś, że akcje będą stopniowo rosły w ogólnej linii trendu w górę w czasie, oczekiwałbyś, że cena akcji wzrośnie, odzwierciedlając wartość bieżącą netto tej przyszłej pomyślności. A gdy akcje skoczą i odzwierciedlą oczekiwania ludzi, że perspektywy zarobków będą dobre, nie będzie powodu, aby akcje dalej rosły. Dlatego jeśli widzisz akcje rosące, to najprawdopodobniej jest to iluzja. Prawdopodobnie jest to spowodowane przypadkowością, ponieważ nawet losowe liczby wydają się rosnać i spadać w czasie. Oczywiście, z doskonałą wiedzą wsteczną, możemy zidentyfikować zwycięskie akcje, które faktycznie rosły w długim okresie czasu. Ale możemy również zidentyfikować, po fakcie, te akcje, które spadały w czasie. Sztuką jest ich oddzielenie, nie po fakcie, ale z wyprzedzeniem. Google może być bardzo dobrą firmą z bardzo dobrym planem biznesowym i bardzo dobrymi perspektywami zarobków, ale to nie oznacza, że cena akcji musi wzrosnąć w przyszłości. Cena akcji już odzwierciedla wszystkie te dobre informacje, a gdy kupujesz Google po dzisiejszej cenie handlowej, powinno być takie samo prawdopodobieństwo, że cena akcji Google w przyszłości wzrośnie lub spadnie. Podobnie, gdy analityk techniczny sugeruje, że przeanalizował historię cen akcji konkretnej spółki i ustalił, że istnieje wsparcie kupna przy określonej niższej cenie i sugeruje, że mało prawdopodobne jest, aby akcje przekroczyły ten poziom, nie robi nic więcej niż czyta z fusów. Sugeruje, że przy niższej cenie akcji istnieje grupa inwestorów, którzy są otwarci na zakup akcji po tej cenie i będą ją wspierać. Ale on nie wie nic takiego. Raczej po prostu konstruuje atrakcyjną historię na podstawie historycznego wykresu cen. Wystarczy przeczytać jedną książkę o wykresach lub analizie technicznej lub posłuchać, jak analityk techniczny mówi o rynkach, aby zrozumieć, jak bezwartościowe są wszystkie jego porady. Ostatecznym testem, jaki chciałbym dać technicznemu wykresicielowi, jest pokazanie mu historycznego wykresu cen rzeczywistych akcji i poproszenie go o przewidzenie, co wydarzy się w przyszłości. Następnie możemy śledzić jego przewidywania, aby sprawdzić, czy mają one jakąkolwiek rzeczywistą wartość. Innym zabawnym ćwiczeniem byłoby pokazanie analitykowi technicznemu losowo wygenerowanego strumienia danych w czasie, powiedzenie mu, że była to cena akcji konkretnej spółki i zobaczenie, co według niego przyniesie przyszłość. Gwarantuję, że nawet w przypadku losowości zaczniesz dostrzegać głowy, ramiona, wzorce i trendy, których tak naprawdę nie ma. Istnieje bardziej współczesny powód, dla którego niektórzy finansjści uważają, że akcje mogą zmieniać się w czasie. Wierzą, że bardzo duże instytucje inwestycyjne są tak duże, że gdy decydują się pozbyć pozycji w konkretnych akcjach, muszą to robić przez pewien okres czasu, aby nie wpłynąć dramatycznie na cenę akcji. Mogę powiedzieć z doświadczenia, że na Wall Street istnieją bardzo zaawansowane programy filtrujące, które wykorzystują najnowocześniejszą technologię, aby spróbować odkryć jakiegokolwiek tygodniowe wzorce trendów, a gdy je znajdą, arbitrażują wyniki i je eliminują. Jest bardzo wątpliwe, aby indywidualny

inwestor był w stanie odkryć takie ukryte trendy w danych bez bardzo zaawansowanej analizy komputerowej. Z pewnością techniczni wykresowcy nie są w stanie dostrzec tych ukrytych trendów uzbrojeni jedynie w wykres i wskaźnik laserowy.

Kłamstwo nr 28 Przed zainwestowaniem powinieneś porozmawiać z doradcą finansowym, którego profesjonalizm i długoterminowa perspektywa inwestycyjna pozwolą Ci zaoszczędzić mnóstwo pieniędzy w dłuższej perspektywie.

Istnieje wiele przykładów profesjonalistów, takich jak lekarze, dentyści i prawnicy, którzy ciężko pracują przez całe życie, a następnie przekazują oszczędności swojego życia maklerowi giełdowemu, aby je zainwestował. Świat stał się bardziej wyspecjalizowany, więc nie jest niczym niezwykłym znaleźć bardzo inteligentnych lekarzy i prawników, którzy nie wiedzą prawie nic o finansach i giełdzie. Zakładają, że uzyskanie profesjonalnej porady zapewni sukces ich portfelowi inwestycyjnemu. Jednak pierwsza zasada efektywnych rynków mówi, że nikt nie może pokonać rynku. Trudno jest śledzić wszystkie porady inwestycyjne udzielane przez maklerów giełdowych, ale przeprowadzono badania naukowe dotyczące jakości porad ich działów badawczych i stwierdzono, że nie oferują one prawie nic pod względem wartości. Z czasem kupowanie akcji rekomendowanych przez działy badawcze banków nie przynosi żadnych nieprawidłowych lub lepszych wyników w portfelu. Podobnie przeprowadzono badanie, w którym zastosowano się do wszystkich porad inwestycyjnych Jima Cramera i ustalono, że nie przewyższył on również rynku. Na koniec, badanie wszystkich funduszy inwestycyjnych pokazuje, że łącznie osiągają one gorsze wyniki od rynku dokładnie o kwotę swoich opłat. Podobnie, wydaje się, że ponad połowa funduszy hedgingowych na świecie zamknie się lub zbankrutuje w obecnym kryzysie finansowym i że po uwzględnieniu ryzyka we wszystkich funduszach hedgingowych nie ma żadnego anormalnego zwrotu. Firmy private equity, takie jak Blackstone i Fortress, odnotowały spadek cen akcji zwykłych o 70 do 80 procent. Jeśli nikt nie może pokonać rynku, nie ma sensu płacić 1, 2 lub 3 procent opłat rocznie, aby uzyskać bezwartościową poradę. Zamiast tego większość ludzi powinna po prostu zainwestować swoje pieniądze w ogólny fundusz indeksowy, taki jak Vanguard, który ma bardzo niskie opłaty i po prostu powiela ogólny zwrot z rynku akcji. Jeśli nie zamierzasz inwestować swoich pieniędzy w ogólny fundusz indeksowy, to zalecałbym wybranie dwudziestu akcji, co do których masz powody sądzić, że są dobrymi inwestycjami i trzymanie ich. Ale powinieneś mieć bardzo dobry powód, aby inwestować w każdą akcję, inaczej nie powinieneś być na giełdzie. Jeśli nie masz poglądu na temat konkretnej akcji i nie masz żadnych specjalnych informacji, że akcja jest niedowartościowana, to marnujesz swój czas inwestując na giełdzie. To, że giełda wzrosła w przeszłości, nie oznacza, że wzrośnie w przyszłości. Być może twój wykształcony pogląd jest taki, że Ameryka będzie sobie dobrze radzić w przyszłości w porównaniu z innymi krajami, a jeśli tak uważasz, to może posiadanie szerokiego indeksu amerykańskich akcji ma sens, nawet jeśli masz niewielką wiedzę na temat wycen akcji poszczególnych spółek. Oczywiście, nawet w świecie, w którym wszystkie fundusze hedgingowe i wszystkie fundusze inwestycyjne średnio osiągają gorsze wyniki niż rynek, każdego roku będą świetni wykonawcy, którzy przewyższą swoich konkurentów. A natura inwestowania polega na tym, że ci świetni inwestorzy przyciągną większe pieniądze do inwestowania w przyszłości. Ale nie jest prawdą, że historyczna wydajność inwestycji jest dobrym prognostykiem przyszłych wyników. Ostatni krach na rynku ujawnił wielu rzekomych wielkich guru inwestycyjnych, którzy radzili sobie bardzo dobrze przez okresy dwudziestu i dwudziestu pięciu lat, tylko po to, by odkryć, że ich wszystkie fundusze zbankrutowały z powodu obecnego kryzysu finansowego. Bardzo łatwo jest wygenerować nadwyżki zwrotów, jeśli jesteś gotów obstawiać przeciwko bardzo poważnemu kryzysowi na rynkach finansowych. Ludzie zapłacą ci za ubezpieczenie się na wypadek takiego kryzysu. Będziesz zarabiał pieniądze każdego roku — jak AIG — ale jeśli nastąpi kryzys, zbankrutujesz — jak AIG. Kiedy inflacja wynosiła od 10 do 15 procent rocznie, portfele musiały rosnąć o 15 do 20 procent, aby utrzymać się na powierzchni po opodatkowaniu. Ludzie przyzwyczaili się do pobierania opłat w wysokości 2 i 3 procent

za zarządzanie swoimi pieniędzmi. Ale w świecie zerowej inflacji 3-procentowy zwrot rocznie byłby bardzo dobrym realnym zwrotem, a przekazanie 1 lub 2 procent z tego doradcy finansowemu wydaje się strasznie drogą radą, radą, która najprawdopodobniej ma bardzo małą realną wartość z nią związaną.

Kłamstwa dotyczące inwestowania w akcje

Kłamstwo nr 29 W dłuższej perspektywie akcje mają lepsze wyniki niż obligacje, jeśli nie przeszkadza Ci nieco większa zmienność w trakcie.

Nie potrafię powiedzieć, ile razy na przestrzeni lat słyszałem to stare przysłowie, że w dłuższej perspektywie akcje mają lepsze wyniki niż obligacje, jeśli nie przeszkadza Ci nieco większa zmienność zwrotów. To całkowite przekłamanie różnicy między akcjami a obligacjami. Tak, akcje są bardziej zmienne niż obligacje, ale w finansach nie ma nic, co sugerowałoby, że tylko dlatego, że są bardziej zmienne, na pewno przyniosą większy zysk w dłuższej perspektywie. Teoria finansów mówi, że ponieważ akcje są bardziej zmienne, ludzie będą wymagać od nich wyższej oczekiwanej stopy zwrotu — kluczowym słowem w tym zdaniu jest „oczekiwany”. Ponieważ akcje mają wysoką zmienność, istnieje duża rozbieżność między rzeczywistymi wynikami możliwymi wokół tej oczekiwanej wydajności. Wielu przytacza to przysłowie, próbując przekonać młodych Amerykanów do inwestowania na giełdzie już dziś. Argumentacja wygląda mniej więcej tak: Cóż, mam pięćdziesiąt osiem lat i planuję przejść na emeryturę za siedem lat, więc gdy rynek w krótkim okresie spada, może to mieć wpływ na oszczędności życiowe, których będę potrzebował na emeryturę. Ale ty, młoda osoba w wieku dwudziestu lub trzydziestu lat, nie potrzebujesz natychmiast swoich oszczędności. Możesz przetrwać chwilowy spadek na giełdzie, a gdy giełda się odbuduje, będziesz sobie dobrze radził na emeryturze. I wtedy pojawia się gwóźdź do trumny. Widzisz, w dłuższej perspektywie akcje zawsze mają lepsze wyniki niż obligacje. Zakłady na giełdzie zamiast posiadania obligacji są trochę jak podejmowanie ryzyka rzutu monetą, aby zobaczyć, ile wyniesie twoje przyszłe bogactwo. Załóżmy, że orzeł oznacza, że giełda idzie w górę, a reszka oznacza, że giełda idzie w dół. Z pewnością, gdybyś był pięć lub dziesięć lat od emerytury, nie chciałbyś ryzykować znaczną częścią swoich aktywów na giełdzie, ponieważ istnieje pewne prawdopodobieństwo, że wypadną trzy reszki z rzędu i będziesz obserwował, jak twoje oszczędności życia zostaną wymazane. W przypadku młodszej osoby początkowo mogą wypaść trzy reszki, potem dwie orły, potem jedna reszka, potem dwie orły, a w dłuższej perspektywie miałbyś nadzieję, że rynek akcji osiągnie wyższy oczekiwany zwrot niż obligacje. Ale nie ma na to gwarancji. Dlatego nazywa się to oczekiwany zwrotem. Jest wiele krajów na świecie, wiele rzutów monetą, w których akcje kończą się gorszymi wynikami niż obligacje. Oczywiście, nie jest to efektywna historia kraju o wysokim wzroście, stabilnego; raczej jest to historia kraju w kryzysie, w którym inne kraje świata przejmują rolę światowego lidera. Ale jeśli taki los czeka Stany Zjednoczone, nie sądzę, że nastąpi to powoli. Myślę, że to nastąpi, jak wszystkie inne wiadomości, dość nagle. Obecnie Stany Zjednoczone rzekomo mają 11 bilionów dolarów długu, w porównaniu z 5 bilionami dolarów długu zaledwie osiem lat temu. Jednak rzeczywista liczba może być bliższa 18 bilionom dolarów, gdy zostaną uznane wszystkie gwarancje, które Paulson i Bernanke wprowadzili na rynek, aby spróbować wyleczyć ten kryzys. Ponadto istnieje kolejne 30 bilionów dolarów niefinansowanych zobowiązań z tytułu ubezpieczeń społecznych i Medicare. Tak więc to, co osiem lat temu było deklarowanym długiem w wysokości 5 bilionów dolarów, może być dziś bliskie 50 bilionom dolarów narażenia na zobowiązania. W przypadku kraju o PKB wynoszącym 14 bilionów dolarów, którego PKB prawdopodobnie zmniejszy się o 10 do 20 procent w niedalekiej przyszłości i rocznym deficycie operacyjnym w wysokości 2 bilionów dolarów, można namalować scenariusz, w którym zagraniczni pożyczkodawcy, tacy jak Chiny, mogliby po prostu zaprzestać pożyczania Stanom Zjednoczonym. Jeśli tak się stanie, Amerykanie muszą bardzo szybko zacząć oszczędzać w środku recesji, albo Rezerwa Federalna musi zacząć drukować

pieniądze, aby zapłacić swoje rachunki, powodując inflację, która poważnie zaszkodzi gospodarce i spowoduje dalsze spadki na giełdzie. Nie ma więc gwarancji, że w dłuższej perspektywie akcje będą miały lepsze wyniki niż obligacje. A jeśli uważasz, że obecne trudności finansowe Stanów Zjednoczonych i ich gospodarki będą trwały przez osiem do dziesięciu lat, nawet młodzi ludzie nie powinni inwestować na tym rynku. Nawet jeśli inwestują od czterdziestu do pięćdziesięciu lat, dlaczego mieliby akceptować ujemne zwroty przez pierwsze dziesięć lat tego horyzontu inwestycyjnego? W rzeczywistości, jeśli to zrobią, bardzo trudno jest obliczyć, że będą mieli wystarczającą ilość pieniędzy na emeryturę w przyszłości.

Kłamstwo nr 30 Krachy na giełdzie są dziś niemożliwe, ponieważ rynki są wydajne; właściwie i racjonalnie wyceniają papiery wartościowe, uwzględniając wszystkie istotne informacje, co sprawia, że duże jednodniowe wahania są niemal niemożliwe.

Uczęszczałem do szkoły biznesu w Anderson School of Management na UCLA, która bardzo mocno trzyma się tradycji Uniwersytetu Chicagowskiego, który naucza, że rynki są wydajne — to znaczy, że akcje są właściwie wyceniane na rynku. I, generalnie, uważam, że to prawda. Co tydzień jakiś naukowiec na świecie pisze pracę badawczą, próbując twierdzić, że rynki są nieefektywne, że ludzkie zachowanie jest ważniejsze od logiki w ustalaniu cen akcji, że ludzkie słabości mogą być odzwierciedlone w cenach akcji lub że rynek jest zbyt podatny na bardzo realne ludzkie emocje, takie jak panika i strach. Przeważnie odrzucam te ustalenia, ponieważ widzę rynek akcji, który prawie zawsze właściwie odzwierciedla prawdziwe wartości i potencjały zarobkowe bazowych spółek. Istnieje również ogromna ilość literatury akademickiej obalających te ataki na wydajność rynku. Są chwile, kiedy rynek akcji robi szalone rzeczy. Oczywiście, dwoma najnowszymi przykładami są boom high-tech i boom mieszkaniowy. W pewnym sensie boom high-tech był bardziej zagrażający teorii efektywnego rynku, ponieważ wpłynął na akcje notowane publicznie na głównych giełdach, które są bardzo płynne i bardzo zaawansowane. Jest to o wiele bardziej druzgocący akt oskarżenia efektywnych rynków niż stwierdzenie, że domy w Phoenix były przez jakiś czas przewartościowane. Podczas gdy rynek nieruchomości w Phoenix jest rynkiem dość płynnym, nie jest on wcale tak wyrafinowany jak giełdy papierów wartościowych na całym świecie. Oczywiście po fakcie każdy rozumie, że nie wszystkie firmy high-tech mogą być warte tyle, co Microsoft czy Cisco. Ale nawet w czasie boomu high-tech wydawało się szaleństwem przypisywanie tak dużych wartości firmom high-tech, biorąc pod uwagę, że ze względu na samą naturę swojej działalności stoją one w obliczu dużego ryzyka przestarzałości swoich produktów. Fakt, że technologia tak szybko się rozwija, oznacza, że nawet liderzy rynku, tacy jak Yahoo, mogą szybko zostać zagrożeni przez nowe technologie i nowe firmy, takie jak Google. Tak naprawdę, dlatego uważam, że Google jest dziś przewartościowane. Zajmują bardzo dominującą pozycję, nie tylko w wyszukiwarkach, ale także w reklamie internetowej, co doprowadza do bankructwa tradycyjne formy reklamy w gazetach i mediach, a mimo to ich wycena wydaje się zakładać, że będą liderem technologicznym i rynkowym przez bardzo długi czas. Pamiętaj, że wartość akcji zwykłych to wartość bieżąca netto wszystkich przyszłych dywidend dla akcjonariuszy. Nie ma wątpliwości, że Google zarobi znaczną sumę pieniędzy w krótkim okresie i wypłaci akcjonariuszom hojne dywidendy. Pytanie dla Google brzmi, czy będą działać wystarczająco długo, aby nadal wypłacać dywidendy, aby uzasadnić obecną cenę akcji. Czy kolejny Google nie pojawi się z lepszą wyszukiwarką i nie zbankrutuje oryginału? W 1999 roku zauważyłem, że wiele firm high-tech polegało na reklamach banerowych na swoich stronach internetowych, aby generować przepływy pieniężne dla swoich firm. Ale reklamy banerowe kosztowały wówczas pięć centów za 1000 reklam banerowych. Oznacza to, że budżet reklamowy w wysokości 1 miliona dolarów pozwoliłby na zakup 20 miliardów reklam banerowych. Nie ma możliwości, aby firma technologiczna zależna od reklam banerowych jako źródła dochodu mogła

kiedykolwiek uzasadnić swoją wartość setek miliardów dolarów. Nieefektywność, którą dostrzegłem na giełdzie w odniesieniu do krachu na rynku nieruchomości, miała miejsce na początku 2008 r., kiedy dla wielu obserwatorów było dość oczywiste, że rynek nieruchomości się załamuje, że banki mają poważne problemy z kredytami hipotecznymi i że same banki będą zagrożone. Nawet biorąc pod uwagę te informacje, giełda nadal handlowała na poziomie około 14 000. To nie miało dla mnie sensu. Nie widziałem żadnych wzrostów w zyskach firm, gospodarce ani na giełdzie, a wadą było to, że giełda mogła bardzo łatwo spaść do poziomu 5000 lub 6000. A mimo to giełda nadal handlowała na poziomie około 14 000 przez większość 2008 r. Nadal nie jestem pewien, dlaczego tak się stało. Jednym z toków rozumowania jest to, że niemal wszystkie pieniądze inwestycyjne na giełdzie są teraz obsługiwane przez pośredników i agentów, którzy zarządzają funduszami inwestycyjnymi, funduszami hedgingowymi i pieniędzmi innych osób. Być może ci pośrednicy są bardziej zainteresowani swoimi względnymi wynikami na giełdzie niż faktycznym zarabianiem dla Ciebie pieniędzy. Dyrektor wycofałby swoje pieniądze z giełdy na początku 2008 r. tylko ze względu na ryzyko, jakie widział, że może je stracić. Agent lub pośrednik zarządzający funduszem może nie przejmować się utratą pieniędzy, ponieważ pieniądze nie są jego, należą do jego klientów, a jego motywacją może być pozostanie na rynku, aby mieć pewność, że nie przegapi jakiegoś nieoczekiwanego wzrostu i nie zaszkodzi swoim wynikom w porównaniu do swoich rówieśników. To wyjaśniałoby, dlaczego w niedawnej historii za każdym razem, gdy na rynku następował niewielki wzrost, rynek wydawał się przyspieszać wraz z odsetkami od kupna, ponieważ ci zarządzający funduszami bardzo bali się przegapić kolejny boom. Doprowadziło to do bardzo dużej zmienności, ponieważ zarządzający funduszami musieli wskakiwać i wyskakiwać z każdej gry momentum na wzrost i unikać spadków, jeśli ich koledzy sprzedawali. Mądrym posunięciem byłoby całkowite wycofanie się z rynku w tych trudnych czasach, ale znowu, tym zarządzającym funduszami płacono za pełne inwestowanie na giełdzie, więc z ich perspektywy nie było to naprawdę opcją. Osobiście stoję przed dość trudnym dylematem. W głębi serca wierzę, że giełda jest bardzo wydajna i nie tylko przetwarza wszystkie publicznie dostępne istotne informacje o akcjach, ale także obejmuje wiele informacji niepublicznych. Wierzę, że są główni gracze na Wall Street, zwłaszcza fundusze hedgingowe, którzy handlują na podstawie informacji poufnych. Jednocześnie jestem dość zszokowany widząc, że rynek mógł być tak łatwo oszukany przez boom high-tech i boom na rynku nieruchomości. Jeśli mam rację, to jest to kolejny argument za pozbyciem się pośredników i umożliwieniem ludziom samodzielnego inwestowania własnych pieniędzy. Tak jak Milton Friedman martwił się o rządowe wydatki twoich pieniędzy, ja martwię się o pośredników, takich jak zarządzający funduszami i fundusze hedgingowe, inwestujących twoje pieniądze. Mogą ci obiecać, że dbają o twoje interesy, ale ostatecznie wyjdzie na jaw, że zawsze dbali o swoje własne interesy, przyciągając więcej pieniędzy do swoich funduszy.

Kłamstwo nr 31 Powinieneś inwestować w firmy z pozycją monopolistyczną.

Jim Cramer często mówi w swoim programie telewizyjnym, że szuka firm, które mają pozycję monopolistyczną i mają monopolistyczną władzę na swoich rynkach. Odrzuca kwestię, czy monopole są dobre czy złe dla społeczeństwa, mówiąc, że interesuje go tylko zarabianie pieniędzy dla ciebie, swojego słuchacza. Wie, że jeśli firmy mogą ustanowić pozycję monopolistyczną, mogą pobierać dowolną kwotę za swój produkt lub usługę i generować długotrwałe, zdrowe marże zysku i przepływy pieniężne przy niewielkiej konkurencji. Dlatego jeden z najpopularniejszych programów doradztwa finansowego w telewizji zaleca poszukiwanie akcji, które mają pozycję monopolistyczną na swoich rynkach i inwestowanie w nie. W rzeczywistości nie różni się to tak bardzo od porad, jakie Harvard Business School i inne programy szkół biznesu dają swoim studentom. Sugerują, że najlepiej zarządzane i najbardziej udane firmy to te, które ustanawiają pozycje podobne do monopolistycznych. Głoszą, że im mniejsza konkurencja, tym lepiej, a im bardziej dominujesz na swoim rynku, tym lepiej. Wielu radzi, jak Jack Welch z GE, że kontrolujesz pierwszy lub drugi udział w rynku w swojej firmie lub z niego

znikasz. I zawsze mądrze jest, jak mówią, szukać branż, w których udział w rynku jest silnie skoncentrowany w rękach dwóch lub trzech graczy. Powód jest dość prosty. Jeśli udział w rynku danej branży jest skoncentrowany w rękach dwóch lub trzech osób, możesz bardzo łatwo dojść do porozumienia z jednym lub dwoma konkurentami w sprawie ustalenia cen i niekonkurowania cenami. Nie musisz odbywać spotkań telefonicznych w środku nocy ze swoimi konkurentami; możesz bardzo łatwo prowadzić swój biznes poprzez to, co profesorowie marketingu nazywają sygnalizowaniem cen na rynku. Po prostu, jeśli jeden z twoich konkurentów zdecyduje się obniżyć cenę, ty jako lider cenowy i lider udziału w rynku obniżysz swoją jeszcze bardziej. To gra odwetowa, w której wszyscy konkurenci bardzo szybko uczą się nie konkurować cenami. Dlatego odnoszący sukcesy doradcy finansowi, a nawet nasze najlepsze szkoły biznesu, zalecają, abyśmy szukali firm do inwestowania, które mają pozycje monopolistyczne. Uważam to za absolutnie szalone. Monopole są nielegalne. Istnieje powód, dla którego monopole są nielegalne. Unikają tradycyjnego mechanizmu rynkowego osiągania zysków poprzez dostarczanie wartości klientom, a zamiast tego osiągają zyski poprzez zawyżanie cen swoim klientom. Gdyby wszyscy działali jak monopolisci, konsumenci, konkurenci i gospodarka byłiby w znacznie gorszej sytuacji. Tak więc powiedzenie komuś, aby zainwestował w firmy, które zajmują pozycje monopolistyczne, jest w zasadzie powiedzeniem mu, aby zrobił coś nielegalnego, aby czerpał zyski z nielegalnych działań innych. Byłoby to tym samym, co powiedzenie: Dlaczego nie zainwestować w tę firmę; sprzedają nielegalne narkotyki i osiągają duże zyski. Nie byłoby to niczym innym, jak powiedzenie: Zainwestuj w tę firmę; oni sprzedają skradzione towary i osiągają duże zyski. To, że firma generuje dobry przepływ środków pieniężnych, nie czyni jej dobrą inwestycją. Oczywiście, zawsze możesz argumentować, że gospodarka nie byłaby istotnie gorsza, gdybyś sam zainwestował w te firmy monopolistyczne. Ale to nie jest sprawiedliwe. Musisz zadać sobie pytanie: co by było, gdyby każdy to zrobił? A biorąc pod uwagę fakt, że tak wielu doradców inwestycyjnych i naukowców zaleca inwestowanie w firmy monopolistyczne, nie jest szaleństwem myśleć, że każdy to robi. Odpowiedź brzmi: gdyby każdy inwestował w firmy monopolistyczne, firmy monopolistyczne nie miałyby niedoboru kapitału i byłyby zachęcane do dalszego okradania swoich konsumentów i doprowadzania do bankructwa uczciwych konkurentów, konkurentów, którzy chcą konkurować z nimi na rynku pod względem jakości produktu i ceny. Inwestując w firmy monopolistyczne, pomagasz zniszczyć system wolnego rynku. Nagradzasz firmy, które oszukują i karzesz firmy, które chcą grać uczciwie, konkurować i świadczyć lepsze usługi po niższych cenach. To właśnie tutaj kapitalizm wolnorynkowy ma swoje największe problemy. To w tej dziedzinie działań zbiorowych, gdy jedna osoba jest motywowana swoją własną zdolnością do osiągania zysków, ale jeśli wszystkie osoby działają tak samo, cały system jest zagrożony. Kapitalizm, z jego indywidualnie działającymi, maksymalizującymi użyteczność niezależnymi agentami, nie ma odpowiedzi na tego typu problemy. Zobaczymy to w całym tekście pod wieloma różnymi postaciami, ale jest to główny powód, dla którego mamy regulację naszych rynków kapitałowych i dlaczego nawet inwestorzy maksymalizujący zyski muszą nadal działać etycznie i przestrzegać prawa.

Kłamstwo nr 32 Roczny przepływ środków pieniężnych (EBITDA) jest znacznie bardziej wiarygodnym wskaźnikiem potencjału zarobkowego firmy niż dochód netto.

Kiedy pracowałem na Wall Street dla Goldman Sachs, byłem jednym z pierwotnych członków założycieli ich grupy wykupów lewarowanych. Wykupy lewarowane to nic innego jak pożyczanie znacznych kwot pieniędzy pod zastaw własnych aktywów firmy, drastyczne zmniejszanie kapitału księgowego firmy i kupowanie lub nabywanie firmy w ramach przejęcia, w oparciu głównie o dług. Jedną z innowacji, która pojawiła się na rynku wykupów lewarowanych, było to, że inwestorzy zaczęli bardziej skupiać się na przepływach środków pieniężnych niż na dochodzie netto podczas analizy firm. Przeważnie było to dobre. Przepływ środków pieniężnych jest definiowany jako dochód netto po dodaniu odsetek i zapłaconych podatków oraz kosztów amortyzacji. Amortyzacja została dodana z powrotem, ponieważ

były pozycjami niebędącymi przepływami środków pieniężnych; były to po prostu zapisy księgowe, które nie miały wpływu na przepływy środków pieniężnych. Podatki zostały dodane z powrotem do dochodu netto, ponieważ bardzo niewiele korporacji je płaci, niezależnie od ustawowej stawki podatkowej. Szczególnie firmy o wysokim poziomie dźwigni finansowej nie muszą płacić podatków, ponieważ odsetki, które zapłaciły od długu firmy, były w pełni odliczalne od podatku. Odsetki są dodawane z powrotem, ponieważ chcemy znać całkowity przepływ środków pieniężnych generowany przez firmę, niezależnie od tego, jak kapitalizuje się ona za pomocą długu w porównaniu z kapitałem własnym. Jednak obecnie praktyka patrzenia na zyski przed opodatkowaniem odsetkami i amortyzacją (EBITDA) jako miarę zrównoważonego przepływu środków pieniężnych firmy w czasie, zaszła za daleko. Okazuje się, że ta miara przepływu środków pieniężnych nie jest zrównoważona w dłuższej perspektywie. Powodem jest to, że nie uwzględniasz żadnej amortyzacji sprzętu i budynków firmy. Sam koszt amortyzacji, który dodałeś z powrotem do dochodu netto, aby uzyskać tę definicję przepływu środków pieniężnych, teraz działa w obie strony, ponieważ zakładasz, że Twoje budynki i sprzęt nigdy nie będą wymagały wymiany. Prawidłowa analiza ekonomiczna, jeśli zamierzasz używać tej szerokiej definicji przepływu środków pieniężnych, musi również uwzględniać ujemny przepływ środków pieniężnych, który musi zostać wykonany, gdy kupujesz nowe budynki i nowy sprzęt. Jednak współczesny inwestor skupiający się na przepływie środków pieniężnych zazwyczaj zapomina uwzględnić te wydatki pieniężne i po prostu stosuje mnożnik do EBITDA. Patrząc wyłącznie na gotówkę generowaną przez firmę, krótkowzrocznie zapomina, że firma musi inwestować w infrastrukturę, sprzęt i budynki w czasie, aby móc nadal generować przepływ środków pieniężnych w przyszłości. Pamiętaj, że akcje nie mają wartości, jeśli firma nie wypłaca dywidend w czasie. A wypłaty dywidend zajmują bardzo dużo czasu, zanim te wypłaty osiągną wartość bieżącą netto równą dzisiejszej cenie akcji. Nie możesz zakładać, że bieżący przepływ środków pieniężnych firmy będzie trwał wiecznie, nie odejmując niezbędnych inwestycji potrzebnych w czasie do utrzymania tego przepływu środków pieniężnych. Wykorzystując podejście przepływu środków pieniężnych zamiast podejścia dochodu netto do wyceny i zapominając odjąć główne niezbędne inwestycje kapitałowe, inwestor przecenia wartość firmy.

Kłamstwo nr 33 Firmy sprzedające produkty uzależniające, takie jak alkohol i tytoń, są dobrą inwestycją.

Jeśli spojrzysz wstecz na ostatnie trzydzieści lat i poszukasz jednego sektora, który przewyższył wszystkie inne pod względem zwrotu z akcji, zdziwisz się, kto jest zwycięzcą. Nie jest to branża opieki zdrowotnej. Nie jest to high-tech. Jest to uzależniające produkty. Jeśli utworzysz fundusz produktów uzależniających, w tym firmy tytoniowe, gorzelnie alkoholowe i dystrybutorów piwa, ten fundusz odnotowałby największy wzrost cen w ciągu ostatnich trzydziestu lat, zwiększając się łącznie dziesięciokrotnie. Żaden inny sektor branży nie zbliża się do tego typu wyników cen akcji. Jeśli uważasz, że kofeina w Coca-Coli i Pepsi uzależnia, co z pewnością jest prawdą, i uwzględnisz te firmy w analizie, wyniki będą jeszcze lepsze. Nie uwzględniam ich tutaj, ponieważ nie stwierdzono, aby umiarkowane ilości kofeiny były szkodliwe dla zdrowia. Mamy więc filozofię inwestycyjną: kupuj akcje firm produkujących produkty uzależniające. Wydaje się, że historycznie działa dobrze i nie ma powodu, aby sądzić, że nie będzie działać dobrze w przyszłości. Można by pomyśleć, że takie reprezentatywne produkty jak papierosy będą podlegać sankcjom regulacyjnym w przyszłości, ale sądząc po przeszłości, wątpliwe jest, aby znacząco zaszkodziły sprzedaży. W Stanach Zjednoczonych takie regulacje niewiele zrobiły, aby powstrzymać rozprzestrzenianie się palenia papierosów, a każdy spadek na rynku krajowym został więcej niż obficie zrekomensowany zwiększoną sprzedażą międzynarodową. Firmy tytoniowe są mniej zainteresowane 300 milionami Amerykanów palących niż 1,3 miliarda Chińczyków, 1 miliardem Hindusów i setkami milionów Afrykańczyków. Ale czy naprawdę chcesz być właścicielem firmy, która sprzedaje uzależniające produkty, które zabijają ludzi? Mogę wybaczyć ludziom, którzy

palą i zapadają na raka płuc lub piją i niszczą sobie wątrobę, ponieważ produkty te są niezwykle uzależniające, a wolna wola człowieka nie działa prawidłowo. Ale nigdy nie mogę wybaczyć racjonalnym inwestorom, którzy decydują się zostać właścicielami firm, które sprzedają te produkty. Ich decyzja, choć wydaje mi się nieracjonalna, została podjęta z pełną świadomością tego, co robią. Nie zakazaliśmy sprzedaży papierosów i alkoholu, ponieważ nie wierzymy, że byłoby to skuteczne w zmniejszaniu sprzedaży produktów, a po drugie, chcemy wierzyć, że jednostki powinny mieć maksymalny możliwy wybór w odniesieniu do ich alternatyw ekonomicznych. Uzależniająca natura tych produktów sprawia, że zastanawiasz się, czy konsument jest w stanie dokonać racjonalnego wyboru. Ale to, że te produkty nie są nielegalne, nie oznacza, że powinieneś posiadać firmę, która je produkuje. Nie do pomyślenia jest dla mnie, że ktoś zdecydowałby się pracować dla lub być częściowym właścicielem firmy, która tworzy produkt celowo szkodzący swoim użytkownikom. To bardzo dobry powód, dla którego proste indeksy giełdowe nie są odpowiedzią na udaną strategię inwestycyjną. Indeksy nie mogą podejmować takich moralnych wyborów. Indeksy inwestują we wszystkie firmy, niezależnie od tego, w jaki sposób osiągają zysk. To jednostki muszą wysyłać sygnały nieetycznym firmom, że nie zgodzą się finansować ich działalności. Można to osiągnąć, inwestując w akcje poszczególnych firm i unikając tych uzależniających produktów lub inwestując w etyczne indeksy, które je wykluczają. Wydaje mi się, że jest to poważny problem indeksowania w ogóle. Indeksowanie, z definicji, inwestuje w szeroką gamę akcji, ale nie bada stabilności finansowej i wiarygodności kredytowej firm ani tego, czy produkty i usługi firmy są czymś, czego pragniemy jako kraj. Zasadniczo każdy otrzymuje finansowanie. Można rozszerzyć ten argument poza uzależniające produkty na producentów broni. Możemy dyskutować, czy należy wspierać firmę produkującą karabiny myśliwskie, ale mało kto argumentuje, że powinniśmy finansować lub posiadać firmy produkujące kule przeciwpancerne do zabijania policjantów lub plastikowe rewolwery, które terroryści przemycają na lotniskach, a nawet naszych największych producentów broni, którzy nieustannie ścigają się, aby dowiedzieć się, jak unicestwić populację planety. Możemy nazywać nowe systemy uzbrojenia „twórcami pokoju”, ale w głębi duszy wiemy, że większe inwestycje przeznaczane na dodatkowe nowe badania nad coraz większymi systemami uzbrojenia nie mogą zrobić nic poza destabilizacją świata. Jeśli więc jesteś skłonny kupić akcje firmy tytoniowej lub dystrybutora piwa ze względu na niezwykłą okazję do zysku, sugeruję, abyś sprawdził, czy jesteś tak samo uzależniony od jej zysków, jak jej klienci od jej produktów.

Kłamstwo nr 34 Wysoka inflacja powoduje szczyt stóp procentowych, a ponieważ stopy są wyższe, wskaźniki P/E akcji zwykłych stają się niskie.

Dlaczego ceny akcji wydają się spadać w okresach wysokiej inflacji? Jeśli akcje są niczym więcej niż procentowym udziałem w prawdziwych firmach z prawdziwymi aktywami, można by się spodziewać, że w okresach wysokiej inflacji aktywa i zyski tych firm wzrosną, zwiększając tym samym cenę ich akcji. Ale jest to odwrotność tego, co widzimy. Nieruchomości, historycznie, były bardzo dobrym zabezpieczeniem przed inflacją, a w okresach wysokiej inflacji ceny domów w wartościach nominalnych rosną. Ale akcje, z drugiej strony, spadały w okresach wysokiej inflacji. Jeden artykuł naukowy, który próbował to wyjaśnić, argumentował, że inwestorzy byli nieracjonalni, ponieważ wydawali się brać rzeczywiste zyski firmy i dyskontować je po nominalnej stopie procentowej, która obejmowała wyższą stopę inflacji, uzyskując w ten sposób niższą cenę akcji. Byłoby to błędne. Jeśli przepływy pieniężne w problemie wartości bieżącej netto są rzeczywiste, czyli ignorują inflację, to stopa dyskontowa używana do osiągnięcia wartości bieżącej również powinna być rzeczywista: powinna ignorować inflację. Tak więc na przykład, jeśli zamierzasz użyć rzeczywistych przepływów pieniężnych do określenia ceny akcji spółki, powinieneś je zdyskontować przy rzeczywistych stopach procentowych wynoszących 2 lub 3 procent plus premia za ryzyko, a nie przy 15 lub 18 procentach, co obejmuje oczekiwaną inflację w okresach wysokiej inflacji, takich jak lata 70. Ten artykuł naukowy Modiglianiego jest znany, ponieważ

jest jednym z pierwszych, który twierdzi, że inwestorzy nie są racjonalni. Z czasem to przekonanie dało początek całej szkole teorii ekonomicznej zwanej behawiorystami. Wierzą oni, że ludzkie emocje są ogólnie rzecz biorąc często irracjonalne i wpływają na wartość, jaką mężczyźni i kobiety przypisują akcjom i innym aktywom na rynku. Jeśli to prawda, jest to bezpośredni atak na teorię efektywnego rynku, która mówi, że inwestorzy są racjonalni, a aktywa są właściwie wyceniane. Zagroza to również fundamentom całego wolnorynkowego kapitalizmu, ponieważ jeśli aktywa są źle wyceniane, nie ma efektywnego podziału aktywów w systemie. Nie można pozwolić, aby nieracjonalni ludzie podejmowali decyzje w rzekomo racjonalnym systemie kapitalistycznym. Ale myślę, że Modigliani się mylił. Wierzę, że gdy inflacja jest nadmierna, ceny akcji spadają, ale nie sądzę, że dzieje się tak dlatego, że ludzie są nieracjonalni i błędnie używają nominalnej stopy procentowej zamiast realnej stopy procentowej, aby uzyskać wartość akcji i firm. Wierzę, że inwestorzy są nie tylko racjonalni, ale są mądrzejsi od Modiglianiego. Wierzę, że zdają sobie sprawę, że w okresach wysokiej inflacji zyski firm faktycznie cierpią w ujęciu realnym. Perspektywy zysków firm spadają w okresach wysokiej inflacji. Innymi słowy, zyski firm nie nadążają za inflacją. Wierzę, że dzieje się tak, ponieważ w okresach wysokiej inflacji coraz więcej osób ma trudności z uzyskaniem pożyczek niezbędnych do dokonania dużych zakupów. Zarówno domy, jak i samochody zazwyczaj wymagają od nabywcy zaciągnięcia pożyczki, aby dokonać zakupu. Z niedawnego doświadczenia wiemy, że aby zaciągnąć kredyt hipoteczny na zakup domu, trzeba się do niego kwalifikować. Podobnie, trzeba mieć dobrą zdolność kredytową, aby kwalifikować się do zakupu samochodu na kredyt lub w ramach leasingu. Podczas gdy ubieganie się o kredyt odbywa się zazwyczaj poprzez porównanie dochodu z odsetkami wymaganymi w ramach kredytu, niezależnie od tego, czy mówimy o samochodzie czy domu, w okresach wysokiej inflacji z wysokimi nominalnymi stopami procentowymi, nabywcy domu lub samochodu znacznie trudniej jest zakwalifikować się do kredytu, ponieważ jego obecny dochód nie jest zbyt wysoki w porównaniu z wysokimi stopami procentowymi. Firma samochodowa lub broker kredytowy nie bierze pod uwagę, że z powodu wysokiej inflacji pensja lub dochód nabywcy będzie dramatycznie wzrastać wraz z inflacją. Ale to nie wchodzi w grę. Decyzja kredytowa, czy pożyczyć komuś pieniądze potrzebne na zakup samochodu lub domu, opiera się wyłącznie na jego bieżących zarobkach z pierwszego roku, a to zazwyczaj uniemożliwia wielu wysoko wykwalifikowanym osobom dokonanie tych zakupów. Oznacza to dla całej gospodarki, że dwa największe sektory w naszym kraju, mieszkalnictwo i motoryzacja, spowolnią w okresach wysokiej inflacji. Spowoduje to, że ogólna gospodarka wpadnie w korkociąg, ponieważ zyski wszystkich firm zostaną naruszone, a przepływy pieniężne i ceny akcji wszystkich firm powinny spaść. To właśnie widzimy, gdy patrzymy na dane. Zyski firm spadają, a ceny akcji firm również spadają, co jest właściwe i racjonalne. Inwestorzy nie są nieracjonalni. Jednak naukowcy badający to zjawisko wykonali kiepską robotę, wyjaśniając je.

Kłamstwo nr 35 Dwudziestoletni wzrost wartości giełdy wynika przede wszystkim ze wzrostu, innowacji, otwierania nowych rynków i dobrego zarządzania.

Wielu ekonomistów postrzegało wzrost wartości giełdy w ciągu ostatnich dwóch dekad jako dowód na to, że gospodarka jest zdrowa, a środowisko biznesowe dobre. Uważali, że zyski przedsiębiorstw rosną, ponieważ korporacje są dobrze zarządzane, innowacyjne i wykorzystują nowe technologie, aby lepiej dostarczać swoim klientom produkty i usługi o wysokiej wartości. Myślę, że wielu z tych ekonomistów byłoby zaskoczonych, gdyby zdali sobie sprawę, że znaczna część wzrostu wartości giełdy w ciągu ostatnich dwudziestu lat wynikała z prostego faktu, że płace pracowników zostały zamrożone w okresie zwiększonej wydajności pracowników. Realne płace pracowników w Ameryce nie wzrosły od około dwudziestu pięciu lat. Jest to niewiarygodne stwierdzenie, biorąc pod uwagę, że Ameryka do niedawna była światowym liderem w kapitalizmie, rynkach finansowych, technologii i produkcji. Najpierw wyjaśnię, dlaczego pracownicy nie uczestniczyli w tych amerykańskich latach prosperity, a po drugie pokażę, dlaczego prowadzi to do znacznie wyższego rynku akcji. Dwoma głównymi siłami napędowymi

organizacji pracy w ostatnim ćwierćwieczu były globalizacja i zmiany technologiczne. Podczas gdy technologia pozwoliła na drastyczny wzrost wydajności w ciągu ostatnich dwudziestu pięciu lat, sprowadziła wiele typowych zadań produkcyjnych do prostego zadania naciśnięcia przycisku. Umiejętność ta została odebrana wielu pracom na linii montażowej. W związku z tym nastąpił ogromny napływ niewykwalifikowanych pracowników, którzy mogą wykonywać te bardzo proste prace montażowe. Korporacje wykorzystują ten ogromny napływ niewykwalifikowanych pracowników, aby obniżyć płace, mimo że ich wydajność wzrosła. Można dyskutować, ile niewykwalifikowani pracownicy zasługują na wynagrodzenie, ale zapewniam cię, że nie chciałbyś zamienić się z nimi miejscami za żadną kwotę pieniędzy na świecie. Nie wydaje się słuszne, aby wraz ze wzrostem wydajności płace pracowników spadały. Jeszcze bardziej obraźliwe dla pracy niż ulepszenia technologiczne są zmiany spowodowane globalizacją handlu na świecie. Korporacje zdecydowały, bez udziału pracowników i obywateli, o otwarciu rynków globalnych i przeniesieniu swojej produkcji do krajów o najniższych kosztach. Amerykańscy pracownicy musieli konkurować ze swoimi kolegami z pracy w krajach o niskich płacach, takich jak Meksyk, Chiny i Wietnam, i niezależnie od ich umiejętności, praca przenosiła się do tych krajów o niskich płacach. Niskie płace nie były wynikiem poziomu umiejętności ludzi, ale raczej kosztu życia w każdym z tych rozwijających się krajów. Nie tylko miejsca pracy w przemyśle przenoszono do krajów o niskich płacach. Internet umożliwił przenoszenie prac administracyjnych i zawodowych w takich dziedzinach jak radiologia, architektura i inżynieria do krajów takich jak Indie. Ponownie, nie chodziło o to, że indyjscy inżynierowie byli lepsi od amerykańskich inżynierów; byli po prostu tańsi. A powodem, dla którego byli tańsi, nie było to, że Hindusi pracowali ciężiej lub byli bardziej produktywni, ale to, że życie w Indiach kosztowało jedną czwartą tego, co życie w Stanach Zjednoczonych, więc płace nie musiały być tak wysokie. Nawet jeśli operacje produkcyjne w Stanach Zjednoczonych nie przeniosły się za granicę, płace amerykańskich pracowników w Stanach były poddawane dużej presji. Firmy mogły stale grozić przeniesieniem zakładów za granicę i wykorzystywać tę groźbę do żądania obniżek płac i redukcji świadczeń. Wywierało to również ogromną presję na organizacje związkowe, ponieważ każda firma mogła spakować się i przenieść swoją działalność za granicę, jeśli jej pracownicy zasugerowali nawet założenie związku. Oczywiście sklepy związkowe były pierwszymi, które zamknięto i wywieziono za granicę. Oznaczało to, że w okresie rosnącej prosperity, otwierania nowych rynków globalnych i wzrostu produktywności pracowników, płace pracowników pozostawały w stagnacji w ujęciu realnym. Wyobraź sobie, co to oznaczało dla rynku akcji. Ceny akcji to nic więcej niż wartość bieżąca przyszłych zysków firmy. Zyski firm dramatycznie rosną, gdy płace pozostają w stagnacji lub spadają. Dzieje się tak, ponieważ płace pracowników są główną pozycją wydatków w rachunku zysków i strat firmy. Zazwyczaj aż 60 do 70 procent całkowitych kosztów firmy to praca. Zyski eksplodowałyby, gdyby można było zwiększyć przychody bez zwiększania kosztów pracy. Gdyby płace firmy mogły zostać obniżone o 15 procent w czasie, podwoiłoby to typowe marże w firmie i, zakładając, że wszystkie inne czynniki są równe, można by się spodziewać, że cena akcji firmy wzrośnie dwukrotnie. Dokładnie to wydarzyło się w ciągu ostatnich dwudziestu pięciu lat. Rynek akcji wzrósł o około 8 bilionów dolarów w tym okresie. Około 5 bilionów dolarów z tego to realny wzrost wartości; pozostałe 3 biliony dolarów to tylko nominalne wzrosty spowodowane inflacją. Ale ten 5 bilionów dolarów realnego wzrostu wartości dla akcjonariuszy można w pełni wyjaśnić prostym przeniesieniem wartości od pracowników do właścicieli tych firm. Gdyby płace pracowników miały udział we wzroście produktywności, który miał miejsce w tym okresie, zarobili by oni co najmniej 5 bilionów dolarów więcej w wartości bieżącej swojego całkowitego wynagrodzenia. Stało się tak, że pensje i płace pracowników zamroziły się, a wytworzona wartość trafiła do właścicieli firm. Teraz, gdy rozpoczął się kryzys finansowy, zdajemy sobie sprawę, że większość wzrostu PKB i zysków tych firm historycznie nie była realna. Opierała się na masowej konsumpcji finansowanej z pożyczek rządowych i osobistych. Dodajmy do tego fakt, że praca w ogóle nie skorzystała na tym w ciągu ostatnich dwudziestu pięciu lat, a zobaczymy, że cud gospodarczy, jakim były Stany Zjednoczone w ciągu

ostatnich dwudziestu pięciu lat, jest dość przygnębiającą historią. Wygląda na to, że po uwzględnieniu inflacji i uwzględnieniu faktu, że praca nie uczestniczyła w jego wzroście, rynek akcji spadłby, a nie wzrósł, w tym okresie. Cud Reagana, republikańska strategia większego wolnego rynku i kapitalizmu, skończyła się wzbogaceniem kapitalistów i właścicieli firm kosztem pracowników. Dlatego wszystkie wskaźniki jakości życia w Ameryce nie wzrosły w tym okresie. Fakty są takie, że przeciętni Amerykanie i pracownicy nie są w lepszej sytuacji, co widać w ich planach opieki zdrowotnej, oczekiwanej długości życia, poziomie wykształcenia i wynagrodzeniu netto.

Kłamstwo nr 36 Akcje o niskim wskaźniku P/E są uważane za okazje, ponieważ sprzedają się tanio w stosunku do zysków, zwłaszcza jeśli są dużymi płatnikami dywidend.

Współczynniki cena-zysk służą do porównywania różnych akcji według standardowej miary. Jeśli jedna akcja jest notowana po 50 USD, a inna po 20 USD, nie można powiedzieć, że akcja za 50 USD jest droższa. Trzeba zobaczyć, jakie zyski można uzyskać za te 50 USD. Jeśli akcja za 50 USD ma 5 USD zysku na akcję, a akcja za 20 USD ma 2 USD zysku na akcję, obie mają wskaźnik P/E wynoszący 10 i można wnioskować, że są podobnie wycenione. Nie wszystkie akcje powinny być notowane po tej samej cenie do wielokrotności zysków. Spółki wyższej jakości z lepszym zarządzaniem, lepszymi perspektywami wzrostu i mniejszym ryzykiem będą notowane po wyższym wskaźniku P/E niż mniejsze, bardziej ryzykowne spółki z mniejszymi perspektywami wzrostu i słabym zarządzaniem. Doradcy finansowi często zalecają akcje o niskim wskaźniku P/E jako okazję. Ale tak jak używany wrak samochodu za 2000 dolarów może nie być okazją w porównaniu do używanej Toyoty za 14 000 dolarów, akcje notowane przy niskim wskaźniku P/E niekoniecznie są dobrą okazją. Wskaźniki P/E to migawki zysków z bieżącego roku lub, w najlepszym razie, zysków z przyszłego roku i nie mówią nic o wzroście zysków w przyszłości. Możesz zgodzić się zapłacić wysoki wskaźnik P/E za akcje, których zyski szybko rosną w czasie. W ciągu trzech do pięciu lat szybko rosnące akcje mogą mieć dwukrotnie wyższe zyski, tak że ich wskaźnik P/E zmniejszy się o połowę w tym okresie. Podobnie kupowanie słabo prosperującej firmy w podupadającej branży nie jest dobrym pomysłem, niezależnie od wskaźnika P/E. Wskaźnik P/E może być obliczony na podstawie zysków z ubiegłego roku, a przyszłość może przynieść mniejsze zyski i możliwe bankructwo. Jeśli będziesz szukać akcji o niskim wskaźniku P/E, uważając je za okazje, zapełnisz swój portfel wieloma kłopotliwymi firmami. Dlatego są one tanie w oparciu o wskaźnik P/E. Samo sortowanie akcji według P/E nie wystarczy, aby zidentyfikować prawdziwe okazje. Musisz przeprowadzić dokładniejszą analizę perspektyw firmy i jej zarządzania, aby ustalić, czy ta konkretna firma ma świetlaną przyszłość i duże perspektywy wzrostu biorąc pod uwagę cenę, jaką za nią płacisz. Podobnie, wielu dzisiejszych prognostów rynkowych rekomenduje akcje o wysokiej stopie dywidendy. Często te firmy mają bardzo niskie perspektywy wzrostu i same są akcjami o bardzo niskim P/E. Ale jeśli kupisz akcje tylko na podstawie ich stopy dywidendy, szczególnie w trudnych czasach, takich jak dzisiaj, skończysz z dużą liczbą akcji, których wartość spada. Powodem, dla którego ich stopa dywidendy wydaje się być wysoka w stosunku do bieżącej ceny akcji, jest to, że rynek ustalił, że nie spodziewa się utrzymania tej dywidendy w przyszłości. Jeśli kupisz akcje, których stopa dywidendy wynosi 6 procent rocznie, co się stanie, gdy firma ogłosi, że obniża swoją dywidendę o połowę? Aby utrzymać tę samą stopę dywidendy na poziomie 6 procent, cena akcji firmy musiałaby spaść o połowę. Najbardziej prawdopodobne jest, że akcje spadną jeszcze bardziej, ponieważ obniżka dywidendy sygnalizuje rynkowi, że firma znajduje się w prawdziwym kryzysie przepływów pieniężnych. Za każdym razem, gdy firma znacząco obniża swoją dywidendę, przyznaje, że kończą jej się pieniądze, być może stoi w obliczu bankructwa i nie ma innych źródeł kapitału, do których mogłaby uzyskać dostęp. Bardziej wyrafinowani pożyczkodawcy i inwestorzy odrzucili możliwość dostarczania kapitału takim firmom. Bądź więc bardzo ostrożny, próbując kupować firmy wartościowe na podstawie niskich wskaźników P/E lub wysokich stóp dywidendy. Często nie robisz nic więcej, niż kupujesz czyjeś śmieci.

Kłamstwa dotyczące inwestowania w obligacje

Kłamstwo nr 37 Obligacje skarbowe o stałym kuponie są wolne od ryzyka.

Inwestorzy spieszą się z obligacjami skarbowymi w czasach kryzysu, ponieważ uważają je za wolne od ryzyka. W wielu szkołach biznesu obligacje skarbowe są często używane w nauczaniu jako substytut bogatego, wolnego od ryzyka instrumentu. Obligacje skarbowe nie są całkowicie wolne od ryzyka. Są narażone na ryzyko bankructwa tak jak każde inne obligacje. Jednak w przypadku obligacji skarbowych to rząd USA musi ogłosić niewypłacalność lub zbankrutować, zanim stracisz swoją inwestycję. Historycznie rzecz biorąc, prawdopodobieństwo zaistnienia takiej sytuacji było tak niskie, że nie dawano temu zbytnej wiary. Jeśli uważasz, że ryzyko ogłoszenia przez rząd USA upadłości lub niewywiązania się ze swoich zobowiązań wynosi zero procent, to krótkoterminowe obligacje skarbowe są rzeczywiście wolne od ryzyka, ale obligacje skarbowe o dłuższym terminie zapadalności nadal wiążą się z ryzykiem. Jak zapewne się domyślasz, nie sądzę, aby ryzyko niewywiązania się Stanów Zjednoczonych ze swoich zobowiązań było bliskie zeru. Z pewnością nie jest to tak dużo jak 30 procent, ale może być na tyle znaczące, że możesz nie chcieć trzymać wszystkich swoich aktywów w obligacjach skarbowych USA. Problem polega na tym, że jeśli nie trzymasz swoich aktywów w obligacjach skarbowych USA podczas kryzysów, gdzie ulokujesz swoje pieniądze? To rząd USA gwarantuje depozyty banków komercyjnych, a teraz fundusze rynku pieniężnego. Trudno sobie wyobrazić, aby depozyt w dużym banku komercyjnym był bezpieczny, jeśli rząd USA jest w tak złej kondycji, że nie spłaca swoich długów. Możesz zdecydować się trzymać swoje pieniądze w koszyku walut, ponieważ sam dolar załamałby się, gdyby skarb USA kiedykolwiek nie spłacił swoich długów. Następnie możesz zainwestować w obligacje rządowe innych krajów. Jest bardzo niewiele krajów, które przetrwałyby globalny kryzys finansowy lepiej niż Stany Zjednoczone. Jednak biorąc pod uwagę znaczną ilość długu w USA, nie byłoby błędem spróbować znaleźć inne kraje, które Twoim zdaniem mogłyby przetrwać. Szwajcaria jest często określana jako kraj bardzo konserwatywnie zarządzany, ale może stanąć w obliczu kryzysu, podobnie jak Islandia, ponieważ banki z siedzibą w tym kraju mają aktywa i zobowiązania, które są wielokrotnością całego PKB rządu. Japonia również tradycyjnie była krajem konserwatywnie zarządzanym z bardzo niską inflacją, ale jeśli Chiny mają ucierpieć z powodu kryzysu, Japonia również. Nawet jeśli uważasz, że Stany Zjednoczone nie mają ryzyka niewypłacalności, istnieje realne ryzyko w posiadaniu długoterminowych obligacji skarbowych USA o stałym oprocentowaniu. Tym ryzykiem jest inflacja. Gdyby inflacja została ponownie rozpalona, a Twoje obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu zwracały stały kupon każdego roku i stałą kwotę kapitału, z definicji Twoja inwestycja nie nadążałaby za inflacją, a Twoja siła nabywcza pogarszałaby się z czasem. Ogólna inflacja spowodowana drukowaniem zbyt dużej ilości pieniędzy spowodowałaby wzrost wszystkich cen, podniosłaby koszty utrzymania z powodu tego wzrostu cen, a mimo to Ty i Twoje inwestycje w obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu nie dostosowałyby się. Zostałbyś ze starym kuponem i zwróciłbyś stary kapitał. Mówię o starej zasadzie, ponieważ odzyskanie całej inwestycji nie pomoże ci w świecie rosnących cen. Jeśli zainwestujesz sto dolarów dzisiaj, a inflacja przez dziesięć lat będzie wynosić 10 procent, a następnie odzyskasz sto dolarów po upływie dziesięciu lat, stracisz ponad dwie trzecie swojej siły nabywczej. To samo dotyczy wszelkich długoterminowych papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, niezależnie od tego, czy będą to obligacje korporacyjne, obligacje komunalne czy obligacje rządu USA. Dzieje się tak, ponieważ w każdym środowisku wysokiej inflacji ludzie żądają wyższej stopy procentowej od swoich papierów wartościowych. Ale ty jesteś przywiązany do swojej stałej stopy. Dlatego na rynku wartość rynkowa twoich obligacji spadnie. Ludzie będą ją ponownie wyceniać w dół, dopóki twój kupon o stałym oprocentowaniu nie będzie stanowił dobrej stopy zwrotu z rynku, biorąc pod uwagę, że inflacja się odrodziła. Możesz powiedzieć — i słyszałem to od wielu sprzedawców obligacji w mojej karierze — że nie masz zamiaru sprzedawać obligacji przed terminem, że zamierzasz trzymać je do terminu zapadalności. Przede wszystkim sytuacje się zmieniają.

Możesz nie myśleć, że potrzebujesz tych pieniędzy do czasu wygaśnięcia, ale jeśli wydarzy się jakaś nieprzewidziana okoliczność i będziesz musiał spieniężyć obligację, otrzymasz znacznie niższą cenę, jeśli inflacja powróci. Co ważniejsze, nawet jeśli będziesz trzymał obligację do wygaśnięcia, wszystko, co otrzymasz z powrotem, to pierwotna kwota kapitału. Jeśli zainwestujesz 100 USD, otrzymasz z powrotem 100 USD. Ale 100 USD po dziesięciu latach znacznej inflacji nie kupi tej samej ilości towarów, co sto dolarów, gdy dokonałeś pierwotnej inwestycji. Więc w kategoriach denominowanych w dolarach wygląda to tak, jakbyś był cały, ale pod względem siły nabywczej i ilości towarów i usług, które możesz kupić, poniosłeś prawdziwą stratę.

Kłamstwo nr 38 Obligacje zabezpieczone przed inflacją (TIPS) są wolne od ryzyka, ponieważ dostosowują się do inflacji.

Wreszcie może się wydawać, że zbliżamy się do prawdziwej prawdy, ale to stwierdzenie jest trochę mylące. To prawda, że obligacje TIPS dostosowują się do inflacji w przyszłości. Jeśli kupisz obligację TIPS i inflacja się rozpali, dostosują one spłatę kapitału i kupon o kwotę inflacji, a tym samym ochronią Twoją siłę nabywczą. Ale TIPS nie są idealne. W okresach deflacji zarówno kupon TIPS, jak i kwota kapitału są korygowane w dół o stopę deflacji. Jeśli deflacja jest spowodowana ogólnym skurczeniem się podaży pieniądza, a koszt życia spada, a nie rośnie, nadal masz zarezerwowaną swoją siłę nabywczą. Ale wierzę, że w bardzo trudnych czasach gospodarczych, takich jak te, z którymi mierzymy się dzisiaj, możesz mieć deflację, która reprezentuje rzeczywiste spadki cen, średnio, wszystkich aktywów. Posiadając TIPS zamiast tradycyjnych papierów dłużnych, tracisz okazję, aby cieszyć się tymi niższymi cenami, zachowując cały swój początkowy kapitał. Papiery wartościowe TIPS są również wyjątkowe pod jednym względem. W okresach deflacji obligacje TIPS w momencie zapadalności wypłacają wyższą z deflowanej kwoty kapitału lub wartości nominalnej lub wartości nominalnej. Oznacza to, że inwestor otrzymuje dodatkowy bonus, inwestując w TIPS w okresach deflacyjnych. Podczas gdy jego kupon jest korygowany w dół o kwotę deflacji, ponieważ jest w stanie odzyskać pełną kwotę kapitału po wartości nominalnej, ma on nieoczekiwany zysk w postaci zwiększonej siły nabywczej w okresach deflacyjnych. Jest jedno zastrzeżenie. Uważaj, aby nie kupować starszych obligacji TIPS na rynku wtórnym, których wartość wzrosła z powodu inflacji. Jeśli kupisz obligację TIPS na rynku, która jest już wyceniona na 130 USD, oferta rządu, aby dać Ci wyższą z kwoty nominalnej lub obliczonej kwoty, nie pomoże Ci w okresie deflacyjnym; obliczona kwota będzie większa od kwoty nominalnej. To wszystko jest bardzo skomplikowane, ale pozwól, że podsumuję. Nadal kocham TIPS jako inwestycję. Naprawdę dobrze sobie radzą w okresach inflacji i są jedynym znanym mi instrumentem, wliczając złoto, który dobrze radzi sobie w okresach deflacji. Wszystkie inne aktywa próbują nadążyć za inflacją, ale tylko TIPS gwarantują, że otrzymasz w przyszłości rzeczywistą stopę inflacji z inwestycji. Z tego powodu TIPS są bardzo dobrą bezpieczną przystanią w trudnych czasach, gdy nie wiesz, czy będzie deflacja czy inflacja.

Kłamstwo nr 39 Stopy procentowe ustala Rezerwa Federalna.

Można Ci wybaczyć, jeśli uwierzyłeś, że Rezerwa Federalna ustala stopy procentowe dla naszego kraju. Słyszysz to niemal codziennie w mediach. Nawet ekonomiści mówią o tym, gdzie Rezerwa Federalna ustali stopy procentowe w tym tygodniu. Dopóki Stany Zjednoczone są kapitalistycznym krajem wolnego rynku, rynek będzie ustalał stopy procentowe, a nie rząd. Oznacza to, że istnieje aktywnie handlowany rynek pieniędzy na każdy możliwy okres, od jednej nocy do ponad trzydziestu lat. To właśnie ten rynek aktywnych kupujących i sprzedających ustala, jaka jest niezbędna stopa procentowa na czas trwania każdego papieru wartościowego. Handlarze obligacjami biorą pod uwagę wiele rzeczy, ustalając stopy procentowe. Przede wszystkim sami nie wybierają stopy procentowej. To, co robią, to kupują i sprzedają papiery dłużne, doskonale wiedząc, że gdy cena, jaką płacą za papiery dłużne, rośnie, rynkowe stopy procentowe spadają. Jak wspomniano wcześniej, papier dłużny o stałym oprocentowaniu jest wekslem, który wypłaca stałą stopę zwrotu, więc w rzeczywistości straci na

wartości, jeśli inflacja się rozpali, a stopy procentowe wzrosną w przyszłości, więc ceny obligacji spadną, gdy stopy procentowe wzrosną. Już sam fakt kupowania i sprzedawania papierów dłużnych powoduje zmianę stóp procentowych. I nie ma jednej stopy procentowej. Stopy procentowe zmieniają się w zależności od tego, czy inwestujesz swoje pieniądze na jeden dzień, jeden miesiąc, jeden rok czy na trzydzieści lat. Oczywiście skumulowane odsetki, które zarabiasz, zmieniają się, a ja mówię o wpływie złożonych rocznych stóp procentowych dla każdego z tych różnych instrumentów o terminie zapadalności. Zazwyczaj inwestycje długoterminowe wymagają wyższej stopy zwrotu i wyższej stopy procentowej. Część tego wzrostu stóp procentowych w przypadku instrumentów dłużnych o dłuższym terminie zapadalności wynika z faktu, że są one mniej płynne, ale uważam, że wyższa stopa procentowa odzwierciedla również premię za ryzyko z powodu faktu, że inflacja może się rozpalić w przyszłości, a jak powiedzieliśmy wcześniej, w przypadku inwestycji o stałym dochodzie nie jesteś chroniony przed wzrostem inflacji. Prawdą jest, że Rezerwa Federalna ustala stopę procentową, po której banki komercyjne mogą od niej pożyczać. Rezerwa Federalna ustala stopę funduszy federalnych, po której instytucje depozytowe Rezerwy Federalnej mogą przenosić depozyty. Jest to bardzo krótkoterminowa stopa overnight, ale ponieważ Rezerwa Federalna jest takim gorylem w tej grze w handel obligacjami, może mieć dramatyczny wpływ na bardzo krótkoterminowe instrumenty dłużne, a to z kolei może wpłynąć na stopy procentowe innych rynków. Mniej jasne jest, że Rezerwa Federalna może wpływać na stopy procentowe o dłuższym terminie zapadalności. To, że Rezerwa Federalna obniża bardzo krótkoterminową stopę procentową, nie oznacza, że ludzie zgodzą się udzielać pożyczek długoterminowych po niższej stopie procentowej. Wyższa długoterminowa stopa procentowa może odzwierciedlać przekonanie ludzi, że inflacja powróci do systemu lub przekonanie, że krótkoterminowe stopy mogą spaść. Jeśli krótkoterminowe stopy są niższe z powodu deflacji, mądrze byłoby zablokować wyższą stopę procentową na dłuższy okres czasu jako inwestor, kupując instrumenty dłużne o dłuższym terminie zapadalności. Ostatnio obserwowaliśmy to zjawisko, gdy Rezerwa Federalna próbowała poluzować pieniądze, obniżając stopę procentową funduszy federalnych do prawie zera procent. Mieli nadzieję, że to pobudzi kredyty bankowe i że długoterminowe stopy procentowe, zwłaszcza długoterminowe stopy procentowe kredytów hipotecznych, spadną. Chociaż nastąpił pewien spadek długoterminowych stóp procentowych kredytów hipotecznych, nie dorównał on spadkowi stopy funduszy federalnych, a obecnie długoterminowe stopy wydają się rosnać. Ludzie dzisiaj postrzegają kredyty hipoteczne mieszkaniowe jako znacznie bardziej ryzykowne niż w przeszłości i żądają znacznie wyższej premii za ryzyko w dłuższej perspektywie, aby udzielać długoterminowych kredytów hipotecznych. Ponadto, tylko dlatego, że banki mają więcej pieniędzy z dnia na dzień z łatwiejszym dostępem od Fed, nie oznacza to, że są skłonne się rozwijać i udzielać bardzo długoterminowych kredytów hipotecznych. W przeszłości pakowały te kredyty hipoteczne w procesie sekurytyzacji i sprzedawały je długoterminowym inwestorom. Z powodu kryzysu i ponieważ ludzie nie ufają już agencjom ratingowym i bankom komercyjnym, rynek sekurytyzacji jest martwy. Nawet banki nie chcą umieszczać długoterminowego zadłużenia hipotecznego w swoim bilansie. Tak więc Rezerwa Federalna ustala stopę regulacyjną, która jest stopą bardzo krótkoterminową. Jednak stopa ta niekoniecznie wpływa na długoterminowe stopy procentowe, które są kluczowe dla ustalania stóp procentowych kredytów hipotecznych i innych długoterminowych stóp procentowych dla przedsiębiorstw. Dlatego Rezerwa Federalna jest ograniczona w tym, co może zrobić z perspektywy stóp procentowych, aby stymulować gospodarkę. Teraz, gdy stopa funduszy federalnych zbliża się do zera procent, Fed jest wyraźnie sparaliżowany, ponieważ nie może już oferować dodatkowych obniżek stopy procentowej funduszy federalnych.

Kłamstwo nr 40 Obligacje są dobrą inwestycją i powinny stanowić znaczną część typowego portfela indywidualnego inwestora.

Większość doradców finansowych zaleca posiadanie mieszanego portfela obligacji, akcji i alternatywnych inwestycji, takich jak nieruchomości. Procenty zmieniają się w zależności od tego, z kim rozmawiasz, ale generalnie większość zaleca około 45 procent obligacji, 45 procent akcji zwykłych i 10 procent nieruchomości. Często zdarza się, że młodszy klienci są zmuszani do posiadania większej ilości akcji zwykłych, podczas gdy starsi klienci są zmuszani do posiadania większego procentu obligacji w swoim portfelu. Często cytowaną zasadą jest, że powinieneś trzymać swój wiek w obligacjach jako procent swojego całkowitego portfela. Jeśli masz sześćdziesiąt pięć lat, powinieneś mieć 65 procent obligacji w swoim portfelu. Uzasadnieniem dla tego schematu alokacji jest to, że doradcy finansowi generalnie uważają obligacje za bezpieczną formę inwestycji. Wiedzą, że obligacje są mniej zmienne niż akcje zwykłe, co ma sens, ponieważ obligacje zajmują wyższą pozycję w strukturze kapitałowej spółki niż akcje zwykłe. Jeśli firma poniesie stratę w przepływach pieniężnych w przyszłości, jej właściciele akcji zwykłych mogą ponieść natychmiastowy cios, ale zanim posiadacz obligacji odniesie stratę, cała przyszłość firmy musiałaby zostać zagrożona bankrutem. Jednak firma nie musi zbankrutować, aby jej obligacje straciły pieniądze. Wystarczy, że wzrośnie prawdopodobieństwo bankructwa lub spadnie wartość rynkowa aktywów dostępnych do zbycia w ramach bankructwa. Te prawdopodobieństwa są przypisywane przez rynek każdego dnia, a jeśli losy firmy się pogorszą i będzie miała ona znaczny dług, dług zacznie być przedmiotem obrotu po niższych cenach, dopóki ktoś na rynku długu nie uzna, że papiery dłużne o wyższej rentowności są dobrym zakupem. Ale powodem, dla którego nie lubię instrumentów dłużnych o stałym dochodzie lub stałym oprocentowaniu jako alternatywy inwestycyjnej dla akcji, jest to, że uważam, że instrumenty dłużne mają duże ryzyko spadkowe akcji, a małe ryzyko wzrostu. Jest to szczególnie prawdziwe w dzisiejszym świecie, w którym firmy są bardzo lewarowane. Widzieliśmy w ostatnim okresie recesji, że akcje niektórych spółek spadły o 75 procent, a ich obligacje również znacznie straciły, czasami przekraczając 50 procent. Uważam, że największym ryzykiem dla inwestycji w akcje w długim okresie jest inflacja. Widzieliśmy, że akcje radzą sobie bardzo słabo w okresach wysokiej inflacji. Obligacje długoterminowe również radzą sobie bardzo słabo w okresach wysokiej inflacji, ponieważ ich zwrot jest stały, a ich cena musi spaść, aby nowy inwestor osiągnął skorygowany o inflację realny zwrot. Mówiąc najprościej, zarówno obligacje, jak i akcje mają znaczne ryzyko spadku, jeśli inflacja powróci lub perspektywy zysków spółki znacznie się pogorszą. Ale co, jeśli sytuacja się poprawi? Co, jeśli gospodarka się poprawi, a spółka będzie rosła szybciej niż oczekiwano? Posiadacz obligacji nie ma żadnych korzyści. Niezależnie od tego, jak dobrze zarządzana jest spółka i jak dobre są jej perspektywy zysków, posiadacz obligacji po prostu otrzymuje obiecaną stałą stopę zwrotu. Posiadacz akcji zwykłych ma procentowy udział w spółce, więc jeśli losy spółki się poprawią, zwrot dla posiadacza kapitału zwykłego się poprawi. Mówiąc prościej, posiadacz obligacji po prostu odzyska swoje pieniądze w dobrych czasach, podczas gdy posiadacz akcji zwykłych odniesie realny zysk, gdy zyski firmy wzrosną. Uważam, że wielu indywidualnych inwestorów daje się nabrać na inwestycje w obligacje. Myślę, że gdy słyszą, że otrzymują stały zwrot, myślą o tym jako o czymś pozytywnym, ponieważ mogą być na emeryturze i szukać stałego dochodu każdego roku, z którego będą mogli żyć. Nie dostrzegają, że mogą tracić lepszą alternatywę w postaci akcji, a już teraz ponoszą podobne ryzyko spadku kapitału, trzymając obligacje. Dają się nabrać na nazwę „papiery wartościowe o stałym dochodzie”, gdy w rzeczywistości ich inwestycje nie są czymś takim. Ponadto bieżące papiery wartościowe dłużne o dochodzie, zarówno o zmiennym, jak i stałym oprocentowaniu, podlegają opodatkowaniu na podstawie zwykłego dochodu od wszelkich naliczonych odsetek. Kluczem do każdej udanej strategii inwestycyjnej jest płacenie jak najmniejszych podatków — a jeśli musisz zapłacić podatki, nie płać ich w tym roku, ale wiele lat później, i nie według zwykłych stawek dochodowych, ale według stawek zysków kapitałowych. Nawet wybierając akcje, powinieneś przeprowadzić znaczną ilość planowania podatkowego, ponieważ nie ma powodu, jeśli jesteś obecnym podatnikiem podatku dochodowego, aby inwestować swoje pieniądze w fundusze inwestycyjne, które wypłacają znaczną kwotę dywidend każdego roku i generują zwykły dochód. Chciałbyś bardziej ważyć

swoje inwestycje w kierunku akcji, które wypłacają mniejsze dywidendy i tych funduszy inwestycyjnych, które mało sprzedają, tak aby zyski kapitałowe były realizowane, ale nie przez długi czas. Ale jeśli jesteś obecnym podatnikiem podatku dochodowego, nie ma sensu trzymać instrumentów dłużnych, które płacą odsetki według zwykłych stawek podatku dochodowego. Możesz równie dobrze utworzyć portfel akcji zwykłych i z czasem powoli likwidować swój portfel według stawek podatku od zysków kapitałowych, aby uzyskać taki sam rodzaj rocznego zwrotu, jaki przyniosłby portfel obligacji. Jeśli inwestowanie w akcje wydaje Ci się zbyt ryzykowne, istnieją transakcje, które możesz wykonać, wykorzystując opcje put i call, które skutecznie zapobiegają poniesieniu dużej straty na rynku akcji. Ten rodzaj ubezpieczenia nie jest darmowy, ale jest łatwym sposobem na uzyskanie zwrotów z obligacji z portfela akcji i zapłacenie podatku od zysków kapitałowych w przyszłości, zamiast zwykłego podatku dochodowego należnego od bieżących płatności kuponowych od obligacji.

Kłamstwo nr 41 Obligacje komunalne wolne od podatku są dobrą alternatywą inwestycyjną dla osób płacących podatki.

Obligacje komunalne przynoszą odsetki każdego roku, które nie podlegają federalnemu podatkowi dochodowemu. Inwestorzy błędnie zakładają, że obligacje komunalne są dla nich lepszą inwestycją niż zwykłe obligacje opodatkowane, ponieważ nie muszą płacić podatku od naliczonych odsetek. Ale rynki są o wiele mądrzejsze. Ponieważ odsetki wypłacane od obligacji komunalnych są wolne od podatku, zamiast tego, aby rentowność przed opodatkowaniem była równa rentowności obligacji komunalnych i obligacji opodatkowanych, rentowność po opodatkowaniu staje się równa na rynku. Można by się spodziewać, że dwie obligacje, jedna obligacja komunalna, a druga obligacja opodatkowana, obie o tym samym poziomie ryzyka, powinny mieć taką samą rentowność po opodatkowaniu. Tak więc obligacja komunalna przynosząca 5 procent przed opodatkowaniem również daje 5 procent po opodatkowaniu. Jednak obligacja korporacyjna podlegająca opodatkowaniu musi dawać blisko 7 procent, aby uzyskać efektywną rentowność po opodatkowaniu na poziomie 5 procent. W normalniejszych warunkach rynkowych nie ma korzyści podatkowych w zakupie obligacji komunalnych, ponieważ rynek już wziął pod uwagę fakt, że odsetki od nich są wolne od podatku. Innymi słowy, można by się spodziewać, że porównywalne obligacje będą dawały wyższą stopę zwrotu przed opodatkowaniem w środowisku podlegającym opodatkowaniu niż na rynku obligacji komunalnych. Jeśli kiedykolwiek zdarzy się, jak w obecnym kryzysie finansowym, że obligacje komunalne przed opodatkowaniem będą dawały tyle samo lub więcej niż opodatkowane papiery wartościowe Skarbu Państwa, powinno zabrzmieć ostrzeżenie. Brokerzy będą wciskać Ci obligacje komunalne jako okazję ze względu na ich wysoką rentowność. Ale jest powód, dla którego obligacje komunalne przynoszą tak dużo w dzisiejszym środowisku. Obligacje komunalne, historycznie bardzo bezpieczne inwestycje, są dziś bardzo ryzykownymi papierami wartościowymi. Powodem jest to, że podstawowe jednostki samorządu terytorialnego, państwa lub specjalne jednostki rządowe, które wyemitowały obligacje, mają duże kłopoty w tym kryzysie. Wiele z tych jednostek zainwestowało swoje dochody pieniężne i nadwyżki emerytalne w akcje i papiery dłużne oraz inwestycje alternatywne, które poniosły znaczne straty w tym spadku na rynku. Po drugie, wiele samorządów lokalnych odnotuje drastyczny spadek dochodów podatkowych, ponieważ dochody z podatków dochodowych stanowych i lokalnych spadną, ponieważ dochody z podatków od nieruchomości spadną, ponieważ wyceny domów spadną, a dochody z podatków od sprzedaży lokalnej spadną z powodu niższej konsumpcji. Stany będą również musiały zmierzyć się z większymi wydatkami, ponieważ wzrastają wypłaty z tytułu ubezpieczenia od bezrobocia. To nie jest najgorsza część historii. Po stronie wydatków i zobowiązań wiele z tych samorządów stanowych i lokalnych ma bombę z opóźnionym zapłonem, która ma eksplodować. Wielu ich pracowników ma bardzo hojne plany emerytalne i opieki zdrowotnej, a wiele z tych planów umożliwia pełne świadczenia emerytalne po dwudziestu do dwudziestu pięciu latach służby. Pięćdziesięcioletni strażacy, policjanci, pracownicy służb sanitarnych i inni pracownicy gmin

przejdą na emeryturę i albo pójdą na plażę, albo podejmą drugą pracę. Ale otrzymają bardzo hojne emerytury równe 50 do 75 procent ich pełnego wynagrodzenia i będą cieszyć się korzyściami z wysokiej jakości, bardzo drogich planów opieki zdrowotnej. Ponieważ pokolenie wyżu demograficznego dopiero zaczyna przechodzić na emeryturę, główny składnik kosztów emerytalnych dopiero teraz zaczyna być odczuwany przez władze stanowe i lokalne. Niektórzy twierdzą, że obecny kryzys opóźni przejście na emeryturę wielu osób, ale ja nie jestem tego pewien. Myślę, że arytmetyka jest taka dla pracowników miejskich, że lepiej im pójdzie, jeśli przejdą na emeryturę i pobiorą emeryturę, a następnie zrobią wszystko, co konieczne, w tym będą pracować na czarno, aby uzyskać wyższy dochód po przejściu na emeryturę. Ogromna skala tego problemu jest niewiarygodna. Jest małe miasto poza San Diego, które już wydaje 70 procent swojego budżetu na wydatki emerytalne, a to było przed rozpoczęciem obecnego kryzysu finansowego. Problemu nie da się rozwiązać, podnosząc podatki. Podatki stanowe i lokalne wzrosły ogromnie w ciągu ostatnich dwudziestu lat, tak że teraz stanowią więcej rzeczywistych dolarów w podatkach niż cały rząd federalny. Te lokalne władze bardzo się rozżyły w dobrych czasach, mają bardzo małą motywację do zwalniania pracowników lub obniżania płac, a teraz w złych czasach będą próbowały żądać od podatników płacenia wyższych podatków. Nie sądzę, żeby to było skuteczne. Niektóre gminy próbowały już podnieść kwotę wyceny podatku od nieruchomości w przypadku prywatnych domów, ale próba ta spotkała się z dużym oporem, ponieważ wszyscy wiedzą, że ceny domów spadły w całym kraju. Wątpię, aby w czasie recesji podatnicy głosowali za podwyżkami lokalnych podatków dochodowych lub lokalnych podatków od sprzedaży. Stany i gminy nie muszą raportować swojej kondycji finansowej tak często, jak publiczne instytucje finansowe, takie jak banki komercyjne. Tak więc jak dotąd ta historia była dość dobrze ukryta. Ale w przyszłości będzie to ogromna historia. A rynek już wie. Dochody z wielu wolnych od podatku obligacji komunalnych są znacznie wyższe niż wolne od ryzyka stopy procentowe skarbu państwa, mimo że są wolne od podatku. Rynek przewiduje poważne problemy na rynku komunalnym. Najgorszym błędem, jaki możesz popełnić, jest kupowanie obligacji komunalnych pod kątem rentowności. Jeśli inwestujesz w najbardziej dochodowe papiery wartościowe komunalne, masz gwarancję, że zainwestowałeś w najbardziej ryzykowne podmioty stanowe i lokalne. Dlatego ich obligacje przynoszą tak duże dochody na rynku.

Kłamstwa na temat innych inwestycji

Kłamstwo nr 42 Firmy private equity tworzą wartość, przyjmując długoterminową perspektywę i rozwijając przedsiębiorstwa, w które inwestują.

Do niedawna firmy private equity cieszyły się bardzo dobrymi zwrotami z inwestycji. Kupując firmy na rynku publicznym z premią i wycofując je z obrotu prywatnego, były w stanie uzyskać zwroty dla swoich udziałowców przekraczające 20 procent rocznie. Obecny kryzys finansowy drastycznie obniżył te zwroty dla inwestorów firm private equity. Wiele firm private equity doświadcza obecnie spadku wartości swoich portfeli, a nie wzrostu. Będą powoli dostrzegać te straty, ponieważ nie muszą tego robić, dopóki nie sprzedadzą firmy portfelowej lub nie wprowadzą jej na giełdę. Natura biznesu polega na tym, że najpierw wprowadzają swoje bardziej udane firmy na giełdę lub zbierają je poprzez sprzedaż, a resztki, czyli firmy problemowe, pozostawiają w swoim bilansie, aby pozostały. Jednak firmy private equity odnoszą sukcesy od tak dawna, że warto zbadać, w jaki sposób dokładnie osiągnęły wszystkie te zyski na przestrzeni lat. Jest to podwójnie zaskakujące, ponieważ, jak powiedziałem wcześniej, powinno być bardzo trudno kupić publicznie notowane akcje z premią i wygenerować odpowiedni zwrot dla prywatnego inwestora. Powodem jest to, że publiczne akcje mają dużą płynność, którą tracisz, gdy prywatyzujesz firmę. Tak więc prywatny inwestor żąda wyższego zwrotu z inwestycji prywatnej niż z inwestycji w publicznie notowane akcje o dobrej płynności. Zakładając, że wszystkie inne czynniki są równe, oznacza to, że firma powinna być wyceniana mniej, a nie więcej, w transakcji

prywatnej. Jeśli przepływy pieniężne z firmy się nie zmieniają, a prywatny inwestor żąda wyższego zwrotu, musi to oznaczać, że wartość firmy dla niego jest niższa, aby wygenerować wymagany zwrot. Więc jak to zrobiły firmy private equity? Odpowiedź brzmi, że dramatycznie zwiększyły przepływy pieniężne. Rynek publiczny jest od dawna krytykowany za bardzo krótkoterminowe podejście do prowadzenia działalności, aby zadowolić kwartalne raporty zysków tak dokładnie przeglądane przez analityków badawczych z Wall Street. Spółki publiczne rzekomo prowadzą swoją działalność kwartał po kwartale. Wiem, że to nieprawda. Cała idea posiadania publicznie notowanej wartości akcji polega na tym, że cena akcji odzwierciedla wszystkie przyszłe dywidendy wypłacane przez spółkę swoim akcjonariuszom. Nie ma możliwości, aby spółka miała wartość równą trzydziestotrzy- do pięćdziesięciokrotności bieżącej dywidendy, gdyby inwestorzy byli zainteresowani tylko tegorocznym przepływem środków pieniężnych. Nie, inwestorzy publiczni przyjmują bardzo długoterminowe podejście horyzontalne, inwestując na giełdzie, i faktycznie uwzględniają dywidendy sto lat w przyszłości, wykonując obliczenia wartości bieżącej, aby uzyskać wartość ceny akcji zwykłych. Okazuje się, że inwestorzy kapitału prywatnego myślą bardzo krótkoterminowo. Skupiają się na przepływie środków pieniężnych w tym roku, ponieważ muszą spłacić ogromne kwoty długu, które zaciągnęli w firmie w tym roku, i dokonać rzeczywistych, dużych i bieżących płatności odsetek od tego długu. Firmy kapitału prywatnego nie są inwestorami, są cięciami. Obniżają płace, obcinają związki zawodowe i świadczenia pracownicze, obcinają wydatki kapitałowe i wymagane utrzymanie, obcinają nowe inwestycje i możliwości wzrostu, aby zmaksymalizować wyłącznie tegoroczny przepływ środków pieniężnych. Nie martwią się o przyszłość, ponieważ wiedzą, że wkrótce sprzedadzą firmę, a przyszłość będzie problemem kogoś innego. Nie są geniuszami operacyjnymi. Po prostu, poprzez manipulację finansową, zwiększają przepływy pieniężne w krótkim okresie, szkodząc długoterminowym perspektywom firmy, a także przenosząc wartość od pracowników do właścicieli. Jedyna wartość, jaką tworzą, leży w ich próbach rozwiązania problemu zarządów spółek publicznych, które nie reagują na potrzeby swoich akcjonariuszy. W świecie do góry nogami przychodzą i kontrolują zarządy, które prowadzą firmy dla własnej korzyści, a nie dla korzyści akcjonariuszy, ale firmy private equity prowadzą firmę dla siebie, a nie dla korzyści akcjonariuszy publicznych. W żadnym z przypadków akcjonariusze publiczni nie odnoszą ogromnych korzyści. Akcjonariusze publiczni mogą czuć się dobrze, będąc wykupywanymi z premią do obecnej ceny akcji, ale ta premia jest praktycznie iluzoryczna, ponieważ jest premią do wartości, która została ustalona przez źle zarządzany, egocentryczny zespół zarządzający, który od lat gwałci firmę dla własnego wzbogacenia. W świecie dywersyfikacji, w którym inwestorzy mają tak wiele inwestycji, że nie mogą ich skutecznie monitorować, firmy private equity i fundusze hedgingowe działają jak agenci policji w przypadku złego zarządzania. Jednak ci pośrednicy są sami w sobie niezwykle chciwi i zamiast tworzyć wartość dla publicznych akcjonariuszy, kończą na przejęciu wartości dla siebie. Rozwiązaniem nie jest posiadanie większej liczby nieuregulowanych funduszy private equity i hedgingowych, ale raczej mniejsza dywersyfikacja, o której mówiłem wcześniej, aby inwestorzy indywidualni i instytucjonalni mogli śledzić działania zarządów spółek i mieć pewność, że mają na sercu najlepsze interesy akcjonariuszy.

Kłamstwo nr 43 Inwestowanie w opcje na akcje daje Ci większy potencjał wzrostu przy ograniczonym lub zerowym ryzyku spadku.

Jeśli kiedykolwiek słyszałeś, jak sprzedawca namawia Cię do handlu opcjami, brzmi to mniej więcej tak. Masz wszystkie korzyści posiadania akcji zwykłych, ale tylko jedną dziesiątą inwestycji i żadnych strat. Och, gdyby to była prawda. Mam nadzieję, że do tej pory podejrzewałbyś takie stwierdzenie, ponieważ wiesz, że w ekonomii nie ma nic za darmo. Gdyby taka okazja naprawdę istniała, każdy posiadałby opcje, a nikt nie posiadałby akcji zwykłych. Opcja to nic więcej niż umowne prawo do odebrania akcji od sprzedawcy w przyszłości (opcja kupna) lub zmuszenia nabywcy akcji do ich zakupu w przyszłości (opcja sprzedaży). Jeśli jesteś optymistycznie nastawiony do perspektyw spółki, prawdopodobnie

będziesz zainteresowany kupnem opcji sprzedaży, a jeśli jesteś pesymistą, powinieneś kupić opcje sprzedaży. Przynajmniej tak głosi powszechna opinia. Okazuje się, że opcje put i call są wyceniane za pomocą dość złożonego wzoru matematycznego, który jest obojętny na kierunek, w którym Twoim zdaniem zmierzają ceny akcji. Wzór ten przypisuje większą wartość akcjom, które są bardziej zmienne, ale opcje, podobnie jak dobrzy inwestorzy, zdają sobie sprawę, że nie można przewidzieć kierunku rynku, a zatem są obojętne na odczucia ludzi co do tego, czy akcje zmierzają w górę czy w dół. To prawda, że możesz cieszyć się tym samym wzrostem, posiadając akcje zwykłe, przy znacznie mniejszej inwestycji, posiadając opcję call. Jednak w przeciwieństwie do akcji zwykłych, nie kontrolujesz tego wzrostu na zawsze, ale tylko przez ustalony okres kontraktu opcji call, który może wynosić trzy lub sześć miesięcy. Po wygaśnięciu kontraktu opcji call nie masz już interesu w tej spółce, w przeciwieństwie do inwestora akcji zwykłych, który cieszy się wzrostem akcji spółki na zawsze. To prawda również, że jeśli kupisz opcję call, będzie Cię to kosztować znacznie mniej niż zakup bazowej akcji zwykłej, może o 90 do 95 procent mniej. Ale ze względu na drastyczny wzrost zmienności i ponieważ w momencie wygaśnięcia za trzy lub sześć miesięcy opcja musi być albo w cenie, albo bezwartościowa, istnieje znacznie większe ryzyko utraty całej inwestycji. Jeśli akcje po 100 USD spadną do 90 USD, inwestor giełdowy nadal ma 90 USD, podczas gdy inwestor opcji kupna po cenie wykonania 100 USD zobaczy, jak cała jego inwestycja wyparowuje. Jest to jedna z podstawowych zasad inwestowania. Powinieneś żądać wyższego zwrotu w oparciu o to, jaka część Twojej inwestycji jest faktycznie zagrożona. Kiedy kupujesz opcję kupna, która jest obecnie poza ceną, wiesz, że za trzy lub sześć miesięcy bardzo prawdopodobne jest, że wygaśnie bezwartościowo. Nie ma w tym nic złego, ale lepiej byłoby, gdybyś otrzymywał bardzo dobry oczekiwany zwrot, jeśli losy firmy się poprawią, a cena akcji wzrośnie. Jeśli opcje kupna wygasają bezwartościowo przez większość czasu, to kiedy będziesz miał rację, lepiej byłoby, gdybyś otrzymał w zamian wielokrotność swojej inwestycji. Nie jest to nieoczekiwany zysk, gdy wygrywająca strategia kupna zwraca trzy do czterech razy więcej niż Twoja inwestycja: jest to absolutnie konieczne, biorąc pod uwagę, że w większości przypadków ryzykujesz całą swoją inwestycję, która wygasa bezwartościowo. Udane inwestowanie w opcje opiera się na niektórych z najbardziej złożonych wzorów matematycznych w finansach. Nawet przy pomocy tych wzorów nie ma magicznej przewagi w wykorzystywaniu opcji zamiast kupowania akcji bazowych. W rzeczywistości wyrafinowani gracze finansowi mogą tworzyć syntetyczne pozycje opcji kupna poprzez serię transakcji na rynku akcji zwykłych i rynku obligacji skarbowych USA. Po uwzględnieniu ryzyka nie ma żadnej różnicy między inwestowaniem w opcje a inwestowaniem w akcje bazowe. Zwroty na podstawie skorygowanego ryzyka są równoważne, ponieważ gdyby tak nie było, arbitrażysta wkroczyłby i kupił niedrogą okazję, sprzedał droższą i obniżył przewartościowane zabezpieczenie do rozsądnego poziomu. Dla niedoświadczonych inwestorów indywidualnych moja rada jest dość łatwa do wdrożenia: trzymajcie się z dala od handlu opcjami. Możecie chcieć kupić opcje sprzedaży przeciwko swojej obecnej pozycji akcji zwykłych, aby ograniczyć ryzyko spadkowe na rynku akcji zwykłych. Mogę jednak zapewnić, że jako mały indywidualny inwestor zapłacisz bardzo wysoką składkę za to ubezpieczenie, ponieważ opcja sprzedaży będzie bardzo droga, podobnie jak koszty transakcji związane z wdrożeniem transakcji. Lepiej, jeśli uważasz, że jedna z Twoich pozycji akcji zwykłych ma znaczną wadę, obróć akcje zwykłe lub przynajmniej zmniejsz liczbę posiadanych akcji, aż osiągniesz poziom komfortu, przy którym będziesz w stanie przetrwać recesję.

Kłamstwo nr 44 Fundusze kapitału podwyższonego ryzyka to świetny sposób na wykorzystanie fali high-tech.

Fundusze kapitału podwyższonego ryzyka to bardzo dziwny instrument inwestycyjny. Inwestują w tysiące bardzo małych firm w nadziei, że garstka z nich rozwinie się w tak duże firmy w przyszłości, że wygeneruje to dodatni zwrot dla całego portfela. Wiele firm kapitału podwyższonego ryzyka nigdy nie znajduje tych diamentów w stanie surowym i kończy na rozwiązaniu. Najbardziej udane firmy kapitału

podwyższonego ryzyka mogą wskazać na mniej niż garstkę firm, które wygenerowały prawie cały zwrot dla firmy w czasie. Są bardzo dumni ze swoich inwestycji w Yahoo i Google, które przyniosły zwrot tysiąckrotnie większy od ich inwestycji, ale nie mówią, że 99 procent ich inwestycji się nie udaje. Utrudnia to inwestorom ocenę, który z inwestorów kapitału podwyższonego ryzyka jest dobry w swoim biznesie, a który po prostu ma szczęście. Jeśli dwie firmy venture capital mają po 1000 inwestycji, a jedna ma siedem inwestycji, których wartość eksplodowała i jest uznawana za lidera rynku, podczas gdy druga ma tylko dwie inwestycje, które się sprawdziły i jest uznawana za porażkę rynku, kto może powiedzieć, czy ta różnica między nimi wynika z genialności czy po prostu głupiego szczęścia? Liczba historii sukcesu w stosunku do tysiąca różnych inwestycji jest w każdym przypadku tak niska, że nagradzanie kogoś, kto ma 0,7% wskaźnika sukcesu i karanie kogoś, kto ma 0,2% wskaźnika sukcesu, wydaje się przesadne. Inwestorzy venture capital są klasycznym przykładem pośrednika. Naprawdę starają się nie przynosić korzyści nikomu innemu poza sobą. Jeśli masz dobry pomysł na zaawansowaną technologię, który Twoim zdaniem przyniesie Ci dużo pieniędzy i przyniesiesz go firmie venture capital po niewielki zastrzyk kapitału, najprawdopodobniej przejmą oni kontrolę nad firmą i ostatecznie będą posiadać aż 80–90% udziałów w Twojej firmie. Twój status bardzo szybko zmieni się z założyciela i właściciela na płatnego pracownika. Podobnie, jako inwestor w IPO spółki z portfela venture capital, nie powinieneś czuć się tak, jakbyś ty i firma venture capital byli partnerami. W takiej transakcji, oni wyraźnie siedzą naprzeciwko ciebie przy stole. Próbują pozbyć się spółki ze swojego portfela, ponieważ nie wierzą już, że generuje ona wystarczający wzrost, aby mogli ją utrzymać, podczas gdy ty jako inwestor kupujesz spółkę. Kiedyś argumentowano, że te IPO nadal mają znaczące perspektywy wzrostu, ale nie pasują do długoterminowej strategii firmy venture capital. Obecnie wiele firm venture capital dokonuje znacznie dłuższych inwestycji, a niektóre nawet dokonują wykupów lewarowanych, więc jeśli w ich portfelu jest spółka, która z pewnością będzie rosła o 40 do 50 procent rocznie, bardziej sensowne byłoby dla nich utrzymanie jej w swoim portfelu. Prawdziwym powodem, dla którego firmy venture capital wprowadzają spółki na giełdę, jest utrata zaufania do przyszłych perspektyw wzrostu spółki. Uważają, że ryzyko utrzymania spółki w swoim portfelu nie jest tego warte. Mówiliśmy wcześniej o tym, dlaczego wiele firm high-tech jest przewartościowanych na rynku. Ludzie zakładają, że firma będzie istnieć przez długi czas, a zatem przypisują wyższą wielokrotność zysków i dywidend firmy przy ustalaniu ceny akcji, niż na to zasługuje krótkotrwała firma. Jednak sama natura biznesu high-tech sprawia, że wiele z tych firm high-tech szybko odkrywa, że ich produkty i usługi stają się przestarzałe, ponieważ są zastępowane przez oferty nowych firm high-tech. Jednym z największych schematów, który został odkryty podczas boomu i upadku high-tech na początku tego stulecia, jest to, że banki inwestycyjne, chcąc robić interesy z inwestorami venture capital, zawyżały wartość spółek high-tech wchodzących na giełdę. Standardową strategią było umieszczanie akcji IPO spółki high-tech u najlepszych dużych klientów instytucjonalnych banku inwestycyjnego, którzy odnotowywali wzrost popytu na akcje, a następnie w okresie od jednego do sześciu miesięcy sprzedawali akcje indywidualnym inwestorom. Kiedy szum medialny się skończył, a cena akcji wróciła na ziemię, najwięksi i najlepsi klienci banku inwestycyjnego wyszli z akcji, a Joe Sixpack został z niczym. Zawsze byłem zdumiony, że po zakończeniu boomu high-tech więcej indywidualnych inwestorów nie tworzyło pozwów zbiorowych i nie próbowało odzyskać części strat od banków inwestycyjnych za to, że dali się nabrać na takie oszustwa. Uważam, że przeszkodziła im próżność, ponieważ ci inwestorzy woleli lizać rany i cicho odejść, niż publicznie przyznać, że zostali oszukani na dziesiątki milionów dolarów w takich oszustwach.

Kłamstwo nr 45 Ceny towarów z pewnością spadną jeszcze bardziej, ponieważ popyt wyparowuje w tej globalnej recesji.

Towary są bardzo trudną inwestycją, którą należy właściwie przeanalizować i wyciągnąć wnioski, czy są przewartościowane, czy niedowartościowane. Każdy towar, jaki możesz wymienić, od drewna po

ropę naftową i boczki wieprzowe, jest badany przez tysiące ekspertów, którzy mają większą wiedzę niż Ty lub ja w swojej dziedzinie, że nie ma sensu próbować konkurować z nimi poprzez handel towarami. W dzisiejszym środowisku, nawet jeśli chcesz handlować towarami, istnieje podstawowy problem z określeniem, czy są one przewartościowane, czy niedowartościowane. Towary ostatnio poszybowały w górę, a cena ropy zbliżyła się do 150 USD za baryłkę. Biorąc pod uwagę moje negatywne nastawienie do światowej gospodarki, nie sądziłem, że takie ceny są trwałe i powiedziałem to, nakazując inwestorom sprzedawać ropę, drewno, miedź i każdy inny towar z wyjątkiem złota. Zobaczyłem, że globalny popyt na te towary skurczy się ogromnie w obliczu poważnej globalnej recesji i nie miało sensu, że ich ceny przyspieszyły. Wzrost cen był tak drastyczny, zwłaszcza w przypadku ropy, że uwierzyłem, że nie była to prawdziwa cena rynkowa, że ktoś próbował zmonopolizować rynek. Ostatnią osobą, która próbowała zmonopolizować rynek towarów, był Bunky Hunt, który próbował kupić całe srebro na świecie i podnieść jego cenę. Rynki towarów są tak duże i płynne, że prawie niemożliwe jest, aby ktokolwiek zmonopolizował rynek jakiegokolwiek towaru, zwłaszcza ropy. Były fundusze hedgingowe, które chciałyby spróbować, ale nie miały wystarczająco głębokich kieszeni. Ale najgłębsze kieszenie na świecie — sami producenci ropy, tacy jak Arabia Saudyjska — miały bardzo dobry powód, aby chcieć podnieść ceny ropy. Szacuje się, że przy cenie ropy wynoszącej 150 dolarów za baryłkę Arabia Saudyjska ma w ziemi blisko 100 bilionów dolarów ropy. To 100 000 miliardów dolarów ropy. Podtrzymywanie ceny ropy naftowej sztucznie, monopolizacja rynku i manipulowanie ceną rynkową na rynku kontraktów terminowych może kosztować kogoś nawet 1 miliard dolarów tygodniowo w rzeczywistych stratach, ponieważ przepłacał za ropę każdego dnia na tych rynkach. Ale 1 miliard dolarów tygodniowo lub 50 miliardów dolarów rocznie to grosze dla kogoś, kto ma 100 bilionów dolarów ropy naftowej w ziemi. Pięćdziesiąt miliardów dolarów rocznie to około 0,05 procent 100 bilionów dolarów, bardzo mała cena do zapłacenia za podtrzymanie rynku ropy naftowej. Mimo to nawet manipulowane rynki podlegają siłom ekonomicznym. Okazało się, że światowy kryzys gospodarczy był znacznie gorszy, niż ludzie przewidywali, a cena ropy naftowej załamała się wraz z większością innych towarów. Niektórzy mogą uważać, że ceny towarów spadły zbyt mocno i dlatego stanowią okazję inwestycyjną, podczas gdy inni mogą chcieć sprzedać towary na krótko na rynku kontraktów terminowych, wierząc, że ich spadek cen jeszcze się nie skończył. Istnieje problem z wdrożeniem którejkolwiek ze strategii na rynku towarów. Problem polega na tym, że trwająca globalna recesja będzie ograniczać realny popyt na te towary w przewidywalnej przyszłości. Więc realne ceny tych towarów pozostaną niskie i prawdopodobnie spadną jeszcze niżej. Ale cena nominalna, cena, którą widzisz w gazecie dla tych towarów, może faktycznie wzrosnąć. Powodem jest to, że rządy świata, które wydały biliony dolarów na ratowanie swoich instytucji finansowych, mogą musieć zacząć drukować ogromne ilości waluty, powodując ogólną inflację. Jeśli inflacja ruszy, ceny tych towarów, przynajmniej ich nominalne ceny, eksplodują, denominowane w walutach krajów, które drukują pieniądze. Tak więc to jest definicja złej inwestycji. Na podstawie badań odkryłeś dwa przeciwstawne wpływy: realne ceny towarów mogą spaść z powodu braku realnego popytu w globalnej recesji, ale mogą wzrosnąć nominalnie z powodu ponownego pojawienia się inflacji. Najlepiej trzymać się z daleka od inwestycji, w których najsilniejsze siły napędzające ceny bazowe poruszają się w przeciwnych kierunkach. Wyjątkiem jest złoto, które zawsze było dobrym zabezpieczeniem przed inflacją.

Kłamstwo nr 46 Ignorując obecne zakłócenia, mieszkalnictwo jest zawsze bardzo dobrą długoterminową inwestycją.

Jak zapewne wiesz, napisałem dwie książki krytykujące branżę mieszkaniową i jestem bardzo negatywnie nastawiony do jej perspektyw cenowych. W 2003 roku zasugerowałem moim czytelnikom, aby sprzedali swoje domy i wynajmowali, lub przynajmniej kupili opcje Fannie Mae jako zabezpieczenie, a w 2006 roku przewidziałem, że kraj odnotuje realne spadki cen nieruchomości o 25 do 35 procent, a niektóre miasta w Kalifornii i na Florydzie odnotują spadki cen przekraczające 60

procent. Dlatego możesz być zaskoczony, słysząc, jak nazywam mieszkalnictwo dobrą inwestycją. Gdy mieszkalnictwo powróci do bardziej normalnego poziomu, uważam, że będzie to dobra inwestycja. Pierwsze pytanie jest oczywiste: jaki jest bardziej normalny poziom i kiedy zobaczymy dno? Mieszkania są nadal znacznie przewartościowane w wielu miastach w całym kraju. Kupowanie jest nadal znacznie droższe niż wynajmowanie, nawet po odliczeniu podatków, a ta dysproporcja będzie się pogłębiać w przyszłości, ponieważ czynsze spadną z powodu recesji. Banki są mniej chętne do pożyczania pieniędzy nowym nabywcom domów i żądają większych wpłat początkowych, a kredyty hipoteczne są trudniejsze do uzyskania. Ludzie nie wydadzą milionów dolarów na dom, jeśli będą musieli wpłacić 15-20 procent zaliczki, a nie zakwalifikują się do pożyczki, jeśli ich raty kredytu hipotecznego nie mogą przekraczać 30-35 procent ich dochodu. Ceny będą musiały jeszcze bardziej spaść, ponieważ nie ma funduszy bankowych dostępnych na płacenie wysokich cen za domy. Ale nawet gdyby banki były skłonne udzielić pieniędzy nabywcom domów na zakup domów, nie sądzę, aby w dzisiejszych warunkach było wiele osób chętnych do zakupu domu. Nie chodzi tylko o to, że rozumieją, że jest to ryzykowna decyzja z korzyściami i stratami. Doszli również do wniosku, że inwestowanie tak dużego procentu ich wartości netto w nieruchomości mieszkaniowe nie ma sensu. Z pewnością psuje to ich plany dywersyfikacji, czyniąc ich tak bardzo narażonymi na nieruchomości mieszkaniowe. A dla inteligentnych inwestorów nie jest to produktywne wykorzystanie kapitału. Jeśli mieszkasz we własnym domu, to nie jest inwestycja; to konsumpcja. Rezygnujesz z dochodu z inwestycji, który jest dochodem z wynajmu, który mógłbyś zarobić wynajmując nieruchomość, a zamiast tego konsumujesz go, mieszkając w nieruchomości. Nie możesz zakładać, że ceny domów wzrosną tak drastycznie w przyszłości, że będziesz miał dodatni zwrot z mieszkania w domu. Ale prawdopodobnie za dwadzieścia cztery miesiące pojawią się okazje do inwestycji w nieruchomości dostępne dla inteligentnych inwestorów. Łatwo jest stwierdzić, kiedy inwestycja w nieruchomości ma sens z perspektywy biznesowej. Dochód z wynajmu nie tylko pokrywa raty kredytu hipotecznego, konserwację i podatki, ale zapewnia Ci zdrowy zwrot z inwestycji. Nie możesz już zakładać, że rosnące ceny domów wyciągną Cię z nieruchomości z ujemnym przepływem środków pieniężnych każdego miesiąca. Jeśli uda Ci się znaleźć takie nieruchomości, gdy ceny nieruchomości osiągną najniższy poziom, wierzę, że są to dobre inwestycje. Powodem jest to, że nieruchomości w perspektywie długoterminowej są bardzo dobrym zabezpieczeniem przed inflacją. W przeciwieństwie do akcji, których przepływy pieniężne cierpią w okresach wysokiej inflacji, nieruchomości są prawdziwym aktywem, jak towar, który powinien rosnąć dolar za dolara wraz z ogólną inflacją. Jeśli ceny ustabilizują się na poziomie, który umożliwia Ci osiągnięcie wysokiego bieżącego zwrotu z tytułu wynajmu i jednocześnie zabezpieczenie kapitału zainwestowanego w nieruchomości przed inflacją, to jest to definicja dobrej inwestycji.

Kłamstwo nr 47 Złoto jest złą inwestycją, ponieważ ma niewiele produktywnych zastosowań w przemyśle.

To prawda, że złoto nie ma wielu zastosowań w przemyśle. Zaskakująco okazuje się to zaletą, a nie wadą, gdy myśli się o inwestowaniu w złoto. Ludzie nie inwestują w złoto ze względu na jego wydajność produkcyjną. Złoto jako inwestycja jest wykorzystywane wyłącznie jako zabezpieczenie przed inflacją. Mówimy tutaj o ogólnej inflacji, w której średnia cena wszystkich rzeczy wzrasta, ponieważ rząd drukuje pieniądze. Jeśli rząd drukuje dwa razy więcej pieniędzy, a wszystkie inne rzeczy pozostają takie same, ceny muszą się podwoić. Nie oznacza to, że ludzie bardziej cenią dobra, po prostu mają więcej dolarów, ponieważ rząd je drukuje. Ale jeśli masz inwestycje, takie jak obligacje o stałym oprocentowaniu, które nie chronią przed możliwością, że rząd wydrukuje więcej pieniędzy i spowoduje ogólną inflację, może to być bardzo poważny problem w Twoim portfelu. Dlatego inwestowanie w złoto jest dobrą okazją do zabezpieczenia się przed nieoczekiwaną inflacją. Towary powinny dobrze sobie radzić w okresach wysokiej inflacji. Ale, jak widzieliśmy, inne towary, takie jak drewno, miedź, stal i ropa naftowa, są tak ważne dla gospodarki produkcyjnej, że ich cena może spaść, gdy gospodarka

się kurczy. Złoto, ponieważ ma bardzo mało zastosowań produkcyjnych, nie powinno spadać i ostatnio nie spadło, ponieważ ceny innych towarów spadły wraz ze światową recesją. Tak więc ponownie, jedynym powodem inwestowania w złoto jest zabezpieczenie przed inflacją. Podaż złota na świecie jest stosunkowo stała. Fakt, że złoto ma niewiele zastosowań produkcyjnych w przemyśle, oznacza, że popyt na złoto jest bardzo niski w porównaniu do światowej podaży. Ponadto wiele systemów rezerw bankowych dla krajów świata przechowuje złoto w swoich rezerwach, więc podaż jest również ogromna i stosunkowo stała — cechy, których oczekujesz od waluty. W ciągu ostatnich dziesięciu lat nastąpił początek ruchu banków rezerwowych na całym świecie, aby przechowywać mniej złota, a więcej papierów wartościowych zbywalnych, takich jak obligacje skarbowe. Obligacje skarbowe, płaćące stałe oprocentowanie każdego roku, są naprawdę atrakcyjne dla krajów, które nie uzyskują bieżącego zwrotu z posiadania złota. Można by pomyśleć, że ten ruch w kierunku posiadania amerykańskich obligacji skarbowych przez systemy rezerw bankowych krajów zwolnił, jeśli nie zatrzymał się całkowicie. Kraje świata w obecnym kryzysie gospodarczym muszą zrozumieć, że nawet kraje tak duże jak Stany Zjednoczone mają teraz związane z nimi ryzyko bankructwa i że ponoszą realne ryzyko, posiadając obligacje rządu USA lub nawet dolara amerykańskiego. A dolary przynoszą prawie zerowe odsetki. Złoto jest obecnie lepsze nawet od dolara amerykańskiego, ponieważ podaż złota na świecie jest stosunkowo stała. Ponieważ istnieje niewiele produktywnych zastosowań złota, niewiele kopalni generuje nową podaż. Więcej dolarów można wydrukować z dnia na dzień i może to spowodować ogromne zmniejszenie wartości dla kogoś, kto posiada dolary; podaż złota na świecie nie można szybko zwiększyć. To jest powód, dla którego złoto jest atrakcyjną okazją inwestycyjną, jeśli martwisz się, że kraje świata zwiększają swoje waluty.

Kłamstwo nr 48 Akcje uprzywilejowane są lepszą inwestycją niż zwykłe, ponieważ są spłacane jako pierwsze w przypadku upadłości.

Zawsze uważałem, że osoby, które kupiły akcje uprzywilejowane w spółkach, mogą być najgłupszymi inwestorami na świecie. Mówi się im, że akcje uprzywilejowane są starsze od akcji zwykłych spółki i że w przypadku upadłości akcjonariusze uprzywilejowani zostaną spłaceni jako pierwsi, zanim zostaną spłacone akcje zwykłe. Ale inwestycje uprzywilejowane są nadal inwestycjami kapitałowymi. Jako takie, w przypadku upadłości zostaną najprawdopodobniej całkowicie wymazane, zanim inwestorzy dłużni poniosą znaczną stratę. Trudno wyobrazić sobie spółkę w stanie upadłości, która wymazuje swoich inwestorów akcji zwykłych, a następnie zatrzymuje się i spłaca swoich inwestorów uprzywilejowanych w całości. W większości przypadków upadłości prawnicy zajmujący się upadłościami przekreślają akcje zwykłe, a następnie skreślają akcje uprzywilejowane i zakładają, że żadne z nich nie ma żadnej wartości w przypadku upadłości. Ale nawet jeśli miałeś silniejszą pozycję w przypadku upadłości, trzymając akcje uprzywilejowane w porównaniu ze zwykłymi, nie ma sensu, aby był to kluczowy czynnik w procesie podejmowania decyzji podczas inwestowania. Podczas gdy bankructwo jest bardzo poważną sytuacją dla każdej firmy, ryzyko jego wystąpienia jest tak małe, że nie ma sensu pozwalać, aby kierowało Twoją filozofią inwestycyjną. Dziewięćdziesiąt dziewięć procent czasu, w który inwestujesz, nie zbankrutuje, przynajmniej w bardziej normalnych czasach, więc nie powinieneś opierać swoich decyzji inwestycyjnych na tym, co dzieje się tylko w 1 procentach przypadków. Prawdziwym problemem z akcjami uprzywilejowanymi są intencje firmy. Firma, która emituje akcje uprzywilejowane, zasadniczo mówi, że jest tak bardzo lewarowana, że nie może już emitować długu. Tworzy strumień dywidendy uprzywilejowanej, który jest bardzo podobny, jeśli nie droższy, od kosztów odsetkowych od długu w jej księgach, ale nie otrzymuje odliczenia podatkowego od dywidend uprzywilejowanych, jak miałyby to miejsce w przypadku odsetek od długu. Firmy, które emitują akcje uprzywilejowane, nie mogą emitować dodatkowego długu, ale aby zadowolić swoich inwestorów dłużnych, muszą zwiększyć bazę kapitałową swoich firm. Takie firmy powinny pozyskać nowy kapitał. Jednak inwestorzy powinni chcieć kupić zwykły kapitał w takich sytuacjach, aby w

przypadku poprawy sytuacji firmy nowy zwykły inwestor miał udział w zysku. Inwestorzy uprzywilejowani nie mają żadnych korzyści ekonomicznych. Mają wszystkie ryzyka spadkowe inwestora w akcje zwykłe i najprawdopodobniej w przypadku bankructwa stracą wszystko, ale w przeciwieństwie do inwestora w akcje zwykłe nigdy nie mogą uzyskać więcej pieniędzy niż ich kapitał początkowy z firmy. Ponieważ akcje uprzywilejowane są tak złym pomysłem z perspektywy emitującej firmy, muszą być złym pomysłem dla inwestora. Firmy w tarapatkach nie tylko nie mogą emitować długu, co zmusza je do emisji akcji uprzywilejowanych, ale prawdopodobnie nie mogą również emitować akcji zwykłych. Powodem jest to, że jeśli ich losy spadły na przestrzeni lat, cena ich akcji może być tak niska, że każda nowa emisja akcji zwykłych znacznie rozwodniłaby obecnych akcjonariuszy zwykłych. Tak więc powodem, dla którego należy trzymać się z dala od akcji uprzywilejowanych, jest to, że każda firma, która je emituje, przyznaje, że ma zbyt dużo długu i nie chce emitować więcej (lub że może jej to uniemożliwić) i że cena jej akcji zwykłych spadła tak bardzo, że nie jest w stanie poradzić sobie z rozwodnieniem nowego kapitału zwykłego. Akcje uprzywilejowane zamienne to inna historia. Typowa uprzywilejowana obligacja zamienna jest w 100% wymierna na akcje zwykłe spółki, ale po cenie wyższej od obecnej ceny rynkowej. Tutaj rzeczywiście dzielisz potencjalny wzrost spółki, więc nie mam nic przeciwko inwestowaniu w uprzywilejowane obligacje zamienne. Ale nie myśl, że przechrzysz rynek i dostaniesz tę opcję kapitałową za darmo. Na Wall Street są dziesiątki tysięcy ludzi, którzy zarabiają na życie analizując uprzywilejowane obligacje zamienne spółek i arbitrując różnicę między stopami zwrotu z uprzywilejowanych obligacji zamiennych a tym, po ile handluje się podstawowymi akcjami zwykłymi.

Kłamstwa w ekonomii

Kłamstwo nr 49 Bezrobocie wynosi obecnie 8,1 procent.

Mówi się nam, że bezrobocie osiągnęło najniższy poziom w obecnym cyklu 4,5 procent za rządów Busha, a na początku administracji Obamy oscyloowało w pobliżu 8,1 procent, zmierzając do 9 lub 10 procent, jeśli prognozy ekonomistów są poprawne. Nie sądzę, aby te liczby dokładnie odzwierciedlały stopień bezrobocia, jaki obecnie istnieje w naszym kraju. Uważam, że rzeczywista liczba jest bliższa 25 procentom bezrobocia. Uważam, że jeden na czterech Amerykanów w wieku produkcyjnym chce być w pełni zatrudniony, a nie jest. Jest to tak zaskakująca różnica, że jeśli mam rację, to podnosi ona kwestie wiarygodności wszystkich statystyk rządowych, które nam przekazują, i rodzi pytanie, czy nasz rząd nas nie wprowadza w błąd. Konie w Folwarku zwierzęcym były stale wprowadzane w błąd przez statystyki dostarczane przez rząd dotyczące świń, które pokazywały, że radzą sobie źle, a ich reakcją było zawsze, że będą się bardziej starać i pracować ciężiej. Folwark zwierzęcy miał być o socjalistycznym reżimie dyktatorskim, ale podobieństwa do sposobu, w jaki nasz rząd raportuje dane ekonomiczne, są przerażające. Według rządu, 8,1-procentowa liczba bezrobotnych, którą raportuje nam rząd, obejmuje tylko osoby aktywnie poszukujące zatrudnienia. Nawet rząd przyznaje, że oficjalna liczba 8,1 procent staje się 14,5 procent, gdy uwzględnimy innych, takich jak pracownicy w niepełnym wymiarze godzin, którzy pracowaliby w pełnym wymiarze godzin, gdyby były dostępne możliwości zatrudnienia. Ale myślę, że ta liczba drastycznie zaniża skalę problemu bezrobocia. Aby spojrzeć na to z innej perspektywy, sprawdźmy, jaki procent Amerykanów jest zatrudnionych, a jaki bezrobotnych. Jest 310 milionów Amerykanów, z czego około 80 milionów to dzieci, za młode, aby pracować. Pozostaje 230 milionów Amerykanów w wieku umożliwiającym pracę, z których niektórzy są tak starzy, że mogą nie być w stanie pracować lub tak dobrze radzą sobie ze swoimi oszczędnościami, że mogliby przejść na emeryturę. Ponadto część z tych 230 milionów to studenci college'u, a niektórzy są niepełnosprawni i niezdolni do pracy. Inni są w więzieniu. Coraz mniej jest gospodyń domowych, które świadomie decydują się na pracę w domu, a nie na rynku. Mówię coraz mniej, ponieważ liczba kobiet, które mają pracę na pełen etat, wzrosła z 31 procent do prawie 65 procent w ciągu ostatnich czterdziestu lat. Ale

— i to jest klucz — obecnie tylko 134 miliony Amerykanów jest w pełni zatrudnionych. Jako procent liczby dorosłych Amerykanów, jest to tylko 61 procent. Nawet biorąc pod uwagę osoby starsze (może 3 procent dorosłych Amerykanów ma ponad sześćdziesiąt pięć lat), niepełnosprawnych (około 1 procent Amerykanów w wieku produkcyjnym), populację więzienną (około 2 procent), studentów (około 3 procent) i gospodynie domowe (około 5 procent), nadal mamy 25 procent Amerykanów w wieku produkcyjnym, którzy są bezrobotni. A to nie obejmuje gospodyń domowych, osób starszych, studentów i niepełnosprawnych, którzy pracowaliby, gdyby była dostępna praca. Jeśli się nie mylę, blisko 35 milionów dorosłych Amerykanów jest obecnie niedozatrudnionych. Oprócz okłamywania amerykańskiej opinii publicznej co do liczby pracujących rodaków — co jest głównym wskaźnikiem kondycji gospodarki — kłamstwa na temat bezrobocia mają o wiele większy wpływ. Wielu ekonomistów wykorzystuje dane dotyczące bezrobocia jako kluczowy wskaźnik tego, czy gospodarka działa na pełnych obrotach. Kiedy zgłaszane bezrobocie spada poniżej 5 procent, większość ekonomistów jest przekonana, że gospodarka działa na pełnych obrotach i że wszelkie inne środki stymulujące po prostu spowodowałyby inflację. Zobaczymy później w tym rozdziale, że pełne zatrudnienie nie jest przyczyną ogólnej inflacji w gospodarce. Ale wyobraź sobie, jak szkodliwe dla gospodarki jest, gdy rząd i jego doradcy ekonomiczni wierzą, że wszystko idzie dobrze, ponieważ zgłaszane bezrobocie wynosi 5 procent lub nawet 8 procent, podczas gdy rzeczywista liczba jest bliższa 20 lub 25 procent. Rezultatem jest duża liczba bezrobotnych, których system ignoruje i którzy żyją w ubóstwie, z kiepską opieką zdrowotną, niewielkimi możliwościami wyjścia z ubóstwa i rządem, który nawet nie przyznaje, że istnieją. Ponadto, ci stale bezrobotni lub bezrobotni muszą znaleźć sposób na wyżywienie swoich dzieci, stając się członkami szarej strefy, czarnego rynku. Wielu trafia do przedsiębiorstw przestępczych, wielu angażuje się w nielegalny handel narkotykami, a spora liczba po prostu się poddaje. Dwa miliony Amerykanów przebywa obecnie w więzieniach. Możesz być pewien, że nie są oni uwzględnieni w raportowanych statystykach bezrobocia. Bezrobocie w naszym systemie gospodarczym jest jeszcze gorsze. Dzieje się tak, ponieważ Ameryka wyeksportowała większość swoich zdolności produkcyjnych za granicę. Produkcja jest wysoce cykliczna, a w okresach recesji naturalne jest zwalnianie pracowników w sektorze produkcyjnym w pierwszej kolejności. Jednym z powodów, dla których bezrobocie nie wzrosło w tej recesji aż do znacznie późniejszego etapu cyklu, było to, że nasza produkcja odbywała się w Chinach. Amerykanie nie byli zwalniani, ale chińscy pracownicy tak. Ponad dwadzieścia milionów Chińczyków jest obecnie bezrobotnych. Nie mówię, że musimy być tak samo zaniepokojeni chińskim pracownikiem, jak amerykańskim pracownikiem. Musimy jednak zdawać sobie sprawę, że nasz system gospodarczy i jego załamanie spowodowały poważne bezrobocie na świecie, zanim jeszcze dotarło do nas. Podobnie, pierwsze zwolnienia w tej recesji miały miejsce w firmach zajmujących się budową domów, malowaniem domów, projektowaniem krajobrazu i renowacją domów. Są to branże, które w dużym stopniu polegają na nielegalnych imigrantach jako źródłach siły roboczej. Innym powodem, dla którego bezrobocie nie wzrosło na początku tej recesji, jest to, że ci nielegalni imigranci stracili pracę, ale nigdy nie byli widniejący w księgach jako osoby mające pracę. Zawsze byli opłacani pod stołem. Wielu Meksykanów mieszkających nielegalnie w Stanach Zjednoczonych wraca teraz do Meksyku z powodu braku możliwości zatrudnienia tutaj. Niestety, nie będą mieli tam o wiele lepszych perspektyw, ponieważ recesja w Meksyku jest jeszcze głębsza niż w USA.

Kłamstwo nr 50 Obecne spadki realnego PKB są przesadzone.

Niektórzy twierdzą, że ostatnie spadki PKB są przesadzone i że gospodarka szybko odbije się od obecnej recesji. Jeśli już, to spadki PKB są niedoszacowane. PKB miało spaść w połowie 2008 roku, roku wyborczym, dopóki George Bush nie uchwalił obniżki podatków, która tymczasowo podtrzymała wydatki w trzecim kwartale 2008 roku. Następnie PKB stało się ujemne w trzecim i czwartym kwartale 2008 roku, ale teraz zostanie podtrzymane w połowie 2009 roku przez plan stymulacyjny Obamy.

Uważam, że PKB musi się skurczyć do bardziej zrównoważonego poziomu. Rząd nie jest w stanie utrzymać PKB na poziomie, który został osiągnięty tylko dzięki masowemu pożyczaniu i wydatkom konsumentów, przedsiębiorstw i rządu federalnego. Próba kontynuowania tego jest daremna. To tak jak ceny nieruchomości, które osiągnęły nieosiągalne poziomy z powodu luźnego udzielania kredytów hipotecznych i teraz muszą się ustabilizować na bardziej rozsądnych poziomach cen, na które każdy może sobie pozwolić. Próba utrzymania PKB lub cen nieruchomości na niezrównoważonym poziomie będzie daremnym ćwiczeniem, które zmarnuje biliony dolarów ograniczonych zasobów rządowych. PKB, jak podano, jest realnym PKB; został zdyskontowany o domniemany poziom inflacji lub deflacji mierzony wskaźnikiem cen konsumpcyjnych. Chodzi o to, aby dowiedzieć się, czy rzeczywista liczba jednostek produkcji wzrosła, niezależnie od ceny. Nazywa się to realnym, ponieważ zwykle ogólne ceny rosną z powodu wzrostu podaży pieniądza. Te wzrosty cen z pewnością nie są realne. Nie odzwierciedlają żadnego zwiększonego popytu na towary. Raczej odzwierciedlają po prostu więcej waluty w systemie. W obecnym otoczeniu, w którym ludzie martwią się deflacją, nie jestem pewien, czy spadki cen nie są realne. Wydaje mi się, a to tylko moja opinia, że realne ceny spadają na całej linii. Ludzie mają mniejszy popyt na towary przy obecnym poziomie cen. Nie chcą konsumować domów za milion dolarów, nie interesują ich pokoje hotelowe za 600 dolarów, zrezygnowali z wakacji za 4000 dolarów i brakuje im zasobów, aby kupić wiele sztuk biżuterii Tiffany'ego za 30 000 dolarów. Jeśli spadki cen, które obecnie obserwujemy w tym środowisku deflacyjnym, są „rzeczywiste”, co oznacza, że odzwierciedlają mniejszy popyt ze strony konsumentów na te dobra i mniejszą postrzeganą wartość dla konsumenta tych dóbr, wówczas podane dane dotyczące realnego PKB zaniżają skalę spadku w gospodarce. Kiedy mówimy, że realny PKB spadł o 5 procent w okresie deflacyjnym, w którym ceny również spadły o 5 procent, nie zmierzylśmy prawdziwej skali utraty wartości dla konsumentów w tej gospodarce. Konsumenty nie tylko kupili o 5 procent mniej jednostek, ale również zapłacili za nie o 5 procent mniej, ponieważ nie cenili tych dóbr tak wysoko. Sugeruje to, że realna wartość PKB spadła w tym przykładzie o 10 procent, jeśli uwzględnimy realne spadki cen, a nie o 5 procent, jak podaje realny PKB. Ekonomści twierdziliby, że powodem, dla którego znajdujemy się w środowisku deflacyjnym, jest kurczenie się podaży pieniądza. Nie jestem tego taki pewien. Rezerwa Federalna zrobiła wszystko, co w jej mocy, aby wstrzyknąć mnóstwo dolarów do systemu bankowego. Banki zmniejszają dźwignię finansową, a konsumenci w końcu zaczynają oszczędzać. Jednak ilość pieniądza o dużej mocy — to znaczy waluty plus rezerwy bankowe — w systemie rośnie, a nie maleje, więc trudno twierdzić, że jest to deflacyjne. Nie twierdzę, że całkowicie to rozumiem, ale wierzę, że spadki cen, które obserwujemy, odzwierciedlają rzeczywiste niższe wyceny w aprecjacji towarów i usług oferowanych w gospodarce przez ludzi. Jeśli stopa oszczędności rośnie, jest to jeden ze wskaźników, że ludzie szukają niższych cen, zanim zaczną ponownie konsumować. Czuję się komfortowo, mówiąc to, ponieważ ceny osiągnęły astronomiczne poziomy w przypadku większości rzeczy. Filiżanki kawy sprzedawano po sześć dolarów, džinsy po 300 dolarów, okulary przeciwsłoneczne po 250 dolarów, magazyny, które wyrzucałeś po godzinie, sprzedawano po pięć dolarów, ludzie płacili setki dolarów miesięcznie za telefony komórkowe i telewizję kablową, butelki wina znikły po 50 dolarów za butelkę, a szampana po 200 dolarów za butelkę, a niektóre bary i restauracje w Nowym Jorku nie pozwalały usiąść przy stoliku, chyba że wydałeś tysiące dolarów na butelki alkoholu przyniesione do twojego stolika. Ceny osiągnęły niezrównoważony poziom i musiały spaść, niezależnie od tego, co stało się z podażą pieniądza.

Kłamstwo nr 51 Inflacja jest spowodowana przegrzaną gospodarką, zbyt niskim bezrobociem i większymi żądaniami płacowymi pracowników.

Ogólna inflacja jest spowodowana drukowaniem przez rząd zbyt dużej ilości pieniędzy. Łatwo to zauważyć, gdy zrozumiesz, że ceny wszystkich rzeczy nie mogą wzrosnąć, jeśli nie ma więcej pieniędzy, więcej waluty. Jestem zdumiony, jak niewielu ekonomistów i ekspertów ekonomicznych rozumie ten prosty fakt. Każdego dnia w okresie prosperity byliśmy konfrontowani z komentarzami ekspertów

finansowych, którzy mówili, że powinniśmy być ostrożni, że bezrobocie spada tak nisko, że możemy skończyć na podbijaniu cen pracy i powodowaniu inflacji w ogólnej gospodarce. To zabawne: akcje mogą rosnać w cenie, nieruchomości mogą rosnać w cenie, każdy towar, jaki przyjdzie ci do głowy, może rosnać w cenie, ale gdy tylko płace zaczynają rosnać, w Waszyngtonie włączają się dzwonki alarmowe, a rząd podejmuje represje, stosując bardziej rygorystyczną politykę pieniężną, aby ograniczyć wzrosty płac pracowników. Dzieje się jedna z dwóch rzeczy, obie złe. Po pierwsze: być może ekonomiści naprawdę nie rozumieją tego problemu, który jest oszałamiający w swojej prostocie. Po drugie, i bardziej niepokojące: ekonomiści rozumieją, co się dzieje, ale nie sprzeciwiają się ani nawet nie wyjaśniają tego, co wiedzą, ponieważ są częścią systemu zorganizowanego w celu utrzymania niskich płac w celu zwiększenia zysków korporacyjnych, w tym rentowności banków. Później zobaczymy, że Rezerwa Federalna bardziej przejmuje się zdrowiem ekonomicznym naszych banków niż zdrowiem amerykańskich pracowników. Proszę nie myśleć, że zmyślam cokolwiek z tego. Alan Greenspan był proszony o zeznania przed Kongresem ponad trzydzieści razy w trakcie swojej kadencji o stanie gospodarki. Prawie bez wyjątku pytano go, czy inflacja jest problemem, którym kraj powinien się martwić, i niezmiennie odpowiadał, że nie: mimo że wydajność pracowników wzrosła, przeciętne wynagrodzenie pracownika po uwzględnieniu ogólnej inflacji nie wzrosło. Uważał, że jego zadaniem jest, za każdym razem, gdy pracownicy wykazywali jakąkolwiek poprawę płac, wkroczyć i ją zniszczyć. O czyich płacach, według Amerykanów, mówił? Mówił o waszych płacach. To był jaskrawy przykład tego, dla kogo naprawdę pracują nasi przedstawiciele rządowi i urzędnicy: dla dużych korporacji, które płacą nadmierne składki na kampanie i opłaty lobbingowe

Kłamstwo nr 52 Rezerwa Federalna pracuje dla przeciętnych Amerykanów i dba o to, aby gospodarka rosła i była dynamiczna.

Okazuje się, że Rezerwa Federalna nie jest częścią rządu; jest niezależna i jako taka nie działa w imieniu obywateli amerykańskich. Rezerwa Federalna jest kontrolowana przez Radę Rezerwy Federalnej. Tylko przewodniczący Rady Rezerwy Federalnej jest mianowany przez prezydenta Stanów Zjednoczonych. Pozostali członkowie są mianowani przez rady regionalne, które są w pełni kontrolowane przez banki komercyjne kraju. Historycznie większość ludzi zakładała, że Rezerwa Federalna działa w ich imieniu. Tak naprawdę nie działała. Działała w imieniu banków komercyjnych. W większości kwestii związanych ze zwiększeniem stabilności banków komercyjnych społeczeństwo popierałoby Fed. Ale w niektórych kwestiach interesy społeczeństwa i sektora bankowości komercyjnej są diametralnie różne. Zawsze wierzyłem, że Rezerwa Federalna podejmuje działania, gdy gospodarka jest zagrożona, a miejsca pracy są zagrożone. Teraz uważam, że nie jest to ich motywacja. Wierzę, że podejmują działania, gdy zagrożone są ich banki komercyjne. Rezerwa Federalna luzuje pieniądze, ponieważ kraj zmierza w kierunku recesji, nie dlatego, że pomaga to w tworzeniu miejsc pracy, jak twierdzi, ale raczej po to, aby pomóc bankom komercyjnym, które ponoszą znaczne straty z tytułu pożyczek. Obniżając stopy procentowe i luźno finansując, Rezerwa Federalna ułatwia bankom odzyskiwanie kapitału własnego poprzez pożyczanie krótkoterminowe po niskich stopach i pożyczanie długoterminowe po wyższych stopach. Rezerwa Federalna zdecydowanie nie jest pro-pracownicza. Obawia się nawet dobrych warunków gospodarczych, które wymagają zwiększenia zatrudnienia. Obawia się, że jeśli będzie pełne zatrudnienie, pracownicy będą mogli negocjować z kierownictwem i otrzymywać podwyżki płac, co Rezerwa Federalna uważa za inflacyjne. Rezerwa Federalna nie jest również zainteresowana tym, aby pracownicy osiągnęli uczciwe wynagrodzenia. Płace pracowników stanowią dużą pozycję kosztową dla korporacji, a jeśli wzrosną, korporacje zgłaszają niższą rentowność i mają większe trudności ze spłatą swoich długów, z których wiele jest należnych bankom komercyjnym, którym podlega Rezerwa Federalna. Ludzie zastanawiają się, dlaczego Alan Greenspan nie ujawnił wcześniej kryzysu mieszkaniowego i kredytów hipotecznych lub dlaczego nie podniósł stóp procentowych wcześniej, gdy zobaczył, że rozwija się bańka. Odpowiedź jest taka, że banki komercyjne, którym podlega prezes

Rezerwy Federalnej, radziły sobie całkiem nieźle w czasie boomu. Zgłaszały rekordowe zyski. Alan Greenspan nie chciał tego wyłączyć. Greenspan otrzymywał raporty z całego kraju, że kredyty hipoteczne wymknęły się spod kontroli, że w sektorze kredytów hipotecznych dochodziło do oszustw, które były powszechne, że warunki kredytów hipotecznych były tak agresywne, że nigdy nie można było ich spłacić. Nadal nic nie zrobił. Niektórzy są zaskoczeni, że banki komercyjne wpadły w ten kryzys finansowy i ostatecznie straciły znaczną ilość pieniędzy. Ale kwotę, którą straciły, należy porównać z setkami miliardów dolarów zysków, które osiągnęły w ciągu ostatnich dwóch dekad dzięki agresywnemu pożyczaniu sektorowi mieszkaniowemu, kredytom budowlanym, kredytom na nieruchomości komercyjne, kredytom na obligacje śmieciowe, kredytom pomostowym i kredytom dla funduszy hedgingowych i grup kapitału prywatnego, nie wspominając o wygórowanych opłatach pobieranych od konsumentów za kredyty studenckie, kredyty samochodowe i karty kredytowe. Może nie wyszło dokładnie tak, jak zaplanowały banki komercyjne, ale Rezerwa Federalna dała im wszystko, czego chcieli. Mniej regulacji, mniej przejrzystości, większa dźwignia w bankach, brak ograniczeń na ich pozycje pochodne i zielone światło dla łączenia bankowości inwestycyjnej i bankowości komercyjnej, co doprowadziło do całkowitego upadku biznesu sekurytyzacyjnego. Kiedy powstała Rezerwa Federalna, ludzie nie chcieli, aby grupa kontrolująca podaż pieniądza raportowała grupie politycznej takiej jak Kongres. Na pierwszy rzut oka brzmi to jak logiczne wytłumaczenie. Ale zamiast tego Rezerwa Federalna raportowała bankom komercyjnym. To był sztylet wbijany w serce każdego amerykańskiego pracującego mężczyzny i kobiety.

Kłamstwo nr 53 Cykle koniunkturalne i recesje są konieczne i normalne dla dobrze funkcjonującej gospodarki.

Żyjemy z recesjami tak długo, że normalne jest dla nas myślenie, że są nieuniknione, że są normalną częścią cyklu koniunkturalnego. Nikt nigdy nie wytłumaczył mi przekonująco, dlaczego normalna gospodarka musi przechodzić przez okresy rozkwitu i upadku z recesjami i okazjonalną depresją, powodując wielkie szkody dla swoich obywateli. Konwencjonalna mądrość mówi, że natura ludzi jest taka, że w dobrych czasach stają się zbyt pewni siebie i myślą, że dobre czasy będą trwać wiecznie, a jako takie nadmiernie konsumują, nadmiernie produkują i nadmiernie stymulują gospodarkę, co prowadzi do ostatecznego upadku, który nazywamy recesją. Po prostu nie wierzę w konwencjonalną mądrość. Myślę, że banki i Rezerwa Federalna, która jest kontrolowana przez banki, powodują recesje. Myślę, że banki są tak lewarowane i tak źle zarządzane, że często ponoszą poważne straty z tytułu pożyczek, które zagrażają wypłacalności banków. To nie jest takie trudne, jak mogłoby się wydawać, jeśli banki są lewarowane w stosunku 20 do 1. Bank lewarowany w stosunku 20 do 1 musi stracić tylko 5 procent swoich aktywów z powodu strat kredytowych i jest niewypłacalny. Z każdą nową dekadą jesteśmy zaskoczeni tym, jak banki znajdują nowe sposoby na utratę pieniędzy. Czasami są to komercyjne kredyty hipoteczne, w ramach których deweloperzy pożyczają miliardy dolarów od banku bez wkładu własnego. W przeszłości rolnicy otrzymywali pożyczki od banków i byli zachęceni do zakupu sprzętu, a następnie, gdy tylko to zrobili, banki obniżały wartość ich gruntów rolnych i żądały spłaty pożyczki. W latach 90. banki pożyczały pieniądze na wykupy lewarowane, które obciążały firmy ogromnymi długami bez możliwości spłaty pożyczki. Niedawno banki uznały, że rozsądnie jest pożyczać właścicielom domów pieniądze na zakup przewartościowanych domów, również bez wkładu własnego. Niezależnie od tego, który sektor portfela kredytowego popadnie w kłopoty, reakcja banków komercyjnych jest taka sama. Wycofują wszystkie pożyczki, aby chronić zagrożoną bazę kapitałową. Uważam, że to wycofanie pożyczek komercyjnych powoduje recesje, tak jak ich agresywne pożyczki w dobrych czasach powodują niezrównoważone boomy. Rezerwa Federalna, która, jak widzieliśmy, jest kontrolowana przez banki komercyjne, tylko pogarsza sprawę. Robią wszystko, co w ich mocy, aby pomóc swoim ukochanym bankom komercyjnym, obniżając stopy procentowe w recesjach i zalewając rynek pieniędzmi. Te niskie stopy procentowe są niczym więcej niż zwiastunem okresów prosperity i

baniek, które nadejdą, ponieważ aktywa szybko stają się przewartościowane. Luźne pieniądze, które Fed wstrzykuje do systemu, tworzą przyszłą inflację, która jest niezwykle szkodliwa dla gospodarki. Uważam, że możemy wyeliminować niemal wszystkie recesje, depresje i bańki aktywów za pomocą jednego prostego manewru: ograniczenia ilości dźwigni dostępnej dla banków. Gdyby bankom pozwolono na dźwignię finansową w stosunku 8 do 1 zamiast 20 lub 30 do 1, problem z pożyczkami w określonym sektorze ich portfela nie zagrażałby całemu ich kapitałowi własnemu i niekoniecznie musieliby wycofywać wszystkie pożyczki. Wprowadziłbym jeszcze jedną zmianę do naszego systemu bankowości komercyjnej. Zapobiegłbym pobieraniu przez dyrektorów i kierowników banków premii pieniężnych, nagród w postaci akcji o ograniczonym obrocie lub opcji na akcje poza firmą w dobrych latach. Pracownicy banku pracowaliby za pensję i proporcjonalną premię wynoszącą około 20 procent ich wynagrodzenia, a nie 2000 procent, które widzieliśmy ostatnio. A jeśli bank ma gwiazdy, które chcą dodatkowego wynagrodzenia, przyznałbym im akcje o ograniczonym obrocie, za które musieliby częściowo zapłacić i których nie mogliby spieniężyć przez dziesięć lat. W ten sposób zapewniłbym im taką samą długoterminową motywację jak akcjonariusze, aby utrzymać bank jako trwające przedsiębiorstwo i dynamicznie rozwijający się biznes. Na koniec uważam, że musimy przemyśleć kwestię gwarantowania depozytów banków komercyjnych przez rząd USA. Wydaje się to stwarzać ryzyko moralne, które popycha banki do podejmowania coraz bardziej ryzykownych działań na coraz większej dźwigni finansowej bez wynikającego z tego ubytku kapitału. Obecnie deponenci nie przejmują się tym, jak ryzykowne jest działanie banku, ponieważ wiedzą, że ma on gwarancję rządową na całą kwotę ich depozytów. Niektórzy twierdzą, że ta gwarancja rządowa depozytów bankowych tworzy bardziej stabilny system. Nie zgadzam się. Pozbyłbym się gwarancji rządowej depozytów, ale również nałożyłbym ścisły limit na to, jak duży może stać się jeden bank. Żaden bank nie byłby wystarczająco duży, aby zagrozić całemu systemowi finansowemu, gdyby zbankrutował. Deponenci musieliby zrobić to, co zawsze powinni byli robić: zdecydować, które banki mają wiarygodną historię bezpieczeństwa i ochrony, zanim zdeponują swoje pieniądze w banku. I rozwiązałbym regionalne zarządy Rezerwy Federalnej i kazałbym im raportować ludziom, a nie bankom.

Kłamstwo nr 54 Duży wzrost zatrudnienia w kraju jest oznaką zdrowej, prosperującej gospodarki.

Spśród wszystkich możliwych wskaźników ekonomicznych przytaczanych w celu wykazania, że kraj jest zdrowy i ma dynamiczną gospodarkę, często lubimy cytować liczbę nowych miejsc pracy utworzonych, zwłaszcza podczas nowej administracji prezydenckiej. Bill Clinton lubi przypominać nam, że podczas jego administracji powstało 22 miliony nowych miejsc pracy, a George Bush chciałby zapomnieć, że w ciągu jego ośmioletniej kadencji powstało mniej niż 2 miliony nowych miejsc pracy (a 4,0 miliony utracono w samym 2008 roku). Chociaż nie chcę powiedzieć niczego, co mogłoby zostać błędnie zinterpretowane jako poparcie dla którejkolwiek z polityk George'a Busha, zwłaszcza jego polityki gospodarczej, nie sądzę, aby poprzednie porównanie było całkowicie sprawiedliwe. Okazuje się, że podczas administracji Billa Clintona dziesiątki milionów imigrantów otrzymało pozwolenie na wjazd do kraju, wielu z nich nielegalnie. Ponadto wiele gospodyń domowych musiało pracować w pełnym wymiarze godzin w wyniku stagnacji płac. Pary zdały sobie sprawę, że nie mogą żyć z pensji jednego żywiciela rodziny. W końcu wielu emerytowanych starszych ludzi wróciło do pracy, ponieważ odkryli, że naprawdę nie stać ich na emeryturę. Tak więc liczba miejsc pracy w kraju wzrosła, ponieważ więcej osób szukało pracy. To nie jest dobry wskaźnik tego, jak zdrowy jest kraj. Zwłaszcza, gdy uświadomisz sobie, że większość miejsc pracy stworzonych podczas administracji Clintona i Busha to nisko płatne stanowiska usługowe w restauracjach typu fast food, opieka nad chorymi i starszymi w sektorze opieki zdrowotnej, praca na niskich stanowiskach administracyjnych lub walka w wojnach dla rządu. Tak więc odkryliśmy, że większość głównych wskaźników siły gospodarki naszego kraju jest całkowicie myląca. Wzrost zatrudnienia nie odzwierciedla siły gospodarki, statystyki dotyczące

bezrobocia są fałszywie podawane, a PKB wydaje się stale rosnać z niewłaściwych powodów. Czy masz wrażenie, że twój rząd cię okłamuje?

Kłamstwo nr 55 Obniżki podatków powodują wzrost gospodarczy.

Jeśli coś zostanie powtórzone wystarczająco dużo razy, uwierzemy w to. Przez zbyt długi czas słyszeliśmy, że obniżki podatków stymulują wzrost gospodarczy. Co jeszcze bardziej zdumiewające, wmówiono nam, że jeśli obniżymy stawki podatkowe, dochody podatkowe wzrosną. Ekonomista USC, Art Laffer, zbudował karierę na tej prostej, ale błędnej przesłance. Nie ma nigdzie dowodu i nie opublikowano żadnych badań naukowych, które pokazywałyby, że obniżki podatków generują większe dochody podatkowe lub powodują wzrost. Zwolennicy tej idei lubią cytować administrację Ronalda Reagana jako dowód na to, że gdy obniżymy stawki podatkowe dla osób fizycznych, gospodarka rusza. To prawda, że Ronald Reagan drastycznie obniżył ustawowe stawki podatkowe, zwłaszcza dla bogatych. Bogaci zobaczyli, że ich ustawowa stawka podatku dochodowego od osób fizycznych spadła z około 70 do 35 procent. Ale ta obniżka była iluzoryczna; bogaci nigdy nie płacili rządowi 70 procent swoich dochodów. Ponieważ ustawowa stawka była tak wysoka, bogaci spędzali mnóstwo czasu z prawnikami podatkowymi i innymi doradcami podatkowymi, aby znaleźć luki i raje podatkowe, więc większość z nich ostatecznie płaciła bardzo mało podatku lub nie płaciła go wcale. Nawet jeśli wierzysz, że obniżki podatków Reagana motywowały ludzi do dłuższej i cięższej pracy, nie da się znaleźć związku przyczynowo-skutkowego między obniżkami podatków a poprawą gospodarki w czasie jego administracji. Jestem głęboko przekonany, że to, co przygotowało grunt pod wzrost gospodarczy w administracji Ronalda Reagana, to jego decyzja podjęta na bardzo wczesnym etapie, aby Paul Volcker, prezes Fed, przestał drukować pieniądze. Ponieważ kraj w tym czasie miał deficyt operacyjny, oznaczało to, że Ronald Reagan musiałby polecić swojemu departamentowi skarbu, aby każdego roku pożyczał pieniądze na pokrycie deficytu. Zignorował krzyki ekonomistów, którzy twierdzili, że takie rządowe pożyczki wypierają prywatne inwestycje i hamują gospodarkę. Uważam, że większość dobrych rad otrzymał od Milтона Friedmana i w tym przypadku miał absolutną rację. Okazało się, że rządowe pożyczanie pieniędzy nie wypiera żadnych prywatnych inwestycji; było mnóstwo inwestycji dla wszystkich. Tak naprawdę, to właśnie robią stopy procentowe. Stopy procentowe nieznacznie rosną, co przyciąga wszelkiego rodzaju nowych inwestorów i nowe oszczędności z całego świata. Ale kluczowym elementem planu Reagana było to, że powstrzymał Rezerwę Federalną przed drukowaniem pieniędzy. Oznaczało to, że nie wprowadzano do systemu żadnej nowej waluty każdego roku, a gdy ceny się ustabilizowały, inflacja natychmiast spadała. Gdy ludzie zdali sobie sprawę, że rząd zamierza wycofać się z drukowania pieniędzy — gdy ludzie szczerze w to uwierzyli — długoterminowe stopy procentowe spadły. Stopa bazowa wynosiła 21,5 procent, gdy Reagan objął urząd, a ostatecznie spadła do 5,5 procent. Stopy procentowe kredytów hipotecznych za Reagana wynosiły 16 procent i osiągnęły najniższy poziom 4,5 procent za Busha II. Nie wierzę, że te spadki nominalnych stóp procentowych były odpowiedzialne za boom w gospodarce za Reagana, ponieważ realne stopy procentowe nigdy się nie zmieniły. Raczej, jak wyjaśniliśmy wcześniej, uważam, że sama inflacja jest dewastująca dla gospodarki, ponieważ uniemożliwia jednostkom zawieranie długoterminowych umów na zakup domów i samochodów, co zwykle jest największą gałęzią gospodarki. Więc Reagan rzeczywiście podjął działania, które spowodowały poprawę gospodarki. Ale jestem prawie pewien, że jego obniżki podatków nie miały z tym nic wspólnego. Jeszcze lepszym testem tego, czy obniżki podatków mogą stymulować gospodarkę, była sytuacja za rządów George'a W. Busha. W 2001 roku George W. Bush obniżył podatki o około 3,5 biliona dolarów dla najbogatszych Amerykanów. Zrobili to, co zrobiłaby każda rozsądna bogata osoba — wpłacili pieniądze do banku. Nie stworzyli nowych firm, nie stworzyli nowych miejsc pracy ani nie pobudzili gospodarki. Jakikolwiek wzrost nastąpił za Busha — który był minimalny — nie był prawdziwy. Wynikał z wydatków rządowych na drogę wojny, drastycznego wzrostu wydatków rządowych ogółem, w dużej mierze na prywatnych podwykonawców

z Halliburton i podobnych firm, oraz ogromnego wzrostu konsumpcji finansowanej pożyczkami zaciągniętymi przez osoby fizyczne na ich domy. Cała ta finansowana długiem konsumpcja była sztuczna, a cały wzrost PKB odnotowany za czasów Busha był nierealny. Teraz wszystko to jest zwracane, a nawet więcej. Pomysł, że obniżki podatków mogą zwiększyć dochody podatkowe, jest niemal śmieszny. Bush, z powodu obniżek podatków, wziął 250 miliardów dolarów rocznej nadwyżki, którą odziedziczył po Billu Clintonie i Bobie Rubinie, i zamienił ją w 1,2 biliona dolarów rocznego deficytu operacyjnego, który obecnie prawdopodobnie zmierza do 2 bilionów dolarów w ramach planu stymulacyjnego Obamy. Wierzę, że wielu ekonomistów tak naprawdę nie wierzy w te bzdury o tym, że obniżki podatków stymulują wzrost i same się spłacają dzięki zwiększonym dochodom rządowym, ale wierzę, że boją się mówić, ponieważ wiedzą, że bogaci, potężni i największe korporacje w kraju opowiadają się za niższymi podatkami. Innym zjawiskiem, które widzę, jest to, że spośród wszystkich dobrych ekonomistów na świecie, jeden idiota, taki jak Art Laffer, wyszedł ze swoją głupią teorią o obniżeniu podatków w celu zwiększenia dochodów podatkowych i został natychmiast przedstawiony w telewizji i mediach jako jakiś geniusz. Nie chodzi o to, że jego pomysł był lepiej zbadany lub jego praca naukowa była lepiej napisana niż tysiące innych autorstwa ekonomistów na całym świecie. Nie został wybrany ze względu na swój geniusz; został wybrany, ponieważ ta głupia teoria dawała bogatym i potężnym przykrywkę do kradzieży od tych mniej zamożnych.

Kłamstwo nr 56 Większe bogactwo kraju przynosi średnio większe szczęście.

Istnieje kilka podstawowych zasad, które stanowią fundament każdego społeczeństwa kapitalistycznego. Jedną z nich jest to, że ludzie są racjonalni, że inwestorzy i konsumenci będą działać w swoim najlepszym interesie. Mając wybór, wybiorą tańsze dobra o tej samej jakości do konsumpcji i inwestycje o wyższym zwrocie z mniejszym ryzykiem. Po drugie, jeśli wszystkie osoby i korporacje będą działać w swoim najlepszym interesie, rozwinie się rynek, który wygeneruje lepsze wyniki. To dzięki każdemu podmiotowi na rynku działającemu w swoim własnym interesie wartości są maksymalizowane na rynku, a społeczeństwo jest najbogatsze. Wrócimy do tego założenia w naszej dyskusji na temat zbiorowego rozwiązywania problemów w dalszej części tego tekstu. Po trzecie, ekonomiści zakładają, że wraz ze wzrostem bogactwa kraju jego obywatele będą szczęśliwsi. Wydaje się to niemal tautologiczne. Ale w tej książce zbadaliśmy wiele kłamstw, które na pierwszy rzut oka wydają się całkiem logiczne. Uważam, że to jest podobne. Okazuje się, że przeprowadzono badania nad tym, jak szczęśliwi są różni ludzie w swoim życiu i jak to koreluje z tym, jak są zamożni. Wyniki zdają się wskazywać, że indywidualne szczęście rzeczywiście wzrasta wraz ze wzrostem dochodów gospodarstwa domowego, do poziomu około 10 000 dolarów rocznie. Wydaje się to logiczne, ponieważ pierwsze 10 000 dolarów dochodu przeznaczane jest głównie na dobra podtrzymujące życie i łagodzenie bólu związanego z brakiem wystarczającej ilości jedzenia, schronienia, odzieży i opieki zdrowotnej dla rodziny. Po przekroczeniu 10 000 dolarów dochodu gospodarstwa domowego dzieje się coś dziwnego. Wygląda na to, że z każdym rosnącym dolarem dochodu jednostki stają się mniej szczęśliwe. Jeśli to prawda, narusza to jedno z głównych założeń kapitalizmu i wzrostu. Pomysł, co to znaczy, że mieszkańcy Argentyny ze średnim rocznym dochodem w wysokości 10 000 dolarów są szczęśliwsi niż obywatele Stanów Zjednoczonych ze średnim dochodem w wysokości 60 000 dolarów. Wydaje się to niewiarygodne, prawda? Cóż, nie, jeśli byłeś w Argentynie. Po przyjeździe do Argentyny widzisz, co powstrzymuje ich rozwój gospodarczy. Żyją w skorumpowanym społeczeństwie z skorumpowanym rządem i skorumpowanym prezydentem z skorumpowanym systemem prawnym, skorumpowanym departamentem sprawiedliwości i skorumpowanymi policjantami. W takim systemie bardzo trudno jest zbudować biznes, chronić prawa własności, unikać oszukańczych transakcji, dotrzymywać umów i unikać konieczności płacenia łapówek urzędnikom. Ale co jest również bardzo oczywiste po wizycie w Argentynie, to fakt, że ludzie wydają się niesamowicie szczęśliwi. Nie przeprowadziłem żadnych badań naukowych na ten temat, ale mogę opowiedzieć o moich pierwszych

wrażeniach. Wygląda na to, że ludzie nie żyją, aby pracować, ale raczej pracują, aby żyć. Nie pracują osiemdziesięciogodzinnych tygodniowo w swojej pracy i z pewnością nie zabierają stresu związanego z pracą do domu. Wypełniają swoje życie niemal codziennymi wydarzeniami towarzyskimi, otoczeni członkami rodziny i dużymi grupami przyjaciół. Stoły obiadowe w argentyńskich restauracjach są przeważnie nakryte dla dziesięciu lub dwunastu osób, w przeciwieństwie do nakryć dla jednej lub dwóch osób w Ameryce. I nie możesz pojąć szczęścia, dopóki nie pójdziesz na mecz piłki nożnej w Argentynie. Porównaj to z obecnymi Stanami Zjednoczonymi. Burger King zwiększył swoją rentowność w Ameryce, usuwając stoliki z czterema górnymi stolikami i instalując więcej stolików z dwoma górnymi, gdy zdali sobie sprawę, że większość ich klientów przychodziła jeść pojedynczo lub po dwa. Ludzie wydają się być pochłonięci pracą i zmotywowani do wychodzenia do przodu. Bogaci nie wiedzą, ile to wystarczająco dużo. Wszyscy wydają się brać udział w wyścigu o status, dążąc do największego domu, najszybszego samochodu lub najlepszej pracy. Ale w wyścigu o status tylko jedna osoba kończy szczęśliwa — osoba z największym domem lub największym samochodem. Reszta z nas cierpi z powodu stałego zajmowania ostatniego, a w najlepszym razie drugiego miejsca. Nowe badania ekonomiczne zaczynają pokazywać, że to nie bogactwo absolutne, ale względne motywuje ludzi. Jeśli nasze geny popychają nas w kierunku zwiększonej konkurencji z naszymi rówieśnikami o status, to nic dziwnego, że stajemy się nieszczęśliwi, ponieważ pracujemy ciężiej i ciężiej i znajdujemy wokół siebie tylko tych, którym wiedzie się lepiej. Oczywiście, model argentyński nie jest doskonały. Ale Ameryka ma wiele do nauczenia się od niego. Nie ma wątpliwości, że wraz ze wzrostem sukcesów Ameryki jej mieszkańcy stali się bardziej zamknięci i samotni. Zjrzyj do dowolnego samochodu na autostradzie, a najprawdopodobniej zobaczysz, że ma on jednego pasażera, kierowcę. Nawet ci Amerykanie, którzy zaakceptowali swoje najbliższe rodziny, stali się bardziej zamknięci, ponieważ wycofali się do swoich bogatych enklaw i dużych domów. Enklawy mają bramy bezpieczeństwa ze strażnikami, a domy mogłyby mieć fosy wokół siebie, biorąc pod uwagę, jak wiele interakcji jest między sąsiadami. W tym wszystkim jest dobra wiadomość. Jeśli rzeczywiście ludzie nie potrzebują setek tysięcy dolarów, aby być szczęśliwymi, oznacza to, że mamy zasoby, aby zaopiekować się ludźmi mniej szczęśliwymi od nas. Oczywiście możemy wpłacać pieniądze na cele charytatywne. Ale chciałbym, aby odnoszący sukcesy Amerykanie spędzali mniej czasu w swoich głównych pracach, a więcej wolnego czasu poświęcali na pomoc biednym, chorym, starszym i pozbawionym praw na świecie. Wierzę, że znalezienie spełnienia w tego typu pracy zrobi więcej, aby nas uszczęśliwić, niż dążenie do statusu.

Kłamstwo nr 57 Ubezpieczenia społeczne to program, który dba o naszych starszych, biednych.

Ubezpieczenia społeczne to program stworzony przez Franklina Delano Roosevelta w celu opieki nad naszymi starszymi, biednymi. W tamtym czasie, podczas Wielkiego Kryzysu, było bardzo niewielu starszych Amerykanów i prawie wszyscy byli biedni. Dzisiaj, dzięki współczesnej medycynie, liczba osób starszych rośnie każdego dnia i prawie dorównuje liczbie pracujących Amerykanów. Za czasów Roosevelta na jednego starszego emeryta przypadało trzydziestu pracowników, a dziś na jednego emeryta przypada tylko dwóch pracowników. Wraz z przechodzeniem na emeryturę wyżu demograficznego ten stosunek będzie się jeszcze bardziej zbliżał do parytetu. Ale nie wszyscy starsi ludzie są dziś biedni. W rzeczywistości, jako grupa wiekowa, Amerykanie powyżej sześćdziesięciu pięciu lat są najbogatszą grupą wiekową w Ameryce. Gospodarstwa domowe prowadzone przez osoby powyżej sześćdziesięciu pięciu lat mają średnio majątek netto wynoszący około 275 000 dolarów. Porównajmy to z młodymi Amerykanami w wieku od dwudziestu do czterdziestu lat, którzy mają około 30 000 dolarów wartości netto na gospodarstwo domowe. Majątek nie jest równomiernie rozłożony wśród osób starszych. Niektórzy są bardzo bogaci, inni mają znaczne oszczędności i dochody emerytalne, a jeszcze inni mają niewiele oszczędności i żyją z Ubezpieczeń Społecznych. Szacuje się, że 50 procent osób starszych ma dochody, które plasują ich w kategorii ubóstwa. Ale myślę, że to wyolbrzymia problem. niesprawiedliwe jest mierzenie dobrobytu ekonomicznego osoby na

emeryturze wysokością jej dochodu. Zamiast tego powinniśmy skupić się na tym, ile mają bogactwa i czy te aktywa wystarczą, aby zapewnić im utrzymanie do końca życia. Skupianie się na dochodach wydaje się nieodpowiednie, ponieważ model oszczędności cyklu życia w ekonomii sugeruje, że powinniśmy oszczędzać, gdy jesteśmy młodzi, i konsumować to bogactwo, gdy się zestarzejemy. Jak wspomniano wcześniej w tym tekście, aktywa netto osób starszych w tym kraju rosną z roku na rok, a nie maleją. Nawet jeśli twój dochód wynosiłby zero, jeśli masz znaczne oszczędności, mógłbyś żyć całkiem dobrze na emeryturze. Definicja ubóstwa również nie pasuje do osób starszych. Poziomy ubóstwa to te poniżej około 19 000 dolarów dochodu rocznie dla czteroosobowej rodziny. Siedemdziesiąt pięć procent starszych Amerykanów ma w pełni opłacone domy. Większość gospodarstw domowych, na czele których stoi osoba starsza, nie ma czterech osób, ale tylko jedną lub dwie. Jeśli, a zdaję sobie sprawę, że to duże „jeśli”, ich wydatki medyczne są pokrywane przez Medicare, to nie muszą mierzyć się z wieloma innymi dużymi wydatkami w swoim życiu. Nie sugeruję, że jest to łatwe, ale jeśli ich wydatki mieszkaniowe i medyczne są pokryte, osoba starsza może żyć z zasiłków z Ubezpieczeń Społecznych. Nikt nie chce mówić o żadnej reformie Ubezpieczeń Społecznych, mimo że jest ono bankrutem, a młodzi Amerykanie, którzy płacą składki, nigdy nie zobaczą z tego żadnych korzyści. Kluczem do reformy Ubezpieczeń Społecznych jest uświadomienie sobie, że wielu starszych Amerykanów jest dziś dość zamożnych pod względem wartości netto, szczególnie w porównaniu z młodymi ludźmi, którzy przekazują im swój majątek za pośrednictwem systemu. Można by po prostu wprowadzić test dochodów w ramach Social Security, ale myślę, że to by ukarało starszych Amerykanów, którzy płacili, myśląc, że to konto emerytalne i że ostatecznie odzyskają pieniądze. To, że ktoś jest bogaty na emeryturze, nie oznacza, że można złamać z nim umowy społeczne. Myślę, że znacznie lepszym sposobem jest kontynuowanie płacenia Social Security wszystkim starszym osobom, ale po ich śmierci, jeśli mają znaczny majątek, który chcą przekazać osobom pozostającym przy życiu, Social Security Administration mogłoby odzyskać ostatnie trzy do czterech lat płatności. Ponieważ osoby starsze nigdy nie wiedzą, jakie będą ich prawdziwe koszty leczenia, koszty domu opieki lub koszty związane z końcem życia, naturalne jest, że ostatecznie zaoszczędzą więcej, niż faktycznie będą potrzebować do końca życia. Ale nie ma większego sensu, aby wypłaty Social Security trafiały do ich spadkobierców. To nigdy nie było intencją Social Security. Odzyskanie świadczeń Social Security po śmierci wydaje mi się idealnym rozwiązaniem. Nie szkodzi ona starszemu Amerykaninowi, dopóki żyje, nie uniemożliwia mu odpowiedniego oszczędzania na pokrycie kosztów związanych z końcem jego życia i rozwiązuje problem nierówności między młodymi Amerykanami, którzy mają niewielkie oszczędności, a wydają tak ogromną część swoich dochodów na starszych Amerykanów, którzy mają znaczne oszczędności.

Kłamstwo nr 58 PKB musi stale rosnąć, aby gospodarka Ameryki była zdrowa.

Ekonomiści, myślę, od urodzenia wierzą, że zdrowa gospodarka to gospodarka rosnąca. Wierzą, że wzrost rozwiązuje wszystkie problemy. W rozwijającym się kraju ze średnim dochodem 1000 dolarów rocznie ekonomista może mieć rację. Polityka rządowa w tych krajach powinna być bardzo pro-biznesowa i pro-wzrostowa, ponieważ wraz ze wzrostem następuje złagodzenie cierpienia z powodu ubóstwa i chorób, a także środki na edukację ludności. Ale w w pełni rozwiniętym kraju, takim jak Stany Zjednoczone, nie widzę, jak można twierdzić, że wzrost jest zawsze dobry. Widzieliśmy wcześniej, że samo zwiększenie średniego dochodu powyżej 10 000 dolarów niekoniecznie przynosi większe szczęście. Można argumentować, że to nienasycony apetyt Amerykanów na konsumpcję i materializm napędza ich do większego wzrostu. Ja tego tak nie widzę. Uważam korporacje za główny czynnik napędzający coraz większy wzrost naszej gospodarki. Powiedzieliśmy wcześniej, że korporacje nie są osobami i dlatego nie powinny uczestniczyć w fundamentalnych decyzjach społecznych, takich jak to, jaki wzrost uważamy za optymalny. Korporacje są bezmyślne i obojętne. Są tak mądre, jak statuty, które dla nich piszesz. Sposób, w jaki ustrukturyzowaliśmy korporacje w tym kapitalistycznym

społeczeństwie, polega na tym, że istnieją one tylko po to, aby zwiększać wartość dla akcjonariuszy, a głównym sposobem zwiększania wartości dla akcjonariuszy jest większy wzrost. Mamy więc społeczeństwo, którego rząd jest nadmiernie kontrolowany przez korporacje i wiemy, że te korporacje bezmyślnie i obojętnie chcą tylko większego wzrostu. Pomyśl, jak to jest wywrócone do góry nogami. Tworzymy wirtualny, nierealny byt zwany korporacją, a następnie mówimy mu w statutach, aby dbał tylko o wzrost, a następnie pozwalamy mu przyczyniać się do naszego rządu i lobbować na jego rzecz, a następnie kończymy z rządem pro-wzrostowym bez żadnej dyskusji wśród obywateli. Potwór Frankenstein, którego stworzyliśmy, aby nam służył, korporacja, teraz chce, abyśmy służyli jemu. Oczywiście, podobne rzeczy można powiedzieć o innym stworzonym przez nas wirtualnym bycie zwanym rządem. Przyjrzyjmy się hipotetycznej przyszłości, w której na każdym metrze kwadratowym planety stoi jeden człowiek, ludzie muszą kupować tlen, ponieważ poziom CO₂ jest ekstremalny, a ludzie noszą sześciocalowe podeszwy na podeszwach butów, ponieważ Ziemia jest zbyt gorąca, aby na niej stanąć. W tym przyszłym świecie, w którym globalne ocieplenie i wzrost populacji powodują ekstremalne temperatury na planecie, możesz chcieć ograniczyć wzrost. Cóż, twierdzą, że jedno jest pewne. Korporacje w tym przyszłym świecie by się z tym nie zgodziły. Nie myślałyby o negatywnych skutkach wzrostu; nie ważyłyby jakości życia ludzi; nie martwiłyby się zniszczeniem planety. Robiłyby to, co zawsze robiły, czyli próbowałyby maksymalizować wartość dla akcjonariuszy poprzez zwiększanie wzrostu. Te przyszłe korporacje będą naciskać na rząd i wspierać polityki mające na celu pobudzenie jeszcze większego wzrostu populacji, jeszcze większej produkcji przemysłowej i wytwarzania odpadów, jeszcze większego rozwoju i będą popychać obywateli świata w kierunku jeszcze większej konsumpcji w ramach modelu korporacyjnego, że więcej znaczy lepiej, a jeszcze więcej w przyszłości jest najlepsze. Tak więc nasz rząd nie powinien brać przykładu z korporacji w decydowaniu, czy wzrost jest dobry. Ale nasi ekonomiści robią wszystko, co w ich mocy w obecnym kryzysie finansowym, aby zapobiec nawet niewielkiemu zmniejszeniu PKB. Nie wyobrażają sobie świata, w którym spadek PKB jest czymś dobrym. W obecnym kryzysie nie ma wątpliwości, że świat byłby w lepszej sytuacji z mniejszą dźwignią w systemie finansowym, mniejszym wzrostem konsumpcji lewarowanej i z PKB, który mógłby się skurczyć do bardziej rozsądnego poziomu. Fakt, że sama Ziemia woła o mniejszy wzrost, podczas gdy badamy problemy globalnego ocieplenia, niedoboru wody, niedoboru paliw kopalnych itd., jest całkowicie niezauważalny dla tych ekonomistów. Pomyśl, co to oznacza. Ekonomiści zasadniczo twierdzą, że gdyby PKB spadło do poziomu z 2003 r., byłaby to katastrofa. To nie ma sensu. Rok 2003 nie był złym rokiem ekonomicznym dla Stanów Zjednoczonych. Co byłoby złego w powrocie na jakiś czas do środowiska o niższym PKB przy takich poziomach konsumpcji i produkcji? Wszyscy moglibyśmy znieść 10-procentową obniżkę pensji i być tam jutro. A nasza gospodarka byłaby w stanie być o wiele bardziej stabilna i produktywna. Oczywiście musielibyśmy zrestrukturyzować nasze banki i korporacje oraz zmniejszyć ich zadłużenie, aby mogły przetrwać w świecie o mniejszym PKB. Jakiś mądry ekonomista musi pomyśleć o tym, jak można zorganizować społeczeństwo kapitalistyczne w społeczeństwie o zerowym wzroście. Firmy i ich akcjonariusze powinni być nagradzani za poprawę wydajności i produktywności, a nie tylko za zwiększanie bazy klientów pośród stale rosnącej populacji świata. Może to nie jest możliwe. Może to jest fatalna wada kapitalizmu. Może kapitalizm nieświadomie będzie nas popychał w kierunku coraz większego wzrostu, aż udusimy naszą gospodarkę i planetę.

Kłamstwo nr 59 Ulepszona technologia prowadzi do zwiększonej produktywności, co prowadzi do zdrowszego i szczęśliwszego społeczeństwa.

Inna podstawowa zasada ekonomistów głosi, że rozwój technologii jest dobry, ponieważ prowadzi do większej produktywności. Na pierwszy rzut oka trudno polemizować z tym stwierdzeniem. Postęp medycyny powinien prowadzić do dłuższego, zdrowszego życia. Postęp technologii komputerowych powinien prowadzić do lepszych informacji i bardziej satysfakcjonującego życia dla obywateli. Więcej robotyki powinno uwolnić ludzi do bardziej ludzkich zajęć niż praca przy liniach montażowych. Ale w

ciągu ostatnich stu lat byliśmy świadkami wielkiego postępu w technologii. I nie sądzę, aby to była prawda, że ludzie pracują mniej. Wygląda na to, że ludzie pracują równie ciężko. Być może część łamiącej kręgosłupy pracy związanej z karczowaniem ziemi lub uprawą gleby została złagodzona, ale ludzie nadal poświęcają wiele godzin pracy w tym, co wydaje się być konkurencyjnym wyścigiem, aby być lepszym od swoich sąsiadów. Bardzo niewiele osób mówi: Dość tego. Nie potrzebuję więcej dóbr luksusowych. Myślę, że będę pracować tylko dwadzieścia godzin tygodniowo i spędzać więcej czasu z rodziną i na moich pasjach, jakiegokolwiek by one nie były. Widzimy, że dzięki technologii i ulepszeniom produktywności, potrzeba tylko jedenastu roboczogodzin, aby wyprodukować samochód na linii montażowej. Pomyśl, co to oznacza. Gdyby istniał świat, w którym jedynym dobrem produkowanym i konsumowanym byłyby samochody, każda osoba na planecie mogłaby posiadać 200 samochodów. Dla niektórych entuzjastów samochodów, takich jak Jay Leno, może to brzmieć jak Nirvana. Ale sednem tego, co próbuję powiedzieć, jest to, że możemy bardzo szybko stać się społeczeństwem tak produktywnym, że musi ono zachęcać do konsumpcji i materializmu, aby stworzyć popyt na wszystkie produkty i usługi, które umożliwiają ulepszenia technologiczne. Może nie być tak, że Amerykanie domagają się wszystkich tych samochodów, łodzi i domów. Może być tak, że dzięki wzrostowi produktywności technologia je dostarcza. Prowadzi to do ogromnej presji ze strony korporacji i społeczeństwa, aby kłaść nacisk na konsumpcję i materializm. Takie podkreślenie, które łatwo dostrzec w reklamach korporacyjnych, musi prowadzić do bardziej egocentrycznego społeczeństwa, w którym ludzie oceniają się według tego, ile mają, a nie według tego, ile dają. Można też zauważyć, że w takim społeczeństwie opartym na konsumpcji całe biedne kontynenty na planecie mogą być ignorowane, ponieważ ich wydatki na mieszkańca nie są wystarczające, aby zwrócić uwagę tych globalnych dostawców dóbr i usług. Ponownie, nie chcę pozostawiać błędnego wrażenia, że jestem przeciwny systemom ekonomicznym, które są dobre w produkcji i osiągnięciu wzrostu produktywności i oszczędności kosztów. Ale oprócz wyłącznego nacisku korporacji na wzrost, jest to kolejny powód, dla którego ludzie, poprzez właściwie reprezentatywny rząd, muszą mieć oko na korporacje i gospodarkę, aby upewnić się, że ci agenci ekonomiczni pracują w naszym imieniu, a nie przeciwko nam. To, że możemy dużo produkować, nie oznacza, że powinniśmy dużo konsumować.

Kłamstwa w finansach

Kłamstwo nr 60 Dźwignia finansowa jest dobra, ponieważ zwiększa zwroty kapitału własnego akcjonariuszy.

Na przestrzeni lat naukowcy wahali się, jaka powinna być odpowiednia ilość dźwigni finansowej w firmie. W świecie podatków korporacyjnych wydaje się, że maksymalizacja dźwigni finansowej w firmie minimalizuje kwotę podatku, jaką płaci korporacja, ponieważ odsetki wypłacane posiadaczom obligacji są odliczane od podatku. W świecie podatków korporacyjnych i podatków osobistych odpowiednia ilość dźwigni finansowej staje się mniej jasna. Ale na Wall Street nie ma wątpliwości. Banki inwestycyjne i banki komercyjne dramatycznie zwiększyły swoją dźwignię finansową w ciągu ostatnich dwudziestu lat. Banki komercyjne posunęły się nawet tak daleko, że w 2004 r. zwróciły się do Kongresu o podniesienie limitów regulacyjnych dotyczących kwoty dźwigni finansowej, jaką mogą osiągnąć, z 10 do 1 do 40 do 1. Na tym nie poprzestały. Od 1982 r. Wall Street zwiększa dźwignię finansową w niemal każdej firmie, jaką udało im się znaleźć. Niezależnie od tego, jak stabilne i przewidywalne są przepływy pieniężne firmy, Wall Street chce zwiększyć dźwignię finansową. To doprowadziło do boomu wykupów lewarowanych i jest wyjaśnieniem dużej liczby firm private equity, z których większość to po prostu sklepy wykupów lewarowanych, które od tego czasu się rozwinęły. Jednak naukowcy, w swojej analizie właściwego poziomu dźwigni finansowej dla firmy, skupili się tylko na maksymalizacji wartości tej jednej firmy. Nie zadali pytania, ponownie w kontekście działań zbiorowych: co jeśli każdy zwiększy dźwignię finansową w swojej firmie? Można zauważyć, że nawet jeśli wartość jednej firmy zostanie

zmaksymalizowana poprzez zwiększenie dźwigni finansowej, nie będzie to dobre dla całego systemu gospodarczego, jeśli każdy to zrobi, ponieważ dźwignia finansowa zwiększa zmienność i ryzyko. Nigdzie nie jest to bardziej prawdziwe niż w naszym systemie bankowym. Nasz system bankowy ma kluczowe znaczenie dla udzielania kredytów wszystkim naszym branżom i zapewniania bezpiecznej przystani dla osób, które chcą zdeponować swoje oszczędności. Ze wszystkich branż ostatnią, w której chciałbyś zobaczyć wysoką dźwignię finansową, jest bankowość. A jednak dokładnie to zrobił sektor bankowości komercyjnej na całym świecie. Jestem pewien, że akcjonariusze banku cieszyli się z wyższych zwrotów z kapitału własnego, które wynikały z wyższej dźwigni w sektorze bankowym. Ale nawet akcjonariusze w pewnym momencie zdali sobie sprawę, że ryzykują swój kapitał, nakładając zbyt dużą dźwignię na firmy. Nie jest jasne, czy zarządy podzielały te obawy. Zarządy były głównie nagradzane premiami pieniężnymi z bieżących zysków i opcjami na akcje, które miały duży potencjał wzrostu, jeśli firma radziła sobie dobrze, ale niewielki lub żaden potencjał spadku, jeśli firma zbankrutowała. Dlatego można by się spodziewać, że zarządy będą chciały nieograniczonej dźwigni; zwiększyłyby to wartość ich opcji wzrostu, a są dość obojętne na potencjał spadku. Mogą stracić pracę, ale byłoby to tylko tymczasowe. Ci dyrektorzy mogliby przechodzić z jednego warsztatu do drugiego z względną łatwością. Oto piękny przykład tego, dlaczego rząd musi regulować sektor bankowy. Nawet jeśli akcjonariusze uzyskają lepszą kontrolę nad swoimi radami dyrektorów, a rady dyrektorów lepszą kontrolę nad swoimi zarządami, aby właściwie dopasować interesy zarządu do interesów akcjonariuszy, sami akcjonariusze chcieliby, aby ich poszczególne firmy korzystały z dźwigni finansowej większej niż ta, która jest dobra dla całej gospodarki. Ten problem nie znika, gdy nałożysz ograniczenia wielkości na banki, aby nie mogły stać się zbyt duże, aby upaść. Nawet jeśli masz wiele małych banków o różnym stopniu dźwigni finansowej, można by oczekiwać, że inwestorzy skierują się do tego, który ma największy zwrot z maksymalnej dźwigni. Nie, jedynym wyjściem z tej sytuacji jest interwencja rządu i ustalenie pułapu kwoty dźwigni finansowej, jaką może wykorzystać instytucja finansowa. Dlatego nazywa się je problemami działań zbiorowych. Bez regulacji, pasażer na gapę wzbogaciłby się, ale zaszkodziłby całemu systemowi. Jest jeszcze jedna opcja. Jedną z grup interesariuszy, która nie chciałaby widzieć ogromnej dźwigni finansowej w swoim banku, są deponenci banku. Gdybyśmy usunęli ubezpieczenie depozytów zapewniane przez rząd USA z depozytów banków komercyjnych, wówczas deponenci ukaraliby banki, które były nadmiernie lewarowane, wycofując swoje depozyty i umieszczając je w mniej lewarowanym banku. Jeśli nie wierzysz, że rząd może właściwie regulować firmy lub jeśli uważasz, że rząd słabo egzekwuje własne regulacje, może to być atrakcyjna alternatywa. Deponenci w takim nieubezpieczonym systemie mogliby się ubezpieczyć, rozkładając swoje depozyty na wiele banków, aby nie stracić całego swojego majątku netto, gdyby jeden bank zbankrutował. To naprawdę proste pytanie: czy wierzysz, że rząd lub osoby prywatne są lepsze w nadzorowaniu instytucji, które przechowują pieniądze osób fizycznych? Można by pomyśleć, że uchwalenie prostej zasady lub regulacji eliminuje problem, ale w tym kryzysie boleśnie się nauczyliśmy, że zasady i regulacje mogą być zaciemniane. Gdyby system był mniejszy i bardziej responsywny dla jednostek poprzez ograniczenie gwarancji rządowych i maksymalnej wielkości banków, z pewnością mielibyśmy odosobnione przypadki ludzi tracących część swojego majątku, gdy małe banki zbankrutowałyby, ale nie mielibyśmy masowych upadłości w całym systemie, które widzimy dzisiaj.

Kłamstwo nr 61 Płaca CEO jest zasłużona, ponieważ jest ustalana na bardzo konkurencyjnym rynku.

Kilka lat temu przyszedł do mnie dobry przyjaciel i zapytał, czy widzę coś złego w poziomie wynagrodzeń kadry kierowniczej na rynku. Myślę, że udzieliłem mu złej odpowiedzi, więc chciałbym wrócić do pytania tutaj. Wtedy powiedziałem, że rady dyrektorów zatwierdzają wszystkie wynagrodzenia kadry kierowniczej, a rady dyrektorów składają sprawozdania akcjonariuszom, więc jeśli dana firma chciałaby płacić swojemu CEO 1000 razy tyle, ile zarabia typowy amerykański pracownik, nie wydawało mi się, aby ktokolwiek miał powód, aby ingerować w tę decyzję. Nawet

niektórzy amerykańscy pracownicy uważają, że to trochę nie po amerykańsku, aby rząd nakładał ograniczenia na to, ile może zarobić CEO. Na ich obronę — mówiąc o byciu adwokatem diabła — niektórzy z najlepszych CEO, gdyby nie zarządzali spółkami publicznymi, mogliby iść do pracy, zarządzając spółkami portfelowymi dla firm private equity i zarabiać dziesiątki milionów dolarów w postaci premii, gdyby udało im się odwrócić sytuację w firmach będących w tarapatkach. Ale — i tu moja analiza była błędna — to nie jest naprawdę konkurencyjny rynek wynagrodzeń dla kadry kierowniczej. Zarząd tak naprawdę nie składa sprawozdań akcjonariuszom. W dużej mierze jest osobiście wybierany przez samego dyrektora generalnego i składa się z wielu jego bliskich przyjaciół. Rady dyrektorów starają się unikać konfliktów, powołując mniejszy komitet ds. wynagrodzeń dla kadry kierowniczej, złożony z zewnętrznych dyrektorów, który spotyka się, aby omówić wynagrodzenia dyrektorów generalnych. Ale znowu, są to głównie dobrzy przyjaciele dyrektora generalnego. Aby ukryć swoje wewnętrzne transakcje dotyczące wynagrodzeń, te komitety wykonawcze zatrudniają zewnętrznych konsultantów, którzy specjalizują się w poziomach wynagrodzeń kadry kierowniczej. Ale ci konsultanci ds. wynagrodzeń kadry kierowniczej to nic więcej niż dziwki, które chodzą od firmy do firmy, gromadząc dane na temat tego, ile zarabiają najlepiej opłacani dyrektorzy, a następnie wykorzystują te dane, aby uzasadnić płacenie kolejnym dyrektorom wygórowanych kwot. Wiedzą, dlaczego zostali zatrudnieni i dostarczają, przedstawiając absurdalnie wysokie szacunki wartości rynkowej dyrektora generalnego. Dyrektorzy generalni twierdzą, że sami tworzą ogromną wartość dla swoich akcjonariuszy. To może być prawdą, ale odkryłem, że wiele akcji spółek zyskuje na wartości po prostu przez głupi przypadek, gdy ceny towarów spadają, spadają koszty surowców lub koszty pracy lub inne rzeczy dzieją się poza kontrolą CEO. Nawet jeśli CEO są uznawani za tych, którzy tworzą ogromną wartość dla akcjonariuszy, nie oznacza to, że CEO powinien zgarnąć znaczną część tej wartości. Zgodnie z tą logiką, neurochirurg, który uratował ci życie, byłby twoim właścicielem, ponieważ byłbyś gotów oddać wszystko, co miałeś, aby wziąć jeszcze jeden oddech. Neurochirurdzy są dobrze opłacani, ale ich pensja ma związek z podażą neurochirurgów, a nie tylko z popytem na ich usługi ratujące życie. Podobnie, CEO może twierdzić, że może tworzyć dużą wartość dla akcjonariuszy, ale trudniej jest twierdzić, że jest jedyną osobą na świecie, która może to zrobić. Fakt, że inni mogą to osiągnąć, oznacza, że jego pensja powinna zależeć od tego, co potrzeba, aby znaleźć równie wykwalifikowaną osobę na rynku. Mogę zapewnić, że znalazłaby się bardzo długa lista bardzo zdolnych ludzi, którzy byliby gotowi poświęcić godziny pracy na stanowisku dyrektora generalnego za 20 milionów dolarów rocznie.

Kłamstwo nr 62 Największą zaletą formy korporacyjnej jest ograniczenie odpowiedzialności inwestora.

Forma korporacyjna, jako odrębny podmiot prawny, jest uznawana za jedną z największych innowacji w ekonomii. Większość uważa, że zdolność korporacji do ograniczenia odpowiedzialności inwestora jest głównym powodem jej sukcesu i popularności. Osoby fizyczne mogą inwestować w firmy i doskonale wiedzą, że istnieje zaporę chroniącą je przed wierzycielami, którzy mogliby dochodzić swoich osobistych aktywów. Ich straty są ograniczone do kwoty inwestycji. Jest to niezwykle ważne i korzystne w tworzeniu działającego systemu ekonomicznego. Jednak forma korporacyjna ma inne zalety, które nie są tak szeroko omawiane. Przed korporacjami większość firm była prowadzona jako rodzinne przedsiębiorstwa prywatne. Trudno było pozyskać długoterminowy kapitał, ponieważ ludzie albo nie widzieli jasnej linii sukcesji w zarządzaniu, albo nie robiło na nich wrażenia, że biznes prowadzą synowie i córki założycieli. Forma korporacyjna pozwoliła firmie przetrwać wiele pokoleń, stając się podmiotem samym w sobie i niezależnym od rodziny. Oznaczało to, że wzrost był nieograniczony dla korporacji, podobnie jak ramy czasowe, w których mogły osiągnąć ten wzrost. W rezultacie korporacje rozwijały się nie tylko przez dziesięć czy piętnaście lat, jak rodzinne przedsiębiorstwa, ale przez sto lat. Wadą tego jest to, że korporacje stały się bardzo dużymi, potężnymi podmiotami. Twierdziłbym, że są tak potężne, że teraz kontrolują nasz rząd poprzez swoje darowizny na kampanie i lobbying. Trudno

sobie wyobrazić, że staną się potężniejsze. A dzięki formie korporacyjnej nigdy nie stają się przestarzałe. Rozwijają się i rozwijają, i rozwijają, w nieskończoność. Czy duże korporacje wykorzystują tę władzę mądrze? Niekoniecznie. Jak widzieliśmy, tysiące akcjonariuszy może połączyć się w wirtualny podmiot prawny zwany korporacją, a następnie negocjować stawki płac z poszczególnymi pracownikami. Nie jest to najsprawiedliwszy sposób ustalania stawek płac. Po drugie, bardzo duże korporacje są niezwykle potężne w swoich miastach i społecznościach. Mogą w zasadzie dyktować, w jaki sposób będą wchodzić w interakcje ze społecznością w odniesieniu do lokalnych podatków, relacji społecznych i wymagań infrastrukturalnych. Po trzecie, korporacje są znane z wykorzystywania swojej władzy do minimalizowania wydatków na kwestie środowiskowe, kwestie konsumenckie, kwestie bezpieczeństwa, kwestie środowiska pracy itd. Mam teorię, że jedną z największych zalet odrębnego podmiotu prawnego zwanego korporacją jest to, że pozwala osobom w kierownictwie wykonawczym robić nieetyczne rzeczy, których nigdy nie zrobiłyby w swoim dobrym nazwisku rodzinnym. Całkiem etyczne osoby wydają się być skłonne robić raczej nieetyczne rzeczy, jeśli są robione w imieniu korporacji, a nie pod nazwiskiem rodzinnym. Więc jaki lepszy sposób na uzyskanie licencji na nieetyczne zachowanie niż założenie korporacji, zostanie jej pracownikiem i stwierdzenie, że twoje działania, choć nie są dobre dla społeczności, twoich współobywateli ani planety, są rzeczywiście dobre dla twoich udziałowców? Jestem pewien, że dyrektorzy korporacji produkujących broń uzasadniają swoje istnienie, twierdząc, że ich broń jest używana do utrzymania pokoju. Nie wiem, jak dyrektorzy firm tytoniowych racjonalizują swój cel w życiu.

Kłamstwo nr 63 Złożone instrumenty finansowe są dostosowane tak, aby przynosiły korzyści zarówno emitentowi, jak i inwestorowi.

To właśnie słyszałem, kiedy pracowałem jako bankier inwestycyjny na Wall Street. Zatrudnialiśmy coraz więcej osób obeznaną z fizyką i matematyką i pozwalaliśmy im tworzyć coraz bardziej złożone produkty finansowe. Wyjaśnienie, które mi podano, brzmiało, że te bardzo złożone produkty zaspokajają nisze rynkowe i doskonale pasują do potrzeby konkretnego inwestora, aby zminimalizować ryzyko, oraz zdolności emitenta do elastycznego pozyskiwania kapitału. Nie sądzę, aby tak było nadal. W latach 80. obserwowałem, jak Drexel Burnham i Mike Milken rozwijali swój biznes obligacji śmieciowych z małej działalności w Los Angeles do globalnego przedsiębiorstwa. Mike Milken wypłacił sobie 765 milionów dolarów w ciągu jednego roku, co było wówczas rzadkością. Jednym z kluczy do rentowności biznesu obligacji śmieciowych, który stworzyli, było to, że był on niezwykle złożony i trudny do zrozumienia. Każdy emitent lub inwestor, który chciał lepiej zrozumieć ryzyko związane z inwestycją w obligacje śmieciowe, a nawet uzyskać cenę obrotu obligacjami śmieciowymi na rynku, musiał zadzwonić do Drexel Burnham. Nie było publicznie dostępnej operacji rozliczeniowej rynku ani publicznie dostępnych informacji o cenach obligacji śmieciowych. Oznaczało to, że wszystkie transakcje wtórne inwestorów zainteresowanych sprzedażą swoich obligacji śmieciowych musiały trafić do Drexel, a większość nowych emitentów musiała trafić do Drexel, ponieważ tylko Drexel wiedział, gdzie są nabywcy. Ponadto oznaczało to, że Drexel mógł pobierać wygórowane spready bid-ask na obligacjach śmieciowych na rynku wtórnym, ponieważ miał niewielką lub żadną konkurencję. Złożoność działała na korzyść Drexel, ponieważ sprawiała, że każda emisja była tak specyficzna i wyjątkowa, że nie było alternatywnych inwestycji. Obecnie na Wall Street jest wiele produktów, które są podobnie ogromnie złożone. Niektóre z najbardziej złożonych papierów wartościowych pochodzą z działalności hipotecznej i sekurytyzacji. Trudno uwierzyć, że większość kredytów hipotecznych zaledwie dwadzieścia pięć lat temu to były trzydziestoletnie kredyty hipoteczne o stałej stopie procentowej utrzymywane przez bank do terminu zapadalności. Podobno, aby zaspokoić popyt inwestorów i lepiej dopasować ich profile ryzyka, kredyty hipoteczne umieszczano w pulach, a następnie dzielono na wszystkie sposoby. Były one warstwowane w transzach, przy czym każdy poziom miał inną ocenę i inny profil ryzyka. Były długie ogony i krótkie ogony do inwestowania, a nikt poza

traderem kredytów hipotecznych w banku inwestycyjnym tak naprawdę nie rozumiał, gdzie naprawdę tkwi ryzyko ani jak wycenić i ustalić cenę wszystkich unikalnych elementów. Podobnie jak doświadczenie Drexela z obligacjami śmieciowymi, to, co stworzyli brokerzy kredytów hipotecznych, było produktem hipotecznym, który był tak złożony, że żaden emitent ani inwestor nie mógł go w pełni zrozumieć, a zatem byłby zależny od banku inwestycyjnego w zakresie wyceny i tworzenia rynków papierów wartościowych. I to jest właśnie to, co otrzymali. Jednym z powodów, dla których plan TARP Hanka Paulsona się nie powiódł, było to, że myślał, że może wykorzystać odwrotną aukcję i ogłosić cenę, a następnie wszystkie wyemitowane papiery wartościowe hipoteczne w tej klasie wrócą do niego z banków. Nie zdawał sobie sprawy, że każdy z tych papierów wartościowych hipotecznych i pule kredytów hipotecznych, na których się opierały, były zupełnie inne. Niektórzy posiadali kredyty hipoteczne o długim terminie zapadalności, niektórzy posiadali kredyty z zabezpieczonymi kredytami, niektórzy nawet posiadali karty kredytowe i kredyty studenckie oprócz kredytów hipotecznych. Były tak niejednorodne, że nie było mowy o tym, aby pomysł Paulsona dotyczący odwrotnej aukcji kiedykolwiek zadziałał, więc porzucił go zanim jeszcze zaczął i zamiast tego po prostu rozdał pieniądze instytucjom finansowym, z którymi był blisko związany. Ten ogromny wzrost złożoności papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką niewiele pomógł emitentom lub inwestorom, ale podobnie jak Drexel, znacznie zwiększył rentowność banków inwestycyjnych i banków komercyjnych. Bank emitujący unikalne zabezpieczenie hipoteczne wiedział, gdzie są nabywcy i kto posiada konkretne zabezpieczenie, a trudno było stworzyć rynek na tym słabo handlowanym unikalnym złożonym zabezpieczeniu, chyba że było się bankiem emitującym. Spready bid-ask były bardzo szerokie, odzwierciedlając tę niepełność, i stało się to licencją na kradzież dla banków inwestycyjnych i banków komercyjnych.

Kłamstwo nr 64 Zdecydowana większość fuzji tworzy ogromną wartość synergii dla kupującego.

Ludzie myślą, że ponieważ dwie spółki giełdowe się łączą, każda z nich musi odnieść korzyści. Po prostu tak nie jest. Natura fuzji na Wall Street polega na tym, że kupujący musi zapłacić premię do istniejącej ceny rynkowej, która trafia do akcjonariuszy sprzedającej spółki. Jednak trudno jest, jeśli jesteś osobą zajmującą się efektywnym rynkiem, wyjaśnić, w jaki sposób kupujący mógłby sobie pozwolić na zapłacenie premii. Osoba zajmująca się efektywnym rynkiem uważa, że cena akcji sprzedającego przed ofertą fuzji jest właściwą ceną dla spółki i wyznacza właściwą wartość dla całego przedsiębiorstwa. Kupujący próbują argumentować, że płacą premię za kontrolę i robią wszystko, aby uzasadnić wysoką cenę premii, mówiąc, że fuzja przyniesie synergii. Jest to prawdą, gdy łączą się dwa banki, ponieważ mogą zamknąć oddziały, które się nakładają, i pozbyć się niepotrzebnych duplikacji w zarządzaniu. Jednak wiele firm kupuje firmy, które nie działają w ich branży, a czasami nawet nie w ich kraju. W przypadku tych fuzji trudno dostrzec, gdzie byłaby duża synergia. Badania akademickie wykazały, że nabywcy firm, którzy płacą premię do bieżącej ceny rynkowej za swoje przejęcia, rzeczywiście cierpią, średnio. Nie tylko ceny ich akcji spadają po fuzji, ale bardzo typowe jest, że cena akcji nabywcy spada po ogłoszeniu fuzji. Dla mnie jest to kolejny dowód na to, że firmy są prowadzone dla dobra kadry kierowniczej, a nie akcjonariuszy. Gdyby akcjonariusze kontrolowali te firmy, ile razy myślisz, że dyrektor generalny mógłby ogłosić fuzję, być świadkiem natychmiastowego spadku ceny dla akcjonariuszy i zachować pracę następnego dnia? Moje doświadczenie na Wall Street sugeruje, że zarządy i banki inwestycyjne napędzają szaleństwo fuzji. Zarządy zawsze chcą prowadzić większe firmy. Ich ego rzadko jest zaspokajane. A ich pycha pozwala im myśleć, że jeśli potrafią dobrze zarządzać firmą turbinową, to równie dobrze mogą prowadzić studio telewizyjne w Hollywood. Banki inwestycyjne chcą po prostu dostać zapłatę, a to jest możliwe tylko w przypadku zawarcia jakiegokolwiek umowy.

Kłamstwa na temat gospodarki światowej

Kłamstwo nr 65 Korporacje naciskały na globalizację, aby otworzyć nowe rynki dla swoich produktów.

Ogólnie uważa się, że powodem, dla którego korporacje naciskały na globalizację, było otwarcie nowych rynków dla swoich produktów i usług. Z pewnością nacisk na globalizację pochodził od korporacji, ponieważ nie pamiętam żadnych przesłuchań publicznych ani spotkań w ratuszu organizowanych w całym kraju w celu zarejestrowania opinii publicznej na temat globalnego otwarcia gospodarki. Większość decyzji była podejmowana za zamkniętymi drzwiami i możesz być pewien, że lobbyści korporacyjni kierowali agendą. Nie wierzę, że korporacje były zainteresowane wyłącznie otwieraniem nowych rynków. Uważam, że postrzegały globalizację jako sposób na przewycięzenie restrykcyjnych regulacji rządowych. Jaki lepszy sposób na uniknięcie regulacji rządowych niż stanie się większym od samego rządu? Żaden kraj nie może skutecznie regulować handlu międzynarodowego, ponieważ jego prawa nie mają zastosowania poza jego granicami. Korporacje zdały sobie sprawę, że tak naprawdę nie ma globalnego międzynarodowego regulatora handlu. Same stworzyły WTO, która była niczym innym, jak organizacją reprezentującą ich interesy. ONZ z pewnością nie zamierzała zajmować się regulacją handlu międzynarodowego. A gdy się nad tym zastanowić, stworzenie instytucji rządowej, która mogłaby regulować handel międzynarodowy, byłoby bardzo trudne. Cała idea dobrych rządów polega na tym, że są demokratyczne, ponieważ reprezentują interesy ludzi. Ja osobiście nie chciałbym widzieć międzynarodowej instytucji, która próbowałaby reprezentować interesy wszystkich 6 miliardów ludzi na planecie. Zawsze uważałem, że demokracja działa całkiem dobrze w małych miasteczkach i mniejszych krajach, ale jej granice są przesuwane, gdy chodzi o kraje wielkości Stanów Zjednoczonych, a zwłaszcza gdy chodzi o kraj tak duży jak Indie. Więc nawet gdybyśmy mogli mieć jeden rząd światowy, byłbym temu stanowczo przeciwny. Po prostu nie sądzę, aby demokracja działała na tak dużych odległościach i w tak dużych kulturach. Ludzie muszą być ściśle zaangażowani w swój rząd i muszą wierzyć, że to, co robi ich rząd, ma bezpośredni wpływ na życie. Próba stworzenia rządu światowego zniszczyłaby oba te pojęcia. Ale dzięki globalizacji korporacje były w stanie wyjść poza rządy pojedynczych krajów. I było to bardzo skuteczną metodą unikania regulacji. Amerykańskie przepisy dotyczące ochrony środowiska straciły sens, gdy amerykańskie firmy samochodowe wybudowały fabryki w maquiladoras wzdłuż granicy z Meksykiem. Przepisy dotyczące konsumentów, które chroniły Amerykanów od pokoleń przed niebezpiecznymi produktami, straciły sens wraz z napływem zabawek na bazie ołowiu z Chin i trujących farmaceutyków z Azji Południowo-Wschodniej. Pięćdziesiąt lat negocjacji związkowych i prawa pracy stało się bezprzedmiotowe, gdy firmy zagroziły przeniesieniem miejsc pracy związkowych za granicę i zamknięciem całych fabryk i przeniesieniem ich za granicę. Możesz być pewien, że amerykańskie firmy otwierające fabryki w Chinach nie musiały się martwić o OSHA i podjęcie represji z powodu problemów z bezpieczeństwem w miejscu pracy. WTO, działając w imieniu korporacji, nalegało, aby wszelkie negocjowane umowy handlowe obejmowały rodzaj ochrony, jakiej korporacje potrzebują, aby prowadzić działalność w danym kraju. Prawa własności, zwłaszcza prawa własności intelektualnej, były zawsze ściśle chronione w negocjacjach handlowych, ponieważ były podstawą działalności korporacji. Ugoda w sprawie umowy, egzekwowanie umowy i niezawodny system sądowy do obsługi obu tych kwestii zawsze były częścią każdej umowy. Niestety, kwestie pracownicze, kwestie środowiskowe, kwestie bezpieczeństwa i kwestie konsumenckie nigdy nie były omawiane. To naprawdę niemal niewiarygodne, że otworzyliśmy cały świat na globalny handel, nie rozumiejąc konsekwencji i nie przejmując się tym, co to oznacza dla konsumentów i pracowników. Konsumenti i pracownicy stanowią 99 procent ludzi na tej planecie. Fakt, że podpisaliśmy umowy handlowe, aby skorzystać z wymyślonych podmiotów zwanych korporacjami, a ostatecznie skrzywdziliśmy wielu ludzi, jest czymś, co historia będzie musiała wyjaśnić.

Kłamstwo nr 66 Ogromne bogactwo zasobów naturalnych jest najlepszym wskaźnikiem zamożności obywateli kraju.

Gdybyś nie studiował ekonomii, mógłbyś pomyśleć, że to, co czyni kraj bogatym, to ilość jego zasobów naturalnych. Z pewnością Arabia Saudyjska musiałaby być uważana za bogatą, ponieważ ma 100 bilionów dolarów ropy naftowej w ziemi. Jednak niektóre z najbardziej innowacyjnych prac naukowych z zakresu ekonomii dowodzą, że kraje świata o największych zasobach naturalnych mają najniższe dochody na mieszkańca. Okazuje się, że posiadanie wielkiego bogactwa zasobów naturalnych jest przekleństwem we współczesnym świecie, jeśli chcesz, aby twój kraj i jego mieszkańcy rozwijali się szybko. Najlepszym wyjaśnieniem, dlaczego tak jest, jest to, że jeśli kraje mają wielkie bogactwo zasobów naturalnych, dyktatorski rząd może przejąć te zasoby i finansować się. Nie musi podnosić podatków; musi jedynie kontrolować zasoby naturalne kraju. Ponieważ rząd nie jest zależny od podatków, oznacza to, że rząd nie jest zależny od posiadania zdrowej gospodarki, którą można opodatkować. Innymi słowy, rządy krajów o dużym bogactwie naturalnym nie przejmują się tym, czy mają zdrową gospodarkę krajową, czy nie. I to widać. Jednym z najlepszych prognostyków tego, czy kraj popadnie w stagnację w mniej rozwiniętym państwie, jest to, czy krajem tym rządzi dyktator, a najlepszym prognostykiem tego, które kraje mają dyktatorów, jest obecność obfitych bogactw naturalnych. Republika Południowej Afryki była w stanie rządzić tym samym niedemokratycznym reżimem apartheidu przez dziesięciolecia, mimo że 90 procent jej obywateli było czarnych i zubożałych. Dla większości obywateli Republiki Południowej Afryki było bardzo mało realnej aktywności gospodarczej. Rządząca biała klasa po prostu żyła z bogactwa naturalnego Republiki Południowej Afryki, które, jak wiadomo, obejmuje złoto, diamenty i ropę. Bliski Wschód leży na jednym z największych rezerw ropy naftowej i gazu na świecie, a mimo to przez ostatnie czterdzieści lat zrobił bardzo niewiele, aby rozwinąć swoje gospodarki krajowe poza przemysłem naftowym i gazowym. Katar prawie wyczerpał ropę naftową i z tego powodu był bardzo zainteresowany ustaleniem, jak rozwijać inne sektory przemysłu. Niestety, zanim badanie mogło zostać ukończone, Katar odkrył trzecie co do wielkości złoża gazu ziemnego na świecie u wybrzeży. Ponownie stał się krajem zależnym wyłącznie od produkcji ropy naftowej i gazu. Kraje afrykańskie są bogate w zasoby naturalne i jest to przekleństwo. Kolonizatorzy zagarnęli zasoby naturalne bez osiedlania się w krajach, a instytucje demokratyczne, takie jak rządy prawa i skuteczne sądy, powoli przybywały na kontynent afrykański. Nawet dzisiaj Chiny są zajęte budową linii kolejowych do miejsc, w których znajdują się bogactwa naturalne Afryki, ale są mniej zainteresowane budową dróg do użytku ogółu społeczeństwa. W Ameryce Łacińskiej i Afryce wszystkie drogi prowadzą do morza. Zostały zbudowane przez cudzoziemców, aby mogli wydobywać zasoby naturalne i wyjeżdżać. W ciągu ostatniej dekady Afryka zaczęła wykazywać pewien wzrost gospodarczy; w 2007 r. kontynent odnotował 5-procentowy wzrost. Jednak większość tego wzrostu była spowodowana gwałtownym wzrostem cen towarów, napędzanym nieustannym dążeniem Chin do budowy większej infrastruktury. Teraz, gdy eksport Chin zwolnił, a Chiny wycofały się z inwestycji w infrastrukturę, ceny towarów załamały się, a wraz z nimi, jak sądzę, wzrost gospodarczy w Afryce. Zdrowa gospodarka to gospodarka oparta na szerokiej bazie, w której uczestniczą wszyscy. Wielkie bogactwo zasobów naturalnych pozwala władcom krajów zapobiegać temu naturalnemu procesowi rozwoju gospodarczego i zamiast tego żyć z zasobów naturalnych, dopóki ich nie wyczerpią.

Kłamstwo nr 67 Udowodniono, że handel międzynarodowy zwiększa bogactwo narodów.

To stwierdzenie jest cytowane tak często, że funkcjonuje bardziej jako truizm niż prawdziwe stwierdzenie. Wiem, co myślisz. Proszę, nie mów mi, że to kłamstwo. Mój system wierzeń zostanie zniszczony. Napisano setki prac naukowych na temat handlu i bogactwa narodów. Wielu twierdzi w swoich narracjach, że handel jest dobry dla wzrostu, chociaż ich własna analiza statystyczna pokazuje na to niewiele dowodów. Ekonomisci są tak przekonani eleganckim argumentem Davida Ricardo na temat komparatywnych zalet handlu międzynarodowego, że dochodzą do wniosku, że handel pomaga w tworzeniu bogactwa, zanim zbadają dowody. Wiele prac naukowych podejmuje duże wysiłki, aby zbadać bogactwo w wielu krajach, aby spróbować znaleźć korelację z wielkością handlu, jaki prowadzą

te kraje. Kiedy nie odkrywa się żadnej korelacji, autorzy prac wyciągają wnioski takie jak: nie ma nic w tej analizie, co uniemożliwiłoby uwierzenie, że handel przynosi korzyści bogactwu kraju. To tak jakby powiedzieć, że w tym opracowaniu naukowym nie ma nic, co uniemożliwiłoby uwierzenie, że księżyc jest zrobiony z zielonego sera. Nie chcę wiedzieć, czego nie ma w opracowaniu; chcę wiedzieć, czy znalazłeś jakieś korelacje, które potwierdzają twoją tezę, że większy handel prowadzi do większego bogactwa kraju. W 2002 roku Dick Roll z Anderson School na UCLA i ja wspólnie napisaliśmy pracę naukową, która jako pierwsza wykazała, że instytucje demokratyczne, swobody obywatelskie i wolna prasa nie tylko korelują z większym bogactwem kraju, ale że można je uznać za przyczynowe dla tego bogactwa. W ramce bocznej, ukrytej na trzydziestej piątej stronie naszego opracowania, postanowiliśmy również sprawdzić, czy handel międzynarodowy ma znaczenie w przewidywaniu bogactwa kraju. Przez bogactwo w tym przypadku mieliśmy na myśli średnie realne dochody na mieszkańca. Wyobraźcie sobie nasze zdziwienie, gdy zdaliśmy sobie sprawę, że zmienna mierząca całkowitą wielkość handlu, jaki prowadzi dany kraj, stała się całkowicie nieistotna w wyjaśnianiu zróżnicowania bogactwa kraju w różnych krajach świata. Oznaczało to, że różne stopnie handlu międzynarodowego, w który wchodzi kraj, nie mają statystycznej korelacji z tym, jak bogaty jest kraj. Udało nam się dojść do tego wniosku, ponieważ Dick zrozumiał, jak prawidłowo oddzielić wpływ szeregu niezależnych zmiennych w analizie, które same były silnie skorelowane. Okazało się, że otwartość handlowa, to, jak bardzo kraj był otwarty na zewnętrzne idee, była istotna w wyjaśnianiu różnic w zamożności. I to ma sens. Jeśli kraj całkowicie zamknie się na nowe idee, to z czasem można by się spodziewać, że jego gospodarka ucierpi. Jednak sam poziom handlu nie miał żadnego znaczenia w przewidywaniu zamożności kraju. Świat zmienił się od czasów Davida Ricardo. Chiny nie muszą importować ani handlować włoskimi butami, jeśli podoba im się sposób, w jaki są produkowane. Chiny mogą zatrudnić włoskiego projektanta obuwia, aby pracował dla nich w Pekinie, zlecić włoskie projekty butów z Włoch przez Internet lub zlecić włoskiej firmie obuwniczej otwarcie fabryki w Chinach i przeszkolenie chińskich pracowników w zakresie produkcji wysokiej jakości butów. Trudno pomyśleć o jakiegokolwiek umiejętności, której nie można by dziś eksportować. Handel nie jest całkowicie przestarzały; Ludzie potrzebują dostępu do surowców i towarów, a jak widzieliśmy, istnieje wielkie pragnienie międzynarodowych korporacji, aby produkować w krajach o niskich płacach. Ale nikt nigdy nie wykazał, że handel międzynarodowy zwiększa bogactwo krajów, które w nim uczestniczą.

Kłamstwo nr 68 Reformy demokratyczne są złe dla wzrostu gospodarczego, ponieważ głoszący biedni będą się organizować i nalegać na redystrybucję dochodów i bogactwa.

Ekonomiści od dawna wierzą, że reformy demokratyczne wprowadzane w kraju mogą prowadzić do osłabienia środowiska gospodarczego. Widzą większą demokrację jako ruch w kierunku umożliwienia zwykłym ludziom udziału w procesach decyzyjnych, które najbardziej ich dotyczą. I boją się jednej grupy w szczególności: biednych ludzi. W argumencie, który pachnie elitaryzmem, ci ekonomiści twierdzą, że jeśli biedni ludzie otrzymają władzę polityczną, szybko wykorzystają ją do redystrybucji bogactwa poprzez zwiększenie podatków dla bogatych, nacjonalizację przemysłu, obowiązkowe podwyżki płac i dotacje socjalne dla mniej uprzywilejowanych. Podstawą demokracji jest zaangażowanie wszystkich ludzi w rząd. Dlatego demokracja działa jako forma rządu i dlatego ekonomiści nie powinni obawiać się zaangażowania obywateli w decyzje rządu dotyczące gospodarki. Pamiętaj, ci sami obywatele głoszą w kwestiach ekonomicznych każdego dnia, kiedy decydują, gdzie wydać swoje dolary. Biedni na świecie są obwiniani o wiele rzeczy, co uważam za zabawne, ponieważ mają tak małą władzę ekonomiczną i polityczną. Są stale cytowani jako przyczyna niestabilności, deficytów rządowych, długu rządowego i ogólnego złego samopoczucia w społeczeństwie i gospodarce. Prawdą jest, że potężne elity, głównie bogaci i duże korporacje, obecnie rządzą tym światem. Powinni przyjąć gratulacje za wszelkie sukcesy, które mogli wypracować, ale zdecydowanie muszą wziąć na siebie winę za problemy, z którymi się mierzymy. Każdy, kto wątpi w to stwierdzenie,

musi pojechać do Davos w Szwajcarii na ich doroczną konferencję bogatych i potężnych, gdzie decydują, czego świat potrzebuje w przyszłości. Biedni ludzie mogą nie mieć dużo pieniędzy, ale nie są głupi. Powodem, dla którego demokracja działa, jest to, że świat odkrył, że nikt nie potrafi lepiej mówić o dobrobycie grupy niż sama ta grupa. Nawet gdyby istniały mądrzejsze, lepiej wykształcone elity, które chciałyby mówić w imieniu pokrzywdzonej grupy, zazwyczaj ich własny interes stanąłby im na drodze i nie reprezentowałyby żadnej grupy poza sobą. Nie jest prawdą, że gdyby biedni otrzymali natychmiast całkowitą władzę, wzięliby to, co do nich nie należy. Trzeba przyznać biednym więcej uznania, chociaż muszę przyznać, że jest coś pociągającego w tym pomysł. Biedni ludzie, tak jak ludzie wszędzie, są bardziej analityczni i rozumiejący. Zdają sobie sprawę, że w systemie ekonomicznym będą zwycięzcy i przegrani, i zdają sobie sprawę, że koncentracja bogactwa może być pomocna poprzez tworzenie puli kapitału niezbędnego do inwestycji i tworzenia miejsc pracy. Biedni nie proszą o twoje pieniądze; proszą o świat ze sprawiedliwością ekonomiczną i równymi szansami, w którym będą mogli mieć szansę na zarabianie własnych pieniędzy. Wierzę, że biedni są najlepszymi orędownikami zdrowego systemu ekonomicznego, ponieważ wierzę, że zdrowy system ekonomiczny opiera się na rządach prawa, odpowiednich regulacjach i sądach. A jeśli społeczeństwo nie rozwinie tych instytucji, to nie będzie mogło zainspirować ludzi do uczestnictwa, ponieważ ludzie mają bardzo dobre poczucie uczciwości i sprawiedliwości, niezależnie od tego, czy są biedni, czy nie. Większość moich przemyśleń na ten temat powstała, gdy pracowałem z krajami rozwijającymi się, próbując ustalić, jak mogą się one szybciej rozwijać, aby ograniczyć ubóstwo. Ironią i smutkiem jest to, że te same warunki i okoliczności, które obserwowałem przez te lata w krajach rozwijających się, obecnie w dużej mierze dotyczą Stanów Zjednoczonych. Założenie mojej książki z 2004 r., *Where America Went Wrong*, polegało na tym, że Stany Zjednoczone stawały się coraz bardziej podobne do kraju rozwijającego się. Miałem na myśli nie tylko z ekonomicznego punktu widzenia — Stany Zjednoczone stawały się coraz bardziej zadłużone — ale także z perspektywy rządu, ponieważ wierzyłem, że duże korporacje, poprzez lobbging i wpłaty na kampanie, przejęły kontrolę nad naszym rządem. Wierzyłem, że Stany Zjednoczone stają się z dnia na dzień mniej demokratyczne. Nasza praca naukowa przewidywała, że im mniej jesteś demokratyczny, tym gorzej będzie się rozwijała twoja gospodarka. Zdałem sobie sprawę, że ta korporacyjna kontrola nad naszym rządem prowadzi do niesprawiedliwych regulacji lub deregulacji, które byłyby załóżkiem jego własnej zagłady. Moje książki z 2003 i 2006 roku przewidujące krach na rynku nieruchomości powiązały problemy na rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych z lobbgingiem korporacyjnym w Waszyngtonie jako ostateczną przyczyną przewidywanej katastrofy. Reformy demokratyczne — takie jak wyrzucenie korporacyjnych lobbystów z Waszyngtonu i większe poleganie na bezpośrednich głosach w referendum ludu, a nie na naszych skorumpowanych przedstawicielach — nie są złe dla naszego kraju. Są dobre dla naszego kraju, naszej demokracji i, co nieco zaskakujące, naszej gospodarki. Ale — i to jest klucz — musisz nauczyć się ufać ludziom, wszystkim ludziom. Jeśli biedni ludzie cię przerażają, to prawdopodobnie musisz wyjść i spotykać się z większą liczbą z nich, ponieważ są jednymi z najwspanialszych, najbardziej hojnych i najserdeczniejszych ludzi, jakich spotkasz w swoim życiu.

Kłamstwo nr 69 Kraje kapitalistyczne cieszą się większym dobrobytem, ale płacą za to większymi nierównościami dochodów.

Zawsze, gdy słyszę, jak ktoś przypisuje kapitalizmowi stworzenie możliwości większego dobrobytu i wzrostu dla kraju, natychmiast dodaje: ten dobrobyt wiąże się z większymi nierównościami dochodów i bogactwa. Okazuje się, że to całkowita nieprawda. Nie wiem, gdzie ta błędna argumentacja się zaczęła, ale mogę zgadnąć. Wyobraź sobie kraj, który dopiero zaczyna rozwijać przemysł w ramach kapitalizmu. Możesz sobie wyobrazić Stany Zjednoczone na początku XX wieku lub dzisiejsze Chiny czy Indie. W każdym przypadku widzisz bardzo bogatych przedsiębiorców kapitalistycznych i bardzo biednych rolników i pracowników. Natychmiast dochodzisz do wniosku, że kapitalizm zwiększa

dysproporcje w dochodach. Ale ja tego tak nie widzę. Myślę, że dzieje się tak, że bardzo biedne społeczeństwo rolnicze przekształca się w znacznie bogatsze społeczeństwo przemysłowe. Po zakończeniu tej transformacji wszyscy będą bogatsi. Ale transformacja musi być realizowana etapami. W wolnorynkowym kapitalizmie najwięksi ryzykanci, którzy przeprowadzają się do miast, zakładają firmy i zatrudniają swoich współpracowników, stają się bogaci. To tak, jakby część społeczeństwa była uprzemysłowiona, a reszta nadal zajmowała się rolnictwem. Można to bardzo wyraźnie zobaczyć, jeśli porównamy bogactwo Pekinu z ubóstwem chińskich terenów rolniczych. Nie oznacza to, że ogromne nierówności będą zawsze obecne, po prostu potrzeba czasu, zanim wszyscy w społeczeństwie dostosują się do gospodarki uprzemysłowanej. Tak więc rzeczywiście może istnieć tymczasowa faza, przez którą przechodzą systemy kapitalistyczne, podczas której nierówności rosną, ale w dłuższej perspektywie większy wzrost gospodarczy i dobrobyt, które ostatecznie przynosi kapitalizm, również zmniejszają nierówności. Dick Roll z Anderson School na UCLA napisał ze mną pracę naukową w 2003 r., w której statystycznie to udowodniliśmy. Najbiedniejsze kraje na świecie to głównie dyktatury i to właśnie te kraje miały największe nierówności dochodów. Bogatsze kraje były w większości liberalno-demokratycznymi społeczeństwami kapitalistycznymi i miały znacznie mniejsze nierówności dochodowe w swoich społeczeństwach. Amerykanie są bardzo wrażliwi na ten temat, ponieważ ze wszystkich krajów rozwiniętych Ameryka ma jedno z najbardziej nierównych społeczeństw. Mamy dużo pracy do wykonania, jeśli chcemy uczynić amerykańskie społeczeństwo bardziej egalitarnym, podobnie jak społeczeństwa naszych rozwiniętych odpowiedników. Amerykanie byli świadkami wzrostu nierówności w ciągu ostatnich dwudziestu lat, co podkreśliłem w mojej książce z 1999 r. *Slave Wages*. W Ameryce nastąpił wzrost gospodarczy i dobrobyt, ale nierówności wzrosły. Wydaje się, że narusza to podstawową zasadę mojego powyższego argumentu, ale tak naprawdę nie sędzę, żeby tak było. Korporacje odniosły sukces w eliminowaniu granic państwowych, jeśli chodzi o dolary inwestycyjne, projekty kapitałowe i międzynarodowy handel towarami i usługami. Dlatego jeśli zamierzasz mówić o nierównościach społecznych, nie uważam, aby sprawiedliwe było wskazywanie Ameryki. Myślę, że musisz przyrzeć się nierównościom na całym świecie. Biorąc pod uwagę cały świat, oczywiste jest, że mimo iż powstały setki miliardów, nierówności drastycznie spadły. Około 500 milionów ludzi na planecie, którzy kiedyś żyli za mniej niż dwa dolary dziennie, z powodzeniem wydostało się z ubóstwa. Większość tego postępu miała miejsce w krajach rozwijających się, głównie w Chinach i Indiach. Oczywiście, jeśli spojrzymy na Stany Zjednoczone jako na odosobniony przypadek, ich pracownicy radzili sobie gorzej, a ich właściciele radzili sobie znacznie lepiej w warunkach globalizacji, więc nierówności w Stanach Zjednoczonych wzrosły. Ale jak powiedziałem, globalizacja jest globalną siłą ekonomiczną i słuszne jest mierzenie nierówności na całym globie. Jeśli to zrobisz, zobaczysz, że ogólnie rzecz biorąc, nierówności zmniejszyły się w ciągu ostatnich dwudziestu lat. Kapitalizm nie ma moralności; jest siłą bezmyślną. Nie zaczyna od myślenia, że chce pomagać biednym ludziom. Korporacje szukają najtańszej siły roboczej, jaką mogą znaleźć. W ciągu ostatnich dwudziestu lat doprowadziło je to do Chin, Indii, Wietnamu, Indonezji i Meksyku. I to właśnie tutaj ekonomiczny silnik wzrostu pozwolił pracownikom wyrwać się z ubóstwa. Zaledwie dwadzieścia lat temu chińscy pracownicy zarabiali dolara dziennie. Teraz chińscy pracownicy w fabrykach montażowych samochodów zarabiają od 3 do 4 dolarów za godzinę. To jest magia systemu wolnorynkowego. Nie ma takiego zamiaru, ale w pierwszej kolejności pomaga najbardziej ubogim spośród nas. Nie sugeruję, że biedny pracownik przemysłowy w Chinach ma idealne życie. Rozumiem, że wiecie on lub ona życie pełne trudności. I myślę, że świat byłby lepszy, gdybyśmy mogli regulować jej środowisko pracy tak, aby zminimalizować pracę dzieci, poprawić warunki pracy i życia oraz uczynić jej miejsce pracy bezpieczniejszym. Ale nawet bez tych ulepszeń nie ma wątpliwości, że kapitalizm dobrze służył Chinom, znacznie zmniejszając liczbę ludności żyjącej w ubóstwie i potrzebującej jedzenia, schronienia i pomocy medycznej.

Kłamstwo nr 70 Kryzys finansowy w USA i wynikająca z niego recesja zostaną złagodzone i moderowane w dużym stopniu przez zróżnicowaną gospodarkę światową, na czele której stoją Chiny i Indie.

W ciągu ostatniego roku słyszeliście wielu ekspertów finansowych, którzy twierdzili, że jakkolwiek recesja w Stanach Zjednoczonych spowodowana naszym kryzysem mieszkaniowym i kredytowym będzie krótkotrwała, ponieważ gospodarka międzynarodowa pomoże nam się z niej wydostać. W szczególności Chiny i Indie są wymieniane jako potężne silniki gospodarcze, które pomogą zastąpić wszelki utracony globalny popyt ze strony USA. Ekonomiści wykorzystują dwie podstawowe metody pomiaru wielkości gospodarki kraju. Po pierwsze, uwzględniają wszystkie dobra i usługi wytworzone w kraju, mierzone w lokalnej walucie, a następnie przeliczają wszystko na dolary amerykańskie po kursie rynkowym. Patrząc na to w ten sposób, odkryjecie, że wielkość gospodarki drastycznie niedoszacowuje jakości życia w danym kraju. Dzieje się tak, ponieważ życie w tych krajach rozwijających się kosztuje znacznie mniej niż życie w rozwiniętym świecie. Ekonomiści wymyślili więc coś, co nazywa się PPP, czyli metodą parytetu siły nabywczej, do porównywania PKB różnych krajów. Dzięki tej metodzie PKB Chin, wynoszące około 1,5 biliona dolarów, jest korygowane w górę do około 6 bilionów dolarów, ponieważ ekonomiści ustalili, że w Chinach można by żyć za około jedną czwartą tego, co kosztuje życie w Stanach Zjednoczonych. Twierdzą, że PKB Chin ma siłę nabywczą równą 6 bilionom dolarów w Stanach Zjednoczonych. Ale jeśli mówimy o tym, że Chiny i Indie wyciągają Stany Zjednoczone z recesji, tak naprawdę nie obchodzi nas siła nabywcza ich PKB w Chinach i Indiach. Interesuje nas wielkość ich siły nabywczej w Stanach, kupowanie od nas towarów i dokonywanie inwestycji tutaj. W przypadku tej miary błędem byłoby używanie liczb PPP jako miary wielkości gospodarek Chin i Indii. Tak więc według niektórych ekonomistów, gospodarka Chin o wartości około 1,5 biliona dolarów i gospodarka Indii o wartości około 1 biliona dolarów mają wyciągnąć Stany Zjednoczone i łączną gospodarkę Europy o wartości 33 bilionów dolarów z recesji. Na pierwszy rzut oka widać, że to nie ma sensu. Problem pogłębia fakt, że sama gospodarka Chin jest w dużym stopniu uzależniona od eksportu do Stanów Zjednoczonych i Europy, a te miejsca pracy w Chinach, które nie są bezpośrednio związane z eksportem, w dużym stopniu zależą od wydatków osób, których praca jest zależna od eksportu. Ten argument nazywa się rozdzieleniem. Gospodarki rynków wschodzących na świecie stały się na tyle duże, że mają własne silne gospodarki krajowe, więc oddzielają się od gospodarek Stanów Zjednoczonych i Europy. Jeśli chcesz przekonać samego siebie, że nie było żadnego rozdzielenia, przeprowadź proste porównanie graficzne indeksu Dow Jones Industrial Average z ostatnich dwudziestu lat, reprezentującego gospodarkę USA, z indeksem zbiorczym wszystkich światowych indeksów giełdowych, z wyłączeniem Dow Jones. W tym porównaniu gospodarki USA i światowej szybko zauważysz, że dwie linie wykresu nakładają się dokładnie na siebie; istnieje niemal idealna korelacja między nimi. To jeden z powodów, dla których jestem tak negatywnie nastawiony do moich prognoz dla gospodarki USA. Oczywiście jest dla mnie, że Chiny i Indie nie pomogą nam w wyjściu z recesji. W rzeczywistości, gdy eksport Chin zwalnia, a ich własna gospodarka skręca na południe, kraj ten drastycznie ograniczy swoje duże wydatki na infrastrukturę, co wpłynie na ceny towarów na świecie i spowoduje, że znaczna część Afryki i części Ameryki Łacińskiej stanie się recesyjna.

Kłamstwo nr 71 Im większe są nasze korporacje i banki, tym lepiej, ponieważ stają się bardziej wydajnymi i silniejszymi globalnymi konkurentami.

Nasze korporacje i banki komercyjne stawały się coraz większe w ciągu ostatnich kilku dekad. Nie było to przypadkowe. Ze względu na globalizację uważaliśmy, że nasze firmy muszą być większe, aby konkurować z dużymi przedsiębiorstwami przemysłowymi z zagranicy. Przyjęliśmy nawet japoński styl zarządzania. Możesz pamiętać, że w latach 80. Japonia była uważana za przemysłowego molocha. Produkowali najlepsze samochody na świecie i najlepszą elektronikę na świecie, a wielu Amerykanów

obawiało się, że ostatecznie zdominują całą produkcję przemysłową na świecie. W tamtym czasie wielu Amerykanów czytało książki o tym, jak moglibyśmy lepiej naśladować sukces Japonii. Na hali fabrycznej doprowadziło to do wdrożenia zapasów just-in-time i montażu grupowych. Z ekonomicznego punktu widzenia zaczęliśmy stosować japoński styl organizacyjny w naszym rządzie, bankach i firmach. Japoński system gospodarczy jest w dużej mierze modelem ekonomicznym typu top-down, w którym Ministerstwo Finansów rządu decyduje, w jakim kierunku powinien podążać kraj, a następnie powiadamia banki komercyjne, które informują gigantyczne firmy przemysłowe, które wdrażają nowy kierunek polityki. Wielu Amerykanom wydawało się w latach 80., że był to piękny przykład współpracy rządu z biznesem, który powinien być naśladowany tutaj w Stanach. Oczywiście, w tym wszystkim utracono znaczenie rządu niezależnego od biznesu i działającego jako regulator biznesu, a nie jego partner. To, że istnieje konflikt między biznesem a rządem, nie oznacza, że system nie działa; w rzeczywistości jest to dobry znak, że tak jest. Tak więc Stany Zjednoczone pozwoliły korporacjom zbliżyć się do rządu i w pewnym sensie kontrolować rząd. Pozwoliły również amerykańskim korporacjom i bankom znacznie się rozrosnąć. Stały się globalnymi gigantami, z których największe były większe niż wiele krajów na świecie pod względem siły ekonomicznej i przychodów. Błąd, który popełniliśmy, jest teraz widoczny dla wszystkich. Pozwalając tym firmom stać się tak dużymi, pozwoliliśmy im stać się zbyt dużymi, by upaść. W nowoczesnej grze wymuszeń, firmy te podejmowały coraz większe ryzyko, by osiągnąć większe zyski dla swoich zarządów i udziałowców, a następnie blokowały rząd i podatników, gdy popadały w kłopoty, mówiąc: Musicie nas ratować, w przeciwnym razie spowodujemy ogromne bezrobocie i pogłębiającą się recesję, jeśli nie depresję. Nie na tym polega kapitalizm. Podobnie jak przedsiębiorcy w społeczeństwie kapitalistycznym muszą być zmotywowani do podejmowania ryzyka i zakładania nowych firm, kapitalizm oznacza również, że gdy firmy ponoszą porażkę, należy pozwolić im upaść. Na tym polega cała koncepcja kreatywnej destrukcji: z bankructw wyłaniają się nowi, zdrowi konkurenci, z lepszymi zarządami i lepszymi filozofiami operacyjnymi. My jako kraj nadal nie zajęliśmy się kwestią firm zbyt dużych, by upaść.

Kłamstwo nr 72 Europejski model ekonomiczny większego wsparcia społecznego ze strony rządu jest zbankrutowaną ideologią.

Szwecja, Norwegia, Dania i Francja zostały ostatnio skrytykowane za zbyt socjalistyczne i niewystarczające zorientowanie na wolny rynek. Ich PKB wzrosło w ciągu ostatnich dwudziestu lat w przybliżeniu o połowę w stosunku do Stanów Zjednoczonych. Wśród ekonomistów jest to wystarczająca szkodliwa statystyka, aby zasugerować, że te kraje mają upadłe gospodarki. Wniosek wielu ekonomistów jest taki, że kapitalizm wolnorynkowy nie może pokojowo współistnieć z liberalnym rządem, którego celem jest zapewnienie dobrobytu ubogim, powszechnej opieki zdrowotnej swoim obywatelom i odpowiedniego zakwaterowania dla wszystkich. Jest to jeden z najsilniejszych argumentów szkoły ekonomistów, która uważa, że aby wolny rynek mógł działać, musi być całkowicie nieograniczony i nieuregulowany, bez żadnego zaangażowania rządu. Pomysł polega na tym, że wolny rynek ma w sobie coś intelektualnie czystego, coś świętego w równowadze, którą osiąga, i że jakiegokolwiek zaangażowanie ze strony osób trzecich, zwłaszcza rządu lub pracowników, zniekształci tę rzeczywistość i spowoduje albo mniej pożądaną równowagę, albo całkowity upadek systemu. Nie tak postrzegam europejskie doświadczenie. Postrzegam je jako naturalną ewolucję kapitalizmu, w której kraje, w tym Stany Zjednoczone w latach 30. XX wieku, zdały sobie sprawę, że całkowicie wolnorynkowy kapitalizm, choć produktywny, może być niesamowicie surowy dla ludzi. Ponieważ taki system jest amoralny, traktuje ludzi tak, jakby byli po prostu kolejnym wkładem ekonomicznym do równania produktywności. Stany Zjednoczone w latach 30. XX wieku — a ostatnio Europa — opracowały regulacje rządowe, które próbowały zapewnić, że osoby i korporacje na wolnym rynku nadal będą osiągać większe zyski ekonomiczne, podczas gdy rząd zapewni sieć bezpieczeństwa dla osób starszych, pokrzywdzonych i biednych. Rozwój, choć dobry, nie miał być dopuszczalny, by postępował

bez celu, przejeżdżając po plecach pracowników. Miał to być raczej regulowany proces, w którym wszyscy ludzie byliby traktowani z godnością. I przez dziesięciolecia systemy wydawały się działać całkiem dobrze. Ponieważ te kraje były demokracjami, sami obywatele byli w stanie rozpoznać, kiedy rządowe regulacje lub podatki stały się zbyt surowe, i po prostu głosowali za mniejszą liczbą ograniczeń dla biznesu. Potem pojawiła się globalizacja. Nie ma nic naturalnego w tym, co globalizacja zrobiła z rozwijającymi się i zaawansowanymi gospodarkami świata. Nie osiągnięto równowagi w świecie, w którym miliardy ludzi było bezrobotnych i pracowało za głodowe płace. Nie było nic sprawiedliwego w stawianiu pracowników rozwiniętych krajów świata w konkurencji z najbiedniejszymi na świecie. Europa to dostrzegła i nie przyjęła globalizacji tak szybko, jak Stany Zjednoczone. Z tego powodu członkostwo w związkach zawodowych w Europie było o wiele bardziej stabilne niż w Stanach Zjednoczonych. Jej społeczeństwo miało o wiele większą równość dochodów i mniej ubóstwa i bezrobocia niż Stany Zjednoczone. Ale jej wzrost ucierpiał. Tak więc idea, że liberalno-demokratyczny europejski model gospodarki jest porażką, nie jest sprawiedliwa. Żaden model ekonomiczny nie przetrwa wprowadzenia miliardów bezrobotnych pracowników. Nie ma modelu ekonomicznego, który wprowadziłby miliardy pracowników chętnych do pracy po dziesięć godzin dziennie za 2–3 dolary. Niepowodzenie gospodarki europejskiej w zarządzaniu tą transformacją nie jest oskarżeniem europejskiego modelu ekonomicznego; raczej oskarżeniem metody Stanów Zjednoczonych polegającej na prowadzeniu globalizacji bez troski o dobro pracowników w rozwiniętym świecie. Globalizacja, jak pokazano na przykładzie konkurencji między pracownikami z USA a nisko opłacanymi pracownikami z Chin i Indii, jest sygnałem ostrzegawczym dla pracowników na całym świecie, że w nowym, wysoce technologicznym, bezgranicznym świecie, edukacja jest kluczem. Bez edukacji pracownicy na całym świecie będą zawsze musieli konkurować z nisko opłacanymi pracownikami z krajów rozwijających się. A jeśli Ameryka podejmie poważną reformę edukacji, może to być srebrna podszewka bardzo niejasnego doświadczenia z globalizacją.

Kłamstwa na temat funduszy hedgingowych i rynku instrumentów pochodnych

Kłamstwo nr 73 Rynek swapów ryzyka kredytowego (CDS) zmniejsza ryzyko w systemie, umożliwiając inwestorom zabezpieczenie się przed ryzykiem niewypłacalności, co uczyniło obecny kryzys znacznie bardziej znośnym.

Rynek swapów ryzyka kredytowego jest stosunkowo nowym rynkiem, który wzrósł z 140 miliardów dolarów dziesięć lat temu do ponad 65 bilionów dolarów dzisiaj. Deklarowanym celem rynku swapów ryzyka kredytowego jest umożliwienie firmom zabezpieczenia się przed ryzykiem i narażeniem na ryzyko bankructwa firm. Jak wyjaśniono wcześniej, na rynku CDS mogą zawrzeć umowę z ubezpieczycielem, w ramach której płacę składki co miesiąc, ale ubezpiecza on przed bankructwem konkretnej firmy, którą mam w swoim portfelu. Niestety, rynek swapów ryzyka kredytowego nie jest obecnie wykorzystywany w ten sposób. Ponad 75 procent rynku nie jest wykorzystywane jako narzędzie zabezpieczające w celu zminimalizowania ryzyka, ale jako spekulacyjny instrument inwestycyjny w celu zwiększenia ryzyka. Ludzie zasadniczo obstawiają, które firmy zbankrutują, a inne słabo skapitalizowane firmy akceptują składki ubezpieczeniowe płacone w celu ubezpieczenia ryzyka, na które nigdy nie byłoby ich stać. Bezpośrednim skutkiem istnienia tego bardzo dużego nowego rynku, ryzyko systemowe dramatycznie wzrosło. Istnieje wiele powodów, ale głównym powodem jest to, że najwięksi gracze na rynku CDS są ze sobą silnie powiązani. Gdyby którykolwiek z nich zbankrutował, należne byłyby niezwykle duże płatności w ramach kontraktów na swapy kredytowe, co mogłoby doprowadzić do bankructwa systemu. A gdyby którykolwiek z nich zbankrutował, pozostali gracze na rynku ponieśliby ogromną klęskę kontrahenta, ponieważ firma, która zbankrutowała, nie byłaby w stanie honorować swoich kontraktów na rynku swapów kredytowych. Z powodu tych powiązań na rynku swapów kredytowych, prawie wszystkie instytucje finansowe, w tym wiele firm

ubezpieczeniowych, jak również inne firmy na rynku, są uważane za zbyt duże, aby upaść. Niezależnie od liczby udziałowców lub kwoty inwestorów dłużnych, jaką posiada każdy z nich, fakt, że są kontrahentami w tak wielu transakcjach na rynku swapów kredytowych, uniemożliwia dopuszczenie do ich upadku. Upadek któregokolwiek z głównych kontrahentów na rynku swapów kredytowych doprowadziłby do upadku całego rynku swapów kredytowych i wielu jego uczestników. Mówimy o niektórych z największych instytucji finansowych na świecie. Kiedy firmy, zwłaszcza instytucje finansowe, stają się zbyt duże, aby upaść lub są uważane za zbyt ważne dla rynku swapów kredytowych, aby upaść, mamy do czynienia z poważnym naruszeniem tego, co stanowi wolny rynek. Wolny rynek musi mieć mechanizm, w którym źle zarządzane firmy z nieskutecznymi strategiami operacyjnymi mogą upaść. Ogromne ryzyko moralne powstaje, gdy nie tylko inwestorzy kapitałowi, ale także inwestorzy dłużni firm zdają sobie sprawę, że nie mogą stracić, że nie ma żadnych strat, że ich firmy nie mogą zbankrutować, więc nie ma ryzyka niewypłacalności ich obligacji. To jest definicja ryzyka moralnego. Inwestorzy przestaną ważyć ryzyko i odpowiednio je wyceniać, wiedząc, że nie mogą upaść. Możesz sobie wyobrazić, jak bardzo wzrośnie ryzyko w planach operacyjnych firm, jeśli ich własni inwestorzy nie będą się martwić o poziom ryzyka. Dywersyfikacja, w której inwestorzy próbują dzielić ryzyko, wydawała się dobrym pomysłem, gdy została zaproponowana. Wcześniej w tej książce mówiłem o niektórych wadach dzielenia ryzyka poprzez dywersyfikację. Rynek swapów kredytowych pokazuje, co może pójść nie tak, gdy ryzyko jest zbyt szeroko zdywersyfikowane. Inwestorzy błędnie wierzą, że nie mogą ponieść znaczącej straty w swoim portfelu, ponieważ są tak dobrze zdywersyfikowane. Ale widzieliśmy wielokrotnie, że ryzyko systemowe powoduje, że wiele zmiennych inwestycji i firm jednocześnie upada. Niektóre ryzyka nie są dywersyfikowalne. Wzajemne powiązania rynku swapów kredytowych tworzą ogromny łańcuch domina, w którym problemy jednej firmy stają się problemami wszystkich firm. Systemy kapitalistyczne są już ogromnie powiązane, a firmy działają jako inwestorzy, klienci i dostawcy innych firm. Nie ma sensu, aby te firmy również dzieliły między sobą ryzyko niewypłacalności. Rynek swapów kredytowych jest również odpowiedzialny za znaczną część kryzysu finansowego. Chociaż kryzys finansowy rozpoczął się od kredytów hipotecznych, przyspieszył wraz z kryzysem kredytowym, kiedy banki przestały udzielać pożyczek, nawet innym bankom. Powodem, dla którego przestały udzielać pożyczek, był głównie rynek swapów kredytowych. Nikt nie wiedział, które firmy posiadają jakie aktywa, a co gorsza: nikt nie wiedział, kto w przypadku bankructwa firmy ucierpi na rynku swapów kredytowych z powodu ubezpieczenia jej przed bankructwem. Cały system unikał przejrzystości, ale nawet gdyby był przejrzysty, był tak powiązany, że nie mogło być upadłości poszczególnych firm. Instytucje kapitalistyczne stworzyły to, co uważały za nowy pomysł na rynku swapów kredytowych, ale jego zbiorowe dzielenie się ryzykiem jest sprzeczne z całą ideą kapitalizmu, która polega na tym, aby poszczególne firmy konkurowały, a nie aby zawierały umowy, które powodują ich upadek, jeśli jedna z nich upadnie. To nie jest kapitalizm; to raczej parodia socjalizmu. Hank Paulson miał związane ręce z powodu rynku swapów kredytowych. Nie mógł pozwolić, aby jakakolwiek firma upadła, ponieważ jej bankructwo uruchomiłoby płatności na rynku swapów, a gdyby była kontrahentem, jej bankructwo spowodowałoby ogromne zakłócenia dla kontrahentów. Musiał ratować każdą firmę, zanim wierzyciele ponieśli choćby jeden cios, w przeciwnym razie spełnione zostałyby warunki swapu kredytowego i konieczne byłoby dokonanie płatności. Ta prosta idea wzajemnego ubezpieczenia ryzyka niewykonania zobowiązania była końcem kapitalizmu, jaki znamy w rozwiniętym świecie. Nie ma sposobu, aby zreformować ten bardzo zły pomysł i sprawić, aby działał poprawnie. Stanowi on bezpośrednio zagrożenie dla kapitalizmu wolnorynkowego i jako taki musi zostać zdemontowany. Pozycje netto powinny być obliczane na rynku, a pozycje czystych spekulantów powinny zostać zerowane bez żadnej rekompensaty. Rząd może zdecydować, ile naprawdę zabezpieczeni klienci powinni odzyskać ze swoich kontraktów. Ale rynek swapów kredytowych powinien zostać trwale zamknięty.

Kłamstwo nr 74 Rynek instrumentów pochodnych powinien być nieuregulowany, aby osiągnąć maksymalną płynność.

Pytanie, czy rynek instrumentów pochodnych, a w szczególności problematyczny rynek swapów zabezpieczających przed niewypłacalnością, powinien być regulowany, zostało poruszone w 1999 r. Administracja Clintona pod przewodnictwem Boba Rubina i Larry'ego Summersa była zdecydowanie przeciwna jego regulacji i miała pełne poparcie republikańskiego Kongresu. Trudno powiedzieć, czy kierowała nimi ideologia, czy bliskość z firmami handlowymi, które miały ogromne zyski do osiągnięcia. Omówiliśmy już problem zbyt ścisłego współdziałania rządu z przemysłem, więc zapytajmy, czy regulacja powinna zostać wprowadzona z teoretycznego punktu widzenia. Każdy, kto przyjrzał się rynkowi instrumentów pochodnych, szybko rozumie, że ryzyko kontrahenta jest znaczące. Kiedy widzi się, jak złożona jest pajęczyna połączeń na rynku instrumentów pochodnych, nie sposób nie dojść do wniosku, że utrata głównego kontrahenta stanowiłaby ryzyko dla całego systemu. Trudno również uwierzyć, że te osoby nie do końca rozumiały, że samo ryzyko nie było całkowicie zdywersyfikowane. Wszyscy przeżyli ostatnie kryzysy finansowe, w których szok wywołany zdarzeniem początkowym szybko rozprzestrzenił się szeroko w całym systemie. Problemy Tajlandii i kryzys finansowy w Azji w 1998 r. doprowadziły do niewypłacalności Rosji. Co ważniejsze, wszyscy rozumieli, co się stało, gdy Long-Term Capital Management popadło w kłopoty. Szacuje się, że ta jedna firma miała ponad 1 bilion dolarów ekspozycji na rynkach długu na całym świecie. Ich upadek wywołał przejście zorganizowane przez Rezerwę Federalną i nowojorski Fed, w którym sześć głównych banków inwestycyjnych i banków komercyjnych w Nowym Jorku przejęło ich pozycje. Powodem, dla którego firmie nie pozwolono upaść, było to, że zdaniem regulatorów — i oczywiście banków, które przyszły ich uratować — jeśli upadnie, wywoła lawinę kolejnych upadłości. A powodem, dla którego Long-Term Capital Management popadło w kłopoty, było to, że wszystkie ich pozycje poszły przeciwko nim w tym samym czasie, niezależnie od tego, jak zdywersyfikowane było ich zdaniem LTCM. Nie zaszkodziło im tylko rosyjskie bankructwo. Wszystkie ich transakcje we wszystkich walutach i klasach poszły przeciwko nim. To jest definicja ryzyka systemowego. Ludzie dzisiaj mówią, że nie wyciągnęliśmy wniosków z Enronu, że regulacja jest konieczna. Ale Long-Term Capital Management wyróżnia się jako jeszcze bardziej jaskrawy przykład ignorowania poważnego sygnału ostrzegawczego dotyczącego dokładnie takiego rodzaju problemu, jaki pochłonął rynki w 2008 roku. Ponownie, wyjaśniono to jako kryzys płynności. Wszystko ostatecznie staje się kryzysem płynności, ponieważ firmy w tarapatkach kończą pieniądze, a każdy problem można rozwiązać, rzucając w niego więcej pieniędzy. Ale wszystko, co trzeba było zrobić, aby rozpoznać ryzyko na rynku CDS, rynku, który gwarantował przed niewypłacalnością, to zadać sobie pytanie: co się stanie, jeśli kilku bardzo dużych graczy zacznie niewypłacać w tym samym czasie? Biorąc pod uwagę, że Hank Paulson uratował prawie wszystkich bez konieczności ogłaszania przez nich bankructwa, nie ma sensu, aby cały system był zagrożony wyłącznie przez niewypłacalność Lehman Brothers. To zbyt proste uproszczenie problemu. Nie chodziło tylko o to, że uczestnicy rynku swapów na niewypłacalność musieli dokonywać płatności na rzecz tych firm, które zbankrutowały. Musieli również wymyślić więcej zabezpieczeń dla transakcji, które były dla nich niekorzystne. Ponieważ roczny koszt ubezpieczenia na wypadek bankructwa Morgan Stanley wzrósł z 30 000 do 800 000 USD [za 10 milionów USD ubezpieczenia], firmy, które oferowały to ubezpieczenie, musiały wymyślić nowe, znaczące zabezpieczenia, aby utrzymać swoje pozycje. To właśnie te wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego ostatecznie spowodowały kryzys kredytowy. Podobnie jak wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego akcje spowodowały krach na giełdzie w 1929 r., wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego papiery dłużne i pozycje swapów zabezpieczających przed ryzykiem kredytowym spowodowały zamrożenie rynków kredytowych w 2008 r. Oprócz wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego na rynku swapów zabezpieczających przed ryzykiem kredytowym, wielu największych graczy, w tym Merrill Lynch, Goldman Sachs i Morgan Stanley,

otrzymywało wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego zabezpieczenia, które umieścili na swoje jednodniowe pożyczki repo. Te papiery wartościowe hipoteczne, papiery wartościowe korporacyjne i inne papiery dłużne traciły na wartości na rynku, a ich pożyczkodawcy jednodniowi żądali wpłacenia większego zabezpieczenia. Skutki braku regulacji rynku swapów kredytowych okazały się katastrofą. Do niedawna nie istniała żadna centralna izba rozliczeniowa dla transakcji. Transakcje traktowano tak, jakby były po prostu transakcjami dwustronnymi między chętnym kupującym a chętnym sprzedającym. Całkowicie ignorowano wzajemne powiązania i ryzyko kontrahenta, które zagrażały całemu systemowi. Nikt nie wiedział, jakie było całkowite narażenie innej firmy, a nie było rozliczeń netto transakcji, więc nikt nie mógł określić, kto był właściwie zabezpieczony, a kto nie. Firma taka jak AIG zazwyczaj była po tej samej stronie wszystkich transakcji. Prawie zawsze działała jako ubezpieczyciel, gwarantując na wypadek niewypłacalności obligacji korporacyjnych. Tak więc, gdy prawdopodobieństwo niewypłacalności korporacji wzrosło, traciły setki miliardów dolarów. J.P. Morgan był znacznie większym graczem na rynku swapów kredytowych. Fakt, że do tej pory nie mieli ogromnych odpisów, sugeruje, że znacznie lepiej poradzili sobie z dopasowaniem swoich ksiąg. Oznacza to, że mogli zagwarantować jednemu klientowi, że dług IBM nie zostanie uznany za niewypłacalny, podczas gdy drugiemu klientowi płacili składkę ubezpieczeniową na wypadek, gdyby IBM tak zrobił. Ich netto ekspozycja na niewypłacalność IBM była znacznie bliższa zeru. Oczywiście dzisiaj wydaje się nie do pomyślenia, że rynek wysokiego ryzyka o wartości 65 bilionów dolarów, zajmujący się niewypłacalnością przedsiębiorstw, był całkowicie nieuregulowany. W tamtym czasie szef Commodities Future Trading Corporation próbował ostrzec Greenspana i administrację Clintona, że regulacja jest potrzebna natychmiast. Został odrzucony przez Greenspana i Rubina. Użyli aż nazbyt dobrze znanego argumentu, że regulacje rządowe utrudnią efektywny handel na rynku. Fakt, że wolne rynki muszą być regulowane, a prawa i zasady handlu egzekwowane, był dla nich całkowicie niezrozumiały.

Kłamstwo nr 75 Poszczególne firmy korzystają z rynku instrumentów pochodnych, ponieważ wygładza on zyski i zmniejsza zmienność.

Obecnie rynek instrumentów pochodnych jest rynkiem o wartości 600 bilionów dolarów. Biorąc pod uwagę, że cała gospodarka światowa ma wielkość zaledwie 60 bilionów dolarów, wydaje się to absurdalne. Do czasu pojawienia się rynku swapów zabezpieczających przed niewypłacalnością można by argumentować, że ryzyko związane z tym rynkiem nie było tak duże jak pełne 600 bilionów dolarów. Ta kwota 600 bilionów dolarów jest kwotą nominalną wszystkich kontraktów pochodnych. To nie rzeczywiste przepływy pieniężne są zagrożone z powodu kontraktów. Na przykład mogę zgodzić się zapłacić Ci zmienną stopę procentową od kontraktu pochodnego o wartości nominalnej 1 miliarda dolarów, a jeśli zapłacisz mi stałą stopę rynkową, jedyną gotówką, która zmienia właściciela, jest różnica między tymi dwoma kwotami. Może to być mniej niż 10 milionów dolarów rocznie, ale transakcja jest raportowana jako transakcja o wartości nominalnej 1 miliarda dolarów. Rynek swapów zabezpieczających przed niewypłacalnością jest zupełnie inny. Tutaj cała kwota nominalna jest zagrożona, ponieważ cała kwota nominalna jest należna w przypadku bankructwa przedsiębiorstwa. Dlatego uważam, że rynek swapów kredytowych o wartości 65 bilionów dolarów jest o wiele bardziej ryzykowny niż setki bilionów dolarów prostych swapów stóp procentowych i walutowych. Firmy kupują instrumenty pochodne jako formę ubezpieczenia, aby zabezpieczyć swoje ryzyko. Kiedy się nad tym zastanowić, głównym powodem, dla którego firmy są zainteresowane zabezpieczeniem ryzyka, jest wygładzenie strumienia zysków. Chcą, aby ich zyski z czasem nie tylko rosły, ale rosły płynnie. Chodzi o to, że Wall Street nagrodzi je, przypisując wyższą wielokrotność P/E ich akcjom, jeśli ich strumień zysków w przyszłości będzie płynny i przewidywalny. Jeśli się powiedzie, stworzą strumień zysków, który wygląda, jakby miał bardzo niską zmienność. Ale w rzeczywistości podstawowe przepływy pieniężne firmy mogą być bardzo zmienne. Płacą premię zewnętrznym pośrednikom, aby wygładzić te

zyski. W rzeczywistości wykorzystują fundusze akcjonariuszy, aby wprowadzić akcjonariuszy w błąd co do ryzyka i zmienności działalności, w której działają. Można argumentować, że zabezpieczanie się przed ryzykiem walutowym, szokiem stóp procentowych lub szokiem cen ropy naftowej to dobry biznes. A gdybyśmy tylko o tym mówili, rynek instrumentów pochodnych nie byłby tak kontrowersyjny. Zarządy mogą być bardziej zmotywowane do zabezpieczania ryzyka, które może doprowadzić do bankructwa pojedynczej firmy, niż akcjonariusze, którzy są zdywersyfikowani w swoich inwestycjach w wielu firmach. Kiedy jedna firma bankrutuje, zespół zarządzający jest bezrobotny. Tymczasem akcjonariusze nadal mają wiele innych dochodowych inwestycji. Innymi słowy, nie jest dla mnie jasne, że dobrze zdywersyfikowany akcjonariusz, gdyby w pełni kontrolował swoje inwestycje w każdej firmie, płaciłby zewnętrznym pośrednikom w zakresie instrumentów pochodnych wygórowane opłaty tylko po to, aby upewnić się, że jedna firma w jego portfelu nie zbankrutuje. Jednak wygładzanie zysków nie kończyło się na zabezpieczeniu ryzyka przed bardzo nietypowymi zdarzeniami. AIG zawarło umowy z wieloma firmami, które po prostu stanowiły, że jeśli zyski firmy w kolejnym kwartale okażą się niższe od oczekiwanych, AIG pokryje różnicę. To nic innego jak manipulacja zyskami, co jest nielegalne. Ostatecznie kosztowało to dyrektora generalnego AIG jego pracę. Ale to był ogromny biznes, a nieskazitelnie czyste firmy, takie jak Berkshire Hathaway Warrena Buffetta, również były w to zaangażowane. Wyobraź sobie świat, w którym firmy raportują swoim akcjonariuszom zyski, które zostały tak zmanipulowane na rynku instrumentów pochodnych, że wydają się gładkie, podczas gdy ich podstawowe przedsiębiorstwa operacyjne mają niezwykle zmienne przepływy pieniężne. I zdaj sobie również sprawę, że nie ma sposobu, aby przeczytać roczne sprawozdanie firmy i zrozumieć jej ekspozycję na instrumenty pochodne. To dotyka prawdziwego problemu. Rynek instrumentów pochodnych niszczy przejrzystość i uniemożliwia wyrafinowanym inwestorom przeprowadzenie właściwej analizy kredytowej i inwestycyjnej poszczególnych firm. Rynek instrumentów pochodnych zmniejsza przejrzystość poszczególnych spółek sprawozdawczych na dwa sposoby: tworzy raportowane zyski, które są bardziej płynne i mniej zmienne niż te, których spółka faktycznie doświadcza w swoich przepływach pieniężnych, oraz tworzy gwarancje i inne zobowiązania poza bilansem, tak że inwestor nie jest w stanie określić, jakie jest rzeczywiste narażenie spółki na ryzyko. Wyobraź sobie trudności, gdybyś chciał dziś zainwestować w akcje finansowe. Jak możesz zainwestować w J.P. Morgan, skoro nie wiesz, jakie jest ich narażenie na instrumenty pochodne? Możesz dojść do wniosku, że Goldman Sachs to ryzykowna firma zagrożona bankructwem, a J.P. Morgan to dobrze zarządzana firma, która ma przed sobą świetlaną przyszłość. Ale J.P. Morgan może w rzeczywistości gwarantować, że Goldman Sachs nie zbankrutuje, więc nie znając narażenia J.P. Morgan na instrumenty pochodne, możesz błędnie kupić akcje J.P. Morgan i ostatecznie wziąć na siebie ryzyko bankructwa Goldman Sachs. Świat stanął na głowie. Rynek swapów na ryzyko niewypłacalności i rynek instrumentów pochodnych sprawiają, że fundamentalna analiza akcji i analiza kredytowa są bezsensowne. Nikt nie wie, kto zagwarantował niewypłacalność których firm i jakie ryzyko mają poszczególne firmy, ponieważ firmy handlowały tymi ryzykami między sobą na rynku instrumentów pochodnych. Nie mogę wystarczająco podkreślić, jak poważne jest to zagrożenie dla naszego systemu finansowego. Cały rynek kapitałowy opiera się na założeniu ekonomicznym, że racjonalna jednostka może podejmować racjonalne decyzje co do tego, gdzie inwestować swoje pieniądze, analizując aktywa i zobowiązania firm oraz ich zyski i przepływy pieniężne. Jeśli wszystkie te liczby są manipulowane za pośrednictwem rynku instrumentów pochodnych, równie dobrze można rzucać lotkami w stronę akcji, jak każdą poważną analizę ekonomiczną perspektyw firmy. Stanąłem przed tym dylematem w 2003 r., kiedy napisałem moją pierwszą książkę przewidującą krach na rynku nieruchomości. Zdałem sobie sprawę, że Fannie Mae i Freddie Mac były wysoce lewarowane i słabo zdywersyfikowane, ponieważ cała ich baza aktywów była przeznaczona na kredyty hipoteczne mieszkaniowe. Ale kiedy przeczytałem dokumenty sprawozdawcze Fannie Mae i Freddie Mac w SEC oraz ich sprawozdania roczne, nie byłem w stanie wyciągnąć żadnego sensu z bilansów i rachunków

zysków i strat tych firm. A sprawozdania te niewiele pomogły mi zrozumieć cokolwiek na temat ich ekspozycji na instrumenty pochodne, mimo że obie te firmy należały do największych graczy na rynku instrumentów pochodnych. Ostatecznie doszedłem do wniosku, że firmy mają poważne kłopoty, ale powiedziałem moim czytelnikom, że nie mogę zmierzyć dokładnej skali ich problemów, ponieważ ich raporty finansowe są nieczytelne. W tamtym czasie myślałem, że to wyjątkowy problem, ograniczony tylko do Fannie Mae i Freddie Mac. Teraz wierzę, że jest to klucz do tego, dlaczego cały światowy system finansowy stoi w obliczu załamania i dlaczego rynki kredytowe świata zamarły. Powodem jest to, że nikt nie może przeprowadzić analizy kredytowej ani analizy inwestycyjnej firm lub banków, ponieważ instrumenty pochodne tak bardzo zniekształcają zyski firm i narażenie na zobowiązania, że analiza fundamentalna jest bezsensowna. Aby odmrozić rynki kredytowe, uważam, że musimy coś zrobić z instrumentami pochodnymi. Zamknąłbym rynek swapów zabezpieczających przed niewypłacalnością. Ponadto nalegałbym, aby firmy dokonały pełnego ujawnienia wszystkich swoich kontraktów pochodnych, aby inwestor mógł zrozumieć, jakie jest ich narażenie na wszystkie ryzyka w gospodarce.

Kłamstwo nr 76 Średnio fundusze hedgingowe przewyższają cały rynek.

Zanim wybuchł kryzys finansowy, panowało powszechne błędne przekonanie, że fundusze hedgingowe przewyższają cały rynek. Teraz, gdy inwestorzy funduszy hedgingowych odnotowują ogromne wypłaty kapitału, a około połowa funduszy hedgingowych na świecie stanie w obliczu rozwiązania, ludzie zaczynają rozumieć prawdziwe ryzyko, z jakim mierzą się fundusze hedgingowe. Ale można było to przewidzieć przed kryzysem finansowym. Podczas gdy gazety i czasopisma pisały o nadzwyczajnych zyskach funduszy hedgingowych przynoszących największe zyski, proste obliczenie wartości wszystkich funduszy hedgingowych wykazało, że ich zyski na przestrzeni lat spadały. Przed ostatnim kryzysem finansowym fundusze hedgingowe średnio nadal odnotowywały wyższy zwrot w porównaniu z rynkiem akcji. Jednak biorąc pod uwagę poziom dźwigni w funduszach hedgingowych, a także to, jak ryzykowne były niektóre z ich inwestycji i jak bardzo były one niezdywersyfikowane, niesprawiedliwe jest po prostu pytanie, kto miał wyższy zwrot, fundusz hedgingowy czy rynek akcji? Prawidłowe pytanie brzmi: po uwzględnieniu poziomu ryzyka, kto miał większy zwrot? Tutaj analiza akademicka wykazała, że fundusze hedgingowe naprawdę nie przewyższyły rynku, zwłaszcza po uwzględnieniu ich znacznych opłat i umów o podziale zysków. Cała idea inwestowania w fundusz hedgingowy polega na tym, że obstawiasz rzekomo mądrego inwestora, który zarządza funduszem, aby uzyskać niezwykle zwroty zwane zwrotami alfa. Te dodatnie zwroty nie są skorelowane z ogólnym rynkiem akcji. Każdy może tworzyć zwroty, które są silnie skorelowane z rynkiem akcji. Są one znane jako zwroty beta i tak naprawdę nie mają żadnej wartości ekonomicznej, ponieważ wszystko, co musisz zrobić, aby uzyskać ich więcej, to zwiększyć wskaźnik akcji. To, co naukowcy odkryli, badając fundusze hedgingowe, to to, że w sumie fundusze hedgingowe nie przynosiły żadnego zwrotu alfa. Całkowity zwrot funduszy hedgingowych na przestrzeni lat był po prostu lewarowanym zwrotem beta. Naprawdę nie zrobiły dla ciebie nic, czego nie dałoby inwestowanie w kombinację rynku akcji i obligacji. Nasuwa się pytanie: dlaczego ludzie byli skłonni płacić tak ogromne opłaty funduszom hedgingowym, aby uzyskać średnie zwroty, które inwestorzy mogliby bardzo łatwo stworzyć sami za darmo? Niestety, gdy tylko uznano, że fundusze hedgingowe nie robią nic szczególnego, aby tworzyć swoje zwroty, Wall Street wymyśliło indeksy funduszy hedgingowych, które były niczym więcej niż syntetycznie stworzonymi indeksami mającymi na celu replikację zwrotów funduszy hedgingowych. Były po prostu kombinacją posiadania gotówki i obligacji oraz krótkiej sprzedaży akcji, ale okazało się, że bardzo ściśle śledziły zwroty funduszy hedgingowych w czasie. Ale z definicji, ponieważ zostały stworzone poprzez posiadanie szerokich indeksów, nie mogły mieć żadnych specjalnych zwrotów alfa. Dobra wiadomość jest taka, że wyeliminowały duże opłaty funduszy hedgingowych. Zła wiadomość jest taka, że były po prostu kolejną metodą uzyskiwania dużych zwrotów beta, co każdy inwestor może zrobić samodzielnie. Było tak,

jakby Wall Street zbadało fundusze hedgingowe, uznało je za oszustwo, a następnie stworzyło produkt, który je powielił. Wiedząc doskonale, że te nowe indeksy funduszy hedgingowych nie tworzą żadnej wartości dla inwestorów, Wall Street nie przejmowało się tym i agresywnie je reklamowało. Oczywiście, największym nieporozumieniem, jakie większość inwestorów ma, gdy patrzy na wyniki funduszy hedgingowych, jest to, że widzą, że tylko połowa funduszy hedgingowych osiąga lepsze wyniki niż średnia. W przeciwieństwie do Lake Wobegon, idyllicznego domu Garrisona Keillora, gdzie wszystkie dzieci są ponadprzeciętne, w prawdziwym świecie uważam, że zawsze jest prawdą, że połowa funduszy hedgingowych musi osiągać wyniki ponadprzeciętne. To głupota inwestorów, że myśleli, że mogą wybrać, które fundusze hedgingowe będą osiągać wyniki ponadprzeciętne w przyszłości. Wydaje się, że istnieje pewna korelacja między wynikami historycznymi a wynikami w przyszłości, o czym wspomnę później w tym rozdziale. Ale teraz, gdy nadszedł kryzys finansowy, wiele z tych rzekomych najlepszych firm zostało zdemaskowanych jako firmy podejmujące nadmierne ryzyko, najprawdopodobniej na rynku instrumentów pochodnych, co było słabo rozumiane przez inwestorów.

Kłamstwo nr 77 Inwestowanie w fundusz funduszy to świetny sposób na zminimalizowanie ryzyka, jeśli chcesz uzyskać zwroty na poziomie funduszy hedgingowych.

Prawdopodobnie jednym z największych oszustw, jakich byłem świadkiem w swoim życiu, jest koncepcja funduszy funduszy. Koncepcja ta opiera się na fakcie, że branża funduszy hedgingowych jest bardzo tajemnicza i zamknięta, tak że pojedynczy inwestor miałby trudności z analizą różnych funduszy hedgingowych i ich menedżerów, gdy chciałby zainwestować. Druga część argumentacji menedżera funduszu funduszy polega na tym, że wielu inwestorów, takich jak fundusze emerytalne, rozumie, że pojedyncze fundusze hedgingowe mogą być bardzo ryzykownymi inwestycjami, więc inwestowanie w fundusz funduszy może zapewnić dywersyfikację w ramach wielu funduszy hedgingowych. Fundusz funduszy to nic innego jak inwestowanie w fundusz, który obejmuje inne fundusze hedgingowe. Biorąc pod uwagę, że możesz wyjść i kupić poszczególne fundusze hedgingowe samodzielnie, nie widzę żadnej realnej wartości dodanej w tej praktyce. Ponadto kończysz płacąc podwójne opłaty, ogromne opłaty z góry i udziały w zyskach dla funduszy hedgingowych, a następnie kolejny zestaw opłat z góry i czasami udziały w zyskach dla funduszu funduszy. To, co obiecuje ci menedżer funduszu funduszy, to to, że może ustalić, które fundusze hedgingowe będą dobrze prosperować w przyszłości. Oczywiście, biorąc pod uwagę ostatnie katastrofalne wyniki wielu funduszy funduszy, nie było to prawdą. Menedżerom funduszy funduszy równie trudno było próbować przewidywać przyszłe zyski funduszy hedgingowych na podstawie ich historycznie raportowanych wyników. Te fundusze funduszy obiecywały również dywersyfikację. Ale fundusze hedgingowe, ponieważ są wysoce lewarowane, ponieważ większość z nich to duzi gracze na rynku instrumentów pochodnych i ponieważ wszystkie są narażone na ryzyko płynności lub kryzysu kredytowego, okazały się znacznie bardziej skorelowane, niż ludzie zdawali sobie sprawę w tych funduszach funduszy, przy znacznie mniejszej dywersyfikacji, niż obiecywali. W wielu przypadkach fundusze funduszy były niczym więcej niż metodą dla nieuczciwych menedżerów funduszy, takich jak Bernie Madoff, na otrzymywanie pieniędzy inwestycyjnych bez żadnego ujawnienia. Ludzie, którzy zebrali miliardy dla funduszy Madoffa, zrobili to całkowicie w ciemno, mówiąc inwestorom, że mieli szczęście, że się tam dostali i że Madoff nie ujawni im szczegółowych informacji finansowych. Utrudniało to analizę finansową, ponieważ byłes o krok dalej od kapitału. Był to system, który nie opierał się na fundamentalnej analizie papierów wartościowych i analizie kredytowej, ale raczej na relacjach, mrugnięciach i skinieniach głową. Mam bardzo mało współczucia dla ludzi, którzy stracili pieniądze z Bernieem Madoffem i innymi funduszami funduszy. Nie tylko unikali poważnej analizy finansowej i polegali zbyt mocno na relacjach, ale wierzę, że w głębi duszy wiedzieli, że obiecane zyski mogą zostać wygenerowane tylko wtedy, gdy Madoff w jakiś sposób nagnie zasady. Więcej na ten temat wkrótce.

Kłamstwo nr 78 Bernie Madoff znalazł niezawodny sposób na osiąganie stałych, ale nie wygórowanych, zysków rok po roku.

Z perspektywy czasu ludzie są zszokowani, że Bernie Madoff był w stanie stworzyć piramidę finansową o wartości 50 miliardów dolarów bez żadnych rzeczywistych aktywów. Fakt, że regulatorzy tego nie zauważyli, jest oszałamiający. Wyobraź sobie, jak luźna stała się regulacja: SEC, po licznych skargach na fundusz pana Madoffa, nadal nie była w stanie przeprowadzić prostego dochodzenia, aby sprawdzić, czy w ogóle miał jakiegokolwiek aktywa. Myślę, że mniej szokujące jest to, że inwestorzy powierzają swoje pieniądze Madoffowi. Widzisz, piękno każdej piramidy finansowej polega na tym, że nie opiera się ona na zaufaniu; faktycznie zarabiasz prawdziwy zwrot, ale nie wiesz, że te zwroty z inwestycji nie są wypłacane z rzeczywistych zwrotów z aktywów, ale z pieniędzy nowych inwestorów napływających do funduszu. Ale z twojej perspektywy wygląda na to, że generujesz niezłe zwroty ze swoich pieniędzy. Madoff był bardzo mądry pod jednym względem. Nie obiecał 35 procent zwrotu. Trudno byłoby to utrzymać w schemacie Ponziego, a inwestorzy uznaliby za podejrzane, że był w stanie konsekwentnie je tworzyć. Zamiast tego, to co oferował swoim inwestorom, to był stały, ale znacznie niższy zwrot z inwestycji. Obiecał tylko 10 do 12 procent zwrotu, ale faktycznie dostarczał je każdego roku. Niezależnie od tego, co robił bazowy rynek akcji i obligacji, fundusz Madoffa zawsze zwracał 10 do 12 procent. Wyrafinowany inwestor powinien zdać sobie sprawę, że ta idealnie stała wydajność inwestycji jest równie podejrzana, jak fundusz, który zwracał 35 procent rocznie. Równie trudno jest tworzyć idealnie stałe, zerowe zwroty w niepewnym świecie, jak tworzyć zazwyczaj wysokie zwroty. Fakt, że inwestorzy Madoffa nie zadawali pytań, gdy osiągnęli swoje 10 procent zwrotu zarówno w dobrych, jak i złych czasach, prowadzi mnie do przekonania, że inwestorzy zdali sobie sprawę, że Madoff prawdopodobnie nie robił wszystkiego całkowicie legalnie. Krążyły plotki, że Madoff oszukiwał swoich klientów handlowych, inwestując przed nimi w akcje, które chcieli kupić. Inwestorzy w jego funduszu hedgingowym prawdopodobnie usłyszeli te plotki i prawdopodobnie uwierzyli w nie, ponieważ zyski były zbyt dobre, aby w nie uwierzyć — ale to nie powstrzymało ich przed inwestowaniem z nim. Dlatego mam mało współczucia dla ludzi, którzy stracili pieniądze w funduszach Madoffa. Fakt, że ci inwestorzy zachowali swoje portfele inwestycyjne u Madoffa i reinwestowali większość swoich zysków, czyni ich, moim zdaniem, współspiskowcami. Dobre schematy Ponziego polegają na wypłacaniu ludziom tak wspaniałych zysków, że przestają zadawać pytania, skąd pochodzą pieniądze. Przyjmowanie pieniędzy i niepytanie, skąd pochodzą, leży u podstaw większości przestępczych przedsięwzięć. Ludzie, którzy uczestniczą w schematach Ponziego, nie pytając, w jaki sposób wygenerowano zyski, nie powinni być żałowani, gdy ich inwestycje idą źle.

Kłamstwo nr 79 Fundusze hedgingowe powinny pozostać nieuregulowane, ponieważ inwestować mogą tylko wyrafinowani, doświadczeni inwestorzy.

To wielkie kłamstwo pozwoliło na stworzenie branży funduszy hedgingowych i pozwoliło jej rozrosnąć się do bilionów dolarów bez nadzoru rządowego ani regulacji, bez przejrzystości i bez sprawozdawczości finansowej. Teoria podana za kłamstwem była taka, że ponieważ inwestycje funduszy hedgingowych były ograniczone do bardzo dużych instytucji i bardzo bogatych osób o bardzo dużej wartości netto, zazwyczaj przekraczającej 5 milionów dolarów, nie było potrzeby, aby fundusze hedgingowe były regulowane i nie musiały raportować swoich wyników finansowych do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Uzasadnieniem było to, że powodem istnienia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd było zapobieganie oszukiwaniu małych, niewyrafinowanych inwestorów przez firmy, którzy nie są w stanie przeprowadzić własnej dogłębnej analizy inwestycyjnej. Ponieważ fundusze hedgingowe były dostępne tylko dla dużych, wyrafinowanych inwestorów, nie było potrzeby żadnego formalnego raportowania ani ujawniania przez fundusze hedgingowe. Chciałbym, żeby to było takie proste. Chciałbym, żeby szkody, które fundusze hedgingowe wyrządziły i wyrządzą w przyszłości,

ograniczały się tylko do ich bardzo wyrafinowanych i bogatych inwestorów. Ale tak nie jest. Inwestorzy w funduszach hedgingowych byli rzeczywiście wyrafinowanymi graczami finansowymi. Nie mogą twierdzić, że fundusze hedgingowe ich okłamały, działały oszukańczo lub nie ujawniły ryzyka. To była gra, w którą inwestowali. Wiedzieli, że inwestują bez żadnej ochrony i później nie mogli wrócić i powiedzieć, że fundusze hedgingowe nie ujawniły prawidłowo ryzyka lub działały oszukańczo. To był zakład w ciemno. Fundusze hedgingowe nie zobowiązały się wobec nich co do tego, jaki będzie ich profil inwestycyjny. Tylko w przypadku, gdy fundusz hedgingowy naruszałby prawo karne, widzę argument, w którym jego własni inwestorzy mogliby mieć szansę na odzyskanie części swojej inwestycji z ogromnych opłat, które menedżerowie funduszy hedgingowych pobrali z funduszu. Jeśli nie dojdzie do tej sytuacji, myślę, że ci inwestorzy funduszy hedgingowych poniosą znaczne straty, ale nie współczuję im, ponieważ to był układ, który zawarli z diabłem od samego początku. Ale szkody wyrządzone przez fundusze hedgingowe systemowi finansowemu nie ograniczają się tylko do strat poniesionych przez ich wyrafinowanych inwestorów finansowych. Prawdziwym powodem, dla którego fundusze hedgingowe powinny być regulowane od samego początku, powinny być przejrzyste i powinny być zmuszone do regularnego raportowania informacji finansowych do SEC, jest to, że fundusze hedgingowe są jednymi z największych graczy na naszych rynkach finansowych. Nie obchodzą mnie inwestorzy funduszy hedgingowych, ale z pewnością obchodzą mnie inni uczestnicy rynku, którzy muszą mieć do czynienia z funduszami hedgingowymi na co dzień. Fundusze hedgingowe od samego początku walczyły z jakimkolwiek wymogiem, aby były bardziej przejrzyste. Są największym płatnikiem w kraju do Kongresu i wyborów prezydenckich, a quid pro quo ich wkładu finansowego w nasz rząd polega na tym, że nie zostaną nałożone na nie żadne nowe regulacje. Oczywiście twierdzą, że powodem, dla którego nie chcą być bardziej przejrzyste, jest to, że nie chcą ujawniać swoich tajemnic handlowych dotyczących tego, w jaki sposób generują swoje ogromne zyski. Tak jak Kentucky Fried Chicken nie chce, aby ludzie ujawniali ich tajny przepis na smażonego kurczaka, tak fundusze hedgingowe mówią, że gdyby musieli regularnie ujawniać swoje pozycje, konkurenci nie tylko mogliby dowiedzieć się, w jaki sposób osiągnęły nadmierne zyski, ale także skopiowałyby ich na rynku i ostatecznie zniszczyłyby okazję do zysku. To dobry argument; po prostu w niego nie wierzę. Myślę, że powód, dla którego ludzie walczą z przejrzystością i chcą unikać sprawozdawczości finansowej, jest prosty. Myślę, że większość osób, które boją się rzucić jasne światło na swoje działania, robi to, ponieważ prowadzą działalność przestępczą. Uważam, że fundusze hedgingowe, prawie wszystkie, łamią prawo w jednym lub drugim względzie. Najprostszym sposobem na złamanie prawa i wygenerowanie nadmiernych zysków dla funduszu hedgingowego jest naruszenie współczynników adekwatności kapitałowej. Na niektórych rynkach istnieją ograniczenia co do tego, jak dużą dźwignię firmy mogą mieć w posiadaniu określonych aktywów. Fundusze hedgingowe mogą bardzo łatwo manipulować tymi współczynnikami adekwatności kapitałowej, ponieważ nikt nie wie, jaki jest ich kapitał ani w jaki sposób jest on wykorzystywany. Może to brzmieć jak kwestia techniczna, ale prowadzi to do niesamowicie lewarowanego sektora funduszy hedgingowych, którego nikt nie potrafi właściwie przeanalizować. Ta dźwignia stwarza ogromne ryzyko dla systemu finansowego, ponieważ zagraża nie tylko upadkowi funduszy hedgingowych, ale także bankom, które im pożyczają. Bear Stearns, mimo że miał poważne problemy z kredytami hipotecznymi, był również jednym z największych pożyczkodawców funduszy hedgingowych i to właśnie ta ekspozycja doprowadziła, jak sądzę, do bankructwa Bear Stearns. Ivan Boesky, jeden z najstynniejszych inside traderów lat 80., zarobił większość pieniędzy nie tylko dzięki handlowi informacjami poufnymi, ale także poprzez naruszanie współczynników adekwatności kapitałowej. Zawierał zakłady, w których miał bardzo małe marginesy strat, ponieważ zajmował pozycje o wysokiej dźwigni finansowej. W przeciwieństwie do dzisiejszych czasów, regulatorzy ostatecznie złapali Ivana Boesky'ego, ponieważ w latach 80. fundusze nadal musiały raportować rządowi swoje pozycje kapitałowe. Drugim sposobem, w jaki fundusze hedgingowe mogą generować spójne, zazwyczaj dochodowe wyniki, jest handel informacjami

poufnymi. W naturze branży funduszy hedgingowych leży to, że są podłączone do wszystkich głównych banków inwestycyjnych i banków komercyjnych oraz parkietów giełdowych. Mają dostęp do większej ilości „specjalnych” informacji niż ktokolwiek inny. I są tak dużymi płatnikami opłat dla banków inwestycyjnych i komercyjnych, że banki inwestycyjne i komercyjne mają prawdziwą motywację, aby zadowolić ich, karmiąc ich jeszcze większą ilością specjalnych informacji poufnych. Byłoby szokujące, gdyby te fundusze hedgingowe, mając dostęp do tak wielu informacji poufnych, nie uprawiały handlu informacjami poufnymi. Fakt, że Komisja Europejska nie ściga żadnego z nich, wskazuje na to, jak luźna stała się regulacja. Ale nie sądzę, aby handel informacjami poufnymi w branży funduszy hedgingowych ograniczał się do kilku złych graczy. Myślę, że jest to podstawa niemal wszystkich ich decyzji inwestycyjnych. Tak właśnie tłumaczę, w jaki sposób ci nieuczciwi inwestorzy, którzy nigdy nie byli aż tak błyskotliwi, byli w stanie raportować 35 i 40 procent zwrotu każdego roku. Te ogromne zwroty rok po roku naruszają wszystko, co wiem o tym, jak wydajne powinny zachowywać się rynki. Nie powinieneś być w stanie pokonać rynków konsekwentnie, a z pewnością te same osoby nie powinny ich pokonywać każdego roku. Nigdy w życiu nie spotkałem nikogo, kto konsekwentnie wygrywałby z rynkiem, z wyjątkiem trzech lub czterech osób, które znałem z Wall Street — i zrobili to dzięki handlowi informacjami poufnymi. Przyznali, nie podając mi szczegółów, że ich filozofia inwestycyjna polegała na tym, aby nie inwestować w ogóle, dopóki nie uzyskają pewnych informacji o przyszłych wydarzeniach korporacyjnych, a następnie zainwestowali wszystko. Nie podejmowali żadnego ryzyka. Inwestowali w pewne rzeczy w oparciu o swoje informacje poufne. Fundusze hedgingowe nie mogłyby generować takich zysków, nie robiąc tego samego. Na przykład przez lata Uniwersytet Harvarda odnotowywał drastyczne wzrosty procentowe w swoich funduszach powierniczych. Inwestowali również znaczną część swoich aktywów w fundusze hedgingowe. Podczas gdy niektórzy mogliby myśleć, że zarządzający funduszami Harvardu są mądrzejsi od wszystkich innych, ja nigdy w to nie wierzyłem. Teraz, gdy zarządzający funduszami opuścili Harvard i otworzyli własne niezależne fundusze na Wall Street ze straszliwymi wynikami, wydaje się, że kluczem nie było dobre zarządzanie funduszami. Harvard jest wyjątkowy, ponieważ wielu jego absolwentów zajmuje jedno z najwyższych stanowisk w rządzie i finansach na świecie. Dla zarządzającego funduszem na Harvardzie byłoby bardzo łatwo nawiązać kontakt z tymi ludźmi i otrzymać specjalne informacje, które nie byłyby publicznie dostępne na rynku. Mogło to zostać zrobione raczej niewinnie. Ale wierzę, że ci ważni dyrektorzy rządowi, finansowi i korporacyjni znaleźli sposób, aby wnieść znaczący wkład do swojej alma mater bez konieczności faktycznego wypisywania czeku. Zamiast tego dzielili się z zarządzającymi funduszami inwestycyjnymi Harvardu informacjami, które nie zostały jeszcze udostępnione publicznie. Obracając tymi informacjami, Harvard mógł generować niezwykle zyski. Nie mam żadnych dowodów na to, poza tym, że Harvard konsekwentnie raportował wyniki, które przewyższały rynek, co narusza moje rozumienie efektywnych rynków. Fakt, że Harvard robił to co roku przez dziesięciolecia, oznacza, że jeśli teoria efektywnego rynku jest poprawna, istnieje mniej niż 1 na 1000 szans, że Harvard zrobił to uczciwie. Innymi słowy: jeśli nikt nie może przewyższyć rynku, a Harvardowi przez dziesięciolecia udawało się to ze znaczną przewagą, prawdopodobieństwo, że zrobił to bez oszukiwania, jest mniejsze niż 1 na 1000. Trzecim sposobem, w jaki moim zdaniem fundusze hedgingowe oszukiwały, aby generować nadmierne zyski, jest manipulacja rynkiem i ceną akcji. Wiele funduszy hedgingowych, chociaż same w sobie są dość małe w stosunku do całkowitego wolumenu obrotu na giełdach, skupia swoją uwagę na jednej lub dwóch akcjach, a zatem mogą stanowić bardzo znaczący procent wolumenu obrotu tymi papierami wartościowymi. Jeśli jedna osoba lub firma stanowi znaczny procent wolumenu obrotu dowolnym pojedynczym papierem wartościowym, może łatwo manipulować akcjami według własnego uznania. To była podstawa rynku akcji groszowych w Denver w latach 80., który został zamknięty przez SEC. Manipulacja rynkiem jest nielegalna. Ponownie, nie mam żadnych dowodów ani konkretnych przykładów tego, poza niezwykle i wysoce nieprawdopodobnymi zyskami generowanymi przez fundusze hedgingowe. Ponieważ nie ma wymogów sprawozdawczych dla funduszy hedgingowych, nie

można zebrać prawdziwych dowodów. Osoby fizyczne i firmy skarżyły się, że fundusze hedgingowe niesłusznie wpływały na ich akcje. Niektórzy skarżyli się, że sprzedawcy krótkoterminowi sprzedawali swoje akcje bez ich posiadania. To mnie nie dotyczy. Rozumiem, jak krótkoterminowi sprzedawcy świadczą prawdziwą usługę innym inwestorom na nadmiernie optymistycznym rynku kupujących. Nie, moim zmartwieniem jest to, że nie mamy wystarczających regulacji i przejrzystości funduszy hedgingowych, aby określić, w jaki sposób osiągają zyski i czy manipulują cenami akcji i innych towarów oraz cenami aktywów, aby to osiągnąć. Ponownie, prawdziwe szkody wyrządzone przez fundusze hedgingowe nie ograniczały się do ich inwestorów. Raczej: uważam, że ukradli ogromne ilości pieniędzy w swojej działalności handlowej ludziom, którzy ostatecznie kupowali od nich papiery wartościowe i sprzedawali im je. I myślę, że część problemu z obecnym kryzysem kredytowym polega na tym, że ludzie i instytucje w końcu zaczynają mądrzeć. Zdają sobie sprawę, że rynek akcji, rynki towarowe i inne rynki nie są uczciwymi grami i że nie wszyscy grają uczciwie, mając te same publicznie dostępne informacje. Można to nazwać brakiem zaufania, ale tak naprawdę nim nie jest. To zrozumienie, że rynki zostały skorumpowane. Dlaczego miałbyś kiedykolwiek kupować lub sprzedawać akcje na rynku, na którym osoba, z którą masz do czynienia po drugiej stronie, ma informacje, które nie będą dostępne dla ciebie do jutra? Nie zrobiłbyś tego. Więc na podstawie tej analizy uważam, że branża funduszy hedgingowych, poprzez swoje nieprzejrzyste transakcje, poważnie sparaliżowała globalne rynki finansowe na świecie. Ten upadek rynków kapitałowych jest głównym powodem katastrofalnej recesji, w którą wchodzimy. I jest to główny powód, dla którego samo wydawanie pieniędzy rządowych na obniżki podatków i plany stymulacji fiskalnej nie przyniesie skutku w wyprostowaniu tej recesji. Prawdziwe problemy są o wiele, wiele głębsze.

Kłamstwa na temat rządu i regulacji

Kłamstwo nr 80 Obecny kryzys finansowy został spowodowany przez zbyt dużą ingerencję rządu w rynki.

Adolf Hitler powiedział, że jeśli zamierzasz kłamać, skłam mocno. To kłamstwo z pewnością się kwalifikuje. Konserwatywne programy radiowe i konserwatywne programy informacyjne w telewizji kablowej rozpoczęły desperacką próbę opisanie obecnego kryzysu finansowego jako problemu z rządem, a nie z wolnym rynkiem lub przedsiębiorstwami prywatnymi. Wyciągają wszystkie asy z rękawa. I z pewnością nie pozwalają, aby fakty stanęły im na drodze. Co tydzień wypuszczają nowy balon próbny i sprawdzają, czy się przyjmie, mieszając metafory. Podczas kampanii prezydenckiej obwiniali ACORN, mimo że ACORN udzielał porad dotyczących kredytów hipotecznych mniej niż 50 000 osób w kraju. Następnie zaatakowali Community Reinvestment Act (CRA), twierdząc, że ta ustawa rządowa zmusza instytucje pożyczkowe do pożyczania pieniędzy na kredyty hipoteczne biednym ludziom, że biedni ludzie nigdy nie powinni kupować domów i że to oni byli przyczyną załamania rynku nieruchomości. Jak wyjaśniłem wcześniej, wszystko to jest nieprawdą. Teraz już prawie zdecydowali się na Fannie Mae i Freddie Mac, nazywając je podmiotami sponsorowanymi przez rząd, ale przyznając, że były głównymi lobbystami i sponsorami kampanii naszego Kongresu. Chcieliby, abyś uwierzył, że Fannie Mae i Freddie Mac są częściami rządu, gdy w rzeczywistości Fannie Mae i Freddie Mac są całkowicie prywatnymi, zorganizowanymi przedsiębiorstwami nastawionymi na zysk. Fannie Mae i Freddie Mac przyczyniły się do kryzysu, tak jak każda inna duża instytucja finansowa sektora prywatnego: lobbując w Kongresie na rzecz mniejszej regulacji, nadmiernie wykorzystując swoje bilanse i udzielając pożyczek, których nigdy nie powinny mieć, wszystko po to, aby wzbogacić swoje kierownictwo i akcjonariuszy. Ale jak powiedziałem, nie ma nic wyjątkowo zorientowanego na rząd w Fannie Mae i Freddie Mac. Cieszyły się domniemaną gwarancją rządową, którą Hank Paulson postanowił sam uszanować, dzięki czemu Chiny i reszta światowych inwestorów uzyskały całość swojej inwestycji w zbankrutowane Fannie Mae i Freddie Mac. Oczywiście rząd odegrał bardzo dużą rolę w

tym kryzysie. Ale ja uważam, że zwolennicy wolnego rynku mają odwrotny związek przyczynowo-skutkowy. Nie wierzę, że rząd zmusił instytucje pożyczkowe do dodania większego dźwigni niż chciały lub do bardziej agresywnego pożyczania niż chciały. Myślę, że reagowali na naciski lobbingowe ze strony samego sektora prywatnego. Widzisz, sektor prywatny odkrył, że za pomocą CDO może magicznie zamienić kredyty hipoteczne subprime BB w papiery wartościowe AAA. Potrzebowali otwartego pola do działania bez żadnych rządowych regulacji. Uważam, że cały sektor zapłacił Kongresowi, aby się wycofał i nie regulował, a następnie ukrył swoje bezczelne kłamstwo o odpowiedzialności za sprytne stwierdzenie, że wszyscy po prostu próbowali zwiększyć liczbę właścicieli domów w Ameryce. Podobnie, Alan Greenspan jest krytykowany za utrzymywanie stóp procentowych na poziomie 1 procent przez zbyt długi czas i zachęcanie do baniek na giełdzie i rynku nieruchomości. Podobno zignorował ostrzeżenia swoich regionalnych doradców, że w branży pośrednictwa kredytowego dochodzi do oszustw i że warunki kredytów hipotecznych są tak szalone, że są nie do utrzymania, a pożyczki nie do naprawienia. Ponownie, nie widzę Alana Greenspana działającego w imieniu rządu, a na pewno nie w imieniu elektoratu. Jego filozofia ekonomiczna przez całe życie była niezwykle libertariańska. Jest głównym zwolennikiem Ayn Rand. Ale nie rozwinął tej filozofii, gdy był u władzy; raczej został mianowany na urząd, ponieważ wyznawał tę filozofię. Ludzie go nie wybrali; wybrali go kontrolowani przez korporacje politycy. Korporacje umieściły Alana Greenspana na urzędzie i korporacje powinny wziąć na siebie winę za jego politykę. Filozofia ekonomiczna Alana Greenspana nigdy nie była głównym nurtem, a Amerykanie nigdy by jej nie zaakceptowali, gdyby ją w pełni rozumieli. Dzięki Bogu za Alana Greenspana, że mówił niezrozumiałymi zdaniami. Jeśli chodzi o pytanie, kto jest bardziej winny, wielki biznes czy wielki rząd, mogę argumentować, że wielki biznes jest bardziej winny, ponieważ był siłą napędową, wydawał pieniądze, aby wpływać na Kongres i prezydenta, i to jego filozofia była wdrażana. Ale z drugiej strony Kongres przyjmował łapówki. Kongresmeni dokładnie wiedzieli, co robią, kiedy brali pieniądze od korporacji w zamian za eliminowanie regulacji. Siedziałem na schodach Kapitolu w 1995 roku, kiedy Granny D., osiemdziesięciodziewięcioletnia wdowa z New Hampshire, zakończyła swój 3000-milowy spacer przez Amerykę, protestując przeciwko lobbingowi korporacyjnemu i ogłosiła przed Kongresem, że są domem dziwek. Trudno przypisać większą winę osobie, która przyjmuje łapówkę, niż osobie, która ją płaci, ale w tym przypadku Kongres wyraźnie miał za zadanie reprezentować obywateli Stanów Zjednoczonych, więc przyjmując łapówki od korporacji i uchwalając korzystne dla nich ustawodawstwo, z którego wiele szkodziło obywatelom amerykańskim, byli nie tylko złodziejami, ale także łobuzami. Złamali swoją podstawową przysięgę złożoną ludziom. Wielki biznes i wielki rząd ponoszą równą winę za obecny bałagan. I myślę, że rozwiązaniem tego kryzysu i zapewnienia bardziej stabilnego środowiska gospodarczego na świecie w miarę postępu jest wymyślenie sposobu kontrolowania zarówno wielkiego biznesu, jak i wielkiego rządu. Zbyt dużo wolnego rynku i wielkiego biznesu szaleje; zbyt dużo regulacji i wielki rząd przejmuje władzę. Myślę, że rozwiązaniem jest odebranie im obu władzy poprzez naleganie, aby obaj przeszli na mniejsze, mniej potężne podmioty, które są bardziej kontrolowane przez elektorat, co wyrządzi znacznie mniej szkód, jeśli nie będą służyć ludziom lub swoim udziałowcom.

Kłamstwo nr 81 Regulacje rządowe są złe dla wzrostu gospodarczego i dobrobytu.

Innym rzekomym truizmem w ekonomii jest to, że nadmierne regulacje rządowe są złe dla wzrostu gospodarczego i dobrobytu kraju. Wyobraźcie sobie moje zdziwienie, gdy statystyki dla artykułu, który Dick Roll i ja napisaliśmy w 2002 r., wykazały, że większe wydatki rządowe w kraju były skorelowane z większym bogactwem kraju — dokładnie odwrotnie, niż można by się spodziewać w tradycyjnej ekonomii. Wyniki badania wskazały, że większe, bardziej udane, bogatsze i bardziej rozwinięte kraje zazwyczaj miały większe rządy jako procent PKB. Takie korelacje nic nie mówią o właściwym kierunku przyczynowości. Bardzo dobrze może być tak, że bardziej rozwinięte, bogatsze kraje rozwijają się z

innych powodów, a następnie podejmują świadomą decyzję o powiększeniu swoich rządów. Można by argumentować, że tak mogło być w Europie, a nawet w Stanach Zjednoczonych do niedawna. Instytucje kapitalistyczne i demokratyczne, w tym silne rządy prawa i zbiór regulacji, pozwoliły tym rozwiniętym krajom na szybki wzrost i stanie się bogatymi. Gdy osiągnęli już znaczny majątek, zaczęli zadawać pytania o to, jak żyją ich mniej uprzywilejowani obywatele. Wielu doszło do wniosku, że właściwe jest zwiększenie wielkości rządu, aby umożliwić transfer płatności od zamożnych do potrzebujących, chorych, niepełnosprawnych i starszych. Zgodnie z tym wyjaśnieniem kraje najpierw się bogacą, a potem decydują się na budowę dużych rządów. Ale przyczynowość mogłaby również dobrze pójść w drugą stronę. Być może większe rządy były pomocne w budowaniu udanej gospodarki. Do niedawna to stwierdzenie byłoby traktowane jako bluźnierstwo w prawie każdej dużej szkole biznesu w kraju. Prawie każda szkoła biznesu dzisiaj uczy, że rząd jest wrogiem biznesu i że rząd, ze swoimi niepotrzebnymi regulacjami, hamuje wzrost i dobrobyt. Jednak nowe prace naukowe w dziedzinie instytucji demokratycznych i kapitalistycznych pokazują, że regulacje rządowe i stanowienie przepisów są niezbędnym elementem każdego udanego kapitalistycznego systemu gospodarczego. Wolny rynek i kapitalizm opierają się na stanowieniu przepisów. Nie można mieć właściwie funkcjonującego wolnego rynku bez przepisów. Libertarianie, na czele z Miltonem Friedmanem, posunęli się tak daleko, że zasugerowali, że jedyną właściwą rolą rządu jest obrona narodowa. Takie stwierdzenie wskazuje mi, że Friedman nie do końca rozumiał podstawy systemu wolnego rynku, który tak czcił, albo może po prostu nauczył się je traktować jak coś oczywistego. Z pewnością Kongres uchwalający prawa, które ludzie uważają za konieczne i rozsądne, oraz system sądowniczy egzekwujący te prawa są niezbędnymi składnikami budowy wolnego rynku. Wierzę, że w głębi duszy Milton Friedman zmagał się z kwestią, czy demokratycznie wybrany rząd powinien kontrolować rynek i tworzyć dla niego regulacje, czy też wolny rynek powinien działać poza kontrolą i nakazami rządowymi. Jego przekonanie, że rządy często postępują źle, nawet jeśli mają dobre intencje, w połączeniu z faktem, że nie chciał, aby ktokolwiek ingerował w to, co uważał za piękno równowagi wolnego rynku, doprowadziło go, jak sądzę, do błędnego przekonania, że wolny rynek powinien działać poza zakresem regulacji rządowych. To jest błąd, który popełnialiśmy przez ostatnie trzydzieści lat. Pozwoliliśmy, aby nasze rynki finansowe i nasz rynek komercyjny stały się całkowicie nieuregulowane. Założyliśmy, że same firmy będą kontrolować swoje działania z obawy przed utratą dobrej reputacji — nie zdając sobie oczywiście sprawy, że fundusze hedgingowe nie mają żadnej reputacji i mogą zamknąć interes w mgnieniu oka, jeśli coś pójdzie nie tak z ich wysoce lewarowanymi inwestycjami. Naprawienie tego błędu nie będzie łatwe. Jak powiedzieliśmy, rozciąga się on nie tylko od Nowego Jorku do Waszyngtonu, ale na każdą główną ulicę w Ameryce. Jeśli przywrócisz regulację przedsiębiorstw komercyjnych w Ameryce, będziesz smutny, odkrywając, że wiele z naszych poprzednich sukcesów jest iluzorycznych. Jednym z powodów, dla których nasz rząd był powolny w ponownej regulacji sektora finansowego, jest to, że de-lewarowanie, które będzie wymagane, a także oznaczanie aktywów według ich prawdziwej wartości, spowoduje, że wiele firm na całym świecie stanie się niewypłacalnych. Nie ma łatwego sposobu na wyjście z tego bałaganu. Będzie to bardzo bolesne. Mogę tylko mieć nadzieję, że weźmiemy nasze lekarstwo prędzej niż później i że zajmiemy się krytycznymi, fundamentalnymi problemami na naszych rynkach kapitałowych i w naszej gospodarce. Ze względu na ogromne długi, z którymi mierzymy się jako naród, i ponad bilionowe deficyty operacyjne, które mamy każdego roku, nie mamy nieograniczonego czasu na naprawienie tych problemów. Ważne jest, abyśmy podejmowali właściwe decyzje.

Kłamstwo nr 82 Agencje ratingowe to regulowane podmioty, które pracują dla inwestorów, aby identyfikować i odpowiednio wyceniać ryzyko.

Spośród wszystkich przestępczych zachowań wszystkich uczestników schematów i oszustw, które doprowadziły do globalnego kryzysu kredytowego, uważam, że najbardziej rażące było to, które

agencje ratingowe prowadziły dla zysku. Jedynym powodem istnienia agencji ratingowych jest ocena ryzyka. Nie sposób uwierzyć, że rzeczoznawcy ryzyka w agencjach ratingowych, którzy spędzili całą swoją karierę na rynkach papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami, nie zadaliby fundamentalnych pytań o to, co się stanie, jeśli ceny nieruchomości spadną w przyszłości i co to będzie oznaczać dla wskaźników niewypłacalności w przypadku egzekucji hipotecznych w przyszłości. Oczywiście wiedzieli, że powinni zadawać te pytania. Fakt, że tego nie zrobili, jest dowodem ich celowego lekceważenia ich rzekomej misji: oceny ryzyka. Otrzymywali miliardy dolarów za etykietowanie papierów wartościowych śmieciowych jako AAA. Otrzymywali wynagrodzenie od emitentów, a nie od inwestorów, uczestniczyli w spotkaniach, na których banki inwestycyjne strukturyzowały papiery wartościowe, i akceptowali wygórowane opłaty. Kiedy nastąpił upadek, próbowali argumentować, że ich oceny nie powinny być wykorzystywane do podejmowania decyzji inwestycyjnych, ale że ich oceny były tylko ich opiniami, nie na temat wartości, ale na temat wiarygodności kredytowej papierów wartościowych. A ich opinie, jak twierdzą, były chronione przez ich prawa Pierwszej Poprawki. Tak jak te firmy osiągnęły nowy najniższy poziom w akceptowaniu płatności za wyższe oceny, z pewnością to wyjaśnienie jest nowym najniższym poziomem w obronie przed wykroczeniami. Jeśli przyjmiemy tę logikę, oznacza to, że wszystkie oszukańcze oświadczenia składane podczas sprzedaży aktywów lub papierów wartościowych mogą być chronione na mocy praw do wolności słowa. To kolejny przykład tego, że uczestnicy rynku wierzą, że są poza prawem i nie podlegają regulacjom. Twierdzenie, że Konstytucja daje im prawo do wypowiedzania się na temat wartości papieru wartościowego, jest absurdalne. Klienci korporacyjni, którzy mieli wyemitować nowe papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką, często zwracali się do jednej agencji ratingowej, a jeśli nie otrzymali akceptowalnych ocen, po prostu zwracali się do drugiej lub trzeciej agencji ratingowej. Brzmi to bardzo podobnie do tego, w jaki sposób agenci nieruchomości zatrudniali firmy rzeczoznawcze do przeprowadzania rzekomo „niezależnych” wycen przewartościowanych domów. Głównym pytaniem dla rynków jest teraz, jak pójdziemy dalej, biorąc pod uwagę, że nikt nie ma zaufania do papierów wartościowych ani ratingów spółek. Jak powiedziałem, inwestorzy stali się tak zależni od agencji ratingowych, że przeprowadzili bardzo mało własnej należytej staranności i dochodzeń. Dosłownie wyrwano dywan spod stóp inwestorów na całym świecie. Czy uważasz, że Klaus, menedżer inwestycyjny niemieckiego banku, o którym mówiłem wcześniej, jest w stanie przeprowadzić własną analizę inwestycyjną złożonego zabezpieczenia CDO? Nie miałby szans. Matematyka związana z analizą wielotranszowego CDO z wieloma klasami aktywów bazowych, takimi jak kredyty hipoteczne, karty kredytowe i pożyczki studenckie, z różnymi warunkami kredytowymi i pochodzącymi z różnych lokalizacji, a ryzyko nierównomiernie rozłożone na transze, to zadanie, którego rozszyfrowanie zajęło Wall Street dziesięciolecie. Na podstawie strat poniesionych podczas kryzysu finansowego, nie wygląda na to, aby nawet im udało się w pełni zrozumieć ryzyko. To kolejny fundamentalny problem, który należy rozwiązać, zanim będziemy mogli osiągnąć pomyślne ożywienie. Co zrobić z faktem, że agencje ratingowe nie tylko straciły całą wiarygodność, ale że po tym, jak staną w obliczu ciągłych procesów sądowych, które nadejdą, prawdopodobnie same zbankrutują? W świecie bez agencji ratingowych, jak inwestorzy ocenią ryzyko?

Kłamstwo nr 83 SEC zapobiega handlowi informacjami poufnymi i manipulacjom rynkowym.

SEC została oskarżona o zapobieganie handlowi informacjami poufnymi i manipulacjom rynkowym. Faktem jest, że agencji zasadniczo nakazano wycofanie się. Bush mianował politycznego kumpla, Christophera Coxa, na stanowisko szefa agencji. Od czasu jego mianowania liczba postępowań karnych, które SEC wszczęła w związku z handlem informacjami poufnymi, gwałtownie spadła. Dowody, które teraz wychodzą na jaw, dotyczące liczby ostrzeżeń, jakie SEC otrzymała w związku ze skandalem Bernie Madoffa, są przygnębiające. Pewna osoba napisała sześć oddzielnych listów do biur SEC w Bostonie i Nowym Jorku, z czego jeden zawierał siedemnastostronicowy opis, dlaczego Madoff nie mógł osiągnąć

zysków, o których twierdził, za pomocą środków prawnych. Analiza nie była przesadnie skomplikowana. Wykorzystano w niej prostą arytmetykę, aby wykazać, że gdyby Bernie Madoff rzeczywiście sprzedawał opcje put i call na rynku kontraktów futures S&P i miałby do zabezpieczenia portfel o wartości 17 miliardów dolarów, to jego wolumen obrotu przyćmiłby cały wolumen obrotu tej giełdy każdego dnia roku. Nie podoba mi się, gdy po załamaniu lub katastrofie, poniedziałkowi rano quarterbackowie wracają i odkrywają szkodliwe dowody, które zostały zignorowane. Po fakcie wiesz, jakiego rodzaju dowodów szukasz. Przed faktem dowody są tylko jednym z milionów dowodów. Ale w tym przypadku nie chodziło tylko o to, że dowody były dostępne do zbadania przez SEC; chodziło o to, że dochodzenie zostało już zakończone przez osobę prywatną i przekazane im. SEC musiałaby być współwinna, aby nie śledzić tak oczywistego twierdzenia. A to, czego gazety odmówiły powiedzieć w tym wszystkim, ponieważ jest to tak niesmaczne, to najprostszy, najbardziej logiczny wniosek: SEC nie była po prostu ignorantką, była współwinna. Ich brak dochodzenia i brak ścigania czyni ich współpiskowcami w tym oszustwie finansowym, które nazywamy kryzysem kredytowym. Bush mianował ludzi, którzy byli źle przygotowani, i jestem pewien, że przekazywano dalej, że nie szukali strażników, którzy aktywnie kontrolowaliby rynki papierów wartościowych. Zamiast tego rozeszła się wieść, że nikt nigdy nie straci pracy z powodu braku wysiłku włożonego w ściganie, zwłaszcza przeciwko dobrze powiązanym typom, takim jak Madoff. Główne media mają tendencję do relacjonowania niektórych fragmentów prawdziwej historii, ale kiedy prawdziwa historia wskazuje na korupcję rządu na wielką skalę i współudział Wall Street i wielkiego biznesu, nigdy nie wyciągają takiego wniosku. Większość dzisiejszych gazet należy do dużych korporacji i myślę, że głównym powodem, dla którego przegapiły wielką historię, jest to, że dziennikarze w tych gazetach są bliskimi przyjaciółmi przedstawicieli branży i rządu, o których piją. Myślę, że gdy przez jakiś czas będziesz zajmował się konkretnym sektorem gospodarki jako dziennikarz, znacznie mniej prawdopodobne jest, że ujawnisz swoich korporacyjnych i rządowych kumpli od pica.

Kłamstwo nr 84 Banki wykorzystują operacje poza bilansem głównie w celu zwiększenia zysków dla swoich akcjonariuszy.

Jedną z lekcji wyciągniętych z upadku Enronu było to, jak ważne było, aby korporacje raportowały wszystkie swoje działania i aby nie mogły ukrywać operacji inwestycyjnych poza bilansem. Enron stosował niemal wszystkie sztuczki, aby umieścić swoje aktywa poza bilansem, mimo że w rzeczywistości nadal je kontrolował. Oczywiście poprawiło to ich deklarowany lub raportowany zwrot z aktywów, ponieważ zyski były przejmowane przez spółkę dominującą, ale aktywa nigdy nie pojawiły się w ich księgach. Fakt, że banki komercyjne wykorzystywały te same techniki poza bilansem, aby ukryć aktywa przed inwestorami, wykorzystać kwotę długu wykorzystywanego w swoich operacjach i drastycznie zwiększyć zyski dla akcjonariuszy tak szybko po Enronie, przekonuje mnie, że Kongres nie był zainteresowany żadnymi lekcjami wyciągniętymi z Enronu. Nie mogę sobie wyobrazić, że wyszliśmy z Enronu i uchwaliliśmy ustawę Sarbanesa-Oxleya, rzekomo zreformowaliśmy zawód księgowy, aby takie nieprawidłowości w księgowości nie zdarzały się w przyszłości, a następnie zaledwie siedem lat później pozwoliliśmy na dokładnie takie samo fiasko poza bilansem, tym razem w sektorze bankowości komercyjnej. Muszę przyznać, że nie czytałem ustawy Sarbanesa-Oxleya szczegółowo. Ale wiem, że została uchwalona przez Kongres, który był w tylnej kieszeni branży. To, co rzekomo było ustawą reformującą, prawdopodobnie ma w sobie ogromne luki. Konkretnie, będę w szoku, jeśli firmy księgowe pozwolą na jakiegokolwiek zaostrenie swojej odpowiedzialności i zobowiązań wobec inwestorów, gdy dostarczają czyste sprawozdania księgowe firmom, które szybko ogłaszają upadłość. Jeśli system działa prawidłowo, jednym z oczywistych skutków tego załamania finansowego — poza zwykłym bankrutem agencji ratingowych — jest to, że każda duża firma księgowa również powinna stanąć w obliczu upadłości, biorąc pod uwagę dużą liczbę pozwów cywilnych, z którymi powinna się

zmierzyć. Ale być może w trakcie obowiązywania ustawy Sarbanesa-Oxleya otrzymali od Waszyngtonu pewnego rodzaju kartę umożliwiającą im wyjście z więzienia.

Kłamstwo nr 85 Chińskie mury w bankach komercyjnych i inwestycyjnych zapobiegają konfliktom interesów.

Chińskie mury to termin — szczerze mówiąc, nie wiem, skąd się wziął — opisujący sposób, w jaki banki inwestycyjne i banki komercyjne zapobiegają konfliktom interesów w swoich różnych obszarach działalności. Można sobie wyobrazić, że byłoby dość niepokojące, gdyby nie było chińskiego muru między działem fuzji banku inwestycyjnego a jego operacjami handlowymi. Dział fuzji jest stale narażony na niepubliczne informacje poufne dotyczące planowanych fuzji i byłoby parodią, gdyby działy handlowe banków inwestycyjnych dowiedziały się o takich informacjach i handlowały nimi. Podobnie istnieje rzekomy chiński mur między działem badań banku inwestycyjnego a jego działem bankowości inwestycyjnej. Dział badań rzekomo pobiera publicznie dostępne informacje, analizuje je i składa zalecenia klientom inwestycyjnym firmy. Dział bankowości inwestycyjnej doradza dużym korporacjom i ich kadrze kierowniczej, a z tego powodu często posiada bardzo istotne, niepubliczne informacje, takie jak prognozy i raporty generowane przez firmę. Wszystkie te chińskie mury są samoregulujące. Nie ma urzędnika państwowego, który przychodzi i widzi, że istnieje fizyczny mur między grupami. Raczej jest to po prostu kultura firmy, która rośnie i musi być utrzymywana, aby zapewnić, że te konflikty interesów nie są szkodliwe dla klientów firmy. Ale wierzę, po spędzeniu dziewięciu lat na Wall Street, że takie chińskie mury są bardzo porowate. Nawet jeśli analityk ds. badań nie rozmawia z grupą bankowości inwestycyjnej, raportuje do starszej osoby, która kieruje badaniami. Wierzę, że starsi dyrektorzy często dzielą się informacjami poufnie między departamentami. Trudno uwierzyć inaczej. Alternatywnym wyjaśnieniem jest to, że bardzo starszy partner lub dyrektor w banku inwestycyjnym ma informacje pochodzące z poufnego źródła, o których wie, że poważnie wpłyną na wartość papierów wartościowych, które firma posiada w biurze maklerskim — i nic z tym nie robi. Nie leży to w jego interesie ani w interesie jego firmy. Podczas gdy takie etyczne działanie może zostać nagrodzone w niebie, mogę zapewnić, że zostałoby ukarane na Wall Street. Gdyby jakiś bank inwestycyjny stracił 100 milionów dolarów na pozycji, z której mógłby się wycofać, gdyby został ostrzeżony przez jednego ze swoich dyrektorów, ten dyrektor nie miałby wielkiej przyszłości w firmie. Chińskie mury są klasycznym przykładem tego, dlaczego samoregulacja nie działa. Przepisy są tworzone, aby zadowolić rządowych śledczych i regulatorów, ale zawsze są sposoby na obejście przepisów. Bez egzekwowania prawa, prawa stają się bez znaczenia. Często na Wall Street zakres egzekwowania polega na tym, że prawnik firmy upewnia się, że procedury są prawidłowo spisane w podręczniku zasad firmy i że każdy nowy pracownik otrzymuje kopię tego podręcznika. Może to spełniać luźno spisane procedury wymagane przez prawo, ale z pewnością otwiera okazję do naruszenia intencji prawa.

Kłamstwo nr 86 Nadmierna regulacja nie jest potrzebna na rynkach finansowych, ponieważ każdy, kto został poszkodowany, może dochodzić swoich praw w sądach.

Ostatni argument, dlaczego regulacja nie jest potrzebna na rynkach finansowych — a co za tym idzie, na każdym rynku komercyjnym — jest taki, że każdy, kto został poszkodowany, zawsze ma możliwość dochodzenia swoich praw w systemie sądowym. To był klasyczny argument Ronalda Reagana, dlaczego uważał, że mniej regulacji jest lepsze. Wielokrotnie mówił, że każdy, kto został poszkodowany przez firmę, powinien móc dochodzić swoich praw. Dopiero po tym, jak administracji Reagana udało się zlikwidować tak wiele regulacji biznesowych, przyszłe rządy republikańskie starały się ograniczyć poziom odszkodowań przyznawanych przez ławy przysięgłych w procesach cywilnych. W rezultacie ktoś mógł łatwo zostać poszkodowany na nieuregulowanym rynku, ale jeśli szukałby odszkodowania w systemie sądowym, jego odszkodowanie byłoby ograniczone. To był idealny świat dla wielkiego

biznesu. Brak regulacji i system sądowy sprowadzony do wystawiania bezsensownych mandatów za parkowanie i grzywien zamiast zwrotu rzeczywistych poniesionych strat, w tym odszkodowań karnych przyznanych za celowo rażące zachowanie. Na rynkach finansowych sytuacja jest jeszcze gorsza. Taka jest natura rynków finansowych, że wszystkie spory pracownicze i spory z klientami trafiają do prawnego systemu arbitrażowego, a nie bezpośrednio do sądów USA. Wszyscy nowi pracownicy i wszyscy nowi klienci inwestujący banku komercyjnego lub inwestycyjnego muszą podpisać umowę, w której stwierdzają, że skorzystają z arbitrażu, zamiast dochodzić swoich praw w sądzie cywilnym w przypadku szkody, którą ich zdaniem ponieśli z rąk banku inwestycyjnego lub banku komercyjnego. Pracownicy i klienci inwestujący nie wiedzą, że system arbitrażowy jest kontrolowany przez Wall Street i bardzo rzadko orzeka przeciwko instytucjom Wall Street lub na korzyść pracowników i klientów. Każde orzeczenie, które otrzymają, ogranicza się do bardzo rozsądnych grzywien lub zaległych płatności. Taki system jest własnym systemem ubezpieczeniowym Wall Street w celu zapobiegania pozwom sądowym za nieuczciwe praktyki. Wall Street może robić ze swoimi klientami inwestycyjnymi, co chce, ale klienci nigdy nie mają swojego dnia w otwartym sądzie. Dealmakerzy na Wall Street mają podobny pakiet ubezpieczeniowy na wypadek pozwów. Podczas strukturyzowania jakiegokolwiek fuzji lub złożonej transakcji finansowej powszechną praktyką jest, że jeśli chcesz kupić firmę za 45 USD za akcję, oferujesz tylko 44 USD za akcję. Powodem jest to, że istnieje cała branża prawników zajmujących się pozwami strajkowymi, którzy automatycznie pozywają bank inwestycyjny i nabywcę, twierdząc, że kradną firmę. Następnie wszystko zostaje rozsądnie rozstrzygnięte w rozmowach między przyjaciółmi za żądanie tylko jednego dolara więcej za akcję. Firma ostatecznie zostaje przejęta za 45 USD, zgodnie z planem, ale teraz bank inwestycyjny został pozwany i ugody, dołączone jest podwójne odszkodowanie i jest chroniony przed wszelkimi roszczeniami z tytułu pozwów w przyszłości. W ten sposób banki inwestycyjne stworzyły rodzaj ubezpieczenia od błędów w sztuce, które nic ich nie kosztowało — uzgodniona opłata miała wynosić 45 USD na początku. Ważne jest, aby pozywający prawnicy mogli twierdzić przed sędzią, że cena została podniesiona o jednego dolara za akcję, co może wynieść nawet 100 milionów dolarów, ponieważ uzasadniają swoje honoraria jako procent tej kwoty przed sędzią przewodniczącym. Jeśli nie mogą wskazać żadnej wartości, którą rzekomo stworzyli dla sprzedających akcjonariuszy, ich honoraria nie są dozwolone. System działa dla każdego — z wyjątkiem, oczywiście, sprzedającego akcjonariusza, który w rzeczywistości jest oszukańczo pozbawiany swoich akcji po niesprawiedliwie niskiej cenie.