

KULISY NAJWIĘKSZEGO KRACHU FINANSOWEGO  
NASZYCH CZASÓW!

WIELEKI

SZORT

MECHANIZM  
MASZYNY ZAGŁADY



MICHAEL LEWIS



M I C H A E L L E W I S

W I E L K I

S Z O R T

M E C H A N I Z M  
M A S Z Y N Y Z A G Ł A D Y

Z języka angielskiego przełożyła  
Kinga Man



Tytuł oryginału:  
THE BIG SHORT

Copyright © 2010 by Michael Lewis

Copyright © 2016 for the Polish edition by Wydawnictwo Sonia Draga  
Copyright © 2011 for the Polish translation by Wydawnictwo Sonia Draga

Projekt graficzny okładki: Mariusz Banachowicz

Redakcja: Urszula Gardner  
Korekta: Iwona Wyrwisz  
Konsultacja merytoryczna: dr Katarzyna Rupik

ISBN: 978-83-7999-704-6

WYDAWNICTWO SONIA DRAGA Sp. z o. o.  
Pl. Grunwaldzki 8-10, 40-127 Katowice  
tel. 32 782 64 77, fax 32 253 77 28  
e-mail: [info@soniadruga.pl](mailto:info@soniadruga.pl)  
[www.soniadruga.pl](http://www.soniadruga.pl)

E-wydanie 2016

Skład wersji elektronicznej:

**virtualo**  
[konwersja.virtualo.pl](http://konwersja.virtualo.pl)

# Spis treści

Dedykacja

Motto

Prolog. Poltergeist

Rozdział 1. Opowieść o tajemniczych początkach

Rozdział 2. W Krainie Ślepców

Rozdział 3. Czy facet, który nie mówi po angielsku, może kłamać?

Rozdział 4. O pożytkach z emigrantów

Rozdział 5. Kapitałiści z przypadku

Rozdział 6. Spider-Man w hotelu „Weneckim”

Rozdział 7. Wielka wyprawa po skarby

Rozdział 8. Cisza przed burzą

Rozdział 9. Śmierć pasji

Rozdział 10. Dwóch panów w łódce

Epilog. Wszystko jest skorelowane

Posłowie

Podziękowania

Przypisy

Michaelowi Kinsleyowi,  
któremu wciąż winien jestem artykuł

*Nawet najmniej rozgarniętej osobie można wyłożyć najtrudniejsze zagadnienie, jeśli nie zdążyła wyrobić sobie na jego temat opinii; ale najprostszej rzeczy nie wyjaśni się osobie najinteligentniejszej, gdy jest ona stanowczo przekonana, że posiada na jej temat pełną wiedzę.*

Lew Tołstoj, 1897

# PROLOG

## Poltergeist

Do dziś pozostaje dla mnie tajemnicą, dlaczego bank inwestycyjny z Wall Street płacił mi setki tysięcy dolarów za udzielanie porad dorosłym ludziom. Miałem dwadzieścia cztery lata, żadnego doświadczenia w typowaniu, kursy których akcji czy obligacji wzrosną, a których spadną, ani też nie interesowało mnie to zbytnio. Istotną funkcją Wall Street była alokacja kapitału: decydowanie, kto powinien go dostać, a kto nie. Wierzcie mi, naprawdę nie miałem zielonego pojęcia. Nie znałem się na rachunkowości, nie prowadziłem firmy, nigdy nie miałem nawet oszczędności, którymi mógłbym zarządzać. Zahaczyłem się do pracy w Salomon Brothers w roku 1985, odhaczyłem się, bogatszy, w roku 1988, i choć napisałem na temat tego doświadczenia książkę, cała ta historia wciąż uderza mnie swoją niedorzecznością – między innymi z tego powodu bez żalu rozstałem się z bardzo dochodowym zajęciem. Uznałem, że na dłuższą metę ta sytuacja jest nie do utrzymania. Raczej prędzej niż później zostanę uznany za oszusta, razem z wieloma innymi, mniej czy bardziej podobnymi do mnie osobami. Raczej prędzej niż później nastąpi Wielka Weryfikacja, Wall Street otrząśnie się i pozbędzie setek, jeśli nie tysięcy młodych ludzi nie mających kwalifikacji do inwestowania olbrzymich pieniędzy innych ludzi czy też doradzania im w tej kwestii.

Gdy zabrałem się do spisywania relacji z tamtego doświadczenia – „Pokera kłamców” – pisałem ją z pozycji młodego człowieka, który uważa, że podjął właściwą decyzję we właściwym momencie. Nagryzmołem wiadomość i włożyłem ją do butelki, żeby mógł ją przeczytać ktoś, kto w odległej przyszłości odwiedzi te strony. Uznałem, że jako bezpośredni świadek wydarzeń powinienem zostawić pisemne świadectwo, gdyż inaczej nikt w przyszłości nie uwierzy w ich prawdziwość.

Prawie wszystko, co do tamtej chwili napisano o Wall Street, dotyczyło rynku akcji. To nim od samego początku żyła Wall Street. Moja książka dotyczyła głównie rynku obligacji, gdyż Wall Street zarabiała coraz większe pieniądze na pakowaniu i sprzedawaniu rosnącego zadłużenia Ameryki. I majstrowaniu przy nim. Uważałem, że ta sytuacja też nie jest na dłuższą metę do utrzymania. Sądziłem, że opisuję Amerykę lat 80., kiedy wspaniały naród zatracił finansowy rozsądek. Spodziewałem się, że przyszli czytelnicy poczują się zbulwersowani faktem, iż dyrektor generalny Salomon Brothers, John Gutfreund, dostał w roku 1986 trzy miliony dolarów za wpakowanie firmy w kłopoty. Sądziłem, że rozdziawią usta ze zdumienia, czytając historię Howiego Rubina, tradera obligacji hipotecznych z Salomon, który wkrótce po przeniesieniu się do Merrill Lynch przysporzył firmie 250 milionów straty. Oczekiwałem, że będą wstrząśnięci, dowiadując się, że w dziejach Wall Street przytrafił się taki okres, gdy szefowie jej firm mieli, w najlepszym wypadku, jedynie bardzo mgliste pojęcie o skomplikowanych ryzykach podejmowanych przez traderów obligacji.

Tak mniej więcej to sobie wyobrażałem; nigdy nie przyszłoby mi do głowy, że przyszły czytelnik spojrzy na to wszystko, czy też na moje dziwne osobiste doświadczenie, i powie: „Jakie to urocze. Jakie niewinne”. Ani przez chwilę nie przypuszczałem, że pod względem finansowym lata 80. potrwają jeszcze ponad dwie dekady ani że różnica ilościowa między zarobkami na Wall Street a zarobkami zwykłego człowieka przejdzie w różnicę jakościową. Że trader obligacji będzie zarabiał 47 milionów rocznie i będzie czuł się oszukany. Że zrodzony na parkiecie Salomon Brothers rynek obligacji hipotecznych,



które w tamtych czasach wydawały się całkiem pożytecznym wynalazkiem, spowoduje największą jak dotąd katastrofę gospodarczą o czysto finansowym podłożu. Że równo w dwadzieścia lat po tym, jak Howie Rubin zyskał złą sławę po skandalu ze stratą 250 milionów, inny trader obligacji hipotecznych o imieniu Howie, tym razem z Morgan Stanley, straci 9 miliardów na pojedynczej transakcji hipotecznej i pozostanie zasadniczo nieznany, i nikt poza garstką ludzi z Morgan Stanley nigdy się nie dowie, co zrobił ani dlaczego.

Gdy usiadłem do pisania mojej pierwszej książki, nie przyświecał mi żaden wielki cel, chciałem opowiedzieć historię, która w moim odczuciu była ciekawa. Gdyby ktoś, wławszy wpierw we mnie kilka drinków, zapytał, jak wyobrażam sobie wpływ tej książki na losy świata, odparłbym może coś w tym stylu: „Mam nadzieję, że przeczytają ją studenci stojący przed decyzją o wyborze drogi zawodowej, może ta książka da im do myślenia i porzucą pragnienie zostania finansistami”. Ufałem, że jakiś bystry student Uniwersytetu Stanu Ohio, który tak naprawdę chciał zostać oceanografem, przeczyta ją, odrzuci propozycję Goldman Sachs i wyruszy na morze.

Ale mój przekaz jakoś nie dotarł do odbiorcy. W pół roku po wydaniu „Pokera kłamców” siedziałem po kolana w listach od studentów Uniwersytetu Stanu Ohio, którzy pytali mnie, czy nie mam w zanadrzu jeszcze jakichś sekretów dotyczących Wall Street, jakimi mógłbym się z nimi podzielić. Potraktowali moją książkę jak poradnik.

Przez dwadzieścia lat od odejścia czekałem na koniec Wall Street takiej, jaką poznałem. Oburzająco wysokie premie, niekończąca się parada nieuczciwych traderów, skandal, który zatopił Drexel Burnham, skandal, który zniszczył Johna Gutfreunda i wykończył Salomon Brothers, kryzys wywołany upadkiem Long-Term Capital Management, firmy zarządzanej przez mojego byłego szefa Johna Meriwethera, banka internetowa. Reputacja systemu finansowego co rusz doznawała uszczerbku. Mimo to tkwiące w centrum systemu giganty z Wall Street rosły w najlepsze, podobnie jak kwoty rozdawane młodzikom, żeby obracali nimi bez widomego pożytku dla społeczeństwa. Bunt amerykańskiej młodzieży przeciw kulturze pieniądza nie nastąpił. Po co zawracać sobie głowę obalaniem świata rodziców, gdy można go kupić i po kawałku wyprzedawać?

W pewnym momencie przestałem czekać. Uznałem, że żaden skandal nie okaże się wystarczająco wielki, by zatopić system.

Wtedy pojawiła się Meredith Whitney, mało znana analityczka firm finansowych pracująca dla mało znanej firmy finansowej Oppenheimer and Co. – ale 31 października 2007 roku Whitney przestała być mało znana. Tego dnia opublikowała analizę, z której wynikało, że wskutek złego zarządzania Citigroup będzie musiał obciąć dywidendę albo splajtuje. Nigdy do końca nie wiadomo, co stoi za ruchami giełdy, ale 31 października było całkiem jasne, że załamanie na rynku akcji spowodowała Meredith Whitney. Kobieta, o której mało kto wcześniej słyszał i której zdanie można było w zasadzie zlekceważyć, ogoliła tego dnia akcje Citigroup z ośmiu procent wartości, a całą giełdę z 390 miliardów dolarów. Cztery dni później ustąpił Chuck Prince, dyrektor generalny Citigroup. Dwa tygodnie później firma obniżyła dywidendę.

Od tej chwili Meredith Whitney uważano za wyrocznię: gdy mówiła, ludzie słuchali. Jej przesłanie było jasne: jeśli chcesz wiedzieć, ile naprawdę warte są firmy z Wall Street, popatrz zinnym, bezdusznym okiem na często śmieciowe aktywa, które nabyły za pożyczone pieniądze, i wyobraź sobie, ile przyniosą one w razie wielkiej wyprzedaży. Zastępy wysoko opłacanych pracowników tych firm były jej zdaniem nic niewarte. Przez cały rok 2008 przeciwstawiała twierdzeniom bankierów i brokerów, jakoby uporali się z problemami, tworząc rezerwy czy też podnosząc kapitał, własne twierdzenie: „Mylicie się. Wciąż nie zdajecie sobie sprawy, w jak złej sytuacji są wasze firmy. Nie uwzględniliście jeszcze w pełni miliardowych strat na obligacjach hipotecznych subprime. Wartość waszych papierów



jest tak samo żłudna, jak wartość waszej kadry”. Rywale zarzucali Whitney, że jest przereklamowana; blogerzy zarzucali jej, że przypadkiem trafiła z prognozą. Jednak nie mogli jej odmówić racji. Choć to prawda, że po części zgadywała. Wszak nie mogła wiedzieć, co stanie się z firmami Wall Street, podobnie jak nie mogła znać rozmiaru ich strat na rynku hipotek subprime. Ich wysokości nie znali nawet sami prezesi tych firm.

— Albo nie znają, albo kłamią — powiedziała — choć przypuszczam, że raczej to pierwsze.

Oczywiście to nie Meredith Whitney zatopiła Wall Street. Ona jedynie najwyraźniej i najgłośniej wyraziła opinię, która okazała się znacznie bardziej wywrotowa niż prowadzone przeciw korupcji Wall Street liczne kampanie nowojorskich prokuratorów. Gdyby zwykły skandal mógł zniszczyć duży bank inwestycyjny, dawno nie byłoby po nich śladu. Ta kobieta nie twierdziła, że bankierzy z Wall Street są skorumpowani. Mówiła, że są głupi. Ludzie, którym powierzono zadanie alokacji kapitału, nie mieli pojęcia, jak zarządzać własnym.

Wyznaję, że gdzieś w głębi duszy pomyślałem: „Gdyby nie to, że oszedłem, kto wie, może znalazłbym się wśród twórców tej katastrofy”. Postacie grające główne role w zamieszaniu wokół Citigroup to ci sami ludzie, z którymi pracowałem w Salomon Brothers; kilka osób brało udział w tym samym programie szkoleniowym co ja. W pewnym momencie nie zdołałem się powstrzymać: zadzwoniłem do Meredith Whitney. Było to w marcu 2008, tuż przed upadkiem Bear Stearns, jego losy jeszcze się wtedy ważyły. Pomyślałem, że jeśli ta kobieta ma rację, to może wreszcie przyszła chwila, gdy świat finansów zostanie wzięty w ryzy, z których wyrwał się z początkiem lat 80. Chciałem poznać jej zdanie, ale też dowiedzieć się, skąd wzięła się ta młoda osoba, której słowa wywołały krach na giełdzie.

Zjawiła się na Wall Street w roku 1994, była absolwentką wydziału anglistyki na Uniwersytecie Browna.

— Gdy przyjechałam do Nowego Jorku, nawet nie wiedziałam o istnieniu firm analitycznych — powiedziała Meredith. Załapała się do pracy w Oppenheimer and Co., gdzie jej się poszczęściło: szkolił ją człowiek, który pomógł jej rozwinąć nie tylko karierę, ale też światopogląd. Nazywał się Steve Eisman. — Jedną z najlepszych rzeczy, które spotkały mnie po tej sprawie z Citi — wyznała — był telefon od Steve’a i jego zapewnienie, że jest ze mnie dumny.

Ale ja nigdy nie słyszałem o Eismanie, więc jej słowa niewiele mi powiedziały.

Jakiś czas później wyczytałem, że John Paulson, menedżer mało znanego nowojorskiego funduszu hedgingowego, zarobił dla swoich inwestorów około 20 miliardów i prawie 4 miliardy dla siebie. Takich pieniędzy, tak szybko, nikt jeszcze na Wall Street nie zarobił. Co więcej, Paulson zarobił je, stawiając na spadek tych samych obligacji hipotecznych subprime, które pogrążyły właśnie Citigroup i inne banki inwestycyjne. Banki inwestycyjne z Wall Street są jak kasyna Las Vegas: to one ustalają szanse wygranej. Klient wchodzący z nimi w grę o sumie zerowej może od czasu do czasu wygrać, ale nigdy systematycznie i nigdy na tyle spektakularnie, żeby zrujnować kasyno. A przecież John Paulson był klientem Wall Street. Jego wygrana świadczyła o tej samej niekompetencji, której wskazanie zapewniło rozgłos Meredith Whitney. Kasyno błędnie oszacowało szanse wygranej w prowadzonej przez siebie grze i znalazła się co najmniej jedna osoba, która to zauważyła. Ponownie zadzwoniłem do Whitney, tym razem żeby zapytać ją o to, o co pytałem wszystkich: czy zna kogoś, kto przewidział kataklizm na hipotecznych subprime i wykorzystał go do zbitcia majątku? Kto jeszcze zauważył, zanim kasyno się połapało, że można przewidzieć wyniki ruletki? Komu jeszcze udało się zajrzeć do czarnej skrzynki współczesnych finansów i spostrzec błędne działanie mechanizmów rynkowych?

Potem przyszła końcówka roku 2008. Do tego czasu powstała długa i wciąż rosnąca lista ekspertów zapewniających, że przewidzieli katastrofę, i daleko krótsza lista tych, którym naprawę się to udało. A spośród nich jeszcze krótsza tych, którzy odważyli się zainwestować w swoją wizję. Niełatwo jest nie

ulec masowej hysterii – podawać w wątpliwość większość informacji finansowych czy żywić przekonanie, że najwybitniejsi finansiści kłamią albo dali się zwieść — zachowując przy tym pełnię władz umysłowych. Whitney szybko wymieniła kilka nazwisk, w większości inwestorów, którym osobiście doradzała. Gdzieś pośrodku tej listy znalazło się nazwisko Johna Paulsona. Otwierał ją Steve Eisman.

# ROZDZIAŁ 1

## Opowieść o tajemniczych początkach

Eisman wszedł do świata finansów mniej więcej wtedy, gdy ja go opuściłem. Dorastał w Nowym Jorku, chodził do jesziwy, skończył z wyróżnieniem Uniwersytet Pensylwanii, a potem z honorami harwardzki wydział prawa. W 1991 roku miał trzydzieści lat, pracował jako radca prawny i zachodził w głowę, czemu wydawało mu się kiedyś, że spodoba mu się ten zawód.

— Nie cierpiałem tego — mówi. — Nie cierpiałem być prawnikiem. Moi rodzice pracowali jako brokerzy w Oppenheimer. Udało im się załatwić mi pracę. Nie ma się czym chwalić, ale tak było.

Oppenheimer był jedną z ostatnich na Wall Street staromodnych spółek cywilnych i żył z ochłapów pozostawionych przez Goldman Sachs i Morgan Stanley. Był to raczej interes rodzinny niż korporacja. Lillian i Elliot Eismanowie od wczesnych lat 60. udzielali w imieniu Oppenheimer porad finansowych inwestorom indywidualnym. (Lillian stworzyła w tej firmie dział brokerski, Elliot, który zaczynał jako adwokat specjalizujący się w sprawach karnych, dołączył do niej po tym, jak o jeden raz za dużo postraszyli go klienci z mafii.) Kochani i szanowani zarówno przez kolegów, jak klientów, mogli zatrudniać, kogo im się podobało. Zanim ocalili syna od zawodu prawnika, zainstalowali na parkiecie Oppenheimer jego byłą nianię. Po drodze do gabinetu rodziców Eisman mijał kobietę, która zmieniała mu kiedyś pieluchy. W firmie obowiązywała zasada na wypadek nepotyzmu: jeśli Lillian i Elliot chcieli zatrudnić syna, musieli przez pierwszy rok sami zapewnić mu pensję, a przez ten czas inni mieli możliwość się zorientować, czy na nią zasługuje.

Rodzice Eismana, z przekonania staroświeccy inwestorzy w wartość, zawsze mu powtarzali, że najlepszym sposobem na poznanie Wall Street jest praca analityka akcji. Więc od tego zaczął, od pracy dla ludzi kształtujących opinię publiczną na temat spółek giełdowych. Oppenheimer zatrudniał około dwudziestu pięciu analityków, analizy większości z nich przechodziły niezauważone przez Wall Street.

— Analityk, który chciał się utrzymać w Oppenheimer, nie miał wyboru: musiał mieć rację i musiał umieć narobić wokół niej tyle szumu, żeby ludzie ją zauważyli — mówi Alice Schroeder, która analizowała dla Oppenheimer towarzystwa ubezpieczeniowe, potem przeniosła się do Morgan Stanley, a jeszcze później została oficjalną biografką Warrena Buffetta. — Między Wall Street a Oppenheimer istniało coś na kształt różnicy kulturowej. W dużych firmach płaciło się ludziom za konsensus — dodała.

Okazało się, że Eisman ma szczególny talent do robienia szumu i rozprawiania się z konsensem. Zaczął jako młodszy analityk akcji, pomocnik, od którego nie oczekiwano formułowania własnych opinii. Zmieniło się to w grudniu 1991, po niespełna roku pracy. Na giełdę wchodziła Aames Financial, instytucja udzielająca kredytów hipotecznych subprime, a nikt w Oppenheimer jakoś nie palił się, by na jej temat się wypowiadać. Jeden z bankierów Oppenheimer, który liczył na współpracę z Aames, wstąpił do działu analiz, szukając kogoś, kto wiedziałby cokolwiek o biznesie hipotecznym.

— Byłem młodszym analitykiem i próbowałem się dopiero połapać, o co w tym wszystkim chodzi — mówi Eisman. — Ale powiedziałem mu, że jeszcze jako prawnik pracowałem nad umową dla Money Store. — Od razu mianowano go głównym analitykiem od Aames Financial. — Nie wspominałem tylko, że moja praca polegała na sprawdzaniu dokumentów i że nie rozumiałem ani słowa z tego cholerstwa.

Aames Financial, podobnie jak Money Store, należała do nowej kategorii firm udzielających pożyczek

cierpiącym na brak gotówki obywatelom, co nazywano eufemistycznie „finansowaniem specjalnym”. Kategoria ta nie obejmowała Goldman Sachs ani J.P. Morgan, ale należało do niej wiele mało znanych firm zaangażowanych w ten czy w inny sposób na rosnącym szybko we wczesnych latach 90. rynku pożyczek hipotecznych subprime. Aames była pierwszą instytucją udzielającą kredytów hipotecznych subprime, która weszła na giełdę. Drugą firmą, którą też całkowicie powierzono Eismanowi, była Lomas Financial Corporation.

Lomas właśnie wyszła z bankructwa.

— Wydałem rekomendację sprzedaj, bo ta firma to był szajs. Nie wiedziałem, że nie należy dawać takich rekomendacji. Sądziłem, że są trzy możliwości: kup, trzymaj, sprzedaj, i można wybrać tę, którą uważa się za właściwą.

Naciskano na niego, żeby wykazał się trochę większym optymizmem, ale optymizm nie leży w naturze Steve’a Eisma. Umiał go udawać i czasami to robił, ale zwykle nie zawracał sobie tym głowy.

— Prawie od wejścia było słyhać, jak krzyczy w słuchawkę telefonu — mówi jego dawny kolega. — I radośnie obsmarowuje akcje powierzonych mu firm. Co w myśli, to na języku.

Eisman upierał się przy swoim sprzedaj dla Lomas Financial nawet po tym, jak Lomas Financial Corporation ogłosiła, że inwestorzy nie powinni martwić się o jej kondycję finansową, bo zabezpieczyła się przed ryzykiem rynkowym.

— Najlepszy tekst, jaki napisałem jako analityk — mówi Eisman — napisałem zaraz po tym, jak Lomas to ogłosił. — Wyrecytował z pamięci: Lomas Financial Corporation jest perfekcyjnie zabezpieczona na wypadek zmian stóp procentowych: jakiegokolwiek by były, zawsze ponosi straty. — Chyba nic, co w życiu napisałem, nie sprawiło mi więcej frajdy niż to zdanie. — W kilka miesięcy po jego opublikowaniu Lomas Financial Corporation na powrót stała się bankrutem.

Eisman szybko dołączył do garstki analityków Oppenheimer, których zdanie było w stanie poruszyć rynkami.

— Czuję się, jakbym wrócił do szkoły — powiedział. — Badałem jakąś branżę i szedłem napisać wypracowanie.

W oczach ludzi z Wall Street uchodził za oryginała. Ubierał się dość niedbale, jakby ktoś zadał sobie wielki trud, kupił mu ładne nowe ubrania, ale nie wyjaśnił, jak należy je nosić. Krótkie jasne włosy wyglądały, jakby strzygł je sam. W łagodnej, wyrazistej i niebrzydkiej twarzy uwagę przyciągały usta, głównie dlatego, że zazwyczaj były przynajmniej na wpół otwarte, nawet podczas jedzenia. Jakby obawiał się, że inaczej nie zdąży wyrazić przemykającej mu przez głowę myśli przed przyjściem następnej, i dlatego utrzymywał kanał komunikacji w pogotowiu. Pozostałe elementy jego oblicza organizowały się posłusznie wokół rodzących się myśli. Nie miał twarzy pokerzysty.

W jego stosunkach ze światem zewnętrznym szybko dało się zauważyć pewien schemat. Osoby, które dla niego pracowały, a było ich coraz więcej, lubiły go lub przynajmniej je bawił, doceniały też chęć oraz umiejętność dzielenia się pieniędzmi i wiedzą.

— Steve to zawołany nauczyciel — opowiada kobieta, która dla niego pracowała. — I był bardzo opiekuńczy w stosunku do kobiet.

Identyfikował się z maluczkimi i najsłabszymi, choć w zasadzie nigdy się do nich nie zaliczał. Z drugiej strony ważniacy, którzy spodziewali się od niego oznak szacunku, po spotkaniu często byli zaszokowani i oburzeni.

— Wiele osób nie trawi Steve’a — powiedziała Meredith Whitney — ale ci, którzy go trawią, kochają go.

Jedną z osób, które nie trawiły Steve’a, był szef dużej amerykańskiej firmy brokerskiej. Kiedyś podczas obiadu, w obecności kilkudziesięciu inwestorów, usłyszał od Steve’a, dlaczego on, szef firmy

brokerskiej, nie rozumie własnego biznesu. Po czym Eisman odszedł od stołu w środku lunchu i już nie wrócił. (Musiałem pójść do toalety — mówi Eisman. — Nie wiem, dlaczego nie wróciłem.) Po lunchu facet oświadczył, że jego stopa nigdy więcej nie postanie tam, gdzie będzie Steve Eisman. Prezes dużej japońskiej firmy pośrednictwa w handlu nieruchomościami też go nie trawił. Wysłał Eismanowi sprawozdania finansowe swojego przedsiębiorstwa, po czym zjawił się z tłumaczem, chcąc przekonać go do inwestycji.

— Pan sam nie trzyma akcji własnej firmy — powiedział Eisman po kwiecistym zagajeniu japońskiego biznesmena. Tłumacz naradził się z prezesem.

— W Japonii nie jest przyjęte, żeby kierownictwo posiadało akcje — wyjaśnił po dłuższej chwili.

Eisman uznał, że przysłane mu dokumenty finansowe tak naprawdę nie ujawniają żadnych prawdziwie istotnych szczegółów dotyczących firmy; ale zamiast to po prostu powiedzieć, podniósł sprawozdanie, jakby było to coś obrzydliwego.

— To... to jest papier toaletowy — powiedział. — Proszę to przetłumaczyć.

Świadek tamtego dziwnego spotkania wspomina:

— Japończyk zdjął okulary. Wargi mu drżały. Trzecia wojna światowa wisiała na włosku.

Menedżer funduszu hedgingowego, który zalicza Eismana do przyjaciół, postanowił mi go opisać, ale szybko się poddał – opowiedziawszy wpierw, jak Eisman zdemaskował różne szczychy jako kłamców albo idiotów – i roześmiał się.

— Bywa z niego kawał drania, ale to bystry, uczciwy i odważny facet.

Żona Eismana, Valerie Feigen, która pracowała kiedyś dla J.P. Morgan, ale zrezygnowała, otworzyła sklep z odzieżą damską Edit New York i wychowywała dzieci, mówi:

— Nawet na Wall Street uważają, że jest niegrzeczny, przykry i agresywny. Steve nie wykazuje najmniejszego zrozumienia dla manier. Proszę mi wierzyć, nie ustawałam w wysiłkach.

Gdy pierwszy raz zaprosiła go do domu rodzinnego, jej matka powiedziała:

— Chyba podziękujemy temu panu, ale zawsze możemy wystawić go na aukcję w UJA<sup>1</sup>.

Eisman miał prawdziwy talent do urażania ludzi.

— Steve nie jest taktycznie niegrzeczny — wyjaśnia jego żona. — Jest niegrzeczny szczerze. Zdaje sobie sprawę, że ma trudny charakter, ale nie uważa się za ciężkiego we współżyciu. Steven żyje we własnym świecie.

Zapytany o krzywdy, które sieje po drodze, Eisman szczerze się zdziwił, a nawet wydawał się jakby zraniony.

— Czasami się zapominam — odparł, wzruszając ramionami.

Jedna z kilku teorii o Eismanie brzmi: tak jest zaabsorbowany tym, co akurat chodzi mu po głowie, że nie zauważa ludzi, którzy przypadkiem stają mu na drodze; jednak osobom dobrze znającym Eismana wydaje się ona niekompletna. Jego matka, Lillian, zaproponowała inną.

— Tak naprawdę Steven ma dwie osobowości — powiedziała ostrożnie. Jedna należy do chłopca, któremu podarowała nowiuteńki, wymarzony rower, a on popedałował do Central Parku, pożyczył go nieznanemu dziecku i przyglądał się, jak odjeżdża w siną dal. Druga do młodzieńca, który postanowił studiować Talmud nie dlatego, że choć trochę interesował się Bogiem, ale dlatego, że był ciekawy, czy znajdzie w nim wewnętrzne sprzeczności. Matkę Eismana mianowano przewodniczącą Board of Jewish Education w Nowym Jorku, a on przeczesywał Talmud w poszukiwaniu niespójności. — Kto w ogóle studiuje Talmud po to, żeby szukać błędów? — pyta jego matka.

Później, gdy Eisman dorobił się znacznie większego majątku i przyszła pora pomyśleć, jak część rozdać, wylądował w organizacji o nazwie Footsteps, pomagającej chasydzkim Żydom uwolnić się od religii. Nawet pieniędzy nie umiał rozdać, nie dostarczając pretekstu do awantury.

Eisman niemal pod każdym względem był postacią ciekawą. I zjawił się na Wall Street na samym początku ciekawego okresu. Stworzenie dziesięć lat wcześniej rynku obligacji hipotecznych rozszerzyło pole działania Wall Street na nowy, nieznany obszar: zadłużenia przeciętnych Amerykanów. Początkowo machina nowego rynku obligacji zajmowała się bardziej wypłacalną połową amerykańskiej populacji. Teraz, wraz z rozciągnięciem zainteresowania rynku na obywateli z niższą zdolnością kredytową, jej paliwem stały się długi mniej wypłacalnej połowy.

Obligacje hipoteczne różnią się wieloma istotnymi aspektami od staroświeckich obligacji spółek czy obligacji państwowych. Obligacja hipoteczna nie jest po prostu dużą pożyczką na ściśle określony okres. Obligacja hipoteczna to prawo do przepływów gotówki z tysięcy indywidualnych kredytów hipotecznych. Te przepływy gotówki zawsze nastroczały problemów, gdyż kredytobiorcy mieli prawo spłacić kredyt wcześniej, w dowolnie wybranym przez siebie momencie. Z tego głównie powodu inwestorzy początkowo niechętnie inwestowali w kredyty hipoteczne: kredytobiorcy na ogół spłacali pożyczki wtedy, gdy spadały stopy procentowe i mogli wziąć tańszy kredyt refinansowy, co skutkowało tym, że posiadacz obligacji hipotecznej zostawał z furą gotówki do zainwestowania przy niższych stopach procentowych. Inwestujący w kredyty hipoteczne nie wiedział, ile wyniesie okres jego inwestycji, wiedział tylko, że odzyska pieniądze w najmniej dogodnej chwili. Żeby ograniczyć tę niepewność, twórcy obligacji hipotecznych, ludzie, z którymi pracowałem w Salomon Brothers, wymyślili sprytnie rozwiązanie. Wzięli olbrzymią pulę kredytów hipotecznych i podzielili wpłaty właścicieli domów na partie, zwane transzami. Nabywcę pierwszej transzy można porównać do mieszkańca parteru podczas powodzi: w przypadku wcześniejszych spłat obrywał pierwszy. W zamian otrzymywał wyższe odsetki. Nabywca drugiej transzy – mieszkaniac pierwszego piętra – przyjmował następną falę wcześniejszych spłat i w zamian otrzymywał trochę mniejsze odsetki niż mieszkaniac parteru i tak dalej. Inwestor na ostatnim piętrze otrzymywał najniższe oprocentowanie, ale miał największą pewność, że jego inwestycja nie skończy się w niepożądanym momencie.

W latach 80. inwestujący w obligacje hipoteczne bali się tego, że zostaną spłaceni za szybko, nie tego, że nie zostaną spłaceni wcale. Kredyty w puli będącej podstawą obligacji hipotecznej musiały spełniać, co do wielkości i zdolności kredytowej pożyczkobiorców, standardy wyznaczone przez jedną z kilku rządowych agencji: Freddie Mac, Fannie Mae i Ginnie Mae. Pożyczki były w zasadzie objęte gwarancjami rządowymi; w przypadku gdyby zawiódł kredytobiorca, długi spłaciłby rząd.

W czasie, gdy tym nowym, szybko rozwijającym się sektorem finansowania specjalnego zainteresował się Steve Eisman, obligacja hipoteczna miała znaleźć nowe zastosowanie: miała pozwolić na udzielanie kredytów nie spełniających warunków kwalifikujących je do objęcia gwarancjami rządu. Celem tego działania było objęcie akcją kredytową właścicieli nieruchomości o coraz mniejszej zdolności kredytowej nie po to, żeby umożliwić im kupno domu, ale żeby mogli zainkasować gotówkę pod zastaw tego, który już posiadali.

Obligacje hipoteczne utworzone na bazie kredytów hipotecznych subprime przejęły logikę wynalezioną do rozwiązania problemu z przedwczesną spłatą i zaprzęły ją do rozwiązania problemu braku spłaty. Inwestujący w parter, czyli w pierwszą transzę, zamiast na ryzyko przedwczesnej spłaty będzie narażony na ryzyko jej braku. Weźmie na siebie pierwsze straty, dopóki nie straci wszystkiego, po czym straty dopadną gościa z pierwszego piętra. I tak dalej.

We wczesnych latach 90. tylko dwóch analityków z Wall Street poświęciło czas na zrozumienie efektów objęcia akcją kredytową Amerykanów, dla których słońce rzadko świeci. Jednym z nich był Steve Eisman; drugim Sy Jacobs. Jacobs przeszedł przez ten sam co ja program szkoleniowy w Salomon Brothers i obecnie pracował dla małego banku inwestycyjnego Alex Brown.

— Siedziałem na seminarium w Salomon i słuchałem, na czym polega ten wspaniały nowy model

sekurytyzacji stworzony przez Lewiego Ranieriego — przypomina sobie Sy. (Jeśli uznać, że rynek obligacji hipotecznych miał ojca, był nim Ranieri.) Wielorakie implikacje zamiany hipotek w obligacje mogły przyprawiać o ból głowy. Zobowiązania jednej osoby zawsze stanowiły aktywa innej, ale teraz coraz więcej tych zobowiązań zamieniano w kawałki papieru, które można było sprzedać każdemu. Wkrótce parkiet Salomon Brothers stał się miejscem narodzin małych rynków obligacji opartych na wszelkich możliwych dziwolągach: zadłużenie z kart kredytowych, leasingi samolotów, pożyczki na samochód, opłaty za klub fitness. Wprowadzenie nowego typu obligacji zależało od znalezienia aktywów, z którymi można by ją powiązać. Najbardziej oczywistym niewykorzystanym wciąż majątkiem był dom. Ludzie z jedną hipoteką posiadali ogromną gotówkę zamrożoną w domu; czemu by nie zsekurytyzować również tego niewykorzystanego majątku? — Za subprime kryła się myśl — mówi Jacobs — że niepotrzebnie piętnuje się społecznie drugą hipotekę. Jeśli czyjaś zdolność kredytowa była trochę gorsza, płacił dużo więcej, znacznie więcej, niż powinien. Gdyby udało się wprowadzić obligacje subprime na szeroki rynek, być może pozwoliłoby to obniżyć koszt kredytu. Wysoko oprocentowany debet na karcie kredytowej można by zastąpić niżej oprocentowaną pożyczką hipoteczną. Co stało się samospełniającą się przepowiednią.

Rodzące się porozumienie między wielką finansjerą a klasą średnią niższą uznawano za dobre dla tej ostatniej. Wyższa efektywność rynków kapitałowych miała pozwolić jej członkom płacić niższe odsetki od zadłużenia. We wczesnych latach 90. pierwsi pożyczkodawcy subprime – Money Store, Greentree, Aames – dokapitalizowali się w drodze emisji publicznej, żeby zdobyć środki na szybszy rozwój. W połowie lat 90. co roku wchodziło na rynek kilkadziesiąt małych firm udzielających kredytów konsumenckich. Rynek kredytodawców subprime był rozdrobniony. Ponieważ pożyczkodawcy sprzedawali większość – choć nie całość – udzielonych przez siebie kredytów w formie obligacji hipotecznych, branża stała się podatna również na ryzyko moralne.

— To była łatwa forsa — mówi Jacobs. — Każdy interes, w którym można sprzedać produkt i zarobić, nie troszcząc się o jego jakość, przyciąga typy spod ciemnej gwiazdy. Był to słaby punkt skądinąd dobrego pomysłu. Obaj z Eismanem uwierzyliśmy w ten pomysł i obaj spotkaliśmy parę naprawdę ciemnych typów. Na tym polegała nasza praca: na oddzieleniu plew od ziarna i wytypowaniu firm zdolnych to udźwignąć.

Kredytowanie subprime stanowiło wtedy zaledwie drobny ułamek amerykańskiego rynku kredytów – wynoszącego kilkadziesiąt miliardów rocznie – ale jego istnienie wydawało się sensowne nawet Eismanowi.

— Postrzegałem to jako częściową odpowiedź na rosnące rozwarstwienie dochodów — powiedział. — Dystrybucja dochodów uległa w tym kraju wypaczeniu i wypacza się coraz bardziej, a w rezultacie rosną rzesze klientów subprime. — Oczywiście Eismanowi płacono za dostrzeganie sensu w pożyczkach subprime: Oppenheimer szybko został w tym nowym sektorze jednym z wiodących banków, do czego w dużej mierze przyczynił się fakt, że Eisman był jednym z wiodących rzeczników subprime. — Wprowadziłem na giełdę mnóstwo firm subprime — mówi Eisman. — Wszystkie głosiły to samo: pomagamy konsumentowi. Wyciągamy go z wysoko oprocentowanego zadłużenia na karcie kredytowej i dajemy niżej oprocentowaną pożyczkę hipoteczną. A ja w to wierzyłem.

Ale potem coś się zmieniło.

Vincent Daniel dorastał w Queens pozbawiony zbytków, które dla Steve’a Eismana były rzeczą oczywistą. A jednak spotkawszy tych dwóch, łatwo można było odnieść wrażenie, że to Vinny wychował się w luksusach na Park Avenue, a Eisman w małym bliźniaku na 82 Avenue. Ten drugi był bezczelny, pełen przesady, niezainteresowany niuansami, pierwszy zaś skupiony, ostrożny, dociekliwy. Vinny był



młody i wysportowany, miał gęste, ciemne włosy i przystojną twarz, która byłaby jeszcze atrakcyjniejsza, gdyby nie ciągły wyraz zatroskania – usta gotowe się skrzywić w każdej chwili i brwi gotowe się unieść. Niewiele miał do stracenia, mimo to wydawał się wiecznie martwić, że straci coś cennego. Gdy był chłopcem, zamordowano jego ojca – choć nigdy się o tym nie mówiło – i matka znalazła pracę jako księgowa w firmie handlowej. Sama wychowała Vinny’ego i jego brata. Czy to z powodu Queens, czy z powodu tego, co przydarzyło się jego ojcu, a może taki po prostu już był – Vincent Daniel przyglądał się bliźnim z natężoną podejrzliwością. Steve Eisman powiedział o nim z respektem mistrza mówiącego o mistrzu większym od siebie:

— Vinny jest mroczny.

Eisman był dzieciakiem z wyższej klasy średniej, który zdziwił się nieco, gdy zamiast w Yale wylądował w Penn. Vinny był chłopcem z niższej klasy średniej, którego matka była dumna, że w ogóle dostał się do college’u, a jeszcze dumniejsza, gdy w 1994 roku jako absolwent SUNY–Binghamton dostał się do pracy w manhattańskim oddziale Arthura Andersena, firmy księgowej, którą za kilka lat zniszczy skandal z Enronem.

— Dorastając w Queens, człowiek bardzo szybko się uczy, gdzie są pieniądze — powiedział Vinny. — Na Manhattanie. — Jego pierwszym zadaniem, jako młodszego księgowego, był audyt Salomon Brothers. Od razu uderzyła go nieprzejrzystość ksiąg tego banku inwestycyjnego. Żaden z kolegów nie potrafił mu wyjaśnić, dlaczego traderzy robili to, co robili. — Nie wiedziałem, co tak naprawdę robię — powiedział Vinny. — Ale przerażające było to, że moi menedżerowie też nie wiedzieli. Zadawałem podstawowe pytania, na przykład: po co im te obligacje hipoteczne? Grają na nich czy to część większej strategii? Wydawało mi się to istotne. Trudno zrobić audyt firmy, nie mając pojęcia co i jak.

Z tego doświadczenia wyniósł przekonanie, że tak naprawdę nie ma sposobu, żeby księgowy badający giganta z Wall Street był w stanie stwierdzić, czy firma przynosi zyski, czy straty. Te firmy były olbrzymimi czarnymi skrzynkami, których ukryte mechanizmy znajdowały się w ciągłym ruchu. Po kilku miesiącach audytu menedżer Vinny’ego poczuł się zmęczony jego pytaniami.

— Nie umiał na nie odpowiedzieć. Powiedział: Vinny, to nie twój interes. Zatrudniłem cię, żebyś zrobił XYZ, zrób XYZ i stul buzię. Wyszedłem z jego gabinetu i powiedziałem sobie: muszę się stąd zabierać.

Vinny zaczął szukać innej pracy. Jego dawny kolega ze szkoły pracował w Oppenheimer and Co. i zarabiał ciężką forszę. Zaniósł podanie Vinny’ego do kadr i tym sposobem wpadło w ręce Steve’a Eismana, który akurat szukał kogoś do pomocy przy rozgryzaniu coraz bardziej nieprzeniknionych zasad księgowych stosowanych przez kredytodawców hipotecznych subprime.

— Nie umiem liczyć — mówi Eisman. — Myślę opisowo. Potrzebuję pomocy przy liczbach.

Vinny słyszał, że Eisman bywa trudny, więc podczas spotkania bardzo go zaskoczyło, że Eisman wydaje się troszczyć głównie o to, czy się dogadają.

— Odniosłem wrażenie, że szuka pocziwej duszy — mówi Vinny.

Spotkali się dwa razy, po czym któregoś dnia Eisman do niego zadzwonił. Vinny spodziewał się, że zaraz padnie oferta pracy, ale wkrótce po rozpoczęciu rozmowy Eisman odebrał drugi telefon i kazał Vinny’emu zaczekać. Vinny przez kwadrans wsłuchiwał się w ciszę w słuchawce, ale Eisman już się nie odezwał.

Dwa miesiące później Eisman znów do niego zadzwonił. Kiedy Vinny mógłby zacząć?

Eisman nie bardzo pamięta, co przerwało tamtą rozmowę i czemu do niej nie wrócił, podobnie jak nie przypomina sobie, dlaczego nie wrócił z toalety podczas lunchu z dyrektorem wielkiej firmy. Vinny szybko sam znalazł wyjaśnienie: kiedy Eisman odebrał drugi telefon, poinformowano go, że zmarło jego pierwsze dziecko, niedawno narodzony syn Max. Chorą na grypę Valerie obudziła nocna pielęgniarka

i powiedziała jej, że niechący przetoczyła się we śnie na dziecko i udusiła je. W dziesięć lat później bliscy Eismana twierdzili, że tamto wydarzenie zmieniło jego relacje ze światem.

— Steven wierzył zawsze, że stoi za nim anioł stróż — powiedziała Valerie. — Nigdy nie przytrafiło mu się nic złego. Był chroniony i bezpieczny. Po śmierci Maxa anioł zniknął. Wszystko może się przytrafić każdemu i o każdej porze. — Odtąd zauważała w swoim mężu wiele zmian, dużych i małych, a Eisman był skłonny się z nią zgodzić.

— Z punktu widzenia dziejów wszechświata śmierć Maxa nie była wielkim wydarzeniem — powiedział Eisman. — Ale dla mnie tak.

W każdym razie Vinny i Eisman nigdy nie rozmawiali o tym, co się wtedy zdarzyło. Vinny wiedział tylko, że Eisman, u którego zaczął pracować, nie był tym samym Eismanem, którego poznał parę miesięcy wcześniej. Eisman, z którym odbył rozmowę kwalifikacyjną, był według standardów Wall Street analitykiem uczciwym. Nie był całkowicie niekooperatywny. Oppenheimer był na rynku subprime jednym z wiodących banków. Nie zdobyłby tej pozycji, gdyby Eisman, najbardziej krzykliwy analityk firmy, był do tego rynku nastawiony krytycznie. Choć lubił przejechać się po mniej rentownych przedsiębiorstwach, uznawał, że kredytodawcy subprime stanowią pożyteczny wkład w amerykańską gospodarkę. Fakt, że na niektóre patrzył niezbyt łaskawym okiem, był w pewnym sensie przydatny. Dodawał wiarygodności pozostałym rekomendacjom.

Ale teraz jego nastawienie zauważalnie się zmieniło, co utrudniało pracodawcy prowadzenie interesów.

— Jakby coś wywęszył — powiedział Vinny. — I chciał, żebym mu pomógł odkryć, czym tak trąci. — Eisman przygotowywał raport; ogólnie biorąc, potępiał w czambuł cały sektor subprime, ale musiał zachować większą niż zwykle ostrożność. — Można mieć rację, która jest niewygodna dla innych — mówi Vinny. — Ale kiedy jest się niewygodnym i nie ma się racji, to się wylatuje.

Amunicji do sprawienia kłopotów dostarczył kilka miesięcy wcześniej Moody's: ta agencja ratingowa zaczęła odpłatnie udostępniać posiadane informacje o kredytach subprime. Baza danych nie umożliwiała sprawdzania indywidualnych kredytów, oferowała jedynie ogólny obraz puli kredytów zabezpieczających daną obligację hipoteczną: odsetek kredytów o zmiennej stopie, odsetek domów, na które wzięto kredyt, zamieszkałych przez właścicieli. I najważniejsze: odsetek osób zalegających z płatnościami.

— Tu masz bazę, tam masz pokój — powiedział krótko Eisman. — Idź i nie wychodź, dopóki nie dowiesz się, co z tego wszystkiego wynika.

Vinny odniósł wrażenie, że Eisman z góry wiedział, co z tego wynika.

Był pozostawiony sam sobie.

— Miałem dwadzieścia sześć lat — mówi — i tak naprawdę nie rozumiałem, czym są papiery wartościowe zabezpieczone na hipotekach. — Eisman też się na nich nie znał, był facetem od akcji, a w Oppenheimer nie było nawet działu obligacji.

Vinny musiał nauczyć się wszystkiego sam. Kiedy skończył, wiedział już, czym tak nieprzyjemnie zalatuje od kredytów hipotecznych subprime i co wywęchał Eisman. Te firmy ujawniały swoje stale rosnące przychody i niewiele więcej ponad to. Jedną z wielu rzeczy, o których zapominały informować, była stopa niespłacalności udzielonych kredytów. Gdy Eisman wiercił im o to dziurę w brzuchu, udawały, że ta informacja nie ma nic do rzeczy, bo kredyty sprzedały ludziom, którzy zapakowali je w obligacje hipoteczne: ryzyko nie było już ich. Co mijało się z prawdą. Wszystkie te firmy zatrzymywały na swoim udziale mały ułamek udzielonych pożyczek i miały prawo zaksięgować z góry cały spodziewany z tego tytułu zysk. Zasady księgowości pozwalały im zakładać, że pożyczki zostaną spłacone i że nie zostaną spłacone przedwcześnie. To założenie stało się silnikiem napędzającym ich zgubę.

Najpierw uwagę Vinny'ego przyciągnął wysoki odsetek przedpłat w sektorze nazwanym „domy

fabrykowane” (co brzmi lepiej niż „przyczepy kempingowe”). Domy mobilne różniły się od swych odpowiedników bez kółek: ich wartość spadała, podobnie jak to się dzieje w przypadku samochodów, w chwili, gdy opuszczały parking przed salonem sprzedaży. Nabywca przyczepy kempingowej, w przeciwieństwie do nabywcy zwykłego domu, nie mógł liczyć na to, że za dwa lata refinansuje kredyt i zyska dostęp do gotówki zamrożonej w swym mobilnym domu. „Dlaczego więc tak się palą do spłacania?” — zastanawiał się Vinny.

— Nie widziałem w tym sensu. Dopóki nie doszedłem do tego, że wcześniejsze spłaty nie były dobrowolne. „Niedobrowolna przedpłata” brzmi lepiej niż „niewypłacalność”. — Nabywcy przyczep nie spłacali rat kredytowych, ich przyczepy przejmowano, a firmy, które pożyczyły im pieniądze, otrzymywały ułamek oryginalnej kwoty kredytu. — W końcu doszedłem do wniosku, że te przedpłaty to powszechne zjawisko w całym sektorze subprime i że jego jakość pogarsza się w zastraszającym tempie — powiedział Vinny. — Te pule kredytów miały niebotyczne wskaźniki zaległości płatniczych.

Ich oprocentowanie nie było wystarczająco wysokie, żeby wynagrodzić ryzyko związane z pożyczaniem pieniędzy tej warstwie amerykańskiej populacji. To jakby w odpowiedzi na problem społeczny zawiesić normalne zasady finansów. Jak sprawić, żeby biedacy poczuli się bogatsi mimo stagnacji wynagrodzeń? Dać im tani kredyt.

Wzięcie pod lupę każdej z pul kredytów subprime zajęło mu pół roku, kiedy skończył, wyszedł z pokoju i zrelacjonował Eismanowi, czego się dowiedział. Wszystkie firmy subprime rozwijały się tak gwałtownie i stosowały tak idiotyczne zasady księgowo, że udawało im się maskować fakt, że tak naprawdę nie zarabiają nic, nie licząc złudnych zysków wyczarowanych przez ich księgowych. Ich działanie do złudzenia przypominało schemat Ponziego: żeby utrzymać fikcję zyskowości, potrzebowały coraz więcej kapitału, żeby udzielać coraz więcej kredytów subprime.

— Nie byłem w stu procentach pewny swojej racji — opowiada Vinny — ale poszedłem do Steve’a i mówię: „To naprawdę wygląda kiepsko”. I to mu wystarczyło. Sądzę, że już postanowił zdegradować akcje i potrzebował tylko dowodu.

Raport Eismana zmieszał kredytodawców subprime z błotem; Eisman zanalizował firmę po firmie i ujawnił machlojki kilkudziesięciu.

— Oto różnica — stwierdził — między obrazkiem, jaki prezentują światu, a ich prawdziwymi wynikami.

Firmy subprime nie doceniły jego wysiłku.

— To było jak granat wrzucony do szamba — opowiada Vinny. — Ze wszystkich tych firm wydzwaniano i wrzeszczano na niego: „Mylisz się, masz złe dane!”. A on się odszczekiwał: „To są wasze cholerne dane!”. — Jednym z powodów, dla których raport Eismana wywołał tak powszechną wściekłość, było to, że nie ostrzegł ze stosownym wyprzedzeniem firm, na których nie zostawił suchej nitki. Naruszył etykietę Wall Street. — Steve zdawał sobie sprawę, że raport rozpęta piekło — powiedział Vinny. — I chciał, żeby się rozpętało. Nie chciał, by ktoś próbował mu wyperswadować jego publikację. Gdyby uprzedził zainteresowanych, wszyscy próbowaliby go odwieść od tego pomysłu.

Eisman po latach opowiada:

— Nie mogliśmy ocenić kredytów, bo nie mieliśmy danych. Moje nazwisko nierozzerwalnie kojarzyło się z tym sektorem. Zbudowałem swoją reputację, wydając rekomendacje dotyczące akcji tych firm. Gdybym się pomylił, byłby to koniec kariery Steve’a Eismana.

Eisman opublikował swój raport we wrześniu 1997 roku, w samym środku okresu, który można uznać za niemal największe ożywienie gospodarcze w historii USA. W niecały rok później Rosja ogłosiła bankructwo i zbankrutował fundusz hedgingowy Long-Term Capital Management. W efekcie nastąpił odwrót inwestorów od ryzyka, wczesnym kredytodawcom subprime odmówiono kapitału i wkrótce

masowo zbankrutowali.

Ich upadek tłumaczono błędnymi praktykami księgowymi pozwalającymi księgować zyski przed ich realizacją. Nikt oprócz Vinny'ego, w każdym razie Vinny o nikim takim nie słyszał, nie zdawał sobie w pełni sprawy z fatalnej jakości udzielonych wtedy kredytów.

— Nawet się cieszyłem, że rynek jest tak nieudolny — powiedział. — Gdyby rynek wiedział wszystko, pewnie musiałbym zmienić pracę. Trudno wnieść coś nowego, gapiąc się na te zagmatwane papiery, więc po co w ogóle próbować? Ale byłem jedynym znanym mi facetem zajmującym się spółkami, które miały splajtować w okresie największego boomu, jakiego pewnie już w życiu nie zobaczę. Przyjrzałem się bebeciom rynku i to, co zobaczyłem, wyglądało naprawdę okropnie.

To był moment, w którym po raz pierwszy stało się jasne, że nie chodzi tylko o to, że Eisman jest sceptycznie nastawiony do rynków. Jego wizja świata finansów radykalnie różniła się na niekorzyść od autoportretu przez ten świat kreowanego. Parę lat później rzucił pracę analityka i zatrudnił się w olbrzymim funduszu hedgingowym Chilton Investment. Przestało go bawić doradzanie ludziom, gdzie powinni ulokować pieniądze. Uznał, że aby nie stracić zainteresowania finansami, powinien sam spróbować zarządzać pieniędzmi, inwestując zgodnie ze swymi poglądami. Jednak po zatrudnieniu Eismana Chilton Investment zmienił zdanie.

— Sprawa miała się tak — opowiada jego współpracownik z Chilton — że nikt nie wątpił, iż Eisman to naprawdę bystry facet. Ale czy aby na pewno można mu pozwolić inwestować?

Chilton uznał, że nie można, i zdegradował go do starej roli analityka, który miał wspierać faceta podejmującego decyzje inwestycyjne. Eisman nie cierpiał tego zajęcia, ale nie miał wyboru i nauczył się przy tej okazji czegoś, co doskonale przygotowało go na mający nastąpić niebawem kryzys. Poznał od środka rynek kredytów konsumenckich.

Był rok 2002. Nie istniały już giełdowe firmy udzielające pożyczek subprime. Istniał jednak wiekowy gigant udzielający kredytów konsumenckich o nazwie Household Finance Corporation. Firma stworzona w latach 1870-1880 od dawna wiodła prym na rynku. Eisman był przekonany, że świetnie ją rozumie, dopóki nie zdał sobie sprawy, że jednak nie całkiem. W początkach roku 2002 wpadła mu w ręce nowa broszura reklamowa Household proponująca pożyczki pod zastaw domów. Bill Aldinger, dyrektor naczelny, rozwijał firmę, choć konkurenci zbankrutowali. Można by sądzić, że Amerykanie, którym bańka internetowa wciąż odbijała się czkawką, nie są w pozycji pozwalającej im zaciągać nowe długi, mimo to Household z okresu na okres udzielała coraz więcej kredytów. Pokażnym źródłem wzrostu sprzedaży były drugie hipoteki. Broszura proponowała pożyczkę na piętnaście lat, o stałym oprocentowaniu, ale przedstawiała ją dziwacznie jako pożyczkę na lat trzydzieści. Strumień łącznych spłat klienta w okresie piętnastu lat rozłożono na hipotetyczne trzydzieści lat i pytano: gdybyś przez trzydzieści lat płacił tyle, ile płacisz przez piętnaście, ile wyniosłaby efektywna stopa oprocentowania? Była to dziwna, nieuczciwa forma zachwalania produktu. Pożyczkobiorcom wmawiano, że efektywna stopa oprocentowania wynosi 7 procent, podczas gdy faktycznie wynosiła około 12,5 procent.

— To było jawne oszustwo — powiedział Eisman.

Nie trzeba było długo czekać, żeby Eisman dotarł do skarg pożyczkobiorców, którzy uświadomili sobie, w co się wpakowali. Przewertował lokalne gazety z całego kraju. W Bellingham w stanie Waszyngton – ostatnim mieście zasługującym na to miano przed granicą z Kanadą – znalazł reportera nazwiskiem John Stark, piszącego do „Bellingham Herald”. W gazecie ukazała się jego notatka o czworgu mieszkańcach miasteczka, którzy uznali, że Household ich oszukał, i znaleźli prawnika skłonnego pozwać firmę i doprowadzić do zerwania umów kredytowych.

— Z początku podszedłem do tego sceptycznie — mówi Stark. — Pomyślałem: „Znów ktoś zadłużył

się ponad miarę, a teraz bierze adwokata”. Nie powiem, żebym im współczuł. — Gdy artykuł się ukazał, odezwały się tłumy: sto osób z Bellingham i okolic kupiło gazetę i dowiedziało się, że ich kredyt oprocentowany jest faktycznie na 12,5 procent. — Ludzie zaczęli się organizować — mówi Stark. — Byli wściekli. Większość dopiero wtedy uświadomiła sobie, że dali się wpuścić w maliny.

Eisman odłożył wszystkie inne zajęcia. Zaangażował się bez reszty w krucjatę przeciw Household Finance Corporation. Powiadomił prasę, dzwonił do czasopism, nawiązał kontakt z Association of Community Organizations for Reform Now (ACORN), był to chyba pierwszy wypadek w historii, kiedy facet z funduszu hedgingowego Wall Street zbratał się z organizacją pilnującą interesów biedaków. Nękał prokuratora generalnego stanu Waszyngton. Zdziwił się niepomiernie, dowiedziawszy się, że prokurator przeprowadził stosowne śledztwo, ale sędzia stanowy zabronił mu ogłoszenia jego wyników. Eisman uzyskał kopię raportu prokuratora; jego treść potwierdzała najgorsze podejrzenia.

— Zapytałem gościa z prokuratury: „Dlaczego nie aresztujecie tych ludzi?”. Odpowiedzieli: „To potężna firma. Jeśli jej zabraknie, kto będzie udzielał pożyczek subprime w naszym stanie?”. Odparłem: „Wierzcie mi, zjawią się tabuny chętnych”.

To była afera na skalę federalną. Household sprzedawała te oszukańcze kredyty w całym kraju. Jednak rząd nie interweniował. Zamiast tego, pod koniec roku 2002, Household poszła na ugodę w pozwie grupowym i zgodziła się wypłacić klientom z dwunastu stanów 484 miliony tytułem kary. Rok później firma wraz ze swoim olbrzymim portfelem kredytów subprime sprzedała się za 15,5 miliarda brytyjskiemu konglomeratowi finansowemu, HSBC Group.

Eisman był autentycznie wstrząśnięty.

— Nawet przez myśl by mi nie przeszło, że coś takiego może się zdarzyć — wyznał. — To nie była pierwsza lepsza firma; wtedy była to największa firma udzielająca kredytów subprime. I dopuściła się jawnego oszustwa. Prezesa powinni powiesić za cholerne jaja. Zamiast tego sprzedali firmę, a on zarobił sto milionów dolarów. Pomyślałem: „Hola! Nie tak to się powinno skończyć”. — Jego pesymistyczny pogląd na wielkie finanse zaczynał nabierać zabarwienia politycznego. — Zaczęłem dostrzegać implikacje społeczne — powiedział. — Tworząc od podstaw regulacje nadzorujące, projektuje się je tak, żeby chroniły ludzi o dochodach średnich i niższych, bo to oni są najbardziej narażeni na ryzyko straty. A my mieliśmy zamiast tego system, który tych ludzi chronił najmniej.

Co środę w południe Eisman wychodził z biura i szedł do Midtown Comics, gdyż tego dnia przychodziła dostawa nowych komiksów. O życiu ich bohaterów wiedział więcej, niż dorosłemu przystoi. Znał na pamięć przysięgę Zielonej Latarni, a zawilgoci życia wewnętrznego Batmana rozumiał lepiej niż sam Mroczny Rycerz. Przed śmiercią syna Eisman lubił czytywać dorosłe wersje komiksów, które czytał jako chłopiec – jego ulubioną postacią był Spider-Man. Teraz czytał tylko komiksy dla dorosłych i wybierał te, które obierały za temat dobrze znane opowieści i nie zmieniając faktów, przedstawiały je tak, że dana opowieść nie była już tą samą dobrze znaną historią ani słodką bajeczką.

— Te historyjki były zgodne z oryginałem — mówi — a jednak zupełnie inne. Przez co zaczynało się go inaczej postrzegać. — Wolał wersję, w której relacja między Królowną Śnieżką a krasnoludkami była trochę bardziej zawikłana. A teraz koncept wykorzystany w tych komiksach ziszczał się przed jego oczyma na rynkach finansowych. — Zaczęłem dokładniej przyglądać się kredytom hipotecznym subprime — wspomina. — Pożyczka subprime na samochód jest pod pewnymi względami uczciwa, bo oprocentowanie jest stałe. Może być lichwiarskie i rozdzierać serce, ale przynajmniej z góry wiadomo, jak jest. Kredyty hipoteczne subprime to hochsztaplerstwo. Wabili ludzi, mówiąc: „Biorąc ten kredyt, spłacicie całe swoje zadłużenie: w karcie kredytowej, na samochód. I patrzcie, jak nisko jest oprocentowany!”. Ale ta niska stawka nie była prawdziwą stawką. Była stawką na wabia.

Trawiony obsesją Household, Eisman wybrał się na lunch organizowany przez dużą firmę z Wall

Street. Gościnnym mówcą był Herb Sandler, prezes olbrzymiej firmy oszczędnościowo-pożyczkowej o nazwie Golden West Financial Corporation.

— Ktoś zapytał go, co sądzi o darmowych kontach bieżących — wspomina Eisman. — Odpowiedział na to: „Wyłączcie magnetofony”. Wszyscy wyłączyli. Wyjaśnił, że nie proponują darmowych kont, bo tak naprawdę są one podatkiem nałożonym na biednych: w postaci kar za debet na koncie. I że banki, które je oferują, tak naprawdę zdzierają z biednych więcej, niż mogłyby zdzierać w postaci opłat. Zapytałem: „Czy zainteresował się tym jakiś urząd?”. „Nie”, odparł Sandler. Wtedy uznałem, że motto, które przyświeca naszemu systemowi, tak naprawdę brzmi: chrzanić biednych.

W młodości Eisman był zapalonym republikaninem. Należał do prawicowych organizacji, dwa razy głosował na Reagana, a Roberta Borka prawie kochał. O dziwo, na polityczną lewą stronę zniosła go dopiero praca na Wall Street. Pierwsze kroki w stronę centrum politycznego spektrum przypisywał zakończeniu zimnej wojny.

— Przestałem być taki prawicowy, bo nie było już ku temu powodów. — Gdy prezes Household zgarnął swoje 100 milionów, Eisman był na najlepszej drodze do zostania pierwszym socjalistą na rynku finansowym. — Będąc konserwatywnym republikaninem, nie uważa się, że ludzie bogacą się, ograbiając innych — powiedział. Ale teraz jego umysł w pełni dopuszczał taką możliwość. — Uświadomiłem sobie, że istnieje branża, o nazwie finanse konsumenckie, która zasadniczo po to właśnie istnieje.

Skoro pracodawca, fundusz hedgingowy, nie pozwalał mu zarządzać pieniędzmi, zrezygnował i postanowił założyć własny fundusz. Firma nazywała się FrontPoint Partners, szybko stała się własnością Morgan Stanley i stanowiła kolekcję funduszy hedgingowych. W początkach 2004 roku Morgan Stanley zgodził się, żeby Eisman założył fundusz skupiający się wyłącznie na firmach finansowych: bankach z Wall Street, deweloperach, kredytodawcach hipotecznych, przedsiębiorstwach z dużym udziałem usług finansowych – jak na przykład General Electric (GE) – i wszelkich innych maczających palce w finansach. Właściciel zaoszczędził mu początkowych wydatków i zapewnił powierzchnię biurową, meble i personel biurowy. Jedyne, w co go nie zaopatrzyli, to pieniądze. Eisman sam musiał się o nie zatroszczyć. Podróżował po całym świecie, spotykając się z setkami wielkich inwestorów.

— Próbowaliśmy zdobyć kapitał, ale się nie udało — mówi. — Wszyscy odpowiadali mniej więcej tak samo: „Miło było pana poznać. Zobaczymy, jak panu pójdzie”.

Wiosna 2004 zastała go w fatalnym stanie. Nie zdobył kapitału; nie wiedział, czy zdobędzie; nawet nie wiedział, czy ma szansę. Wtedy już na pewno nie wierzył, że na świecie panuje sprawiedliwość, że wszystko skończy się dobrze, że jest jakoś specjalnie chroniony przed życiowymi porażkami. Budził się o czwartej rano złany potem. Zaczął uczęszczać na zajęcia terapeutyczne. Ale ponieważ wciąż był Eismanem, nie była to konwencjonalna terapia. Nazywała się „grupa robocza”. Garstka profesjonalistów zbierała się u wykwalifikowanego psychoterapeuty, żeby w bezpiecznym środowisku podzielić się swoimi problemami. Eisman wpadał na te spotkania spóźniony, wyrzucał z siebie swoje zmartwienia, po czym uciekał, zanim inni mieli szansę opowiedzieć mu o swoich. Gdy postąpił tak kilka razy, terapeutka powiedziała mu co nieco do słuchu, ale się nie przejął. Zadzwoiła więc do żony Eismana, którą znała, i poprosiła, żeby zamieniła z mężem kilka słów. To też nie poskutkowało.

— Zawsze wiedziałam, kiedy był na spotkaniu — powiedziała Valerie — bo za każdym razem dzwoniła i mówiła: „Znów zrobił to samo!”.

Valerie była wyraźnie zmęczona wyścigiem szczurów. Powiedziała Eismanowi, że jeśli jego najnowszy pomysł nie wypali, wyniosą się z Nowego Jorku na Rhode Island i otworzą pensjonat. Zaczęła jeździć na zwiady i coraz częściej napomykała, że powinni więcej czasu spędzać z bliźniętami,

wymyśliła jej się nawet coś o hodowaniu kurczaków. Zarówno Eismanowi, jak ludziom, którzy go znali, z trudem przychodziło wyobrażenie go sobie w roli hodowcy kur, ale zgodził się.

— Ten pomysł brzmiał dla niego tak niewiarygodnie mało zachęcająco — mówi żona — że przyłożył się mocniej.

Podróżował po całej Europie i Stanach Zjednoczonych, szukając chętnego inwestora i znalazł tylko jednego: towarzystwo ubezpieczeniowe, które dało mu 50 milionów. Nie było to dość, żeby stworzyć stabilny fundusz, ale była to już kwota, z którą można było zacząć.

Zamiast pieniędzy Eisman przyciągał ludzi, którzy mieli podobnie mroczne jak on poglądy na świat. Vinny, który niedawno został jednym z autorów posępnego raportu zatytułowanego „Dom zastawiony to jak dom wynajęty plus dług”, zgłosił się od razu.

Zjawił się też Porter Collins, dwukrotny wioślarz olimpijski, który pracował z Eismanem w Chilton Investment i nigdy do końca nie zrozumiał, dlaczego tak bystremu facetowi nie dano większych uprawnień. Trzeci był Danny Moses, który został głównym traderem Eismana. Danny pracował jako sprzedawca w Oppenheimer and Co. i zachował żywe wspomnienie o Eismanie, bo robił i mówił rzeczy, które nawet w przypadku analityka strony sprzedażowej byłyby nietypowe. Na przykład w trakcie jednej sesji podszedł do podium na parkiecie, poprosił o uwagę i ogłosił, że: „Następujące akcje idą na dno...”, po czym wymienił osiem firm, które rzeczywiście potem zbankrutowały. Danny dorastał w Georgii, był synem profesora finansów. Nie prezentował równie otwarcie fatalistycznego podejścia jak Vinny czy Steve, ale podzielał ich ogólne przeczucie, że złe rzeczy mogą się wydarzyć i wydarzają się, zwłaszcza na Wall Street. Gdy któregoś razu firma z Wall Street namawiała go na transakcję, która pod każdym względem zdawała się doskonała, spytał sprzedawcę: „Ciekawa propozycja, ale powiedzcie mi jedno: na czym mnie wyrolujecie?”.

— Cha, cha, cha, niech pan da spokój, nigdy byśmy tego nie zrobili — zaczął zapewniać go trader, ale Danny jak najuprzejmiej nalegał.

— Obydwaj wiemy, że tak perfekcyjnie korzystne transakcje nie zdarzają się między małymi funduszami hedgingowymi a dużymi firmami z Wall Street. Zawrę ją, ale tylko pod warunkiem, że najpierw wyjaśni mi pan, jak mnie okantujecie.

I sprzedawca mu wyjaśnił. A Danny dotrzymał słowa.

Całej trójce bardzo podobał się pomysł zarabiania pieniędzy ze Stevenem Eismanem. Pracując dla Eismana, nigdy nie miało się poczucia, że pracuje się dla Eismana. Uczył ludzi, ale ich nie nadzorował. Był mistrzem w dostrzeganiu absurdów otaczającego świata.

— Steve uwielbia chodzić na spotkania Wall Street — mówi Vinny. — Prosi na nich po kilkadziesiąt razy: „Może mi pan to wyjaśnić?”. Albo: „Mógłby pan wyjaśnić to szczegółowiej i po angielsku?”. Dzięki temu można się dowiedzieć kilku rzeczy. Przede wszystkim zaś przekonać się, czy mówca w ogóle wie, o czym mówi. Bo często zdarza się, że nie bardzo ma pojęcie!

W początkach 2005 grupka Eismana coraz częściej miała poczucie, że wiele osób pracujących na Wall Street chyba nie do końca zdaje sobie sprawę z tego, co robi. Uruchomiona na nowo maszyna kredytów hipotecznych subprime pracowała, jakby nigdy się nie zacięła. Jeśli pierwszy akt pożyczek subprime był dziwaczny, to drugi przerażał. W połowie lat 90. dobry rok oznaczał trzydzieści miliardów dolarów udzielonych kredytów. W roku 2000 udzielono ich na kwotę 130 miliardów, z czego 55 miliardów przepakowano w obligacje hipoteczne. W roku 2005 kredytów subprime było już 625 miliardów, z czego do obligacji trafiło 507 miliardów. Pół biliona dolarów w obligacjach subprime opartych na kredytach hipotecznych w jednym roku. Biznes rozwijał się jak szalony i nie przeszkadzały mu nawet rosnące stopy procentowe, co było dziwne. Jeszcze bardziej wstrząsające było to, że warunki umów kredytowych ulegały zmianie, i to w sposób zwiększający ryzyko ich niewypłacalności. W 1996 roku 65 procent



udzielonych kredytów subprime stanowiły kredyty ze stałą stopą oprocentowania, co znaczyło, że wprawdzie typowy pożyczkobiorca mógł się czuć wykorzystywany, ale przynajmniej wiedział, ile będzie musiał bulić co miesiąc przez cały okres spłaty kredytu.

W 2005 roku 75 procent kredytów subprime stanowiły kredyty ze stopą zmienną, zazwyczaj ustaloną w stałej wysokości w okresie pierwszych dwóch lat spłaty.

Pierwsze firmy zajmujące się finansowaniem subprime zatoneły przez mały ułamek udzielonych kredytów, które zatrzymały na swoim udziale. Rynek miał szansę wywieść z tego prosty wniosek: nie pożyczaj ludziom, którzy nie mają z czego spłacać. Ale wybrał skomplikowany: możesz pożyczać, bylebyś nie trzymał tego w swoich księgach. Udzielaj kredytów, po czym sprzedaj je działom instrumentów o stałym dochodzie dużych banków inwestycyjnych z Wall Street, które zapakują je w obligacje i opchną inwestorom. Long Beach Savings był pierwszym bankiem, który wdrożył model „udziel i sprzedaj”. Model okazał się takim hitem – Wall Street kupowało od ciebie kredyty, których ty sam za żadne skarby byś nie kupił! – że założono firmę B&C Mortgage, która zajmowała się tylko tym – udzielała i sprzedawała. Lehman Brothers uznali pomysł za tak rewelacyjny, że kupili B&C Mortgage. W początkach roku 2005 wszystkie duże banki inwestycyjne siedziały już po uszy w subprime. Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs i Morgan Stanley wszystkie miały, jak to określano, „półki” na produkowany przez siebie towar subprime, opatrzone dziwnymi nazwami, jak HEAT i SAIL, i GSAMP, które utrudniały szerszej publiczności zorientowanie się, że emisję tych obligacji gwarantowały najbardziej znane marki z Wall Street.

Eisman i jego zespół znali od podszewki zarówno rynek nieruchomości, jak Wall Street. Mieli do czynienia z większością firm kredytodawców subprime. Wiele z nich tworzyli ci sami ludzie, którzy przyczynili się do fiaska z końca lat 90. Eisman był skłonny zakładać najgorsze scenariusze dotyczące tego, co Goldman Sachs zrobi z długami Amerykanów z niższej klasy średniej.

— Proszę zrozumieć — mówi. — Byłem jednym z pierwszych, którzy zajmowali się subprime. Pierwszy widziałem najgorsze. Ci faceci kłamali bez zahamowań. Tamte doświadczenia nauczyły mnie, że Wall Street ma gdzieś, co sprzedaje. — Nie mogłem jedynie zrozumieć, kto kupował te obligacje oparte na drugiej fali kredytów hipotecznych subprime. — Już na samym początku powiedzieliśmy: „Przyjdzie czas, gdy zbijemy majątek, sprzedając to coś krótko. Będzie z tego afera”. Nie wiedzieliśmy tylko jaka ani kiedy.

Przez „to coś” Eisman rozumiał akcje firm zaangażowanych w kredyty subprime. Kursy akcji potrafią wyczyniać różne szalone rzeczy: nie chciał zajmować krótkiej pozycji, dopóki kredyty nie zaczną się psuć. Żeby wypatrzeć właściwy moment, Vinny bacznie obserwował zachowanie amerykańskich pożyczkobiorców. Dwudziestego piątego każdego miesiąca na ekranie jego komputera lądowały raporty z sektora, przeglądał je, szukając choćby małego wzrostu stopy niespłacalności.

— Dane wskazywały — mówi Vinny — że jakość kredytów była wciąż dobra. Przynajmniej do drugiej połowy dwa tysiące piątego roku.

W zamieszaniu pierwszych osiemnastu miesięcy prowadzenia własnej firmy Eismanowi zdarzały się przebłyski, gdy zdawał sobie sprawę, że pomija coś oczywistego. Próbował wytypować właściwe akcje, ale los akcji w coraz większym stopniu zależał od zachowania się obligacji. W miarę jak rósł rynek hipotecznych subprime, wszystkie firmy finansowe stawały się w ten czy w inny sposób wystawione na ryzyko z nimi związane.

— Instrumenty stałego dochodu przyćmiły akcje — powiedział. — W porównaniu do rynku obligacji rynek akcji to pieprzony pryszcz. — Prawie wszystkie główne banki inwestycyjne Wall Street były w istocie zarządzane przez swoje działy obligacji. W większości przypadków ich prezesami byli dawni goście od obligacji: Dick Fuld w Lehman Brothers, John Mack w Morgan Stanley, Jimmy Cayne w Bear

Stearns. Od lat 80., kiedy Salomon Brothers, wiodący prym na rynku obligacji, zarobili taką fortunę, jakby zajmowali się zupełnie czymś innym niż pozostałe firmy, prawdziwie duże pieniądze robiło się na rynku obligacji. — Obowiązywała złota zasada — powiedział Eisman. — Zasady ustalają ci, którzy mają złoto.

Większość ludzi nie zdawała sobie sprawy, że dwudziestoletni już teraz boom na rynku obligacji przytłoczył wszystko inne. W każdym razie Eisman sobie nie zdawał. Ale teraz to zrozumiał. Musiał nauczyć się możliwie jak najwięcej o świecie stałego dochodu. Miał plany wobec rynku obligacji.

# ROZDZIAŁ 2

## W Krainie Ślepców

Rozmowę od zaangażowania oddziela moment wypisania czeku.

Warren Buffett

W początkach roku 2004 rynkowi obligacji zaczął się też przyglądać inny inwestor w akcje, Michael Burry. Starał się dowiedzieć wszystkiego o tym, jak w Ameryce pożyczają się pieniądze. Nie rozmawiał z nikim na temat swojej nowej obsesji; siedział samotnie w biurze w San Jose w stanie Kalifornia i studiował książki, artykuły i sprawozdania finansowe. Szczególnie zainteresowało go działanie obligacji hipotecznych subprime. Olbrzymią liczbę indywidualnych kredytów układano w wieże. Środki płynące od kredytobiorców pokrywały w pierwszej kolejności zobowiązania wobec pięter najwyższych, zatem to one otrzymywały od Moody's i S&P wysokie ratingi, ale przynosiły najniższą stopę zwrotu. Niskie piętra spłacano na końcu, pierwsze ponosiły straty i dostawały od Moody's i S&P najgorszy rating. Jako premię za większe ryzyko inwestorzy w piętra dolne otrzymywali wyższą stopę zwrotu niż inwestorzy w piętra ostatnie. Decyzja, w które piętro zainwestować, należała do nabywcy obligacji hipotecznych. Ale Michael Burry nie zastanawiał się nad kupnem tych obligacji. Zastanawiał się, w jaki sposób można by je krótko sprzedać.

Każda obligacja hipoteczna trafiała na rynek opatrzona nudnym i nużącym ponadstronicowym prospektem. Wczytując się w jego szczegóły, zauważało się, że każda rządzi się trochę innymi zasadami. Burry spędził końcówkę roku 2004 i początek roku 2005 na przeglądaniu setek tych prospektów i czytaniu dziesiątek i pewnie, jeśli pominąć prawników, którzy je sporządzili, był ich pierwszym czytelnikiem – choć można było nabyć je wszystkie za sto dolarów na 10KWizard.com. Jak wyjaśniał w e-mailu:

*Bierzesz na przykład taką firmę udzielającą kredytów hipotecznych jak NovaStar, w tamtym czasie wzorcową. Nazwy obligacji będą następujące: NHEL 2004-1, NHEL 2004-2, NHEL 2004-3, NHEL 2005-1 etc. Na przykład NHEL 2004-1 zawiera kredyty udzielone w paru pierwszych miesiącach roku 2004 i paru ostatnich miesiącach poprzedniego, NHEL 2004-2 kredyty udzielone w środku roku, a 2004-3 kredyty udzielone w pozostałym okresie roku 2004. Na podstawie prospektu można było szybko sprawdzić sytuację w sektorze „udziel i sprzedaj” subprime. I tak widać było, że kredyty 2 /28 ARM (2 lata okres promocyjny ze stałym oprocentowaniem /28 lat zmienny) ze spłatą w okresie promocyjnym samych odsetek stanowiły tylko 5,85 % puli kredytów udzielonych na początku roku 2004, ale w puli kredytów udzielonych pod koniec tego roku stanowiły już 17,48 %, a w puli kredytów udzielonych późnym latem 2005 stanowiły 25,34 %. Ale średnia liczba punktów FICO (kredyt konsumpcyjny) puli, udział kredytów nieudokumentowanych (wskaźnik kłamcy), stosunek kredytu do wartości nieruchomości (LTV) i inne wskaźniki praktycznie się nie zmieniały... Rzecz w tym, że mimo ich stałej wartości, pula udzielonych, zapakowanych i sprzedanych kredytów traciła na jakości, gdyż przy tym samym średnim FICO czy średnim stosunku LTV, pula zawierała wyższy udział pożyczek spłacających w najlepszym wypadku same odsetki.*

Już w roku 2004, gdyby przyjrzeć się dokładnie liczbom, można było zauważyć wyraźny spadek standardów udzielania kredytów. W opinii Burry'ego standardy nie tylko spadły, ale zaliczyły dno. Dno miało nawet nazwę: kredyt o zmiennej stopie procentowej o kwocie raty niższej od odsetek, co skutkowało jego ujemną amortyzacją. Nabywca domu miał możliwość płacenia prawie niczego, a niezapłacone odsetki powiększały pierwotną kwotę kredytu. Nietrudno było się domyślić, komu odpowiadają takie kredyty: ludziom bez dochodów. Burry nie bardzo jednak rozumiał, czemu ktoś chciał ich udzielać.

— Trzeba było przyjrzeć się pożyczkodawcom, nie pożyczkobiorcom — mówi. — Pożyczkobiorcy zawsze chętnie wykorzystują sytuację. To pożyczkodawca powinien wykazywać się powściągliwością, a kiedy się nie wykazuje, trzeba zachować czujność.

Już w 2003 roku wiedział, że pożyczkobiorcy nie wykazują się cnotą powściągliwości. Na początku 2005 roku przestali się nią wykazywać również pożyczkodawcy.

Wielu zarządzających funduszami inwestycyjnymi często kontaktowało się z klientami, a raporty kwartalne traktowało jako formalny obowiązek. Burry nie lubił osobiście rozmawiać z ludźmi, a raport kwartalny uważał za główny sposób komunikowania inwestorom swych zamiarów. Ukuł zwrot, którym opisywał to, co w jego przekonaniu nastąpiło: rozszerzenie akcji kredytowej przez instrument. Co znaczyło: wielu osób nie stać było na staroświecki kredyt hipoteczny, zatem pożyczkodawcy wykombinowali nowe instrumenty, umożliwiające postawienie nowych środków do dyspozycji pożyczkobiorców.

— Stanowiło to czytelny sygnał, że kredytodawcy stracili umiar, obniżając nieustannie wymogi kredytowe po to, żeby udzielić jak najwięcej pożyczek — powiedział Burry.

Nietrudno było się domyślić powodu: kredytodawcy nie zatrzymywali udzielonych pożyczek na własnym ryzyku, tylko sprzedawali je Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo i reszcie firm, które pakowały je w obligacje i sprzedawały dalej. Końcowym nabywcą hipotecznych subprime były „głupie pieniądze”. Im też się przyjrzał, ale później.

Teraz stał przed taktycznym problemem inwestycyjnym. Różne piętra czy też transze obligacji hipotecznych miały jedną cechę wspólną: nie można było ich krótko sprzedać. Żeby sprzedać krótko akcje albo obligacje, trzeba było je pożyczyć, ale transze obligacji hipotecznych były niewielkie i niemożliwe do znalezienia. Można je było kupić albo nie, ale nie można było bezpośrednio zagrać przeciw nim; rynek obligacji subprime nie przewidywał miejsca dla tych, którzy patrzyli nań nieprzychylnym okiem. Można było żywić stuprocentową pewnością, że skazany jest na spadki, ale nic nie można było z tą wiedzą zrobić. Nie można było sprzedać krótko domów. Można było sprzedać krótko akcje firm deweloperskich, na przykład Pulte Homes czy Toll Brothers – ale to było drogie, pośrednie i niebezpieczne. Okres wzrostu kursów akcji mógł okazać się dłuższy, niż pozwalały na to możliwości finansowe Burry’ego.

Kilka lat wcześniej odkrył swapy kredytowe. Swap kredytowy wprowadzał w pomieszanie głównie dlatego, że wcale nie był swapem, tylko polisą ubezpieczeniową, zwykle na obligacje firm, ze składką płatną półrocznie i ustalonym okresem ubezpieczenia. Na przykład dziesięcioletnie ubezpieczenie wartych 100 milionów obligacji General Electric kosztowało 200 tysięcy dolarów rocznie. Maksymalnie można było stracić 2 miliony: 200 tysięcy rocznie przez dziesięć lat. Najwięcej, ile można było zyskać, to 100 milionów, gdyby w którymś momencie w okresie tych dziesięciu lat General Electric nie spłacił zobowiązania i posiadacz obligacji zostałby z bezwartościowym papierem w rękę. To był zakład o sumie zerowej: jeśli ktoś zarabiał 100 milionów, ktoś, kto sprzedał swapy kredytowe, tracił 100 milionów. Był to również zakład asymetryczny, jak obstawianie numerków w ruletce. Stracić można co najwyżej postawione żetony, jeśli jednak wypada obstawiona liczba, wygrana może wynosić trzydziesto-, czterdziesto-, a nawet pięćdziesięciokrotność zaryzykowanej stawki.

— Swapy kredytowe rozwiązywały problem nielimitowanego ryzyka — wyjaśniał Burry. — Kupując swap kredytowy, znałem wielkość maksymalnej straty, a zysk był jej wielokrotnością.

Już wcześniej interesował się kupnem swapów kredytowych. W 2004 roku zaczął kupować ubezpieczenie papierów dłużnych firm, które w jego opinii mogły stracić w razie zawirowań na rynku nieruchomości: instytucji udzielających kredytów hipotecznych, ubezpieczycieli hipotek i tak dalej. Ale to nie było do końca to. Krach na rynku nieruchomości mógł spowodować, że przedsiębiorstwa te poniosą straty; nie było gwarancji, że zbankrutują. Poszukiwał bardziej bezpośredniego narzędzia pozwalającego

mu zagrać na spadek hipotek. 19 marca 2005 roku, gdy siedział sam w swoim biurze, za zamkniętymi drzwiami i opuszczonymi żaluzjami, podczas czytania zawilego podręcznika o derywatach kredytowych, przyszedł mu do głowy pomysł: swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime.

Naprowadził go na niego tekst o ewolucji amerykańskiego rynku obligacji i wprowadzeniu w połowie lat 90., przez J.P. Morgan, pierwszych swapów kredytowych. Doszedł do fragmentu wyjaśniającego, dlaczego banki czuły potrzebę wprowadzenia swapów. Nie było to wcale takie oczywiste – w końcu najlepszym sposobem, żeby uniknąć ryzyka niewypłacalności General Electric, było nieudzielanie kredytu General Electric. Początkowo swapy kredytowe stanowiły instrument zabezpieczający: bank pożyczył General Electric więcej, niżby chciał, bo GE o to poprosiło, gdyż jakiś inny bank zmienił zdanie na temat sensowności udzielania kredytu GE, a nie chciał odmawiać długoletniemu klientowi. Jednak bardzo szybko nowe derywaty stały się narzędziem spekulacji: wiele osób chciało się zakładać o prawdopodobieństwo niewypłacalności GE. Burry uznał, że Wall Street będzie musiała zrobić to samo w przypadku obligacji hipotecznych. Biorąc pod uwagę sytuację na rynku nieruchomości i to, co wyczyniają kredytodawcy hipoteczni, znajdzie się wielu spryciarzy chętnych założyć się o obligacje hipoteczne. Jedynym sposobem umożliwienia im tego było wprowadzenie swapów kredytowych.

Swapy kredytowe rozwiązałyby największy problem związany z wielkim pomysłem Mike'a Burry'ego: wybranie właściwego momentu. Czuł, że kredyty hipoteczne subprime udzielane w początkach roku 2005 prawie na pewno przestaną być spłacane. Ale ponieważ ich oprocentowanie w pierwszych dwóch latach ustalono na sztucznie niskim poziomie, miną dwa lata, zanim to nastąpi. Oprocentowanie większości kredytów hipotecznych subprime było zmienne, ale większość z nich oferowała przez pierwsze dwa lata stałe oprocentowanie „na wabia”. Kredyty udzielone w początkach roku 2005 mogły być w tym pierwszym okresie oprocentowane stałą stawką w wysokości 6 procent, która w roku 2007 skoczy do 11 procent i wywoła falę niewypłacalności. Na razie słyhać tylko cichutkie tykanie, ale z czasem stanie się ono głośniejsze, aż w końcu wiele osób zacznie podejrzewać, podobnie jak on teraz, że te kredyty to bomby. Ale gdy to już nastąpi, nikt nie będzie chciał sprzedać ubezpieczenia na obligacje hipoteczne subprime. Trzeba było teraz wyłożyć żetony na stół i czekać, aż kasyno się ocknie i zmieni szanse wygranej. Swap kredytowy na trzydziestoletnią obligację hipoteczną subprime był teoretycznie zakładem zaprojektowanym na trzydzieści lat. Ale Mike Burry sądził, że zacznie przynosić zyski po trzech.

Jedyny problem polegał na tym, że nie istniały swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime, w każdym razie o niczym takim nie słyhał. Trzeba było namówić duże firmy z Wall Street, żeby je stworzyły. Ale które firmy? Jeśli miał rację i rynek nieruchomości zaliczy krach, firmy z Wall Street stracą pewnie dużo pieniędzy. Kupowanie ubezpieczenia od banku, który zbankrutowałby w chwili, gdy ubezpieczenie nabrałoby wartości, mijало się z celem. Od razu podarował sobie dzwonicie do Bear Stearns czy Lehman Brothers, ponieważ były bardziej od pozostałych firm wystawione na ryzyko związane z rynkiem obligacji hipotecznych. Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Bank of America, UBS, Merrill Lynch i Citigroup powinny, jego zdaniem, przetrwać krach. Zadzwoził do wszystkich. W pięciu nikt nie miał pojęcia, o czym mówi; z dwóch oddzwoniono i powiedziano, że na razie rynek nie istnieje, ale może pewnego dnia powstanie. W ciągu trzech lat swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime staną się rynkiem bilionowym i zaabsorbują setki miliardów strat poniesionych przez duże firmy z Wall Street. Jednak gdy Michael Burry nagabywał je w początkach roku 2005, tylko Deutsche Bank i Goldman Sachs wykazały rzeczywiste zainteresowanie dalszą rozmową. Nikt na Wall Street na tyle, na ile mógł powiedzieć, nie widział tego, co widział on.

Czuł, że jest inny, zanim zrozumiał dlaczego. W wieku dwóch lat zachorował na rzadką formę raka, operacja usunięcia guza kosztowała go lewe oko. Chłopiec z jednym okiem widzi świat inaczej, ale Mike

Burrry szybko zauważył, że odróżnia się w bardziej przenośnym znaczeniu. Dorośli nalegali wciąż, żeby patrzył ludziom w oczy, zwłaszcza podczas rozmowy.

— Patrzenie w oczy wymagało ode mnie nadludzkiego wysiłku — powiedział. — Jeśli na kogoś patrzę, wiem, że nie będę go słyszeć. — Jego lewe oko zbacza z rozmówcy; w sytuacjach towarzyskich osoba, z którą ucinął pogaduszkę, nieustannie dryfowała w lewo. — Naprawdę nie potrafię tego powstrzymać — wyznaje — więc ludzie przesuwają się w lewo, aż w końcu stoją przy moim lewym boku, a ja staram się nie obracać głowy. I stoję tak twarzą do przodu, patrząc zdrowym okiem na lewo, przez nos.

Szklane oko, tak zakładał, było powodem, dla którego bezpośrednie kontakty z ludźmi prawie zawsze kończyły się dla niego źle. Przekonał się, że nieznośnie trudno jest mu odczytywać sygnały niewerbalne; a werbalne często brał nazbyt dosłownie. Jego najlepsze starania często kończyły się porażką.

— Komplementy całkiem mi nie wychodziły — wyznał. — Szybko się przekonałem, że ilekroć chcę powiedzieć coś miłego, na ogół wypada to fatalnie. Jak na swoją tuszę, wyglądasz świetnie. Naprawdę ładna sukienka: wygląda, jakbyś sama ją uszyła.

Szklanym okiem tłumaczył sobie, dlaczego nie pasuje do grupy. Oko ropiało, łzawiło i wymagało stałej uwagi. Nie było czymś, z czym inne dzieci pozwalały mu czuć się swobodnie. Wyzywały go od zezulców, choć wcale nie był zezowaty. Co roku prosiły go, żeby wyjął oko z oczodołu, ale gdy spełnił ich prośbę, oko uległo zakażeniu, budząc wstręt i dając powód do dalszego ostracyzmu.

W tym szklanym oku doszukał się wyjaśnienia swoich innych szczególnych cech. Na przykład obsesji na punkcie sprawiedliwości. Gdy zauważył, że gwiazdy koszykówki znacznie rzadziej bywają karane za błąd kroków niż pomniejsi gracze, nie poprzestał na wyrzekaniu na sędziów. Zarzucił całkiem oglądanie meczów; niesprawiedliwość zabiła jego zainteresowanie sportem. Chociaż lubił ząartą rywalizację, był dobrze zbudowany, odważny i wysportowany, nie lubił sportów drużynowych. To też wyjaśniał szklanym okiem, wszak większość sportów drużynowych polega na zabawie z piłką, a chłopiec z kiepskim wyczuciem głębi i ograniczonym polem widzenia nie mógł dobrze grać w piłkę. Próbował grać w futbol na mniej wystawionych pozycjach, ale gdy uderzył się za mocno, oko wyskakiwało z miejsca.

Niełatwo było mu się zorientować, gdzie kończą się ograniczenia fizyczne, a zaczynają psychiczne — zakładał, że u podłoża jednych i drugich leży szklane oko. Nie tolerował niesprawiedliwości trenerów faworyzujących własne dzieci. Sędziowie, którzy nie reagowali jak należy, doprowadzali go do szału. Najbardziej lubił pływanie, gdyż praktycznie nie wymagało interakcji społecznych. Żadnej drużyny. Żadnych niejasności. Trzeba było wypływać swój czas i albo się wygrywało, albo przegrywało.

Po pewnym czasie przestał się dziwić, że większość czasu spędza samotnie. Prawie do trzydziestki uważał się za typ osoby, która nie miewa przyjaciół. Skończył liceum Santa Teresa w San Jose, UCLA, a potem wydział medyczny Uniwersytetu Vanderbilta, ale nie zawarł podczas lat nauki żadnej trwałej przyjaźni. Znajomości zawierał i rozwijał listownie, przez e-mail; dwie osoby, które uważał za prawdziwych przyjaciół, znał łącznie od dwudziestu lat, ale osobiście spotkali się wszystkiego z osiem razy.

— Posiadanie przyjaciół nie leży w mojej naturze — powiedział. — Jestem szczęśliwy sam ze sobą. — Mimo to dwa razy się ożenił. Pierwsza żona była z pochodzenia Koreanką, obecnie mieszka w innym mieście (często narzekała, że chyba bardziej podoba mu się idea związku niż sam związek), a obecna jest amerykańską Wietnamką, poznaną na Match.com. W swoim profilu na Match.com opisał się prawdziwie: „student medycyny z jednym okiem, niezbyt towarzyski, ze 145 tysiącami kredytu studenckiego do spłaty”. Obsesja na punkcie uczciwości była kuzynką obsesji na punkcie sprawiedliwości.

Obsesyjność — kolejna cecha, którą uznał za siebie właściwą. Jego umysł nie uznawał półśrodków: był albo pochłonięty tematem, albo nie zainteresowany wcale. Istniały oczywiste minusy takiego podejścia —

trudniej niż innym przychodziło mu udawanie zaciekawienia troskami czy pasjami bliźnich na przykład – ale też i plusy. Już jako kilkuletnie dziecko fantastycznie potrafił się skupić i uczyć, nawet pozostawiony sam sobie. Kiedy program szkolny szedł w parze z jego zainteresowaniami, nauka przychodziła mu bardzo lekko – tak lekko, że jako student UCLA studiował dwa fakultety, angielski i ekonomię, a po drodze zaliczył dodatkowo tyle zajęć przygotowawczych do studiów medycznych, że został przyjęty na najlepszy wydział w kraju. Swoje niezwykle zdolności koncentracji przypisywał brakowi zainteresowania relacjami z ludźmi, a brak zainteresowania relacjami z ludźmi... no tak, był gotowy udowodnić, że zasadniczo wszystko tak czy inaczej sprowadza się do szklanego oka.

Zdolnością do koncentracji i ciężkiej pracy wyróżniał się nawet wśród studentów medycyny. W 1998 roku, podczas stażu na oddziale neurologii szpitala Uniwersytetu Stanforda, wspomniawszy swoim przełożonym, że w przerwie między czternastogodzinnymi zmianami szpitalnymi nie przespał dwóch nocy z rzędu, rozbierając i składając na nowo swój komputer, bo miał nadzieję sprawić, że będzie szybciej działał. Przełożeni wysłali go do psychiatry, który zdiagnozował u Mike'a osobowość dwubiegunową. Mike od razu wiedział, że to błędna diagnoza: jak można być dwubiegunowym, nie cierpiąc nigdy na depresję? Albo inaczej: cierpiąc na nią tylko wtedy, gdy trzeba robić obchody i udawać zainteresowanego praktykowaniem medycyny (nie mylić z jej studiowaniem)? Został lekarzem nie dlatego, że to lubił, ale dlatego, że z łatwością skończył studia. Jednak wykonywanie zawodu albo go nudziło, albo budziło w nim wstręt.

O pierwszym kontakcie z anatomią i wrażeniach z prosektorium:

– Gdy zobaczyłem ludzi niosących ucięte nogi do zlewu, żeby obmyć kał, żołądek mi się wywrócił i miałem dość.

O swoich uczuciach do pacjentów:

– Chciałem pomagać ludziom, ale jednak nie tak bardzo.

Interesował się komputerami nie dla nich samych, ale z powodu ich przydatności w jego życiowej obsesji: zgłębianiu mechanizmów rządzących giełdą papierów wartościowych. Temat zafascynował go w szkole podstawowej, gdy ojciec pokazał mu tabele z kursami akcji na ostatniej stronie gazety i powiedział, że giełda to miejsce pokrętnie i nie należy jej ufać, nie wspominając o inwestowaniu. Już jako dziecko pragnął doszukać się logiki w tym świecie cyfr. Zaczął czytać książki. Szybko doszedł do wniosku, że wykresy, tabele i fale oraz niekończąca się paplanina samozwańcych ekspertów od rynku pozbawione są wszelkiej logiki. Potem przysłała bańka internetowa i nagle cały rynek przestał mieć jakikolwiek sens.

— Późne lata dziewięćdziesiąte praktycznie wymusiły na mnie określenie się jako inwestora w wartość, bo uznałem, że to, co robią inni, jest szalone — powiedział.

Inwestowanie w wartość, które jako podejście do rynku finansowego sformalizował Benjamin Graham w latach wielkiej depresji, wymagało niestrudzonego wyszukiwania przedsiębiorstw tak niedocenianych albo nierozumianych, że można je było kupić prawie za wartość likwidacyjną. W swoim najprostszej formie inwestowanie w wartość było metodą, ale wyewoluowało w wiele podejść – jednym z nich było to, co robił ze swymi pieniędzmi Warren Buffett, student Benjaminu Grahama i najsławniejszy inwestor w wartość.

Burry nie uważał, że inwestowanie da się zredukować do metody ani że można je podpatrzeć. Im dłużej przyglądał się Buffettowi, tym mniej prawdopodobna wydawała mu się możliwość jego naśladowania; tak naprawdę można się było od Buffetta nauczyć jednego: żeby osiągnąć spektakularny sukces, trzeba być spektakularnie niezwykłym.

— Jeśli chce się zostać wielkim inwestorem, trzeba dostosować styl do swojej osobowości — powiedział Burry. — W pewnej chwili zdałem sobie sprawę, że Warren Buffett, choć uczył się od



samego Bena Grahama, nie naśladował go, ale raczej poszedł własną drogą i zarządzał pieniędzmi po swojemu i według własnych zasad... Od początku też utożsamiałem się z poglądem, że żadna szkoła nie nauczy nikogo, jak być wielkim inwestorem. Gdyby tak było, szkoła, w której by tego uczono, byłaby najpopularniejsza na świecie, z niemożliwie wysokim czesnym. Dlatego nie istnieje.

Inwestowanie było czymś, czego musiał się nauczyć sam, po swojemu. Burry nie miał pieniędzy do zainwestowania, ale wytrwał przy swojej obsesji przez czas liceum, college'u i studiów medycznych. Znalazł się na stażu w szpitalu Uniwersytetu Stanforda, nie zaliczając wcześniej ani jednej lekcji finansów czy rachunkowości, nie wspominając o pracy w firmie z Wall Street. Miał może 40 tysięcy w gotówce, przeciw 145 tysiącom długu. W trakcie studiów pracował jako praktykant. Mimo to znalazł czas, by stać się kimś w rodzaju eksperta w zakresie finansów. „Czas jest zmiennym kontinuum” — napisał w e-mailu do jednego z korespondencyjnych przyjaciół pewnego niedzielnego poranka roku 1999:

*Popołudnie może trwać chwilę albo 5 godzin. Pewnie tak jak ty, staram się produktywnie wykorzystać luki, które dla większości ludzi są czasem straconym. Moje zamknięcie do produktywności prawdopodobnie kosztowało mnie pierwsze małżeństwo, a parę dni temu o mały włos straciłbym narzeczoną. Zanim poszedłem do college'u, w wojsku mieli takie powiedzenie: „Robimy więcej przed 9 rano niż większość ludzi przez cały dzień”, które sobie dopowiadałem następująco: „A ja robię więcej niż wojsko”. Jak wiesz, bywają ludzie zdolni rozwinąć w sobie zainteresowania wystarczające za wszystko inne.*

Nie był dwubiegunowy. Był jedynie odizolowany i samotny, choć w rzeczywistości nie czuł się samotny ani głęboko nieszczęśliwy. Nie doszukiwał się w swoim życiu tragedii; uważał, że jego niezwykła osobowość umożliwia mu koncentrację, jaką trudno osiągnąć innym. Wszystko to było skutkiem, tak sobie wyobrażał, wypaczających efektów sztucznego oka.

— Sądziłem, że to przez nie ludzie mają mnie za odmienca — powiedział. — Myślałem, że to przez nie jestem inny.

Mając się za innego, nie dopatrywał się w tym, co spotkało go w zderzeniu z Wall Street, niczego niezwykłego, choć było niezwykłe.

Późną nocą w listopadzie 1996, podczas dyżuru na oddziale kardiologicznym szpitala St. Thomas w Nashville, Tennessee, zalogował się do szpitalnego komputera i wszedł na stronę dyskusyjną o nazwie techstocks.com. Założył na niej wątek dotyczący inwestowania w wartość. Przeczytawszy o inwestowaniu wszystko, co było do przeczytania, postanowił rozszerzyć swoją wiedzę poprzez rzeczywiste inwestycje. Na rynku trwała mania akcji spółek internetowych. Strona dla inwestorów z Doliny Krzemowej nie była w okolicach roku 1996 naturalnym środowiskiem dla trzeźwo myślącego inwestora w wartość. Mimo to na jego wątek wchodziło wiele osób, pozostawiając dużo opinii. Niektórzy z odwiedzających kwestionowali wprawdzie pomysł, żeby lekarz wypowiadał się na temat inwestycji, ale z czasem zaczęto się liczyć z jego głosem. Doktor Mike Burry – tak się zawsze podpisywał – czuł, że wśród gości na jego wątku są osoby, które korzystają z jego rad i zarabiają.

Kiedy uznał, że dalsza wymiana poglądów nic więcej do jego wiedzy nie wniesie, porzucił swoje dzieło, aby stworzyć coś, co później zostanie nazwane blogiem, ale w tamtych czasach było tylko dziwną formą komunikacji. W szpitalu pracował na szesnastogodzinnych dyżurach, blogowanie ograniczał więc do godzin między północą a trzecią rano. Na blogu publikował swoje transakcje i ich uzasadnienie. Ludzie go zauważyli. Jak powiedział menedżer finansowy dużego funduszu inwestującego w wartość, noszącego nazwę Philadelphia:

— Przede wszystkim nie mogłem wyjść ze zdumienia, jakim sposobem znajduje na to czas? Facet był stażystą w szpitalu. Miałem wgląd tylko w niemedyczną część jego dnia i byłem pod dużym wrażeniem. Pokazywał swoje transakcje. Można je było śledzić na bieżąco. Inwestował w wartość: w samym środku bańki internetowej. Kupował akcje dla wartości, czym zajmowaliśmy się też my. Ale my ponosiliśmy

straty. Traciliśmy klientów. Nagle pojawia się gość, który robi to samo. Jest do przodu pięćdziesiąt procent. Osobliwa sprawa. Osobliwy człowiek. Nie tylko my śledziliśmy jego posunięcia.

Mike Burry nie wiedział, kto śledzi jego posunięcia, ale widział adresy domen, z których przychodzili jego goście. Początkowo czytelnicy bloga pochodzili z EarthLink i AOL. Po prostu mniej lub bardziej przypadkowe osoby. Jednak już wkrótce nie były przypadkowe. Na jego stronę wchodzili ludzie z inwestycyjnych funduszy powierniczych, jak Fidelity, i dużych banków inwestycyjnych z Wall Street, jak choćby Morgan Stanley. Pewnego dnia napisał coś na temat funduszy indeksowych Vanguard i prawie natychmiast prawnicy Vanguard kazali mu przestać. Burry podejrzewał, że nawet poważni inwestorzy mogą inwestować, kierując się jego wpisami, ale nie miał pojęcia, kto dokładnie.

— Rynek go znalazł — mówi menedżer funduszu inwestycyjnego Fidelity. — Mike umiał dostrzec rzeczy niedostrzegalne dla innych.

Zanim Burry przeniósł się w 1998 roku do szpitala Uniwersytetu Stanforda w celu odbycia stażu z neurologii, dzięki pracy wykonywanej między północą a trzecią rano odznaczył się na mapie inwestowania w wartość. Do tego czasu moda na akcje internetowe całkowicie wymknęła się spod kontroli i zaraziła nawet społeczność medyczną Uniwersytetu Stanforda.

— Temu pędowi ulegli głównie stażyści, ale część kadry też — wspomina Burry. — Zebrała się całkiem pokaźna grupka, kupowali i dyskutowali o wszystkim: Polycom, Corel, Razorfish, Pets.com, TIBCO, Microsoft, Dell, Intel... te zapamiętałem, choć mój umysł bronił się przed zalewem tych nazw. Nie wtrącałem się, bo nie chciałem, by ktokolwiek się dowiedział, czym zajmuję się na boku. Czułem, że mogę wpakować się w poważne kłopoty, gdyby lekarze dowiedzieli się, że nie poświęcam się w stu dziesięciu procentach medycynie.

Ktoś, kto stara się zachować pozory oddania medycynie, prawdopodobnie nie jest jej szczególnie oddany. Im dalej Burry posuwał się na drodze kariery medycznej, tym bardziej czuł się ograniczony przez nieumiejętność obcowania z ludźmi. Przez krótki czas próbował znaleźć schronienie na patologii, gdzie ludzie mieli tyle przyzwoitości, że już nie żyli, ale wcale nie było mu tam lepiej. („Martwi ludzie, martwe organy. Więcej martwych, więcej organów. Miałem dość tej fizyczności, chciałem czegoś bardziej intelektualnego”.)

Wrócił do San Jose, pochował ojca, powtórnie się ożenił, zamknął stronę internetową, a kiedy ogłosił, że rzuca neurologię, żeby zająć się zarządzaniem pieniędzmi, zdiagnozowano u niego osobowość dwubiegunową. Dziekan wydziału neurologii Uniwersytetu Stanforda uznał, że Burry stracił rozum, i kazał mu wziąć rok urlopu na przemyślenie sprawy, ale on już ją przemyślał.

— Pociągało mnie zarządzanie pieniędzmi — powiedział — i wydawało mi się, że gdybym odniósł na tym polu sukces, poczułbym się spełniony i przestałoby się liczyć, jak postrzegają mnie ludzie, choć w głębi duszy czułem, że jestem dobrym człowiekiem.

Jego aktywa w wysokości 40 tysięcy przeciw 145 tysiącom kredytu studenckiego rodziły pytanie, jakim portfelem ma zarządzać. Okazało się, że do śmierci ojca też przyczyniła się błędna diagnoza: lekarz nie zauważył nowotworu na zdjęciu rentgenowskim i rodzina otrzymała niewielkie odszkodowanie. Ojciec miał negatywny stosunek do rynku papierów wartościowych, ale wypłata z tytułu jego śmierci dostarczyła synowi środków pozwalających wejść na rynek. Matka dorzuciła 20 tysięcy ze swojej części odszkodowania, a trzech bracia po 10 tysięcy ze swoich części. Z takim kapitałem doktor Michael Burry założył Scion Capital. (Jako chłopiec uwielbiał powieść „Potomkowie Shannary”.) Wysmażył okazałą broszurę mającą przyciągnąć inwestorów spoza kręgu rodziny. „Minimalny kapitał inwestującego powinien wynosić 15 milionów” — można było w niej przeczytać; fakt dość interesujący, jako że wykluczał nie tylko jego samego, ale zasadniczo wszystkie znane mu osoby.

Gdy rzucił się szukać miejsca na biuro, kupować meble i otwierać rachunek maklerski, otrzymał parę

zadziwiających telefonów. Pierwszy przyszedł z dużego nowojorskiego funduszu inwestycyjnego Gotham Capital. Założycielem Gotham był guru inwestowania w wartość, Joel Greenblatt. Burry przeczytał książkę Greenblatta „I ty możesz zostać geniuszem giełdowym” („Tytuł okropny, ale książka mi się podobała”). Ludzie Greenblatta powiedzieli mu, że przez jakiś czas z zyskiem korzystali z jego pomysłów i chcą to kontynuować – może Mike Burry rozważy, czy nie pozwolić Gotham zainwestować w swój fundusz? Zadzwoił nawet sam Joel Greenblatt i powiedział:

— Czekalem, kiedy porzuci pan medycynę.

Gotham zaprosił Burry’ego wraz z żoną do Nowego Jorku — była to zarówno pierwsza wizyta Michaela Burry’ego w Nowym Jorku, jak pierwszy lot pierwszą klasą — i ugościł w apartamencie hotelu Intercontinental.

W drodze na spotkanie z Greenblattem Burry’ego zjadał lęk, dręczący go zawsze przed bezpośrednim kontaktem z ludźmi. Niejaką pociechę czerpał z faktu, że ludzie z Gotham czytali to, co pisał na swoim blogu.

— Gdy spotykam się z kimś, kto mnie czytał, spotkanie na ogół się układa — powiedział. — Gdy spotykam się z ludźmi, którzy mnie nie czytali, prawie nigdy się nie udaje. Zauważyłem to już w liceum, ta reguła dotyczyła nawet nauczycieli.

Był żywym testem ślepej próby: trzeba było zdecydować, czy się go aprobeuje, zanim się go zobaczyło. Przed spotkaniem znalazł się w wysoce niedogodnym położeniu, gdyż nie miał pojęcia, jak ubierają się wielcy menedżerowie finansów.

— Dzwoni do mnie w przeddzień spotkania — opowiada jeden z jego e-mailowych przyjaciół, zawodowo zarządzający portfelem. — I pyta: „Co mam na siebie włożyć?”. Nie miał nawet krawata. Tylko granatową marynarkę na pogrzeby.

To było kolejne dziwactwo Mike’a Burry’ego. W swych wpisach i listach prezentował się formalnie, nawet trochę sztywno, a ubierał się jak na plażę. Dochodząc do biur Gotham, ogarnięty paniką wpadł do Tie Rack i kupił krawat.

Wystrojony jak jeszcze nigdy zjawił się w dużej nowojorskiej firmie inwestycyjnej i zastał uczestników spotkania ubranych w koszulki i sportowe spodnie. Rozmowa potoczyła się mniej więcej następująco:

— Chcielibyśmy dać panu milion dolarów.

— Słucham?

— Chcemy kupić jedną czwartą pańskiego funduszu hedgingowego. Za milion dolarów.

— Chcecie?

— Tak. Proponujemy milion dolarów.

— Po opodatkowaniu!

Burry’emu zdarzało się marzyć o milionie dolarów po opodatkowaniu i teraz wymsknęły mu się te podatki, zanim w pełni dotarło do niego, co mu proponują. I dostał, o co poprosił! Z tą chwilą, wnioskując z tego, co napisał na swoim blogu, zadłużony student medycyny z majątkiem równym minus 105 tysięcy stał się milionerem z kilkoma niespłaconymi pożyczkami. Burry o tym nie wiedział, ale Joel Greenblatt pierwszy raz zrobił coś takiego.

— Po prostu był błyskotliwym facetem, a nie ma takich wielu — skwitował sprawę Greenblatt.

Wkrótce po tym dziwnym spotkaniu zadzwoniono do niego z holdingu ubezpieczeniowego White Mountains. Szefował mu Jack Byrne, człowiek z kręgów Warrena Buffetta, jego firma rozmawiała z Gotham Capital.

— Nie wiedzieliśmy, że sprzedaje pan udziały w swojej firmie — powiedzieli, na co Burry wyjaśnił, że przed paroma dniami, zanim zaproponowano mu milion dolarów po opodatkowaniu, sam tego nie

wiedział. Okazało się, że w White Mountains również przyglądano się Michaelowi Burry'emu.

— Najbardziej intrygowała nas ta neurologia — mówi Kip Oberting, ówczesny pracownik White Mountains. — Kiedy, u licha, znajdował na to wszystko czas? — Od White Mountains zainkasował 600 tysięcy za mniejszy udział w funduszu plus obietnicę 10 milionów środków do zainwestowania. — I owszem — dodał Oberting — był jedyną osobą znaną przez nas w Internecie, do której zadzwoniliśmy i której daliśmy pieniądze.

W pierwszym roku prowadzenia funduszu doktor Mike Burry borykał się przez jakiś czas ze społecznym wymiarem swojego nowego zajęcia.

— Generalnie trudno zdobyć pieniądze, nie spotykając się z ludźmi — powiedział — a ja generalnie nie lubię się z nimi spotykać. W dodatku ludzie, którzy znajdują się w mojej obecności, generalnie to zauważają. — Wybrał się na konferencję organizowaną przez Bank of America, mającą na celu przedstawienie nowych menedżerów funduszy inwestycyjnych mającym inwestorom, i jej uczestnicy też to zauważyli. Burry wygłosił mowę, w której dowodził, że stosowany przez nich sposób pomiaru ryzyka jest całkowicie pozbawiony sensu. Za miarę ryzyka przyjmowano zmienność: to, jak bardzo cena akcji czy obligacji skakała w ciągu ostatnich lat. Prawdziwe ryzyko nie ma nic wspólnego ze zmiennością; prawdziwe ryzyko to głupie decyzje inwestycyjne. — Ogólnie rzecz biorąc — jak ujął to później — najbogatsi z bogatych i ich przedstawiciele pogodzili się z faktem, że większość menedżerów osiąga przeciętne wyniki, a ci lepsi osiągają przeciętne stopy zwrotu przy niższej od średniej zmienności. Posługując się tą logiką, dolar wart pięćdziesiąt centów jednego dnia, sześćdziesiąt centów następnego dnia i czterdzieści centów kolejnego staje się jakimś cudem wart mniej niż dolar wart pięćdziesiąt centów przez wszystkie trzy dni. Ja utrzymuję, że możliwość kupna za czterdzieści centów stwarza okazję, nie ryzyko, i że dolar jest wciąż wart dolara. — Nagrodzono go ciszą, lunch zjadł w samotności. Siedział sam przy dużym okrągłym stole i przyglądał się ludziom przy innych stołach, paplającym radośnie.

Nie wiedział, co zniechęcało ludzi, gdy zwracał się do nich osobiście – jego przekaz czy on sam. Drobiazgowo przestudiował zachowanie Warrena Buffetta, który jakimś sposobem zarówno był szalenie popularny, jak odnosił ogromne sukcesy. W młodości Buffett też miał trudności w kontaktach z ludźmi. Aby je polepszyć, skorzystał z kursu Dale'a Carnegiego. Mike Burry dorastał w innej kulturze finansowej. Dale'a Carnegiego wyparł Internet. Nie musiał spotykać się z ludźmi. To, co chciał, mógł wyjaśnić on-line i liczyć na to, że inwestorzy znajdą go tą drogą. Wykładał swoje złożone koncepcje i czekał, aż ludzie je przeczytają i prześlą mu pieniądze na inwestycje.

— Popularność Buffetta jest dla mnie nieosiągalna — powiedział Burry. — Nigdy nie będę sympatycznym, dobrotliwym panem.

Metoda przyciągania środków przez Internet bardziej mu odpowiadała. I zadziałała. Wystartował ze Scion Capital, mając trochę ponad milion dolarów – pieniądze od matki, braci i jego własny milion po opodatkowaniu. W pierwszym pełnym roku działania, 2001, indeks S&P 500 stracił 11,88 procent. Scion wzrósł o 55 procent. W następnym roku S&P 500 znów spadł, o 22,1 procent, mimo to Scion znów wzrósł: o 16 procent. W kolejnym, 2003 roku giełda w końcu zmieniła kierunek i wzrosła o 28,69 procent, ale Mike Burry i tym razem ją prześcignął – jego inwestycje wzrosły o 50 procent. Pod koniec 2004 roku Mike Burry zarządzał już 600 milionami i ograniczył przyjmowanie nowych środków.

— Gdyby przyświecała mu chęć maksymalizacji portfela, mógłby zarządzać miliardami dolarów — mówi zarządca nowojorskiego funduszu hedgingowego, który z rosnącym niedowierzaniem przyglądał się wynikom Burry'ego. — Ale on zaprojektował Scion tak, żeby był dobry dla inwestorów, nie dla niego.

„O ile przyciąganie kapitału można traktować jak konkurs popularności — napisał Burry do swoich inwestorów, zapewne chcąc ich przekonać, że nie muszą lubić swojego zarządzającego ani nawet go znać

— inteligentne inwestowanie polega na czymś całkowicie przeciwnym”.

Warren Buffett miał mało sympatycznego partnera, Charliego Mungera, który w znacznie mniejszym stopniu od Buffetta przejmował się tym, czy ludzie go lubią. W roku 1995 Munger wygłosił prelekcję w Harvard Business School pod tytułem „Psychologia ludzkich błędów”. Chcąc przewidzieć zachowanie ludzi, dowodził Munger, wystarczy przyjrzeć się ich motywacji. FedEx nie nadążał na czas dostarczać nocnych przesyłek; próbowali wszystkiego, żeby się z tym uporać, ale na próżno – pomogła dopiero zmiana systemu wynagrodzenia, przestali płacić pracownikom z nocnej zmiany stawki godzinowe i zaczęli płacić za zmianę. Xerox stworzył nową, lepszą kopiarke, po czym narzekał na wyniki sprzedaży (okazało się, że sprzedaje się ona gorzej niż model starszy), dopóki ktoś nie wpadł na to, że sprzedawcy mają za niego większą prowizję.

— Cóż, możecie uznać: to przecież takie oczywiste — powiedział Munger. — Śmiem twierdzić, że przez całe życie należałem do tych pięciu procent swojej grupy wiekowej, które rozumiało znaczenie motywacji, a mimo to jej nie doceniałem. I nadal zaskakują mnie sytuacje pogłębiające moje zrozumienie jej znaczenia.

Uwagi Mungera wyrażały dużo z tego, co Mike Burry sam sądził o rynkach i ludziach, którzy je tworzyli.

— Czytałem to przemówienie i zgadzałem się z każdym słowem — powiedział Burry, dodając: — Munger też ma sztuczne oko.

Burry miał własne spojrzenie na zagadnienie motywacji, opierające się na doświadczeniach z czasów studiów medycznych. Nawet w sytuacjach decydujących o zdrowiu czy życiu lekarze, pielęgniarki i pacjenci potrafili kierować się niewłaściwymi pobudkami. I tak na przykład w szpitalach, gdzie refundacja kosztów usunięcia wyrostka robaczkowego była wyższa, chirurdzy usuwali więcej wyrostków. Kolejnym wiele mówiącym przykładem był rozwój chirurgii oka. W latach 90. okuliści zbijali majątek na usuwaniu katarakty. Operacja trwała pół godziny, a nawet krócej, mimo to Medicare płaciło za nią 1700 dolarów. W późnych latach 90. Medicare obcięło stawki do około 450 za zabieg, skutkiem czego spadły dochody okulistów z pasją chirurgiczną. W odpowiedzi na tę sytuację okuliści w całych Stanach odgrzebali ryzykowny zabieg o nazwie keratotomia radialna i zaczęli masowo korygować wady wzroku. Niesprawdzoną procedurę medyczną przedstawiano jako remedium na dolegliwości osób korzystających z soczewek kontaktowych.

— A prawdziwą motywacją — mówi Burry — była chęć utrzymania wysokich, często ponadmilionowych dochodów, i znalazł się pretekst. Zaczęto poszukiwać zabiegu mniej niebezpiecznego od keratotomii radialnej i w końcu powstał LASIK.

Toteż zakładając swój fundusz, Mike Burry zatroszczył się o właściwą motywację. Był przeciwny typowej umowie funduszu inwestycyjnego. Pobieranie z góry 2 procent środków tytułem opłaty za zarządzanie, jak czyniła większość funduszy, było równoznaczne z tym, że ich zarządzający byli wynagradzani po prostu za zgromadzenie ogromnych kwot pieniędzy innych ludzi. Scion Capital obciążał inwestorów tylko faktycznymi kosztami – które zwykle wynosiły sporo poniżej jednego procenta aktywów. Żeby zarobić pierwszego centa, musiał pomnożyć pieniądze inwestorów.

— Proszę przypomnieć sobie początki Scion — mówi jeden z jego pierwszych inwestorów. — Facet nie miał pieniędzy, ale postanowił zrezygnować z opłaty, którą inne fundusze uważają za rzecz oczywistą. To było niespotykane.

Od samego początku Scion Capital osiągał rewelacyjne wyniki, tak dobre, że aż niewiarygodne. Latem 2005, w okresie, gdy indeks szerokiego rynku spadł o 6,84 procent, Burry zarobił 242 procent i zaczął odprawiać inwestorów z kwitkiem. Wydawało się, że dla dużego teraz grona jego inwestorów nie ma znaczenia, czy giełda rośnie, czy spada; Mike Burry umiał przemyślnie zainwestować w każdych

warunkach. Nie korzystał z dźwigni inwestycyjnej i unikał krótkiej sprzedaży. Nie robił nic spektakularnego ani skomplikowanego, kupował akcje, siedział w biurze i czytał sprawozdania finansowe. Aparat decyzyjny Scion Capital składał się z faceta siedzącego w pokoju z zamkniętymi drzwiami i opuszczonymi żaluzjami, wertującego informacje i dane na 10-K Wizard, do którego dostęp kosztował go jakieś sto dolarów rocznie. Szukał orzeczeń sądowych, sfinalizowanych umów i zmian w regulacjach prawnych – wszystkiego, co może mieć wpływ na wartość firmy.

Czasem skutkiem tych poszukiwań były inwestycje „fuj”. W październiku 2001 roku wyjaśnił to pojęcie w liście do inwestorów: „Inwestycja fuj oznacza szczególne zainteresowanie analityczne akcjami, na które pierwszą reakcją jest: fuj”.

Dobrym tego przykładem może być firma o alarmistycznej nazwie Avant! Corporation. Trafił na nią, szukając w informacjach słowa „zaakceptowano”. Zdawał sobie sprawę, że aby zyskać przewagę, musi odwołać się do niekonwencjonalnych sposobów inwestowania, co zazwyczaj sprowadzało się do wyszukiwania nietypowych sytuacji, z których świat nie w pełni zdawał sobie sprawę.

— Nie szukałem doniesień o przekrętach czy oszustwach — wyjaśniał. — To byłoby oglądanie się do tyłu, a ja chciałem wyprzedzić sytuację. Szukałem spraw w sądzie, które mogły stwarzać okazję inwestycyjną. Uznanego przez sąd odwołania, ugody czy wyroku.

Sąd uznał winę firmy softwarowej Avant! Corporation. Avant! został oskarżony o kradzież kodu źródłowego konkurencji, a na nim opierał się cały biznes spółki. Przedsiębiorstwo miało w banku 100 milionów gotówki, co roku generowało kolejne 100 milionów – a jego wartość rynkowa wynosiła tylko 250 milionów! Michael Burry zaczął przekopywać się przez dane o firmie; kiedy skończył, jego wiedza o Avant! Corporation nie miała sobie równej. Uznał, że nawet jeśli zarząd pójdzie za kratki (jak się stało), a firma zapłaci karę (zapłaciła), Avant! jest wart dużo więcej, niż zakładał rynek. Kadre inżynierską spółki stanowili w większości obywatele chińscy na wizach roboczych, tkwili oni w pewnego rodzaju pułapce: póki firma działała, nie trzeba było się obawiać, że odejdą. Jednak aby zarobić na akcjach Avant!, musiał w krótkiej perspektywie liczyć się ze stratami, gdyż przerażeni inwestorzy w odpowiedzi na złe informacje sypali akcjami.

Pierwsze akcje Avant! kupił w czerwcu 2001 roku po kursie 12 dolarów. Jakiś czas potem zarząd Avant! pojawił się na okładce „Business Week” pod nagłówkiem „Czy przestępstwo popłaca?”. Akcje zanurkowały, Burry kupił więcej. Zarząd Avant! poszedł do więzienia. Akcje znów trochę spadły. Mike Burry dokupował przez cały czas – aż do ceny 2 dolary za akcję. Został największym indywidualnym udziałowcem Avant! i zażądał od kierownictwa zmian.

„Teraz, gdy firma pozbyła się osób z wyrokami — napisał do nowych szefów — Avant! ma okazję wykazać się troską o udziałowców”. W sierpniu, w kolejnym e-mailu, napisał: „Avant! nadal sprawia, że czuję się, jakbym sypiał z wioskową lafiryndą. Choćby najlepiej zaspokajała moje potrzeby, wątpię, bym kiedykolwiek się tym przechwalał. Atmosfera wokół firmy jest wciąż koszmarna. Zaczynam się powoli obawiać, że dalsze naciski skończą się tym, że dopadnie mnie chińska mafia”. Cztery miesiące później Avant! został przejęty za 22 dolary za akcję.

— To był klasyczny interes Mike’a Burry’ego — mówi jeden z jego inwestorów. — Zarabia tysiąc procent, ale najpierw traci połowę.

Takie jazdy nie są tym, co inwestorzy lubią najbardziej, ale zdaniem Burry’ego na tym polegało sedno inwestowania w wartość. Musiał działać wbrew sentymentowi rynków. Nie mógłby tego zrobić, gdyby zależał od jego krótkoterminowych kaprysów i dlatego nie zapewnił swoim inwestorom możliwości szybkiego wycofania pieniędzy, co jest standardem w wielu funduszach. Inwestując ze Scion, trzeba było się liczyć z zamrożeniem środków co najmniej na rok. Burry zaprojektował też swój fundusz tak, żeby przyciągać ludzi chcących kupować akcje – liczących raczej na ich wzrosty niż spadki.

— W głębi duszy nie należę do inwestorów przepadających za krótką sprzedażą — powiedział. — Raczej nie szukam firm do gry na spadek ich akcji. Zdecydowanie wolę rynek rosnący.

Krótką sprzedaż nie podobała mu się również dlatego, że związane z nią ryzyko było teoretycznie nieograniczone. Kurs akcji mógł spaść tylko do zera, rosnąć mógł w nieskończoność.

Cechą dobrej inwestycji jest osiągnięcie zysku współmiernego do podjętego ryzyka. Burry coraz częściej odnosił wrażenie, że nie osiąga tego celu. Problem nie ograniczał się do poszczególnych akcji. Bańka internetowa pękła, mimo to ceny nieruchomości w San Jose, epicentrum bańki, wciąż rosły. Zaczął obserwować kurs akcji spółek deweloperskich, a potem firm ubezpieczających hipoteki, jak choćby PMI. W maju 2003 roku napisał do jednego ze znajomych, dużego profesjonalnego inwestora ze Wschodniego Wybrzeża, że bańkę na rynku nieruchomości pompuje dodatkowo irracjonalne zachowanie instytucji udzielających kredytów hipotecznych, które obniżały wymogi dla kredytobiorców. „Trzeba wyczekiwać poziomu, przy którym prawie nieograniczony kredyt nie będzie w stanie dalej windować cen domów — napisał. — Jestem nastawiony na spadki i czuję, że można spodziewać się nawet 50-proc. przeceny nieruchomości w całym kraju... Większość obecnego popytu na nieruchomości zniknie z chwilą, gdy ludzie dojdą do przekonania, że ceny przestały rosnąć. Straty towarzyszące z dużym prawdopodobieństwem przekroczą wszystkie obecne szacunki”.

Gdy w początkach roku 2005 postanowił postawić przeciw rynkowi obligacji hipotecznych subprime, pierwszy duży problem, na który się natknął, polegał na tym, że banki inwestycyjne z Wall Street, które mogły sprzedać mu swapy kredytowe, nie podzielały jego poczucia pośpiechu. Mike Burry uważał, że trzeba dokonać zakładu teraz, zanim rynek hipoteczny otrząśnie się i wróci do normalności.

— Oczekiwałem, że fundamentalne pogorszenie się puli hipotecznych osiągnie poziom krytyczny dopiero za kilka lat — powiedział – gdy minie okres oprocentowania promocyjnego i płatności miesięczne zaczną zawrotnie rosnąć. – Ale uważał, że rynek nieuchronnie dostrzeże to, co zauważył on, i wyreguluje się. Kogoś na Wall Street zaalarmuje niesamowity wzrost ryzyka związanego z hipotekami subprime i cena ubezpieczenia odpowiednio wzrośnie.

„Problem wybuchnie, zanim zdążę dokonać tej transakcji” — pisał w e-mailu.

Elektroniczne listy składały się na coś w rodzaju kroniki życia Burry’ego. Zachowała się w nich też relacja z narodzin nowego rynku widzianych oczyma jego pierwszego klienta detalicznego. Z perspektywy czasu wydaje się zdumiewające, jak szybko firmy z Wall Street przeszły z fazy całkowitego niezrozumienia, o co chodzi Mike’owi Burry’emu, gdy dzwoni i wypytuje o swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime, do fazy, w której nowy instrument pochodny znalazł się w centrum ich przeorganizowanych biznesów. Oryginalny rynek obligacji hipotecznych przyszedł na świat w sposób niemal identyczny, równie bałaganiarski, powołany do istnienia przez szczególne potrzeby garstki ludzi na peryferiach wielkiej finansjery. Ale proces dojrzwania tamtego rynku trwał latami; nowy rynek rozwinię się w ciągu kilku miesięcy i będą na nim zawierane transakcje przenoszące ryzyko o wartości dziesiątków miliardów dolarów.

Podstawową rzeczą, której potrzebował Mike Burry, zamierzając kupić ubezpieczenie dużej liczby obligacji hipotecznych subprime, było stworzenie jakiegoś standardu, powszechnie akceptowanej umowy. Ktokolwiek sprzeda mu swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime, pewnego dnia będzie mu winien dużo pieniędzy. Podejrzewał, że sprzedający mogą próbować się wymigać od zapłaty. Umowa utrudniłaby im to, a jemu ułatwiła sprzedaż jednemu dilerowi swapów kupionych od innego – a tym samym umożliwiła zorientowanie się w ich bieżącej cenie. Nadawaniem formalnego charakteru warunkom nowych papierów wartościowych, czyli ich standaryzacją, zajmowała się organizacja o nazwie International Swaps and Derivatives Association (ISDA).<sup>2</sup> ISDA ustanowiła już zbiór zasad



rzządzających swapami kredytowymi dotyczącymi obligacji spółek, ale ubezpieczenie obligacji spółek było sprawą stosunkowo prostą. Zdarzenie kredytowe w postaci braku płatności występowało albo nie. Gdy firma nie zapłaciła odsetek, trzeba było wypłacić ubezpieczenie. Nabywca ubezpieczenia nie dostawał całych 100 centów za dolara sumy ubezpieczenia, ponieważ posiadacz obligacji nie tracił 100 centów na dolarze, jako że pozostawały aktywa przedsiębiorstwa o pewnej wartości – ich wartość rynkową ustalał niezależny sędzia, w sposób powszechnie uznawany za uczciwy i zadowolający. Jeśli posiadacze obligacji otrzymywali 30 centów za dolara – tym samym ponosząc stratę w wysokości 70 centów – nabywca swapu kredytowego dostawał 70 centów za dolara.

Ubezpieczenie puli kredytów hipotecznych było bardziej skomplikowane, gdyż było mało prawdopodobne, by wszystkie kredyty w puli przestały być jednocześnie spłacane; w danym czasie zawodził raczej pojedynczy kredytobiorca. Dilerzy – wśród których prym wiedli Deutsche Bank i Goldman Sachs – zaproponowali pomysłowe rozwiązanie: swap kredytowy płatny na bieżąco. Nabywca swapu – nabywca ubezpieczenia – nie dostanie od razu całej sumy ubezpieczenia, co miałyby miejsce, gdyby od razu splajtowała cała pula hipotek, ale będzie spłacany po kawałeczku, w miarę niewypłacalności indywidualnych kredytobiorców.

Wypracowanie standardu ISDA zajęło miesiące targowania się prawników z traderami Wall Street, którzy będą prowadzić rynek. Z jakichś względów pozwolono na udział w tych telekonferencjach prawnikowi Burry'ego, Steve'owi Druskinowi – czasem mógł nawet zabrać głos i przedstawić punkt widzenia klienta. Patrząc z perspektywy, to firmy z Wall Street niepokoiły się o wypłacalność swoich klientów; klienci przyjmowali na ogół na wiarę, że kasyno będzie zdolne wypłacić wygraną. Mike Burry nie był tego taki pewien.

— Nie zakładam się o obligacje — powiedział. — Zakładam się o system.

Nie chciał kupować od Goldman Sachs ubezpieczenia od powodzi tylko po to, żeby zostać z niczym, gdy powódź nadejdzie i porwie ze sobą Goldman Sachs. Nalegał, żeby Goldman Sachs czy Deutsche Bank były zobowiązane wnieść depozyt zabezpieczający, odzwierciedlający wzrost wartości posiadanego przez niego kontraktu, w miarę jak ta się zmieniała – powiedzmy, gdy powódź podeszła już pod dom, ale nie zniszczyła jeszcze budynku.

19 maja 2005 – na miesiąc przed ostatecznym uzgodnieniem warunków umowy swapowej – Mike Burry zawarł pierwsze transakcje. Kupił od Deutsche Bank swapy kredytowe na 60 milionów – sześć swapów na różne obligacje – instrumenty referencyjne, jak je nazywano, każdy na 10 milionów. Nie kupowało się ubezpieczenia na cały rynek obligacji hipotecznych subprime, tylko na konkretne obligacje i Burry przyłożył się, wyszukując te, przeciw którym opłacało się postawić. Przestudiował kilkanaście prospektów i przerzucił kilkaset, szukając najbardziej podejrzanych pul hipotecznych, był przy tym niemal pewny (a później zupełnie pewny), że jest jedynym człowiekiem na świecie, który je przeczytał, pomijając prawników, którzy je sporządzili. Prawdopodobnie był też jedynym inwestorem, który przeprowadził coś w rodzaju staroświeckiej analizy kredytowej kredytów hipotecznych składających się na dane pule (taka analiza powinna poprzedzić ich udzielenie). Jednak kierowały nim pobudki zgoła odmienne od tych, które kierowały staroświeckim bankierem. Nie szukał najlepszych kredytów, tylko najgorszych – żeby przeciw nim zagrać.

Przeanalizował znaczenie stosunku kredytu do wartości nieruchomości, zastawu w drugiej kolejności, lokalizacji domów, braku dokumentacji pożyczki i potwierdzenia dochodu kredytobiorcy, i kilkanaście innych czynników wpływających na prawdopodobieństwo niewypłacalności kredytu hipotecznego zawartego w Stanach w okolicach roku 2005. Potem zaczął szukać obligacji opartych na najgorszych kredytach. Zaskoczyło go, że Deutsche Bank nie interesował się, które obligacje sobie upatrzył. Wszystko wskazywało na to, że z ich punktu widzenia wszystkie obligacje hipoteczne subprime są takie same. Cena



ubezpieczenia obligacji zależała nie od jakiejś niezależnej analizy, lecz od ratingu wystawionego jej przez agencję ratingową Moody's czy Standard & Poor's.<sup>3</sup> Gdyby chciał kupić ubezpieczenie na w założeniu wolne od ryzyka transze AAA, zapłaciłby 20 punktów bazowych (0,20 %) sumy ubezpieczenia; bardziej ryzykowne transze A kosztowały 50 punktów bazowych (0,5 %); a najmniej bezpieczne transze BBB kosztowały 200 punktów bazowych – czyli 2 procent. (Punkt bazowy to jedna setna punktu procentowego.) Transze BBB – które staną się bezwartościowe, gdy bazowa pula hipoteczna zanotuje stratę w wysokości 7 procent – były tym, o co mu chodziło. Uważał, że to zakład bardzo konserwatywny, którego szanse zwiększył jeszcze dzięki wykonanej analizie. Każdy, komu chciałoby się zajrzeć do prospektu, mógł się przekonać, że istnieją decydujące różnice między jedną obligacją BBB a drugą obligacją BBB – jak choćby udział kredytów o zmiennej stopie procentowej w referencyjnej puli kredytów. Uzbrojony w wiedzę, jak wygląda pożądany zespół cech najgorszych obligacji, martwił się trochę, że jego znajomość przedmiotu nie umknie uwadze banków inwestycyjnych i zaniepokojone podniosą cenę ubezpieczenia.

Ale banki po raz kolejny go zaszokowały i sprawiły miłą niespodziankę: Goldman Sachs przemailował mu długą listę obligacji hipotecznych, z której mógł wybierać wedle uznania.

— Do głębi mną to wstrząsnęło — opowiada Burry. — Cena ubezpieczenia wszystkich obligacji została ustalona na jednym poziomie, w oparciu o najniższy rating wystawiony przez którąś z trzech wiodących agencji ratingowych. — Mógł wybrać sobie coś z listy, nie budząc czujności banku swoją głęboką wiedzą. Można to było porównać do możliwości kupna ubezpieczenia od powodzi domu stojącego w dolinie za taką samą cenę, jak ubezpieczenia domu na szczycie wzgórza.

Nie miało to żadnego sensu, ale inne firmy z Wall Street ochoczo poszły w ślady poprzedniczek, częściowo pod wpływem nagabywań Mike'a Burry'ego. Tygodniami nękał Bank of America, aż w końcu zgodzili się sprzedać mu swapy kredytowe na 5 milionów. Dwadzieścia minut po tym, jak wysłali mu e-mail potwierdzający transakcję, otrzymali odpowiedź Burry'ego:

— To co, możemy zabierać się do następnej?

W kilka tygodni kupił od kilku banków swapy kredytowe na obligacje wartości kilkuset milionów dolarów, w pakietach po 5 milionów. Żadnego ze sprzedających nie interesowało za bardzo, które obligacje chciał ubezpieczyć. Jedna z pul, które wyszperał, składała się w całości z kredytów o zmiennym oprocentowaniu i z ujemną amortyzacją – kredytobiorcy mogli wybrać opcję niespłacania całości odsetek i po prostu gromadzili coraz większy dług, a w pewnym momencie prawdopodobnie przestawali spłacać cokolwiek. Goldman Sachs nie tylko sprzedał mu ubezpieczenie tej puli, ale nawet przysłał liścik, w którym pogratulował Mike'owi zostania pierwszym nabywcą ubezpieczenia tego rarytasu.

„Coś mi się wydaje, że kształcę tu ekspertów” — relacjonował Burry w e-mailu.

Nie tracił czasu na dociekanie, czemu ci ponoć tak sprytni bankierzy tak tanio sprzedawali ubezpieczenie. Martwił się raczej, że znajdą się inni chętni i promocja się skończy.

— Zgrywałem ignoranta — powiedział. — Udawałem przed nimi osobę, która nie bardzo zdaje sobie sprawę z tego, co robi. Gdy mówili rzeczy oczywiste, pytałem: „Powtórzcie, jak to działa?”, „Och, gdzie mogę znaleźć te informacje?” albo: „Naprawdę?”. — To był jeden z efektów ubocznych długich lat życia w oderwaniu od świata: bez trudu przychodziła mu wiara, że on ma rację, a świat się myli.

Im więcej firm z Wall Street wskakiwało w ten nowy biznes, tym łatwiej było mu znaleźć sprzedawcę. Przez parę pierwszych miesięcy kwota jednorazowej transakcji nie przekraczała 10 milionów. Później, pod koniec czerwca 2005, zadzwonił do niego ktoś z Goldman Sachs z pytaniem, czy nie chciałby jej zwiększyć do 100 milionów.

„Trzeba pamiętać — napisał w dzień po jej zawarciu — że chodzi o sto milionów. To obłędna kwota.

A proponują ją tak lekko, jakby nie chodziło o miliony, lecz o tysiące”.

Pod koniec lipca był już właścicielem swapów na obligacje hipoteczne subprime na kwotę 750 milionów i prywatnie się tym przechwalał.

„Chyba żaden fundusz hedgingowy na świecie tyle nie zainwestował, a już na pewno nie w proporcji do wielkości portfela” — napisał do jednego ze swoich inwestorów, który wywęszył, że zarządca jego funduszu hedgingowego stosuje jakąś nową strategię. Wciąż zastanawiał się, kto stoi po drugiej stronie jego transakcji: jaki wariat sprzedał mu takie ilości ubezpieczenia na wybrane przez niego obligacje, które pewnego dnia staną się nic niewarte? Swapy kredytowe stanowiły grę o sumie zerowej. Jeśli Mike Burry zarobi sto milionów, gdy obligacje subprime staną się niewypłacalne, ktoś inny będzie musiał te sto milionów stracić. Goldman Sachs dał jasno do zrozumienia, że to nie on jest ich wystawcą. Goldman Sachs pełnił tylko rolę pośrednika między nabywcą a sprzedawcą.

Zapał, z jakim jakaś firma sprzedawała te ogromne ilości taniego ubezpieczenia, podsunął Mike’owi Burry’emu kolejny pomysł: założenie funduszu, którego strategia polegać będzie wyłącznie na inwestowaniu w ubezpieczenie obligacji hipotecznych subprime. W przypadku Scion Capital, funduszu o aktywach 600 milionów, który w założeniu miał inwestować w akcje, poczynione przez niego zakłady były gargantuiczne; gdyby jednak udało mu się zebrać pieniądze na wyraźnie określony nowy cel, mógłby zarobić wiele miliardów więcej. W sierpniu stworzył projekt prospektu funduszu o nazwie Milton’s Opus i rozesłał swoim inwestorom. (Wszyscy pytali wprawdzie: „Które dzieło Milтона?”, a on odpowiadał: „Raj utracony”, co rodziło zazwyczaj dalsze pytania.) Większość inwestorów wciąż nie miała pojęcia, że ich mistrzowski selekcjoner akcji przerzucił się niemal całkowicie na tajemnicze kontrakty ubezpieczeniowe o nazwie swapy kredytowe. Większość nie chciała mieć z nimi nic do czynienia; kilkoro zaczęło się zastanawiać, czy Mike przypadkiem nie wpakował w nie ich pieniądze.

Zamiast więc zbierać pieniądze na kupno większej liczby swapów kredytowych, musiał bronić tych, które już posiadał. Inwestorzy chętnie powierzyli mu wybór akcji w ich imieniu, ale gremialnie wątpili w jego zdolność przewidzenia długoterminowych trendów makroekonomicznych. A już na pewno nie widzieli powodu, dla którego to właśnie Mike miałby okazać się ekspertem od wielomiliardowego rynku obligacji hipotecznych. Pomysł Milton’s Opus umarł szybką śmiercią.

W październiku 2005 roku Burry w końcu odsłonił karty i w liście do inwestorów poinformował ich, że posiadają swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime o wartości jakiegoś miliarda dolarów. Do informacji dołączył uzasadnienie:

*Zdarza się, że rynki poważnie błędzą.*

*Rynki popełniły błąd, dając America Online środki na kupno Time Warner. Popełniły błąd, stając przeciw George’owi Sorosowi za funtem brytyjskim. I popełniają błąd teraz, pozwalając się nieść prądowi, jakby nie zauważały największej banki kredytowej w historii. Okazje trafiają się rzadko, a duże okazje, na które można postawić prawie nieograniczony kapitał w uzasadnionej nadziei na ogromny zwrot, trafiają się jeszcze rzadziej. Taką okazję stwarza dziś krótka sprzedaż wyselekcjonowanych, najbardziej problematycznych papierów wartościowych zabezpieczonych na hipotekach.*

W drugim kwartale 2005 roku zaległości w spłacie kart kredytowych pobiły historyczny rekord – mimo że ceny nieruchomości nadal rosły. Co oznaczało, że nawet mając wciąż majątek, pod którego zastaw można się zadłużać, Amerykanie z coraz większym trudem spłacali swoje zobowiązania. Rezerwa Federalna podniosła stopy procentowe, ale oprocentowanie kredytów nadal efektywnie spadało – gdyż Wall Street wynajdywała coraz bardziej pomysłowe sposoby umożliwiające ludziom zaciąganie długów. Burry położył już na stół ponadmiliardowy zakład i nie mógł go istotnie zwiększyć, nie znajdując nowych pieniędzy. Dlatego po prostu ujawnił go swoim inwestorom: amerykański rynek obligacji hipotecznych jest olbrzymi, większy niż rynek obligacji i biletów skarbowych. Jego stabilność jest kluczowa dla całej gospodarki, a ona zależy z kolei od dalszego wzrostu cen nieruchomości. „Niedorzeczny jest pogląd, że

bańkę można rozpoznać tylko z perspektywy czasu — napisał. — Istnieje szereg konkretnych oznak, jak najbardziej możliwych do rozpoznania na etapie jej wzrostu. Jedną z charakterystycznych cech rynkowej manii jest szybki wzrost liczby oraz stopnia zawilóści oszustw... Raporty FBI wskazują na pięciokrotny wzrost liczby oszustw związanych z rynkiem hipotecznym w stosunku do roku 2000. — Malwersacje nie stanowiły już tylko marginesu poza tym zdrowej gospodarki; stały się jej znakiem szczególnym. — Istotną cechą współczesnej odmiany oszustw związanych z nieruchomościami jest zadomowienie się ich w instytucjach narodowych — dodał.

Te poglądy nie różniły się istotnie od tych, które od dwóch lat głosił w kwartalnych listach do inwestorów. W lipcu 2003 roku napisał długi esej dotyczący powodów i konsekwencji tego, co uważał za zbliżający się krach na rynku nieruchomości: „Alan Greenspan zapewnia nas, że ceny domów nie przejawiają skłonności do niekontrolowanych wzrostów czy spadków na skalę krajową — napisał. — Który to pogląd jest oczywiście śmieszny... W roku 1933, w czwartym roku wielkiej depresji, Stany Zjednoczone znalazły się w samym środku kryzysu nieruchomości, ze skutkiem w postaci liczby rozpoczętych budów na poziomie 10 % poziomu z roku 1925. Nie spłacano z grubsza połowy zobowiązań hipotecznych. W latach 30. nieruchomości w całym kraju straciły na wartości mniej więcej 80 %”. Zanudzał ich tym tematem ponownie w styczniu 2004 roku, a potem w styczniu roku 2005: „Chciecie pożyczyć milion dolarów, płacąc dwadzieścia pięć dolarów miesięcznej raty? Quicken Loans wprowadziły właśnie kredyt hipoteczny z oprocentowaniem zmiennym, oferujący pożyczkobiorcom półroczny okres wakacji kredytowych z oprocentowaniem w wysokości 0,03 %, niewątpliwie kierując się chęcią wsparcia zdrowej grupy Amerykanów: nabywców domów, mających chwilowe kłopoty z gotówką”.

Gdy inwestorzy dowiedzieli się, że menedżer ich portfela naprawdę ulokował pieniądze w tym, o czym od dawna mówił, niezupełnie się ucieszyli. Jak ujął to jeden z nich:

— Mike jak nikt inny umiał wybierać właściwe akcje. A tymczasem robi co?

Niektórzy martwili się, że facet, którego zatrudnili do inwestowania w akcje, zamiast tego zajął się wybieraniem zgniłych obligacji hipotecznych; inni zastanawiali się, dlaczego – skoro swapy kredytowe są takim świetnym interesem – Goldman Sachs je sprzedaje; jeszcze inni kwestionowali sensowność próby wstrzelenia się w szczyt siedemdziesięcioletniego cyklu na rynku nieruchomości; inni nie bardzo rozumieli, czym są swapy kredytowe ani jak działają. „Z moich doświadczeń wynika, że apokaliptyczne prognozy dotyczące amerykańskich rynków finansowych rzadko spełniają się w sensownym horyzoncie czasowym — napisał do Burry’ego jeden z inwestorów. — W trakcie mojej kariery kilkakrotnie miałem do czynienia z prawdopodobnymi scenariuszami krachu na którymś z nich. W większości przypadków się nie spełniły”. Burry odpowiedział, że choć faktycznie przewiduje Armagedon, nie na to stawia. Na tym polegała zaleta swapów kredytowych: do zbitcia majątku wystarczało, żeby zepsuł się niewielki ułamek tych wątpliwej jakości pul hipotecznych.

Niechący wdał się w debatę z własnymi inwestorami, co zaliczał do najmniej lubianych czynności.

— Nie cierpiałem omawiać pomysłów z inwestorami — powiedział. — Ponieważ wtedy stawałem się obrońcą Pomysłu, co wpływało na mój proces myślowy. — Gdy broni się pomysłu, trudniej zmienić zdanie na temat jego zalet. Nie miał wyboru: ludzie, którzy powierzyli mu pieniądze, najwyraźniej byli z gruntu sceptycznie nastawieni do tak zwanego myślenia w kategoriach makro. Potrafili zrozumieć, że ten wyjątkowo bystry facet zagrzebany w sprawozdaniach finansowych jest zdolny wyszukać małe, dobrze rokujące firmy, które umknęły uwadze innych. Nie potrafili zrozumieć, czemu ma wykazywać się głębszym rozumieniem trendów i oddziaływań globalnych, oczywistych dla każdego Amerykanina, który oglądał wiadomości.

„Doszły mnie słuchy, że White Mountains nalega, żebym trzymał się swojej roboty — napisał cierpko

do swojego oryginalnego sponsora — choć nie jestem przekonany, czy White Mountains rozumiał zawsze, na czym ta robota polega”. Zdawało się, że nikt nie dostrzega tego, co dla niego było oczywiste: swapy kredytowe mieściły się jak najbardziej w ramach poszukiwania wartości. „Nie wziąłem rozbratu z inwestowaniem w wartość — wyjaśniał White Mountains. — Nie marnuję czasu na grę w golfa czy inne rozrywki. Zajmuję się nadal tym samym, poszukiwaniem wartości”.

Zakładając Scion, uprzedził potencjalnych inwestorów, że ze względu na obraną strategię wyniki inwestycyjne powinni oceniać w długim okresie – powiedzmy w perspektywie pięciu lat. Teraz oceniano je z chwili na chwilę.

— Pierwszych moich inwestorów przekonały do mnie moje listy — powiedział. — Ale gdy zainwestowali, przestali je czytać.

Jego niesamowity sukces przyciągnął wielu nowych inwestorów, ale tych mniej interesował duch jego przedsięwzięcia, bardziej to, ile i jak szybko potrafi dla nich zarobić. Co kwartał informował ich, ile zarobił czy też stracił na inwestycjach w wybrane przez siebie akcje. Teraz musiał wyjaśniać, że od tej kwoty należy odjąć... składki ubezpieczeniowe na obligacje hipoteczne subprime. Jeden z inwestorów z Nowego Jorku zażądał wypłaty i oznajmił złowieszczo:

— I proszę mieć świadomość, że wiele osób rozważa wycofanie środków.

Ponieważ regulamin funduszu przewidywał zamrożenie środków, inwestorom pozostawało jedynie zasypywanie go pełnymi niepokojami e-mailami z prośbą o wytłumaczenie nowej strategii. „Ludzie skupiają się na różnicy + 5 % czy – 5 % w perspektywie kilku lat — odpowiedział jednemu z inwestorów protestujących przeciw nowej strategii. — Podczas gdy prawdziwe pytanie brzmi: kto w perspektywie 10 lat osiągnie uroczoną stopę zwrotu o 10 % punktów bazowych wyższą? Jestem przekonany, że w celu osiągnięcia takiej przewagi muszę wybiegać poza horyzont kilku najbliższych lat. Muszę oprzeć się powszechnemu niezadowoleniu, skoro tak kaza mi fundamenty. — W okresie pięciu lat od startu funduszu indeks S&P 500, z którym porównywano wyniki osiągnięte przez Scion Capital, stracił 6,84 procent. W tym samym okresie, przypomniał swoim inwestorom, Scion Capital wzrósł prawie dwuipółkrotnie. Zakładał, że zasłużył na to, żeby mu dali wolną rękę. Pomylił się. „Buduję zapierające dech zamki z piasku — napisał — ale co rusz wraca przyływ”.

Dziwne, ale w tym samym czasie, gdy inwestorzy Mike’a Burry’ego zaczęli się niepokoić, jego kontrahenci z Wall Street zaczęli przejawiać zazdrosne zainteresowanie jego zamierzeniami. Pod koniec października 2005 trader subprime z Goldman Sachs zadzwonił do niego z pytaniem, dlaczego kupował swapy kredytowe na tak specyficzne transe obligacji hipotecznych subprime. Trader wygadał się, że kilka funduszy hedgingowych zadzwoniło z pytaniem, jak zrobić to samo, co zrobił Scion. Wśród pytających znaleźli się ludzie, których Burry namawiał na Milton’s Opus – ludzie, którzy z początku wyrażali wielkie zainteresowanie. „Ogólnie rzecz biorąc, nie mają oni pojęcia, jak przeprowadzić taką transakcję, i liczą, że Goldman pomoże im ją powielić — napisał Burry w e-mailu do swojego głównego dyrektora finansowego. — Podejrzewam, że Goldman im pomógł, choć temu zaprzecza”. Zrozumiał teraz przynajmniej przyczyny fiaska z Milton’s Opus. „Jeśli opisuję coś szczegółowo, wydaje się to przekonujące i łatwe i ludzie uznają, że mogą zrobić to sami — napisał w e-mailu do powiernika. — Jeśli opisuję ogólnikowo, brzmi przerażająco i niejasno i nie udaje mi się zebrać kapitału”. — Nie miał talentu do sprzedaży.

Rynek obligacji hipotecznych subprime zaczynał się sypać. Ni z tego, ni z owego 4 listopada Burry dostał e-mail od szefa działu subprime w Deutsche Bank, faceta o nazwisku Greg Lippmann. Wcześniej, w czerwcu, Deutsche Bank zerwał relacje z Mikiem Burrym, gdyż domagał się depozytu zabezpieczającego, zdaniem Deutsche Bank zbyt agresywnie. Teraz facet dzwoni i mówi, że chętnie

odkupiłby te sześć swapów kredytowych, które Scion kupił w maju. Ponieważ te 60 milionów reprezentowało małe ułamek portfela Burry'ego i przejawiał on nie większą ochotę na kontakty z Deutsche Bank niż Deutsche Bank miał na kontakty z nim, odsprzedał je z zyskiem. Greg Lippmann odpisał pośpiesznie i niegramatycznie: „Może chciałbyś dać nam jakieś inne obligacje, dla których możemy powiedzieć ci, ile ci zapłacimy?”.

Greg Lippmann z Deutsche Bank chciał kupić jego swapy kredytowe na miliard dolarów! „Dziękuję za propozycję, Greg — odpisał. — Ale mamy tyle, ile nam trzeba”.

Odmeldował się, myśląc: „Dziwne. Nie robiłem interesów z Deutsche Bank od pięciu miesięcy. Skąd Greg Lippmann w ogóle wie o moich swapach kredytowych?”.

Trzy dni później dostał wiadomość od Goldman Sachs. Sprzedawczyni, Veronica Grinstein, zadzwoniła ze swojej komórki, co robiła zawsze, gdy chciała porozmawiać bez ryzyka nagrania. (Firmy z Wall Street nagrywały teraz wszystkie rozmowy telefoniczne pracowników działu transakcji.)

— Chciałabym prosić o szczególną przysługę — oznajmiła. Też chciała kupić część jego swapów kredytowych. — Szefowie się niepokoją — powiedziała.

Doszli do wniosku, że handlowcy sprzedali wszystkie ubezpieczenia, nie zapewniając sobie żadnego źródła, od którego mogliby je odkupić. Czy Mike Burry mógłby im sprzedać 25 milionów na wybrane przez siebie obligacje hipoteczne subprime za naprawdę dobrą cenę? Żeby udobruchać zarząd Goldman, rozumie pan.

Odłożył słuchawkę i pod wpływem impulsu zadzwonił do Bank of America z pytaniem, czy nie sprzedaliby mu więcej. Nie chcieli. Sami szukali sprzedawcy. Następny był Morgan Stanley. Niewiele z nim handlował, ale Morgan Stanley też przejawiał wyraźną chęć kupna wszystkiego, co Burry miał na składzie. Burry nie wiedział, czemu wszystkie te banki nagle okazały się tak bardzo zainteresowane kupnem ubezpieczenia obligacji hipotecznych subprime, ale istniał jeden oczywisty powód: kredyty zaczęły się psuć w zaskakującym tempie. W maju tego roku Mike Burry postawił na swoją teorię zachowań ludzkich: kredyty skonstruowano tak, że musiały się zepsuć. Teraz, w listopadzie, to nastąpiło.

Następnego ranka Burry stworzył „Wall Street Journal” i natknął się na artykuł opisujący problem z hipotekami o zmiennym oprocentowaniu, stopa niewypłacalności w pierwszych dziewięciu miesiącach biła rekordy. Niższa klasa średnia Ameryki została skasowana. Artykuł zawierał nawet mały wykres objaśniający zjawisko czytelnikom, którzy nie mieli czasu na czytanie całości. Pomyślał: wyszło sztywno z worka. Świat się zmieni. Kredytodawcy zaostrzą wymogi; agencje ratingowe wezmą zagadnienie pod lupę; nikt przy zdrowych zmysłach nie sprzeda już ubezpieczenia obligacji hipotecznych subprime po cenie choćby daleko zbliżonej do ceny, po jakiej sprzedawano je niedawno.

— Myślę, że włączą się lampki ostrzegawcze i jakiś bystry facet od kredytów krzyknie: „Wychodzić z tych transakcji!” — powiedział.

Większość traderów z Wall Street miała za chwilę stracić dużo pieniędzy – może z jednym wyjątkiem. Mike Burry otrzymał właśnie kolejny e-mail od jednego ze swoich inwestorów, który sugerował, że jego jedyną wizją rynków finansowych mogła wpłynąć na Deutsche Bank: „Któregoś dnia odwiedził nas Greg Lippmann, główny trader z Deutsche Bank (hipoteki subprime) — pisał. — Oznajmił, że siedzi na krótkiej pozycji na miliard dolarów i zamierza zarobić »ocean« pieniędzy (w każdym razie dużo). Jego wylewność była trochę przerażająca”.

## ROZDZIAŁ 3

### Czy facet, który nie mówi po angielsku, może kłamać?

Jeszcze zanim Greg Lippmann pojawił się w lutym 2006 roku w sali konferencyjnej FrontPoint, Steve Eisman wiedział wystarczająco dużo o rynku obligacji, żeby mieć się na baczności, a Vincent Daniel wiedział dość, żeby uznać, że nikomu tam nie można ufać. Inwestor, który z rynku akcji przechodził na rynek obligacji, był jak małe futerkowe stworzonko wychowane na wyspie bez drapieżników i wrzucone do jamy pełnej pytonów. Oczywiście i na rynku akcji można zostać wycyckanym przez mocarzy z Wall Street, ale naprawdę trzeba się postarać. Transakcje można śledzić na ekranie komputera, gdzie w każdej chwili widać, co dzieje się z kursem danej spółki. Rynek akcji jest nie tylko transparentny, ale ściśle nadzorowany. Nie można oczekiwać, że makler z Wall Street będzie się dzielił swymi wątpliwościami co do spółek giełdowych, ale też nie trzeba się obawiać, że na każdym kroku będzie bezczelnie kłamał albo bez pardonu wykorzysta poufne informacje i zagra przeciwko tobie, głównie dlatego, że istnieje szansa, że w takim wypadku zostałby przyłapany. Obecność milionów drobnych inwestorów upolityczyła rynek akcji. Obwarowano go prawami i uregulowano, żeby przynajmniej wydawał się uczciwy.

Rynek obligacji, jako składający się głównie z dużych instytucjonalnych inwestorów, nie doświadczył podobnej populistycznej presji politycznej. Uniknął poważniejszych regulacji nawet wtedy, gdy przerósł rynek akcji. Sprzedawcy obligacji mogli mówić i robić, co im się podoba, bez obawy, że ktoś poskarży się na nich jakimś władzom. Traderzy obligacji wykorzystywali wewnętrzne informacje, nie martwiąc się, że ktoś ich przyłapie. Technicy obligacji wymyślali coraz bardziej skomplikowane papiery, nie przejmując się nadmiernie urzędowymi regulacjami — między innymi dlatego powstało tyle instrumentów pochodnych opartych na obligacjach. Większy, płynniejszy sektor rynku obligacji — na przykład rynek obligacji skarbowych USA — też można było śledzić na ekranach, ale w innych przypadkach często jedyną metodą ustalenia, czy cena proponowana przez jakiegoś tradera choć w przybliżeniu jest uczciwa, było wydzwanianie z nadzieją, że znajdzie się innego tradera zapewniającego obrót na tym niejasnym walorze. Nietransparentność i złożoność rynku obligacji dawała wielkim firmom z Wall Street ogromną przewagę. Klient tego rynku żył w wiecznym strachu przed swoją niewiedzą. A działy obligacji Wall Street właśnie częściowo z tego powodu przysparzały rosnących zysków: na rynku obligacji nadal można było zarobić krocie na strachu i niewiedzy klientów.

Zatem to, że Greg Lippmann, zawitawszy w biurze Steve'a Eismana, zderzył się ze ścianą podejrzliwości, nie miało nic wspólnego z nim osobiście.

— Vinny nie zaufałyby samemu Mojżeszowi, gdyby ten oznajmił, że przychodzi z instrumentów stałego dochodu — powiedział Eisman.

Choć jednak, gdyby postawić przed zespołem ekspertów zadanie stworzenia człowieka możliwie najbardziej predestynowanego do budzenia na Wall Street powszechnego popłochu, wymyśliliby pewnie kogoś w stylu Lippmanna. Handlował obligacjami dla Deutsche Bank, ale jak większość osób handlujących obligacjami dla Deutsche Bank — czy też Credit Suisse albo UBS, albo któregoś z pozostałych dużych zagranicznych banków zaangażowanych w inwestycje na rynku finansowym USA — był Amerykaninem. Szczupły i spięty, mówił tak szybko, że nie sposób było za nim nadążyć. Nosił włosy

zaczęte do tyłu, à la Gordon Gekko, i długie baczki na modłę kompozytora romantycznego albo gwiazdy porno z lat 70. Nosił też krzykliwe krawaty i wygłaszał oburzające opinie, zdając się ani trochę nie rozumieć, jak mogą zabrzmieć powtórzone w złej wierze. Doprawiał rozmowy zagadkowymi aluzjami, na przykład do swoich zarobków. Ludzie z Wall Street już dawno temu nauczyli się, że ich superdywidendy są ostatnią rzeczą, o której powinni rozmawiać z ludźmi z Wall Street.

— Powiedzmy, że w zeszłym roku zapłacili mi sześć milionów — mówił na przykład. — Co nie znaczy, że tak było. Zapłacili mniej. Nie mówię, o ile mniej. — Zanim człowiek zdążył zaprotestować: „Ależ ja wcale nie pytałem!”, dodawał: — Miałem świetny rok, nie mogli dać mniej niż cztery miliony. — Tak wmanewrowany, zaczynałeś rozmyślać: „A więc więcej niż cztery, mniej niż sześć”. Mogłeś zacząć rozmowę od baletu nowojorskiego, a kończyłeś, grając w okręty. Lippmann tak długo podawał współrzędne, że w końcu czułeś się prawie zmuszony do zidentyfikowania lokalizacji statku, gdy wszyscy inni z Wall Street mieliby nadzieję, że nigdy jej nie dojdiesz.

Nie było to jedyne naruszenie etykiety. Lippmann szybko dawał do zrozumienia, że cokolwiek zapłacił mu pracodawca, i tak było to dużo mniej, niż był wart.

— Zadaniem szefów firmy jest płacenie ludziom — mawiał. — Wyrolują stu facetów, każdego na sto kawałków, i mają dziesięć milionów więcej dla siebie. Rozróżniają cztery kategorie: szczęśliwy, zadowolony, niezadowolony, zdegustowany. Trafiają w szczęśliwy, to spieprzyli sprawę: nie chcą, żebyś był szczęśliwy. Z drugiej strony, nie chcą też, żebyś był zdegustowany i rzucił robotę. Punkt optymalny to coś między niezadowolony a zdegustowany. — Po 1986 roku, a przed rokiem 2006 po Wall Street zaczął krążyć okólnik mówiący, że ci, którzy dalej chcą się bogacić, przewalając papiery bez żadnego widomego pożytku społecznego, powinni lepiej maskować swoje motywy. Greg Lippmann był niezdolny maskować siebie czy też swoje motywy. — Nie jestem jakoś szczególnie przywiązany do Deutsche Bank — mówił. — Po prostu tam pracuję. — W takim nastawieniu nie było nic niezwykłego. Niezwykłe było to, że Lippmann się z tym nie krył.

Najmniej kontrowersyjne, co można powiedzieć o Lippmannie, jest to, że był kontrowersyjny. Nie był dobrym traderem, był fantastycznym traderem. Nie był złośliwy. Nie był nawet niegrzeczny, w każdym razie niecelowo. Po prostu wzbudzał w ludziach skrajne uczucia. Trader, który przez lata pracował obok niego, wyrażał się o nim per „dupek znany jako Greg Lippmann”. Zapytany o powód, odparł:

— W niczym nie zna umiaru.

Jeden z szefów Deutsche Bank przyznał:

— Uwielbiam Grega. Nie mogę powiedzieć o nim złego słowa poza tym, że to oszołom.

Gdy jednak przyjrzeć się bliżej kontrowersjom wokół osoby Lippmanna, widać, że zasadzają się one na dwóch prostych zarzutach. Pierwszy: ewidentnie kierował się własnym zyskiem i promował własną osobę. Drugi: był do bólu wyczulony na to samo u innych. Cechowała go niemal nadnaturalna zdolność wyczuwania mętnych pobudek. Powiedzmy, że właśnie ofiarowałeś 20 milionów swojej Alma Mater i pławisz się w blasku bezinteresownego oddania sprawom wyższym. Lippmann by z miejsca zapytał: „Daleś dwadzieścia milionów, bo od tej kwoty umieszczają nazwisko na budynku, tak?”

I teraz ten osobnik ni stąd, ni zowąd pojawił się u Steve’a Eismana i chce go przekonać do czegoś, co, jak twierdzi, jest jego oryginalnym, genialnym pomysłem na zagranie przeciw rynkowi obligacji hipotecznych o podwyższonym ryzyku. Swój wywód podparł długą i zawiłą prezentacją na czterdzieści dwie strony: w ostatnich trzech latach ceny domów rosły dużo szybciej niż w poprzednich trzydziestu; ceny domów jeszcze nie spadają, ale przestały rosnąć; mimo to zdumiewająco wzrósł odsetek niespłacanych kredytów hipotecznych w pierwszym roku spłaty — z jednego do czterech procent. Kto zaciąga pożyczkę na kupno domu i od razu w pierwszym roku przestaje ją spłacać? Chwilę się nad tym rozwodził, po czym pokazał Eismanowi wykres, który skłonił go ponoć do zainteresowania się tą



transakcją. Wykres ilustrował zadziwiający fakt: od roku 2000 ludzie, których domy zyskiwały rocznie na wartości od 1 do 5 procent, niemal cztery razy częściej przestawali spłacać kredyt niż ci, których domy zyskiwały na wartości więcej niż dziesięć procent. Miliony Amerykanów nie miały najmniejszej szansy na spłatę hipoteki, jeśli ich domy dramatycznie nie drożały, co z kolei umożliwiało im dalsze zadłużanie się. To było sedno: ceny domów nie musiały wcale spadać. Wystarczyło, żeby przestały rosnać w tym niespotykanym tempie, jak w ostatnich paru latach, a rzesze Amerykanów nie będą w stanie spłacać kredytów hipotecznych.

„Krótka sprzedaż transz hipotecznych mezzanine”, tak Lippmann zatytułował swoją prezentację. Pod tą wymyślną nazwą krył się pomysł Mike’a Burry’ego na zagranie przeciw amerykańskim kredytom hipotecznym: zakup CDS-ów na najbardziej trędowate, ryzykowne obligacje hipoteczne z ratingiem BBB. Lippmann określił to bardziej obrazowo, gdy kolega z Deutsche Bank, który widział jego prezentację, nazwał go „Kurczakiem Małym”.

— Chrzanić cię — powiedział. — Sprzedaję krótko twoją chałupę.

Piękno swapów kredytowych, inaczej CDS-ów, leżało w tym, że rozwiązywały problem z wstrzeleniem się we właściwy moment. Eisman nie musiał już zgadywać, kiedy dokładnie zawali się rynek hipotecznych subprime. Ponadto instrument pozwalał mu wejść w zakład bez wykładania gotówki na stół i dawał możliwość wygrania wielokrotności ryzykowanej kwoty. Najgorszy scenariusz: niewypłacalni Amerykanie jakimś cudem będą spłacać swoje kredyty mieszkaniowe i trzeba będzie płacić składkę ubezpieczeniową, z grubsza dwa procent rocznie, nie dłużej niż sześć lat — tyle maksimum wynosi oczekiwany czas życia pożyczki w założeniu na trzydzieści lat.

Skwapliwość, z jaką pożyczkobiorcy subprime spłacali swoje raty, była kolejnym dziwnym zjawiskiem na tym prosperującym rynku. Miało to związek ze strukturą spłat, które w okresie pierwszych dwóch, trzech lat ustalano przy sztucznie niskiej, promocyjnej stopie oprocentowania, a które wystrzeliwały w górę wraz z przejściem na stopę zmienną.

— Dawano ludziom o niskich dochodach zachęcająco oprocentowane kredyty, choć było wiadomo, że nie będzie ich stać na spłatę, gdy wejdą w okres zmiennego oprocentowania — powiedział Eisman. — Wymyślono to tak, że kiedy kredytobiorcom kończył się okres stałego oprocentowania, musieli refinansować kredyt i pożyczkodawcy mogli znów na nich zarobić.

Kredyt na trzydzieści lat wykombinowano tak, żeby spłacić go w kilka lat. W najgorszym razie, kupując CDS-y na obligacje hipoteczne subprime o wartości stu milionów, trzeba będzie przez sześć lat bulić składkę — w sumie jakieś 12 milionów. W najlepszym razie: odsetek niespłacanych kredytów wzrasta z obecnych czterech procent do ośmiu i zarabia się 100 milionów. Szansa wygranej w zakładach bukmacherskich wahała się między 1:7 a 1:11, tutaj szansa trafienia wynosiła mniej więcej 1:3. Nikt, kto zawodowo zajmował się zakładami, nie mógł w to nie wejść.

Ewentualne zastrzeżenia miała odpierać ekipa posiłkowa w osobie Eugene’a Xu. Tak się nazywał, ale wszyscy obecni na prezentacji nazywali go już zawsze „analitykiem Lippmanna”. Xu był zatrudniony przez Deutsche Bank, ale Lippmann nie omieszkał dać do zrozumienia, że Xu praktycznie nie opuszcza jego stanowiska przy terminalu Bloomburga. Prawdziwy Chińczyk — żaden amerykański — który po angielsku nie mówił chyba jednego słowa, same liczby. Chiny rządzą u siebie ogólnokrajowe olimpiady matematyczne, oznajmił Lippmann, Eugene zajął drugie miejsce. Na całe Chiny. Eugene Xu odpowiadał za każdą cyferkę w prezentacji. Wystarczyło, że Lippmann wprowadził Eugene’a do równania i nikt nie zawracał mu głowy w sprawie obliczeń czy danych. Jak sam to ujął: „Czy facet, który nie mówi po angielsku, może kłamać?”.

Ale to nie wszystko. Lippmann nafaszerował swój występ mnóstwem fascynujących szczegółów: historyczne zachowanie właścicieli domów; głupota i korupcja agencji ratingowych Moody’s i S&P,



które przybiły obligacjom subprime pieczętą BBB, a te poleciały na łeb na szyję, gdy stopa niewypłacalności zabezpieczających je kredytów hipotecznych sięgnęła 8 procent<sup>4</sup>; powszechne przekrety na rynku hipotecznym; głupota inwestorów sektora subprime, z których pokaźna liczba zdawała się rezydować w Düsseldorfie.

— Za każdym razem, gdy pytałeś go, kto kupuje ten szajs — powiedział Vinny — odpowiedź brzmiała: Düsseldorf. — Nieważne, czy Düsseldorf kupował obligacje subprime, czy wystawiał na nie CDS-y, gdyż i tak sprowadzało się to do jednego: w tym zakładzie obstawili pozycję długą.

Lippmann nafaszerował też występ Lippmannem. Dawał do zrozumienia, że Eisman może tak wzbogacić się na tej transakcji, że będzie go stać na kupno Los Angeles Dodgers. („Nie gwarantuję, że na pewno”). Eisman może zarobić taką fortunę, że gwiazdy filmowe będą wieszać mu się u ramion. („Nie gwarantuję, że poderwiesz Jessicę Simpson”). Jedną ręką prezentował dane transakcji; drugą drażył i krążył, niczym radiesteta próbujący wysondować najgłębsze zakamarki duszy Eismana.

Nie spuszczać jednego oka z Grega Lippmanna, drugiego z Eismana, Vincent Daniel był niemal pewny, że zaraz nastąpi eksplozja. Ale Steve Eisman nie doszukał się w Gregu Lippmannie niczego choćby z lekka podejrzanego. Wspaniały facet! Eisman miał tylko kilka pytań. Pierwsze: mógłby pan jeszcze raz powiedzieć, jak działają te cholerne swapy kredytowe? Drugie: dlaczego namawia mnie pan na postawienie przeciw obligacjom, które emituje pańska własna firma i którym załatwia podwyższony rating?

— W życiu nie widziałem sprzedawcy, który by wszedł i powiedział: „Sprzedawaj moje papiery” — opowiadał Eisman. Lippmann nie był nawet sprzedawcą obligacji; był traderem obligacji i niewykluczone, że kupował dokładnie te same obligacje hipoteczne subprime. — Nie chodziło o to, że mu nie ufałem — mówi Eisman. — Nie rozumiałem go. To Vinny był przekonany, że facet chce nas wpuścić w maliny.

Eisman nie miał nic przeciw postawieniu na spadek hipotecznych subprime. Prawdę mówiąc, mało co sprawiłoby mu większą przyjemność niż kładzenie się spać co noc przez następne sześć lat ze świadomością, że obstawił upadek rynku finansowego, który poznał i którym gardził, i co do którego miał pewność, że kiedyś runie.

— Gdy wszedł i powiedział, że można zarobić pieniądze, grając krótko na papierach subprime, poczułem się, jakby postawił przede mną nagą supermodelkę — powiedział Eisman. — Nie potrafiłem tylko zrozumieć, dlaczego akurat on mnie na to namawia. — To pytanie, jak się okazało, było bardziej interesujące, niż Eisman podejrzewał.

Rynek hipoteczny subprime generował co roku pół biliona wartości nominalnej nowych kredytów, ale krąg firm redystrybuujących ryzyko, które rozłoży na łopatki cały rynek, był niewielki. Kiedy sprzedawczyni z Goldman Sachs zadzwoniła do Mike’a Burry’ego i oznajmiła mu, że jej firma z radością sprzeda mu swapy kredytowe w pakietach na 100 milionów, Burry słusznie odgadł, że nie z Goldman Sachs się zakłada. Goldman nigdy nie byłby taki głupi, żeby stawiać góry pieniędzy na to, że miliony niewypłacalnych Amerykanów spłacą swoje kredyty hipoteczne. Burry nie wiedział kto ani dlaczego, ani jak dużo, ale wiedział, że za sprzedażą swapów kredytowych na obligacje hipoteczne kryje się jakaś olbrzymia firma z ratingiem AAA. Tylko taka korporacja mogła wziąć na siebie podobne ryzyko. Burry nie mylił się również w tej sprawie, ale dowie się o tym dopiero po trzech latach. Firmą stojącą po drugiej stronie jego zakładów przeciw obligacjom subprime było towarzystwo ubezpieczeniowe AIG – American International Group, Inc. A dokładniej, jednostka AIG o nazwie AIG FP.

Firma AIG Financial Products została utworzona w roku 1987 przez uchodźców z działu obligacji Michaela Milkena w Drexel Burnham, prowadził ją trader Howard Sosin, który twierdził, że ma

najlepszy model do transakcji i wyceny swapów stopy procentowej. Finansowe innowacje lat 80. obfitowały w wiele konsekwencji, jedną z nich był gwałtowny wzrost liczby umów między dużymi firmami finansowymi, które skutkowało przyjmowaniem na siebie ryzyka kredytowego drugiej strony kontraktu. Jedną z takich innowacji były swapy stopy procentowej – w których jedna strona zamienia swoją zmienną stopę procentową na stałą stopę drugiej strony. W dawnych czasach Chrysler emitował obligacje za pośrednictwem Morgan Stanley i jedynymi ludźmi, którzy brali na siebie związane z nimi ryzyko kredytowe, byli inwestorzy, którzy kupili obligacje Chryslera. Teraz Chrysler może sprzedać swoje obligacje i jednocześnie wejść z Morgan Stanley w dziesięcioletnią transakcję swapową na stopę procentową – i tym sposobem Chrysler i Morgan Stanley wystawiają się na wzajemne ryzyko kredytowe. Gdyby Chrysler zbankrutował, posiadacze jego obligacji oczywiście by stracili; w zależności od charakteru swapu i zachowania się stóp procentowych, mógłby stracić też Morgan Stanley. Gdyby zbankrutował Morgan Stanley, ucierpiałby Chrysler oraz wszyscy inni, którzy zawarli transakcję swapową z Morgan. Ryzyko finansowe zostało stworzone z niczego i prosiło, żeby albo je uczciwie uwzględnić, albo zatuszować.

Na scenie pojawił się Sosin, z ponoć nowym, poprawionym modelem swapu stopy procentowej – chociaż to nie Drexel Burnham był w tamtym czasie liderem rynku swapów stopy procentowej. W przypadku swapów, opcji długoterminowych i innych pomnażających ryzyko innowacji do roli lidera idealnie pasowały korporacje blue-chip z najwyższą zdolnością kredytową. Wymagane cechy takiej korporacji: nie mogła być bankiem – co by oznaczało podleganie prawu bankowemu i konieczność tworzenia rezerw na ryzykowne aktywa – oraz powinna być skłonna i zdolna zakopać w swoim bilansie egzotyczne ryzyka. Na przykład powinna móc ubezpieczyć kredyty hipoteczne subprime w kwocie 100 miliardów, nie musząc ujawniać tego faktu. Nie istniał żaden realny powód, dla którego tą firmą miałyby być AIG; mogła to być którakolwiek z firm z ratingiem AAA i olbrzymią sumą bilansową.

Na przykład Berkshire Hathaway albo General Electric. AIG po prostu napatoczyła się pierwsza.

System finansowy produkował pełną parą skomplikowane ryzyka, a AIG FP je absorbowowała. Na początku wydawało się jej zapewne, że dostaje składkę za ubezpieczenie zdarzeń o niezwykle małym prawdopodobieństwie wystąpienia, co zresztą było prawdą. Jej sukces pociągnął naśladowców: Zurich Re FP, Swiss Re FP, Credit Suisse FP, Gen Re FP (Re pochodzi od Reasekuracji). Wszystkie te firmy mają kluczowe znaczenie dla tego, co wydarzyło się w ostatnich dwóch dekadach; bez nich te nowo stwarzane ryzyka nie miałyby gdzie się ukryć i pozostałyby na widoku regulatorów bankowych. Wszystkie te firmy, gdy nadejdzie kryzys, zostaną zmiecione z rynku, kiedy ten dostanie torsji na samo wspomnienie o skomplikowanych ryzykach finansowych, ale był taki moment, gdy ich istnienie wydawało się w świecie finansów kartograficznie niezbędne. AIG FP stanowiło pierwowzór ich wszystkich.

Przez pierwsze piętnaście lat istnienia jednostka okazała się konsekwentnie i zadziwiająco zyskowna – nic nie wskazywało na to, że bierze na siebie ryzyko, przez które może ponieść straty i mniej lub bardziej okaleczyć potężnego rodzica. W 1993 roku odszedł Howard Sosin, zabierając ze sobą niemal 200 milionów odprawy, swój udział w – wydawało się – fantastycznej maszynie do robienia pieniędzy. W 1998 roku AIG FP weszło na nowy rynek korporacyjnych swapów kredytowych: sprzedawało bankom ubezpieczenie od ryzyka niewywiązania się ze zobowiązań płatniczych przez rozmaite firmy giełdowe o ratingu inwestycyjnym. Swapy kredytowe były nowym instrumentem, wymyślonym niedawno przez bankierów z J.P. Morgan, którzy następnie wybrali się na poszukiwanie firmy z ratingiem AAA skłonnej do ich sprzedaży – i znaleźli AIG FP.<sup>5</sup>

Jak na standardy Wall Street, rynek wystartował dość niewinnie.

Oczywiście było mało prawdopodobne, żeby wiele firm o ratingu inwestycyjnym z różnych krajów i różnych branż nie mogło jednocześnie wywiązać się ze swych zobowiązań. Swapy kredytowe

sprzedawane przez AIG FP, które ubezpieczały pule kredytów firmowych, okazały się dobrym interesem. Do roku 2001 AIG FP, teraz prowadzona przez gościa o nazwisku Joe Cassano, generowała 300 milionów zysku rocznie, 15 procent zysków AIG.

Ale potem, po roku 2000, rynki finansowe wykonały fantastyczny numer pod nazwą przynęta z zamianą, w dwu etapach. Etap pierwszy polegał na zastosowaniu do ryzyka związanego z kredytem konsumpcyjnym formuły, którą wykoncypowano, żeby uporać się z ryzykiem kredytowym firm. Banki, które ubezpieczały w AIG FP sterty kredytów udzielanych IBM czy GE, teraz przyszły po ubezpieczenie znacznie bardziej zabałaganionych stert, które obejmowały zadłużenie na kartach kredytowych, kredyty studenckie, pożyczki samochodowe, główne hipoteki, leasing samolotów i wszystko inne, co wiązało się z przepływami gotówki. Ponieważ były to pożyczki różnego rodzaju, udzielane różnym rodzajom ludzi, logika stosowana do kredytów udzielanych spółkom wydawała się mieć zastosowanie również tutaj: pożyczki były na tyle różnorodne, że wydawało się mało prawdopodobne, by wszystkie miały przestać być spłacane jednocześnie.

Etap drugi, który zaczął się pod koniec roku 2004, polegał na zamianie kredytów studenckich i samochodowych, i całej reszty, na większe sterty składające się tylko z kredytów hipotecznych subprime. Według słów jednego z traderów AIG FP:

— Problem w tym, że nie wiedzieliśmy o tej zmianie, myśleliśmy, że dostajemy to samo co zawsze. Kredyty konsumenckie, których ogromne ilości podsuwały AIG FP do ubezpieczenia firmy z Wall Street, na czele z Goldman Sachs, zawierały od 2 do 95 procent kredytów hipotecznych subprime. Ubezpieczając te kredyty przez kilka następnych miesięcy, AIG FP kupiło obligacje hipoteczne subprime BBB o łącznej wartości 50 miliardów dolarów. I nikt się na ten temat nawet nie zająknął: ani dyrektor generalny Martin Sullivan, ani szef AIG FP, Joe Cassano, ani Al Frost, facet z biura AIG FP w Connecticut odpowiedzialny za sprzedaż swapów kredytowych firmom z Wall Street. Transakcje te, jeśli wierzyć relacjom, były po prostu bez większego namysłu zatwierdzane w AIG FP, a następnie pieczętowane jeszcze zgodą AIG. Wszyscy zainteresowani przypuszczali widocznie, że dostają składkę ubezpieczeniową za zasadniczo taki sam rodzaj ryzyka, jakie przyjmowali przez niemal dekadę. Niestety. W efekcie tych transakcji stali się największymi na świecie posiadaczami obligacji hipotecznych subprime.

Greg Lippmann przyglądał się, jak jego odpowiednicy z Goldman Sachs wykorzystują czyjąś chęć sprzedawania ogromnych ilości taniego ubezpieczenia obligacji hipotecznych subprime i prawie natychmiast odgadł tożsamość sprzedawcy. W niewielkim światku emitentów i traderów obligacji hipotecznych subprime wieści roznosiły się szybko: AIG FP sprzedawało swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime za jedynie 0,12 procent sumy ubezpieczenia rocznie. Dwanaście punktów bazowych! Lippmann nie wiedział, jak Goldman Sachs przekonał AIG FP, żeby zgodziło się objąć prosperujący rynek kredytów hipotecznych subprime taką samą ochroną, jaką obejmowało kredyty dla firm. Wiedział tylko, że Goldman błyskawicznie podsunął do ubezpieczenia plik wielomiliardowych kontraktów, które przeniosły na AIG odpowiedzialność za wszystkie przyszłe straty na obligacjach hipotecznych BBB subprime o wartości 20 miliardów. To było niewiarygodne: w zamian za kilka milionów dolarów rocznie towarzystwo ubezpieczeniowe wzięło na siebie bardzo realne ryzyko, że te 20 miliardów po prostu się ulotni. Umowy z Goldman zawierano przez kilka miesięcy i wymagały raptem starań paru łąbków z działu transakcji obligacjami Goldman i sprzedawcy nazwiskiem Andrew Davilman, który za swoje zasługi szybko awansował na dyrektora. Traderzy z Goldman zainkasowali zysk w wysokości między 1,5 miliarda a 3 miliardami – suma zawrotna nawet jak na standardy rynku obligacji.

W trakcie tego procesu Goldman Sachs stworzył papier tak nieprzejrzysty i skomplikowany, że do

końca będzie źle rozumiany przez inwestorów i agencje ratingowe: syntetyczny CDO, zabezpieczony na obligacjach hipotecznych subprime. Podobnie jak swap kredytowy, CDO wynaleziono w celu rozproszenia ryzyka niewypłacalności obligacji spółek i obligacji skarbu państwa, a teraz przystosowano do ukrywania ryzyka hipotek subprime. Rządziła nim ta sama logika co pierwotnymi obligacjami hipotecznymi. W obligacji hipotecznej zbierano razem tysiące kredytów i opierając się na założeniu, że bardzo mało prawdopodobne jest, żeby wszystkie naraz stały się niewypłacalne, budowano z nich wieżę, w której zarówno ryzyko, jak i zwrot zmniejszały się z każdym piętrem. W CDO zbierano sto różnych obligacji hipotecznych – zwykle najbardziej ryzykowne, najniższe piętra oryginalnych wież obligacji – i wznoszono z nich całkowicie nową wieżę. Niewinny obserwator może słusznie zapytać, jaki sens ma używanie pięter jednej wieży do budowania drugiej? Krótka odpowiedź brzmi: bo te piętra znajdowały się za blisko ziemi. Były podatne na zalanie, w pierwszej kolejności absorbowały straty, a co za tym idzie dostawały niski ranking: BBB. Obligacje BBB było trudniej sprzedać niż AAA, te z bezpiecznych, górnych pięter wieży.

Długa odpowiedź jest taka: można było zarobić mnóstwo pieniędzy, gdyby jakimś cudem udało się uzyskać dla nich rating AAA, tym samym obniżając ich postrzegane ryzyko, aczkolwiek nieuczciwie i sztucznie. Tego właśnie sprytnie dokonał Goldman Sachs. Zastosowane przez niego – a wkrótce przez innych – zmyślne rozwiązanie problemu z niechodliwymi niższymi piętrami wydaje się z perspektywy czasu sztuczką prawie magiczną. Zebrawszy 100 parterów ze 100 różnych wież hipotecznych (100 różnych obligacji BBB), przekonał agencje ratingowe, że nie są one, jak by się mogło wydawać, takie same. Tworzyły portfel zdywersyfikowanych aktywów! To był absurd. 100 wież stało na tym samym obszarze zalewowym; w razie powodzi parter każdej z nich był jednakowo narażony. Ale co z tego: agencje ratingowe, którym Goldman Sachs i inne firmy z Wall Street sownie płaciły za dokonanie oceny każdego papieru, uznały, że 80 procent nowej wieży zasługuje na stempelek AAA.

Dla obywateli amerykańskich z niezamożnej klasy średniej CDO były pralnią kredytową. Dla Wall Street były mechanizmem zamieniającym ołów w złoto.

W latach 80. oryginalnie deklarowanym celem obligacji zabezpieczonych hipoteką była redystrybucja ryzyka powiązanego z udzielaniem kredytów hipotecznych. Kredyty hipoteczne znalazły tą drogą dojście do inwestorów rynku obligacji, skłonnych zapłacić za nie więcej. Dzięki czemu można było obniżyć ich oprocentowanie. Mówiąc krótko, celem tej innowacji było zwiększenie efektywności rynków finansowych. Jednak teraz ten sam nowatorski duch służył celowi przeciwnemu: skomplikowany papier miał ukryć ryzyko. Rynek płacił traderom obligacji z Goldman Sachs za to, że zmniejszali jego efektywność. Rosnąca konsumpcja przy stagnacji zarobków powodowała, że masy Amerykanów z problemami finansowymi wykazywały praktycznie nieograniczony popyt na pożyczki, lecz dyskusyjną zdolność do ich spłaty. Jedyne, co przemawiało za nimi z punktu widzenia inżynierów finansowych Wall Street, to że można było fałszywie argumentować, że ich losy finansowe są nieskorelowane. Zakładając, że jedna sterta kredytów hipotecznych subprime nie będzie podlegała takim samym siłom jak inna – że obligacja hipoteczna subprime zbudowana z kredytów skoncentrowanych na Florydzie nie bardzo podobna jest do obligacji hipotecznej z kredytami skoncentrowanymi w Kalifornii – inżynierowie stworzyli iluzję bezpieczeństwa. AIG FP wzięło iluzję za rzeczywistość.

Ludzie pracujący w dziale transakcji obligacji Goldman Sachs byli bardzo inteligentni. Świetnie radzili sobie w szkołach i pokończyli najlepsze uniwersytety. Ale nie trzeba było geniusza, żeby zobaczyć, jaką fortunę można zbić, piorąc obligacje BBB i robiąc z nich obligacje AAA. Geniusz potrzebny był do znalezienia miliardów w obligacjach BBB do wyprania. W oryginalnej wieży kredytów – oryginalnej obligacji hipotecznej – tylko jeden niski parter otrzymywał tak teraz cenny ranking BBB. Z miliarda dolarów badziewiastych kredytów hipotecznych otrzymywało się tylko 20 milionów

w najbardziej szajsowatej transzy BBB. Mówiąc inaczej: żeby stworzyć CDO o wartości miliarda dolarów zbudowany wyłącznie z obligacji hipotecznych subprime, trzeba było udzielić prawdziwym ludziom kredytów w wysokości 50 miliardów. Co wymagało czasu i wysiłku. Swap kredytowy nie wymagał ani jednego, ani drugiego.

Na zakupione przez Mike'a Burry'ego swapy kredytowe na miliard dolarów można patrzeć różnie. Na przykład jak na prosty, wręcz niewinny kontrakt ubezpieczeniowy. Burry co pół roku płacił wysoką składkę, w zamian miał ubezpieczenie od niewypłacalności obligacji o wartości miliarda dolarów. Dostanie albo nic, jeśli ubezpieczone przez niego obligacje BBB okażą się wypłacalne, albo miliard dolarów, jeśli okażą się niewypłacalne. Ale oczywiście Mike Burry nie posiadał żadnych obligacji hipotecznych subprime BBB ani niczego w tym stylu. Nie miał „posiadłości” do ubezpieczenia — zupełnie jakby kupił ubezpieczenie od pożaru jakiejś dawno spalonej doszczętnie rudery. Dla niego, podobnie jak dla Steve'a Eismana, swapy kredytowe nie były ubezpieczeniem, tylko spekulacyjnym zakładem z rynkiem — i to jest drugi sposób myślenia o nich.

Istniał również trzeci, jeszcze bardziej skomplikowany sposób patrzenia na ten nowy instrument: jak na niemal doskonałą replikę obligacji hipotecznej subprime. Przepływy gotówkowe na swapach kredytowych Mike'a Burry'ego naśladują przepływy gotówkowe na obligacji hipotecznej subprime BBB, przeciw której postawił. 2,5 procent sumy ubezpieczenia płacone przez niego tytułem rocznej składki naśladowało spread ponad LIBOR<sup>6</sup>, jaki na obligacji hipotecznej dostawał jej nabywca. Miliard dolarów, które w razie niewypłacalności miał stracić sprzedawca swapu kredytowego, odtwarzały potencjalne straty rzeczywistego właściciela obligacji.

Patrząc powierzchownie, prosperujący rynek zakładów bocznych na obligacje hipoteczne subprime można było uznać za finansowy odpowiednik fantasy football: nieszkodliwą, jeśli nie śmieszną zabawę w inwestycje. Niestety istniało coś, co odróżniało fantasy football od fantasy finance: grający w fantasy football, wybierając do swojej drużyny Peytona Manninga, nie stwarza drugiego Peytona Manninga. Mike Burry, kupując swap kredytowy na obligację opartą na kredytach subprime Long Beach Savings, umożliwił Goldman Sachs stworzenie drugiej obligacji, identycznej z oryginałem pod każdym względem z wyjątkiem jednego: nie wiązały się z nią żadne istniejące kredyty ani kredytobiorcy. Jedyne, co było prawdziwe, to zyski i straty wynikające z zakładu bocznego na tę obligację.

Żeby wytworzyć obligacje hipoteczne subprime na miliard dolarów, Goldman Sachs nie potrzebował już hipotek na 50 miliardów. Musiał jedynie skusić Mike'a Burry'ego albo innego rynkowego pesymistę do wybrania 100 różnych obligacji BBB i zakupu swapu kredytowego na 10 milionów na każdą z nich. Gdy mieli już tę paczkę (syntetyczny CDO — który to termin oznaczał nic innego jak CDO utworzony ze swapów kredytowych), szli z nią do Moody's i Standard & Poor's.

— Agencje ratingowe tak naprawdę nie miały własnego modelu do oceny CDO — mówi jeden z byłych traderów CDO z Goldman. — Banki podsyłały Moody's własny model i pytały: „Jak to wygląda?”.

Jakimś trafem mniej więcej 80 procent ryzykownych obligacji BBB przypominało teraz obligacje AAA. Pozostałe 20 procent, z niższym ratingiem kredytowym, było trudniejsze do sprzedania, ale i na to znalazł się sposób. Wędrowały po prostu na inną stertę i zostawały wykorzystane ponownie, do zbudowania innych obligacji AAA. Mechanizm zamieniający 100 procent ołowiu w rudę, która dawała 80 procent złota i 20 procent ołowiu, przyjmował ołów odpadowy z powrotem i zmieniał go znów w 80 procent złota.

Szczegóły były skomplikowane, ale nie istota tej nowej finansowej maszyny, zamieniającej ryzykowne kredyty w sterty obligacji, z których większość dostawała rating AAA, po czym zabierała najgorsze z pozostałych obligacji i zamieniała większość z nich w CDO AAA. A potem — ponieważ nie nadążała



z udzielaniem kredytów mieszkaniowych na tyle szybko, by stworzyć wystarczającą liczbę obligacji o najniższym ratingu – używała swapów kredytowych do wielokrotnego powielania najgorszych z nich. Między Michaeliem Burrym a AIG stanął Goldman Sachs. Michael Burry płacił 250 punktów bazowych (2,5 procent) za swapy kredytowe na najbardziej szajsowate obligacje BBB, a AIG dostawało tylko 12 punktów bazowych (0,12 procent) za sprzedanie swapów kredytowych na te same obligacje, przepuszczone przez maszynkę syntetycznego CDO i opieczętowane stempelkiem AAA. Można by długo mówić o różnych niuansach<sup>7</sup> – trochę ołowiu sprzedano bezpośrednio niemieckim inwestorom z Düsseldorfu – ale w efekcie tego całego zamieszania Goldman Sachs inkasował z grubsza 2 procent rocznie, bez ryzyka, i księgował cały zysk z góry. Nie było potrzeby, by którakolwiek ze stron – długa czy krótka – dokonywała jakichś płatności w gotówce. Obie strony mogły ubić interes z Goldman Sachs, podpisując kawałek papieru. Oryginalne kredyty hipoteczne, o których los się zakładano, pełniły w tym procesie tylko jedną rolę – istniały po to, żeby można się było o nie założyć.

Rynek na „syntetyki” usunął jakiegokolwiek ograniczenia wielkości ryzyka związanego z udzielaniem pożyczek hipotecznych subprime. Aby zrobić miliardowy zakład, nie trzeba już było zebrać rzeczywistych kredytów mieszkaniowych na miliard dolarów. Trzeba było tylko znaleźć na rynku chętnego do obstawienia przeciwnej strony zakładu.

Nic dziwnego, że Goldman Sachs w pewnym momencie tak chętnie sprzedawał Mike’owi Burry’emu swapy kredytowe w olbrzymich, 100-milionowych plikach, ani że traderom obligacji Goldman Sachs było zadziwiająco wszystko jedno, przeciw którym obligacjom subprime postawi Mike Burry. Ubezpieczenie, które kupił Mike Burry, zostało wstawione do syntetycznego CDO i posłane do AIG. Te z grubsza 20 miliardów w swapach kredytowych sprzedanych Goldman Sachs przez AIG oznaczało dla Goldman Sachs około 400 milionów wolnych od ryzyka zysków. Rok w rok. Umowy trwały tak długo jak obligacje, na których bazowały CDO, a ich spodziewany okres trwania wynosił około sześciu lat, co po przeliczeniu dawało traderowi Goldman zysk w wysokości 2,4 miliarda.

Najnowsza metoda wyciskania przez Wall Street zysków z rynków obligacji powinna sprowokować kilka pytań. Dlaczego niegłupi przecież traderzy z AIG FP weszli w tak kiepski interes? Skoro swapy kredytowe były ubezpieczeniem, dlaczego nie podlegały regulacjom ubezpieczeniowym? Dlaczego AIG nie musiało tworzyć na nie rezerw? Dlaczego Moody’s i Standard & Poor’s tak chętnie pobłogosławiły 80 procent puli ryzykownych kredytów hipotecznych tym samym ratingiem AAA, jakim obdarzało długi Skarbu Państwa? Dlaczego nikt z Goldman Sachs nie wstał i nie powiedział: „To nieprzyzwoite. Agencje ratingowe, ostatecznie ustalające cenę kredytów hipotecznych subprime, najwyraźniej nie rozumieją ryzyka i ich głupota stanowi gotową receptę na katastrofę”? Ale widocznie żadne z tych pytań nie przyszło na myśl rynkowym insiderom równie szybko jak następujące: jak by tu szybko zrobić to samo, co właśnie zrobił Goldman Sachs? Zwłaszcza Deutsche Bank zdawał się zawstydzony tym, że Goldman Sachs pierwszy odkrył to niezwykle złotodajne złożo. Deutsche Bank był wraz z Goldman Sachs animatorem rynku zawikłych derywatów hipotecznych. Düsseldorf też odegrał na nowym rynku pewną rolę. Jeśli istnieli jacyś głupi Niemcy gotowi kupić amerykańskie derywaty hipoteczne subprime, Deutsche Bank powinien znaleźć ich pierwszy.

Nic z powyższego nie zdawało się jakoś szczególnie obchodzić Grega Lippmanna. Lippmann nie prowadził dla Deutsche Bank biznesu CDO – tym zajmował się facet nazwiskiem Michael Lamont. Lippmann był tylko traderem odpowiedzialnym za kupowanie i sprzedawanie obligacji hipotecznych subprime i co za tym idzie, swapów kredytowych na te obligacje. Ale wobec braku większej liczby inwestorów skłonnych bezpośrednio założyć się przeciw rynkowi obligacji subprime, szefowie Lippmanna poprosili go, żeby wcielił się w ich rolę: w efekcie miał stać się odpowiednikiem Mike’a Burry’ego i obstawić przeciw rynkowi. Jeśli Lippmann kupi swapy kredytowe od departamentu CDO

Deutsche Bank, departament CDO będzie mógł zahandlować z AIG, zanim AIG się otrząśnie i rozmyśli.

— Grega zmuszano do zajęcia krótkiej pozycji na CDO — mówi były członek działu CDO Deutsche Bank. — Mówię: zmuszano, ale tak naprawdę Grega nie sposób do czegokolwiek zmusić.

Ludzie od CDO trochę popychali i naciskali, ale Lippmannowi jakoś nie bardzo pasowała krótka pozycja na obligacjach hipotecznych subprime.

Lippmann miał co najmniej jeden dobry powód, żeby nie opierać się za wszelką cenę: na stworzenie czekał fantastycznie zyskowny rynek. Rynki finansowe to miejsce stykania się przeciwstawnych przekonań. Im mniej transparentny rynek i bardziej skomplikowany papier wartościowy, tym większe pieniądze mogą zbić na różnicy przekonań działły transakcyjne Wall Street. W przypadku akcji firmy giełdowej różnica przekonań nie ma większej wartości, gdyż zarówno nabywca, jak i sprzedawca mogą sprawdzić cenę akcji na pasku informacyjnym, a konkurencja wymusiła spadek prowizji maklerskiej. Różnica przekonań dotyczących ceny swapów kredytowych na obligacje hipoteczne subprime – złożony papier wartościowy, o którego cenie decydowała wartość innego skomplikowanego papieru – mogła być żyłą złota. Jedynym dilerem zapewniającym poważny rynek dla swapów kredytowych był Goldman Sachs, więc konkurencja cenowa z początku była ograniczona. Podaż, dzięki AIG, była praktycznie nieograniczona. Problemem był popyt: inwestorzy, którzy chcieliby pójść w ślady Mike’a Burry’ego. To niewiarygodne, ale w tym krytycznym punkcie historii finansów, po którym tyle i tak szybko się zmieniło, jedyne ograniczenie rozwoju rynku hipotecznych subprime stanowiła mało liczna grupa osób skłonnych przeciw niemu postawić.

Greg Lippmann w końcu kupił furę swapów kredytowych. Aby sprzedać inwestorom pomysł stawiania przeciw obligacjom hipotecznym subprime, musiał teraz znaleźć nowe, dobre argumenty. Wprowadził na scenę wielkiego chińskiego analityka. Lippmann poprosił Eugene’a Xu, by ten zbadał wpływ rosnącej ceny domów na kredyty mieszkaniowe subprime. Eugene Xu poszedł do siebie, zajmował się tam czymś, czym zajmuje się drugi najbystrzejszy człowiek w Chinach, po czym po dłuższym czasie wrócił z wykresem ilustrującym stopy niewypłacalności dla różnych scenariuszy cen nieruchomości: ceny domów idą w górę, ceny domów stoją w miejscu, ceny domów spadają. Lippmann popatrzył na wykres... po czym popatrzył jeszcze raz. Liczby wstrząsnęły nawet nim. Ceny nie musiały się załamywać; wystarczyło, żeby przestały tak szybko rosnąć. Ceny nieruchomości wciąż rosły, mimo to stopa niewypłacalności zbliżała się do 4 procent; gdyby urosła do 7 procent, obligacje o najniższym ratingu inwestycyjnym, BBB minus, stałyby się bezwartościowe. Gdyby wzrosła do 8 procent, ten sam los spotkałby następnie w kolejce obligacje BBB.

W tym momencie – w listopadzie 2005 – Greg Lippmann zdał sobie sprawę, że nie ma nic przeciw posiadaniu sterty swapów kredytowych na obligacje hipoteczne subprime. Nie były ubezpieczeniem; były zakładem; a jemu podobały się szanse wygranej. Chciał być na krótkiej pozycji.

To było coś nowego. Od 1991 roku, kiedy to ukończył Uniwersytet Pensylwanii i zatrudnił się w Credit Suisse, Greg Lippmann handlował obligacjami opartymi na rozmaitych kredytach konsumenckich – pożyczkami na samochód, kredytami z karty kredytowej, pożyczkami pod zastaw domu. Nigdy wcześniej nie sprzedawał ich krótko, ponieważ nie sposób było je pożyczyć. Jedyne, co mieli do wyboru on i inni traderzy obligacji zabezpieczonych aktywami, to lubić je albo kochać. Nienawidzić ich nie miało sensu. Teraz mógł je znienawidzić i to zrobił. Ale ta nienawiść wyróżniała go z tłumu – a to postrzegał jako nowe ryzyko zawodowe. Jak sam to ujął: „Jeśli jest się w biznesie, gdzie można robić tylko jedno i to nie wypala, raczej nie podpadnie się szefom”. Teraz mógł robić więcej niż jedno, ale jeśli postawi przeciw obligacjom hipotecznym subprime i okaże się, że zrobił źle, szefowie wściekną się na niego bez wahania.

W podniosłym nastroju głóściciela niewygodnej prawdy, z prezentacją „Krótka sprzedaż transz

hipotecznych mezzanine” pod pachą, Greg Lippmann wyruszył na rynek instytucjonalnych inwestorów. Zaczął go sondować jako sprzedawca Wall Street szukający nie tyle prawdy, ile przekonująco brzmiących argumentów. Teraz odkrył wstrząśnięty, że jest w posiadaniu genialnej recepty na wzbogacenie swoich klientów. Oczywiście policzy im słone prowizje za kupno i sprzedaż swapów kredytowych, ale okażą się one niczym w porównaniu do fortun, których możliwość zbitcia im zaoferuje. To już nie tyle sprzedaż, ile wyświadczenie przysługi. „Spójrzcie. Prezent ode mnie dla was”.

Inwestorzy instytucjonalni nie wiedzieli, co o nim myśleć, przynajmniej nie od razu.

— Facet cierpi chyba na jakieś narcystyczne zaburzenia osobowości — uważa menedżer portfela, który słyszał prezentację Lippmanna, ale nie zdecydował się na transakcję.

Inny opowiada:

— Śmiertelnie nas wystraszył. Wchodzi i przedstawia ten fantastyczny biznes. Wszystko wydaje się mieć sens. Ale istniało pewne ryzyko: wchodzimy w ten interes, wszystko idzie po naszej myśli i co dalej? Jak z tego wyjść? On kontroluje rynek; może być jedynym, któremu będzie można odsprzedać te swapy. A facet na to: „Żeby wyjść z tego basenu kąpielowego, musicie przejść koło mnie, a kiedy poprosicie o ręcznik, wyłupię wam oczy”. Dosłownie tak się wyraził, wyłupię wam oczy. Facet był jak otwarta książka.

W pewnym sensie nawet im się spodobał, ale ostatecznie uznali, że nie pociąga ich perspektywa wyłupionych oczu.

— Szczerłość Grega — powiedział menedżer — nie działa na jego korzyść.

Lippmann spotkał się z typowymi obiekcjami zgłaszanymi przez nabywców obligacji z Wall Street w stosunku do sprzedawców obligacji z Wall Street: „Skoro to taki świetny interes, dlaczego mi go proponujesz?”. Ale też z innymi, mniej typowymi. Zakup swapów kredytowych oznaczał konieczność płacenia składek ubezpieczeniowych, może nawet przez długie lata oczekiwania na niewypłacalność amerykańskich właścicieli domów. Inwestorzy rynku obligacji, podobnie jak traderzy obligacji, odczuwali instynktowną niechęć do transakcji, które wymagały wkładu gotówkowego, i instynktownie poszukiwali takich, jakie płaciły za sam fakt pojawienia się rano w biurze. (Jeden z dużych inwestorów rynku obligacji ochrzcił swój jacht Positive Carry.) Transakcja, w którą trzeba pakować 2 procent rocznie tytułem jej utrzymania, była dopustem. Inni inwestorzy zgłaszali inne obiekcje. „Nie potrafię wytłumaczyć swapów kredytowych swoim inwestorom” — tak brzmiała jedna z dość powszechnych odpowiedzi na prezentację Grega Lippmanna. Albo: „Mam kuzyna, który pracuje dla Moody’s, i on uważa, że towar (obligacje hipoteczne subprime) jest dobry”. Albo: „Rozmawiałem z Bear Stearns i powiedzieli, że ci odbiło”. Z jednym facetem z funduszu hedgingowego spędził dwadzieścia godzin i już myślał, że go namówił, ale facet zadzwonił do kumpla z uczelni, który pracował u jakiegoś dewelopera, i rozmyślił się.

Ale najczęstsza odpowiedź wszystkich inwestorów na prezentację Lippmanna, brzmiała: „Czuję się przekonany. Masz rację. Ale to nie moje zadanie stawiać przeciw rynkowi subprime”.

— Stąd się bierze okazja — odpowiadał Lippmann. — Że to niczyje zadanie.

To nie było też zadanie Lippmanna. Miał być rogowym, pobierającym trochę od nabywców i trochę od sprzedawców przewijających się przez jego rekordy transakcji. Jego stosunek do rynku i pracodawcy nabrał teraz innego, bardziej świadomego charakteru. Krótka pozycja Lippmanna mogła być na nim wymuszona, ale pod koniec 2005 roku utożsamiał się z nią i powiększył do miliarda dolarów. Szesnaście pięter nad jego głową, w centrali Deutsche Bank na Wall Street, kilkuset bardzo dobrze opłacanych pracowników kupowało kredyty mieszkaniowe subprime, pakietowało je w obligacje i sprzedawało. Inna grupa pakietowała najbardziej trędowate, niechodliwe transze tych obligacji oraz CDS-y na te obligacje w CDO. Im bardziej rosła krótka pozycja Lippmanna, tym większe żywił skrywane uczucie



pogardy dla tych ludzi i ich branży – szybko stającej się najbardziej dochodowym interesem na Wall Street. Bieżący koszt pozycji, składki ubezpieczeniowe, szedł w dziesiątki milionów dolarów rocznie, co dodatkowo powiększało straty Lippmanna. Nabywca swapu kredytowego zgadza się płacić składki przez cały okres trwania bazowych obligacji hipotecznych. Tak długo, jak obligacje bazowe pozostają przy życiu, zarówno nabywca, jak sprzedawca swapów kredytowych mają obowiązek wnoszenia depozytu w odpowiedzi na ruch ich cen. Zdziwiająco, ale ceny obligacji hipotecznych subprime rosły. W ciągu kilku miesięcy pozycję Lippmanna trzeba było przecenić o 30 milionów. Jego przełożeni dopominali się wyjaśnień, co on wyczynia i dlaczego.

— Wiele osób zastanawiało się, czy Greg nie powinien lepiej spożytkować swego czasu, a my naszych pieniędzy — wspomina starszy rangą oficjel Deutsche Bank, który był świadkiem narastającego konfliktu.

Ale Lippmann nie ugiął się pod presją, wpadł na lepszy pomysł: pozbyć się jej, likwidując rynek obligacji. W zasadzie jedynym nabywcą CDO AAA (obligacji hipotecznych subprime przepakowanych w CDO AAA) było AIG. To AIG było ostateczną przeciwną stroną umowy swapów kredytowych kupionych przez Mike’a Burry’ego. Można było domniemywać, że gdyby AIG przestało kupować obligacje (albo, dokładniej mówiąc, przestało ubezpieczać je od niewypłacalności), rynek obligacji hipotecznych subprime padnie i swapy kredytowe Lippmanna będą warte fortunę. Pod koniec 2005 roku Lippmann poleciał do Londynu, próbując wcielić tę myśl w życie. Spotkał się z pracownikiem AIG FP o nazwisku Tom Fewings, który pracował bezpośrednio dla szefa AIG FP, Joego Cassano.

Lippmann, który ciągle dodawał do swojej prezentacji nowe dane, uzbrojony w najnowszą wersję „Krótka sprzedaż transz hipotecznych mezzanine” zapoznał Fewingsa ze swoimi argumentami. Fewings nie zgłaszał żadnych poważnych wątpliwości i Lippmann opuścił londyńskie biura AIG przekonany, że Fewings podziela jego punkt widzenia. Faktycznie, krótko po wizycie Lippmanna AIG FP zaprzestało sprzedaży swapów kredytowych. Lepiej nawet: w rzeczywistości AIG FP dawało do zrozumienia, że może być zainteresowane ich kupnem. Przewidując popyt, Lippmann zgromadził ich jeszcze więcej.

Przez krótką chwilę żył w przekonaniu, że sam jeden odmienił losy świata. Poszedł do AIG FP, uświadomił im, jak Deutsche Bank i całe mnóstwo firm z Wall Street wykorzystuje ich głupotę, a oni zrozumieli.

## O pożytkach z emigrantów

Nie zrozumieli. Nie całkiem. Pierwszą osobą w AIG FP, która zdała sobie sprawę z szaleńczych poczynań firmy i podniosła alarm, nie był Tom Fewings, gdyż ten szybko zapomniał o spotkaniu z Lippmannem, tylko Gene Park. Park pracował w biurze AIG FP w Connecticut i siedział na tyle blisko traderów swapami kredytowymi, że miał ogólne pojęcie, co się kroi. Latem roku 2005 przeczytał artykuł w „Wall Street Journal” o instytucji o nazwie New Century, udzielającej kredytów hipotecznych. Jego uwagę zwróciła wysoka dywidenda płacona przez firmę i zaczął się zastanawiać, czy nie kupić trochę akcji dla siebie. Gdy jednak przyjrzał się firmie bliżej, zobaczył, że mają w portfelu kredyty subprime – i z ich własnych oświadczeń wynikało, że jakość tych pożyczek jest potwornie niska. Wkrótce po jego prywatnym śledztwie na temat New Century, do Parka zadzwonił stary znajomy z college’u; choć był bezrobotny i bez środków do życia, kilka banków proponowało mu kredyt na zakup domu, na który nie było go stać. Wtedy Parkowi otworzyły się oczy: przypomniał sobie, że Al Frost, jeden z pracowników jego firmy, ogłaszał w biuletynie transakcję na swapy kredytowe z dużą firmą z Wall Street. Rok wcześniej Frost zawierał w miesiącu góra jedną umowę na miliard dolarów; teraz zawierał ich dwadzieścia, wszystkie ubezpieczały w założeniu zdywersyfikowane pożyczki konsumenckie.

— Zawieraliśmy umowy ze wszystkimi firmami z Wall Street, poza Citigroup — mówi jeden z traderów. — Citigroup uznał, że ryzyko jest okay i postanowił zatrzymać je u siebie. Całą resztę braliśmy my.

Gdy traderzy pytali Frosta, dlaczego Wall Street nagle tak chętnie prowadzi interesy z AIG, wyjaśnił: lubią nas, bo działamy szybko.

Park skojarzył fakty i doszedł do wniosku, że zmienił się charakter pożyczek konsumenckich ubezpieczanych przez AIG FP, że zawierają dużo więcej hipotek subprime, niż się spodziewano, i że jeśli istotnie wzrośnie odsetek właścicieli domów przestających spłacać kredyty, AIG zabraknie środków na pokrycie strat. Gdy podniósł tę kwestię na wewnętrznym spotkaniu, w nagrodę Joe Cassano poprosił go na stronę i nawrzeszczał na niego, że nie ma pojęcia, o czym mówi.

To, że Joe Cassano, szef AIG FP, był synem policjanta i skończył politologię w Brooklyn College, wydaje się z perspektywy czasu dużo mniej istotne niż jego potrzeba wymuszania posłuszeństwa i pragnienie sprawowania pełnej kontroli. Większość życia zawodowego spędził nie jako trader, ale jako człowiek z zaplecza, najpierw w Drexel Burnham, a następnie w AIG FP. Opinia pracowników AIG FP o szefie była niezwykle zgodna: Cassano jest facetem, który na ryzykach finansowych zna się nieszczerze, za to ma prawdziwy talent do wyrzucania na zbity pysk ludzi, którzy śmiają w niego wątpić.

— W AIG FP zapanowała dyktatura — mówi trader z Londynu. — Joe tyranizował otoczenie. Upokarzał ludzi, a potem próbował udobruchać ogromnymi pieniędzmi.

Trader z Connecticut opowiada:

— Któregoś dnia zadzwonił do mnie i pieklił się z powodu stratnej transakcji. Powiedział: gdy ponosisz stratę, to tracisz moje cholerne pieniądze. Powiedz to. „Co takiego?” — zapytałem. Powtórzył: „Powiedz: Joe, to są twoje cholerne pieniądze!”. No więc powiedziałem: Joe, to twoje cholerne pieniądze.

— Kultura się zmieniła — mówi jeszcze inny trader. — Strach osiągnął taki poziom, że na porannych spotkaniach przedstawiało się swoje poczynania tak, żeby go nie wkurzyć. A gdy ktoś odważył się na krytykę organizacji, rozpętywało się piekło.

Czwarty wspomina:

— Joe zwykł mawiać: „To moja firma. Pracujesz w mojej firmie”. Zobaczył kogoś z butelką wody. Podchodził i mówił: „To moja woda”. Lunch był darmowy, ale Joe zawsze umiał sprawić, że ludzie czuli się, jakby to on stawał.

I piąty:

— Za czasów Joego skończyły się debaty i dyskusje, które za prezesury Toma (Savage’a) były rzeczą normalną. Tomowi mogłem powiedzieć to samo, co tobie. Ale wtedy Joe siedział w ławkach dla publiczności.

Szósty:

— Sposób na Joego był jeden, każde zdanie należało zaczynać od: „Masz rację, Joe”.

Nawet na tle drani z Wall Street, których skazy charakterologiczne często wyolbrzymiano, żeby pasowały do przestępstwa, Cassano jawił się w tych opowieściach jako potwór.

— Któregoś dnia zaszedł do sali gimnastycznej i zobaczył, że ktoś zostawił ciężarki na przyrządzie Smitha — mówi jeszcze jeden pracownik z Connecticut. — Chodził po całej firmie, szukał facetów, którzy wyglądali na takich, co trenują, próbując znaleźć winnego. Wrzeszczał: „Kto, do cholery, zostawił tam te pieprzone ciężarki? Kto, do cholery, zostawił tam te pieprzone ciężarki?”.

Dziwne, ale Cassano jednakowo wściekał się na traderów stratnych i tych przynoszących zyski, gdyż jego gniew budziły na ogół nie straty finansowe, tylko najłżejsze oznaki buntu. Co jeszcze dziwniejsze, te wybuchy gniewu nijak nie przekładały się na wynagrodzenia jego adresatów; rutynowo ochrzaniany przez szefa trader mógł na koniec roku mile zdziwić się przyznaną przez tego samego szefa premią. Jednym z powodów, dla których żaden z traderów AIG FP nie poczęstował Joego Cassano sierpowym i nie trzasnął drzwiami, były rewelacyjne zarobki. Człowiek, który lojalność i posłuszeństwo cenił ponad wszystko inne, nie umiał wyegzekwować ich inaczej, jak za pomocą pieniędzy. Motywacja finansowa sprawdzała się jako narzędzie zarządzania, ale tylko do pewnego stopnia. Robiąc interesy z Goldman Sachs, należało dobrze się zastanowić, co knuje Goldman Sachs. AIG FP przyciągała bardzo bystrych ludzi, którzy byli w stanie dotrzymać kroku swoim odpowiednikom z Goldman Sachs. Jednak ograniczał ich własny szef, który nie rozeznawał się w niuansach prowadzonego biznesu i któremu w trzeźwym oglądzie sytuacji przeszkadzał brak pewności siebie.

Pod koniec 2005 roku Cassano awansował Ala Frosta, po czym zaczął szukać kogoś na zwolnione przez niego stanowisko ambasadora przy działach obligacji Wall Street. Jego obowiązki tak naprawdę ograniczały się do tego, żeby mówić „tak”, ilekroć jakiś trader z Wall Street pytał, czy nie chciałby ubezpieczyć – i w efekcie kupić – wartych miliard dolarów obligacji opartych na pożyczkach konsumenckich. Jednym z potencjalnych kandydatów na to stanowisko był z kilku powodów Gene Park i dlatego postanowił przyjrzeć się bliżej kredytom ubezpieczanym przez AIG FP. Skala nieporozumienia głęboko nim wstrząsnęła: te w domniemaniu zdywersyfikowane pule pożyczek konsumenckich składały się teraz niemal wyłącznie z hipotek subprime. Park przeprowadził prywatne dochodzenie. Przepytał ludzi bezpośrednio decydujących o sprzedaży swapów kredytowych na pożyczki konsumenckie, jaki udział tych pożyczek stanowią hipoteki subprime. Zadał to pytanie między innymi Gary’emu Gortonowi, wykładowcy z Yale, który był autorem modelu używanego przez Cassano do wyceny swapów: Gorton był przekonany, że udział subprime nie przekracza 10 procent. Zadał je też analitykowi ryzyka z Londynu, który uważał, że 20 procent.

— Żaden nie wiedział, że jest ich aż dziewięćdziesiąt pięć procent — mówi jeden z traderów. —

I jestem przekonany, że Cassano też nie.

Po latach trudno uwierzyć w ich niewiedzę – ale to przecież na niej oparto cały system finansowy i s owicie wynagradzano ich za ten talent.

Zanim Joe Cassano zaprosił Gene'a Parka do Londynu na spotkanie, podczas którego miał go „awansować” do pracy przy produkcji jeszcze większych ilości tych tykających bomb, Park wiedział już, że nie chce mieć z tym nic wspólnego. Powiedział, że gdyby próbowano go zmusić, zrezygnowałby. Jego odmowa naturalnie rozwścieczyła Joego Cassano, który oskarżył Parka o lenistwo i wymyślanie wymówek, byle tylko wymigać się od pracy wymagającej skomplikowanej papierkowej roboty. Cassano skonfrontowany z informacją, że jego firma zajmuje długą pozycję na 50 miliardów w obligacjach hipotecznych BBB udających zdywersyfikowaną pulę pożyczek konsumenckich AAA, próbował z początku ten fakt zracjonalizować. Najwyraźniej żył w przekonaniu, że pieniądze płynące do firmy tytułem składek za ubezpieczanie obligacji z wysokim ratingiem nie wiązały się z ryzykiem. Żeby te obligacje okazały się niewypłacalne, argumentował teraz, ceny nieruchomości amerykańskich musiałyby spaść, a Joe Cassano nie sądził, żeby ceny nieruchomości mogły spaść od razu w całym kraju. W końcu nie bez powodu Moody's i S&P zgodnie przybiły tym papierom pieczętkę AAA!

Cassano zgodził się jednak spotkać z przedstawicielami dużych firm z Wall Street i omówić logikę stojącą za tymi transakcjami – zbadać, jakim cudem pliki wątpliwej jakości kredytów zamieniały się w obligacje AAA. Razem z Gene'em Parkiem i paroma innymi osobami z firmy umówił się na cykl spotkań z traderami z Deutsche Bank, Goldman Sachs i innych banków, którzy jednym głosem przekonywali go, jak mało prawdopodobne jest, żeby ceny domów ni z tego, ni z owego wszędzie spadły.

— Wszyscy mówili to samo — wspomina jeden z traderów obecnych na spotkaniu. — Powoływali się na dane historyczne z rynku nieruchomości z ostatnich sześćdziesięciu lat i przekonywali, że jeszcze nigdy ceny nie spadły jednocześnie w całym kraju.

(Dwa miesiące po spotkaniu z Goldman Sachs jeden z traderów AIG FP wpadł na gościa z Goldman, który przytaczał te dane i który teraz powiedział mu: „Mówiąc między nami, masz rację. To się źle skończy”.) Obecni na tych spotkaniach traderzy z AIG FP byli zaszokowani tym, jak mało namysłu i pracy analitycznej stało u podstaw maszyny hipotecznej subprime: ot, założono po prostu, że ceny domów nigdy nie spadną. Gdy Joe Cassano zrozumiał problem i przetrawił na tyle, żeby wyrobić sobie własną opinię, zmienił zdanie. W początkach roku 2006 otwarcie przyznał rację Gene'owi Parkowi: AIG FP powinien przestać ubezpieczać te umowy – choć zostaną z portfelem ubezpieczeń zawartych do tej pory.

W okresie, o którym mowa, decyzja ta nie wydawała się jakoś szczególnie zagrażać AIG FP. Odział generował co roku prawie 2 miliardy zysków. W szczytowym okresie rozkwitu biznes swapowy przyczyniał się do tej kwoty tylko 180 milionami. Cassano wkurzył się na Parka i nie spieszył ze zmianą zdania głównie dlatego, jak się wydawało, że Park ośmielił się mu sprzeciwić.

Jedyny trader z Wall Street, który próbował przekonać AIG FP, żeby przestała stawiać na rynek obligacji hipotecznych subprime, nie był świadomy tych wewnętrznych rozgrywek. Greg Lippmann zwyczajnie założył, że przekonał ich siłą swoich argumentów – dopóki nie okazało się inaczej. Nigdy nie zdołał zrozumieć, dlaczego AIG FP wprawdzie zmieniła zdanie, ale w żaden sposób nie zabezpieczyła się przed ryzykiem już na siebie wziętym. Nie wystawiała już swapów kredytowych firmom z Wall Street, ale nie zrobiła nic, żeby jakoś zneutralizować ubezpieczaną już kwotę 50 miliardów dolarów.

Lippmann sądził, że już sam fakt wycofania się AIG z tego rynku może wywołać na nim krach. Skoro AIG FP odmówiła angażowania się po długiej stronie transakcji, nikt inny też pewnie tego nie robi, i rynek hipoteczny subprime padnie. Ale – i tu zaczynała się wielka tajemnica – rynek nawet nie mrugnął. Firmy z Wall Street znalazły nowych nabywców CDO subprime AAA – nowych klientów, którym

upychały najbardziej ryzykowne transze BBB obligacji hipotecznych subprime – chociaż kim oni byli, nie było jasne nawet dla Grega Lippmanna.

Maszyna obligacji subprime pracowała pełną parą. Kredyty stawały się coraz bardziej szajsowate, ale o dziwo, cena ich ubezpieczenia – cena zakupu swapów kredytowych – spadała. W kwietniu 2006 roku szefowie Lippmanna z Deutsche Bank poprosili go, żeby uzasadnił swój donkiszotowski zakład. W ich zamyśle miał zarabiać jako pośrednik na tym nowym rynku, kontaktując nabywców i sprzedawców, tak jak robił to Goldman Sachs. Doszli do porozumienia: Lippmann może trzymać swoją kosztowną krótką pozycję tak długo, jak długo będzie w stanie udowodnić, że gdyby musiał ją sprzedać, znajdzie się inwestor skłonny ją w krótkim czasie odkupić. Co oznaczało, że musiał rozwinąć aktywniejszy rynek swapów kredytowych; jeśli chciał utrzymać swój zakład, musiał znaleźć chętnych się do niego przyłączyć.

Latem 2006 roku Gregowi Lippmannowi przyszła do głowy nowa metafora: przeciąganie liny. Cała machina produkująca obligacje subprime – nie wyłączając jego własnego pracodawcy, Deutsche Bank – ciągnęła za jeden koniec liny, podczas gdy on, Greg Lippmann, ciągnął za drugi. Musiał poszukać kompanów. Będą ciągnąć razem. Towarzysze zapłacą mu za możliwość dołączenia do niego, ale sami też się wzbogacą.

Szybko przekonał się, że ludzie, po których najbardziej spodziewał się, że bez trudu dostrzegą złowróżbną prawdę płynącą z rynku hipotek subprime – zarządzający funduszami specjalizującymi się w handlu obligacjami hipotecznymi – byli chyba najmniej zdolni popatrzeć nań świeżym okiem. Był to fakt dziwny, ale prawdziwy: im głębiej siedzi się w rynku, tym trudniej zauważyć jego głupotę.

Gdy Lippmann uświadomił sobie tę prawdę, udał się na poszukiwania posiadaczy akcji firm najbardziej narażonych na ryzyko w razie spadku cen domów czy kursu akcji deweloperów i zaprezentował im swój pomysł jako sposób zabezpieczenia. Spójrzcie, zarabiacie krocie, gdyż ceny rosną. Dlaczego nie poświęcić ułamka tych zysków, żeby zabezpieczyć się na wypadek spadku kursu? Chciwość nie podziałała, więc odwołał się do strachu. Zdobył listę wszystkich dużych akcjonariuszy New Century, dużego kredytodawcy subprime. Wysokie miejsce zajmował na niej fundusz hedgingowy FrontPoint Partners. Lippmann zadzwonił do tradera z Deutsche Bank, żeby nagrał mu spotkanie. Trader nie zauważył, że FrontPoint nie składa się z jednego funduszu – tylko stanowi kolekcję niezależnie zarządzanych funduszy – i że fundusz, który trzymał akcje New Century, to mała firma na Zachodnim Wybrzeżu.

Kiedy Greg Lippmann zjawił się w sali konferencyjnej Steve’a Eismana w środku Manhattanu, Eisman zaskoczył go stwierdzeniem:

— Nie jesteśmy tym FrontPoint, który ma akcje New Century. Jesteśmy tym FrontPoint, który sprzedaje akcje New Century.

Eisman obstawił już spadek akcji firm takich, jak New Century i IndyMac Bank, które udzielały pożyczek subprime, podobnie jak spadek akcji firm budujących domy za te kredyty kupowane, jak choćby Toll Brothers. Nie całkiem czuł się usatysfakcjonowany, gdyż te zakłady były zakładami nie tyle o los firm, ile o sentyment rynku w stosunku do nich. Co więcej, były drogie w utrzymaniu. Przedsiębiorstwa te płaciły wysokie dywidendy i pożyczanie ich akcji słono kosztowało: New Century, na przykład, płaciło 20 procent dywidendy, a roczna opłata za pożyczanie jego akcji wynosiła 12 procent. Przyjemność trzymania krótkiej pozycji na wartym 100 milionów portfelu akcji New Century kosztowała Steve’a Eismana 32 miliony rocznie.

W swym poszukiwaniu inwestorów skłonnych przerazić się roztaczaną przez niego katastroficzną wizją Lippmann trafił szczęśliwie: natknął się na kogoś, kto miał jeszcze bardziej ponurą wizję rynku hipotecznych subprime niż jego własna. Wiedzą o tym rynku, jego postaciach i deprawacjach Eisman

przewyższał wszystkich, z którymi Lippmann miał do tej pory do czynienia. Uznał więc, że jeśli ktoś spektakularnie postawi na jego spadek, będzie to Eisman – bardzo był więc zdumiony, gdy tak się nie stało. A jeszcze bardziej zdziwił się, kiedy kilka miesięcy później nowy główny trader Eismana, Danny Moses, i jego facet od analiz, Vinny Daniels, poprosili go, żeby ponownie ich odwiedził i jeszcze raz wszystko im wyjaśnił.

Kłopot z ludźmi ewidentnie interesownymi polega na tym, że nigdy nie wiadomo, jak daleko sięgają ich interesy. Danny zwyczajnie nie ufał Lippmannowi od pierwszego spojrzenia.

— Pieprzony Lippmann — wyrażał się o nim, jak na przykład w zdaniu: — Pieprzony Lippmann nigdy podczas rozmowy nie patrzy w oczy. To mnie cholernie martwi.

Vinny nie dowierzał, że Deutsche Bank pozwala temu facetowi szwendać się nie wiadomo gdzie i torpedować własny rynek, jeśli nie służy to wąskim interesom Deutsche Bank. W oczach Danny’ego i Vinny’ego Greg Lippmann uosabiał rynek obligacji, co w domyśle znaczyło, że jego powołaniem jest kantowanie klientów.

Trzy razy w ciągu trzech miesięcy dzwonili do Lippmanna, a on przyjeżdżał – już sam ten fakt zwiększył ich podejrzliwość. Nie tłukł się z Wall Street do Midtown, żeby promować pokój światowy. W takim razie po co? Za każdym razem Lippmann terkotał jak karabin maszynowy, a Danny i Vinny gapili się na niego ze zdumieniem. Ich rozmowy nabrały smaku postmodernistycznej układanki literackiej: historia brzmiała prawdziwie, choć narrator zdawał się z gruntu niewiarygodny. W pewnym momencie, podczas jednej z tych sesji, Vinny przerwał mu i zapytał:

— Greg, usiłuję odpowiedzieć sobie na pytanie, dlaczego w ogóle tu jesteś.

Dał tym samym sygnał do bombardowania Lippmanna oskarżycielskimi pytaniami.

- Skoro to taki świetny pomysł, czemu nie rzucisz Deutsche Bank, nie założysz funduszu hedgingowego i nie zbijesz majątku?
- Założenie funduszu zajmie mi pół roku. Świat może uświadomić sobie ten obłęd już w przyszłym tygodniu. Muszę grać tym, co mam w ręku.
- Jeśli to taki świetny pomysł, czemu oddajesz go nam?
- Niczego nie oddaję. Podaż jest nieograniczona.
- Taa. Ale dlaczego w ogóle zawracasz sobie nami głowę?
- Skasuję was za wejście i wyjście. Muszę z czegoś płacić rachunki za prąd.
- To gra o sumie zerowej. Kto jest po drugiej stronie? Kto jest tym idiotą?
- Düsseldorf. Głupi Niemcy. Biorą na poważnie agencje ratingowe. Wierzą w zasady.
- Dlaczego Deutsche Bank pozwala ci demolować rynek, na którym sam siedzi?
- Nie jestem jakoś szczególnie lojalny wobec Deutsche Bank... po prostu tam pracuję.
- Guzik prawda. Płacą ci. Skąd mamy wiedzieć, czy ludzie odpowiedzialni u was za maszynkę CDO nie robią użytku z entuzjazmu, z jakim stawiasz przeciw własnemu rynkowi, żeby nas wykorzystać?
- Znasz ludzi obsługujących naszą maszynkę CDO?

W pewnym momencie Danny i Vinny przestali już nawet udawać, że chcą dowiedzieć się więcej o swapach kredytowych i obligacjach hipotecznych subprime. Mieli po prostu nadzieję, że facet rypnie się na czymś, co potwierdzi ich przypuszczenie, że jest kłamliwą kanalią, za jaką go od początku mieli.

— Próbowaliśmy wyniuchać, w co chce nas wpakować — opowiadał Vinny. — Nie wierzyłem, że potrzebował nas, bo cierpiał na nadmiar tych papierów. To po co to robił?

Lippmann z kolei czuł się jak przesłuchiwany podejrzany: ci faceci próbowali go złamać. Parę miesięcy później podzielił się swym pomysłem z Philem Falcone, który zarządzał olbrzymim funduszem hedgingowym Harbinger Capital. Falcone niemal od ręki kupił swapy kredytowe na miliardy dolarów. Falcone wiedział o rynku obligacji jedną dziesiątą tego, co wiedzieli ci faceci, ale Falcone ufał Lippmannowi, a ci faceci nie. Podczas ich ostatniego spotkania Vinny w końcu jasno postawił sprawę.

— Greg — powiedział. — Nie zrozum mnie źle. Ale próbuję sobie uświadomić, jak chcesz nas wyrolować.

Tak naprawdę wciąż jeszcze wazyli duszę Grega Lippmanna. Ponagliły ich dwie pilne wiadomości. Pierwsza nadeszła w maju 2006: Standard & Poor's ogłosił zamiar zmiany modelu używanego do oceny obligacji hipotecznych subprime. Model miał ulec zmianie 1 lipca 2006, ale wszystkie obligacje subprime wyemitowane przed tą datą miały zostać ocenione na podstawie starego, w domyśle mniej rygorystycznego modelu. W odpowiedzi na tę zapowiedź natychmiast dramatycznie wzrosła produkcja obligacji.

— Próbowali zabezpieczyć roczny plan sprzedaży — powiedział Vinny. — Pozbywali się najgorszego gie, żeby przepuścić je przez stary model.

Obawa przed nowym, lepszym sposobem ratingu wskazywała, że w firmach z Wall Street zdawano sobie sprawę, że tworzone przez nich obligacje są oceniane zbyt łaskawie.

Druga wiadomość dotyczyła cen domów. Eisman dzwonił często do analityczki rynku nieruchomości z Credit Suisse nazwiskiem Ivy Zelman. Prostą miarą zdrowych relacji cenowych na rynku nieruchomości, twierdziła Zelman, jest stosunek mediany cen domów do dochodu. W Stanach Zjednoczonych kształtował się on historycznie mniej więcej jak 3:1; pod koniec roku 2004 wzrósł w całym kraju do 4:1.

— Wszyscy twierdzą, że daleko mu do wskaźnika w innych krajach — mówi Zelman. — Ale problem nie tkwi w jego wysokości, tylko w tym, że w Los Angeles wynosi dziesięć do jednego, a w Miami osiem koma pięć do jednego. A teraz weźmy nabywców. To nie byli prawdziwi nabywcy, tylko spekulanci.<sup>8</sup>

Liczba wywieszek „Na sprzedaż” zaczęła rosnać latem 2005 i nie przestawała. Indeks cen nieruchomości Case-Shiller osiągnął szczyt latem 2006 i ceny nieruchomości zaczęły spadać. Przez rok spadły w całym kraju o 2 procent.

Każda z tych wiadomości – wzrost standardów oceny czy spadek cen domów – powinna zachwiać rynkiem obligacji subprime i wywołać wzrost ceny ubezpieczenia obligacji. Ale koszt ubezpieczenia spadł. Ubezpieczenie najpodlejszych transz BBB obligacji subprime kosztowało teraz niecałe 2 procent rocznie.

— W końcu postanowiliśmy zawrzeć transakcję z Lippmannem — mówi Eisman. — A potem próbowaliśmy się rozeznaczyć, w co się wpakowaliśmy.

Z chwilą dokonania pierwszej transakcji dołączyli do długiej i wciąż rosnącej listy e-mailowej Grega Lippmanna. Już do samego krachu Lippmann zasypywał ich propagandą na temat rynku nieruchomości i wskazówkami, na spadek których obligacji hipotecznych subprime powinni postawić.

— Za każdym razem, gdy Lippmann rzucił swoją propozycję, patrzyliśmy po sobie z Vinnym i mówiliśmy: nie — wspomina Danny Moses. Korzystali z rad Lippmanna, ale w ograniczonym zakresie. Ich nieufność do ludzi z działu obligacji Wall Street była niewzruszona; poza tym uważali, że wybór obligacji jest ich zadaniem, nie Lippmanna.

Michael Burry podszedł do zagadnienia teoretycznie, skupił się na strukturze kredytów i obstawiał pule obligacji z wysoką zawartością tych, które jego zdaniem były skazane na niewypłacalność. Eisman i partnerzy podeszli do sprawy praktycznie, skupiając się na ludziach udzielających i zaciągających kredyty. Rynek subprime zagospodarował sektor obywateli nie leżący dotąd w obszarze zainteresowania Wall Street: tych o zdolności kredytowej z przedziału między piątym a dwudziestym dziewiątym percentylem. Co innymi słowami oznacza, że kredytodawcy udzielali pożyczek ludziom, których zdolność kredytowa była mniejsza niż zdolność kredytowa 71 procent populacji. Którzy z tych biedaków zdecydują się na kredyt? O ile muszą spaść ceny ich domów, żeby przestali go spłacać? Którzy kredytodawcy są najbardziej skorumpowani? Które firmy z Wall Street emitowały najbardziej oszukańcze obligacje? Jacy ludzie, w jakich rejonach kraju wykazują się najwyższym stopniem finansowej nieodpowiedzialności?



Stopa niewypłacalności w Georgii była pięć razy wyższa niż na Florydzie, chociaż stopa bezrobocia była w obu stanach taka sama. Dlaczego? W Indianie stopa niewypłacalności wynosiła 25 procent; w Kalifornii tylko 5 procent, choć na pierwszy rzut oka to Kalifornijczycy wydawali się znacznie mniej odpowiedzialni finansowo. Dlaczego? Vinny i Danny polecili do Miami, gdzie przespacerowali się po dzielnicach pustostanów zbudowanych za kredyty subprime i zobaczyli na własne oczy, jak źle sprawy stoją.

— Zadzwonili do mnie i powiedzieli: „O rety, całkowita katastrofa” — wspomina Eisman.

Mówiąc krótko, dokonali podstawowej analizy kredytowej rynku nieruchomości, jaką należało wykonać przed udzieleniem pierwszego kredytu. Potem wyruszyli na poszukiwanie oszustów i głupców.

— Po raz pierwszy uświadomiłem sobie, jak bardzo jest źle — powiedział Eisman — gdy poprosiłem Lippmanna: „Prześlij mi listę papierów wyemitowanych w dwa tysiące szóstym roku z wysokim odsetkiem słabo udokumentowanych kredytów”. — Eisman, z natury podejrzewający rynek o oszustwa, chciał postawić przeciw Amerykanom, którym udzielono kredytu bez wymogu udowodnienia dochodu czy zatrudnienia. — Sądziłem, że Lippmann przyśle mi obligacje z dwudziestoprocentowym udziałem kredytów nieudokumentowanych. Ale wszystkie na liście miały powyżej pięćdziesięciu procent.

Zadzwonili do handlarzy z Wall Street i poprosili o menu obligacji hipotecznych subprime, żeby wybrać te najbardziej szajsowate i sprytnie je ubezpieczyć. Najsoczystsze kąski – obligacje zabezpieczone kredytami hipotecznymi o największym prawdopodobieństwie niespłacalności – charakteryzowały się kilkoma cechami. Po pierwsze, kredyty powinny koncentrować się na obszarze kraju nazywanym przez Wall Street piaszczystym: Kalifornia, Floryda, Nevada i Arizona. Ceny nieruchomości w stanach piaszczystych najszybciej rosły podczas boomu, zatem zapewne najszybciej będą spadać podczas krachu – a kiedy spadną, niska stopa niewypłacalności w Kalifornii wystrzeli w niebo. Po drugie, im bardziej podejrzana firma udzielająca kredytu, tym lepiej. Sztandarowym przykładem braku jakiegokolwiek umiaru była Long Beach Savings, w stu procentach należąca do Washington Mutual. Long Beach Savings pierwsza zrobiła użytek z patentu „udziel i sprzedaj” i teraz najszybciej jak potrafiła, nie zadając zbytecznych pytań, wyrzucała pieniądze drzwiami i oknami i napychała nimi kieszenie potencjalnych nabywców domów. Po trzecie, pula powinna mieć wyższy od przeciętnej udział pożyczek słabo udokumentowanych albo wcale nie udokumentowanych – a więc już prawie na pewno wyłudzonych. Specjalnością Long Beach Savings, jak uświadomił sobie Eisman i jego partnerzy, było oferowanie obywatelom bez zdolności kredytowej i dowodów dochodu kredytów o zmiennym oprocentowaniu. Zero udziału własnego, płatność odsetek odraczana na życzenie klienta. Blogi południowej Kalifornii obfitowały w opowieści o nadużyciach finansowych umożliwionych przez te kredyty. W Bakersfield w stanie Kalifornia nie mówiący po angielsku Meksykanin trudniący się zbieraniem truskawek, z rocznym dochodem 14 tysięcy dolarów, dostał kredyt na zakup domu wartego 724 tysiące.

Im dłużej przyglądali się poszczególnym obligacjom, tym lepiej rozpoznawali, jakie cechy kredytów dają szansę ich zyskowego wykorzystania. Jak choćby nowy zwyczaj pożyczania olbrzymich sum biednym imigrantom. Pewnego dnia gospościa Eismana, pochodząca z Ameryki Południowej, przyszła do niego i oznajmiła, że planuje kupić dom w Queens.

— Cena była absurdalnie wysoka, a jej zaproponowano kredyt o zmiennym oprocentowaniu bez wkładu własnego — mówi Eisman, który namówił ją do wzięcia konwencjonalnej pożyczki o stałym oprocentowaniu. Potem zadzwoniła pielęgniarka dziecięca, którą zatrudniał trzy lata wcześniej do opieki nad małutkami bliźniaczkami. — Śliczna Jamajka — mówi. — Oznajmiła mi, że razem z siostrą kupiły sześć domów w Queens. Zapytałem ją: „Jak to możliwe?”. — Najpierw kupiły pierwszy dom, a gdy jego wartość wzrosła, zjawili się kredytodawcy z propozycją refinansowania i wyjęcia z domu 250 tysięcy, za



które kupiły następny. Jego cena też wzrosła i eksperyment powtórzono. — Gdy już zostały wrobione w pięć, rynek zaczął spadać i nie były w stanie spłacać żadnego.

Nagły wzrost zdolności kredytowej pielęgniarce nie był przypadkowy: jak prawie wszystko, co działo się między pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami subprime, wynikał z wadliwych modeli używanych do oceny obligacji hipotecznych subprime stosowanych przez dwie wiodące agencje ratingowe Moody's i Standard & Poor's.

Duże firmy z Wall Street – Bear Stearns, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Citigroup i inne – miały taki sam cel jak każda zwykła firma produkcyjna: jak najmniej zapłacić za surowiec (kredyty mieszkaniowe) i jak najdrożej sprzedać produkt finalny (obligacje hipoteczne). Cena produktu końcowego zależała od oceny wystawionej obligacji przez modele wykorzystywane przez Moody's i S&P. Oficjalnie mechanizmy działania tych modeli stanowiły tajemnicę: Moody's i S&P twierdziły, że nie sposób je zmanipulować. Ale wszyscy na Wall Street wiedzieli, że ludzie z nich korzystający są podatni na wyzysk.

— Faceci, którym nie udaje się załapać do pracy na Wall Street, idą do Moody's — powiedział wprost pewien były trader Goldman Sachs, a obecnie zarządca funduszu hedgingowego.

Natomiast analityk, który skonstruował obligacje hipoteczne dla Morgan Stanley, powiedział:

— Najlepsi pracownicy agencji ratingowych zajmują się kredytem firmowym. Za nimi plasują się ludzie od hipotek. A za nimi ludzie od papierów zabezpieczonych na aktywach, którzy zasadniczo są już kompletnymi jełopami.<sup>9</sup>

Obsadzający działy transakcyjne Wall Street ludzie zarabiający rocznie kwoty siedmiocyfrowe wyłudza od jełopów zarabiających kwoty pięciocyfrowe najwyższy możliwy rating dla najgorszych możliwych kredytów. Zadanie przeprowadzili ze skrupulatnością i efektywnością absolwentów najlepszych uczelni. I tak, szybko doszli do wniosku, że ludzie z Moody's i S&P tak naprawdę nie oceniają poszczególnych kredytów hipotecznych, mimo dostępu do odpowiednich danych. Zarówno oni, jak ich modele ograniczali się do oceny ogólnej charakterystyki puli kredytów.

Za jeden z przykładów może posłużyć tu traktowanie przez agencje punktacji FICO. Punkty FICO – nazwane tak od nazwy firmy, która wymyśliła je w latach 50., Fair Isaac Corporation – miały na celu oszacowanie zdolności kredytowej poszczególnych pożyczkobiorców. Najwyższa możliwa do zdobycia liczba punktów FICO wynosiła 850; najniższa 300; mediana amerykańska wynosiła 723. Punktacja FICO jest nazbyt uproszczona. Nie bierze choćby pod uwagę dochodów pożyczającego. Można też ją zafałszować. Potencjalny kredytobiorca może polepszyć swoją ocenę FICO, zadłużając się na karcie kredytowej i natychmiast zwracając dług. Ale mniejsza o to: wady punktacji FICO i tak przyćmił sposób wykorzystania jej przez agencje ratingowe.

Moody's i S&P nie prosiły pakowaczy pożyczek o wynik FICO poszczególnych pożyczkobiorców, tylko o średni wynik FICO całej puli. Żeby spełnić wymogi agencji ratingowej – i zmaksymalizować procent obligacji z AAA utworzonych na bazie danej puli kredytów – średni wynik FICO pożyczkobiorców z puli musiał wynieść około 615. Istniało kilka sposobów uzyskania takiego wyniku. I w tym leżały olbrzymie możliwości. Pula kredytów, dla których każdy z pożyczkobiorców osiągnął 615 punktów FICO, była znacznie mniej podatna na straty niż pula kredytów, gdzie połowa pożyczkobiorców uzyskała 550 punktów FICO, a druga połowa 680. Osoba z 550 punktami FICO była praktycznie skazana na niewypłacalność i należy zacząć od tego, że wcale nie powinno się jej pożyczać pieniędzy. Ale luka w modelu agencji ratingowych umożliwiała udzielenie jej kredytu pod warunkiem, że znajdzie się pożyczkobiorca z wynikiem FICO 680 i zapewni średnią 615.

Tylko skąd brać pożyczkobiorców z wysoką punktacją FICO? I tu działy transakcyjne Wall Street wykorzystywały kolejną lukę w modelach agencji. Najwyraźniej nie dostrzegały one różnicy między „słabo

udokumentowanym” wynikiem FICO a „dobrze udokumentowanym” wynikiem FICO. Słabo udokumentowany wynik FICO wiązał się, jak nazwa wskazuje, z krótką historią kredytową. Dokumentów było mało, bo pożyczkobiorca nieczęsto korzystał z pożyczek. Imigranci bez złej historii kredytowej, bo nigdy żadnych kredytów nie zaciągali, uzyskiwali często niespodziewanie wysokie „słabo udokumentowane” wyniki FICO. To dlatego jamajska pielęgniarzka czy meksykański zbieracz truskawek z dochodem 14 tysięcy dolarów mogli liczyć na kredyt w wysokości trzech czwartych miliona dolarów, przepuszczeni przez modele Moody’s i S&P okazywali się nagle niezwykle pożyteczni z punktu widzenia zafałszowywania obrazu wiarygodności kredytowej. Takie osoby pozornie poprawiały jakość puli pożyczek i podnosiły udział obligacji ocenionych na AAA. Meksykanin zbierał truskawki; Wall Street zbierało jego punkty FICO.

Modele używane przez agencje ratingowe miały mnóstwo takich możliwych do wykorzystania luk. Trik polegał na tym, żeby znaleźć je jak najszybciej, na przykład odkryć, że zarówno Moody’s, jak i S&P wolały kredyty o zmiennej stopie procentowej z niskim oprocentowaniem początkowym niż kredyty ze stałym oprocentowaniem. Albo że było im wszystko jedno, czy pożyczki udzielono na rosnącym rynku nieruchomości, czy na statycznym. Albo że praktycznie nie zważały na podawanie nieprawdziwych faktów w dokumentacji kredytowej. Albo że były ślepe na obecność drugiej „niejawnej hipoteki” — hipoteki, która odzierała dom z jakiegokolwiek wartości dla właściciela i tym samym nie miał on żadnej motywacji finansowej, mogącej powstrzymać go przed odniesieniem kluczy do banku i zejściem ze sceny dramatu. Za każdym razem, gdy jakiś bystrzak z Wall Street odkrywał kolejny dowód głupoty czy zaniedbania agencji ratingowych, zyskiwał przewagę konkurencyjną: im bardziej główniana pula kredytów, tym tańsza w zakupie.

Pule o rozkładzie punktów FICO przypominającym sztangę, z mnóstwem pożyczek o bardzo niskich i bardzo wysokich wynikach FICO, można było nabyć za półdarmo w porównaniu do puli skoncentrowanej wokół średniej 615 – przynajmniej do czasu, aż reszta Wall Street odkryła lukę w myśleniu agencji ratingowych i podbiła ceny. Ale zanim to nastąpiło, jej wynalazca cieszył się przewrotnym monopolem. Dzwonił do firmy udzielającej kredytów i mówił: „Nie mówcie nikomu, ale jeśli przysłacie mi pulę kredytów z dużym udziałem »słabo udokumentowanych« wyników FICO, zapłacę wam lepiej niż inni”. Im bardziej skandaliczny błąd agencji ratingowej, tym większa okazja dla działów transakcyjnych z Wall Street.

Późnym latem 2006 Eisman i jego partnerzy nie mieli pojęcia o tych lukach.

Wiedzieli tylko, że banki inwestycyjne zatrudniały mnóstwo ludzi najwyraźniej w tym jednym celu, żeby oszukiwać modele agencji ratingowych. Na racjonalnie działającym rynku obligacje oparte na puli gorszych kredytów byłyby tańsze od obligacji opartych na puli lepszych. Cena obligacji hipotecznych subprime zależała od ratingu przyznanego im przez Moody’s. Transze AAA chodziły po jednej cenie, transze BBB po drugiej, mimo że istniały istotne różnice między jedną transzą BBB a drugą. Ponieważ cena wszystkich obligacji zależała od ratingu, najbardziej zawyżoną cenę miały te, które najbardziej nieudolnie oceniono. A najbardziej nieudolnie oceniano te obligacje, których ocenę zmanipulowała Wall Street.

— Nie do wiary, że coś takiego jest możliwe — powiedział Eisman. — Powtarzam to chyba tysięczny raz.

Eisman nie wiedział dokładnie, jak wyprowadzano w pole agencje ratingowe. Musiał się tego dopiero dowiedzieć. Stąd postawił przed swoim zespołem zadanie wyszukania najbardziej przewartościowanych obligacji na rynku przewartościowanych obligacji. Mniej więcej miesiąc po tym, jak kupili od Lippmanna pierwsze swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime, Vincent Daniel i Danny Moses polecili do Orlando na coś w rodzaju konferencji na temat obligacji hipotecznych. Nosila dość

enigmatyczną nazwę – ABS East – ale w istocie okazała się imprezą dla wyspecjalizowanej branży: firm udzielających kredytów subprime, firm z Wall Street, które pakietowały i sprzedawały obligacje oparte na tych kredytach, zarządzających funduszami inwestycyjnymi, którzy inwestowali w te obligacje, agencji ratingowych, które je oceniały, prawników, którzy robili to, co zwykle robią prawnicy. Daniel i Moses sądzili, że składają kurtuazyjną wizytę w warsztacie chałupniczym, ale chałupa okazała się pałacem.

— Zobaczyliśmy, ilu ludzi z tego żyje — powiedział Daniel. — I wtedy zdaliśmy sobie sprawę, że na tym zbudowano działy stałego dochodu firm brokerskich.

To właśnie tam po raz pierwszy spotkali się bezpośrednio z pracownikami agencji ratingowych. Załatwili im to ludzie Grega Lippmanna pod warunkiem, że nie przyznają się, iż nie interesują się kupnem obligacji, a grają na ich spadek.

— Mieliśmy udawać — powiedział Moses — że chcemy kupić te papiery. Ludzie mieli myśleć: „O, chcą kupić, bo sądzą, że wzrośnie”.

W małym pokoju hotelu Ritz-Carlton spotkali się z ludźmi z Moody's i S&P. Vinny i Danny już wcześniej podejrzewali, że rynek subprime zlecał analizę kredytową podwykonawcom, którzy żadnej analizy kredytowej nie robili. Nic, czego dowiedzieli się tamtego dnia, nie rozwiało ich podejrzeń. Faceci z S&P byli przebiegli, ale kobieta z Moody's zadziwiająco szczerza. Powiedziała im na przykład, że choć była odpowiedzialna za ocenę obligacji hipotecznych subprime, szefowie nie pozwalali jej obniżyć ratingu tych, które jej zdaniem na to zasługiwały. Wysłała szefom listę obligacji, które chciała zdegradować, i otrzymała z powrotem listę tych, które pozwolono jej przecenić.

— Stwierdziła, że przedstawiła listę stu obligacji, która wróciła do niej skrócona o trzy czwarte bez żadnego wyjaśnienia — powiedział Danny.

Pytania zadawał głównie Vinny, analityk, ale Danny przysłuchiwał się rozmowie z rosnącym zainteresowaniem.

— Vinny ma nosa — powiedział Moses. — Kiedy coś zwęszy, przykrywa usta dłonią, opiera łokcie na stole i mówi: „Pozwól, że zapytam o...”. Kiedy zobaczyłem, jak podnosi rękę do twarzy, wiedziałem, że na coś wpadł.

— Nie rozumiem jednego — powiedział Vinny z dłonią na brodzie. — Mamy dwie identycznie wyglądające obligacje. Jak się dzieje, że jedna dostaje AAA, a druga nie?

— Nie ja podejmuję te decyzje — odparła kobieta z Moody's, ale wyraźnie się speszyła.

— I jeszcze jednego nie rozumiem — powiedział Vinny. — Jak obligacja oparta wyłącznie na kredytach subprime może dostać rating AAA?

— To bardzo dobre pytanie.

Bingo.

— Była wspaniała — mówi Moses. — Bo nie zdawała sobie sprawy z naszych pobudek.

Zadzwonili z Orlando do Eismana i poinformowali go, że jakkolwiek wyobraża sobie stopień skorumpowania tego biznesu, i tak rzeczywistość jest dużo gorsza.

— A konferencja w Orlando była dla maluczkich — powiedział Daniel. — Prawdziwe szychy zbierały się w Vegas. Powiedzieliśmy Steve'owi: „Musisz pojechać do Vegas. Żeby zobaczyć to na własne oczy”.

Byli przekonani, że rozgryźli tajemnicę. Latem i wczesną jesienią 2006 czuli się, jakby wpadła im w ręce fantastyczna mapa skarbów, aczkolwiek trochę zagmatwana co do kierunków. Eisman zaczął wracać wieczorem do domu w tak dobrym nastroju, w jakim żona od dawna go nie widziała.

— Cieszyłam się — mówi Valerie. — Pomyślałam: „Dzięki Bogu, że ma gdzie ulokować ten swój zapal”. Powtarzał: „Odkryłem to coś. To żyła złota. I nikt poza nami o tym nie wie”.

# ROZDZIAŁ 5

## Kapitaliści z przypadku

To, co odkrył Eisman, było rzeczywiście żyłą złota, ale nieprawdą było, że nikt o tym nie wiedział. Do jesieni 2006 roku Greg Lippmann zdążył przedstawić swój projekt ćwierci tysiąca dużych inwestorów prywatnie, i jeszcze z setce zawodowo, podczas konferencji czy telekonferencji sprzedażowych w Deutsche Bank. Pod koniec roku 2006, według bazy danych PerTrac Hedge Fund, istniało 13.675 funduszy hedgingowych raportujących wyniki i tysiące innych typów inwestorów instytucjonalnych mogących inwestować w swapy kredytowe. Do wielu z nich dotarła propozycja Lippmanna, w tej czy innej formie. Mimo to tylko jakaś setka zdecydowała się na zakup swapów kredytowych na obligacje subprime. Większość firm kupowała to ubezpieczenie nie z myślą o zagranu na spadek wartości obligacji, ale jako zabezpieczenie trzymany w portfelach długich pozycji w akcjach czy obligacjach firm powiązanych z rynkiem nieruchomości. Mniejsza grupa inwestorów używała swapów kredytowych w celu spekulacji na względnej wartości obligacji hipotecznych subprime – kupowali jedne obligacje hipoteczne subprime i jednocześnie sprzedawali inne, co doprowadziło w paru przypadkach do spektakularnej katastrofy. Obstawiali na przykład, że obligacje oparte na pożyczkach udzielonych głównie w Kalifornii osiągną gorsze wyniki niż te z małym udziałem pożyczek kalifornijskich. Albo że transza górna AAA jakichś obligacji hipotecznych subprime zachowa się lepiej niż transza niższa o ratingu BBB. Albo że obligacje wyemitowane przez Lehman Brothers czy Goldman Sachs (firmy znane z pakowania najgorszych kredytów) osiągną wyniki gorsze niż obligacje pakowane przez J.P. Morgan czy Wells Fargo (które to firmy akurat trochę obchodziło, co pakują w obligacje).

A garstka osób – więcej niż dziesięć, mniej niż dwadzieścia – uczciwie obstawiła zakład przeciw całemu liczonemu w bilionach dolarów rynkowi obligacji hipotecznych subprime, a co za tym idzie, całemu globalnemu systemowi finansowemu. Ten fakt był sam w sobie niezwykły: katastrofa była do przewidzenia, mimo to zauważali ją tylko nieliczni.

Wśród nich kilka funduszy hedgingowych – Whitebox z Minneapolis, Baupost Group z Bostonu, Passport Capital z San Francisco, Elm Ridge z Westchester, New York i chmara funduszy z Nowego Jorku: Elliott Associates, Cedar Hill Capital Partners, QVT Financial i Harbinger Capital Partners Philipa Falcone'a. Większość tych inwestorów łączył fakt, że słyszeli, bezpośrednio albo pośrednio, prezentację Grega Lippmanna. W Dallas w Teksasie były sprzedawca obligacji Bear Stearns o nazwisku Kyle Bass założył latem 2006 fundusz hedgingowy Hayman Capital i szybko kupił swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime. Bass dowiedział się o pomysle od Alana Fourniera z Pennant Capital w New Jersey – który z kolei usłyszał o nim od Lippmanna. Jeff Greene, bogaty inwestor z rynku nieruchomości, kupił prywatnie swapy kredytowe na kilka miliardów dolarów po tym, jak dowiedział się o nich od Johna Paulsona z Nowego Jorku, zarządzającego funduszem hedgingowym. Paulson też obejrzał prezentację Grega Lippmanna – a ponieważ otworzył w swapach potężną pozycję, Lippmann stał się dla niego kimś w rodzaju powiernika.

Trader praw własności z Goldman Sachs w Londynie dowiedziawszy się, że trader z nowojorskiego Deutsche Bank przedstawia mocne argumenty, przeleciał przez Atlantyk, by spotkać się z Lippmannem i wrócił do domu jako właściciel swapów kredytowych na miliard dolarów. Theo Phanos, grecki

inwestor w fundusz hedgingowy, miał okazję poznać stanowisko Lippmanna podczas konferencji Deutsche Bank w Phoenix w stanie Arizona i też niezwłocznie skorzystał. Gdyby sporządzić mapę rozprzestrzeniania się tej idei inwestycyjnej, tak jak śledzi się wirusy, większość połączeń prowadziłyby do Lippmanna. Był pacjentem zero. Tylko jeden nosiciel choroby mógł twierdzić, nie bez podstaw, że to on zaraził Lippmanna. Ale Mike Burry zaszył się w swoim biurze w San Jose w Kalifornii i z nikim nie rozmawiał.

Ten mały świątek inwestorów, którzy postawili duże pieniądze przeciw obligacjom hipotecznym subprime, zawierał świątek jeszcze mniejszy: ludzi, dla których ten temat stał się obsesją. Mała garstka inwestorów dostrzegła, co dzieje się nie tylko z systemem finansowym, ale i ze społeczeństwem, któremu ten system miał służyć, i postawili przeciw temu systemowi tak wiele w relacji do posiadanego kapitału, że tak naprawdę przestali być tylko konwencjonalnymi menedżerami portfeli i stali się czymś więcej. John Paulson mógł postawić zdecydowanie najwięcej, więc on jest najbardziej oczywistym reprezentantem. Dziewięć miesięcy po tym, jak Mike'owi Burry'emu nie udało się utworzyć funduszu mającego inwestować tylko w swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime, Paulson osiągnął w tym zakresie sukces, przedstawił inwestorom swapy nie jako grę na prawie nieuniknioną katastrofę, ale jako tanie zabezpieczenie przed jej możliwością. Paulson był piętnaście lat starszy od Mike'a i dużo bardziej znany na Wall Street, ale pod pewnymi względami nadal był outsiderem.

— Zadzwoń do Goldman Sachs, żeby zapytać ich o Paulsona — powiedział jeden bogaty inwestor, którego Paulson namawiał na fundusz w połowie roku 2006. — Powiedzieli mi, że to trzeciorzędny gość z funduszu hedgingowego, który nie wie, o czym mówi. — Paulsonowi udało się zebrać od inwestorów kilka miliardów dolarów, traktowali oni jego fundusz jako polisę ubezpieczającą ich portfele akcji i obligacji powiązanych z nieruchomościami. Paulson twierdzi, że z sytuacją na rynku obligacji hipotecznych zapoznał się już wcześniej, poszukując przewartościowanych obligacji, które można by krótko sprzedać. — Spodobały mi się swapy, gdyż strata była ograniczona — powiedział. — To był zakład asymetryczny. — Był wstrząśnięty, odkrywając, o ile prostszy i tańszy jest zakup swapów kredytowych od krótkiej sprzedaży samych obligacji, chociaż oba zakłady sprowadzały się do tego samego. — Kupiłem swapy na pół miliarda. Zapytali: „Może miliard?”, a ja pomyślałem: „Co będę sobie żałował?”. W dwa, trzy dni zainwestowałem w dwadzieścia pięć miliardów. — Paulson pierwszy raz miał wtedy do czynienia z rynkiem, na którym można sprzedać krótko akcje czy obligacje warte 25 miliardów, nie wywołując nie tylko jego załamania, ale nawet spadku cen. — Gdybyśmy chcieli, moglibyśmy obstawić nawet pięćdziesiąt miliardów.

Nawet późnym latem 2006 roku, gdy ceny domów zaczęły spadać, tylko jednostki dostrzegały i reagowały na złowróżbne fakty – potrafiły dojrzeć twarz wiedzy w profilu pięknej, młodej damy. Świadczyły one w pewien sposób o stanie systemu finansowego, podobnie jak ocaleni z katastrofy lotniczej rozbitkowie świadczą o jej przebiegu i naturze ludzi zdolnych ją przeżyć. Każda z tych osób była, niemal z definicji, dziwna. Ale nie każda była dziwna w ten sam sposób. John Paulson dziwnie zainteresował się zagranicą przeciw kiepskim kredytom i dziwnie skutecznie udało mu się namówić innych do zrobienia tego samego. Mike Burry był dziwny w swoim pragnieniu unikania kontaktów z opinią publiczną, a nawet z ludźmi, skupiając się w zamian na danych i bodźcach sterujących finansowymi poczynaniami ludzi. Steve Eisman był dziwny w swoim przekonaniu, że wpędzenie w długi amerykańskiej klasy średniej było wydarzeniem korupcyjnym i korumpującym, a rynek obligacji hipotecznych subprime był narzędziem służącym jej wykorzystywaniu i w efekcie końcowym, zniszczeniu. Każda z tych osób zapełniała jakąś lukę; każda dostarczała brakującego oglądu, prezentowała nastawienie do ryzyka, które gdyby było powszechniejsze, mogłoby zapobiec katastrofie. Ale w tej grupie kogoś zabrakło – dużego znanego inwestora. Jego miejsce przyznajmy więc Charliemu Ledleyowi.

Charlie Ledley – dziwnie niepewny siebie Charlie Ledley – był dziwny w swoim przekonaniu, że najlepszym sposobem zbitcia majątku na Wall Street jest wyszukiwanie zdarzeń, które Wall Street uważa za z gruntu nieprawdopodobne, i postawienie na to, że jednak się zdarzą. Charlie i jego partnerzy często stosowali tę metodę i na tyle często okazywała się skuteczna, że tym bardziej wierzyli, że rynki mają tendencję nie doceniać prawdopodobieństwa wystąpienia radykalnych zmian. Mimo to, gdy Charlie przeglądał we wrześniu 2006 roku podesłany mu przez przyjaciela dokument, prezentację na temat krótkiej sprzedaży obligacji hipotecznych subprime, dzieło jakiegoś faceta z Deutsche Bank nazwiskiem Lippmann, w pierwszej chwili uznał, że interes wygląda za dobrze, żeby był prawdziwy. Charlie jeszcze nigdy nie handlował obligacjami hipotecznymi, nie wiedział kompletnie nic o nieruchomościach, żargon rynku obligacji przyprawiał go o ból głowy i nie był nawet pewny, czy Deutsche Bank albo ktoś inny pozwoli mu kupić swapy kredytowe na te obligacje – gdyż był to rynek inwestorów instytucjonalnych, a on i jego partnerzy, Ben Hockett i Jamie Mai, raczej pod ten termin nie podpadali.

— Patrzyłem na prezentację i zadawałem sobie pytanie: „Jak coś takiego w ogóle może być możliwe?”.

Następnie przesłał pomysł partnerom z pytaniem: „Dlaczego byście od nas jeszcze tego nie zrobili?”.

Każdy nowy biznes z natury rzeczy rodzi wiele wątpliwości, ale pomysł Jamiego Mai i Charliego Ledleya z początku roku 2003 na założenie firmy zarządzającej pieniędzmi graniczył z absurdem: dwóch trzydziestolatków, 110 tysięcy dolarów na koncie w Schwab, siedziba firmy w garażu na podwórzu domu jednego z nich w Berkeley w Kalifornii, a wszystko to razem nazywało się Cornwall Capital Management. Żaden z dwóch panów nie miał podstaw do podejrzewania siebie o talent do inwestycji. Obaj pracowali przez krótką chwilę dla Golub Associates, nowojorskiej firmy private equity, ale nie podejmowali decyzji inwestycyjnych. Jamie Mai był wysoki i uderzająco przystojny, więc z natury roztaczał coś w rodzaju aury przywódcy – dopóki nie otworzył ust, zdradzając się ze swą niepewnością – począwszy od tego, czy jutro wzejdzie słońce, do przyszłości rodzaju ludzkiego. Miał zwyczaj przerywać w pół zdania i jąkać się – ych, ych – jakby własne myśli wytrącały go z równowagi. Z Charliem Ledleyem było jeszcze gorzej: miał karnację przedsiębiorcy pogrzebowego i zwyczaj odkładania każdego działania na tak długo, na ile się da. Gdy zadawało mu się proste pytanie, gapił się milcząco w przestrzeń, kiwając głową i mrugając oczyma jak aktor, który zapomniał kwestii, a gdy w końcu zniecka otwierał usta, podskakiwało się na krześle. On mówi!

W oczach rówieśników uchodzili za sympatycznych bałaganiarzy, bystrych i dociekliwych, ale pozbawionych jasno wytyczonego kierunku – z rodzaju facetów, którzy na piętnastym zjeździe absolwentów zjawiają się z imponującym zarostem i skomplikowaną historią życiową. Charlie przerwał studia po pierwszym roku i zgłosił się do pomocy przy pierwszej kampanii prezydenckiej Billa Clintona. Choć potem wrócił na studia, nadal bardziej pociągały go idee niż zarabianie pieniędzy. Pierwsza praca Jamiego po ukończeniu Uniwersytetu Duke’a polegała na dostarczaniu jachtów bogaczom ze Wschodniego Wybrzeża. (Wtedy pojąłem, że – ych, ych – przydałby mi się jakiś zawód.) W wieku dwudziestu ośmiu lat wziął półtoraroczny „urlop naukowy” i wyruszył ze swoją dziewczyną w podróż po świecie. Przyjechał do Berkeley nie po to, żeby poszukać tu urodzajnego poletka, z którego mógłby zbierać pieniądze, ale za dziewczyną. Charlie w ogóle nie chciał mieszkać w Berkeley; dorastał na Manhattanie i gdy tylko stawiał stopę poza nim, popadał w coś w rodzaju letargu. Przeprowadził się do Berkeley, bo i pomysł firmy zarządzającej, i wkład gotówkowy należał do Jamiego. Podobnie jak garaż, służący Charliemu za sypialnię.

Nie mieli pieniędzy ani wiarygodności, mieli tylko pomysł. A raczej dwa powiązane pomysły. Staż

w firmie typu private equity – firmy takie kupują i sprzedają poza giełdą całe przedsiębiorstwa – naprowadził ich na myśl, że rynek spółek niepublicznych może działać efektywniej niż rynek spółek publicznych (giełdowych).

— W transakcjach niepublicznych — powiedział Charlie — zazwyczaj przy bardziej wyrafinowanych zagadnieniach obie strony korzystają z doradcy. Nie spotyka się ludzi z gruntu niezorientowanych w wartości tej czy innej firmy. W firmach giełdowych ludzi interesuje raczej kwartalna premia niż zysk firmy. Robią różne dziwne rzeczy z różnych niezdrowych pobudek. — Poza tym uważali, że na rynku publicznym brakuje inwestorów z szerszym rozeznanieniem. Faceci od rynku akcji w Stanach podejmowali decyzje w sprawie rynku akcji w Stanach; Japończycy od obligacji zajmowali się japońskim rynkiem obligacji i tak dalej. — Są nawet ludzie, których jedynym zajęciem są inwestycje w instrumenty dłużne europejskich firm medycznych o średniej kapitalizacji — powiedział Charlie. — Nie sądzę, żeby problem dotyczył tylko finansów. Uważam, że współczesne życie intelektualne cechuje prowincjonalizm. Nie podejmuje się żadnych prób integracji.

Rynki finansowe płaciły krocie zastępom ludzi o wąskiej specjalności i grosze garsteczce osób o szerszym, ogólnym spojrzeniu, niezbędnym, jeśli chciało się inwestować jednocześnie na różnych rynkach.

W początkach roku 2003 Cornwall Capital właśnie wystartował, co oznaczało, że Jamie i Charlie spędzali w garażu w Berkeley – sypialni Charliego – jeszcze więcej czasu niż dotychczas i wyrzekali na niedoskonałości rynku. Postanowili, że Cornwall Capital nie tylko będzie szukał nieefektywności, ale będzie szukał ich globalnie, na wszystkich rynkach: akcji, obligacji, walut, towarów. Gdy natknęli się na pierwszą dużą okazję, firmę kart kredytowych o nazwie Capital One Financial, do powyższych ambitnych celów szybko dodali trzeci, jeszcze bardziej ambitny.

Capital One była chlubnym wyjątkiem wśród firm kredytodawców – zdawała się znaleźć mądry sposób pożyczania pieniędzy Amerykanom z niską zdolnością kredytową. Choć zajmowała się nie kredytami hipotecznymi, lecz kartami kredytowymi, jej klientelą była ta sama społeczno-ekonomiczna klasa ludzi, których kredyty mieszkaniowe skończą się za parę lat katastrofą. W ostatniej dekadzie XX wieku firma twierdziła, a rynek jej wierzył, że posiada lepsze od konkurencji narzędzia oceny zdolności kredytowej użytkowników kart kredytowych subprime i wyceny ryzyka związanego z udzielaniem im kredytu. Przetrwiała zły okres końcówki lat 90., podczas którego upadło kilku jej konkurentów. Po czym, w lipcu 2002, kurs akcji firmy zanurkował – tracąc w dwa dni 60 procent po tym, jak zarząd Capital One dobrowolnie ujawnił, że firma weszła w spór z rządowymi organami regulacyjnymi, Office of Thrift Supervision i Rezerwą Federalną, w kwestii wysokości rezerwy, jaką powinna utworzyć na wypadek potencjalnych strat subprime.

Nagle rynek się wystraszył, że Capital One nie jest wcale mądrzejsza od konkurencji, tylko po prostu sprytniej ukrywa straty. Zaczęto podejrzewać, że nadzór odkrył oszustwo i przysoli Capital One karę. Różne dowody poszlakowe zdawały się obciążać firmę. Jak choćby fakt ogłoszenia przez SEC, że przesłuchuje byłego prezesa firmy, który niedawno ustąpił, na okoliczność sprzedaży przez niego akcji firmy na dwa miesiące przed upublicznieniem przez Capital One informacji o sporze z regulatorami, które skutkowało spadkiem kursu.

Przez następne pół roku firma nadal zarabiała krocie. Szefowie twierdzili, że nie zrobili nic złego, że nadzór grymasi, i ogłosili, że nie zanotowano żadnych specjalnych strat w wartym 20 miliardów portfelu pożyczek subprime. Kurs akcji nadal szorował po dnie. Charlie i Jamie zaczęli badać sprawę, co spowodowało się do udziału w kilku branżowych konferencjach i obdzwaniania mnóstwa nieznanych osób z nadzieją, że uda się od nich coś wyciągnąć: byłych pracowników Capital One, doradzających firmie konsultantów do spraw zarządzania, konkurentów, inwestorów zajmujących pozycję krótką na ich



akcjach, a nawet regulatorów.

— Dowiedzieliśmy się tyle — powiedział Charlie — że niewiele o firmie wiadomo i że wiemy tyle, co inni. — Uznali, że Capital One chyba jednak dysponuje lepszymi narzędziami do udzielania pożyczek subprime. Pozostawało odpowiedzieć jeszcze na pytanie: „Czy kierują nią oszuści?”.

Nie było to pytanie, na jakie czuli się na siłach odpowiadać dwaj trzydziestolatkowie z Kalifornii, ze 110 tysiącami dolarów na koncie w Schwab, aspirujący do zostania zawodowymi inwestorami. Ale odpowiedzieli. Wyruszyli na poszukiwanie ludzi, którzy studiowali razem z prezesem Capital One, Richardem Fairbankiem, i zbierali referencje. Jamie wertował sprawozdania firmy, szukając w nich kogoś, kogo mógłby przekonująco poprosić o spotkanie.

— Uznaliśmy, że prośba o spotkanie z prezesem raczej nie ma szans powodzenia — wyjaśnił Charlie. W końcu wpadli na faceta o nazwisku Peter Schnall, który szczęśliwym trafem był wiceprezesem odpowiedzialnym za portfel subprime. — Odniosłem wrażenie, że są otwarci na kontakty — powiedział Charlie. — Bo kiedy poprosiliśmy o rozmowę, zapytali tylko, kim jesteśmy, i zareagowali: „Czemu nie?”.

Przedstawili się poważnie jako Cornwall Capital Management, ale wstrzymali się od szczegółowych wyjaśnień, czym dokładnie jest Cornwall Capital Management.

— Zabawne — mówi Jamie. — Ludzie krępiją się spytać, ile ma się pieniędzy, zatem można pominąć ten temat.

Zapytali Schnalla, czy mogą go odwiedzić i zadać mu kilka pytań, zanim zdecydują się na inwestycję.

— A tak naprawdę — powiedział Charlie — chcieliśmy tylko sprawdzić, czy nie wygląda na oszusta.

Uznali, że gość jest całkiem przekonujący. Co ciekawe, kupował akcje własnej firmy. Wyszli od niego przekonani, że spór Capital One z regulatorami jest błahey, a firma raczej uczciwa.

— Doszliśmy do wniosku, że może są oszustami — mówi Jamie — ale raczej nie.

To, co zdarzyło się później, naprowadziło ich, prawie przypadkiem, na niezwykle podejście do rynków finansowych, dzięki któremu szybko się wzbogacili. Przez pół roku po informacji o kłopotach z Rezerwą Federalną i Office of Thrift Supervision kurs akcji Capital One oscylował wokół 30 dolarów. Ta pozorna stabilność kursu skrywała oczywiście głęboką niepewność. Trzydzieści dolarów za akcję z oczywistych powodów nie było ceną odpowiednią. Albo firma oszukiwała, a w takim razie akcja była pewnie warta zero, albo była uczciwa, jak wydawało się Charliemu i Jamiemu, w którym to wypadku akcja była warta około 60 dolarów. Jamie Mai skończył właśnie czytać „I ty możesz zostać geniuszem giełdowym”, dzieło Joela Greenblatta, tego samego gościa, który dał Mike’owi Burry’emu pieniądze na fundusz hedgingowy. Pod koniec książki Greenblatt opisywał, jak zarobił krocie na derywatach o nazwie LEAP (Long-term Equity Anticipation Security), które dawały nabywcy prawo zakupu akcji po ustalonej cenie przez określony czas.

Bywają okresy, wyjaśniał Greenblatt, gdy większy sens od kupna danej akcji ma kupno opcji na tę akcję. W świecie inwestorów w wartość kupowanie opcji uważano za herezję. Staromodni inwestorzy w wartość stronili od nich, gdyż zakładały umiejętność przewidzenia momentu ruchu cen niedowartościowanych akcji. Na co Greenblatt odpowiadał prosto: kiedy wartość akcji ma duże szanse zareagować na jakieś zbliżające się wydarzenie, którego data jest znana (jak na przykład data fuzji czy data rozstrzygnięcia sądowego), inwestor w wartość może z czystym sumieniem wykorzystać opcję do realizacji własnych przekonań. To podsunęło Jamiemu pomysł: kupno długoterminowych opcji na akcje Capital One.

— Żartowaliśmy sobie trochę: „No, no! Proszę, dorobiliśmy się poglądu: akcje wyglądają interesująco”. Ale w prawdziwe zdumienie wprowadziły nas ceny tych opcji.

Prawo zakupu akcji Capital One po cenie 40 dolarów w dowolnym momencie okresu najbliższych dwu

i pół roku kosztowało nieco ponad trzy dolary. To nie miało żadnego sensu. Spór Capital One z regulatorami rozstrzygnie się na jej korzyść albo niekorzyść w paru najbliższych miesiącach. Akcje albo spadną do zera, albo skoczą do 60 dolarów. Przyglądając się bliżej problemowi, Jamie stwierdził, że model używany przez Wall Street do ustalania ceny LEAP-ów, model wyceny opcji Blacka-Scholesa, przyjmował jakieś dziwne założenia. Zakładał normalny, dzwonowaty rozkład przyszłego kursu akcji. Skoro akcje Capital One chodziły obecnie po 30 dolarów, model zakładał, że w następnych dwóch latach akcja będzie z większym prawdopodobieństwem kosztować 35 niż 40 dolarów, z większym, że 40 niż 45 dolarów, i tak dalej. Takie założenie mogło mieć sens tylko dla osób, które nic nie wiedziały o tej firmie. W jej sytuacji model zupełnie się nie sprawdzał: kiedy akcje Capital One ruszą, co niewątpliwie nastąpi, ruch duży jest znacznie bardziej prawdopodobny niż mały.

Cornwall Capital Management szybko kupił 8 tysięcy LEAP-ów. Potencjalna strata ograniczała się do 26 tysięcy, które zapłacili za opcję kupna akcji. Potencjalne zyski były teoretycznie nieograniczone. Wkrótce po tym, jak Cornwall Capital położył żetony na stół, nadzór uznał racje Capital One, kurs akcji gwałtownie podskoczył i 26 tysięcy wyłożone na opcje stało się warte 526 tysięcy.

— Wystartowaliśmy jak rakieta — mówi Charlie.

— Nie mogliśmy się nadziwić, że długoterminowe opcje można kupić tak tanio — powiedział Jamie.

— Zaczęliśmy więc szukać innych długoterminowych opcji.

Co szybko okazało się niesamowicie zyskową strategią: znaleźć coś, co wygląda na tanią opcję kupna czy sprzedaży jakiejś koreańskiej akcji, albo tuszek wieprzowych, albo waluty Trzeciego Świata – wszystko jedno, byle cena sztykowała się do jakiejś dramatycznej zmiany – po czym cofnąć się i przyjrzeć towarowi, który opcja pozwalała kupić albo sprzedać. Opcje odpowiadały osobowościom wspólników: nie musieli być niczego pewni. Obaj skłaniali się do poglądu, że ludzie, a co za tym idzie rynki, są zbyt pewni rzeczy z natury niepewnych. Obaj czuli, że ludzie, a co za tym idzie rynki, mają trudności z przypisaniem właściwego prawdopodobieństwa zdarzeniom występującym bardzo rzadko. Obaj mieli trudności z wygenerowaniem własnych przekonań, ale z talentem reagowali na to, co postrzegali jako nieprawdziwe przekonania innych. Za każdym razem, gdy trafiali na jakąś majaczącą na horyzoncie okazję, któryś z nich przystępował do sporządzenia studium przypadku w formie rozbudowanej prezentacji, łącznie ze slajdami w programie PowerPoint. Choć tak naprawdę nie mieli jej komu przedstawić. Tworzyli je tylko po to, żeby sprawdzić, na ile przekonująco brzmią dla drugiego wspólnika. Wchodzili na rynek tylko wtedy, gdy uznawali, że wydarzy się na nim coś dramatycznego, na co będą mogli postawić mały zakład z dużą szansą i o dużej wygranej. Nie mieli pojęcia o koreańskich akcjach ani walutach Trzeciego Świata, ale tak naprawdę nie musieli go mieć. Do pomocy przy rozgryzaniu szczegółów mogli zawsze zatrudnić specjalistę.

— Taki mieliśmy patent — powiedział Jamie Mai. — Opieraliśmy się na zdaniu mądrzejszych od nas.

Sukces z Capital One powtórzyli z podobnym efektem w europejskiej firmie telewizji kablowej o nazwie United Pan-European Cable, która popadła w kłopoty. Tym razem, jako że teraz byli bogatsi, zainwestowali 500 tysięcy w opcje kupna na akcje o wartości z ceną realizacji daleką od rynkowej. Gdy UPC wystrzeliło w górę, zgarnęli szybkie pięć milionów zysku.

— Wtedy dopiero się nakręciliśmy — mówi Jamie.

Potem postawili na firmę dostarczającą butle tlenowe bezpośrednio do domu chorych ludzi. Wyłożone na stół 200 tysięcy szybko zmieniło się w trzy miliony.

— Mamy teraz trzy razy po trzy — powiedział Charlie. — Wydawało nam się to dość komiczne. Po raz pierwszy zacząłem traktować to zajęcie perspektywicznie.

Mieli do czynienia albo z poważną niedoróbką współczesnych rynków, albo z wielką hazardową passą. Jak zwykle nie byli pewni, o który z powyższych przypadków chodzi. Jak to ujął Charlie:

— Trudno było odróżnić, czy to kwestia szczęścia, czy sprytu.

Uznali, że zanim zgromadzą ilość obserwacji pozwalającą wysnuć jakieś statystycznie istotne wnioski, będą albo martwi, albo jedną nogą w grobie, więc nie tracili czasu na roztrząsanie, czy to kwestia szczęścia, czy sprytu. Jednego byli pewni: ich wiedza jest niewystarczająca, zwłaszcza w temacie opcji finansowych. Zatrudnili do pomocy doktoranta wydziału statystyki Uniwersytetu Kalifornijskiego w Berkeley, ale zrezygnował, gdy poprosili go, żeby zbadał rynek transakcji terminowych na tuszki wieprzowe.

— Okazało się, że jest wegetarianinem — opowiada Jamie. — W ogóle miał problem z kapitalizmem, ale tuszki wieprzowe były dla niego nie do przejścia.

Pozostawieni sami sobie musieli wgrzyźć się w skomplikowaną teorię finansową.

— Poświęciliśmy mnóstwo czasu, budując modele Blacka-Scholesa i patrząc, co się dzieje, gdy zmienia się w nich różne założenia — powiedział Jamie.

Uderzyło ich, jak tanim kosztem te modele pozwalają spekulować w sytuacjach, które z dużym prawdopodobieństwem mogły rozwinąć się w dramatycznie przeciwstawne scenariusze. Zakładając, że za rok akcja będzie warta zero albo 100, głupotą było sprzedawać roczną opcję kupna akcji za 50 po cenie 3. Mimo to rynek często postępował w ten właśnie sposób. Model używany przez Wall Street do wyceny derywatów idących w biliony dolarów przyjmował, że finanse to uporządkowany, ciągły proces. Ale świat nie był ciągły; zmieniał się w sposób nieciągły i często przypadkiem.

Inwestycje sterowane wydarzeniami: taką nazwę ukuli, czy też ukradli, na to, co robili. Co brzmiało dużo mniej atrakcyjnie niż to, czym w rzeczywistości było. Pewnego dnia Charliego zaintrygowały kontrakty terminowe na etanol. Niewiele wiedział o etanolu, ale słyszał, że objęty jest dotacjami rządowymi w wysokości 50 centów do galona, więc powinien chodzić po cenie z 50-centową premią w stosunku do benzyny, i zawsze tak było. W początkach roku 2005, gdy się nim zainteresował, etanol przez krótki czas chodził po cenie z 50-centowym rabatem w stosunku do benzyny. Nie wiedział dlaczego i nigdy się nie dowiedział; nie zastanawiając się, kupił kontrakty terminowe na dwa wagony etanolu i dał ogłoszenie w „Ethanol Today”, magazynie, o którego istnieniu wcześniej nie wiedział. W efekcie tej transakcji broker Cornwall, ku swej wielkiej irytacji, musiał przyjąć wypełnione etanolem wagony kolejowe w jakimś magazynie w Chicago – żeby zarobić kwotę, która wydała mu się idiotycznie mała.

— Administracyjne zawikości naszych poczynań były nieproporcjonalne do naszych aktywów — powiedział Charlie. — Firmy naszej wielkości nie handlowały całą gamą towarów.

— Robiliśmy takie rzeczy, które zwykle powodują, że inwestorzy krzyczą na zarządzających — powiedział Jamie — ale na nas nikt nie krzyczał, bo nie mieliśmy inwestorów.

Tak naprawdę zastanawiali się, czy nie powierzyć swoich wygranych w zarząd jakiejś licencjonowanej, profesjonalnej, zdrowej i uczciwej firmie. Przez kilka tygodni objeżdżali Nowy Jork, przeprowadzając rozmowy z zarządzającymi funduszami hedgingowymi.

— Podczas spotkań wszystkie prezentowały się świetnie — powiedział Jamie — ale po przyjrzeniu się ich wynikom okazywało się, że kręcą się w miejscu.

Postanowili sami dalej inwestować swoje pieniądze. Dwa lata po starcie mieli 12 milionów i przenieśli się wraz z centralą swojej firmy z garażu w Berkeley do biura na Manhattanie – wynajęli piętro budynku w mieszczącym się w Greenwich Village studio artysty Juliana Schnabela.

Przenieśli też swoje konto, ze Schwab do Bear Stearns. Uznali, że dobrze byłoby związać się z jakąś dużą firmą z Wall Street, i wspomnieli o tym swojemu księgowemu.

— Powiedział, że zna Ace’a Greenberga i może mu nas przedstawić, więc chętnie się zgodziliśmy — wspomina Charlie.

Greenberg, były prezes Bear Stearns, legenda Wall Street, wciąż prowadził przy banku firmę

brokerską obsługującą garstkę wybranych inwestorów. Kiedy Cornwall Capital przeniósł środki do Bear Stearns, ich raporty maklerskie szybko zaczęły nosić w nagłówku nazwisko Ace'a Greenberga.

Jak większość ich przygód z rynkami finansowymi, tak i początki współpracy z dużą firmą z Wall Street okazały się uroczo zakręcone, lecz nie całkiem zrozumiałe. Ot, tak po prostu, nie widząc nawet Ace'a Greenberga na oczy, zostali jego klientami.

— Zachodziliśmy w głowę: „Jakim cudem Ace Greenberg został naszym brokerem?” — powiedział Charlie. — Tak naprawdę byliśmy nikim. Nigdy go nie poznaliśmy. — Tajemnica narastała z każdą próbą porozmawiania z Greenbergiem. Mieli numer telefonu, który teoretycznie był numerem Greenberga, ale gdy dzwonili, zawsze odbierał ktoś inny. — To było doprawdy dziwaczne — mówi Charlie. — Czasem podnosił słuchawkę sam Ace Greenberg. Ale mówił tylko: „Chwileczkę”, po czym połączenie przejmowała sekretarka.

W końcu udało im się wyblagać spotkanie w cztery oczy z legendą Wall Street. Trwało jednak tak krótko, że nie byli do końca pewni, czy spotkali Ace'a Greenberga, czy aktora grającego Ace'a Greenberga.

— Poproszono nas na trzydzieści sekund, dosłownie trzydzieści sekund, po czym bezceremonialnie wyprowadzono — mówi Jamie.

Ace Greenberg nadal był ich brokerem. Tylko nie dane im było z nim porozmawiać.

— Ta cała sprawa z Ace'em Greenbergiem po dziś dzień wydaje się nam bez sensu — mówi Charlie.

Człowiekowi, o którym mówili teraz „aktor grający Ace'a Greenberga”, nie udało się rozwiązać ich największego problemu. Byli małymi inwestorami prywatnymi. Firmy z Wall Street stanowiły dla nich w dużej mierze zagadkę.

— Tak naprawdę nigdy nie byłem w biurach banku — powiedział Charlie. — Jak działa od środka, mogłem wyobrażać sobie tylko na podstawie opowieści i filmów.

Żeby móc zawierać transakcje, jakie chcieli zawierać, potrzebowali uchodzić w oczach firm z Wall Street za inwestorów, którzy wiedzą, jak należy poruszać się w ich świecie.

— Inwestorzy prywatni są dla nich klientami drugiej kategorii — powiedział Jamie. — Dostają gorsze ceny, gorszą obsługę, wszystko jest gorsze.

Temat nabrał rozpędu za sprawą nowego sąsiada Jamiego w Berkeley, Bena Hocketta. Hockett, też lekko po trzydziestce, przez dziewięć lat był handlowcem, a potem traderem derywatów w tokijskim oddziale Deutsche Bank. Podobnie jak Jamie i Charlie miał w sobie coś z sympatycznego luzaka.

— Zaczynałem jako dwudziestodwuletni młodzik i kawaler — powiedział. — Teraz mam żonę, dziecko i psa. Rzygałem tym biznesem. Nie cierpiałem tego faceta, który wieczorem wracał z pracy. Nie chciałem, żeby moje dziecko dorastało, mając takiego gościa za ojca. Pomyślałem: „Pora się wynosić”. — Gdy zrezygnował z pracy, jego szefowie z Deutsche Bank nalegali, żeby wylał przed nimi swe żale. — Powiedziałem im, że nie lubię chodzić do biura. Nie lubię wbijać się w garnitur. I nie chcę mieszkać w dużym mieście. A oni na to: „Świetnie”. — Powiedzieli, że może nosić, co mu się żywnie podoba, mieszkać, gdzie ma ochotę i pracować, gdzie chce, a mimo to nadal będzie pracownikiem Deutsche Bank.

Ben przeniósł się z Tokio w okolice San Francisco, razem ze 100 milionami Deutsche Bank, którymi obracał z zaciśniętym swoim nowym domu w Berkeley Hills. Podejrzewał, całkiem sensownie, że pewnie jest jedyną osobą w Berkeley poszukującą okazji do arbitrażu na rynku derywatów kredytowych. Nie dziwota zatem, że poczuł się zaskoczony faktem, iż po sąsiedzku mieszka facet przemierzający w myślach glob w poszukiwaniu okazji zakupu opcji długoterminowych na finansowe dramaty. Ben i Jamie zaczęli razem wyprowadzać na spacer psy. Jamie podpytywał Bena o molochy z Wall Street i tajemnicze rynki finansowe i w końcu namówił go do rzucenia pracy i dołączenia do Cornwall Capital.

— Po trzech latach samotnego siedzenia w pokoju uznałem, że miło będzie popracować z ludźmi —

powiedział Ben.

Rzucił Deutsche Bank, przyłączył się do szczęśliwego polowania na wypadki i katastrofy, po czym bardzo szybko okazało się, że znów siedzi sam w pokoju. Gdy tylko stać go było na bilet, Charlie przeniósł się na Manhattan, a kiedy Jamie rozstał się z dziewczyną, z zapałem podążył za kumplem.

Ich związek był unią podobnie dziwacznie myślących. Ben podzielał opinię Charliego i Jamiego, że ludzie i rynki mają skłonność nie doceniać prawdopodobieństwa ekstremalnych zmian, ale w swoim myśleniu posunął się krok dalej. Charliego i Jamiego interesowało głównie prawdopodobieństwo katastrof na rynku finansowym. Czujność Bena zawsze w jakiejś odrobinie obejmowała możliwość katastrofy w życiu osobistym. Uważał, że jej ludzie też nie doceniali, ponieważ woleli o niej nie myśleć. Zarówno w życiu prywatnym, jak w interesach na potencjalne ekstremalne wydarzenia reagowali zwykle na jeden z dwóch sposobów: walczyli albo uciekali.

— Walka to gotowość do obrony — wyjaśnił. — Ucieczka to podejście: i tak jesteśmy skazani na klęskę, więc nic się nie da zrobić.

Charlie i Jamie byli uciekinierami. Gdy wspomniał im na przykład, że globalne ocieplenie może spowodować podniesienie się poziomu morza o pół metra, wzruszyli tylko ramionami i stwierdzili:

— Nic się nie da na to poradzić, więc czemu mielibyśmy się tym zamartwiać? Zresztą jeśli do tego dojdzie, i tak pewnie lepiej będzie nie żyć.

— Dwóch samotnych facetów na Manhattanie — powiedział Ben. — Obaj z takim samym podejściem: jeśli nie można żyć na Manhattanie, wolimy nie żyć wcale. — Nie potrafił zrozumieć, czemu Charlie i Jamie, obaj tak świadomi możliwości radykalnych zmian na rynkach finansowych, są o wiele mniej wyczuleni na możliwość zmian poza nimi. — Ja próbuję przygotować siebie i moje dzieci do środowiska, które jest nieprzewidywalne — powiedział Ben.

Charlie i Jamie woleliby, żeby Ben zatrzymał swoje apokaliptyczne wizje przyszłości dla siebie. Wprawiały ich w zakłopotanie. Lepiej, żeby nie zwierzał się z takich rewelacji jak na przykład ta, że kupił małą farmę na północ od San Francisco, na odludziu z daleka od szosy, i uprawia na niej owoce i warzywa w ilościach wystarczających do wyżywienia rodziny na wypadek końca znanego nam świata. Ale Ben nie potrafił powstrzymać się od dzielenia się swoimi poglądami na świat, zwłaszcza że ściśle wiązały się one ze strategią inwestycyjną Cornwall: ich rozmowy na ogół krążyły wokół możliwych wypadków i katastrof. Pewnego dnia, rozmawiając z Benem przez telefon, Charlie wytknął mu: unikasz nawet mało prawdopodobnego ryzyka, a mieszkasz w domu na górze, pod którą przebiega linia uskoku, i to w czasach, gdy rynek nieruchomości bije historyczne rekordy.

— Odparł tylko: „Muszę kończyć” i odłożył słuchawkę — opowiada Charlie. — Przez jakieś dwa następne miesiące nie mogliśmy się z nim skontaktować.

Ben wspomina:

— Odszedłem od telefonu i uświadomiłem sobie, że muszę sprzedać dom. Natychmiast. — Jego dom był wart milion dolarów, może nawet więcej, jednak nie wynająłby go za więcej niż 2500 na miesiąc. — Mogłem go sprzedać za równowartość ponad trzydziestu rocznych czynszów — powiedział. — Praktyczna zasada głosi, kupić przy dziesięciu, sprzedać przy dwudziestu. — W październiku 2005 roku przeniósł się z rodziną do wynajętego domu z dala od uskoku.

Ben myślał o Charliem i Jamiem mniej w kategoriach zawodowych menedżerów, a bardziej dyletantów albo, jak to ujął: „Dwóch bystrych facetów niuchających po rynkach”. Ale ich strategia kupowania tanich biletów na spodziewane dramaty finansowe przemawiała do niego. Daleka była oczywiście od niezawodności; nawet prawie na pewno zawodziła częściej, niż się sprawdzała. Czasami wyczekiwany dramat nie następował; czasem nie całkiem wiedzieli, w co tak naprawdę się pakują. Któregoś razu Charlie wpadł na coś, co wydało mu się dziwną rozbieżnością na rynku transakcji

terminowych na benzynę, szybko kupił jeden kontrakt, sprzedał inny i uznał, że osiągnął zysk wolny od ryzyka – po czym odkrył, że jeden był na benzynę bezołowiową, a drugi na olej napędowy. Innym razem założenie było właściwe, ale wniosek już nie.

— Pewnego dnia Ben zadzwonił do mnie i mówi: „Przyjacielu, zdaje się, że w Tajlandii zanosi się na zamach stanu” — opowiada Jamie. Gazety ani słowem nie wspominały o takiej możliwości; to była jakaś bzdura. — Powiedziałem: „Daj spokój, Ben, odbiło ci, nie będzie żadnego zamachu stanu. Skąd niby miałbyś o tym wiedzieć? Jesteś w Berkeley!” — Ben przysiągł, że rozmawiał z facetem, dawnym kolegą z pracy w Singapurze, który trzymał rękę na pulsie wydarzeń w Tajlandii. Kolega usilnie namawiał Bena na wejście na tajski rynek walutowy i kupno po atrakcyjnej cenie trzymiesięcznych putów (opcji sprzedaży) na tajski bat. Tydzień później tajskie wojsko obaliło legalny rząd. Tajski bat ani drgnął. — Przewidzieliśmy zamach stanu, a mimo to ponieśliśmy stratę — powiedział Jamie.

Straty z natury rzeczy nie były katastrofą; stanowiły część planu. Częściej przegrywali, niż wygrywali, ale straty, koszt opcji, były błahe w porównaniu do zysków. Na tym zasadzał się prawdopodobnie ich sukces, Charlie i Jamie wyczuwali to intuicyjnie, ale dla Bena, który wyceniał opcje dla dużej firmy z Wall Street, powód był jasny: opcje finansowe były systematycznie źle wyceniane. Rynek często nie doceniał prawdopodobieństwa ekstremalnych ruchów cen. Na rynku opcji też często zakładano, że odległa przyszłość będzie bardziej podobna do terażniejszości, niż miała to w zwyczaju. Cena opcji była funkcją zmienności kursu akcji, waluty albo towaru bazowego, a określając tę zmienność, rynek opcji przejawiał tendencję do opierania się na niedawnej przeszłości. Jeśli kurs akcji IBM wynosił 34 dolary i skakał wokół tej ceny przez ostatni rok, opcja kupna akcji za 35 w niedalekiej przyszłości rzadko miała zaniżoną cenę. Jeśli uncja złota przez ostatnie dwa lata kosztowała 650 dolarów, cena opcji kupna uncji za 2000 możliwa do zrealizowania w najbliższych dziesięciu latach mogła być znacznie zaniżona. Im bardziej długoterminowa opcja, tym głębsze wyniki modelu Blacka-Scholesa i tym większa okazja dla ludzi, którzy się nim nie posługiwali.

Dziwne, ale to właśnie Benowi, najmniej konwencjonalnemu z tej trójki, udało się skutecznie zastosować metodę Potiomkina i sprawić, że Cornwall Capital zaczęła się prezentować jak profesjonalna firma zarządzająca. Obyty z parkietami Wall Street doskonale zdawał sobie sprawę, jakie konsekwencje niesie dla firmy przyjaciół wizerunek niezbyt poważnego inwestora czy też, jak ujął to Ben: „garażowego funduszu hedgingowego”. Najdłuższymi opcjami dostępnymi na giełdach dla indywidualnych inwestorów były LEAP-y, dwuipółletnie opcje na akcje zwykłe. „Słuchajcie – powiedział do kolegów Ben – gdyby udało wam się uzyskać reputację poważnego inwestora instytucjonalnego, moglibyście zadzwonić do Lehman Brothers czy Morgan Stanley i kupić opcje ośmioletnie, na co byście chcieli. Chcielibyście?”.

Oczywiście, że chcieli! Chcieli robić interesy bezpośrednio ze źródłem najbardziej niedowartościowanych ich zdaniem opcji: wyspecjalizowanymi, nafaszerowanymi analitykami działami transakcyjnymi Goldman Sachs, Deutsche Bank, Bear Stearns i reszty. Licencja na polowanie, tak to nazwali. Licencja na polowanie miała swoją nazwę: ISDA. Chodziło o taką samą umowę, uzgodnioną z International Swaps and Derivatives Association, o jaką zatroszczył się Mike Burry przed kupnem pierwszych swapów kredytowych. Mając ISDA, można było teoretycznie handlować z dużymi firmami z Wall Street, jeśli nie jak równy z równym, to przynajmniej z pozycji dorosłego. Kłopot polegał na tym, że mimo sukcesów w pomnażaniu pieniędzy wciąż nie mieli ich za dużo. A co jeszcze gorsze, te, które mieli, należały do nich. W klasyfikacji Wall Street byli w najlepszym wypadku „majątnymi inwestorami indywidualnymi”. Bogatymi ludźmi. Jako tacy mogli liczyć na lepszą jakość usług niż członkowie klasy średniej, ale w porównaniu do instytucji zarządzających kapitałem nadal pozostawali obywatelami drugiej kategorii. Bogatym ludziom nie oferowano zazwyczaj możliwości zakupu czy sprzedaży nie będących w publicznym obrocie egzotycznych papierów wartościowych, jak choćby swapów

kredytowych. Papierów, które w coraz większym stopniu stawały się bijącym sercem Wall Street.

Do początków roku 2006 Cornwall Capital pomnożył swoje środki do prawie 30 milionów, ale i to dla firm Wall Street sprzedających swapy kredytowe stanowiło kwotę niewielką.

— Zadzwoniliśmy do Goldman Sachs — powiedział Jamie. — Niemal od pierwszego zdania było jasne, że nie chcą naszego biznesu. W Lehman Brothers zwyczajnie nas wyśmiano. Napotkaliśmy niezdygotowaną twierdzą, którą trzeba było albo przeskoczyć, albo się pod nią przekopać.

Charlie opowiada:

— J.P. Morgan, prawdę mówiąc, wyrzucił nas z grona klientów. Uznali, że przysparzamy im za wiele zachodu. — Bo przysparzali! Dysponując śmiesznym kieszonkowym, chcieli być traktowani jak dorośli. — Chcieliśmy kupić od Deutsche Bank opcje na platynę — powiedział Charlie — a oni na to: „Przykro nam, nie zrobimy tego z wami”.

Tak Wall Street traktuje tych, którzy próbują zarządzać własnymi pieniędzmi, zamiast zapłacić komuś z Wall Street, żeby zrobił to za nich.

— Nikt nas nie chciał — powiedział Jamie. — Obdzwoniliśmy wszystkich i okazało się, że wiarygodność zaczyna się od stu milionów minimum.

Kiedy zatem zadzwonili do UBS, dużego banku szwajcarskiego, byli już mądrzejsi i nie odpowiedzieli, gdy facet zapytał ich, ile mają pieniędzy.

— Nauczylismy się wymigiwać od odpowiedzi — powiedział Jamie. Dzięki czemu UBS nie wygonił ich od razu.

— Zamiast tego spytali: „Dużą pozycję chcecie otworzyć?” — wspomina Charlie. — Odparliśmy, że nie bardzo. Więc pytają: „A często zawieracie transakcje?”. My na to, że niezbyt często. Zapadła długa cisza. Po czym gość powiedział, że musi porozmawiać z szefem. Nigdy się nie odezwali.

W Morgan Stanley nie poszło im lepiej, podobnie w Merrill Lynch i reszcie.

— Poprosili: „Pokażcie nam swoje materiały marketingowe” — mówi Charlie — na co odparliśmy, że nie mamy. Dobrze, no to pokażcie prospekty. Nie mieliśmy żadnych prospektów, bo to nie były pieniądze innych ludzi. Więc powiedzieli: „No dobrze, to pokażcie nam swoje pieniądze”. Na co my: „Hm, tak prawdę mówiąc, tych też nie mamy”. Na co oni: „No to w takim razie pokażcie swoje życiorysy”. — Gdyby Charlie i Jamie mieli jakieś związki ze światem zarządzania pieniędzmi, powiedzmy w postaci byłego zatrudnienia, może dodałoby to wiarygodności ich prośbom, ale nie mieli. — Więc zawsze kończyło się pytaniem: „No to co macie?”.

Hucpę. Plus 30 milionów, z którymi byli skłonni i zdolni zrobić wszystko, co zapragną. Plus byłego tradera derywatów skłonnego do apokaliptycznych wizji, który wiedział, jak działają firmy z Wall Street.

— Jamie i Charlie przez dwa lata prosili o ISDA, ale nie wiedzieli, jak to zrobić — powiedział Ben. — Nawet nie znali terminu ISDA.

Charlie nigdy do końca nie zrozumiał, jak Benowi się to udało, ale jakoś przekonał Deutsche Bank, dla którego instytucjonalny inwestor zaczynał się od portfela 2 miliardów, i Deutsche zaakceptował Cornwall Capital na swojej „platformie instytucjonalnej”.

— Ben twierdził, że należało po prostu wiedzieć, do kogo zadzwonić i jakim językiem przedłożyć problem. — Zanim się obejrżeli, zespół z Deutsche Bank zapowiedział, że złoży Cornwall Capital wizytę, żeby ustalić, czy zasługują na zaszczyt: instytucjonalny klient Deutsche Bank. — Ben się spisał — wspomina Charlie.

Deutsche Bank miał program o nazwie KYC (skrót od: poznaj swojego klienta), wprawdzie nie posuwano się do niczego tak radykalnego jak prawdziwe poznanie klientów, ale wymagano, żeby choć raz spotkać się z nimi osobiście. Dowiedziawszy się, że zostali adresatem KYC, Charlie i Jamie po raz pierwszy pomyśleli, że siedziba ich firmy w studio Juliana Schnabela, mieszczącym się w niewłaściwym



kwartale Greenwich Village, zamiast rozwiać wątpliwości, może wzbudzić dodatkowe.

— Mieliśmy problem wizerunkowy — ujął to delikatnie Jamie.

Z góry dochodził zapach świeżej farby; z dołu, gdzie mieściło się też jedyne WC, odgłosy katorżniczej harówki.

— Pamiętam, jak pomyślałem przed ich przyjazdem, że jeśli któryś będzie musiał skorzystać z toalety, znajdziemy się w tarapatkach — powiedział Charlie.

Własne małe włości Cornwall Capital miały uroczo niefinansowy charakter – ciemny pokój z czerwonymi ceglanymi ścianami wychodził na mały, zarośnięty jak dżungla ogród, sceneria przywodziła na myśl raczej scenę miłosną niż transakcje swapowe.

— Zdarzyło się kilka krępujących momentów, bo z dołu dolatywały czasem odgłosy zakładu krawieckiego — powiedział Jamie.

Ale nikt z Deutsche Bank nie musiał pójść do toalety i Cornwall Capital Management zdobył ISDA.

Zapisy umowy okazały się po wnikliwej lekturze długą listą obowiązków Cornwall Capital względem Deutsche Bank i krótką listą zobowiązań Deutsche Bank wobec Cornwall Capital. Jeśli zawarta przez Cornwall Capital transakcja z Deutsche Bank stawała się „in the money” — Deutsche Bank nie musiał wnosić depozytu zabezpieczającego. Cornwall musiał zadowolić się nadzieją, że Deutsche Bank spłaci swoje zobowiązania. Jeśli jednak transakcja nie poszła po myśli Cornwall Capital, byli zobowiązani codziennie uzupełniać depozyt. W tamtym czasie żaden z nich, ani Charlie, ani Jamie, ani Ben, nie martwili się bardzo tym zapisem ani innymi podobnymi w ISDA podpisanym z Bear Stearns. Cieszyli się, bo mogli teraz kupić swapy kredytowe od Grega Lippmanna.

I co dalej? Byli młodzi i w gorącej wodzie kąpani – nie wierzyli w istnienie takiej okazji i nie wiedzieli, jak długo potrwa – ale dyskutowali nad nią przez kilka tygodni. Propozycja Lippmanna brzmiała równie dziwnie, jak intrygująco. Cornwall Capital nigdy nie handlował obligacjami hipotecznymi, ale doskonale rozumieli, że swapy kredytowe działają jak opcje: posiadacz swapu płacił niewielką składkę, a jeśli pożyczkobiorcy przestawali spłacać kredyty, on się bogacił. Jednak w tym przypadku proponowano im tanią wejściówkę na dramat, który niemal na pewno musiał się zdarzyć. Przygotowali dla siebie kolejną prezentację.

— Przyglądaliśmy się tej transakcji — powiedział Charlie — i nie mogliśmy opędzić się od myśli, że wygląda za dobrze, żeby była prawdziwa. Dlaczego, u diabła, tak tanio sprzedawano CDS-y na BBB (swapy kredytowe na transze BBB obligacji hipotecznych subprime)? Kto zdrowy na umyśle mówi: dobra, dajcie dwieście punktów bazowych i wezmę to ryzyko na siebie? Cena była absurdalnie niska. Wydawała się nam bez sensu. — Był początek października 2006 roku. Kilka miesięcy wcześniej, w czerwcu, ceny domów po raz pierwszy zaczęły spadać. Za pięć tygodni, 29 listopada, indeks obligacji hipotecznych subprime, o nazwie ABX, odnotuje pierwszy niedobór odsetek. Pożyczkobiorcy nie spłacali odsetek w stopniu zapewniającym pokrycie płatności kuponowych najbardziej ryzykownych transz. Kredyty, na których bazowały obligacje, wyglądały fatalnie, mimo to ceny obligacji nie spadały. — To było najdziwniejsze — powiedział Charlie. — Kredyty zaczynały się walić. A my wciąż zadawaliśmy sobie pytanie: „Kto, u licha, stoi po drugiej stronie tej transakcji?”. Odpowiedź wciąż przychodziła ta sama: CDO. — Co oczywiście rodziło kolejne pytanie: „Kim lub czym jest CDO?”.

Zazwyczaj, gdy wchodzili na nowy rynek – bo wyniuchali jakieś wiszące w powietrzu zdarzenie, które ich zdaniem warto było obstawić – szukali eksperta, który miał im posłużyć za przewodnika w dżungli. Rynek obligacji subprime był tak odległy od ich dotychczasowych doświadczeń, że znalezienie kogoś do pomocy trwało znacznie dłużej niż zwykle.

— Miałem mgliste pojęcie, czym są ABS-y (papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach) — powiedział Charlie. — Ale o CDO nie wiedziałem nic.

Po jakimś czasie przekonali się, że na rynku obligacji język służył innym celom niż poza nim. Terminologia rynku obligacji nie tyle służyła przekazowi informacji, ile wprawianiu ludzi spoza branży w osłupienie. Przewartościowanych obligacji nie nazywano przewartościowanymi, tylko „bogatymi”, co brzmiało prawie jak zachęta do kupna. Piętra obligacji hipotecznych nie nazywały się piętrami – ani nijak podobnie, co mogłoby niechący naprowadzić nabywcę na prawidłowe wyobrażenie sobie ich natury – tylko transzami. Transzy dolnej – ryzykownego parteru – nie nazywano parterem, tylko mezzanine (antresola) albo mezz, dzięki czemu kojarzyła się nie tyle z niebezpieczną inwestycją, ile z drogą miejscówką pod kopułą stadionu. CDO zbudowane z niczego innego, jak najbardziej ryzykownych warstw mezzanine obligacji hipotecznych subprime, nie nazywało się CDO zabezpieczone na subprime, tylko „CDO strukturyzowane”.

— Te terminy mieszały w głowie — powiedział Charlie. — Gdy przegryzaliśmy się przez temat, zdaliśmy sobie sprawę, że nie bez powodu wydaje nam się to tak pozbawione sensu. Bo też nie miało za wiele sensu.

Rynek hipoteczny subprime wykazywał się szczególnym talentem do zaciemniania tego, co powinno być jasne. Na przykład obligacja całkowicie oparta na kredytach hipotecznych subprime nie nazywała się obligacją hipoteczną subprime. Nazywała się ABS albo papierem wartościowym zabezpieczonym na aktywach. Gdy Charlie zapytał Deutsche Bank, jakie dokładnie aktywa zabezpieczają te papiery, w odpowiedzi otrzymał listę skrótów i akronimów – RMBS, HEL, HELOC, Alt-A – wraz z kategoriami zdolności kredytowej, o których istnieniu nie miał pojęcia (midprime). Skrót RMBS oznaczał papier zabezpieczony na rezydencjach. HEL pochodził od home equity loan (pożyczki pod zastaw nieruchomości). HELOC – od home equity line of credit, czyli linii kredytowej pod zastaw nieruchomości. Z kolei Alt-A oznaczał najbardziej gówniane kredyty hipoteczne, do których nikomu nie chciało się nawet zebrać kompletu dokumentów – choćby po to, żeby na przykład sprawdzić dochód pożyczającego. „A” było przeznaczone na oznaczenie kredytobiorców najbardziej wiarygodnych; skrót Alt-A, który pochodził od „Alternative A-paper” — oznaczał alternatywę najbardziej wiarygodnych, co oczywiście tak ujęte brzmiało znacznie bardziej zachęcająco. Ogólnie biorąc, wszystkie kredyty kryjące się pod tymi akronimami czy skrótami mogłyby po prostu nazywać się „kredytami subprime”, ale rynek obligacji nie lubił przejrzystości. Termin „midprime” stanowił coś w rodzaju tryumfu języka nad prawdą. Jakiś cwaniaczek z rynku obligacji spojrzął na plik hipotecznych subprime okiem ambitnego dewelopera, który przyglądając się Oakland, wpadł na pomysł zmiany nazwy niektórych rejonów. Na skraju Oakland leżała dzielnica udająca całkowicie odrębne miasteczko o nazwie Rockridge. Dzięki prostemu odmówieniu przyjęcia nazwy Oakland, Rockridge cieszyło się wyższymi cenami nieruchomości. Na rynku hipotecznych subprime utworzono podobną dzielnicę o nazwie midprime. Midprime było subprime – a mimo to jakoś zdumiewająco nie było.

— Chwilę to trwało, nim się połapałem, że wszystko, co siedzi w tych obligacjach, jest z grubsza jednym i tym samym — wspomina Charlie. — Firmy z Wall Street jakoś przekonały agencje ratingowe do akceptacji tych różnych nazw, przez co papiery wydawały się czymś w rodzaju zdywersyfikowanej puli aktywów.

Charlie, Jamie i Ben weszli na rynek hipotecznych subprime z zamiarem zrobienia tego samego, co wcześniej zrobili Mike Burry i Steve Eisman, mianowicie chcieli poszukać najgorszych obligacji subprime, żeby przeciw nim postawić. Szybko wpadli na właściwe kryteria wyboru: punkty FICO, stosunek kredytu do wartości nieruchomości, hipoteka niejawna, ze specjalnym uwzględnieniem całkowicie zwariowanego rynku Kalifornii i Florydy, zauważyli też szokująco zachęcającą strukturę samych obligacji: wystarczyło tylko siedem procent strat w puli kredytów, żeby oparta na nich transza BBB – parter budynku – straciła jakąkolwiek wartość. Ale potem zmienili zdanie i zrobili zupełnie coś

innego niż inni stawiający na upadek rynku hipotecznych subprime i jak się ostatecznie okazało, bardziej dochodowego: postawili przeciw piętru wyższemu CDO – transzy AA.

Po czasie zdali sobie sprawę, że na ich korzyść zagrały dwa czynniki. Po pierwsze, weszli na rynek bardzo późno, tuż przed jego upadkiem, ścieżką przetartą przez garstkę poprzedników.

— Jednym z czynników umożliwiających nam szybkie działanie — opowiadał Charlie — był ten, że mogliśmy się zapoznać z mnóstwem gotowych, niezwykle ciekawych analiz. — Drugim było ich romantyczne podejście do rynków finansowych: świadomie szukali okazji niezwykłych. Przeczesywali rynki w poszukiwaniu zakładów z szansami powodzenia 1:10 wycenionych, jakby wynosiły 1:100. — Szukaliśmy dźwigni — powiedział Charlie. — Dzięki dźwigni osiąga się większy efekt. Gdy ma się łom, przykłada się siłę i dostaje się większą siłę. Chcieliśmy zająć taką pozycję, dla której drobne zmiany stanu świata skutkowały olbrzymią zmianą wartości.

I tu wchodzi na scenę CDO. Mogli nie wiedzieć, co to CDO, ale podświadomie właśnie czegoś takiego szukali, gdyż drobne zmiany stanu świata wywoływały olbrzymie zmiany wartości tego papieru. CDO było dla nich tym samym, co sterta obligacji hipotecznych BBB. Firmy z Wall Street zmówiły się z agencjami ratingowymi, żeby przedstawiać te sterty jako portfel zdywersyfikowanych aktywów, ale każdy, kto miał oczy, mógł zobaczyć, że jeśli zepsuje się jeden kredyt hipoteczny subprime BBB, zepsują się wszystkie, gdyż wszystkie tak samo reagowały na dane warunki ekonomiczne. Kredyty mieszkaniowe subprime na Florydzie przestaną być spłacane w tym samym czasie i z tych samych powodów co kredyty subprime w Kalifornii. A mimo to całe 80 procent CDO złożonego z samych obligacji BBB było ocenione wyżej niż BBB: było tam AAA, AA i A. Żeby zniszczyć parter budynku – obligacje z ratingiem BBB – wystarczyła strata 7 procent w referencyjnej puli kredytów mieszkaniowych. W związku z czym ta sama 7-procentowa strata wystarczy do demolki całego budynku, całego CDO, też zbudowanego z obligacji BBB, bez względu na to, jaki rating wymalowano na wyższych piętrach.

— Załapanie tego zajęło nam całe dwa tygodnie, takie to było zakręcone — powiedział Charlie. — Ale im dłużej przyglądaliśmy się temu, co naprawdę kryje się w CDO, tym częściej wykrzykiwaliśmy: „Jasna dupa, to jakieś kompletne wariactwo. Oszustwo”. Może trudno byłoby dowieść tego w sądzie. Ale to oszustwo.

Była to też niesamowita okazja: rynek uwierzył chyba w swoje własne kłamstwo. Za ubezpieczenie w założeniu bezpiecznych plastrów AA CDO kazał sobie płacić znacznie mniej niż za ubezpieczenie jawnie ryzykownych obligacji BBB. Po co płacić 2 procent rocznie za bezpośredni zakład przeciw obligacjom z ratingiem BBB, skoro można zapłacić 0,5 procent rocznie za w efekcie identyczny zakład przeciw plastrów AA CDO? Płacąc cztery razy mniej, mogli sobie pozwolić na czterokrotnie większy zakład.

Zaczęli obdzwaniać duże firmy z Wall Street, chcąc sprawdzić, czy ktoś będzie starał się ich odwieść od zakupu swapów kredytowych na transze AA CDO.

— To naprawdę wyglądało za dobrze, żeby było prawdziwe — powiedział Jamie. — A kiedy coś wygląda za dobrze, żeby było prawdziwe, próbujemy dowiedzieć się dlaczego.

Swapy próbował załatwić dla nich facet z Deutsche Bank o nazwisku Rich Rizzo, który pracował dla Grega Lippmanna. Wyjaśnił im, że kilka miesięcy wcześniej, w czerwcu 2006, podpisano umowę ISDA standaryzującą CDS-y na CDO (była to inna umowa niż umowa ISDA standaryzująca CDS-y na obligacje hipoteczne). Jak dotąd nikt nie nabył jeszcze swapów kredytowych na plastry AA CDO, co znaczyło, że raczej nie należy się spodziewać istnienia w miarę płynnego rynku tych papierów. Bez płynnego rynku nie mieli pewności, czy uda im się je sprzedać, gdyby zaszła taka potrzeba, podobnie jak nie mieli pewności uzyskania uczciwej ceny.

— Powiedział jeszcze coś — przypomina sobie Charlie — powiedział, że nie dojdzie do tego, żeby

z tymi CDO zaczęło działać się coś złego.

W Cornwall Capital uważali inaczej. Nie mieli pewności, czy kredyty subprime przestaną być spłacane na tyle masowo, żeby spowodować upadek CDO. Wiedzieli tylko, że Deutsche Bank też tego nie wie, podobnie jak nikt inny. Może istniała jakaś „właściwa” cena ubezpieczenia strat w pulach obligacji opartych na pulach niepewnych kredytów, ale na pewno nie wynosiła 0,5 procent.

Oczywiście, gdy zamierza się grać na CDO, dobrze by było wiedzieć, co dokładnie w nich siedzi, a oni wciąż nie wiedzieli. Niesamowite trudności, na jakie natknęli się, poszukując informacji na ich temat, wskazywały na to, że większość inwestorów po prostu darowała sobie ten etap analizy inwestorskiej. Każde CDO składało się z kawałków stu różnych obligacji hipotecznych – które z kolei składały się z tysięcy kredytów. Było niemożliwe albo prawie niemożliwe dowiedzieć się, jakie to kawałki czy kredyty. Nawet agencje ratingowe, które, jak początkowo zakładali, były najlepiej poinformowanym źródłem, nie miały o tym zielonego pojęcia.

— Zadzwońłem do S&P i spytałem, czy mogą mi powiedzieć, co siedzi w CDO — powiedział Charlie. — Na co odpowiedzieli: „Pracujemy nad tym”.

Moody's i S&P przewalały i oceniały sterty obligacji BBB, zakładając, że są one zdywersyfikowane, ale nie mając pojęcia, co się w nich kryje! Zawierano setki transakcji CDO – w ostatnich trzech latach wyemitowano je na kwotę 400 miliardów dolarów – mimo to żadne, na ile się zorientowali, nie zostały należycie zlustrowane. Charlie namierzył wiarygodne źródło informacji o zawartości CDO, firmę gromadzącą dane o nazwie Intex, ale Intex nie oddzwaniał na jego telefony, więc wywnioskował, że pewnie nie interesują ich rozmowy z drobnymi inwestorami. Po jakimś czasie znalazł witrynę internetową, prowadzoną przez Lehman Brothers, o nazwie LehmanLive.<sup>10</sup>

LehmanLive też nie informował dokładnie o składzie CDO, ale udostępniał zgrubną charakterystykę istotnych cech: można było na przykład poznać rok emisji obligacji wchodzących w skład danego CDO oraz zawartość tych opierających się głównie na kredytach subprime. Pomagając sobie rzutnikiem i przepatrując dane wyświetlane na czerwonej ceglastej ścianie studia Juliana Schnabela, Charlie i Jamie szukali dwóch konkretnych cech: CDO z najwyższym udziałem obligacji opartych całkowicie na udzielonych możliwie niedawno kredytach hipotecznych subprime i CDO zawierających najwyższy udział innych CDO. To była kolejna dziwaczna cecha CDO: często po prostu przepakowywano transze niektórych CDO, przypuszczalnie te, które ich twórcy z Wall Street uznali za trudne do sprzedania. Jeszcze bardziej zdumiewające były odwołania cykliczne: CDO „A” zawierało kawałek CDO „B”, CDO „B” zawierało kawałek CDO „C”, a CDO „C” zawierało kawałek CDO „A”! Szukanie złych obligacji siedzących w CDO przypominało wyławianie zawartości szamba: pytanie nie brzmiało, czy się coś wyłowi, tylko jak szybko wyłowi się dość. Same nazwy CDO brzmiały zwodniczo i nie mówiły nic o ich zawartości, emitencie czy zarządzających: Carina, Gemstone, Octans III, Glacier Funding.

— Te nazwy wyciągano chyba z kapelusza — powiedział Jamie. — Wiele z bliżej nieokreślonego powodu nosiło nazwy szczytów Adirondacks.

Sporządzili pośpieszną listę najbardziej w ich przekonaniu nędznych papierów i zadzwonili do kilku brokerów. Niełatwo przyszło im wyśliznąć się z ramion brokerów obsługujących bogatych ludzi i przejść pod opiekę brokerów obsługujących duże instytucje inwestujące na rynku akcji. Jeszcze trudniej było wysmyknąć się brokerom akcji i zdobyć akceptację tych obsługujących rynek obligacji hipotecznych subprime.

— Mnóstwo ludzi, do których dzwoniliśmy, proponowało: hej, może kupicie jakieś akcje! — powiedział Charlie.

Bear Stearns nie mógł się nadziwić, że ci młodzi faceci bez pieniędzy nie dość, że chcą kupić swapy kredytowe, to jeszcze takie wymyślne, jakich nikt wcześniej nie kupował.

— Pamiętam, że mnie rozbawili — wspomina sprzedawca swapów kredytowych z Bear Stearns, który obsługiwał ich pierwsze zapytanie.

W Deutsche Bank powierzono ich opiece dwudziestotrzyletniego młodzika, dla którego byli pierwszymi klientami w życiu.

— Poznałem Bena i Charliego — mówi ten młodzieniec — bo nikt inny w Deutsche Bank nie chciał się nimi zająć. Mieli raptem dwadzieścia pięć milionów, taka kwota nie robi na Deutsche Bank specjalnego wrażenia. Nikt nie chciał odbierać ich telefonów. Ludzie nabijali się z nazwy ich firmy, mówili: „Znów dzwoni Cornhole Capital”.

Ale to właśnie Deutsche Bank okazał się, po raz kolejny, najbardziej skłonny zawrzeć z nimi transakcję. 16 października 2006 kupili od działu transakcji Grega Lippmanna swapy kredytowe na wartość 7,5 miliona transzę CDO AA, noszącą nie wiadomo czemu nazwę Pine Mountain. Cztery dni później swapy na kolejne 50 milionów sprzedał im Bear Stearns.

— Znali skądś Ace’a — powiedział sprzedawca swapów kredytowych z Bear Stearns. — Więc pohandlowaliśmy z nimi.

Charlie i Jamie nie przestawali obdzwaniać każdego, kto przyszedł im do głowy, kto mógł mieć choćby nikłe powiązanie z tym nowym rynkiem, w nadziei, że trafią na kogoś, kto będzie potrafił wyjaśnić im to, co wydawało im się czystym szaleństwem. W końcu miesiąc później znaleźli i zatrudnili eksperta od swojego rynku – gość nazywał się David Burt. Za miarę kokosów zarabianych przez zarządzających kapitałem na rynku obligacji można uznać fakt, że magazyn „Institutional Investor” zabrał się właśnie do sporządzenia listy przebojów, którą zatytułowano „20 wschodzących gwiazd rynku instrumentów o stałym dochodzie”. A za miarę zarobków na podryнку hipotecznych subprime to, że listę otwierał David Burt. Burt pracował dla funduszu obligacji BlackRock, będącego w części własnością Merrill Lynch i zarządzającego portfelem o wartości biliona dolarów. Oceniał dla niego kredyty hipoteczne subprime. Jego zadaniem było identyfikowanie dla BlackRock obligacji, które się zepsują, zanim faktycznie się psuły. Niedawno odszedł z pracy, z nadzieją na założenie własnego funduszu inwestującego w obligacje hipoteczne subprime, i żeby jakoś związać koniec z końcem, skłonny był wspomóc dziwaków z Cornwall Capital za jedyne 50 tysięcy dolarów miesięcznie. Burt dysponował sensacyjnymi informacjami i modelami do ich analizy – umiał na przykład sporządzić prognozę zachowania się kredytów przy różnych scenariuszach kształtowania się cen nieruchomości w podziale na kod pocztowy kredytobiorcy. Po czym na podstawie tych informacji wywnioskować, jaki los czeka konkretne obligacje hipoteczne. Tak uzyskaną wiedzę wykorzystywał, kupując obligacje, które uznał za solidniejsze, i sprzedając te ryzykowne.

Cornwall Capital nie bardzo interesowały te wewnętrzne zawilości. Uznali, że nie ma co przeciągać sprawy, deliberując nad wyborem najlepszych do ich celów hipotek subprime, skoro podejrzewali, że niedługo zawali się cały rynek. Przedstawili Burtowi listę CDO, przeciw którym postawili, i zapytali go o zdanie.

— Jak zwykle szukaliśmy kogoś, kto wytknie nam, gdzie popełniliśmy błąd — powiedział Jamie. — Ale Burt nic takiego nie zrobił. — Powiedział im jedynie tyle, że są prawdopodobnie pierwszymi w historii nabywcami swapów kredytowych na transzę AA CDO. Mało pokrzepiające. Dobrze zdawali sobie sprawę ze swej ignorancji w kwestii rynku CDO; papiery ze swojej listy wybrali w jeden dzień i uważali, że na pewno można było zrobić to sprytniej. — Graliśmy w rzutki — powiedział Jamie — i chcieliśmy nauczyć się rzucać celniej.

Analiza, którą Burt wręczył im kilka tygodni później, zaskoczyła ich nie mniej niż jego: wybrali świetnie.

— Burt uznał, że spisaliśmy się fantastycznie. W naszych CDO było mnóstwo naprawdę parszywych

obligacji — wspomina Charlie. Wtedy nie zdawali sobie jeszcze sprawy, że obligacje w ich CDO są w rzeczywistości swapami kredytowymi na obligacje, co znaczyło, że ich CDO nie były zwykłymi CDO, tylko syntetycznymi CDO. Nie mogli też wiedzieć, że obligacje, na których opierały się te swapy kredytowe, były tymi samymi, które wybrał Mike Burry, Steve Eisman i inni stawiający na spadek rynku. Pod wieloma względami wciąż byli niewiniątkami.

Jak zwykle, tak i tym razem wyzwanie polegało na tym, żeby rola specja od rynków nie okazała się rolą głupca przy pokerowym stole. W styczniu 2007 roku ich mały 30-milionowy fundusz był właścicielem swapów kredytowych na wartość 110 milionów transze AA CDO zabezpieczone na aktywach. Ludzie, którzy im te swapy sprzedali, wciąż nie wiedzieli, co o tym myśleć.

— Wysokość ich zakładów wielokrotnie przewyższała posiadany przez nich kapitał — wspomina młody broker z Deutsche Bank. — Wykorzystali do nich CDS-y na CDO, o których pewnie co najwyżej cztery osoby w całym banku miałyby do powiedzenia coś inteligentnego.

Charlie, Jamie i Ben trochę rozumieli swoje posunięcia, ale jednak nie do końca.

— Mieliśmy jakąś obsesję na punkcie tych transakcji — powiedział Charlie. — I skończyła nam się lista ludzi, z którymi można by je przedyskutować. A nadal nie wiedzieliśmy, kto obstawia drugą stronę. Wciąż szukaliśmy kogoś, kto potrafiłby wskazać, gdzie popełniliśmy błąd. Nie opuszczało nas podejrzenie, że znikowaliśmy. Często dopadała nas myśl, że chyba oszaleliśmy.

Za kilka tygodni miał nastąpić zwrot na rynku i początek kryzysu, ale skąd mieli o tym wiedzieć? Liczyli na to, że teatr, na którego pustej widowni zasiedli, przygotowuje się do wystawienia najbardziej fantastycznego dramatu finansowego ich epoki, ale tego też nie mogli być pewni. Pewni byli jedynie bezmiaru swojej niewiedzy. Któregoś dnia obsługujący ich sprzedawca swapów kredytowych z Bear Stearns wspominał w telefonicznej rozmowie, że za pięć dni zaczyna się w Las Vegas duża coroczna konferencja subprime. W hotelu „Weneckim” będzie można spotkać wszystkie liczące się na rynku hipotecznych subprime postaci, przechadzające się po jego salach z plaketką w klapie. Bear Stearns zamierzał urządzić dla swoich klientów wycieczkę na strzelnicę Las Vegas, gdzie będą mogli postrzelać sobie z wszystkiego, począwszy od glocka, a skończywszy na uzi.

— Moi rodzice byli nowojorskimi liberałami — powiedział Charlie. — Nigdy nie miałem nawet pistoletu zabawki. — Poleciał z Benem do Las Vegas postrzelać sobie z Bear Stearns i poszukać kogoś, kto wreszcie zdoła im wyjaśnić, dlaczego nie powinni stawiać przeciw rynkowi hipotecznemu subprime.

## ROZDZIAŁ 6

### Spider-Man w hotelu „Weneckim”

Partyjka golfa z Eismanem nie bardzo przypominała grę w golfa w towarzystwie innych ludzi z Wall Street. Runda zaczynała się zazwyczaj od ogólnego zakłopotania przy pierwszym tee, jako że przydzwiewek Eismana urągał zwykle dobremu smakowi golfisty z Wall Street. 28 stycznia 2007 roku Eisman zjawiał się w eleganckim klubie „Bali Hai” w Las Vegas ubrany w krótkie spodenki gimnastyczne, koszulkę i tenisówki. Nieznajomi wymieniali spojrzenia; Vinny i Danny zwijali się ze wstydu.

— Ależ Steve — błagał Danny człowieka, który formalnie biorąc, był jego szefem — obowiązuje tu etykieta. Założyłbyś chociaż koszulkę z kołnierzykiem.

Eisman wsiadł do meleksa, podjechał pod budynek klubu i nabył bluzę z kapturem. Bluza przykryła koszulkę i Eisman wyglądał teraz jak facet, który kupił bluzę, żeby zasłonić koszulkę. W bluzie, krótkich spodenkach i tenisówkach Eisman składał się do pierwszego uderzenia. Jak co drugie uderzenie z puli Eismana, tak i to należało potraktować raczej w kategoriach propozycji niż wydarzeń ostatecznych. Niezadowolony z tego, gdzie wylądowała piłeczka, wyciągnął z torby drugą i posłał ją w nowe, lepsze miejsce. Piłka Vinny’ego wylądowała na fairwayu; piłka Danny’ego wylądowała na rough; piłka Steve’a wylądowała na przeszkodzie z piasku. Pomaszerował tam, chwycił piłeczkę i rzucił ją obok piłeczki Vinny’ego. Nie sposób było oskarżyć go o oszustwo, gdyż nie podejmował choćby najbardziej nieśmiały prób tuszowania swoich poczynań. Zdawał się nie zauważać niczego niezwykłego w swym stylu gry. Wyciągając po raz któryś piłkę z jakiejś piaszczystej pułapki czy udając, że nie posłał jej do wody, działał z tą samą niezachwianą pewnością siebie jak za pierwszym razem.

— Ma tak wybiórczą pamięć, że wcześniejsze doświadczenia nie pozostawiają na niej śladu — uznał Vinny.

Eisman grał jak dziecko albo jak osoba zdecydowana ośmieszyć święty rytuał, co wychodziło na jedno.

— Dziwne — powiedział Danny — bo tak naprawdę wcale nie jest taki kiepski.

Po partyjce golfa wyruszyli do hotelu „Wynn” na obiad fundowany przez Deutsche Bank. Eisman pierwszy raz był na konferencji dla ludzi z rynku obligacji i nie wiedząc, co ze sobą począć, powierzył się opiece Grega Lippmanna. Lippmann wynajął osobną salę w jakiejś restauracji i zaprosił Eismana z partnerami na coś, co, jak zakładali, było nie tylko darmowym posiłkiem.

— Nawet jeśli miał dobre chęci, to nigdy bezinteresownie — powiedział Vinny. Obiad będący inicjatywą Lippmanna musiał mieć jakiś ukryty cel; pytanie: jaki?

Jak się okazało, Lippmann miał nowy problem: ceny amerykańskich nieruchomości spadały, wskaźnik niewypłacalności kredytów subprime rósł, a mimo to cena obligacji hipotecznych subprime pozostawała dziwnie niezmienna, podobnie jak koszt ich ubezpieczenia. Lippmann zajmował teraz w obligacjach hipotecznych subprime krótką pozycję na 10 miliardów, co kosztowało go każdego roku 100 milionów składki ubezpieczeniowej, i nie zanosilo się na zmianę.

— Było widać jak na dłoni, że puszczają mu nerwy — powiedział Danny.

Do tej pory jego olbrzymi zakład dotowali inwestorzy tacy jak Steve Eisman, od których pobierał



prowiję za kupno i sprzedaż swapów kredytowych, ale inwestorzy tacy jak Steve Eisman też zaczęli tracić ducha. Niektórzy nawróceni przez Lippmanna neofici zaczęli podejrzewać, że rynek obligacji hipotecznych subprime sterowany jest przez Wall Street, która najwyraźniej nie zamierzała dopuścić do tego, żeby swapy kredytowe przyniosły zysk; inni zastanawiali się, czy inwestorzy trzymający pozycje przeciwne nie wiedzą przypadkiem czegoś, o czym nie wiedzą oni; jeszcze inni mieli dość płacenia składek ubezpieczeniowych za zakład przeciw obligacjom, których cena najwyraźniej nie zamierzała drgnąć. Lippmann urządził wielki mecz przeciągania liny, zgromadził zespół pomagający mu ciągnąć za jego koniec, a teraz członkowie drużyny masowo dezerterowali. Martwił się, że Eisman może też zrezygnować.

Sala teppanyaki restauracji „Okada” składała się z czterech wysp, każda wyposażona była w duży żeliwny hibachi i oddanego kucharza. Lippmann posadził przy każdej z wysp zarządzających funduszami inwestycyjnymi, których namówił do krótkiej sprzedaży obligacji subprime, dając im do towarzystwa inwestorów, którzy na tych obligacjach trzymali pozycję długą. Miał nadzieję, że ludzie z funduszy hedgingowych przekonają się, jakimi głupcami są inwestorzy zajmujący pozycje przeciwne, i przestaną się martwić, że wiedzą coś, czego nie wiedzą oni. Było to sprytnie posunięcie: Danny’ego i Vinny’ego nie opuszczała obawa, że to oni okażą się frajerami przy pokerowym stole Lippmanna.

— Rozumieliśmy rynek kredytowy subprime i wiedzieliśmy, że kredyty się psują — powiedział Vinny. — Ale nie mieliśmy możliwości wglądu w maszynię rynku obligacji. Zjawiliśmy się w Vegas głównie po to, żeby dowiedzieć się, w jaki sposób zostaniemy wyrolowani, zakładając, że do tego dojdzie.

Eisman zajął przewidziane dla niego miejsce między Gregiem Lippmannem a facetem, który przedstawił się jako Wing Chau i oznajmił, że zarządza firmą inwestycyjną o nazwie Harding Advisory. Gdy Eisman zapytał go, jakim dokładnie doradztwem para się Harding Advisory, Wing Chau wyjaśnił, że jest menedżerem CDO.

— Nie miałem pojęcia, że istnieje coś takiego jak menedżer CDO — powiedział Eisman. — Nie sądziłem, że jest czym zarządzać.

Później Eisman nie będzie umiał przypomnieć sobie, jak Wing Chau wyglądał, w co był ubrany, skąd pochodził ani co jadł i pił – zapomni wszystko poza jego poglądami finansowymi. Ale Danny Moses obserwował ich czujnie ze swojego miejsca przy hibachi i zastanawiał się, kim jest ten człowiek, którego Lippmann celowo posadził obok Eismana. Facet był niski, miał typowy dla Wall Street brzusek – nie wielki bęben, tylko niezbędny zapas tłuszczu na zimę. Ukończył Uniwersytet Stanu Rhode Island, uzyskał tytuł MBA na Babson College i większą część życia zawodowego spędził na nudnej pracy w nudnych towarzystwach ubezpieczeń na życie – ale to było kiedyś. Teraz sprawiał wrażenie nuworyszowskiego bogacza.

— Ten jego pełen wyższości uśmieszek — wspomina Danny. Danny nie znał Wing Chau, gdy jednak dowiedział się, że facet jest końcowym nabywcą subprime CDO, wiedział, że ma do czynienia z frajerem. — Wolałem z nim nie rozmawiać — powiedział Danny — bałem się, że go wystraszę.

Gdy Danny i Vinny zobaczyli, że Lippmann posadził Eismana tuż przy frajerze, obaj pomyśleli to samo: „O, nie”. To nie może się dobrze skończyć. Eisman nie umiał nad sobą panować. Gdy tylko się połapie, że facet jest głupcem, nie omieszka mu tego oznajmić i co im z tego przyjdzie? Potrzebowali głupców; tylko głupcy brali drugą stronę ich transakcji. A chcieli zawrzeć ich więcej.

— Zależało nam na tym, żeby ludzie nie dowiedzieli się, co robimy — powiedział Vinny. — Byliśmy szpiegami na misji rozpoznawczej.

Patrzyli, jak Eisman macza swoje edamame w sosjerce z sosem sojowym, którą dzielił z Wing Chau – macza, wysysa, macza, wysysa – i czekali na eksplozję. Nic nie mogli zrobić, jak tylko siedzieć i czekać na widowisko. Eisman miał ciekawy sposób słuchania; nie tyle słuchał, ile poruczał jakimś zakamarkom

swojego umysłu misję zdecydowania, czy rozmówca jest wart uwagi, podczas gdy jego reszta zajmowała się własnymi sprawami. W efekcie mało co docierało do niego za pierwszym razem. Gdy jego umysłowy podwykonawca wykrywał coś interesującego w tym, co się właśnie powiedziało, wysyłał sygnał radiowy do okrętu bazy, który zmieniał wtedy gwałtownie kurs i intensywnie skupiał się na zagadnieniu.

— Mógłbyś to powtórzyć? — prosił Eisman. I się powtarzało! Bo teraz zaczynał słuchać z takim zaangażowaniem i tak selektywnie, że interlokutor czuł się mile połączony.

— Nie spuszczałem z nich wzroku — powiedział Danny. — Steve prosił w kółko: „Mógłby pan powtórzyć? Mógłby pan powtórzyć?”.

Ilekcję Eisman później przystępował do wyjaśniania komuś przyczyn krachu finansowego, zaczynał od tamtego obiadu z Wing Chau. To właśnie wtedy dopiero zrozumiał w pełni znaczenie tak zwanych mezzanine CDO – składających się głównie z hipotek subprime o ratingu BBB – oraz ich syntetycznego odpowiednika: CDO składających się wyłącznie ze swapów kredytowych na obligacje hipoteczne subprime.

— Należy to wyraźnie podkreślić — mówił. — To właśnie one były mechanizmem napędzającym kryzys.

Rysował kilka wież kredytowych. Pierwsza wieża to ułożone na jednej kupce pierwotne kredyty subprime. Na jej szczycie znajdowały się transze AAA, poniżej transze AA i tak dalej do samego dołu, na którym leżały najbardziej ryzykowne transze BBB – obligacje, przeciw którym stawiał Eisman. Firmy z Wall Street brały te transze BBB – najgorsze z najgorszych – i budowały z nich kolejne wieże obligacji: CDO. Skolateralizowane zobowiązania dłużne. A powód tego działania był następujący: agencje ratingowe, którym przysyłano do oceny pliki obligacji opartych na niskiej jakości kredytach, 80 procent tych plików uznawały za transze AAA. Obligacje z tym ratingiem sprzedawano następnie inwestorom – funduszom emerytalnym, firmom ubezpieczeniowym – którym wolno było inwestować tylko w papiery wartościowe o wysokim ratingu. Fakt, że pilotowaniem tego okrętu z ładownikami zapełnionymi tykającymi bombami zajmował się Wing Chau i jemu podobni, był dla Eismana nową informacją. Facet zarządzał portfelem wartym z grubsza 15 miliardów, w którego skład wchodziły wyłącznie CDO oparte na transzach BBB obligacji hipotecznych albo jak dosadnie ujął to Eisman — „gówniano jeszcze bardziej gówniane niż oryginalne hipoteki subprime”. Rok temu głównym nabywcą transzy AAA subprime CDO – a tym samym ogromnej większości CDO – było AIG. Ponieważ AIG wycofała się z rynku, teraz głównymi nabywcami tych papierów byli menedżerowie CDO, tacy jak Wing Chau. Sam Chau generował ogromny popyt na najbardziej ryzykowne plastry obligacji hipotecznych subprime, na które wcześniej nie było chętnych. Popyt ten napędzał nieuchronnie podaż kredytów hipotecznych, stanowiących surowiec do produkcji obligacji. Eisman maczał swoje edamame w tej samej sosjerce, z której korzystał człowiek winny tego, że dziesiątkom tysięcy ludzi pożyczono pieniądze, których nigdy nie będą w stanie oddać.

We FrontPoint Partners na tyle długo grzebali się w tych pożyczkach, że doskonale wiedzieli, iż stopa niewypłacalności wzrosła wystarczająco, by cały portfel Wing Chau był zagrożony utratą wartości.

— Boże — Eisman wyraził współczucie — musi pan przeżywać ciężkie chwile.

— Nie — odparł lekko Wing Chau. — Wszystkiego się pozbyłem.

Mógłby pan powtórzyć?

To był jakiś absurd. Zadaniem menedżera CDO było wybranie spośród firm Wall Street dostawcy obligacji subprime, mających służyć inwestorom w CDO jako zabezpieczenie. Obligacje te powinien następnie zweryfikować. Ponadto powinien monitorować poszczególne obligacje subprime składające się na dany CDO i w porę zastępować najgorsze lepszymi, zanim całkiem się popsują. Tak wyglądało to w teorii; w praktyce inwestorzy, którzy powierzyli pieniądze Wing Chau i tym samym nabyli transze AAA CDO – niemieckie banki, tajwańskie towarzystwa ubezpieczeniowe, japońskie związki zawodowe

farmerów, europejskie fundusze emerytalne, ogólnie biorąc wszystkie instytucje mniej lub bardziej zobowiązane do inwestowania w obligacje o najwyższym ratingu – uczyniły to dlatego, że uważały te instrumenty za bezpieczne, chronione przed stratami, nie wymagające specjalnego nadzoru ani nawet większej uwagi. Menedżer CDO praktycznie nie robił nic, co było powodem, dla którego pchały się do tej pracy różne niewiarygodne typy. „Dwóch gostków i terminal Bloomberga w New Jersey” — tak na Wall Street postrzegano typowego menedżera CDO. Przy czym im mniej rozgarnięci byli ci faceci i im mniej obchodziło ich, jakie obligacje BBB trafiają do ich CDO, tym chętniej firmy z Wall Street uznawały ich za stałych klientów. Zabawa z CDO polegała na tym, żeby wyprać możliwie najwięcej ryzyk hipotecznych subprime, których firmy z Wall Street nie były w stanie sprzedać bezpośrednio. Ostatnie, o czym marzyły, to menedżer CDO zadający mnóstwo niewygodnych pytań.

Rynek obligacji stworzył postać będącą w istocie podwójnym agentem – teoretycznie miała reprezentować interesy inwestorów, ale tak naprawdę dbała o dobro działów transakcji firm z Wall Street. Aby zapewnić dużych, przysyłających grube miliardy inwestorów, że ich interesy leżą im na sercu, menedżerowie CDO zatrzymywali w swoim własnym portfelu coś, co zwano udziałem własnym albo pierwszą stratą — kawałek CDO, który pierwszy tracił wartość, gdy przestawano spłacać kredyty subprime, leżące u samego spodu CDO. Ale menedżer CDO pobierał też z góry opłatę w wysokości 0,1 procent, zanim którykolwiek z jego inwestorów zobaczył choć centa, oraz prowizję w podobnej wysokości z dołu, gdy inwestor otrzymywał swoje pieniądze z powrotem. Ten ułamek procentu nie wydaje się duży, jednak gdy obraca się praktycznie bez nakładu pracy ani kosztów stałych dziesiątkami miliardów cudzych dolarów, zarobek jest dość przyjemny. Kilka lat temu, zarządzając portfelem New York Life Insurance Company, Wing Chau zarabiał rocznie 140 tysięcy. Za rok pracy w charakterze menedżera CDO zgarnął 26 milionów, łup kilkakrotnie przewyższający potencjalne zarobki całego życia w towarzystwie New York Life.

Teraz Chau wyjaśniał Eismanowi, niemal filuternym tonem, że całe ryzyko związane z niespłacalnością referencyjnych kredytów hipotecznych przeniósł po prostu na dużych inwestorów, którzy zatrudniali go, by monitorował dla nich obligacje. W założeniu miał być ekspertem od CDO, ale w rzeczywistości nie bardzo się przejmował, co w nich trzyma. Jego celem, wyjaśnił, była maksymalizacja zarządzanego portfela. Realizował go tak skutecznie, że między styczniem a wrześniem 2007 roku, kiedy to rynek zbankrutował, Harding Advisory był największym na świecie menedżerem CDO subprime. Jednym z innych osiągnięć Harding było zyskanie reputacji pewnego odbiorcy CDO schodzących z imponująco wydajnej taśmy produkcyjnej Merrill Lynch, słynącej nie tylko z tempa produkcji (Merrill wyemitował dwa razy więcej CDO niż następna z kolei firma), lecz także ze stopnia zagospodarowania odpadów przemysłowych (jego CDO okazały się później zdecydowanie najgorsze).

— Facet zarządzał CDO — powiedział Eisman — ale co on niby robił? Byłem przerażony tym, że rynek produktów strukturyzowanych okazał się do tego stopnia obłąkany, że pozwolił zarządzać portfelem CDO osobie w najmniejszym stopniu nie wystawionej na związane z nimi ryzyko. Ludzie płacili mu za „zarządzanie” CDO, jakby ten dureń w czymś im pomagał. Pomyślałem: „Ty kutasie, masz w dupie swoich inwestorów”. — Prawdziwą rolą Chau było słuzenie firmom z Wall Street za kogoś w rodzaju sprzedawcy pod inną marką, gdyż inwestorzy czuli się pewniej, kupując CDO Merrill Lynch nie opatrzone marką Merrill Lynch.

Greg Lippmann nie bez powodu wybrał Eismanowi za towarzystwo przy stole osobę Wing Chau. Jeśli Wing Chau wyczuł dezaprobatę Eismana, nie okazał tego; rozmawiał z Eismanem protekcyjnym tonem, z pozycji osoby wiedzącej lepiej.

— W pewnej chwili powiedział coś, co do reszty mną wstrząsnęło — relacjonuje Eisman. — Powiedział: „Uwielbiam facetów takich jak pan, wszystkich, którzy sprzedają krótko moje papiery. Bez

pana nie miałbym czego kupować”.

Mógłby pan to powtórzyć?

– Powtórzył: „Im bardziej wierzycie w to, że macie rację, tym więcej zawieracie transakcji, a im więcej transakcji, tym więcej towaru mam do sprzedania”.

Wtedy właśnie Steve Eisman w pełni zrozumiał obłąd tego mechanizmu. Zakładali się z Goldman Sachs i Deutsche Bank o los transz BBB obligacji zabezpieczonych hipotekami, nie rozumiejąc w pełni, dlaczego te firmy tak chętnie przyjmowały te zakłady. Teraz znalazł się twarzą w twarz z osobą stojącą po drugiej stronie transakcji swapowej. I zrozumiał: swapy kredytowe wykorzystywane w CDO służyły do powielania obligacji zabezpieczonych na faktycznie udzielonych kredytach hipotecznych. Za mało Amerykanów z żadną zdolnością kredytową zaciągało kredyty, by zaspokoić apetyt inwestorów na produkt końcowy. Wall Street potrzebowała ich zakładów, żeby zsyntetyzować więcej CDO.

— Nie wystarczali im niekwalifikujący się kredytobiorcy, zadłużający się na kupno domów, na które nie było ich stać — powiedział Eisman. — Tworzyli te papiery z niczego. Po sto razy! To dlatego straty systemu finansowego wielokrotnie przewyższają kwotę udzielonych kredytów subprime. Wtedy zdałem sobie sprawę, że tacy jak my są potrzebni do utrzymania maszyny w ruchu. Nie potrafiłem opędnąć się od pytania: „Jakim cudem coś takiego jest dozwolone?”.

Wing Chau nie był świadomy tego, że Greg Lippmann wybrał go, żeby przekonał Steve’a Eisma, że ludzie po drugiej stronie swapów kredytowych są oszustami lub durniami, ale i tak wykonał zadanie. Między kolejnymi czarkami sake wyznał Eismanowi, że woli 50 miliardów w gównianych CDO niż w żadnych, bo zarabia na wielkości portfela. Powiedział Eismanowi, że z wszystkich możliwych nieszczęść najbardziej obawia się wzmocnienia gospodarki USA, gdyż mogłoby ono odwieść fundusze hedgingowe od stawiania większych zakładów przeciw rynkowi hipotecznemu subprime. Eisman słuchał i próbował zrozumieć, jak to możliwe, że inwestor po drugiej stronie jego zakładu ma nadzieję mniej więcej na to samo, na co ma nadzieję on – i jakim cudem jakiegokolwiek towarzystwo ubezpieczeniowe czy fundusz emerytalny mógł powierzyć swój kapitał komuś takiemu jak Wing Chau. Istniała tylko jedna odpowiedź: to rating AAA stanowił dla wszystkich wymówkę pozwalającą ignorować podejmowane ryzyko.

Danny i Vinny obserwowali bacznie tę dwójkę poprzez opary unoszące się nad hibachi. Jak na ich oko, Eisman i Wing Chau wspaniale się dogadywali. Gdy jednak obiad dobiegł końca, usłyszeli, że Eisman połapał się w knowaniach Grega Lippmanna i oświadczył mu:

— Cokolwiek kupuje ten facet, ja chcę to sprzedać. — Lippmann potraktował jego słowa jako żart, ale Eisman był śmiertelnie poważny: chciał postawić przeciw Wing Chau. — Greg — powiedział Eisman — chcę sprzedać krótko jego papiery. W ciemno. — Do tej pory kupował jedynie swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime; od tej chwili zaczął kupować swapy kredytowe na CDO z portfela Wing Chau.

— W końcu spotkał się z wrogiem oko w oko — stwierdził Vinny.

Podczas krótkiego epizodu zakosztowania życia kogoś innego Charlie Ledley zdjął ze ściany beretę, uciętą śrutówkę i uzi. Na chwilę przed swą wyprawą do Las Vegas machnął e-maila do Bena Hocketta, który zamierzał się tam z nim spotkać, i do Jamiego Mai, który tego nie planował. „Myślicie, koledzy, że zrobili nas w trąbę, nie zapraszając na te uciechy?” — pytał.

Nie pierwszy raz Cornwall Capital dowiadywał się o jakiejś ważnej rynkowej imprezie, na którą nikt ich nie zapraszał i na którą musieli wprosić się sami, i ta zapewne nie była ostatnia.

— Zazwyczaj wystarczyło się tam pokazać — powiedział Jamie — żeby zostać wpuszczonym.

W Vegas Charlie znał jedynie kilka osób z działu subprime Bear Stearns, ale nawet z nimi nigdy dotąd

nie spotkał się osobiście. Kiedy wylądował w Las Vegas, przysłali mu e-maila z propozycją spotkania nie na konferencji, ale na strzelnicy kilka mil od miasta.

— Mail zaczynał się od słów: „W niedzielę jedziemy postrzelać”... – Charlie był tak zaskoczony, że zadzwonił do nich z pytaniem, co to znaczy. — Nie bardzo rozumiałem... postrzelać z broni?

W tamto niedzielne popołudnie 28 stycznia nietrudno było w Gun Store zauważyć sprzedawców CDO z Bear Stearns. Przyszli wystrojeni w spodnie khaki i koszulki polo, towarzyszyli im krzepcy panowie w opiętych czarnych podkoszulkach, wyglądający, jakby zrobili sobie dzień urlopu od polowania z lokalną policją na nielegalnych imigrantów. Na ścianie za kasą wisiała fantastyczna kolekcja pistoletów, śrutówek i karabinów maszynowych. Na prawo stały tarcze strzelnicze: zdjęcie Osamy bin Ladena, Osama bin Laden jako zombie, szereg zakapturzonych terrorystów z Al-Kaidy, czarny wyrostek napadający na ładną białą kobietę, azjatycki chuligan wymachujący pistoletem.

— Wyjęli karty kredytowe Bear Stearns i zaczęli kupować amunicję — powiedział Charlie. — Więc zacząłem się zastanawiać, z czego by tu postrzelać. — Największe wrażenie wywarł na nim uzi. Uzi i olbrzymie zdjęcie Saddama Husajna, które wybrał spośród możliwych celów. Śrutówka kopała i obijała ramię, nieporównanie bardziej śmiertelny uzi pracował miękko; przepaść między fizycznym dyskomfortem strzelającego a spustoszeniem, jakie siał karabin, była niesamowita. — Beretta też była fajna, ale nie umywała się do uzi — zachwycił się Charlie, choć po tej zabawie miał niemiłe wrażenie, że pogwałcił jakieś prawo naturalne. Nadal nie znał też odpowiedzi na pytanie, dlaczego go zaproszono. Faceci z Bear Stearns okazali się całkiem sympatyczni, ale żaden słowem się nie zająknął na temat hipotek subprime czy CDO. — Sytuacja była dość dziwna, gdyż nigdy wcześniej tych gości nie spotkałem i byłem tam jedynym klientem Bear Stearns — powiedział Charlie. — Płacili za amunicję, więc zasugerowałem, że mogę zapłacić za kilka swoich rundek, ale uparli się traktować mnie jak klienta. — Oczywiście najbezpieczniejszym sposobem obciążenia swojej firmy kosztami całodziennej zabawy w „Full Metal Jacket” było zaproszenie na nią klienta. I oczywiście najbezpieczniej było zaprosić klienta, z którym robiło się interesy na tak błahą skalę, że jego opinia na temat jakości rozrywki była właściwie bez znaczenia. Fakt, że żadne z powyższych wyjaśnień nie przemknęło Charliemu przez myśl, świadczyło o tym, że jego podejście do świata było niewystarczająco cyniczne. Ale to miało się szybko zmienić.

Następnego ranka Charlie i Ben zwiedzali sale hotelu „Weneckiego”.

— Wszyscy, którzy próbowali coś sprzedać, występowali pod krawatem — relacjonuje Ben. — Żaden z kupujących go nie nosił. Trudno było spotkać kogoś, z kim chciałoby się porozmawiać. Snuliśmy się tam jak para intruzów. — Z uczestników znali jedynie Davida Burta, byłego pracownika BlackRock, któremu teraz bulili co miesiąc 50 tysięcy za wycenę CDO, przeciw którym postawili, ale nie sądzili, by miało to jakieś znaczenie, gdyż i tak zamierzali uczestniczyć głównie w sesjach otwartych, przemówieniach osobistości i dyskusjach panelowych. — Szczerze mówiąc, nie bardzo wiedzieliśmy, po co tam pojechaliśmy — powiedział Ben. — Próbowaliśmy poznać ludzi. Charlie nagabywał mówców schodzących z podium. Szukaliśmy kogoś, kto powie nam coś, dzięki czemu dowiemy się, czy i gdzie popełniliśmy błąd. — Szukali przekonującego odbicia siebie. Kogoś, kto potrafiłby im wyjaśnić, dlaczego to, co rynek uznaje za niemożliwe, jest w najgorszym wypadku mało prawdopodobne.

Charlie wciągał w dyskusje na temat rynku niczego nie podejrzewających rozmówców, którym dopiero po jakimś czasie przychodziło do głowy zapytać go, kim jest albo co tam robi.

— Wszyscy reagowali jednakowo: „Chwileczkę, skąd jesteście?”. Byli całkowicie skonsternowani — powiedział Charlie. — Dziwili się, skąd się tam wzięliśmy.

Facet z agencji ratingowej, na którym Charlie testował założenia strategii inwestycyjnej Cornwall, popatrzył na niego dziwnie i zapytał:

— Jesteście pewni, że wiecie, co robicie?

Rynkowi insiderzy nie podzielali ich poglądów, ale nie umieli przedstawić przekonujących kontrargumentów. Głównym argumentem za subprime CDO było to, że nabywcy CDO nie mają dokąd uciec. Głównym argumentem na obronę kredytów było to, że w swej krótkiej historii nigdy nie doświadczyły wysokiej stopy niewypłacalności. Ekran nad stołami ruletek wyświetlały wyniki ostatnich dwudziestu obrotów koła. Grający mogli zobaczyć, że osiem razy z rzędu wypadło pole czarne, zdziwić się, jak mało prawdopodobna była taka seria, i nabrać przecucia, że mała srebrna kuleczka ma teraz większe szanse zatrzymać się na polu czerwonym. Po to właśnie kasyno kłopotowało się wyświetlaniem wyników ostatnich obrotów koła: miały pomóc hazardzistom nabrać złudnej pewności. Wzbudzić w nich nieprawdziwe przekonanie, które zachęci ich do wyłożenia żetonów na stół. Ogniu łańcucha troficznego na rynku hipotek subprime nabierały się na ten sam podstęp, opierając przewidywania co do przyszłości na krótkiej, statystycznie nieistotnej przeszłości.

— W naszych wszystkich dotychczasowych transakcjach nietrudno było znaleźć bystrych oponentów — powiedział Ben. — W tym przypadku jakoś nam się nie udawało.

— Żadna z osób, z którymi rozmawialiśmy, nie miała żadnych argumentów na poparcie tezy o sile rynku — powiedział Charlie. — Tak naprawdę to nawet nikt się chyba nad tym nie zastanawiał.

Jeden z facetów z działu CDO Bear Stearns zapytany przez Charliego, jak widzi sytuację z CDO w okresie siedmiu lat, odparł:

— Siedem lat? Co mnie obchodzi, co będzie za siedem lat. Dla mnie wystarczy, jak przetrwają dwa.

Trzy miesiące wcześniej, kiedy partnerzy z Cornwall zakupili pierwsze swapy kredytowe na wartość 100 milionów transe AA subprime CDO, sądzili, że zawierają tani zakład na mało prawdopodobne zdarzenie – 500 tysięcy płatne co roku w postaci składki ubezpieczeniowej za możliwość wygrania stu milionów. Z czego można wnosić, że rynek i agencje ratingowe wyceniały szanse niewypłacalności jak 1 do 200. Ich zdaniem były większe, powiedzmy jak 1 do 10. Mimo to zakład ten, jak większość ich zakładów, był strzałem w ciemno. Może inteligentnym strzałem w ciemno, ale niemniej strzałem w ciemno. Im dłużej słuchali ludzi zajmujących się rynkiem subprime, tym większego nabierali przekonania, że obstawienie upadku obligacji AA wcale nie było strzałem w ciemno, to zdarzenie wydawało im się coraz bardziej prawdopodobne. Benowi przemknęło przez myśl wyjaśnienie tego fenomenu: wszyscy ci ludzie uważali upadek rynku hipotecznego subprime za mało prawdopodobny dlatego, że byłby on wielką katastrofą. Sądzili, że tak straszne zdarzenie po prostu nie może zajść.

Pierwszego ranka konferencji Charlie i Jamie podążyli wraz z tysięcznym tłumem uczestników na uroczystość otwarcia, mającą odbyć się w olbrzymiej głównej sali balowej. Jednym z jej punktów miała być dyskusja panelowa, ale jak można było oczekiwać, uczestnicy dyskusji nie palili się do wymiany poglądów, koncentrując się raczej na wygłaszaniu wyważonych, z góry przygotowanych oświadczeń. W ciągu następnych trzech dni wezmą udział w kilkunastu podobnych imprezach i wszystkie okażą się tak samo nużące. Jednak ta sesja różniła się trochę od innych, gdyż jej moderator był albo podchmielony, albo stuknięty. Nazywał się John Devaney, prowadził fundusz hedgingowy o nazwie United Capital Markets inwestujący w obligacje hipoteczne subprime. Devaney od dziesięciu lat sponsorował tę konferencję – nazywała się ASF, American Securitization Forum, częściowo z tego powodu, że nazwa ta brzmiała bardziej dostojnie niż Association for Subprime Lending. Jeśli rynek obligacji hipotecznych subprime miał jakichś moralnych przywódców, John Devaney był jednym z nich. Był też człowiekiem aż nazbyt chętnie afiszującym się swoim bogactwem. Posiadał Renoira, własny odrzutowiec Gulfstream, helikopter i oczywiście jacht. Nieco wcześniej w tym roku zapłacił astronomiczną kwotę za występ komika Jaya Leno.

Teraz, wyglądając jakby całą noc bez jednej chwili drzemki przehulał na mieście, John Devaney wygłaszał wyraźnie improwizowane przemówienie na temat rynku subprime.

— To było niewiarygodne przeżycie — powiedział Charlie. — Facet dał upust strumieniowi świadomości. Wyzwał agencje ratingowe od sprzedajnych dziwek. Powiedział, że papiery wartościowe subprime są nic niewarte. I że wszyscy dobrze o tym wiedzą. Nazwał po imieniu to, co my tylko podejrzewaliśmy. Gdy skończył, zapadła całkowita cisza. Nikt nie zaprotestował. Zignorowali go. Udawali, że nic takiego się nie stało.<sup>11</sup>

Z jednej strony wspaniale było usłyszeć osobę świetnie zorientowaną w rynku, szczerze mówiącą to, co myśli; z drugiej, jeśli rynek zamierza poddać się samokrytyce, to szaleństwo nie potrwa długo. Charlie, Jamie i Ben zakładali, że nie ma pośpiechu, że mają czas na przemyślenie sprawy, zanim zdecydują się dokupić więcej swapów kredytowych na transe AA subprime CDO.

— To przemówienie nas wystraszyło — powiedział Ben. — Uznaliśmy, że na transakcję nie mamy pół roku, tylko tydzień.

Kłopot, jak zwykle, polegał na znalezieniu firmy z Wall Street skłonnej z nimi zahandlować. Jedno ze źródeł ich zaopatrzenia, Bear Stearns, nagle wydawało się bardziej zainteresowane strzelaniem niż robieniem z nimi interesów. W innych się z nich nabijano. Cornhole Capital. Ale w Las Vegas uśmiechnęło się do nich szczęście. Okazało się niespodziewanie, że David Burt, doradca wynajęty przez nich jako analityk CDO, cieszy się w branży poważaniem.

— David Burt był w Vegas bożyszczem — powiedział Charlie. — Zaczęliśmy za nim łączyć. Momencik, ten facet, z którym pan rozmawiał, pracuje dla nas. Możemy chwilkę porozmawiać?

Wynajęte bożyszczce przedstawiło Charliego kobiecie z Morgan Stanley nazwiskiem Stacey Strauss. Obarczono ją zadaniem jak najszybszego znalezienia chętnych nabywców swapów kredytowych. Charlie nigdy nie doszedł, w imię czego skłonna była nagiąć obowiązujące w Morgan Stanley standardy, żeby zahandlować z Cornwall. Charlie zagadnął też faceta pracującego jako analityk rynku obligacji hipotecznych subprime w Wachovia Bank, który brał udział w panelu moderowanym przez szokującego Johna Devaneya. Podobnie jak inni udawał, że nie słyszał jego wystąpienia podczas otwarcia dyskusji panelowej. Po tym, jak Devaney powiedział swoje, facet z Wachovii wygłosił krótką mowę na temat zdrowych fundamentów rynku obligacji hipotecznych subprime. Gdy zszedł z podium, Charlie zasadził się na niego i zapytał, czy Wachovia nie zechciałaby poprzeć swych poglądów czynem i sprzedać mu trochę swapów kredytowych.

Następnego ranka po obiedzie z Wing Chau Eisman wyruszył pooglądać sobie przedstawicieli rynku obligacji i fantastyczne barokowe freski na sufitach. Hotel „Wenecki” – z zewnątrz Pałac Dożów, wewnątrz „Boska Komedia” – zapełniały tysiące białych mężczyzn zarabiających na życie w ten czy inny sposób dzięki hipotekom subprime. Jak wszędzie w Las Vegas, tak i w hotelu „Weneckim” można było zauważyć mnóstwo pozornie przypadkowych efektów zaprojektowanych po to, żeby pogłębić i wykorzystać poczucie nierzeczywistości: dni wyglądały tam jak noce, noce wyglądały jak dni; automaty do gry, do których wrzucało się centy, wypluwały studolarowe banknoty; okazałe pokoje hotelowe kosztowały grosze, oferując książęcy przepych. Wszystko to miało wpłynąć na wyobrażenia gościa o jego szansach i zasobach finansowych, i wszystko to okropnie przygnębiało Eismana: nie lubił hazardu.

— Nie umiałbym oszacować szans wygranej, choćby zależało od tego moje życie — powiedział.

Vinny codziennie wieczorem szedł na kilka partyjek pokera, Danny dołączał do Lippmanna i innych uczestników konferencji obstępujących stoły do gry w kości, a Eisman kładł się spać. Choć fakt, że trader obligacji wybrał grę w kości, uznawał za interesujący. Gra ta dawała graczom złudne poczucie wpływu na sytuację – w końcu to oni rzucali – a pozorne zawiłości maskowały jej idiotyzm.

— Grającym w kości wydaje się, że mogą wpłynąć na liczbę wyrzuconych oczek — powiedział Vinny.



Tysiące poważnych, profesjonalnych finansistów, z których większość jeszcze parę lat temu zajmowała się zupełnie czymś innym, grały teraz w kości pieniędzmi zarobionymi na obligacjach hipotecznych subprime. Branża hipoteczna subprime, którą Eisman znał kiedyś jak nikt na świecie, była wtedy mało znaczącym fragmentem rynków kapitałowych. W kilka lat stała się największym na Wall Street źródłem zysków i etatów – co nie miało żadnego sensu gospodarczego.

— Odnosiłem wrażenie, że przyglądam się bezmyślnej maszynie nie będącej w stanie się zatrzymać — powiedział. To, co czuł, można porównać do wrażenia lokatora nowego domu, który otworzył drzwi do, zdawałoby się, niewielkiej szafy i odkrył za nimi rozległe pomieszczenie. — Brałem udział w konferencjach rynku akcji — mówi Eisman. — Tam było zupełnie inaczej. Konferencję uznawano za sukces, gdy zjechało się pięćset osób. Konferencja w Las Vegas liczyła siedem tysięcy uczestników. Fakt, że w takim tłumie nie spotykało się ludzi od akcji, świadczył o tym, że nikt nie wpadł na to, co my. Nikogo takiego nie spotkaliśmy. Nadal zakładaliśmy, że jesteśmy jedynymi grającymi na spadek.

Eismana nie interesowały przemówienia. Nie interesowały go dyskusje panelowe i wysłuchiwanie drętwych przemówień z kartki. Chciał spotkać się oko w oko z ludźmi najlepiej obeznanymi z branżą. Lippmann przedstawił Eismana i jego partnerów swoim znajomym z działu CDO Deutsche Bank i te pomocne dusze umówiły ich na spotkanie z pośrednikami rynku obligacji: instytucjami udzielającymi kredytów, bankami pakietującymi je w obligacje hipoteczne, bankierami, którzy pakietowali je dalej w CDO, i agencjami ratingowymi, które błogosławiły każdy etap tego procesu. Jediną zainteresowaną, a nieobecną na konferencji stroną byli kredytobiorcy, amerykańscy nabywcy domów, ale nawet i oni w pewnym sensie byli pod ręką, serwując drinki, kręcąc kołami i rzucając kośćmi.

— Vegas kwitło — powiedział Danny. — Właściciele domów usługiwali przy pieprzonych stołach.

Znajomy Danny'ego po nocy spędzonej na mieście wyznał mu, że poznał striptizerkę z pięcioma kredytami pod zastaw domu.<sup>12</sup>

W Deutsche Bank wyznaczono faceta – sprzedawcę CDO Ryana Starka – który miał mieć oko na Eismana i nie dopuścić, żeby ten narozrabiał.

— Już przed konferencją słał mi e-maile — opowiada Danny. — Denerwował się. Mówił: „Chciałbym wyjaśnić cel tych spotkań” albo: „Żeby mieć jasność, po co się spotykamy...”. Pragnął się upewnić, czy nie wypadniemy z roli zainteresowanych kupnem obligacji. — Deutsche Bank przysłał im nawet oficjalne prospekty przeznaczone dla nabywców subprime w charakterze scenariusza, którym mieli się podeprzeć. — Konferencja miała na celu przekonanie publiki, że nadal warto emitować i kupować ten szajs — powiedział Danny. — Było nie do pomyślenia, żeby pałętali się tam szpiedzy od akcji, grający przeciw rynkowi obligacji. Jedynym sposobem zapewnienia sobie możliwości indywidualnych spotkań było nieprzyznanie się, że gramy na jego spadek. Deutsche Bank przydzielił nam przyzwoitkę, chcąc dopilnować, żebyśmy nie popsuli mu kontaktów. Ten sprzedawca miał uczestniczyć we wszystkich spotkaniach i pilnować nas.

Oczywiście próba upilnowania Eismana była z góry skazana na fiasko. Miał się za bojownika, obrońcę uciśnionych, wroga złowrogich mocy. Mniej więcej za kogoś w rodzaju Spider-Mana. Doskonale zdawał sobie sprawę, jak absurdalnie to brzmiało, gdy jego żona oznajmiała czasem ludziom: „Mój mąż myśli, że jest Spider-Manem i tak też się zachowuje”. Eisman nie informował nieznanym o wstrząsającej liczbie podobieństw łączących go z Peterem Parkerem – kiedy zaczęli studiować, co studiowali, kiedy się ożenili i tak dalej, i tak dalej – nie opowiadał im też, że gdy studiował prawo, dopadał najnowszego odcinka komiksu ze Spider-Manem na wpół przekonany, że dowie się z niego, co czeka go w najbliższej przyszłości. Ale Eisman wszędzie widział opowieści, to z ich pomocą wyjaśniał świat, a z pomocą tej konkretnej opowieści wyjaśniał siebie.

Pierwszy sygnał, że Spider-Man nie wykazuje zrozumienia dla cichych ustaleń Deutsche Bank, został

wysłany podczas porannego przemówienia prezesa Option One, instytucji kredytowej będącej własnością H&R Block. Option One pojawiła się na krótko w polu uwagi Eismana siedem miesięcy wcześniej, w czerwcu 2006, gdy ogłosiła niespodziewaną stratę w swoim portfelu kredytów hipotecznych subprime. Strata była niespodziewana, gdyż Option One zajmowała się udzielaniem kredytów i sprzedawaniem ich Wall Street – nie zatrzymywała ryzyka u siebie. Jednak w umowach firmy z Wall Street był zapis pozwalający odesłać kredyty z powrotem do Option One w razie, gdyby kredytobiorcy nie uścili pierwszej płatności.

— Kto bierze kredyt na dom i nie płaci pierwszej raty? — pytał Danny Moses, podsumowując sprawę z jednego punktu widzenia.

— Kto, do cholery, pożycza pieniądze ludziom, których nie stać na pierwszą ratę? — pytał Eisman, podsumowując ją z drugiego.

Gdy prezes Option One doszedł w swym przemówieniu do tematu portfela kredytów subprime swojej firmy, stwierdził, że uporała się z problemem i teraz spodziewa się (niewielkiej) stopy niewypłacalności w okolicy 5 procent. Eisman uniósł rękę. Moses i Daniel zapadli się w fotelach.

— To nie była pora na zadawanie pytań — mówi Moses. — Facet wygłaszał mowę. Zauważył rękę Steve'a i spytał: „Tak?”. „Ten szacunek to prawdopodobieństwo czy możliwość?”, zapytał Eisman. „Prawdopodobieństwo”, odparł prezes i podjął przemówienie.

Eisman znów podniósł rękę i zaczął nią wymachiwać. O nie, pomyślał Moses i zapadł się jeszcze głębiej.

— Steve ciągle powtarza, że najlepiej zawsze zakładać, że próbują człowieka okłamać — powiedział Daniel. — Że z definicji kłamią.

Danny i Vinny doskonale znali opinię Eismana o kredytodawcach subprime, ale nie widzieli potrzeby wyrażania jej w tamtej chwili i w taki sposób. Bo Steve nie podniósł ręki, żeby zasygnalizować chęć zadania pytania. Steve złączył kciuk i palec wskazujący w duży okrąg. Użył palców, żeby przemówiły za niego. A one pokazywały Zero. „Tak?”, zapytał rozdrażniony prezes. „Kolejne pytanie?”. „Nie”, odparł Eisman. „Zero. Tyle wynosi prawdopodobieństwo, że stopa niewypłacalności wyniesie pięć procent. Straty na kredytach subprime będą dużo, dużo większe”. Zanim facet zdążył odpowiedzieć, zadzwoniła komórka Eismana. Zamiast ją wyciszyć, Eisman sięgnął do kieszeni i odebrał. „Przepraszam”, powiedział wstając. „Ważna rozmowa”. Po tych słowach opuścił salę. Dzwoniła jego żona.

— Nie chodziło o nic ważnego — mówi z westchnieniem Valerie. — Wykorzystał pretekst.

Po tym zdarzeniu coś mu się odmieniło, bo przestał szukać zwady i zaczął szukać głębszego zrozumienia. Spacerował po kasynie Las Vegas i z niedowierzaniem przyglądał się odbywającemu się tam widowisku: siedem tysięcy osób i wszystkie najwyraźniej zadowolone ze stanu rzeczywistości. Społeczeństwo, przed którym stały poważne, zagrażające gospodarce problemy, oszukiwało się i umniejszało ich wagę, a głównymi beneficjentami tego omamienia byli pośrednicy finansowi. Jak to możliwe? Eisman zastanawiał się, aczkolwiek tylko przez chwilę, czy przypadkiem czegoś nie przegapił.

— Ciągle pytał: „Co tu się, do cholery, dzieje? Kim, u diabła, są ci wszyscy ludzie?” — wspomina Danny Moses. Krótka odpowiedź na drugie pytanie brzmiała: optymistami.

Rynek hipoteczny subprime w swoim bieżącym wcieleniu nie znał doświadczeń innych jak wzrost. Osoby odnoszące na nim sukcesy mówiły jedno: kupuj. Teraz wprawdzie powinny mówić: sprzedaj — ale nie wiedziały, jak to się robi.

— Od zawsze było wiadomo, że faceci od stałego dochodu mają się za mądrzejszych — powiedział Eisman. — I zasadniczo była to prawda. Nie byłem facetem od stałego dochodu, wszedłem w pozycję, która była zakładem przeciw całej ich branży, i chciałem się dowiedzieć, czy wiedzą coś, czego nie

wiem ja. Naprawdę uważali swój pogląd za taki oczywisty? Naprawdę wszystko było takie proste?

Uczestniczył w poufnych spotkaniach z pożyczkodawcami, bankierami i agencjami oceny, próbując bezskutecznie odkryć motywy tej wiary.

— Przeszedł na tryb uczenia się — powiedział Vinny. — Gdy temat go fascynuje, ciekawość bierze górę nad skłonnością do konfrontacji. Wprawdzie twierdził, że takie zachowanie umożliwiły mu lata terapii, ale prawda wyglądała tak, że wreszcie wszystko zaczynało mu się składać w całość.

Natura Steve'a Eismana kazała mu wierzyć w najgorsze, co zapewniło mu olbrzymią przewagę taktyczną na amerykańskich rynkach finansowych w roku 2007. Jednak w jakiejś części był wciąż tym samym łatwowiernym chłopcem, który pożyczył swój nowy rower zupełnie obcemu dziecku. Zachował umiejętność dziwienia się i wrażliwość. Doświadczenia z Household Finance pozbawiły go wszelkich złudzeń co do interwencji rządu uniemożliwiającej bogatym korporacjom krzywdzenie biednych ludzi. Ale uważał, że wolny rynek powinien sam z siebie zawierać jakieś mechanizmy zdolne temperować wybryki jego uczestników. Teoretycznie taką władzę miały agencje ratingowe. Im bardziej rósł poziom złożoności papierów wartościowych, tym niezbędniejsze się one stawały. Obligację skarbu państwa potrafił ocenić każdy; mało kto rozumiał CDO subprime zabezpieczone hipoteką. Wycena tych pogmatwanych, ryzykownych papierów była naturalną rolą niezależnego arbitra.

— W Vegas stało się dla mnie oczywiste, że cała ta olbrzymia machina zwyczajnie przyjmuje rating za dobrą monetę — powiedział Eisman. — Wszyscy wierzyli ratingowi, dzięki czemu nie musieli się niczym martwić.

Eisman niemal dwadzieścia lat przepracował na Wall Street, ale podobnie jak większość ludzi od akcji, nie miał nigdy okazji spotkać kogoś z Moody's czy Standard & Poor's. Pomijając przydatność agencji ratingowych w ocenie towarzystw ubezpieczeniowych, które z chwilą najdrobniejszego zakwestionowania ich zdolności wywiązania się ze zobowiązań traciły zdolność sprzedaży swych produktów, ludzie od akcji nie zwracali na nie większej uwagi. Teraz Eisman miał okazję zamienić z ich przedstawicielami kilka słów i z miejsca uderzyło go jedno, podobnie zresztą jak Danny'ego i Vinny'ego – ich kaliber.

— Zachodząc na pocztę, od razu zauważa się ogromną różnicę między urzędnikami państwowymi a resztą ludzi — powiedział Vinny. — Ludzie z agencji ratingowej przypominali urzędników państwowych.

Zbiorowo mieli na rynku obligacji władzę większą niż ktokolwiek, ale indywidualnie byli nikim.

— Za mało im płacą — powiedział Eisman. — Najbystrzejsi odchodzą na Wall Street i pomagają manipulować firmą, dla której pracowali. W zawodzie analityka największy prestiż i pieniądze powinny kojarzyć się z pracą w Moody's. Powinna w ich profesji stanowić szczyt kariery. A jest wprost przeciwnie! Nikogo nie obchodzi, czy Goldmanowi podobają się papiery General Electric. Ale jeśli Moody's obniży rating waloru GE, robi się wielka afera. Więc czemu facet z Moody's chce pracować dla Goldman Sachs? To analityk bankowy z Goldman Sachs powinien marzyć o przejściu do Moody's. Tak elitarna powinna być ta praca.

Cała branża opierała się na ocenach agencji ratingowych, ale pracownicy tych agencji byli traktowani jak obcy. Spotykając ich w salach hotelu, łatwo można było wziąć ich za ostatnich pracowników Wells Fargo czy instytucji udzielających kredytów hipotecznych, na przykład Option One. Występowali w Vegas w garniturach, który to fakt mówił już połowę tego, co chciało się o nich wiedzieć – drugą połowę dopowiadały ceny tych garniturów. Większość uczestników konferencji nosiła zwykłe ubrania; tych kilkoro obecnych prawdziwych ważniaków paradowało we włoskich garniturach za trzy tysiące dolarów. (Jedną z niewyjaśnionych zagadek dotyczących osobników płci męskiej z Wall Street stanowiło to, że choć w niuansach mody i krawiectwa byli ignorantami, z miejsca potrafili powiedzieć, ile kosztuje

garnitur innego faceta z Wall Street.) Goście z agencji ratingowych paradowali w granatowych garniturach z J.C. Penney, z krawatami ciut za starannie dopasowanymi kolorystycznie i w ciut za mocno wykrochmalonych koszulach. Nie byli graczami i nie znali ludzi, którzy nimi byli. Płacono im za rating obligacji Lehman, Bear Stearns i Goldman Sachs, ale nie znali facetów z Lehman, Bear Stearns i Goldman Sachs, zarabiających fortuny dzięki wykorzystywaniu luk w modelach ich agencji, nie znali nawet nazwisk tych facetów. Wydawali się posiadać wiedzę wystarczającą do uprawiania swojego zawodu i nic ponad to. Sprawiali wrażenie płochliwych, przestraszonych i unikających ryzyka. Jak ujął to Danny:

— Ich na pewno nie spotka się przy stole do gry w kości.

W Vegas Eisman zdał sobie sprawę, że:

— Agencje ratingowe w ogóle nie dostrzegały problemów, którymi ja się tak gryzłem. Pamiętam, jak siedziałem tam, myśląc: „Jezu, jakie to żalosne”. Kiedy człowiek znajdzie się w obecności potęgi intelektu, z miejsca ma tego świadomość. Gdy znajdzie się w pobliżu Richarda Posnera (profesor prawa), wie, że to Richard Posner. Gdy usiądzie obok kogoś z agencji ratingowej, wie, że gość musi być z agencji ratingowej.

Wnosząc z zachowania tych ludzi, jedyną sprawą naprawdę zajmującą agencje ratingowe było zdobycie jak największej liczby zleceń na ratingi dokonywane na potrzeby banków inwestycyjnych z Wall Street i zgarnięcie jak największych opłat. Moody's, niegdyś spółka prywatna, w roku 2000 weszła na giełdę. Od tego czasu jej dochody niesłychanie wzrosły, z 800 milionów w roku 2001 do 2,03 miliarda w roku 2006. Za olbrzymią część tego wzrostu – na pewno większą niż połowa, ale nie chcieli udzielić Eismanowi informacji o tym, ile większa od połowy – odpowiadał nieklarowny fragment sektora finansów konsumenckich, znany jako finansowanie strukturyzowane. Najpewniejszym sposobem przyciągnięcia strukturyzowanego biznesu była akceptacja założeń sektora finansowania strukturyzowanego.

— Zadawaliśmy wszystkim dwa identyczne pytania — powiedział Vinny. — Jakie są wasze założenia co do cen domów i jakie są wasze założenia co do stopy niewypłacalności kredytów.

Obie agencje ratingowe odpowiedziały, że spodziewają się wzrostu ceny domów, a stopa niewypłacalności wyniesie około 5 procent – przy założeniu prawdziwości tego oszacowania bezpieczne okazywały się nawet obligacje o najniższym ratingu BBB.

— Zupełnie jakby się zmówili, że pięć procent to właściwa liczba — powiedział Eisman. — Wszyscy mówili: pięć procent. Jakby należeli do partii i musieli reprezentować jej oficjalną linię.<sup>13</sup> — Eismanem wstrząsnął fakt, że żadna z osób spotkanych w Las Vegas nie wydawała się czymkolwiek niepokoić. Robili, co robili, niewiele się nad tym zastanawiając.

To właśnie w Las Vegas ostatecznie ukształtował się pogląd Eismana i jego partnerów na rynek obligacji. Jak ujął to Vinny:

— To był moment, gdy powiedzieliśmy sobie: „Cholera jasna, tu nie chodzi tylko o kredyty. To schemat Ponziego”.

Nurtujące ich pytanie: „Czy ludzie rynku obligacji wiedzą coś, o czym nie wiemy my?” zostało w Vegas zastąpione przez: „Czy oni zasługują tylko na wywalenie z roboty, czy powinni trafić za kratki? Czy to otumanienie, czy też celowe działanie?”. Danny uważał, że ogromna większość tych ludzi dała się zaślepić własnym korzyściom i nie była w stanie dostrzec stwarzanego ryzyka. Vinny, zawsze widzący rzeczy w ciemniejszych barwach, powiedział:

— Było tam więcej durniów niż oszustów, ale oszuści mieli większą władzę.

Agencje ratingowe upadły tak nisko, że jeszcze centymetr, a wyleciałyby z rynku, a ich pracownicy wydawali się nie mieć zielonego pojęcia, jak bardzo zostali wyprowadzeni w pole przez firmy z Wall

Street. Vinny'emu utkwilo w pamieci spotkanie z przedstawicielami Fitch Ratings, trzeciej pod wzgledem wielkoscii agencji ratingowej.

— Zdaje sobie sprawe, ze jesteście poniekad niezwiązani z tematem — powiedział do nich z cala uprzejmoscia, na jaka bylo go stac. — Ale sa dwie duze firmy, na ktore wszyscy zwracaja uwage, a potem dopiero wy. Jesli chcecie sie pokazać, sprawic, zeby ludzie was zauwazyli, czemu nie pójdziecie własna droga i nie zdobędziecie się na uczciwość? — Spodziewał się, że porządne chlopy z Fitch Ratings zrozumieją, co sugeruje, i może nawet zachichoczą nerwowo. Zamiast tego wydawali się prawie obrażeni. — Napadli na mnie — powiedział Vinny. — Zupełnie jakby nie rozumieli, co chciałem powiedzieć.

Wyjeżdżając do Las Vegas, mieli krótką pozycję w obligacjach hipotecznych subprime na niespełna 300 milionów. Po powrocie podnieśli ją do 550 milionów, dodając zakłady przeciw CDO produkowanym przez Wing Chau. Biorąc pod uwagę, że aktywa portfela wynosiły niecałe 500 milionów, pozycja stanowiła teraz lwią jego część. Nie poprzestali jednak na tym. Pierwszego dnia po powrocie do biura sprzedali krótko akcje Moody's Corporation, przy cenie 73,25 za akcję, po czym ruszyli na poszukiwania innych firm i ludzi, takich jak Wing Chau, przeciw którym mogliby zagrać.

## Wielka wyprawa po skarby

Charlie Ledley i Ben Hockett wrócili z Las Vegas 30 stycznia 2007 roku przekonani, że cały system finansowy oszalał.

— Powiedziałem do matki: „Myślę, że możemy stać się świadkami upadku demokratycznego kapitalizmu” — wspomina Charlie. — Na co odparła tylko: „Och, Charlie” i zasugerowała z troską, żebym zażył lit.

Stworzyli podejście inwestycyjne wykorzystujące ich umiejętność dystansowania się wobec powszechnej opinii; odkrycie, że są tak pewni swego zdania, było rzeczą nową i poważnie niepokojącą. Jamie wystosował notatkę do swoich partnerów, w której stawiał pytanie, czy obstawiony przez nich zakład nie jest przypadkiem zakładem o upadek społeczeństwa – co znaczyłoby, że rząd nie dopuści, by zrealizował się zgodnie z ich założeniami. „Jeśli zaczną rosnać spready na szerokim spektrum CDO — napisał<sup>14</sup> — będzie oznaczało to znaczny wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia globalnego zatoru systemu finansowego... Fed może zdecydować się na interwencję... Sądzę, że pytanie brzmi, jak wielki musi okazać się krach, żeby zaczęto stawiać pytanie, czy coś nie jest zbyt duże, żeby upaść?”.

Jednym z celów konferencji w Las Vegas było podbudowanie wiary w rynek. W dzień po tym, jak insiderzy rynku hipotecznych subprime wrócili z Las Vegas i zasiedli przy swoich pulpitych transakcyjnych, rynek pękł. 31 stycznia 2007 roku giełdowy indeks ABX obligacji hipotecznych subprime z ratingiem BBB – takich samych jak te, na których bazowały CDO – spadł o ponad jeden punkt, z 93,03 do 91,98. Przez ostatnie kilka miesięcy spadał pomalutku, ze 100 punktów do 93, i nagły ruch o cały punkt zaszokował rynek – i zwiększył niepokój Charliego, że ciut za późno wpadli na tę rewelacyjną okazję i nie zdążą już postawić tyle, ile powinni. Kobieta z Morgan Stanley początkowo dotrzymała słowa: w dziesięć dni doprowadziła do uzyskania ISDA, co zwykle zajmowało miesiące negocjacji. Wysłała Charliemu listę transz CDO z ratingiem AA, na które Morgan Stanley był skłonny sprzedać im swapy kredytowe.<sup>15</sup> Charlie zarywał noce, wybierając, na które postawić, po czym gdy do niej zadzwonił, okazało się, że Morgan Stanley zmienił zdanie. Kobieta powiedziała Charliemu, że cena ubezpieczenia wzrosła do około 100 punktów bazowych (1 procent sumy ubezpieczenia rocznie), gdy jednak następnego ranka zadzwonił do niej z zamiarem dokonania transakcji, cena wzrosła ponaddwukrotnie. Charlie wkurzał się i wyrzekł, że to nie w porządku i że ona i jej szefowie zawalili sprawę. 16 lutego 2007 roku Cornwall zapłacił Morgan Stanley 150 punktów bazowych i kupił swapy kredytowe na 10 milionów nominału CDO o nazwie Gulfstream, cokolwiek to znaczyło.

Pięć dni później, 21 lutego, giełda rozpoczęła notowanie indeksu CDO o nazwie TABX. Od tej chwili Charlie Ledley i wszyscy zainteresowani mogli śledzić na ekranie komputera kurs jednego z CDO. Jego zachowanie potwierdziło tezę Cornwall skuteczniej niż najdłuższe rozmowy z ekspertami rynkowymi. Na koniec pierwszego dnia notowania transza absorbująca straty, gdy odsetek niewypłacalności w puli obligacji bazowych przekraczał 15 procent – transza z ratingiem AA, przeciw której obstawił Cornwall – zamknęła się na 49,25. Straciła ponad połowę wartości. Nastąpił olbrzymi rozziw: jedną ręką firmy Wall Street sprzedawały nisko oprocentowane CDO AA po nominale, czyli za 100; drugą handlowały indeksem składającym się z takich samych obligacji po kursie 49 centów za dolara nominału. Sprzedawcy



z Morgan Stanley i Deutsche Bank zalewali Charliego e-mailami, w których wyjaśniali mu, że nie powinien wyciągać z kursu CDO notowanego na giełdzie żadnych pochopnych wniosków o wartości swoich zakładów przeciwko subprime CDO. To wszystko było bardzo zagmatwane.

Następnego ranka Charlie zadzwonił do Morgan Stanley w nadziei na zakup większych ilości ubezpieczenia.

— Kobieta powiedziała z grubsza tyle: „Bardzo mi przykro, ale już tego nie robimy. Firma zmieniła zdanie”. — Przez noc Morgan Stanley, chętny sprzedawca ubezpieczenia na hipoteczne subprime, postanowił nie sprzedawać ich wcale. — Potem połączyła nas ze swoim szefem, bo się pieniliśmy: „Co to, do cholery, ma znaczyć?”. Usłyszeliśmy: „Słuchajcie, naprawdę nam przykro, ale zdarzyło się coś w innym dziale banku, co poskutkowało decyzją na samych szczytach zarządzania ryzykiem w Morgan Stanley”. I to był koniec naszych transakcji.

Charlie nie miał pojęcia, co spowodowało, że Morgan Stanley się otrząsnął, i nie myślał nad tym zbyt wiele – razem z Benem byli okropnie zajęci namawianiem faceta z Wachovii, którego Charlie poznał w Las Vegas, na robienie interesów z Cornwall Capital.

— Nie mieli wśród klientów ani jednego funduszu hedgingowego i byli nami zainteresowani — powiedział Ben. — Próbowali się wybić. — Wachovia, o dziwo, nadal była skłonna sprzedać im tanio ubezpieczenie obligacji hipotecznych subprime; ryzyko, które jego urzędnicy kredytowi niechętnie podejmowali, to ryzyko bezpośrednich transakcji z Cornwall Capital. Chwilę to zajęło, ale Charliemu udało się załatwić, żeby jego kompani z Bear Stearns od wspólnego strzelania z uzi zgodzili się za opłatą pełnić rolę pośrednika. Szczegóły transakcji na 45 milionów, dogadanej mniej więcej w lutym 2007 roku, dopracowywano jeszcze kilka miesięcy i zawarto ją dopiero w początkach maja. — Wachovia okazała się darem losu — powiedział Ben. — Czuliśmy się, jakbyśmy tkwili dziesięć kilometrów nad ziemią w samolocie, w którym wysiadły silniki, a Wachovia miała wciąż na zbyciu kilka spadochronów. Nikt nie sprzedawał już spadochronów, ale też nikt nie sądził jeszcze, że naprawdę są potrzebne... Potem rynek zamarł.

W portfelu o wartości niespełna 30 milionów Cornwall Capital posiadał teraz swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime o nominale 205 milionów i martwił się głównie tym, że nie posiada ich więcej.

— Robiliśmy wszystko, co w naszej mocy, żeby je dokupić — wspomina Charlie. — Składaliśmy zachęcające oferty. Oddzwaniiali i mówili: „Ojej, prawie się udało!”. Bardzo to przypominało Charliego Browna i Lucy. Chcieliśmy kopnąć piłkę, a oni odsuwali ją nam sprzed stopy. Podnosiliśmy cenę i w tej samej minucie okazywała się za niska.

To nie miało sensu: rynek CDO subprime funkcjonował tak jak wcześniej, mimo to duże firmy z Wall Street nagle straciły zainteresowanie inwestorami, którzy zaopatrywali maszynę w surowiec: nabywcami swapów kredytowych.

— Rzekomo znajdowali się chętni na zajęcie pozycji długich, ale nam nie wolno było zająć krótkiej — powiedział Charlie.

Nie mógł wiedzieć nic pewnego o tym, co działo się w tych firmach, ale mógł wyciągać wnioski: niektórzy traderzy uświadomili sobie, że nadciąga katastrofa i rzucili się do ucieczki z rynku, zanim nastąpi krach.

— Podejrzywałem, że faceci z Bear Stearns sami chętnie kupiliby swapy kredytowe, gdyby mogli — powiedział Charlie. Gyan Sinha, analityk z Bear Stearns, opublikował pod koniec lutego długi traktat dowodzący, że niedawne spadki cen obligacji hipotecznych subprime nie miały nic wspólnego z jakością obligacji, a tylko z wahnięciem „sentymentu rynku”. Charlie wywnioskował z jego lektury, że autor nie ma pojęcia o tym, co dzieje się na rynku. Według analityka Bear Stearns, CDO z ratingiem AA



sprzedawały się po cenie 75 punktów bazowych ponad stopę wolną od ryzyka, z czego by wynikało, że Charlie powinien móc kupić swapy kredytowe za roczną składkę 0,75 procent sumy ubezpieczenia. Mimo to traderzy z Bear Stearns nie chcieli mu ich sprzedać za pięciokrotność tej ceny. — Zadzwońłem do faceta i zapytałem: „Co pan, do cholery, wygaduje?”. Odparł: „Chyba wiem lepiej, w końcu to my sprzedajemy CDO”. Zapytałem go: „Naprawdę dział transakcji dostaje taką cenę?”. Na co odparł, że musi iść, i odłożył słuchawkę.

Ich zakład wydawał im się teraz śmiesznie oczywisty – jakby za półdarmo kupili polisę od pożaru domu, który stał już w płomieniach. Gdyby rynek hipotek subprime miał choć nikły zamiar wykazać się efektywnością, zamknąłby się w tamtej chwili. Przez ponad osiemnaście miesięcy, od połowy 2005 do początków 2007 roku, narastał rozdziew między ceną obligacji hipotecznych subprime a wartością kredytów, na których bazowały. Pod koniec stycznia 2007 roku obligacje – a raczej oparty na nich indeks ABX – zaczął tracić na wartości. Z początku tracił powoli, ale potem gwałtownie – na początku czerwca indeks obligacji subprime z ratingiem BBB zamykał się w okolicach 70 punktów – co oznaczało, że obligacje straciły ponad 30 procent pierwotnej wartości. Wydawało się oczywiste, że ceny CDO zbudowanych z takich samych obligacji powinny również spaść. Jeśli pomarańcze są zgniłe, sok z pomarańczy też jest zgniły.

Ale tak się nie stało. Zamiast tego, w okresie od lutego do czerwca 2007 roku, duże firmy z Wall Street, na czele z Merrill Lynch i Citigroup, wyemitowały i sprzedały nowe CDO na kwotę 50 miliardów.

— Byliśmy całkowicie zbici z tropu — powiedział Charlie. — Bo wszystko wróciło do normalności, choć oczywiście trudno było uznać ten stan za normalny. Wiedzieliśmy, że aktywa zabezpieczające CDO straciły na wartości. A jednak wszystko toczyło się dalej, jakby nic się nie stało.

Można było odnieść wrażenie, że przez chwilę rynek finansowy próbował zmienić kierunek – ale zdał sobie sprawę, że nie może sobie na to pozwolić. Firmy z Wall Street – zwłaszcza Bear Stearns i Lehman Brothers – publikowały raporty zapewniające o sile rynku obligacji. Pod koniec kwietnia Bear Stearns urządził konferencję CDO, na którą wkradł się Charlie. Pierwotny program zawierał prezentację zatytułowaną „Jak zająć krótką pozycję na rynku CDO”. Ostatecznie usunięto ją z programu konferencji – podobnie jak ilustrujące ją slajdy zamieszczone na stronie internetowej Bear Stearns. Moody’s i S&P też zareagowały wymownie. Pod koniec maja obie agencje ratingowe ogłosiły, że postanowiły zrewidować swoje modele oceny obligacji subprime. Charlie i Jamie wynajęli adwokata, żeby zadzwonił do Moody’s i zapytał, czy skoro zamierzają zmienić kryteria oceny, dokonają też zmiany ratingu ocenionych do tej pory obligacji o wartości dwóch bilionów. Moody’s nie uznał tego pomysłu za dobry.

— Staraliśmy się im zasugerować: „Nie musicie zmieniać ratingu wszystkim obligacjom. Wystarczy, że zajmiecie się tymi, na których jesteście krótko” — powiedział Charlie. — Ale oni odparli: „Hmmmm... nie”.

Dla Charliego, Bena i Jamiego było całkiem jasne, że Wall Street podbija cenę CDO, żeby albo przetrzymać straty na nic nie podejrzewających klientów, albo wyszarpnąć ze skorumpowanego rynku parę ostatnich miliardów dolarów. W jednym i drugim przypadku wyciskali i sprzedawali sok z pomarańczy, które były niezaprzeczalnie zgniłe.

— Pod koniec marca 2007 byliśmy już całkiem pewni, że są tylko dwie możliwości — powiedział Charlie. — Albo to wszystko było jednym wielkim przekrętem, albo my do cna zwariowaliśmy. Oszustwo było tak oczywiste, że uznaliśmy, że nie pozostanie bez implikacji dla demokracji. Naprawdę zaczęliśmy się bać.

Obaj znali reporterów piszących dla „New York Timesa” i „Wall Street Journal” – ale ci nie wykazali zainteresowania ich historią. Kolega z „Journala” skontaktował ich z wydziałem ścigania SEC, ale wydział ścigania SEC też nie przejawiał zainteresowania. Ludzie z SEC spotkali się z nimi w swoim

biurze na dolnym Manhattanie i uprzejmie wysłuchali, co mają do powiedzenia.

— To było jak sesja terapeutyczna — wspomina Jamie. — Usiedliśmy i oznajmiliśmy: właśnie przeżyliśmy coś niesamowitego.

Ale wyczuli u publiczności brak zrozumienia.

— Może mieliśmy dziki wyraz oczu albo coś — powiedział Charlie. — Ale oni i tak nie znali się na CDO ani papierach wartościowych zabezpieczonych aktywami. Opowiedzieliśmy im o naszej transakcji, ale jestem więcej niż pewny, że nic z tego nie zrozumieli. — SEC nie zajęła się problemem.

Cornwall stanął przed pilniejszym problemem niż upadek społeczeństwa, jakim je znamy: upadek Bear Stearns. 14 czerwca 2007 roku Bear Stearns Asset Management, firma CDO podobna do funduszu Wing Chau, prowadzona przez byłych pracowników Bear Stearns przy cichym wsparciu firmy matki, oświadczyła, że poniosła stratę na transakcjach hipotekami subprime, zamierza odpisać na straty aktywa hipoteczne w wysokości 3,8 miliarda dolarów i zlikwidować fundusz. Dopiero wtedy dla Cornwall Capital stało się jasne, dlaczego Bear Stearns jako jedyny tak chętnie sprzedawał im ubezpieczenie CDO.

— Bear wykazywał w CDO płynność, której nie potrafiłem sobie wytłumaczyć — powiedział Ben. — Musieli mieć stałego nabywcę. Nie mam pewności, czy nasze transakcje szły bezpośrednio do ich funduszy, ale nie bardzo wiem, co innego mogliby z nimi zrobić.

I w tym leżał nowy problem: 70 procent swapów kredytowych Cornwall pochodziło z Bear Stearns. Ponieważ Bear Stearns był duży i ważny, a Cornwall Capital był tylko garażowym funduszem, Bear Stearns nie miał obowiązku wnosić depozytu zabezpieczającego na rzecz Cornwall. Ich fundusz musiał liczyć się teraz z poważnym ryzykiem, że Bear Stearns nie będzie w stanie spłacić swoich hazardowych długów. Cornwall Capital nie mógł nic w tym względzie uczynić, pozostawało mu zadowolić się konstatacją, że nie tyle Bear Stearns kształtował biznes subprime, ile biznes subprime zmienił Bear Stearns.

— Odwrócili się od mało ryzykownych operacji maklerskich, żeby zająć się subprime — powiedział Jamie. Jeśli rynek subprime zatonie, Bear Stearns pójdzie na dno razem z nim.

W marcu tego roku Cornwall kupiło od brytyjskiego banku HSBC swapy kredytowe na wartość 105 milionów papierów dłużnych Bear Stearns – jednym słowem postawili na jego upadek. Jeśli Bear Stearns upadnie, HSBC będzie im winne 105 milionów. Dzięki tej transakcji przenieśli ryzyko plajty Stearns na HSBC. HSBC był trzecim największym bankiem na świecie i jedną z tych instytucji, których upadek był nie do pomyślenia. Jednak 8 lutego 2007 roku HSBC zatrzęsało rynkiem, ogłaszając, że niespodziewanie poniosło dużą stratę na portfelu kredytów hipotecznych subprime. Bank wszedł na rynek amerykańskich kredytów subprime w roku 2003, poprzez kupno Household Finance, największej w Stanach Zjednoczonych instytucji udzielającej kredytów konsumenckich. Tę samą Household Finance, z powodu której Steve Eisman zmienił swoje nastawienie do Wall Street ze sceptycznego na cyniczne.

Ze społecznego punktu widzenia powolny i być może manipulowany upadek wielobilionowego rynku amerykańskich obligacji był katastrofą. Z punktu widzenia funduszy hedgingowych stanowił życiową okazję. Steve Eisman zaczynał jako menedżer funduszu equity o aktywach 60 milionów, teraz zajmował krótką pozycję na około 600 milionów w różnych papierach wartościowych związanych z subprime i chętnie ją zwiększył.

— Nie zawsze mógł zmanifestować swoje poglądy poprzez transakcje — mówił Vinny. — Tym razem było to możliwe.

Jednak swobodę działania Eismana ograniczał FrontPoint Partners, a co za tym idzie Morgan Stanley. Danny Moses, główny trader FrontPoint, znalazł się między młotem a kowadłem. Z jednej strony Eisman, z drugiej ludzie zarządzający we FrontPoint ryzykiem, którzy chyba nie bardzo orientowali się w sytuacji.

— Wydzwaniiali do mnie i prosili: „Mógłbyś namówić Steve’a, żeby pozbył się trochę tych swapów?”. Szedłem do Steve’a, a Steve mówił: „Kaź im się odchrzanić”. To kazałem im się odchrzanić. — Ale zarządzający ryzykiem nie odpuszczali, hamując fantazję Eismana. — Gdyby ryzyko powiedziało nam: bardzo nam dobrze z tymi papierami, możecie wziąć dziesięć razy tyle — powiedział Danny — to Steve wziąłby dziesięć razy tyle. — Greg Lippmann zalewał ich teraz mnóstwem wszelakich ponurych wieści na temat rynku hipotecznego i jak nigdy wcześniej, Vinny i Danny zaczęli ukrywać te informacje przed Eismanem. — Baliśmy się, że wypadnie z pokoju i krzyknie: „Bierzcie bilion!” — powiedział Danny.

O dziwo, na wiosnę roku 2007 rynek obligacji hipotecznych subprime trochę się wzmocnił.

„Wpływ problemów z subprime na szerszą gospodarkę i rynki finansowe wydaje się ograniczony” — cytowały Bena Bernanke, przewodniczącego Rezerwy Federalnej, wydania gazet z 7 marca.

— W marcu i kwietniu zawsze poprawia się jakość kredytu — skomentował Eisman.

Powodem tego wiosennego polepszenia są zwroty podatkowe. Można by się spodziewać, że ludzie zamieniający kredyty w zbywalny papier wartościowy powinni znać takie fakty. I chyba znali. Mimo to zmniejszyli widełki spreadu. Pomyśleliśmy, że to debilizm. Czy oni do reszty powariowali? — Dziwne, ale giełda papierów wartościowych rosła w najlepsze, a ekran w dziale transakcji FrontPoint bezustannie pokazywał sygnał kupna.

— Wyłączyliśmy CNBC — powiedział Danny Moses. — Ta utrata kontaktu z rzeczywistością stała się nie do wytrzymania. Jeśli zdarzało się coś przykrego, wykręcali kota ogonem i udowadniali, że jest wręcz przeciwnie. Gdy zdarzało się coś pozytywnego, rozdmuchiwali to ponad wszelkie proporcje. Robili ludziom papkę z mózgu. Nie można pozwalać tak się otumaniać.

Po powrocie z Las Vegas zajęli się nękaniami agencji ratingowych i speców z Wall Street od manipulowania ich modelami, mając nadzieję uzyskać jakieś dodatkowe informacje.

— Próbowaliśmy się wywiedzieć, co, jeśli cokolwiek, skłoni agencje do obniżenia ratingu — powiedział Danny.

Przy okazji dowiadawali się różnych niepokojących ciekawostek. Często zastanawiali się, dlaczego agencje ratingowe nie podchodzą bardziej krytycznie do obligacji bazujących na kredytach hipotecznych subprime ze zmiennym oprocentowaniem. Jedynym majątkiem pożyczkobiorców subprime była często kupa starych kuchennych gratów. Niewielu, jeśli jacyś w ogóle, powinno brać na siebie ryzyko rosnącej wysokości raty. Mimo to większość kredytów skonstruowano tak, że właściciel domu płacił przez pierwsze dwa lata stałe oprocentowanie na wabia, powiedzmy 8 procent, po czym z początkiem trzeciego roku stopa procentowa rosła zawrotnie, powiedzmy do 12 procent, i już zawsze była zmienna i koszmarnie wysoka. Nietrudno było zrozumieć, dlaczego firmy udzielające kredytów, jak na przykład Option One i New Century, preferują takie rozwiązanie: po dwóch latach kredytobiorca albo przestawał kredyt spłacać, albo występował o jego refinansowanie. Brak spłaty był dla tych firm kwestią obojętną, bo nie one ponosiły ryzyko kredytowe; refinansowanie stanowiło okazję do ponownego zarobku na pożyczkobiorcy. Obdzwanianając na przemian agencje ratingowe i firmy pakietujące obligacje subprime, Eisman dowiedział się, że agencje ratingowe zakładały po prostu, że prawdopodobieństwo spłaty rat przy oprocentowaniu 12 procent – które oznaczało dla posiadaczy obligacji większy przepływ gotówki – jest takie samo jak przy oprocentowaniu 8 procent. Obligacje bazujące na kredytach o stopie zmiennej otrzymywały wyższy rating niż obligacje bazujące na stopie stałej – co z kolei wyjaśniało, czemu w ostatnich pięciu latach ich udział w pulach kredytów wzrósł z 40 do 80 procent.

Mnóstwo tych kredytów przestawało być teraz spłacanych, ale cena obligacji subprime nie spadała – ponieważ Moody’s i S&P wciąż nie zmieniały swej oficjalnej opinii o nich, co było bardzo niepokojące. Jako inwestor equity, FrontPoint Partners był obsługiwany przez maklerów giełdowych z Wall Street. Eisman poprosił sprzedawców akcji z Goldman Sachs, Morgan Stanley i innych o zorganizowanie

spotkania z ludźmi od obligacji.

— Wszystkim zadawaliśmy to samo pytanie — mówi Eisman. — Gdzie w tym wszystkim są agencje ratingowe? I zawsze spotykaliśmy się z tą samą reakcją. Czysto fizyczną, bo nigdy nie odpowiedzieli choć jednym słowem. Tylko się uśmiechali. — Nie przestawał drążyć, zadzwonił do S&P i zapytał, co stanie się ze stopą niewypłacalności w razie spadku cen nieruchomości. Człowiek z S&P nie mógł przyznać: nasz model cen nieruchomości nie przyjmuje ujemnej stopy wzrostu. — Po prostu zakładali, że ceny domów będą rosły nadal — mówi Eisman. [16](#)

W końcu wszedł z Vinnym do metra i pojechali na Wall Street spotkać się z kobietą z S&P o nazwisku Ernestine Warner. Warner pracowała jako analityk w dziale monitoringu. Dział ten miał za zadanie monitorować obligacje subprime i degradować je w przypadku niespłacalności kredytów, na których bazowały. Kredyty się psuły, ale obligacjom nie obniżano ratingu – więc Eisman po raz kolejny zastanawiał się, czy S&P wie, co robi, czy też nie.

— Decydując się na krótką sprzedaż obligacji, dysponowaliśmy tylko danymi z poziomu puli — powiedział. Dane z puli pozwalają sporządzić ogólną charakterystykę: średnie wyniki FICO, średni stosunek kredytu do wartości nieruchomości, średnia liczba kredytów bez dokumentów i tak dalej – ale nie dają wglądu w poszczególne kredyty. Dane z puli mówią na przykład, że 25 procent kredytów hipotecznych w danej puli jest ubezpieczone, ale nie wiadomo, które to, czy te bardziej narażone na ryzyko braku spłaty, czy te narażone mniej. Nie sposób było ustalić, do jakiego stopnia Wall Street zmanipulowała ten system. — Oczywiście wierzyliśmy, że agencje ratingowe dysponują większą liczbą danych od nas — powiedział Eisman. — Ale nie dysponowali.

Ernestine Warner pracowała na tych samych zgrubnych danych dostępnych dla traderów, co Eisman. To było obłąkane: ekspert decydujący o ratingu obligacji nie miał dostępu do istotnych informacji.

— Gdy zapytaliśmy ją dlaczego — powiedział Vinny — odparła: emitenci nam tego nie dają. Straciłem cierpliwość: „No to zażądajcie!”. Popatrzyła na nas wzrokiem, z którego jasno wynikało, że jest bezsilna. No to pytamy: „Kto tutaj rządzi? To wy jesteście szefami. Wy jesteście policją! Każcie im, do cholery, przysłać sobie te dane!!!”. — Eisman wywnioskował, że S&P obawiała się, że gdyby zażądali od Wall Street danych, Wall Street po prostu poprosiłaby o rating Moody's. [17](#)

Eisman jako inwestor miał prawo uczestniczyć w kwartalnych telekonferencjach organizowanych przez Moody's, ale nie wolno mu było zadawać pytań. Mimo to ludzie z Moody's ze zrozumieniem reagowali na jego potrzebę żywszych kontaktów, a prezes firmy, Ray McDaniel, zaprosił nawet Eismana i jego zespół do swego biura, którym to gestem na zawsze zjednał sobie Eismana.

— Czy faceci od krótkiej sprzedaży są gdzieś mile widziani? — zapytał Eisman. — Gdy sprzedaje się rynek, ma się wszystkich przeciw sobie. Jediną firmą, która mimo to się ze mną spotkała, był Moody's.

Z wyprawy do Las Vegas Eisman i partnerzy wrócili przekonani, że świat stanął na głowie, i zakładali, że Raymond McDaniel też zapewne to zauważył.

— Ale siedzimy sobie tam — wspomina Vinny — a on oświadcza nam z pełnym przekonaniem: „Naprawdę uważam, że nasz rating okaże się prawidłowy”. A Steve podskakuje na krześle i pyta: „Co pan powiedział?”, jakby facet wypowiedział właśnie najbardziej niedorzeczne zdanie w historii finansów. McDaniel powtórzył. A Eisman po prostu roześmiał mu się w nos. Wychodząc, powiedziałem z rewerencją: „Z całym należnym szacunkiem, sir, żyje pan w świecie iluzji”.

To nie był Fitch czy S&P. To był Moody's. Arystokracja ratingu, w 20 procentach własność Warrena Buffetta. A Vincent Daniel z Queens wygarnął jego prezesowi, że jest głupcem albo oszustem.

W początkach czerwca rynek obligacji hipotecznych subprime podjął na nowo nieprzerwany marsz w dół i pozycje FrontPoint ruszyły – ich wartość rosła najpierw o tysiące, później o miliony dolarów na dzień.

— Wiem, że zarabiam. Ale kto w takim razie traci? — pytał często Eisman. Zdążyli już sprzedać krótko akcje firm udzielających kredytów hipotecznych i deweloperów. Teraz dodali do swych krótkich pozycji akcje agencji ratingowych. — Na ratingu CDO zarabiali dziesięć razy tyle, ile na ratingu obligacji GM — powiedział Eisman — ale teraz miało się to skończyć.

Przyszedł czas skierować uwagę na bijące serce kapitalizmu, duże banki inwestycyjne Wall Street.

— Nasza teza zakładała, że maszyna sekurytyzacyjna, źródło wielkich zysków Wall Street, niebawem stanie — mówi Eisman. — A kiedy to nastąpi, ich dochody spadną. — Jednym z powodów, dla których Wall Street wykombinowała to „finansowanie strukturyzowane”, był ten, że staroświecki biznes z dnia na dzień przynosił coraz mniejsze zyski. Dochody z pośrednictwa w obrocie akcjami, podobnie jak dochody z pośrednictwa w obrocie bardziej konwencjonalnymi obligacjami, zmalały z racji konkurencji Internetu. Z chwilą, gdy rynek przestanie kupować obligacje hipoteczne subprime i CDO bazujące na tych obligacjach, banki inwestycyjne znajdą się w tarapatkach. Latem 2007 roku Eisman nie podejrzewał, że firmy te są na tyle niemądre, żeby inwestować w swoje własne twory. Zauważył jednak, że w ostatnich paru latach wzrósł dramatycznie wskaźnik zadłużenia kapitału własnego tych firm. Oczywiście zauważył też, że za pożyczone pieniądze trzymają coraz więcej ryzykownych aktywów. Ale nie mógł wiedzieć, jaka jest natura tych aktywów. Obligacje spółek z ratingiem AAA czy CDO AAA subprime? — Trudno było wywnioskować coś pewnego — powiedział. — Brakowało na ten temat informacji. Nie wiadomo było, co mają w bilansie. Naturalnie zakładałem, że pozbywają się tego główna zaraz po wyprodukowaniu.

Jednak połączenie nowych faktów i bezpośredni kontakt z ludźmi zarządzającymi dużymi firmami i agencjami ratingowymi rozbudził podejrzliwość Eismana. Pierwszym nowym faktem było oświadczenie HSBC, w lutym 2007, że stracił dużo pieniędzy na kredytach subprime, i drugie ogłoszenie, w marcu, że pozbywa się swego portfela subprime.

— HSBC miał być pozytywnym bohaterem tej historii — powiedział Vinny. — Miał zrobić porządek w Household. Pomyśleliśmy, kurczę blade, skoro u nich dzieje się źle, to co z innymi?

Drugim nowym faktem były wyniki Merrill Lynch za drugi kwartał. W lipcu 2007 Merrill Lynch ogłosił, że ma za sobą kolejny rewelacyjnie zyskowy kwartał, ale przyznał, że odnotował spadek dochodów z transakcji hipotecznych z powodu strat na obligacjach subprime. Z tego, co dla większości inwestorów brzmiało jak banalna informacja, Eisman wyczytał rzecz istotną: Merrill Lynch posiada znaczący pakiet papierów hipotecznych subprime. Główny dyrektor finansowy Merrill, Jeff Edwards, powiedział „Bloomberg News”, że rynek nie ma się czym martwić, gdyż „czynne zarządzanie ryzykiem” pozwoliło Merrill Lynch zredukować ekspozycję w obligacjach subprime o niższym ratingu. „Nie chcę się teraz zagłębiać w temat, jak nasze pozycje zmieniały się z czasem” — powiedział Edwards, ale zagłębił się wystarczająco, żeby powiedzieć, że rynek przykłada zbyt wielką wagę do tego, co Merrill robi z obligacjami hipotecznymi subprime. Albo, jak ujął to okრężnie Edwards: — „W pewnym kraju przykłada się nieproporcjonalne znaczenie do pewnej klasy aktywów”.

Eisman tak nie uważał – i dwa tygodnie później przekonał analityka UBS, Glenna Schorra, żeby towarzyszył mu podczas kameralnego spotkania Edwardsa z największymi udziałowcami Merrill Lynch. Dyrektor finansowy Merrill zaczął je od zapewnienia, że drobny problem z subprime, jakiego doświadczyła Merrill Lynch, jest pod kontrolą modeli Merrill Lynch.

— Spotkanie dopiero się zaczęło — opowiada ktoś z jego uczestników. — Jeff jest w trakcie wygłaszania uwag wstępnych, gdy Steve wybuchnął: „Ale wasze modele są błędne!”. W sali zapadła bardzo krępująca cisza. Nie wiadomo było, czy się roześmiać, czy może spróbować wymyślić jakieś pytanie, żeby wrócić do tematu. Steve siedzi przy stole i zaczyna teatralnie zbierać papiery, jakby chciał powiedzieć: jeśli to było niegrzeczne, już sobie idę.

Z punktu widzenia Eismana całe to wydarzenie było uprzejmą wymianą poglądów, po której stracił

zainteresowanie.

— Nie zostało nic do powiedzenia. Po prostu uznałem, że facet nie rozumie tematu.

Gdy patrzyło się z zewnątrz, molochy z Wall Street wydawały się zdrowe i silne; jednak Eisman zaczął podejrzewać, że pod powierzchnią kryją się nie tylko problemy z utratą dochodu. Jeśli naprawdę uważały, że rynek hipotecznych subprime nie niesie dla nich zagrożenia, tenże rynek hipotecznych subprime mógł okazać się ich końcem. Zaczął z zespołem poszukiwać ukrytego ryzyka subprime: kto ukrywa co?

— Nazwaliśmy to wielką wyprawą po skarby — powiedział. Nie wiedzieli, czy te firmy są w jakiś sposób zaangażowane po przeciwnej stronie ich zakładów na obligacje subprime, ale im bardziej się im przyglądali, tym większą zyskiwali pewność, że one też tego nie wiedzą. Eisman chodził na spotkania z dyrektorami finansowymi firm z Wall Street i zadawał im najbardziej podstawowe pytania dotyczące ich bilansów. — Nie umieli odpowiedzieć — powiedział. — Nie znali własnych bilansów. — Raz zaproszono go na spotkanie z dyrektorem generalnym Bank of America, Kenem Lewisem. — Siedziałem tam i słuchałem, co ma do powiedzenia. Doznałem olśnienia. Powiedziałem sobie: „Wielkie nieba, facet kompletnie nie orientuje się w sytuacji!”. Zapaliła mi się lampka. Szef jednego z największych banków na świecie nie zdaje sobie sprawy z zagrożenia! — Sprzedali krótko akcje Bank of America, podobnie jak akcje UBS, Citigroup, Lehman Brothers i paru innych firm. Nie wolno im było zagrać na spadek Morgan Stanley, gdyż byli własnością tej firmy, ale gdyby mogli, zrobiliby i to. W niedługim czasie po tych transakcjach złożył im wizytę Brad Hintz, znany i poważany analityk z Sanford C. Bernstein & Co., który zajmował się tymi firmami. Hintz zapytał Eismana, jakie ma zamiary.

— Właśnie zagraliśmy na spadek Merrill Lynch — odparł Eisman.

— Dlaczego? — zapytał Hintz.

— Mamy prostą tezę — powiedział Eisman. — Szykuje się kataklizm, a gdzie jest kataklizm, tam jest i Merrill.

Gdy wskutek błędnego doradztwa zbankrutowało Orange County, Merrill tam był. Gdy splajtował Internet, Merrill tam był. Gdy w latach 80. urwał się ze smyczy trader obligacji i stracił setki milionów dolarów, poszkodowanym był Merrill. Tak rozumował Eisman: kategoriami porządku dziobania Wall Street. Na tym podwórku rolę osiłka grał Goldman Sachs. Merrill Lynch był słabeuszem, któremu powierzano najmniej przyjemne zadania i który był szczęśliwy, jeśli w ogóle pozwalano mu wziąć udział w zabawie. Zabawa, jak widział ją Eisman, nazywała się „kto silniejszy” i jego zdaniem Merrill Lynch zajął wyznaczone mu miejsce.

17 lipca 2007, na dwa dni przed tym, jak Ben Bernanke, przewodniczący Rezerwy Federalnej, oznajmił Senatowi, że jego zdaniem straty w sektorze rynku hipotecznego subprime powinny zamknąć się w kwocie 100 miliardów, FrontPoint zrobiło coś niezwykłego: zorganizowało własną telekonferencję. Była ona przeznaczona dla niewielkiej grupy ich inwestorów, ale tym razem dopuścili do udziału ludzi z zewnątrz. Steve Eisman stawał się popularny.

— Steve był jednym z mniej więcej dwóch inwestorów, którzy w pełni rozumieli sytuację — powiedział jakiś znaczący analityk Wall Street.

W telekonferencji uczestniczyło pięćset osób chcących poznać zdanie Eismana, a kolejne pięćset zalogowało się później, żeby odsłuchać nagranie. Eisman wyjaśnił alchemię mezzanine CDO i oświadczył, że tylko na tym fragmencie rynku spodziewa się strat w wysokości 300 miliardów.

— Jeśli chcecie ocenić sytuację — powiedział słuchaczom — wyrzucie swoje modele do śmieci. Te modele opierają się na przeszłości. W najmniejszym stopniu nie uwzględniają tego, co dzieje się współcześnie... Ludzie od sekurytyzacji będą musieli po raz pierwszy w życiu poważnie przemyśleć to i owo. — Następnie wyjaśnił, że agencje ratingowe są moralnymi bankrutami i żyją w strachu przed

bankructwem faktycznym. — Agencje ratingowe są śmiertelnie przerażone — powiedział. — Są śmiertelnie przerażone swoim brakiem reakcji, bo wyjdą na głupców, jeśli nic nie zrobią. — Spodziewał się, że ponad połowa wszystkich kredytów hipotecznych, o wartości wielu bilionów dolarów, przyniesie straty. — Jesteśmy w trakcie jednego z największych eksperymentów społecznych w historii tego kraju — powiedział Eisman. — Nie okaże się on zabawny... Myślicie, że to, co się dzieje, jest okropne. Najgorsze dopiero przed nami.

Kiedy skończył, kolejny mówca, Anglik, który zarządzał odrębnym funduszem w ramach FrontPoint, zwlekał z rozpoczęciem wystąpienia.

— Przepraszam — powiedział cierpko — musiałem dojść do siebie po tym, jak usłyszałem od Steve'a, że zbliża się koniec świata. — Wszyscy się roześmieli.

Później tego samego dnia inwestorów upadłego funduszu hedgingowego Bear Stearns poinformowano, że ich 1,6 miliarda zainwestowane w CDO AAA oparte na obligacjach subprime nie tylko straciło na wartości, ale przestało mieć jakąkolwiek wartość. Eisman zyskał teraz pewność, że wiele z największych firm na Wall Street nie rozumiało własnych ryzyk i że są zagrożone. U podstaw jego przekonania leżało wspomnienie lunchu z Wing Chau – kiedy to zdał sobie sprawę z kluczowego znaczenia mezzanine CDO i postawił przeciw nim wielką stawkę. Co oczywiście znów prowadziło do pytania: co dokładnie siedzi wewnątrz CDO?

— Nie miałem cholernego pojęcia, czego tam napakowali — powiedział Eisman. — Nie było jak tego przeanalizować. Nie można było powiedzieć: dajcie mi tu takie, w których siedzi tylko Kalifornia. Nikt nie wiedział, co w nich siedzi.

Dowiedzieli się jednak wystarczająco dużo, żeby wiedzieć, jak ujął to Danny: że to takie samo gówno jak to, co już sprzedaliśmy krótko, owinięte razem w błyszczący papier.

— Reszta była niewiadomą. — Natura Steve'a każe mu najpierw postawić, a martwić się później — powiedział Vinny.

Wtedy nadeszły wiadomości. Eisman od dawna subskrybował biuletyn „Grant's Interest Rate Observer”, popularny w kołach Wall Street, prawie nieznaną poza nimi. Jego redaktor, Jim Grant, przepowiadał katastrofę od samego początku wielkiego cyklu zadłużenia zaczynającego się w połowie lat 80. Pod koniec 2006 roku Grant postanowił przyjrzeć się bliżej dziwnym twórcom Wall Street znanymi pod nazwą CDO. A konkretnie, poprosił swojego młodego asystenta, Dana Gertnera, inżyniera chemika z dyplomem MBA, żeby sprawdził, czy potrafi zrozumieć te instrumenty. Gertner zasiadł nad broszurą wyjaśniającą potencjalnemu inwestorowi naturę CDO, pocił się i jęczał, wzdychał i cierpiał.

— Po czym przyszedł — opowiada Grant — i powiedział: „Nie mogę tego rozgryźć”. A ja na to: „No to chyba mamy temat”.

Gertner kopał, kopał i kopał i w końcu wywnioskował, że i tak nigdy nie dokopie się do tego, co tak naprawdę siedzi w CDO – dla Jima Granta było to jednoznaczne z tym, że nie dokopie się do tego żaden inwestor. Co z kolei sugerowało, o czym Grant był już przekonany wcześniej, że stanowczo zbyt często przyjmowano na wiarę różne deklaracje finansistów. Na początku roku 2007 Grant napisał cykl artykułów sugerujących, że agencje ratingowe zrejterowały z posterunku – że niemal na pewno wystawiały oceny CDO, nie wiedząc dokładnie, co w nich siedzi.

„Czytelnicy »Grant's...« mieli okazję zobaczyć, jak z poprzekładanej sterty poszatkowanych śmieciowych hipotek powstaje CDO — tak zaczynał się jeden z nich. — I przecierali ze zdumienia oczy, widząc, jaki skok ratingu można osiągnąć dzięki temu tajemniczemu procesowi...”.

W nagrodę za ich trud Granta oraz jego zaufanego asystenta wezwano na dywanik do S&P.

— Powiedziano nam, że źle to wszystko rozumiemy — mówi Gertner. — Jim użył określenia „alchemia”, które bardzo nie przypadło im do gustu.



Kilka mil na północ od mieszczącego się na Wall Street biura Granta zarządca funduszu inwestycyjnego o coraz mroczniejszym poglądzie na świat zastanawiał się, dlaczego nie doszły go żadne głosy podzielające jego zaniepokojenie rynkiem obligacji i jego zawiłymi tworam. Steve Eisman znalazł niezależne potwierdzenie swojej teorii dotyczącej świata finansów w eseju Jima Granta.

— Gdy go przeczytałem — powiedział Eisman — pomyślałem: „Wielkie nieba, to naprawdę jest żyła złota”. Byłem bliski orgazmu.

# ROZDZIAŁ 8

## Cisza przed burzą

Tego samego dnia, gdy Steve Eisman jako pierwszy facet w historii zaznał prawie seksualnej rozkoszy podczas lektury eseju w „Grant’s Interest Rate Observer”, doktor Michael Burry otrzymał od szefa finansów swojego funduszu kopię tego samego eseju, z dołączonym żartobliwym liścikiem: „Mike – chyba nie dorabiasz na boku, pisując do „Grant’s”, przyznaj się?”.

— Nie dorabiam — odparł Burry, wcale nie ciesząc się szczególnie z faktu, że znalazł się ktoś myślący jak on. — Jestem trochę zaskoczony, że nikt z „Grant’s...” się z nami nie skontaktował...

Tkwił w świecie finansów, ale oddzielony od niego szybą, i nie potrafił się przemóc, żeby w nią zastukać. To on jako pierwszy, już w początkach 2003 roku, zauważył nieład, jaki do amerykańskiego systemu finansowego wprowadziły nowe instrumenty dłużne. Wymyślano skomplikowane sztuczki finansowe w tym jednym celu, żeby pożyczać ludziom pieniądze, których nigdy nie będą w stanie oddać.

„Jestem głęboko przekonany, że ostatnim aktem tego dramatu będzie kryzys instytucji finansowych robiących takie głupie rzeczy” — napisał w kwietniu 2003 do przyjaciela, który zastanawiał się, czemu kwartalne listy Scion Capital do inwestorów zrobiły się takie ponure. — „Mam zadanie. Zarabiać dla moich klientów. Kropka. Ale czuję się strasznie, robiąc interesy, które przyniosą kokosy, gdy nastąpi tragedia”. — Potem, wiosną 2005 roku, pierwszy rozpoznał, na czym ta tragedia będzie najpewniej polegała, stawiając wielki zakład przeciw obligacjom hipotecznym subprime.

Teraz był luty 2007 roku, stopa niewypłacalności kredytów subprime biła rekordy, instytucje finansowe z każdym dniem wydawały się coraz mniej solidne, ale nikt zdawał się nie pamiętać o przewidywaniach i działaniach Mike’a Burry’ego. Tłumaczył swoim inwestorom, że muszą uzbroić się w cierpliwość – że zakład wypłaci wygraną pewnie dopiero wtedy, gdy udzielone w 2005 roku kredyty hipoteczne dobiegną końca okresu promocyjnego. Wielu z jego klientów przestało mu ufać, a on czuł się zawiedziony przez nich. Będąc na początku drogi, wyobraził sobie jej cel, ale nie przebieg.

— Sądzę, że najchętniej bym zasnął i obudził się w dwa tysiące siódmym roku — wyznał. Żeby utrzymać zakłady przeciw obligacjom hipotecznym subprime, był zmuszony zwolnić połowę i tak nielicznego personelu. Musiał też pozbyć się części wartych miliardy zakładów, które postawił na spadek wartości firm najmocniej związanych z rynkiem subprime. Czuł się teraz osamotniony bardziej niż kiedykolwiek. Tylko że teraz inaczej wyjaśniał sobie ten fakt.

Nie tak dawno żona zaciągnęła go do psychologa. Nauczyciela przedszkolnego ich czteroletniego syna Nicholasa zaniepokoiło coś w zachowaniu chłopca i zasugerował badania. Gdy wszystkie dzieci spały, Nicholas nie chciał spać. Za to ucinął sobie drzemki podczas lekcji. Jego umysł wydawał się „wyjątkowo nadpobudliwy”. Michael Burry miał wielką chęć się obrazić i z trudem się powstrzymał. Wszak był lekarzem i podejrzewał, że nauczyciel próbuje im powiedzieć, że nie zauważył u własnego dziecka zespołu nadpobudliwości psychoruchowej z deficytem uwagi.

— W trakcie stażu pracowałem w przychodni ADHD i zdecydowanie uważałem, że nadużywano tej diagnozy — powiedział. — „Uszczęśliwiano” tym rozpoznaniem stanowczo za wiele dzieci, których rodzice szukali medycznego usprawiedliwienia ich złego zachowania albo pretekstu do faszeringowania ich lekami. — Podejrzewał, że jego syn różni się trochę od innych dzieci, ale na plus. — Zadawał mnóstwo

pytań — powiedział Burry. — Do czego sam go zresztą zachęcałem, bo jako dziecko też miałem mnóstwo pytań i nie cierpiałem, kiedy kazano mi być cicho. — Zaczął uważniej obserwować syna i zauważył, że chłopiec, choć bystry, ma kłopoty w kontaktach z ludźmi. — Gdy próbował zbliżyć się do dzieci, to choć nie robił niczego złego, jakoś zniechęcał je do siebie. — Wrócił do domu i oznajmił żonie: „Nie martw się! Wszystko z nim w porządku!”.

Żona Mike’a popatrzyła na niego i zapytała:

— Skąd wiesz?

Na co Michael Burry odparł:

— Bo jest taki ja! Ja byłem taki sam.

Podanie o przyjęcie syna do przedszkola spotkało się w kilku placówkach z szybkim odrzuceniem, bez podania przyczyny. W jednym przedszkolu powiedzieli Burry’emu, że jego syn wykazuje niedostateczne opanowanie motoryki dużej i małej.

— Pewnie fatalnie wypadł na testach plastycznych wymagających umiejętności operowania nożyczkami — nie przejmował się Burry. — Wielkie mi rzeczy, pomyślałem. Sam rysuję jak czterolatek i nie cierpię sztuki. — Jednak nagabywany przez żonę zgodził się na badania syna. — Na pewno okaże się, że jest bystrym dzieciakiem, małym roztrzepanym geniuszem.

Niestety, testy zarządzane przez psycholog dziecięcą udowodniły, że ich syn ma zespół Aspergera. Klasyczny przypadek, powiedziała, i zaleciła, żeby chłopca wysłać do szkoły specjalnej. Doktor Michael Burry osłupiał: kojarzył ze studiów zespół Aspergera, ale ogólnikowo. Żona wręczyła mu stos zgromadzonych przez siebie książek o autyzmie i powiązanych zaburzeniach. Na szczycie leżał „Kompletny przewodnik po zespole Aspergera” napisany przez psychologa klinicznego nazwiskiem Tony Attwood i tego samego autora: „Zespół Aspergera: Przewodnik dla rodziców i profesjonalistów”.

*Zauważalne upośledzenie w korzystaniu z wielu niewerbalnych zachowań, takich jak utrzymywanie kontaktu wzrokowego...*

Zgadza się.

*Nieumiejętność nawiązywania stosunków z ludźmi...*

Zgadza się.

*Brak spontanicznego dążenia do dzielenia się z innymi radością, zainteresowaniami czy osiągnięciami...*

Zgadza się.

*Nieumiejętność odczytywania niewerbalnego przekazu społecznego czy emocjonalnego...*

Zgadza się.

*Niepanowanie nad emocjami oraz wadliwie funkcjonujący mechanizm wyrażania gniewu...*

Zgadza się.

*...Komputery wydają się tak interesujące nie tylko z tego powodu, że nie trzeba z nimi rozmawiać czy utrzymywać kontaktów towarzyskich, ale też dlatego, że są logiczne, konsekwentne i niepodatne na humory. Stąd idealnie nadają się na przedmiot zainteresowania osoby z zespołem Aspergera...*

Zgadza się.

*Wiele osób ma hobby... Różnica pomiędzy zwykłym hobby a zdziwaczeniem, obserwowanym w przypadku osób z zespołem Aspergera, polega na tym, że ich zainteresowania są często samotnicze i nietypowe. Osoby te poświęcają swojej pasji większość czasu i rozmawiają głównie o niej.*

Zgadza się... Zgadza się... Zgadza się.

Po kilku stronach Michael Burry zdał sobie sprawę, że nie czyta już o swoim synu, tylko o sobie.

— Ilu ludziom zdarza się otworzyć książkę i znaleźć w niej instrukcję obsługi własnego życia? — spytał. — Poczuję się okropnie, znajdując na jej stronach prawdę o sobie. Żyłem w przekonaniu, że

jestem inny, ale z tej książki wynikało, że jestem taki sam jak inni ludzie. Byliśmy z żoną typową parą Aspergera i mieliśmy syna Aspergera. — Szklane oko niczego już nie wyjaśniało; dziwne, że w ogóle coś kiedyś wyjaśniało. Czy szklane oko mogło wyjaśnić u ambitnego pływaka patologiczny lęk przed głęboką wodą, przerażenie wywołane tym, że nie wiedział, co się pod nią czai? Czy mogło wyjaśnić, dlaczego w dzieciństwie prał pieniądze? Mył banknoty, wycierał ręcznikiem, wkładał między kartki książki, a potem układał na niej stos innych książek, wszystko po to, żeby mieć pieniądze, które wyglądały na „nowe”. — Poczuję się jak karykatura — powiedział Burry. — Zdobywanie wiedzy przychodziło mi zawsze z taką łatwością. Czułem się dzięki temu wyróżniony. A teraz okazuje się, że to dość typowe u osób z zespołem Aspergera. Moje zdolności okazały się skutkiem zaburzenia.

Nie przyjmował tego do wiadomości. Jeśli coś go interesowało, z pasją wyszukiwał i zgłębiał wiedzę na dany temat. Zawsze ogromnie interesował się sobą. Teraz, w wieku trzydziestu pięciu lat, dowiedział się o sobie czegoś nowego – i w pierwszym odruchu wolałby wcale tego nie wiedzieć.

— Pierwszą moją myślą było to, że zapewne wiele osób, które mają ten zespół, wcale nie jest tego świadomych — powiedział. — Zastanawiałem się, czy dobrze się stało, że ja wiem? Czemu ta wiedza miałaby być dla mnie dobra?

Rozejrzał się za osobistym psychologiem, który miał pomóc mu określić, jaki wpływ wywierało jego zaburzenie na życie żony i dzieci. Jednak na życie zawodowe ta informacja pozostała bez wpływu. Nie zmienił sposobu podejmowania decyzji inwestycyjnych ani porozumiewania się z inwestorami. Nie poinformował ich o swoim zaburzeniu.

— Nie uważałem, żeby to był istotny fakt, który powinienem ujawnić — powiedział. — To niczego nie zmieniało. Nie zdiagnozowano u mnie nic nowego. Miałem to od zawsze. — Z drugiej strony, wiele się wyjaśniało: dlaczego właśnie w ten sposób zarabiał na życie i jak to robił, jego obsesyjne poszukiwanie twardych faktów, konsekwentne trzymanie się logiki, umiejętność szybkiego wynajdywania istotnych faktów w stosach nużących sprawozdań finansowych. Ludzie z Aspergerem nie mieli wpływu na wybór swych zainteresowań. Szczęśliwym trafem jego zainteresowały akurat rynki finansowe, a nie, powiedzmy, kolekcjonowanie katalogów z kosiarkami do trawy. Gdy spojrzął na to pod tym kątem, zdał sobie sprawę, że złożone współczesne rynki są dla osoby z Aspergerem idealnym hobby. — Tylko ktoś z Aspergerem jest w stanie przebrnąć przez prospekty obligacji hipotecznych subprime — powiedział.

W początkach roku 2007 Michael Burry znalazł się w dziwacznej sytuacji. Kupił ubezpieczenie na całe stopy najgorszych obligacji hipotecznych subprime utworzonych w oparciu o kredyty udzielone w roku 2005, ale to były jego swapy kredytowe. Obrót nimi praktycznie nie istniał; wiele osób uważało, że kredyty udzielone w roku 2005 są lepszej jakości niż te udzielone w roku 2006. To był główny argument: pula kredytów, przeciw którym postawił, były „relatywnie w porządku”. Aby podważyć to twierdzenie, zamówił prywatne badanie, które dowiodło, że pula kredytów, które sprzedał krótko, były niemal dwa razy bardziej podatne na bankructwo i trzy razy bardziej podatne na zajęcie nieruchomości niż ogólna pula kredytów subprime udzielonych w roku 2005. Kredyty udzielone w roku 2006 były rzeczywiście gorsze od tych z roku 2005, ale kredyty udzielone w roku 2005 były wystarczająco podłej jakości i bliżej im było do momentu zmiany stopy procentowej. Wybrał właściwie.

Przez cały rok 2006 i parę pierwszych miesięcy roku 2007 Burry wysyłał listę swoich swapów kredytowych do Goldman, Bank of America i Morgan Stanley, licząc na to, że pokażą ją potencjalnym nabywcom, co pozwoliłoby mu się zorientować w ich rynkowej cenie. Na tym jednak polegała funkcja pośrednika: na pośredniczeniu. Robieniu rynku. Jednak tej funkcji nie obsługiwano.

— Odnosiłem wrażenie, że traderzy wykorzystywali te listy, żeby stawiać wielkie sumy przeciw mnie — powiedział Burry. Dane hipoteczne były z miesiąca na miesiąc coraz gorsze: kredyty leżące u podłoża obligacji psuły się w coraz szybszym tempie, mimo to cena ubezpieczenia tych kredytów zdaniem banków

spadała. — Zawodziła mnie logika — powiedział. — Nie potrafiłem wyjaśnić sobie tego, czego byłem świadkiem. — Pod koniec każdego dnia odbywało się rozliczenie: jeśli rynek subprime spadł, banki przesyłały pieniądze jemu; jeśli wzrósł, on wysyłał pieniądze im. Los Scion Capital zależał od tych zakładów, ale to nie wolny rynek decydował o tym losie, nie w krótkim okresie. To Goldman Sachs, Bank of America i Morgan Stanley, każdego dnia decydowały, czy swapy kredytowe Mike'a Burry'ego zyskały na wartości, czy straciły.

Trzeba jednak przyznać, że jego portfel swapów kredytowych był nietypowy. Wybrała je nietypowa osoba z nietypowym poglądem na rynki finansowe, działająca w pojedynkę i w samotności. Już sam ten fakt umożliwiał firmom z Wall Street dyktowanie mu cen. W sytuacji, gdy nikt inny nie kupował ani nie sprzedawał tego samego, co kupił i sprzedawał Michael Burry, nie istniał sposób niekwestionowanej wyceny wartości jego swapów – więc były warte tyle, ile Goldman Sachs i Morgan Stanley twierdziły, że są warte. Burry szybko odkrył schemat zarządzania przez nie rynkiem: wszelkie dobre wieści płynące z rynku nieruchomości czy gospodarki stanowiły uzasadnienie żądania depozytu od Scion Capital; wszystkie złe wieści zbywano lekceważąco, jakby nie miały żadnego związku z jego zakładami. Banki twierdziły zawsze, że same nie zajmują żadnej pozycji – że prowadzą politykę równoważenia pozycji – ale ich zachowanie wskazywało na coś innego.

— O bieżącej wartości rynkowej swapów decydowała pozycja netto banku — powiedział. — Nie sądzę, żeby bankowcy pytali rynek o wycenę. Myślę, że troszczyli się o siebie. — Przed przyznaniem, że kontrakt jest na plusie, powstrzymywał banki fakt, że zajęły pozycję przeciwną.

„Gdy rozmawia się z dilerami — pisał w marcu 2006 do prawnika funduszu, Steve'a Druskina — otrzymuje się opinię zależną od ich ksiąg transakcyjnych. Cokolwiek tam trzymają, określa to ich nastawienie. Goldman magazynuje ogromne ilości tego ryzyka. Będą szli w zaparte, że z pulami hipotecznymi nic złego się nie dzieje. Nie chcą wzbudzać paniki... i na razie ta metoda się sprawdza. Jak długo są w stanie przyciągać na rynek pieniądze, problem nie istnieje. Tak wyglądały ostatnie trzy, cztery lata”.

Ostatnie transakcje kupna ubezpieczenia obligacji hipotecznych subprime zawarł w kwietniu 2006 roku. W zarządzanym portfelu o wartości 555 milionów miał teraz swapy na 1,9 miliarda – które powinny zacząć przynosić zyski, ale nie przynosiły. W maju obrał nową taktykę: pytał traderów z Wall Street, czy nie sprzedaliby mu ich więcej po cenie, która według nich była właściwa, choć nie była.

„Żaden z kontrahentów nigdy nie wyraził chęci sprzedania mi żadnej z pozycji na liście po proponowanej przeze mnie cenie — pisał w e-mailu. — Osiemdziesiąt do dziewięćdziesięciu procent swapów z mojej listy nie można kupić za żadną cenę”. Prawidłowo funkcjonujący rynek odzwierciedla w cenie papieru wartościowego napływające informacje; wielomiliardowy rynek ryzyka hipotecznego subprime ani drgnął.

— Jedno z najstarszych porzekadeł inwestorów brzmi: jeśli czytasz o czymś w gazecie, jest już za późno — powiedział. — Ale nie tym razem.

Steve Druskin też zaczął się przyglądać funkcjonowaniu tego rynku i nie mógł się nadziwić, do jakiego stopnia jest on kontrolowany.

— To nie są prawdziwe aktywa — uznał. — To jakby pozwolić się zakładać o punktualność linii lotniczych. Prawdopodobieństwo, że United Flight 001 doleci na czas, oczywiście nie było stałe, zależało od pogody, kwestii technicznych, jakości pilotażu i tak dalej. Ale zmiany w prawdopodobieństwie można było ignorować do czasu, gdy samolot przyleciał albo nie przyleciał na czas. Nie miało znaczenia, że duże instytucje udzielające kredytów hipotecznych, jak Ownit i ResCap, upadły ani że jakaś pula kredytów subprime ponosiła straty wyższe od oczekiwanych. Liczyło się tylko to, co Goldman Sachs i Morgan Stanley chciały, żeby się liczyło.

Największy rynek kapitałowy świata nie był rynkiem; był czymś innym – ale czym?

„Właśnie usiłuję wykazać bankom, że musiało dojść do oszustwa na rynku swapów kredytowych, skoro ich cena osiągnęła historyczne minimum — napisał Burry w e-mailu do zaufanego inwestora. — A jeśli te CDS-y to przekręt? Nieustannie zastanawiam się nad tym pytaniem i jeszcze nigdy nie wydawało mi się ono równie zasadne jak teraz. Nie istnieją żadne powody, dla których mielibyśmy w tym roku tracić 5 % na hipotecznych CDS-ach”.

Do sprzedawczyni z Goldman Sachs napisał: „Wydawało mi się, że postawiłem na spadek rynku nieruchomości, ale czyżbym się mylił i CDS-y są oszustwem?”. Kiedy kilka miesięcy później Goldman Sachs ogłosił, że tworzy rezerwy w wysokości pół miliona z hakiem na pracownika tytułem premii za rok 2006, napisał do niej ponownie: „Jako były pracownik stacji benzynowej, parkingowy, stażysta medyczny, a obecnie facet oszukany przez Goldman Sachs – protestuję”.

Latem 2006 roku zaczęły dochodzić go wieści, że inni zarządzający portfelami też zamierzają kupić swapy. Kilka osób zadzwoniło nawet i poprosiło go o pomoc.

— Moi inwestorzy przez cały czas nalegali, żebym wycofał się z tej transakcji — powiedział. — A ja patrzyłem na tych ludzi i myślałem, że mają szczęście, mogąc do niej dołączyć. — Gdyby rynek zachowywał się racjonalnie, już dawno byłoby po wszystkim.

„Kilka największych funduszy na świecie doszło do tych samych wniosków co ja i skopiowało moją strategię — pisał w e-mailu. — Więc kiedy nastąpi krach, zarobi nie tylko Scion. Ale to wciąż nieliczne przypadki”.

Był teraz niezaprzeczalnie nieszczęśliwy. „Czuję się, jakby mnie coś zżerało od środka” — napisał do żony w połowie września. Powodem jego nieszczęścia byli, jak zwykle, ludzie. Najwięcej zgryzoty przyczyniali mu inwestorzy jego funduszu. Gdy w 2000 roku go zakładał, prezentował wyniki w odstępach kwartalnych i zapowiedział inwestorom, że nie zamierza ich informować o swoich planach inwestycyjnych. Teraz domagali się raportów comiesięcznych, a nawet codwutygodniowych i nieustannie kwestionowali zasadność jego pesymizmu.

— Zaczyna mi się prawie wydawać, że im lepszy pomysł i bardziej niekonwencjonalny zarządzający, tym większe prawdopodobieństwo, że zostanie zrugany przez inwestorów — powiedział.

Nie martwił się bardzo machlojkami na rynku niektórych walorów, bo wiedział, że prędzej czy później zadziała na nim logika: firmy przetrwają albo upadną. Kredyty zostaną spłacone albo nie. Ale ludzie, których pieniędzmi zarządzał, nie potrafili zdystansować się emocjonalnie wobec rynku. Reagowali na te same bodźce, co cały zmanipulowany rynek hipotecznych subprime, i próbowali go nakłonić, żeby też uległ rynkowemu szaleństwu. „Ze wszelkich sił staram się nie stracić cierpliwości — napisał do jednego inwestora. — Ale mogę być tylko tak cierpliwy, jak cierpliwi są moi inwestorzy”. Do innego inwestora z napadem nerwowej kolki napisał: „Inteligentny menedżer funduszu inwestycyjnego to z definicji ktoś, kto ma świetny pomysł tylko po to, żeby inwestorzy porzucili go na chwilę przed tym, gdy ma on przynieść zyski”. Gdy zarabiał dla nich olbrzymie kwoty, prawie się z nim nie kontaktowali; z chwilą, gdy zaczął tracić, zalewali go swoimi wątpliwościami i podejrzeniami:

*Zakładam, że tym potworem ciągnącym nas na dno są CDS-y. Sytuacja zaczyna przypominać tę „Ze starego człowieka i morza”.*

*Kiedy przestaniemy tracić? (W sierpniu ponowny spadek o 5 %). Zmieniliśmy strategię na bardziej ryzykowną?*

*Czuję się przez pana fizycznie chory. Jak pan śmie?*

*Może mi pan wyjaśnić, dlaczego wciąż ponosimy straty na tej pozycji? Skoro nasze potencjalne straty są ograniczone, wydawałoby się na podstawie tego, ile dotąd straciliśmy, że CDS-y powinny już stanowić małą część portfela.*

To ostatnie pytanie ciągle wypływało: jakim cudem facet od akcji traci krocie na tym donkiszotowskim

zakładzie z rynkiem obligacji? Próbował na nie odpowiedzieć: zobowiązał się do płacenia rocznej składki w wysokości około 8 procent portfela tak długo, jak długo będą istnieć obligacje bazowe – najpewniej koło pięciu lat, ale może i trzydzieści. Osiem procent razy pięć lat dawało 40 procent. Gdyby wartość swapów kredytowych spadła o połowę, Scion zarejestrowałaby stratę w wysokości 20 procent.

Gorsze było to, że umowa swapów kredytowych zawierała zapis, który pozwalał firmom z Wall Street anulować zakłady ze Scion, gdyby aktywa Scion spadły poniżej pewnego poziomu. Nagle to zagrożenie wydawało się bardzo realne. Większość inwestorów zgodziła się na dwuletnie zamrożenie środków i nie mogła swobodnie wycofać pieniędzy. Ale z zarządzanej przez niego kwoty 555 milionów 302 miliony mogą zostać wycofane pod koniec 2006 albo w trakcie 2007 roku, a inwestorzy już ustawiali się w kolejce, prosząc o oddanie im pieniędzy. W październiku 2006 roku, gdy ceny nieruchomości doświadczyły największego spadku w okresie trzydziestu pięciu lat, na tydzień przed tym, gdy indeks ABX obligacji hipotecznych BBB zaliczył swoje pierwsze „zdarzenie kredytowe” (to znaczy stratę), Michael Burry stanął w obliczu możliwości runu na fundusz – fundusz, który teraz niemal w całości składał się z zakładów przeciw rynkowi hipotecznemu subprime.

— Byliśmy w klinicznej depresji — powiedział jeden z kilku analityków, których Burry zatrudnił, nie wiedząc, po co to robi, gdyż nadal uparcie sam robił wszystkie analizy. — Chodziliśmy do pracy, ale najchętniej byśmy stamtąd uciekli. Transakcja przynosiła straty, a inwestorzy chcieli się wycofać.

Którejś nocy, gdy Burry skarżył się żonie na kompletny brak długoterminowej perspektywy swoich inwestorów, przyszedł mu do głowy pomysł: umowa funduszu dawała mu prawo zatrzymania środków inwestorów, jeśli zainwestował je „w papiery wartościowe, dla których nie istnieje obrót giełdowy lub które nie są w wolnym obrocie”. O tym, czy istnieje rynek zbytu dla danych papierów, decydował zarządzający funduszem. Jeśli Michael Burry uznawał, że nie istnieje – na przykład jego zdaniem rynek chwilowo nie funkcjonował należycie lub był manipulowany – mógł wyodrębnić dane aktywa (side-pocket). Znaczyło to tyle, że mógł powiedzieć inwestorom, że nie otrzymają swoich pieniędzy, dopóki zakład, w który je zainwestował, nie rozwiąże się zgodnie ze swym naturalnym biegiem.

Zatem zrobił to, co wydawało mu się jedynym słusznym i logicznym posunięciem: wyodrębnił swapy kredytowe. Inwestorzy pragnący odzyskać środki – długa lista obejmowała też fundatora Gotham Capital – otrzymali od niego krótki list: zatrzymuje jakieś 50–55 procent ich pieniędzy. Załączył kwartalny raport, mając nadzieję, że dzięki niemu wszyscy poczują się trochę lepiej. Ale nie miał talentu do budowania swojego wizerunku: sądząc z listu, w ogóle nie wiedział, jak to się robi. To, co napisał, przypominało nie tyle przeprosiny, ile napaść. „Jeszcze nigdy nie patrzyłem na portfel tak optymistycznie z powodów nie mających nic wspólnego z akcjami” — zaczynał, po czym wyjaśniał, że zajął pozycję na rynku, której może mu pozazdrościć każdy zarządzający. Tłumaczył, że postawił nie na „Armagedon na rynku nieruchomości” (choćby podejrzewał, że nadejdzie), ale na „najgorsze 5 % kredytów udzielonych w 2005”. Wspominał też, że jego inwestorzy powinni czuć się szczęśliwcami. List był napisany z pozycji siedzącego na dachu świata, podczas gdy oczekiwano, że Burry czuje się, jakby to świat siedział na nim. Jeden z jego największych nowojorskich inwestorów przysłał mu szybkiego e-maila: Na przyszłość radzimy ostrożniej podchodzić do uwłaczających sformułowań, takich jak: „zajmujemy krótką pozycję na portfelu hipotecznym, której pozazdrościliby nam wszyscy, gdyby byli mądrzejsi” i „prędzej czy później co poniektórzy powinni w końcu przeczytać prospekty”. Jeden z jego dwojga e-mailowych przyjaciół – oboje go wspierali – napisał: „Portfel tracił 17 %. Nikt poza północnokoreańskim dyktatorem Kim Dzong Ilem nie napisałby w tej sytuacji takiego listu”.

Jego partnerzy z Gotham Capital natychmiast zagrozili pozwem sądowym. Szybko dołączyli inni i zaczęli się organizować prawnie. Gotham wyróżnił się tym, że jego szefostwo przyleciało z Nowego Jorku do San Jose i próbowało zmusić Burry’ego do oddania 100 milionów, które u niego zainwestowali.



W styczniu 2006 roku założyciel Gotham, Joel Greenblatt, promował w telewizji swoją książkę; kiedy poproszono go o podanie nazwisk ulubionych „inwestorów w wartość”, rozplywał się nad zaletami rzadkiego talentu o nazwisku Mike Burry. Dziesięć miesięcy później przeleciał ze swoim partnerem Johnem Petrym trzy tysiące mil, żeby zarzucić Mike’owi Burry’emu, że jest kłamcą, i wymusić na nim wyjście z zakładu, który Burry uważał za jeden z najsprytniejszych w swojej karierze.

— Jeśli była jakaś chwila, gdy byłem bliski poddania się, to właśnie wtedy — powiedział Burry. — Joel był dla mnie jak ojciec chrzestny, był współnikiem firmy, to on mnie „odkrył” i poparł pierwszy, nie licząc rodziny. Szanowałem go i podziwiałem. — Ale gdy Greenblatt powiedział mu teraz, że żaden sąd nie uzna jego decyzji o wyodrębnieniu aktywów, które są w oczywisty sposób zbywalne, wszystkie uczucia, jakie żywił do niego Mike Burry, zniknęły. Gdy Greenblatt poprosił o listę obligacji hipotecznych subprime, przeciw którym postawił Burry, odmówił. Z punktu widzenia Greenblatta wyglądało to tak, że facet, któremu dał 100 milionów, nie dość, że nie chce ich oddać, to nawet nie raczy z nim porozmawiać.

Greenblatt nie był bez racji. Zamrożenie aktywów, dla których istniał rynek, było posunięciem wybitnie niekonwencjonalnym. Bez wątpienia istniała jakaś cena, choćby niska, po której Michael Burry mógł spieniężyć zakłady przeciw rynkowi obligacji hipotecznych subprime. Większość jego inwestorów widziała sytuację tak, że Burry zwyczajnie odmawiał przyjęcia do wiadomości poglądu rynku: postawił źle i nie potrafił pogodzić się ze stratą. Ale Burry uważał, że to rynek się myli albo oszukuje, a Joel Greenblatt nie wie, co mówi.

— Stało się dla mnie oczywiste, że wciąż nie rozumieją tej pozycji w swapach kredytowych — wspomina.

Doskonale zdawał sobie sprawę, że wiele osób, które powierzyły mu pieniądze, teraz nim gardzi. Ta świadomość powodowała, że miał ochotę: a) zamknąć się w swoim biurze i krzyczyć „Cholera” jeszcze głośniejsze niż zwykle; b) odplacić im pogardą i c) nadal próbować wyjaśnić im swoje posunięcia, choć najwyraźniej w ogóle przestali go słuchać. „Wolałbym, żebyś mniej mówił, a więcej słuchał — napisał do niego jego prawnik, Steve Druskin, pod koniec października 2006 roku. — Szykuje się sprawa w sądzie”.

— To było dość ciekawe — powiedział Kip Oberting, który z ramienia White Mountains zorganizował firmie zostanie udziałowcem Burry’ego, zanim zrezygnował na rzecz innych przedsięwzięć. — Bo dokładnie wyjaśniał swoje posunięcia. I zarobił dla ludzi kupę forsy. Można by się spodziewać, że będą go wspierać.

Nie tylko go nie wspierali, ale zwiewali tak szybko, jak im pozwalał. Nienawidzili go.

— Nie rozumiem, dlaczego nie widzą, że nie chcę dla nich nic złego — powiedział Burry. Późnym wieczorem 29 grudnia siedział sam w swoim biurze i pisał krótki e-mail do żony: „To okropnie przygnębiające; próbuję wrócić do domu, ale chwilowo czuję się zbyt przybity”.

W styczniu 2007 roku, na krótko przed radosną wyprawą Steve’a Eismana i Charliego Ledleya do Las Vegas, Michael Burry zasiadł przy biurku, żeby wyjaśnić inwestorom, jakim sposobem w roku, w którym S&P urósł o ponad 10 procent, jego fundusz stracił 18,4 procent. Wprawdzie osoba, która inwestowała z nim od początku, mogła cieszyć się zyskiem w wysokości 186 procent za okres tych sześciu lat, w porównaniu do 10,13 % wzrostu indeksu S&P 500, ale długookresowy sukces Burry’ego przestał się liczyć. Teraz oceniano go z miesiąca na miesiąc. „W minionym roku osiągnąłem wyniki gorsze o mniej więcej trzydzieści, czterdzieści punktów procentowych od innych funduszy” — napisał. — „Fakt, że jako menedżer portfela stałem się z osoby nieznanej kimś niemal powszechnie oklaskiwanym, żeby potem zostać równie powszechnie szkalowanym, nie pozostał bez wpływu”. Wpływ jego zdaniem był taki, że tylko upewnił się, iż świat finansów się myli, a on ma rację. „Zawsze uważałem, że utalentowany,

poświęcający się swej pracy analityk może orientować się w zdumiewająco szerokim spektrum inwestycyjnym, i nie zmieniam tego przekonania”.

Następnie przeszedł, jak w każdym z listów, do niebłahego tematu swapów kredytowych: wszystkie liczące się fakty wskazują na ostateczny sukces. Tylko w ostatnich dwóch miesiącach upadły trzy duże firmy udzielające kredytów hipotecznych... Center for Responsible Lending przewiduje, że w roku 2007 domy straci 2,2 miliona kredytobiorców, a jeden na pięć kredytów subprime udzielonych w latach 2005 i 2006 przestanie być spłacany...

Ale Michaelowi Burry'emu miała teraz przypaść rola czarnego charakteru Wall Street. Kwartalne listy do inwestorów, które traktował jako prywatne, regularnie przeciekały do prasy. W jednym z pism branżowych pojawił się okropny artykuł sugerujący, że zachował się nieetycznie, zamrażając środki, i Burry nie miał wątpliwości, że stoi za nim jeden z inwestorów jego funduszu.

— To nie były urojenia paranoika — powiedział nowojorski inwestor, który obserwował zachowanie innych nowojorskich inwestorów Scion Capital. — Ludzie naprawdę chcieli go dorwać. Podpadł im i zrobili z niego zachłannego socjopatę, gotowego sprzeniewierzyć ich pieniądze. W dodatku zawsze mógł wrócić do zawodu neurologa. To był główny motyw ataków na Mike'a: był lekarzem.

Burry'ego zaczęły dochodzić dziwne plotki na temat własnej osoby. Porzucił żonę i ukrywa się. Uciekł do Ameryki Południowej. „Prowadzę ostatnio interesujące życie” — pisał w e-mailu do przyjaciela.

Z racji tego, co ostatnio się wyprawia, miałem okazję porozmawiać z wieloma spośród naszych inwestorów, co uczyniłem pierwszy raz w historii funduszu. Byłem wstrząśnięty tym, co usłyszałem. Okazuje się, że moje listy obdarzane są w najlepszym wypadku tylko przelotną uwagą, analizę i namysł zastępuje dawanie wiary plotkom. W zależności od wariantu miałem: założyć fundusz private equity, kupić wenezuelską kopalnię złota, wprowadzić na rynek nowy fundusz o nazwie Milton's Opus, rozwieść się, zbankrutować, ukrywać przed inwestorami transakcję derywatami, pożyczyć 8 miliardów i spędzić dwa ostatnie lata w Azji, zarzucić całemu Wall Street, że są idiotami, wyprowadzić kapitał na osobiste konto, jednym słowem zrobiłem ze Scion kolejny Amaranth.<sup>18</sup> Nie zmyślam.

Mike nigdy nie przypominał typowego menedżera portfela. Do pracy przychodził ubrany na luzie: w spodenki i koszulkę. Nie chciał nosić wiązanych butów. Ani zegarków. Ani nawet obrączki. Żeby się odstresować, często słuchał puszczanego na cały regulator heavy metalu.

— Myślę, że póki wszystko szło dobrze, moje osobiste dziwactwa były przez wielu tolerowane — powiedział. — Gdy jednak coś poszło nie tak, stały się synonimem niekompetencji i chwiejności, nawet dla pracowników i partnerów biznesowych.

Po konferencji w Las Vegas rynek spadł, po czym odbił aż do końca maja. Charlie Ledley z Cornwall Capital uważał, że system finansowy jest systematycznie korumpowany przez klikę banków z Wall Street, agencje ratingowe i rządowe instytucje nadzorcze. Steve Eisman z FrontPoint Partners sądził, że rynek jest przede wszystkim głupi albo karmi się złudzeniami: kultura finansowa, która doświadczyła tyle pomniejszych panik, po których następował zdrowy boom, miała tendencję traktować każdą przecenę jako okazję do zakupów. Michael Burry coraz częściej postrzegał rynek hipotecznych subprime w kategorii oszustwa, za którym stoi garstka traderów z działów transakcyjnych subprime. „Zważywszy na kręactwa drugiej strony, pomysł odmrożenia CDS-ów nie jest wart dalszego rozważania” — napisał pod koniec marca 2007 roku.

Pierwsza połowa 2007 roku była bardzo dziwnym okresem w historii finansów. Powiększał się rozdziew między rzeczywistymi danymi z rynku nieruchomości a cenami obligacji i cenami ich ubezpieczenia. Duże firmy z Wall Street, postawione w obliczu przykrych faktów, postanowiły chyba po prostu je ignorować. Na rynku następowały jednak nieznaczące zmiany i znajdowały odzwierciedlenie w zawartości skrzynki e-mailowej Burry'ego. 19 marca jego sprzedawca z Citigroup przysłał mu, po raz pierwszy, poważną analizę pul hipotecznych. Choć dotyczyła ona obligacji subprime Alt-A<sup>19</sup>, facet próbował wyjaśnić, jaką część puli stanowiły kredyty, dla których spłacano tylko odsetki, jaki procent

stanowiły domy zamieszkałe przez właściciela, jednym słowem analizował to, co analizowałaby osoba zainteresowana zdolnością kredytową pożyczkobiorców. „Kiedy sam analizowałem te dane w roku 2005 — napisał w e-mailu Burry, co brzmiało, jakby był Stanleyem przyglądającym się turystom maszerującym przez dżunglę po wyrąbanych przez niego własnoręcznie ścieżkach — nie było mowy, żeby uzyskać od biura maklerskiego choćby śladowo podobną analizę. Za czynnik świadczący o trudnej sytuacji kredytobiorcy uznałem hipoteki niejawne<sup>20</sup> i uczyniłem z niego istotne kryterium w procesie kwalifikacyjnym, ale w tamtym czasie żaden z handlujących derywatami nie miał zielonego pojęcia, o czym mówię, i nie sądził, by miało to jakieś znaczenie”. W okresie ciszy przed burzą między lutym a czerwcem 2007 roku zaczynało mieć znaczenie. Na rynku wyczuwało się napięcie. W pierwszym kwartale 2007 roku fundusz Scion Capital wzrósł o prawie 18 procent.

A potem coś się zmieniło – choć z początku nie było jasne, co takiego. W dniu 14 czerwca padły dwa fundusze obligacji subprime będące w istocie własnością Bear Stearns. W następnych dwóch tygodniach indeks giełdowy obligacji hipotecznych subprime stracił prawie 20 procent. Burry zaczął odnosić wrażenie, że Goldman Sachs przeżywa chyba nerwowe załamanie. Największe swoje pozycje trzymał właśnie w Goldman, a Goldman nagle nie umiał czy też nie chciał określić ich wartości, a tym samym wysokości depozytu, który powinien wnieść. W piątek 15 czerwca zapadła się pod ziemię Veronica Grinstein, osoba handlująca z Burrym z ramienia Goldman Sachs. Dzwonił do niej i wysyłał e-maile, ale nie odpowiadała aż do poniedziałkowego popołudnia, kiedy to powiedziała mu, że ma wolne.

„To stała zagrywka, ilekroć rynek decyduje na naszą korzyść — napisał Burry. — Ludzie chorują albo są nieobecni z niewiadomych powodów”.

W dniu 20 czerwca Grinstein w końcu wróciła i oznajmiła mu, że w Goldman Sachs padł system operacyjny.

Śmieszne, odpowiedział jej Burry, ale w Morgan Stanley powiedzieli mi mniej więcej to samo. A handlowiec z Bank of America twierdził, że mieli „przerwę w dostawie prądu”.

— Traktowałem te „problemy z systemami” jako pretekst pozwalający uzyskać czas na uporządkowanie bałaganu za kulisami — mówi. Kobieta z Goldman nieprzekonująco próbowała dowodzić, że nawet jeśli indeks obligacji hipotecznych subprime się załamał, rynek ich ubezpieczenia nie drgnął. Ale dzwoniła ze swojej komórki, nie z biura, gdzie jej rozmowa zostałaby nagrana.

Poddawali się. Wszyscy. Pod koniec każdego miesiąca przez ostatnie niemal dwa lata Burry przyglądał się, jak traderzy z Wall Street manipulują pozycjami Scion Capital na jego niekorzyść. Innymi słowy, pod koniec każdego miesiąca jego zakłady przeciw obligacjom subprime w tajemniczy sposób traciły na wartości. Koniec miesiąca to czas, gdy traderzy wysyłają rachunki zysków i strat swoim szefom i zarządzającym ryzykiem. W dniu 29 czerwca Burry otrzymał liścik od Arta Ringnessa, sprzedawcy w Morgan Stanley, oznajmiający, że Morgan Stanley postara się właściwie wycenić jego pozycje. Następnego dnia w ślady Morgan Stanley poszedł Goldman. Pierwszy raz od dwóch lat Goldman Sachs nie wycenił na koniec miesiąca transakcji na niekorzyść Burry’ego.

— Wreszcie porządnie wycenili wartość rynkową naszych swapów — zauważyła Burry — bo sami weszli w pozycję. — Rynek przyjmował w końcu do wiadomości diagnozę o swoim zaburzeniu.

Moment, gdy Goldman przyłączył się do transakcji Burry’ego, był momentem zmiany na rynku. Nastąpiło coś w rodzaju pogromu: nagle wszyscy mieli do niego interes. Morgan Stanley, który zdecydowanie najbardziej odmawiał przyjęcia do wiadomości, że na rynku subprime dzieje się źle, teraz wydzwaniał i oznajmiał, że chętnie kupiłby wszystko, co Burry ma — „każde ilości”. Do Burry’ego dotarły pogłoski – wkrótce potwierdzone – że fundusz Global Alfa prowadzony przez Goldman poniósł olbrzymie straty w subprime, a sam Goldman pośpiesznie wycofuje się z długich pozycji na rynku hipotecznym subprime i zajmuje krótkie.

Nadeszła chwila, na którą latem 2005 roku radził czekać swoim inwestorom. Szmacianym hipotekom na kwotę trzech czwartych biliona dolarów właśnie kończył się okres stałego oprocentowania i przechodziły na nowe, wyższe stawki. Jedną z pul hipotecznych, przeciw której postawił Burry, ilustrowała powszechny problem: OOMLT 2005-3. OOMLT 2005-3 było skróconą nazwą puli kredytów mieszkaniowych subprime udzielonych przez Option One – prezes tej samej firmy wygłosił w Las Vegas przemówienie, w trakcie którego Steve Eisman wyszedł z sali, pokazawszy wpiersz dłonią zero. Większości kredytów udzielono w okresie od kwietnia do lipca 2005 roku. W okresie od stycznia do czerwca 2007 roku dane dotyczące puli – opóźnienia spłat, bankructwa, zajęcia nieruchomości – pozostawały względnie stałe. Straty były znacznie większe, niż powinny być, zważywszy na rating opartych na tych kredytach obligacji, ale nie rosły istotnie z miesiąca na miesiąc. Od 25 lutego do 25 maja (dane przekazywano zawsze dwudziestego piątego dnia miesiąca), łączne opóźnienia, zajęcia obciążonych nieruchomości i bankructwa w puli OOMLT 2005 -3 wzrosły z 15,6 procent do 16,9 procent. W dniu 25 czerwca całkowita liczba kredytów, dla których wystąpiło zdarzenie kredytowe, wyniosła 18,68 procent. W lipcu podskoczyła znów, do 21,4 procent. W sierpniu skoczyła do 25,44 procent i na koniec roku osiągnęła 37,7 procent – ponad jedna trzecia pożyczkobiorców nie spłacała należności. Straty były wystarczające, by zmieścić nie tylko obligacje, przeciw którym postawił Michael Burry, ale też wiele z tych o wyższym ratingu w ramach tej samej wieży. Fakt, że panika na Wall Street zaczęła się przed 25 czerwca, sugerował w oczach Mike’a Burry’ego ni mniej, ni więcej, tylko to, że firmy z Wall Street mają dostęp do poufnych danych przed ich publikacją. „Dilerzy często byli właścicielami firm obsługujących hipoteki — napisał — i mogli mieć wewnętrzne dane pozwalające śledzić pogarszające się wyniki”.

W miesiącach poprzedzających upadek OOMLT 2005-3 – i wszystkich innych pul kredytów mieszkaniowych, na które kupił swapy kredytowe – Michael Burry zanotował kilka uwag Bena Bernanke i sekretarza skarbu, Henry’ego Paulsona. Każdy z nich wielokrotnie powtarzał, że nie widzi możliwości „zarażenia” rynków finansowych stratami w hipotekach subprime. „Kiedy w roku 2005 zacząłem sprzedawać krótko te kredyty hipoteczne — pisał Burry w e-mailu — doskonale zdawałem sobie sprawę, że raczej nie ma szans na zarobek przed upływem dwóch lat, z bardzo prostego powodu. Ogromna większość kredytów hipotecznych zapoczątkowanych w kilku ostatnich latach wyposażona była w złowieszczą atrakcyjną cechę, okres stałego oprocentowania. Hipoteki te dopiero teraz dobiegają końca tego okresu, a dla kredytów udzielonych w roku 2006 rokiem kończącym ten okres będzie rok 2008. Kto zdrowy psychicznie miałby odwagę głosić na początku roku 2007, w samym środku tego oszukańczego okresu stałego oprocentowania, że upadek subprime nie spowoduje zarażenia? Rachunek dopiero zostanie wystawiony”.

Jak Wall Street długa i szeroka, traderzy obligacji hipotecznych subprime zajmowali pozycję długą, niewłaściwą, i za wszelką cenę próbowali ją teraz sprzedać – albo kupić na nią ubezpieczenie. Swapy kredytowe Michaela Burry’ego stały się nagle przebojem. A on nie mógł się nadziwić, że rynek tak powoli przyswaja istotne informacje.

— Już dawno temu było widać, że wszystkie te długie pozycje są skazane na klęskę — mówi — teraz tylko przybrała ona inny wymiar. Nie mogłem się nadziwić. Spodziewałem się, że znajdzie się ktoś, kto na długo przed czerwcem 2007 zauważy, co się dzieje. Jeśli skalę problemu uświadomiły Wall Street dopiero dane czerwcowe, powstaje pytanie, co robią całymi dniami ich analitycy.

Jego zakłady szybko zyskiwały na wartości – a on czytał o geniuszu ludzi takich, jak John Paulson, który zawarł transakcję w rok po nim. Bloomberg opublikował artykuł na temat garstki ludzi, którym udało się dostrzec nadciągającą katastrofę. Wśród nich znalazł się tylko jeden trader obligacji z Wall Street: były trader pogmatwanych papierów zabezpieczonych na aktywach z Deutsche Bank o nazwisku

Greg Lippmann. W artykule nie wspomniano o FrontPoint czy Cornwall, a inwestor najbardziej w nim pominięty siedział samotny w swoim biurze w Cupertino w Kalifornii. Michael Burry skopiował artykuł i rozesłał e-mailem do współpracowników, dodając notatkę: „Lippmann to ten facet, który ukradł mój pomysł. I zrobił z niego dobry użytek”. Inwestorzy Burry’ego, których pieniądze podwoił z nawiązką, właściwie się nie odzywali. Żadnych przeprosin, żadnej wdzięczności.

— Nikt nie przyszedł i nie przyznał: „Tak, miałeś rację” — żali się. — Było spokojnie. Było okropnie cicho. Ta cisza doprowadzała mnie do szału.

Pozostał mu preferowany tryb komunikacji, list do inwestorów. W początkach lipca 2007, gdy rynki zbankrutowały, zadał w nim celne pytanie. „Dość zadziwiającym aspektem tego wszystkiego — napisał — jest to, że stosunkowo nieczęsto słyszy się o inwestorach poważnie dotkniętych kryzysem na rynku subprime... Dlaczego nie słyszeliśmy jeszcze o Long-Term Capital obecnych czasów?”.

# ROZDZIAŁ 9

## Śmierć pasji

Howie Hubler dorastał w New Jersey. W trakcie studiów w Montclair State College grał w futbol amerykański i każdy, kto miał okazję go poznać, zauważał jego potężny kark, olbrzymią głowę i butę, odbieraną jako uroczą bezpośredniość i zarazem maskę. Był hałaśliwy, uparty i grubiański.

— Skonfrontowany z intelektualną uwagą dotyczącą jego transakcji, Howie nie uciekał się do intelektu — opowiada jedna z osób, którym powierzono nadzór nad Hublerem w początkach jego kariery w Morgan Stanley. — Odpowiadał po prostu: „Zejdź ze mnie, do cholery”.

Jedni go lubili, drudzy nie, ale w roku 2004 tak naprawdę nie liczyło się już, co kto o nim sądzi, gdyż wtedy Howie Hubler niemal od dziesięciu lat zarabiał na życie jako trader obligacji dla Morgan Stanley. Był szefem działu tradingu obligacjami zabezpieczonymi na aktywach, co de facto oznaczało, że decyduje o poczynaniach Morgan Stanley na rynku obligacji hipotecznych subprime. Przez cały ten okres rynek obligacji hipotecznych subprime kwitł, co nie pozostało bez wpływu na prestiż tradera obligacji – kariera Hublera przypominała karierę Grega Lippmanna. Podobnie jak inni traderzy obligacji zabezpieczonych aktywami, grał w ustawionego pokera, nie ryzykując wiele, gdyż na rynku nie działo się nic poważnie niepokojącego. Ceny papierów czasem spadały, ale zawsze odbijały. Obligacje, którymi handlował, można było lubić, można było kochać, ale nie było po co ich nienawidzić, gdyż nie istniał żaden instrument umożliwiający zagranie przeciw nim.

W odpowiedzi na boom kredytów hipotecznych subprime Morgan Stanley zrobił coś podobnego jak Reese z ciasteczkami w swojej reklamie – gdzie trochę przez przypadek połączył czekoladę z masłem orzechowym. Morgan Stanley pierwszy na rynku zastosował w sektorze pożyczek konsumenckich technikę pakietowania obligacji stosowaną w przypadku kredytów korporacyjnych. Finansowi mózgowcy Morgan Stanley – ich analitycy – walnie przyczynili się do przeszkolenia agencji ratingowych w zakresie metod wyceny CDO opartych na pulach obligacji zabezpieczonych aktywami. Nic zatem dziwnego, że to właśnie w Morgan Stanley zaczęto przemyśliwać nad tym, czy nie dałoby się wymyślić swapów kredytowych na te obligacje. Howie Hubler produkował je w coraz szybszym tempie. W tym celu jego dział musiał „magazynować” kredyty, czasami miesiącami. Przez co narażał się na ryzyko spadku ich cen w okresie od zakupu do momentu ich sprzedaży w postaci obligacji.

— Jedynym powodem stworzenia swapu kredytowego była ochrona działu hipotecznego prowadzonego przez Howiego Hublera — mówi jeden z jego wynalazców. Jeśli Morgan Stanley znajdzie chętnego sprzedać mu ubezpieczenie kredytów, Hubler wyeliminuje ryzyko rynkowe związane z ich magazynowaniem.

Oryginalny, wymyślony w 2003 roku swap kredytowy na obligacje hipoteczne subprime stanowił niestandardową umowę ubezpieczenia, zawieraną między Morgan Stanley a jakimś innym bankiem albo towarzystwem ubezpieczeniowym, poza zasięgiem wzroku szerszego rynku. Nikt ze zwykłych śmiertelników nigdy o swapach kredytowych nie słyszał i gdyby zależało to od Morgan Stanley, nigdy by nie usłyszał. Umyślnie były tajemnicze, niejasne, niepełne i dlatego trudne do wyceny dla kogokolwiek poza Morgan Stanley. Rynek mówił o takich instrumentach, że są szyte na miarę. Pod koniec roku 2004 Hubler zaczął patrzeć krytycznym okiem na niektóre obligacje subprime – i zaczął szukać pomysłu



sposobu zagrania na spadek ich ceny. Identyczna myśl zakolała w głowach analityków z Morgan Stanley. Na początku 2003 jeden z nich rzucił pomysł, żeby przestali zajmować się analizami i założyli małą grupę, której on będzie szefował – fakt, o którym traderzy szybko zapomnieli.

— Jeden z analityków rzeczywiście stworzył coś takiego, ale Hubler i jego handlowcy ukradli mu pomysł — opowiada sprzedawczyni obligacji z Morgan Stanley, która całą rzecz obserwowała z bliska. Za oficjalnego twórcę nowego pomysłu: swapu kredytowego na coś w rodzaju nieograniczonej czasowo puli obligacji subprime, został uznany trader Mike Edman, jeden z bliskich współpracowników Hublera.

Jeden z czynników ryzyka związanego ze stawianiem na spadek obligacji subprime wiązał się z tym, że jak długo rosły ceny nieruchomości, tak długo kredytobiorcy mogli starać się o refinansowanie i spłacać stare kredyty. Przez co kurczyła się pula kredytów, na które kupiło się ubezpieczenie, a wraz z tym kurczyła się suma ubezpieczenia. Swap Edmana rozwiązywał ten problem za pomocą zapisu drobnym drukiem, który przewidywał, że Morgan Stanley kupuje ubezpieczenie na ostatni nieuregulowany kredyt w puli. Morgan Stanley zakładał się nie o całą pulę kredytów hipotecznych subprime, tylko o te kilka z najmniejszą szansą na spłatę. Mimo to wielkość zakładu się nie zmieniała i była taka, jakby żaden kredyt z puli nie został spłacony. Kupowali tym samym ubezpieczenie od powodzi gwarantujące, że wystarczy, żeby do domu przesiąkła gdzieś kropelka wody, a wypłacona zostanie jego pełna wartość.

Tak zaprojektowany, uszyty na miarę nowy swap Morgan Stanley po prostu musiał któregoś dnia się opłacić. Żeby wypłacił całą sumę ubezpieczenia, stopa niespłacalności puli kredytów musiała wynieść tylko 4 procent, a takiej stopy niewypłacalności puli kredytów subprime doświadczały w dobrych czasach. Jedyne problem, z punktu widzenia handlowców Howiego Hublera, stanowiło znalezienie klienta wystarczająco głupiego, żeby obstawił przeciwną stronę zakładu – to znaczy takiego, co sprzeda Morgan Stanley ubezpieczenie domu przeznaczonego do rozbiórki.

— Znaleźli klienta, który wziął długą stronę transzy BBB jakiegoś badziewia — mówi jeden z ich dawnych kolegów, co jest skomplikowanym sposobem wyrażenia faktu, że znaleźli frajera. Głupca. Klienta do wycyckania. — Tak to się zaczęło.

Do początków roku 2005 Howie Hubler znalazł na rynku wystarczającą liczbę głupców, żeby stać się posiadaczem swapów na 2 miliardy dolarów. Z punktu widzenia głupców, swapy kredytowe, które chciał kupować Howie Hubler, były źródłem darmowej gotówki: Morgan Stanley płacił im 2,5 procent rocznie ponad stopę wolną od ryzyka za to, że nabywali, w efekcie, obligacje z ratingiem BBB zabezpieczone aktywami. Pomysł wydał się szczególnie atrakcyjny niemieckim inwestorom instytucjonalnym, którzy albo nie czytali zapisów drobnym drukiem, albo ufali ratingowi.

Wiosną 2005 roku Howie Hubler i jego handlowcy mieli coraz więcej powodów, aby sądzić, że stworzone przez nich diaboliczne polisy ubezpieczeniowe opłacą się z pewnością równą pewnością śmierci i podatków. Chcieli mieć ich jak najwięcej. Jednak w tym okresie Michael Burry zaczął nalegać na stworzenie standaryzowanych swapów kredytowych. Greg Lippmann z Deutsche Bank, kilku handlowców z Goldman Sachs i inni dopracowali szczegółowe warunki. Mike'a Edmana z Morgan Stanley włączono do dyskusji niemal siłą, gdyż z chwilą powstania swapów standaryzowanych, dostępnych w szerszym obrocie, grupa Howiego Hublera miała stracić możliwość rozprowadzania swojej prywatnej, daleko bardziej zagmatwanej wersji.

Jest kwiecień 2006 i maszyna produkująca obligacje hipoteczne pracuje pełną parą. Howie Hubler jest gwiazdą wśród handlowców Morgan Stanley, razem ze swoją grupą ośmiu traderów generuje, według ich szacunków, około 20 procent zysków firmy. Zyski te wzrosły z mniej więcej 400 milionów w roku 2004 do 700 milionów w roku 2005 i prognozy wskazywały, że w roku 2006 wyniosą okrągły miliard. Hubler dostanie na koniec roku 25 milionów, ale nie wystarczy mu już bycie zwykłym traderem. Jego najlepsi, najbystrzejsi koledzy po fachu porzucają firmy Wall Street i przenoszą się do funduszy hedgingowych,



gdzie są w stanie zarobić nie dziesiątki, ale setki milionów. Marne ochłapy w ramach prowizji od transakcji z bezmyślnymi inwestorami są poniżej godności znakomitego tradera obligacji.

— Howie uznał, że ma dość zajmowania się głupimi klientami — mówi jeden z traderów najbliższych z nim związanych. — Zajmował się tym od zawsze, ale stracił do tego serce.<sup>21</sup>

— Wykorzystując głupotę klientów Morgan Stanley, Hubler mógł zarobić setki milionów. Używając do zagrania przeciw nim kapitału firmy, mógł zarobić miliardy.

Z kolei zarząd Morgan Stanley od dawna się obawiał, że Hubler i jego nieliczny zespół zrezygnują i założą własny fundusz hedgingowy. Żeby ich zatrzymać, zaoferowano Hublerowi układ: własna grupa tradingowa z własną okazałą nazwą: GPCG, albo inaczej Global Proprietary Credit Group. W ramach tej nowej umowy Hubler zatrzymywałby dla siebie część zysków wygenerowanych przez grupę obracającą pieniędzmi Morgan.

— Miało nas to zachęcić — mówi członek grupy — do robienia dwóch miliardów na rok zamiast jednego. — I pozwolić Hublerowi i jego traderom zatrzymać pokaźną część wytworzonych przez grupę zysków. Morgan Stanley obiecał też, że gdy tylko stanie się to możliwe, pozwoli przekształcić grupę w oddzielny fundusz, w którym Hubler miał dostać 50 procent udziałów. Jednym z zadań grupy było zarządzanie hipotecznymi CDO. Tym samym jednym z ich konkurentów stałby się Harding Advisory znanego nam już Wing Chau.

Do Hublera zgłosiła się śmietanka traderów obligacji Morgan Stanley.

— To miała być elita elity — mówi jeden z traderów. — Howie pociągnął za sobą najlepszych.

Wybrańcy przenieśli się na oddzielne piętro w położonym w centralnym Manhattanie biurówcu Morgan Stanley, osiem pięter wyżej niż stary dział transakcyjny. Otoczyli się murem, starając się stworzyć złudzenie, że między nimi a Morgan Stanley nie występuje konflikt interesów. Traderzy z drugiego piętra będą handlować z klientami i nie będą przekazywać żadnych informacji o swoich transakcjach Hublerowi i jego grupie na dziesiątym piętrze. Tony Tufariello, szef Morgan Stanley odpowiedzialny za całość transakcji obligacjami i stąd teoretycznie szef Howiego Hublera, tak się przejął możliwym konfliktem interesów, że urządził sobie biuro na piętrze Howiego i kursował tam i z powrotem między piętrem dziesiątym a drugim.<sup>22</sup> Howie Hubler chciał nie tylko ludzi. Bardzo, ale to bardzo chciał zabrać też pozycje handlowe swojej grupy. Ich szczegóły były tak skomplikowane, że jeden z traderów obligacji subprime Morgan Stanley powiedział otwarcie:

— Nie wydaje mi się, żeby którykolwiek z szefów Howiego w pełni rozumiał jego transakcje.

Ale ich istota była prosta: Hubler i jego grupa masowo obstawiali pogorszenie się portfela kredytów subprime. Klejnotem koronnym wśród ich skomplikowanych transakcji pozostawał kontrakt swapowy na 2 miliardy, co do którego Hubler miał niezbitą pewność, że pewnego nieodległego dnia przyniesie 2 miliardy czystego zysku. Pule kredytów hipotecznych niedługo odnotują pierwsze straty i z tą samą chwilą Hubler zainkasuje całą sumkę.

Pozostawał jednak drobny, acz nieprzyjemny szczegół: składki za te umowy ubezpieczenia zjadały bieżące zyski grupy Howiego.

— Grupa miała zarabiać dwa miliardy dolarów na rok — powiedział jeden z jej członków. — A my mieliśmy swapy, których utrzymanie kosztowało nas dwieście milionów dolarów.

Żeby pokryć związane z nimi wydatki, Hubler postanowił sprzedać trochę swapów na AAA subprime CDO i z tych środków zapłacić składki.<sup>23</sup> Problem leżał jednak w tym, że składki otrzymywane za ubezpieczenie w domniemaniu znacznie mniej ryzykownych CDO z ratingiem AAA wynosiły tylko jedną dziesiątą składek za ubezpieczenie obligacji BBB, więc żeby pokryć koszty, musiałby ich sprzedać z grubsza na dziesięć razy większą kwotę niż ta, na którą opiewały kupione swapy. On i jego traderzy uporali się z tym szybko i bez dłuższych deliberacji w kilku potężnych transakcjach z Goldman Sachs,

Deutsche Bank i paroma innymi firmami.

Przed końcem stycznia 2007 roku, gdy branża obligacji hipotecznych subprime udała się hurmem do Las Vegas na swoje święto, Howie Hubler sprzedał swapy kredytowe na transze CDO AAA warte z grubsza 16 miliardów dolarów. Można to uznać za najdobitniejszy przejaw omamienia elitarnego tradera obligacji Wall Street, a zatem, uogólniając, całego rynku obligacji hipotecznych subprime: w okresie od września 2006 do stycznia 2007 roku najlepszy sprzedawca obligacji z Morgan Stanley kupił CDO AAA o wartości 16 miliardów, składające się w całości z obligacji hipotecznych BBB, które staną się bezwartościowe, gdy referencyjne pule kredytów poniosą straty w wysokości około 8 procent. Tym samym Howie Hubler obstawiał, że niektóre z obligacji subprime BBB okażą się nic niewarte, ale nie wszystkie. Był wystarczająco bystry, żeby mieć cyniczne nastawienie do tego rynku, ale niewystarczająco bystry, żeby zdać sobie sprawę, że jego stosunek jest dalece za mało cyniczny.

Najwidoczniej w Morgan Stanley nie rozważano nigdy zagadnienia, czy elitarnym traderom powinno być wolno ryzykować zakup obligacji hipotecznych za 16 miliardów. Oczywiście grupa Howiego Hublera miała obowiązek informować o swoich transakcjach zarówno wyższe kierownictwo, jak dział zarządzania ryzykiem, ale informacje przez nich dostarczane tuszowały naturę ryzyka. Ryzyko, na jakie wystawił firmę Hubler, kupując obligacje subprime na 16 miliardów, trafiało w raportach ryzyka Morgan Stanley do szufladki z nalepką AAA — co oznacza tyle, że równie dobrze mogłyby to być obligacje skarbu państwa. Pojawiło się jeszcze w obliczeniu parametru znanego jako wartość narażona na ryzyko (VaR). Było to narzędzie najpowszechniej używane przez zarządy Wall Street do połapania się w posunięciach traderów ich firm. VaR mierzył stopień zmienności danej akcji czy obligacji w przeszłości, przy czym niedawnym ruchom cen przypisywano większą wagę niż ruchom dawniejszym. Ponieważ ceny CDO AAA opartych na obligacjach subprime nie podlegały dużym wahaniom, w wewnętrznych raportach Morgan Stanley jawiły się prawie jako wolne od ryzyka. W marcu 2007 roku traderzy Hublera przygotowali prezentację, przedstawioną później przez szefów Hublera zarządowi Morgan Stanley, która wychwalała „świetną strukturę pozycji”, jaką zajęli na rynku hipotecznych subprime. Nikt nie zadał oczywistego pytania: co przytrafi się tej świetnej strukturalnie pozycji, jeśli kredytobiorcy subprime przestaną spłacać zobowiązania w liczbie większej od oczekiwanej?

Howie Hubler podjął olbrzymie ryzyko, nawet jeśli tego faktu nie ujawnił, a może nawet nie zrozumiał. Wszedł w olbrzymi zakład na prawie takie same transze CDO, przeciwko którym obstawiał Cornwall Capital, składające się prawie z takich samych obligacji subprime jak te, przeciw którym postawiły FrontPoint Partners i Scion Capital. Zawilosci rynku obligacji pozwalały traderom z Wall Street przez ponad dwadzieścia lat oszukiwać swoich klientów. Teraz sprawiły, że oszukali się sami traderzy obligacji.

Kluczowy dla ryzyka był stopień korelacji cen różnych obligacji hipotecznych subprime składających się na CDO. Jego możliwa wartość mieściła się w zakresie: od zera (jeśli ich ceny poruszały się całkowicie niezależnie od siebie) do 100 procent (ceny poruszały się w ścisłej zależności od siebie). Moody's i Standard & Poor's szacowały, że korelacja w pulach obligacji BBB wynosi około 30 procent, co wcale nie oznacza tego, co może się wydawać. W szczególności nie oznacza to tego, że jeśli jedna obligacja straci na wartości, istnieje 30-procentowa szansa, że z resztą będzie podobnie. Taka korelacja oznacza, że jeśli jedna obligacja traci, ceny innych prawie nie doświadczają spadku.

Właśnie to fałszywe założenie, że kredyty nie są wszystkie zasadniczo takie same, skazane na masowe niespłacanie w chwili, gdy ceny nieruchomości przestaną rosnać, tłumaczyło decyzję Moody's i S&P przystawiania pieczętki AAA z grubsza 80 procentom każdego CDO (i w ogóle umożliwiło biznes CDO). Ono też stało za decyzją Howiego Hublera o zakupie obligacji na 16 miliardów. Morgan Stanley przyczynił się nie mniej niż inne firmy z Wall Street do przekonania agencji ratingowych, żeby traktowały

kredyty konsumenckie analogicznie, jak traktowały kredyty udzielane spółkom – jako aktywa, których ryzyko można istotnie zmniejszyć poprzez pakietowanie. Dla ludzi, którzy podjęli się tej argumentacji, była ona czymś w rodzaju misji handlowej: zdawali sobie sprawę z różnicy między kredytami firmowymi a konsumenckimi, której agencje ratingowe nie wychwyciły. Różnica polegała na tym, że dla rynku obligacji hipotecznych subprime było bardzo mało danych historycznych, na których można by oprzeć analizy, w tym żadnych o ogólnokrajowym kolapsie na rynku nieruchomości. Elita traderów Morgan Stanley nie przejęła się tym problemem. Howie Hubler zaufał ratingom.

Traderzy obligacji z Wall Street sprzedający mu te obligacje odnosili wrażenie, że Howie traktował zakłady jako wolne od ryzyka. Jakby miał zgarnąć odsetki za... darmo. Oczywiście nie był w tym przekonaniu odosobniony. Hubler negocjował przez jakiś czas z traderem z Merrill Lynch zakup przez Morgan Stanley swapów na CDO AAA o wartości 2 miliardów. Hubler chciał, żeby Merrill Lynch płacił mu 28 punktów bazowych (0,28 procent) ponad stopę wolną od ryzyka, podczas gdy Merrill Lynch był skłonny zapłacić tylko 24 punkty bazowe. W przypadku transakcji na 2 miliardy – transakcji, która okazałaby się transferem straty w wysokości 2 miliardów z Merrill Lynch do Morgan Stanley – dwóch traderów sprzeczało się o odsetki w wysokości 800 tysięcy rocznie. Przez co nie doszło do jej zawarcia. Podobnie Hubler handryczył się z Deutsche Bank, lecz z pewną różnicą. W Deutsche Bank Greg Lippmann krzyczał teraz ile sił w płucach, że CDO AAA staną się pewnego dnia nic niewartym papierem. Dział CDO Deutsche Bank zapłacił Hublerowi 28 punktów bazowych, o które tak się upominał i w grudniu 2006 i styczniu 2007 roku doszło do dwóch transakcji, każda na 2 miliardy.

— Zawierając te umowy, obaj przez cały czas zachowywaliśmy się, jakby te papiery nie niosły ze sobą ryzyka — powiedział szef, odpowiadający w Deutsche Bank za CDO, który ubijał interes z Hublerem.

W ponurym i ciekawym okresie między początkiem lutego a czerwcem 2007 roku rynek hipoteczny subprime przypominał olbrzymi balon wypełniony helem, który trzymał się jeszcze ziemi dzięki wysiłkowi kilkunastu dużych firm z Wall Street. Każda ciągnęła za swoją linę; ale zaczynały zdawać sobie sprawę, że choćby nie wiadomo jak się natężyły, balon w końcu pociągnie je za sobą. W czerwcu jedna po drugiej po cichutku zwalniała chwyt. J.P. Morgan porzucił rynek późną jesienią 2006 roku na mocy dekretu prezesa Jamiego Dimona. Deutsche Bank, dzięki Lippmannowi, od początku specjalnie się nie napinał. Goldman Sachs był następny, nie tylko puścił linę, ale zrobił w tył zwrot i obstawił duży zakład przeciwko rynkowi subprime – tym samym przyspieszając nieuchronne unoszenie się balonu.<sup>24</sup> Gdy w czerwcu zbankrutowały fundusze hedgingowe subprime Bear Stearns, jego linę odcięto – i balon wzniósł się jeszcze wyżej.

Na krótko przed tym, w kwietniu 2007, Howie Hubler, nękanym prawdopodobnie przez złe przeczucia co do skali swojego zakładu, dogadał się z Ralphem Cioffim, facetem, który prowadził skazane na zgubę fundusze hedgingowe Bear Stearns. W dniu 2 kwietnia niewypłacalność kredytów pograżyła New Century, największą narodową instytucję udzielającą kredytów hipotecznych subprime, i wystąpiono z wnioskiem o jej upadłość. Morgan Stanley miał sprzedać Cioffiemu 6 miliardów ze swoich 16 miliardów CDO AAA. Ich cena trochę spadła – Cioffi domagał się rentowności w wysokości 40 punktów bazowych (0,40 procent) ponad stopę wolną od ryzyka.

Hubler naradził się z dyrektorem generalnym Morgan Stanley, Zoe Cruz; wspólnie postanowili, że raczej zatrzymają ryzyko subprime, niż zrealizują stratę w wysokości kilkudziesięciu milionów dolarów. Ta decyzja kosztowała Morgan Stanley prawie 6 miliardów, mimo to John Mack, prezes Morgan Stanley, nie brał udziału w jej podejmowaniu.

— Mack ani razu nie przyszedł porozmawiać z Howiem — mówi jeden z najbliższych

współpracowników Hublera. — Przez cały ten czas ani razu się nie spotkali.<sup>25</sup>

W maju 2007 roku doszło do nieporozumień między Howiem Hublerem a Morgan Stanley. O dziwo, sytuacja ta nie miała nic wspólnego z sensownością nabycia skomplikowanych papierów wartościowych na kwotę 16 miliardów, których wartość ostatecznie sprowadzała się do tego, czy striptizerka z Las Vegas, która zainwestowała w pięć nieruchomości, bądź meksykański zbieracz truskawek z domem za trzy czwarte miliona dolarów będą w stanie spłacać szybko rosnące raty. Spór dotyczył tego, że Morgan Stanley zwlekał z dotrzymaniem obietnicy przekształcenia handlowej grupy Hublera w jego własną firmę zarządzania kapitałem, w której miało mu przyspaść 50 procent udziałów. Oburzony tą opieszałością Howie Hubler zagroził rezygnacją. Żeby go zatrzymać, Morgan Stanley obiecał zwiększyć udział Howiego i jego traderów w zyskach GPCG. W roku 2006 Hubler dostał 25 milionów; rozumiało się, że w roku 2007 zarobi dużo więcej.

W miesiąc po tym, jak Hubler i jego traderzy polepszyli warunki swojej współpracy z pracodawcą, Morgan Stanley zadał w końcu niewygodne pytanie: co stanie się z ich ogromną transakcją w hipotecznych subprime, jeśli Amerykanie z niższej klasy średniej przestaną spłacać kredyty częściej, niż oczekiwano? Jak wypadnie na przykład wtedy, gdy założy się straty prognozowane przez największych pesymistów wśród analityków Wall Street. Do tej pory zakład Hublera był „testowany na ryzyko” przy scenariuszu, że pule subprime doświadczą strat w wysokości 6 procent, najwyższego wskaźnika ostatnimi czasy. Teraz traderów Hublera poproszono, żeby wyobrazili sobie, co stanie się z ich zakładem w przypadku, gdy straty sięgną 10 procent. Żądanie przedstawił bezpośrednio Tom Daula, główny menedżer ryzyka Morgan Stanley, i Hubler i jego traderzy wściekli się i zaniepokoiili.

— To była przesada — mówi jeden z nich. — Zdrowo się wkurzyliśmy. Uznaliśmy, że goście od ryzyka chyba nie wiedzą, o czym mówią. Gdyby straty sięgnęły dziesięciu procent, oznaczałoby to jakiś milion bezdomnych.

Strata w pulach grupy Hublera wyniosła ostatecznie 40 procent.

Jak ujął to jeden z wyższych szefów Morgan Stanley spoza grupy Hublera:

— Nie chcieli pokazać wyników. Powtarzali tylko, że coś takiego nie może się zdarzyć.

Przygotowanie raportu zabrało traderom Hublera dziesięć dni i naprawdę woleliby nikomu go nie pokazywać: strata w wysokości 10 procent oznaczała dla ich skomplikowanego zakładu na hipotekach subprime stratę 2,7 miliarda w miejsce spodziewanego zysku w wysokości miliarda. Menedżerów ryzyka bardzo te wyniki zmartwiły. Hubler i jego traderzy próbowali ich uspokajać. Wyluzujcie, mówili, takie straty nigdy się nie zdarzą.

Jednak departament ryzyka jakoś nie umiał się wyluzować. Zaczął podejrzewać, że Hubler i jego chłopcy nie całkiem rozumieją własną transakcję. Hubler powtarzał często, że postawił na spadek rynku obligacji subprime. Ale skoro tak, czemu tracił miliardy na jego krachu? Jak ujął to jeden z szefów od zarządzania ryzykiem:

— Co innego obstawić czerwone albo czarne i wiedzieć, że się obstawiło czerwone albo czarne. A co innego postawić na czerwone, ale nie zdawać sobie z tego sprawy.

Pierwszy sygnał ostrzegawczy Morgan Stanley otrzymał w początkach lipca. Wyszedł od Grega Lippmanna i jego szefów z Deutsche Bank, którzy podczas telekonferencji powiedzieli Howiemu Hublerowi i jego szefom, że wartość swapów kredytowych na 4 miliardy, które Hubler pół roku wcześniej sprzedał działowi transakcji CDO Deutsche Bank, zmieniła się na korzyść Deutsche Bank. Czy Morgan Stanley mógłby, prosimy uprzejmie, przesłać Deutsche Bank 1,2 miliarda do końca dnia? Albo, jak w rzeczywistości Lippmann to ujął – w relacji kogoś, kto słyszał ich rozmowę:

– Kolesi, wiesz nam miliard dwieście.

Teoretycznie wolne od ryzyka subprime CDO AAA, które na kwotę setek miliardów dolarów zalegały w różnych firmach Wall Street, były teraz warte, jeśli wierzyć Gregowi Lippmannowi, tylko 70 centów za dolara. Howie Hubler zareagował po staremu. Jak to siedemdziesiąt? Z naszego modelu wynika, że warte są dziewięćdziesiąt pięć – wspomina jeden z pracowników Morgan Stanley obecny na telekonferencji.

Nasz model mówi, że są warte siedemdziesiąt, odpowiedział ktoś z Deutsche Bank.

Nasz model mówi, że są warte dziewięćdziesiąt pięć, upierała się osoba z Morgan Stanley i zaczęła argumentować, że skoro korelacja między tysiącami obligacji BBB w CDO jest bardzo niska, kilka złych obligacji nie oznacza, że wszystkie są bezwartościowe.

Na co Greg Lippmann odpowiedział krótko:

– Koleś, chrzanić twój model. Proponuję ci transakcję. Obligacje chodzą po siedemdziesiąt, siedemdziesiąt siedem. Masz trzy możliwości. Możesz mi je sprzedać po siedemdziesiąt. Możesz dokupić po siedemdziesiąt siedem. Albo możesz oddać mi, do cholery, mój miliard dwieście.

Morgan Stanley nie chciał dokupować obligacji hipotecznych. Howie Hubler nie chciał dokupować obligacji hipotecznych: przestał ścisnąć linkę, która wiązała go z unoszącym się balonem. Mimo to nie chciał uznać straty i choć nie był zainteresowany dokupieniem po 77 centów, upierał się, że jego CDO AAA wciąż są warte 95 centów za dolara. Oddał sprawę w ręce przełożonych, którzy naradzili się ze swoimi odpowiednikami z Deutsche Bank i w końcu postanowili wysłać mu ponad 600 milionów. Deutsche Bank mógł przyjąć tę kwotę albo odwołać się do arbitrażu trzech losowo wybranych banków z Wall Street, które ustaliłyby, ile tak naprawdę warte są te CDO AAA. Fakt, że Deutsche Bank wolał tego nie ryzykować, można uznać za miarę panujących na Wall Street zamieszania i konfuzji.

Tak czy inaczej, z punktu widzenia Deutsche Bank, uzupełnienie depozytu nie stanowiło palącej kwestii.

— Greg upomniał się o swoje — powiedział wyższy rangą szef z Deutsche Bank — ale to była jedna z ostatnich rzeczy na liście naszych priorytetów. Morgan Stanley miał siedemdziesiąt miliardów dolarów kapitału. Nie mieliśmy powodu obawiać się o nasze pieniądze.

Nawet wewnątrz Deutsche Bank istniała różnica zdań co do tego, czy cena Lippmanna była właściwa.

— To była na tyle duża kwota — opowiada ktoś, kto brał udział w tych dyskusjach — że wiele osób uważało, że Greg może nie mieć racji. Wydawało się niemożliwe, żeby Morgan Stanley był nam winien miliard dwieście milionów.

A jednak. To był początek jazdy w dół, która skończyła się parę miesięcy później, podczas telekonferencji między prezesem Morgan Stanley a analitykami Wall Street. Stopa niespłacalności rosła, obligacje powszechnie traciły na wartości, a za nimi podążały złożone z obligacji CDO. Tymczasem Deutsche Bank kilka razy zaoferował Morgan Stanley możliwość wycofania się z tej transakcji. Przy pierwszej rozmowie z Howiem Hublerem Greg Lippmann zaproponował mu wyjście z transakcji ze stratą 1,2 miliarda; przy drugiej koszt wyjścia wyniósł 1,5 miliarda. Za każdym razem Howie Hubler albo któryś z jego ludzi wyklócał się z Lippmannem o cenę i odmawiał wyjścia.

— Użeraliśmy się z tymi skurczysynami przez cały czas — mówi jeden z traderów Deutsche Bank. I przez cały ten czas windykatorzy z Deutsche Bank odnosili wrażenie, że traderzy obligacji z Morgan Stanley nie rozumieją własnej transakcji. Nie udawali; naprawdę nie rozumieli natury subprime CDO. Korelacja między obligacjami subprime BBB wynosiła nie 30 procent, tylko 100 procent. Gdy padała jedna, padały wszystkie, ponieważ wszystkie podlegały tym samym ogólniejszym wpływom ekonomicznym. Z czego wynikało, że nie miało wiele sensu, żeby cena CDO spadała ze 100 na 95, potem na 77, na 70 i na 7. Obligacje, z których kawałków był zbudowany CDO, wszystkie były albo złe, albo dobre. CDO były warte zero za dolara albo dolara.



W końcu Greg Lippmann pozwolił Morgan Stanley wyjść z transakcji, w którą wszedł po cenie z grubsza 100 centów za dolara, po cenie 7 centów za dolara. Na pierwszych 4 miliardach idiotycznego 16-miliardowego posunięcia Howiego Hublera Morgan Stanley stracił mniej więcej 3,7 miliarda. Lippmann nie rozmawiał już wtedy z Howiem Hublerem, gdyż Howie Hubler nie pracował już w Morgan Stanley.

— Howie wziął kilkutygodniowy urlop — mówi członek jego grupy — a potem nie wrócił. — Pozwolono mu odejść w październiku dwa tysiące siódmego roku z wieloma milionami dolarów, którymi firma, chcąc go zatrzymać, obdarzyła go pod koniec roku dwa tysiące szóstego. Całkowita strata, którą po sobie zostawił, wyniosła trochę ponad dziewięć miliardów: największa strata na jednej transakcji w historii Wall Street. Inne firmy straciły więcej, dużo więcej; ale ich straty w większości wynikały z zaangażowania w udzielanie kredytów hipotecznych subprime. Bankructwo rynku zastało Citigroup, Merrill Lynch i inne firmy z olbrzymimi stosami kredytów, ale były one produktem ubocznym procesu produkcyjnego CDO. Obecność hipotecznych CDO w ich portfelach nie wynikała z zamiaru ich posiadania, były przeznaczone do sprzedaży, która miała przynieść zysk. Strata Howiego Hublera była rezultatem zakładu. Hubler i jego drużyna traderów uważali się za bystrych facetów, namaszczonych do wykorzystywania idiotycznej nieefektywności rynku. A wyszło na to, że do głupoty rynku dołożyli swoją.

Przenosząc się na emeryturę do New Jersey, do posiadłości z zastrzeżonym numerem telefonu, Howie Hubler zabrał ze sobą pocieszające poczucie, że nie okazał się największym głupcem przy stole. Może i za późno puścił linkę balonu, żeby ocalić Morgan Stanley, ale upadłszy na ziemię, patrzył, jak balon unosi się coraz wyżej i wyżej, ciągnąc za sobą wciąż dyndające u linek firmy z Wall Street. W początkach lipca, na kilka dni przed tym, jak zadzwonił Greg Lippmann, żeby upomnieć się o swój miliard z kawałkiem, Hubler znalazł nabywców na swoje CDO AAA. Pierwszym był Mizuho Financial Group, dział transakcyjny drugiego co do wielkości banku Japonii. Jako naród, Japończyków wprawiały w zdumienie nowe amerykańskie twory finansowe i trzymali się od nich z daleka. Mizuho Financial Group z jakiegoś sobie tylko znanego powodu postanowił zostać sprytnym traderem amerykańskich subprime i kupił z rąk Morgan Stanley miliard w CDO zabezpieczonych na obligacjach subprime.

Drugim, większym nabywcą był UBS – który wziął 2 miliardy w CDO AAA, wraz z kilkoma krótkimi pozycjami na obligacje BBB na sto milionów dolarów. Można z tego wnioskować, że w lipcu, na chwilę przed krachem na rynku, UBS popatrzył zazdrosnym okiem na portfel Howiego Hublera i powiedział: „Też chcemy tego trochę”. Tym sposobem pozycja na 16 miliardów w CDO AAA zmalała do jakichś 13 miliardów. Parę miesięcy później, próbując wyjaśnić swoim udziałowcom stratę 37,4 mld na amerykańskich rynkach subprime, UBS opublikował nie całkiem uczciwy raport, w którym wyjawiał, że jego amerykańscy traderzy obligacji do samego końca namawiali bank do zakupu obligacji hipotecznych subprime.

— Gdyby ludzie wiedzieli o tej transakcji, podnieśliby jawny bunt — mówi trader obligacji UBS bliski centrum wydarzeń. — To była bardzo kontrowersyjna transakcja UBS, utrzymywana w wielkiej tajemnicy. Gdyby ludzie się o niej dowiedzieli, podnieśliby larum na wszystkich możliwych frontach. Odkupiliśmy od Howiego zakład na korelację, gdy dla wszystkich stało się już jasne, że korelacja wynosi sto procent. — Wyjaśnił też, że do transakcji przekonał traderów UBS stosowany przez nich model, który na moment transakcji wykazywał 30-milionowy zysk.

19 grudnia 2007 Morgan Stanley zorganizował spotkanie dla inwestorów. Firma chciała wyjaśnić, jakim sposobem doszło do tego, że strata na pojedynczej transakcji (9,2 miliarda, plus minus kilka) przewyższyła zyski przyniesione przez pozostałych pięćdziesiąt tysięcy pracowników.

— Wyniki, które dziś ogłosiliśmy, wprawiają w zakłopotanie mnie i naszą firmę — rozpoczął spotkanie John Mack. — To wynik błędu w ocenie sytuacji, popełnionego przez dział transakcyjny

instrumentów o stałym dochodzie, ale także braku właściwego zarządzania tym ryzykiem... Praktycznie całość strat ostatniego kwartału jest wynikiem transakcji jednego (sic!) działu transakcji w sektorze hipotecznym.

Prezes wyjaśnił następnie, że Morgan Stanley posiada pewne „zabezpieczenie” od ryzyka hipotecznego subprime, ale to „zabezpieczenie” nie zadziałało dostatecznie w nietypowych warunkach panujących na rynku pod koniec października i w listopadzie. Ale warunki rynkowe w październiku ani listopadzie nie były niezwykle; w październiku i listopadzie rynek wreszcie zaczął poprawnie wyceniać ryzyko hipotecznych subprime. Niezwykle było to, co działo się przed październikiem i listopadem.

Potem oznajmił, że pragnie wyraźnie podkreślić, że jako szef firmy bierze odpowiedzialność za jej wyniki. Gdy skończył mówić, przyszedł czas na pytania analityków bankowych z Wall Street. Nie od razu udało im się dotrzeć do źródła zażenowania prezesa Macka. Kilkoro analityków nie przyciskało Macka zbyt mocno w kwestii straty, która prawie na pewno była największą stratą na pojedynczej transakcji w historii Wall Street, ale potem zaczął zadawać pytania William Tanona z Goldman Sachs:

Tanona: Chciałbym ponownie zapytać o ryzyko, wokół którego, jak wiem, wszyscy krążą... Proszę pomóc nam zrozumieć, jak do tego doszło. To znaczy, wyobrażam sobie, że przecież stosujecie limity pozycji i limity ryzyka. Ja po prostu... jestem zdumiony, że wasz dział transakcji mógł stracić osiem miliardów (sic!).

John Mack: To złe pytanie.

Tanona: Słucham?

John Mack: Dzień dobry. Witaj. Ja...

Tanona: Chyba nie rozumiem...

John Mack: Bill, słuchaj, postawmy sprawę jasno. Po pierwsze, transakcja została ujawniona i weszła do naszych ksiąg. Po drugie, weszła do systemu zarządzania ryzykiem. To proste. Kiedy już się to wie, reszta jest prosta, bardzo bolesna, więc się nie wymiguję. Gdy traderzy badali ryzyko zajęcia tej pozycji, nie przewidzieli... że możemy mieć do czynienia z taką stopą niespłacalności kredytów. Wypada dodać, że nasz dział zarządzania ryzykiem też nie przetestował należycie tej transakcji.<sup>26</sup> I to już wszystko. Oberwaliśmy ciężkim ogonem rozkładu. To właśnie się zdarzyło.

Tanona: W porządku. Rozumiem. Chyba mam jeszcze jedno pytanie. Dziwi mnie, że możliwa strata w takiej wysokości nie uwidoczniła się w wartości VaR na koniec ostatniego kwartału, która nie różniła się istotnie od tej z końca poprzedniego kwartału, zakładam też, że chodziło o aktywa transakcyjne. Więc pomóż mi zrozumieć, dlaczego wasz VaR dramatycznie nie podskoczył?<sup>27</sup>

Mack: Bill, myślę, że VaR bardzo dobrze odzwierciedla ryzyko w stosunku do instrumentów płynnych. Ale jeśli chodzi o [głos niewyraźny], będę szczęśliwy, mogąc odpowiedzieć ci na to pytanie, gdy już z tego wyjdziemy, ponieważ nie mogę odpowiedzieć w tej chwili.

Nic nieznaczący potok wymowy mógł u słuchaczy wywołać przekonanie, że Mack nie potrafi odnieść się do zawiłych niuansów związanych z transakcjami na obligacjach. Ale tak naprawdę te słowa dowodziły jedynie, że prezes sam do końca nie rozumie sytuacji. John Mack był wśród innych szefów banków powszechnie uważany za stosunkowo dobrze rozeznanego w ryzyku związanym z transakcjami obligacyjnymi swojej firmy. W końcu sam był byłym traderem tych instrumentów i do firmy sprowadzono go właśnie po to, żeby poprawił kulturę ryzyka Morgan Stanley. Mimo to nie tylko nie zdołał zainterweniować w porę; nie potrafił wyjaśnić tej transakcji nawet po tym, jak jego traderzy stracili 9 miliardów.

Wreszcie nadeszła ta chwila: zabrakło nabywców ryzyka hipotecznego subprime. W dniu 1 sierpnia 2007 roku udziałowcy wytoczyli Bear Stearns pierwszy proces w związku z upadkiem jego funduszy hedgingowych subprime. Jednym z mniej widocznych efektów ich upadku było niezwykle zaniepokojenie trzech młodych panów z Cornwall Capital, którzy siedzieli na olbrzymiej, jak na ich możliwości, stercie swapów kredytowych kupionych w większości właśnie od Bear Stearns. Od czasu wyprawy do Las Vegas Charlie Ledley nie potrafił się otrząsnąć z poczucia nienormalności tego, co się działo. Ben Hockett, jedyny z tej trójki, który znał od środka działanie dużych firm z Wall Street, też miewał katastroficzne wizje. A Jamie Mai uznał po prostu, że na Wall Street nie brak zwykłych kanałii. Wszyscy



trzej martwili się możliwym upadkiem Bear Stearns, który oznaczałby nici z ich zakładów.

— Doczekaliśmy czasów, gdy nie można już pokładać zaufania w solidności firm Wall Street — wyrzekł Ben. — Prędeż, niż można by się tego spodziewać.

W tym pierwszym tygodniu sierpnia rozglądali się po rynku, próbując zorientować się w cenie CDO AA, które kilka miesięcy wcześniej chodziły po cenach sugerujących, że to instrumenty zasadniczo wolne od ryzyka.

— Obligacje, na których bazowały CDO, sypały się i wszyscy nasi kontrahenci mówili: damy wam dwa punkty — powiedział Charlie. Co oznaczało, że pod koniec lipca Bear Stearns i Morgan Stanley twierdziły, że CDO AA są warte 98 centów za dolara. Rynek odtwarzał i rozpowszechniał spór między Howiem Hublerem a Gregiem Lippmannem.

Cornwall Capital posiadał swapy kredytowe na dwadzieścia szajsowatych CDO, ale każdy z tych CDO był szajsowaty na swój szczególny sposób, zatem trudno było im się zorientować, na czym dokładnie stoją. Jedno było jasne: ich długoterminowy zakład przestał być długoterminowy. Dilerzy z Wall Street powtarzali im dotąd, że nigdy nie uda im się wyjść z tych swapów kredytowych na transze CDO AA, ale rynek ogarnęła panika i ubezpieczenia na wszystko powiązane z obligacjami hipotecznymi subprime sprzedawały się jak świeże bułeczki. Sytuacja się zmieniła: teraz Cornwall mógł stracić małą fortunę, gdyby zdarzyło się coś, co spowodowałoby odbicie na rynku – na przykład objęcie hipotek subprime gwarancjami rządowymi. No i oczywiście, jeśli upadnie Bear Stearns, stracą wszystko. Zawsze tajemniczo wyczuleni na sygnały katastrofy poczuli się dziwnie nią zagrożeni. Zaczęli gorączkowo poszukiwać ochrony – nabywcy tych dziwnych i nagle dużo wartych zgromadzonych przez nich polis ubezpieczeniowych.

Zadanie jego znalezienia przypadło Benowi Hockettowi. Charlie Ledley próbował kilka razy wcielić się w rolę handlowca, ale poniósł całkowitą porażkę.

— Tam liczą się niuanse — powiedział. — Trzeba wiedzieć, co powiedzieć, bo inaczej tylko się wszystkich wkurza. Wydawało mi się, że mówię „sprzedaję”, a okazało się, że mówię „kupuję”! W końcu dotarło do mnie, że nie powinienem się do tego brać.

Ben był zawodowym traderem i jako jedyny z tej trójki wiedział, co powiedzieć i jak. Tyle tylko, że Ben był w południowej Anglii na wakacjach z rodziną jego żony.

I tak Ben Hockett, znalazłszy się w pubie „Powder Monkey”, w mieście Exmouth, w hrabstwie Devon, rozpoczął poszukiwania nabywcy swapów kredytowych na transze AA mezzanine subprime CDO o łącznym nominale 205 milionów dolarów. „Powder Monkey” jako jedyny w miasteczku oferował połączenie z Internetem, a żaden z rozochoconych, popijających piwo brytyjskich gości nie zwracał uwagi, a może nawet nie dostrzegał siedzącego w kącie Amerykanina tłukącego od drugiej po południu do jedenastej wieczorem w klawisze terminalu Bloomberga i gadającego przez komórkę. Do tej pory tylko trzy firmy z Wall Street wykazały zainteresowanie robieniem interesów z Cornwall Capital i przyznały mu ISDA niezbędne do zawarcia transakcji swapowych: Bear Stearns, Deutsche Bank i Morgan Stanley.

— Ben zawsze mówił nam, że można się obyć bez ISDA, ale to nie było typowe — powiedział Charlie.

Moment też nie był typowy. W piątek, 3 sierpnia, Ben obdzwonił wszystkie ważniejsze firmy z Wall Street i powiedział: „Nie znacie mnie i wiem, że nie dacie nam ISDA, ale mam ubezpieczenie na CDO hipoteczne subprime i chcę je sprzedać. Obejdziemy się bez ISDA?”

— Standardowa odpowiedź brzmiała: nie — mówi Ben. — Więc ja im na to: „W takim razie zadzwońcie do szefa transakcji kredytowych i szefa od zarządzania ryzykiem i spytajcie, czy nie są czasem innego zdania”. — W ten piątek tylko jeden bank zdawał się chętny dobić z nimi interesu:

UBS. Był nawet bardzo chętny. Ostatni uczeptiony balon z helem puszczał właśnie linę.

W poniedziałek, 6 sierpnia, Ben wrócił do „Powder Monkey” i zaczął handlować. Za polisy ubezpieczeniowe kosztujące pół procent UBS oferowało mu od ręki 30 procent – co znaczyło, że swapy kredytowe Cornwall, które kosztowały około miliona dolarów, stały się teraz warte trochę ponad 60 milionów (30 procent z 205 milionów). Jednak UBS nie był już jedynym chętnym; ludzie z Citigroup, Merrill Lynch i Lehman Brothers, tak lekceważący w piątek, w poniedziałek byli zainteresowani. Wszyscy stękali i wyrzekali, wyceniając ryzyko CDO wytworzonych przez ich firmy.

— Ja miałem łatwiej, oni musieli przyjrzeć się każdej transakcji — powiedział Ben. — Mnie interesowały tylko pieniądze.

Cornwall oferował do sprzedaży dwadzieścia odrębnych pozycji. Połączenie z Internetem zrywało się i wracało, telefon komórkowy tracił i odzyskiwał zasięg. Nie zmieniał się tylko zapał firm Wall Street, desperacko szukających ubezpieczenia od pożaru ich płonących domów.

— Wtedy po raz pierwszy ceny odzwierciedlały ich prawdziwą wartość — powiedział Charlie. — Mieliśmy pozycje, które wycenione przez Bear Stearns na sześćset tysięcy, następnego dnia okazały się warte sześć milionów.

O jedenastej wieczorem w czwartek Ben pozbył się towaru. Był 9 sierpnia, tego samego dnia francuski bank BNP ogłosił, że zawiesza wypłaty z funduszy rynku pieniężnego z powodu problemów z amerykańskimi hipotekami subprime. Ben, Charlie i Jamie nie mieli pojęcia, czemu trzy czwarte ich zakładów kupił bank szwajcarski. Do czasu, gdy bank zaczął ich błagać, żeby sprzedali mu niezwykle teraz cenne ubezpieczenia subprime, skrót UBS nieczęsto pojawiał się w ich rozmowach.

— Nie miałem żadnego szczególnego powodu uważać, że ten bank w ogóle zajmuje się biznesem subprime — powiedział Charlie. — Z perspektywy czasu nie mogę się nadziwić, że nie sprzedaliśmy krótko UBS.

Kupując od Cornwall swapy, ani UBS, ani żaden inny nabywca z Wall Street nie wyrażał choćby śladu zaniepokojenia, że tym samym przejmuje na siebie ryzyko upadku Bear Stearns: ta myśl wydawała się firmom z Wall Street wciąż nieprawdopodobna. Cornwall Capital, zaczynająca przed czterema laty z okładem ze 110 tysiącami kapitału, zainkasowała właśnie ponad 80 milionów dolarów z zakładu na milion.

— Poczuliśmy ulgę, że to nie my okazaliśmy się frajerami przy stole — powiedział Jamie. Nie byli frajerami. Ich zakład wypłacił 80:1. I nikt w „Powder Monkey” nie spytał Bena, co tam robi.

Oczywiście angielska rodzina żony zastanawiała się, gdzie podziewał się całymi dniami, i próbował im to wyjaśnić. Uważał, że sytuacja jest z gatunku poważnych. Zakładał, że system bankowy traci płynność, a to sugerowało poważny wstrząs. Kiedy banki tracą płynność, oznacza to koniec kredytów, a koniec kredytów to koniec handlu, koniec handlu zaś... cóż, Chicago miało tylko tygodniowy zapas chloru do uzdatniania wody. Szpitalom kończyły się leki. Cały współczesny świat działał dzięki możliwości: kup teraz, zapłać później.

— Wróciłem o północy do domu i próbowałem porozmawiać ze szwagrem o przyszłości naszych dzieci — powiedział Ben. — Poprosiłem wszystkich, żeby ubezpieczyli swoje konta w HSBC. Kazałem im zaopatrzyć się w gotówkę, bo możemy stanąć w obliczu zakłóceń. Ale trudno było im to wyjaśnić. — Jak wyjaśnić niewinnemu obywatelowi wolnego świata znaczenie swapów kredytowych na transzach hipotecznych subprime CDO AA? Próbowałem, ale jego angielscy powinowaci tylko na niego dziwnie popatrzeni. Zrozumieli, że ktoś właśnie stracił dużo pieniędzy, Ben zarobił dużo pieniędzy, ale nie wglębiali się w temat. — Nie było sensu ich zachęcać — mówi Ben. — To Anglicy.

Dwadzieścia dwa dni później, 31 sierpnia 2007 roku, Michael Burry odmroził swoje swapy kredytowe i zaczął się ich pośpiesznie pozbywać. Jego inwestorzy mogli odzyskać swoje pieniądze.

Dostali ponad dwa razy tyle, ile mu powierzyli. Kilka miesięcy wcześniej proponowano Burry'emu 200 punktów bazowych – 2 procent wartości nominalnej – za jego swapy kredytowe ubezpieczające w okresie szczytowym sumę 1,9 miliarda. Teraz firmy z Wall Street, desperacko szukając poduszki pozwalającej im zamortyzować upadek, oferowały mu 75, 80 i 85 punktów procentowych. Pod koniec kwartału poinformował, że fundusz zarobił 100 procent. Na koniec roku, na portfelu o wartości niespełna 550 milionów, zrealizował ponad 720 milionów zysku. Mimo to żaden z inwestorów się nie odezwał.

— Choć to był wspaniały rok i wyszło na moje, nie był to tryumf — powiedział. — Zarabianie pieniędzy okazało się dalekie od moich wyobrażeń. Swojemu założycielowi, funduszowi Gotham Capital, wysłał e-mail, który obwieszczał krótko: „Zapraszam”.

Postanowił pozbyć się ich z funduszu i nalegał, żeby sprzedali swój udział w biznesie. Gdy poprosili go, żeby zaproponował cenę, odpowiedział:

— Może po prostu weźcie te dziesiątki milionów, których zarobienie prawie uniemożliwiliście mi w zeszłym roku, i będziemy kwita?

Gdy startował, postanowił nie pobierać od swoich inwestorów opłaty za zarządzanie w wysokości zwyczajowych 2 procent czy coś koło tego. Podczas jedyne go roku, w którym nie pomnożył pieniędzy inwestorów, brak opłaty oznaczał konieczność zwolnienia pracowników. Teraz wysłał inwestorom list, w którym poinformował ich, że zmienia zasady – co znów dało im okazję złoszczenia się na niego, choć zrobił z nich bogaczy. „Zastanawiam się, skąd bierzesz pomysły na wkurzanie ludzi — napisał do niego w mailu jeden ze znajomych. — Masz do tego prawdziwy talent”.

Czytając o zespole Aspergera, dowiedział się między innymi o roli, jaką odgrywają pasje. Były bezpiecznym schronieniem, do którego można się wycofać z wrogiego świata. Dlatego człowiek z Aspergerem tak poważnie traktuje swoje zainteresowania. Co dziwne, z tego samego powodu nie ma na nie wpływu. „Terapeuta, do którego chodziłem, pomógł mi uświadomić to sobie — napisał w e-mailu — i wydaje się to mieć dużo sensu, gdy przyglądam się swojemu życiu: zobaczmy, czy uda mi się to trafnie oddać... zawsze brzmi to jakoś lepiej w ujęciu terapeuty. Ale spróbuję”.

Jeśli ma się do czynienia z osobą, która ma ogromne trudności ze zintegrowaniem się ze społeczeństwem i często czuje się nierozumiana, zaniechana i w efekcie samotna, można się przekonać, że pasja może okazać się dla niej źródłem podbudowania ego. Dzieci z Aspergerem potrafią wspaniale się skupić i bardzo szybko rozwinąć wiedzę w temacie, którym się interesują, często znacznie wykraczając poza poziom rówieśników. Podbudowanie ego ma bardzo kojące działanie, dostarczając dzieciom z Aspergerem czegoś, czego doświadczają bardzo rzadko, jeśli w ogóle. Skoro pasja zapewnia wzmocnienie, istnieje niewielkie niebezpieczeństwo zmiany jej na inną. Gdy jednak ktoś taki napotyka skalistą przeszkodę albo doświadczają niepowodzenia, wtedy może bardzo głęboko przeżywać porażkę, zwłaszcza gdy wiąże się ona z krytyką ze strony otoczenia. Wtedy pasja zwyczajnie przedrzeźnia to, przed czym osoba z Aspergerem próbowała uciec – prześladowanie, niezrozumienie, wykluczenie przez innych. I wtedy trzeba poszukać czegoś nowego, co pozwoli zbudować i podtrzymać swoją miłość własną.

Większość 2006 i początki 2007 roku były dla doktora Michaela Burry'ego osobistym koszmarem. W e-mailu napisał: „Ludzie znienawidzą mnie do reszty... Te interesy zabijają coś niezbędnego do życia. Problem w tym, że nie zidentyfikowałem, co takiego. Ale to coś podstawowego, co we mnie umarło. Czuję to”. Kiedy opuściło go zainteresowanie rynkami finansowymi, kupił swoją pierwszą gitarę. To było dziwne: nie umiał grać na gitarze i nie miał do tego talentu. Nawet nie chciał grać na gitarze. Ale czuł potrzebę, by się dowiedzieć wszystkiego o rodzajach drewna użytego do jej budowy, kupowaniu gitar, głośników i wzmacniaczy. Po prostu potrzebował... wiedzieć jak najwięcej o gitarach.

Na uśmiercenie swojej dotychczasowej pasji wybrał inteligentny moment. Moment, w którym dopisano koniec, w którym nic nie stało już na przeszkodzie. Pół roku później Międzynarodowy Fundusz Walutowy oszacuje straty związane z amerykańskimi kredytami subprime na bilion dolarów. Bilion dolarów strat stworzonych przez amerykańskich finansistów podkopało amerykański system finansowy. Wszystkie firmy z Wall Street miały w tych stratach swój udział i żadna nie mogła ich uniknąć. Nie było przed nimi

ucieczki, gdyż nie można ich było na nikogo przenieść. Można tę sytuację przyrównać do podłożenia bomb różnej wielkości pod praktycznie wszystkie ważne zachodnie instytucje finansowe. Zawleczki wyciągnięto i nie było odwrotu. Pozostawało tylko obserwować prędkość iskry i wielkość wybuchów.

## Dwóch panów w łódce

Praktycznie nikt – ani kredytobiorcy, ani instytucje finansowe, agencje ratingowe czy inwestorzy – nie przewidział obecnej sytuacji.

Deven Sharma, prezes S&P,  
zeznając przed Izbą Reprezentantów,  
22 października 2008

Papież Benedykt XVI pierwszy przewidział kryzys globalnego systemu finansowego... Przewidywanie, że rozpasana gospodarka dozna krachu z powodu zasad, którymi się kieruje, można znaleźć w artykule napisanym przez kardynała Josepha Ratzingera [w roku 1985] — powiedział wczoraj na Uniwersytecie Katolickim w Mediolanie włoski minister finansów Giulio Tremonti.

„Bloomberg News”, 20 listopada 2008

Greg Lippmann wyobrażał sobie rynek hipotecznych subprime jako wielkie finansowe przeciąganie liny: za jeden koniec ciągnęła udzielająca pożyczek machina Wall Street, pakująca obligacje i przepakowująca najbardziej parszywe w CDO, a następnie, gdy zabrakło kredytów, tworząca z sufitu sztuczne; za drugi koniec ciągnęła jego szlachetna drużyna grająca na spadek ich wartości. Optymiści przeciw pesymistom. Fantaści przeciw realistom. Sprzedawcy swapów kredytowych przeciw nabywcom. Żli przeciw prawym. Metafora była trafna do pewnego momentu. Teraz obowiązywała inna: dwóch panów w łódce, związanych liną, walczących na śmierć i życie. Jeden zabija drugiego, wyrzuca jego bezwładne ciało przez burzę – po czym wypada razem z nim.

— W dwa tysiące siódmym roku zarabianie na spadkach było zabawne, był to trochę taki mecz: my kontra reszta świata — powiedział Steve Eisman. — W roku dwa tysiące ósmym zagrożony był cały system finansowy. Nadal graliśmy na spadki. Ale nie chcieliśmy krachu systemu. Można to porównać do sytuacji Noego podczas powodzi. Jest na arce. Ma się nieźle. Ale patrząc na powódź, nie czuje się szczęśliwy. Nie jest to dla Noego nic przyjemnego.

W 2007 roku zakład przeciw hipotekom subprime przyniósł FrontPoint tak spektakularne zyski, że podwoili wielkość funduszu, z trochę ponad siedmiuset milionów do półtora miliarda. Gdy tylko stało się jasne, że zarobili fantastyczną furę pieniędzy, zarówno Danny, jak i Vinny chcieli jak najprędzej spieniężyć zakłady. Żaden z nich nie ufał do końca Gregowi Lippmannowi i ten brak zaufania rozciągał się nawet na ten fantastyczny prezent, którym ich obdarował.

— Za nic w świecie nie kupiłbym od Lippmanna samochodu — oznajmił Danny. — A kupiłem od niego swapy na pięćset milionów dolarów.

Zarobiwszy tak szybko taką fortunę, Vinny odczuwał niemal karmiczny lęk.

— To był interes życia — powiedział. — Gdybyśmy schrzanili go przez chciwość, chyba bym się zabił.

Wszyscy, nie wyłączając samego Eismana, uważali, że nie bardzo wychodzi mu podejmowanie krótkookresowych decyzji inwestycyjnych. Był uczuciowy i kierował się emocjami. Zakład przeciw obligacjom hipotecznym subprime był dla niego czymś więcej niż tylko zakładem; traktował te obligacje w kategoriach osobistej zniewagi. Ilekroć ktokolwiek z Wall Street próbował argumentować – co zdarzało się dość często – że problem z kredytami subprime spowodowała nieuczciwość i nieodpowiedzialność finansowa szarych Amerykanów, mówił:

— Coś takiego, pewnego ranka wszyscy postanowili: „Tak, skłamię we wniosku kredytowym”?

Owszem, ludzie kłamali. Kłamali, ponieważ kazano im kłamać.

Wściekłość napędzająca grę przeciw obligacjom nie była wymierzona w cały system finansowy, a tylko w ludzi na jego szczycie, którzy wiedzieli lepiej, a przynajmniej powinni: ludzi z molochów Wall Street.

— To było coś znacznie większego niż wściekłość — powiedział Eisman. — To była moralna kruczata. Świat stanął na głowie.

Kredyty subprime, na których bazował ich zakład, były nic niewarte, argumentował, a skoro były nic niewarte, kupione przez Scion Capital ubezpieczenie tych kredytów mogło tylko zyskać na wartości. Więc trzymali swoje swapy kredytowe i czekali, aż stopa niespłacalności wzrośnie.

— Vinny i ja obstawiliśmy na pięćdziesiąt milionów i zarobiliśmy dwadzieścia pięć — powiedział Danny. — Steve obstawił na pięćset pięćdziesiąt milionów i zarobił czterysta.

Wielka wyprawa po skarby zaowocowała długą listą firm zagrożonych kredytami subprime. Do 14 marca 2008 roku sprzedali krótko akcje praktycznie wszystkich firm finansowych mogących ucierpieć w katastrofie.

— Nastawiliśmy się na Armagedon — powiedział Eisman — ale w tle kołatał się niepokój, co zrobimy, jeśli Armagedon nie nastąpi?

W dniu 14 marca to pytanie poddano pod dyskusję. Od czasu upadku w czerwcu 2007 roku funduszu hedgingowego Bear Stearns rynek zadawał sobie pytanie, jaki los czeka resztę Bear Stearns. Przez ostatnie dziesięć lat bank, podobnie jak inne firmy na Wall Street, zwiększał wysokość zakładów, pakując w nie każdego wolnego dolara. W ostatnich pięciu latach stosunek aktywów do kapitału własnego Bear Stearns wzrósł z 20 do 40. Dla Merrill Lynch wzrósł z 16 w roku 2001 do 32 w 2007. Dla Morgan Stanley i Citigroup osiągnął 33, Goldman Sachs ze stosunkiem aktywów do kapitału w wysokości 25 prezentował się na ich tle konserwatywnie, ale też Goldman najlepiej ukrywał jego prawdziwą wartość. Do upadku którejs z tych firm wystarczał mały spadek wartości aktywów. Pytanie za bilion dolarów brzmiało: co jest w tych aktywach? Do 14 marca rynek akcji rozstrzygał to pytanie na korzyść firm z Wall Street. Nikt nie wiedział, co działo się w Bear Stearns, Merrill Lynch czy Citigroup, ale uważano je za firmy mądre, zatem zakładano, że ich inwestycje zapewne też są mądre. W dniu 14 marca rynek zmienił zdanie.

Tamtego ranka Eisman został zaproszony przez Mike'a Mayo, znaczącego analityka bankowego Deutsche Bank, do ich nowojorskiej siedziby, żeby wygłosił mowę do dużych inwestorów. Miała ona poprzedzić wystąpienie emerytowanego przewodniczącego Rezerwy Federalnej, Alana Greenspana, i towarzyszyć wystąpieniu znanego inwestora Billa Millera – który ulokował ponad 200 milionów w akcjach Bear Stearns. Oczywiście dla Eismana inwestowanie większych sum pieniędzy w firmy Wall Street było czystym wariactwem. Do Greenspana miał stosunek graniczący z pogardą, a to już o czymś świadczyło.

— Moim zdaniem Alan Greenspan to najgorszy przewodniczący Rezerwy Federalnej w historii tego urzędu — mówił przy każdej nadarzającej się okazji. — Fakt, że tak długo utrzymywał niskie stopy procentowe, to jeszcze nic. Jestem przekonany, że wiedział, co się dzieje z subprime, ale zignorował tę świadomość, ponieważ wydojeni konsumenci to nie jego zmartwienie. Trochę mi go szkoda, bo to bystry facet, ale w zasadzie co do wszystkiego się pomylił.

Trudno byłoby wymienić ważną osobę z Wall Street, której Eisman nie obraził czy nie próbował obrazić. Podczas publicznej konferencji w Hongkongu, gdy prezes HSBC stwierdził, że straty jego banku w sektorze subprime są „umiarkowane”, Eisman podniósł rękę i powiedział:

— Chyba sam pan nie wierzy w to, co mówi. Bo cały wasz portfel nadaje się na śmietnik.

Eisman zaprosił też do siebie Gyana Sinha, analityka Bear Stearns trzymającego stronę byków,

i potraktował tak bezlitośnie, że sprzedawca Bear Stearns zadzwonił ze skargą.

— Gyan jest roztrzęsiony — powiedział.

— Powiedz mu, że niepotrzebnie — odparł na to Eisman. — Było nam bardzo miło!

Mimo to, pod koniec 2007 roku, Bear Stearns zaprosił Eismana na ciepłe spotkanie zapoznawcze z ich nowym prezesem, Alanem Schwartzem.

Boże Narodzenie z niedźwiadkiem, tak się nazywała ta impreza. Schwartz opowiadał zebranym, jaki „zwariowany” jest rynek obligacji subprime, na którym trudno ustalić cenę jakiegokolwiek obligacji.

— I czyja to wina? — zapytał Eisman. — Przecież do tego właśnie dążyliście. Żeby łatwiej było wam oszwabiać klientów.

Na co nowy prezes odpowiedział:

— Nie chcę rzucać oskarżeń.

To, którą z grubych ryb Wall Street Eisman obraził, zależało od tego, na jakie spotkanie go zaproszono. W dniu 14 marca 2008 roku miał się spotkać z jednym z największych amerykańskich inwestorów, znanym z byczego nastawienia do rynku akcji banków Wall Street, i znamienitym byłym przewodniczącym Rezerwy Federalnej. Na rynkach zapowiadał się pracowity dzień – chodziły słuchy o możliwych kłopotach Bear Stearns – ale postawieni przed wyborem: obserwować rynki czy wystąpienie Eismana, Danny Moses i Vincent Daniel nie zastanawiali się długo.

— Powiedzmy sobie szczerze — powiedział Vinny. — Poszliśmy tam, licząc na dobrą rozrywkę. To było jak walka Alego z Frazierem. Kto nie chciałby zobaczyć na żywo takiego pojedynku? — Pojechali więc, ale przewidująco zajęli miejsca z tyłu.

Eisman i legendarny Bill Miller zasiedli przy stole konferencyjnym. Miller mówił może trzy minuty, wyjaśniając, czemu inwestycję w Bear Stearns uważa za mądre posunięcie.

— A teraz nasz niedźwiedź, Steve Eisman — przedstawił go Mike Mayo.

Miller wygłosił krótkie przemówienie na siedząco. Spotkanie miało formę dyskusji panelowej, ale Eisman ruszył w stronę podium. Mijając trzeci rząd, skinął głową matce, zignorował partnerów oraz zawiadomionych przez nich kilkunastu znajomych (darmowe bilety na walkę!) i przystąpił do bezlitosnej analizy amerykańskiego systemu finansowego. „Dlaczego tym razem jest inaczej” – tak zatytułowana była jego przemowa, choć wtedy nikt jeszcze nie spodziewał się, że wygłosi formalne przemówienie.

— Jesteśmy w trakcie największej przeceny aktywów w historii finansów i nie skończy się ona szybko — zaczął. — Jedynym lekarstwem na nią jest czas. Czas, w którym przyjdzie zmierzyć się z bolesnym...

Gdy Eisman wstał, Danny instynktownie zatopił się w fotelu.

— Zawsze liczę się z najgorszym — powiedział. — Ale to jak wypadek samochodowy. Nie sposób oprzeć się ciekawości.

Ludzie dookoła Danny’ego pochylali się nad swoimi palmtopami. Jasne, że byli ciekawi, co ma do powiedzenia Eisman, ale od widowiska odrywała ich giełda papierów wartościowych. O 9.13, gdy Eisman siadał przy stole konferencyjnym, Bear Stearns ogłosił, że dostał pożyczkę od J.P. Morgan. Dziewięć minut później, gdy Bill Miller wyjaśniał powody swej wiary we wzrosty Bear Stearns, Alan Schwartz wydał komunikat dla prasy. „Pojawiły się liczne pogłoski dotyczące płynności Bear Stearns” — zaczął. Płynności. Gdy szef banku zapewnia o jego płynności, zwykle oznacza to coś wręcz przeciwnego.

O 9.41, mniej więcej w porze, gdy Eisman stawał przy podium, Danny sprzedał po kursie 53 akcje Bear Stearns, które, o dziwo, poprzedniego wieczora kupił Eisman. Zarobili na tej transakcji parę dolarów, ale Danny nie mógł się nadziwić, czemu Eisman w ogóle je kupił mimo ich sprzeciwu. Nie zdarzyło się to po raz pierwszy, często inwestował jakieś niezbyt wielkie pieniądze wbrew przekonaniu partnerów. Danny i Vinny podejrzewali, że w tym przypadku powodowała nim sympatia do Bear Stearns.



Nie do wiary! Eisman utożsamiał się z najbardziej zniechęconą firmą na Wall Street, znaną powszechnie ze swej całkowitej obojętności na to, co myślą o niej konkurenci.

— Eisman często powtarzał, że Bear Stearns nigdy nie zostanie przez nikogo kupiony, ponieważ żadna firma nie będzie w stanie zasymilować kultury Bear Stearns — powiedział Vinny.

Żona Eismana, Valerie, miała własną teorię.

— Myślę, że dostrzegał w nich coś z siebie. To było jego dziwaczne antidotum na przekonanie, że świat zmierza ku upadkowi — powiedziała. — Co rusz wracał do domu z jakimiś dziwnymi akcjami.

Cokolwiek skłoniło Eismana dzień wcześniej do zakupu akcji Bear Stearns, Danny cieszył się, że załatwił sprawę. Eisman wyjaśniał właśnie, dlaczego świat zmierza ku upadkowi, ale słuchano go jednym uchem, gdyż... świat finansów właśnie przeżywał upadek.

— W tej samej chwili, gdy Steve zaczął mówić — opowiada Vinny — cena akcji Bear Stearns zaczęła spadać. — Gdy Eisman wyjaśniał, dlaczego nikt przy zdrowych zmysłach nie kupuje i nie trzyma akcji, które sam kupił szesnaście godzin wcześniej, Danny wysłał do kolegów wiadomość tekstową.

9.49. OMB, Bear już po 47.

— Jeśli system finansowy przypomina schemat Ponziego, to dlatego, że tym właśnie jest.

9.55. Bear po 43.

— Banki amerykańskie dopiero zaczynają się mierzyć z rozległym problemem udzielonych przez siebie pożyczek. I tak na przykład nigdy nie zainwestowałbym w żaden bank z Florydy, gdyż uważam, że wszystkie czeka bankructwo.

10.02. Bear po 29!!!!

— Nasz kraj został zgwałcony przez jego klasę wyższą. Wypieprzyliście ludzi. Zbudowaliście twierdzę, żeby łupić obywateli. Ani razu nie zdarzyło mi się spotkać osoby z Wall Street, którą ruszyłoby sumienie. Nikt nie powiedział: robimy źle. A teraz wszyscy macie w dupie, co mam do powiedzenia.

Eisman nie wypowiedział tamtego ranka tych paru ostatnich zdań; jedynie je pomyślał. Nie wiedział też, co dzieje się na giełdzie, gdyż nie mógł sprawdzić komórki. Ale w trakcie jego mowy upadał bank inwestycyjny, i to nie z powodu oszustwa. Narzucało się oczywiście pytanie: z jakiego powodu?

Upadek Bear Stearns sklasyfikowano później jako run na bank, i nie bez racji – inne banki odmawiały prowadzenia z nim interesów, fundusze hedgingowe wycofywały środki. Jednak pozostawało pytanie, które powróci za pół roku: dlaczego rynek przestał nagle ufać olbrzymowi z Wall Street, mimo iż jeszcze niedawno przyjmował jego solidność za rzecz oczywistą? Upadek Bear Stearns wydawał się tak nie do pomyślenia, że w marcu 2007 roku Cornwall Capital kupiło ubezpieczenie od jego krachu, płacąc niespełna trzy promile sumy ubezpieczenia. Wyłożyli 300 tysięcy, zarobią 105 milionów.

— Lewar — tak brzmiała szybka odpowiedź Eismana. Aby zwiększyć zyskowność, Bear Stearns, podobnie jak inne firmy z Wall Street, w coraz większym stopniu obciążał swój kapitał spekulacyjnymi zakładami. Ale problem był oczywiście bardziej złożony. Dotyczył też natury tych spekulacyjnych zakładów.

Rynek hipoteczny subprime przeszedł przez co najmniej dwa odrębne etapy. Pierwszy, w którym większość ryzyka upadku rynku wzięto na siebie AIG, trwał do końca roku 2005. Gdy AIG nagle zmieniło zdanie, traderzy z AIG FP zakładali, że ich decyzja doprowadzi do całkowitego zastopowania nowych hipotecznych subprime.<sup>28</sup> Do czego oczywiście nie doszło. Wall Street zbijała tak wielkie pieniądze, zamieniając za pomocą CDO śmieciowe obligacje subprime BBB na w domniemaniu wolne od ryzyka

obligacje AAA, że nie mogła tak po prostu przestać. Ludzie odpowiedzialni za puszczenie w ruch maszyny CDO zdobyli w swoich firmach wielką władzę. Od późnej jesieni 2005 do lata 2007 roku firmy z Wall Street wytworzyły CDO subprime na kwotę między 200 a 400 miliardów dolarów, jej dokładnej wysokości nie znał nikt. Załóżmy, że było to 300 miliardów, z czego z grubsza 240 miliardów uzyskało rating AAA, stąd do celów rachunkowych traktowano je jako instrumenty wolne od ryzyka i nie musiano ujawniać. Większość, jeśli nie wszystko, trzymano pozabilansowo.

W marcu 2008 roku rynek akcji pojął w końcu to, co każdy sprzedawca obligacji hipotecznych wiedział od dawna: ktoś stracił co najmniej 240 miliardów. Ale kto? Morgan Stanley nadal miał jakieś 13 miliardów CDO, jako pamiątkę po Howiem Hublerze. Trochę mieli idioci w Niemczech, trochę więcej miał Wing Chau i podobni mu menedżerowie CDO, choć nie było całkiem jasne, za czyje pieniądze je kupili. Mniej więcej po 10 miliardów miały Ambac Financial Group i MBIA Inc., które długo żyły z ubezpieczania obligacji miejskich, po czym weszły na rynek opuszczony przez AIG. Prawda wyglądała tak, że nie sposób było przewidzieć ani wysokości strat, ani kto je poniesie. Jedno było pewne – każda firma z Wall Street zaangażowana poważniej w rynek subprime miała dużo więcej CDO, niż była skłonna przyznać. Bear Stearns mocno zaangażował się w rynek subprime. Na każdy dolar jego kapitału przypadało 40 dolarów zainwestowanych w zakłady na obligacje hipoteczne subprime. Pytanie nie brzmiało, czy Bear Stearns może upaść, ale jakim cudem mógłby przetrwać.

Steve Eisman skończył swoje krótkie przemówienie i wracał na miejsce. Mijając Billa Millera, poklepał go po plecach niemal współczująco. Podczas krótkiej sesji pytań i odpowiedzi, która nastąpiła potem, Miller starał się udowodnić, jak mało prawdopodobne jest bankructwo Bear Stearns. Jak dotąd upadki dużych banków inwestycyjnych wiązały się z przyłapaniem ich na zaangażowaniu w działalność przestępczą. Eisman prychnął:

— Jest dopiero pięć po dziesiątej. Dajmy mu trochę czasu. — Jeśli pominąć tę uwagę, był prawie uprzejmy. Siedzący w głębi sali Vinny i Danny poczuli kuriozalną mieszaninę ulgi i rozczarowania, jak po tornadzie, które o włos ominęło duże miasto.

Tym razem to nie Eisman popsuł atmosferę spotkania, tylko jakiś młodzian z tylnych rzędów. Wyglądał na góra dwadzieścia lat i jak wszyscy obecni słuchał wystąpień Millera i Eismana, nie odrywając oczu ani palców od komórki.

— Panie Miller — zapytał — od czasu, gdy zaczął pan mówić, akcje Bear Stearns straciły ponad dwadzieścia punktów. Dokupi pan więcej?

Miller zdawał się ogłuszony.

— Najwyraźniej nie miał pojęcia, co się dzieje — powiedział Vinny. — I odparł po prostu: „Tak, jasne, że tak, kupię”.

Po czym wszyscy rzucili się do wyjścia, zapewne po to, żeby sprzedać posiadane akcje Bear Stearns. Gdy nadeszła kolej na wystąpienie Alana Greenspana, nie został niemal nikt ciekawy dowiedzieć się, co ma do powiedzenia. Publiczność zniknęła. Do poniedziałku zniknął też Bear Stearns, sprzedany J.P. Morgan za 2 dolary akcja.<sup>29</sup>

Obserwując ludzi wyłaniających się o 6.40 rano z wyjścia tunelu metra na północno-wschodnim rogu Madison Avenue i Czterdziestej Siódmej, można było wiele o nich powiedzieć, jeśli wiedziało się, na co patrzeć. Jak choćby to, że pojawiający się w tym miejscu o tej porze najpewniej byli pracownikami Wall Street. Profesja osób wychodzących z wejść otaczających Penn Station, na którą punktualnie wjechał właśnie skład Vincenta Daniela, nie była już taka łatwa do odgadnięcia.

— Poranny pociąg Vinny’ego tylko w pięćdziesięciu pięciu procentach jest finansowy, bo jeżdżą nim też robotnicy budowlani — powiedział Danny Moses. — Mój jest finansowy w dziewięćdziesięciu

pięciu.

Komuś o niewprawnym oku ludzie Wall Street jadący z przedmieść Connecticut na Grand Central mogli wydawać się niezróżnicowaną masą, ale Danny potrafił wychwycić w tej masie niewielkie, lecz dużo mówiące różnice. Osoby siedzące z nosem w palmtopach to zapewne pracownicy funduszy hedgingowych, sprawdzający zyski i straty po sesji azjatyckiej. Ci, którzy pozwalali sobie na drzemkę, byli pewnie brokerami – pracownikami sprzedaży, nie ryzykującymi własnej skóry. Jeśli z kolei ktoś miał teczkę czy torbę, raczej nie zajmował się sprzedażą, bo jedynym powodem, dla którego ktoś miałby je ze sobą tachać, mogła być chęć zapoznania się w drodze do pracy z raportami maklerskimi, a maklerzy nie czytali własnych raportów – w każdym razie nie w wolnym czasie. Ludzie zaczytani w „New York Timesie” byli pewnie prawnikami albo pracownikami administracji, pracowali w finansach, ale nie byli związani bezpośrednio z rynkiem.

Ubranie też zdradzało wiele. Faceci od inwestycji wyglądali na ogół, jakby wybierali się na mecz „Jankesów”. Jedyne, co liczyło się w ich przypadku, to osiągnięte przez nich wyniki, zatem porządny strój od razu dawał do myślenia. Gdy któryś zakładał garnitur, zazwyczaj znaczyło to, że jest w tarapatkach, ma w planach spotkanie z inwestorem, albo jedno i drugie. I to już wszystko, co dawało się powiedzieć o traderze na podstawie ubrania. Z kolei jeśli chodzi o ludzi od sprzedaży, ubiór poniekąd stanowił ich wizytówkę: facet w marynarce i spodniach khaki to broker w drugorzędnej firmie; wymuskany goguś w garniturze za trzy tysiące dolarów to bankier inwestycyjny z J.P. Morgan czy podobnej firmy. Danny umiał odgadnąć miejsce pracy współpasażerów również po tym, gdzie stawali w pociągu. Ludzie z Goldman Sachs, Deutsche Bank i Merrill Lynch jechali do centrum, w związku z czym stali na przodzie wagonika – choć gdy się nad tym zastanowić, niewiele osób z Goldman nadal jeździło pociągiem. W większości mieli samochody. Ludzie, którzy tak jak Danny byli pracownikami funduszy hedgingowych, pracowali na górnym Manhattanie, więc po wyjściu z Grand Central kierowali się na północ, gdzie nie wiadomo skąd zaraz pojawiały się taksówki i wydziobywały ich z ulicy, niczym hodowlane pstrągi rzucające się na ziarnka zboża. Ludzie z Lehman i Bear Stearns kierowali się do tego samego wyjścia co Danny, tylko że ich już nie było. Choćby dlatego 18 września 2008 roku o 6.40 wyjściem z metra na północno-wschodnim rogu Madison Avenue i Czterdziestej Siódmej wychodziło znacznie mniej osób niż przed rokiem.

Danny zauważał wiele drobiazgow u swoich kolegów finansistów – na tym w pewnym sensie polegała jego praca. Na dostrzeganiu drobiazgow. Od wizji ogólnej był Eisman. Vinny był analitykiem. Oczami i uszami firmy na rynku był Danny, główny trader. To on dostarczał partnerom wiedzy, która nie pojawiała się w telewizji czy prasie: wszelkiego rodzaju plotek, informacji o zachowaniach maklerów czy papierów. Jego praca wymagała wyczulenia na detal, umiejętności szybkiego liczenia i czujności, żeby się nie nadziać na minę.

Na jego biurku stało pięć ekranów komputerowych. Na jednym migąły wiadomości, inny pokazywał na bieżąco zmiany ich portfela, na pozostałych trzech przewijały się rozmowy Danny’ego z jakąś czterdziestką maklerów z Wall Street i współinwestorami. Jego e-mailową skrzynkę odbiorczą zalewało co miesiąc 33 tysiące wiadomości. Outsiderowi ten potok szczegółowych danych o rynkach mógłby wydać się dezorientujący. Dla niego miał sens pod warunkiem, że nie musiał doszukiwać się w nim ogólniejszego sensu. Danny był facetem od detalu.

Jednak w czwartek 18 września 2008 roku ogólny obraz stał się tak niestabilny, że jego wycinki przesuwające się na ekranach Danny’ego wydawały mu się kompletnym chaosem. W poniedziałek wystąpił z wnioskiem o upadłość Lehman Brothers, Merrill Lynch ogłosił 55,2 mld strat na CDO subprime i sprzedał się Bank of America. Giełda spadła bardziej niż pierwszego dnia transakcji po ataku na World Trade Center. We wtorek Rezerwa Federalna ogłosiła, że udzieliła ubezpieczycielowi AIG

pożyczki w wysokości 85 miliardów na pokrycie strat związanych ze swapami kredytowymi subprime sprzedanymi przez AIG bankom z Wall Street – z czego najwięcej, 13,9 miliarda, przypadało na Goldman Sachs. Gdy dodać do tego 8,4 miliarda wniesione już przez AIG na rzecz Goldman w charakterze depozytu, otrzymywało się ponad 20 miliardów ryzyka związanego z obligacjami hipotecznymi subprime przeniesionego przez Goldman na towarzystwo ubezpieczeniowe, którego straty w ten czy inny sposób pokrywał amerykański podatnik. Już sam ten fakt rodził natychmiast pytanie, ile jeszcze zostało tych trefnych papierów i w czym są posiadaniu.

Rezerwa Federalna i Skarb Państwa robiły, co mogły, żeby uspokoić inwestorów, ale oczywiście nikt nie był spokojny. Fundusz rynku pieniężnego o nazwie Reserve Primary ogłosił w środę, że poniósł wielkie straty na udzielonych Lehman Brothers krótkoterminowych pożyczkach i jego inwestorzy zapewne nie odzyskają wkładu, po czym zamroził wypłaty. Rynki pieniężne to nie gotówka – tam, gdzie zarabia się odsetki, ponosi się też ryzyko – ale do tej pory myślano o nich w kategoriach gotówki. Która zresztą też była niepewna. Korporacje jak świat długi i szeroki zaczęły wycofywać pieniądze z funduszy rynku pieniężnego i krótkoterminowe stopy procentowe poskoczyły do poziomów wcześniej nie notowanych. Indeks Dow Jonesa spadł o 449 punktów, osiągając najniższy poziom od czterech lat, a kursami na rynkach rządziły nie informacje płynące z sektora prywatnego, tylko od urzędników państwowych. Gdy Danny zjawił się w biurze o 6.50 w czwartkowy poranek, dowiedział się, że główny brytyjski regulator finansowy rozważa wprowadzenie zakazu krótkiej sprzedaży – akt taki oznaczałby między innymi koniec działalności funduszy hedgingowych – ale to nijak nie wyjaśniało tego, co się działo.

— Rozpętało się takie piekło, jakiego jeszcze nie widziałem — wspomina.

FrontPoint był na tę chwilę doskonale przygotowany. Umowa funduszu pozwalała im zająć na rynku akcji pozycję krótką netto nie przekraczającą 25 procent portfela lub pozycję długą netto nie przekraczającą 50 procent portfela, przy czym pozycja ogółem nie powinna przekraczać 200 procent. Inaczej mówiąc, na każde zainwestowane 100 milionów mogli zająć pozycję krótką netto na 25 milionów lub pozycję długą netto na 50 milionów, przy czym wysokość zakładów ogółem nie powinna przekroczyć 200 milionów. Umowa nie wspominała słowem o swapach kredytowych, ale to było już bez znaczenia. („Jakoś nie wiedzieliśmy, jak to ująć” — powiedział Eisman.) Ostatnie odsprzedali Gregowi Lippmannowi dwa miesiące wcześniej, na początku lipca. Teraz znów inwestowali wyłącznie w akcje.

W tym momencie zajmowali pozycję krótką, prawie w maksymalnej dozwolonej limitem wysokości, a wszystkie ich zakłady obstawiały spadek kursu akcji banków, firm, które upadały najszybciej: kilka minut po otwarciu giełdy byli już do przodu na 10 milionów. Akcje, na których zagrali na krótko, spadały, te, które kupili – głównie akcje mniejszych banków, nie uwikłanych na rynku subprime – też traciły, ale mniej. Danny powinien być uszczęśliwiony: wszystko przebiegało zgodnie z planem. Jednak nie był uszczęśliwiony; był niespokojny. O 10.30, godzinę po otwarciu sesji, akcje wszystkich firm finansowych spadały spadkiem swobodnym, czy na to zasługiwały, czy nie.

— Spływa na mnie cały ten potok informacji — wspomina tamten dzień. — Powiniennem umieć zrobić z nich użytek. Kursy tak pikowały, że nie nadążałem. Jakby wsysała je czarna dziura. Otchłań.

Działo się to czwartego dnia po tym, jak pozwolono na upadek Lehman Brothers, ale dopiero teraz odczuwało się potężne skutki tego zdarzenia. Akcje Morgan Stanley i Goldman Sachs tonęły i było jasne, że żadna interwencja rządu im nie pomoże.

— Najpierw nastąpiło trzęsienie ziemi — mówi Danny — a po kilku dniach przyszło tsunami. — Praca tradera to wyzwanie człowiek kontra człowiek, ale teraz Danny czuł się raczej tak, jakby starł się z siłami natury: syntetyczne CDO wywołało syntetyczną klęskę żywiołową. — W zwykłych warunkach ma się poczucie możliwości kontroli sytuacji — powiedział Danny. — Jest się dobrym, ponieważ rozumie się, co się dzieje. W tamtej chwili umiejętności przestały się liczyć. Rynkiem zawładnęły

emocje.

FrontPoint zawarł jakieś siedemdziesiąt zakładów na akcje różnych firm z całego świata. Wszystkie były instytucjami finansowymi. Danny rzucił się ogarnąć sytuację, ale nie dał rady. Kupili akcje KeyBank, sprzedali akcje Bank of America, obie transakcje były rzeczami, jakich nigdy wcześniej nie robili.

— Z rynku zniknęły oferty kupna — wspomina. — Rynek przestał istnieć. Dopiero wtedy uświadomiłem sobie w pełni, że chodzi o sprawę większą niż stan naszego portfela. Fundamenty przestały mieć znaczenie. Akcje rosły albo spadały sterowane emocjami i spekulacjami dotyczącymi możliwych posunięć rządu.

Jednak najbardziej niepokoiła go kołacząca się w głowie myśl, że na dno pójdzie też Morgan Stanley. Ich fundusz był własnością Morgan Stanley. Nie mieli prawie nic wspólnego z tą firmą ani nie czuli się z nią związani. Nie myśleli ani nie działali jak pracownicy Morgan Stanley – Eisman dość często powtarzał, że byłby szczęśliwy, mogąc sprzedać krótko ich akcje. Działali i myśleli jak dyrektorzy funduszu będącego ich własnością. Jednak jeśli splajtuje Morgan Stanley, jej udziały w ich funduszu staną się częścią masy upadłościowej.

— Myślałem sobie: „Cholera, złapaliśmy świat za pieprzone jaja, a firma, dla której pracujemy, ma iść na dno?”.

I wtedy Danny poczuł, że dzieje się coś poważnie niepokojącego – z nim samym. Tuż przed jedenastą rano przestrzeń między jego oczami a ekranem komputera wypełniły falujące czarne linie. Miał wrażenie, że ekran wyrzusza się i zapada.

— Poczulem rozdzierający ból głowy — opowiada. — Nie miewam bólów głowy. Przez chwilę myślałem, że to tętniak. — Potem przyszło mu na myśl serce – spojrzał w dół i niemal zobaczył, jak mięsień wali o klatkę piersiową. — Spędziłem rano, próbując zapanować nad tą energią i chaosem — powiedział — a straciłem kontrolę nad sobą.

Tylko raz w życiu przeżył coś podobnego. W dniu 11 września 2001, o 8.46 rano, przy swoim biurku na ostatnim piętrze World Trade Center.

— Czasem słyhać pracującą gdzieś niedaleko śmieciarkę i człowiek zastanawia się, co to, u licha, takiego? — Dopóki ktoś nie powiedział mu, że w wieżę północną uderzył mały samolot, sądził, że to była właśnie śmieciarka. Podszedł do okna i spojrzał na budynek po drugiej stronie ulicy. Na jego rozum mały samolot nie narobiłby takich szkód, spodziewał się też zobaczyć, jak wystaje z boku budynku. Zobaczył tylko czarną dziurę i dym. — Od razu pomyślałem, że to nie był wypadek. Niemożliwe. — Pracował wtedy wciąż w Oppenheimer and Co.; Steve i Vinny odeszli już z firmy. W głośnikach rozległ się czyjś kategorycznie brzmiący głos i oznajmił, że nie należy opuszczać budynku. Danny pozostał przy oknie. — I wtedy zaczęli skakać ludzie — powiedział. — Spadające ciała. — Znowu usłyszał śmieciarkę. — Gdy uderzył drugi samolot, w myślach pożegnałem się ze światem. Biegając do windy, zaopiekował się po drodze dwiema ciężarnymi kobietami. Odprowadził je do domu, jedną do mieszkania na Czternastej Ulicy, drugą do Plaza Hotel, po czym wrócił do domu na Siedemdziesiątej Drugiej ulicy, do swojej ciężarnej żony.

Cztery dni później wraz z żoną i małym synkiem opuszczał Nowy Jork, a ściślej mówiąc, uciekał. Jechali autostradą, był wieczór i burza, i nagle ogarnęła go pewność, że zaraz przewróci się na nich drzewo i zmiążdży samochód. Przerażony zaczął trząść się i pocić. Drzewa stały pięćdziesiąt metrów od drogi: nie zagrażały samochodowi.

— Chyba powinieneś wybrać się do lekarza — uznała żona i posłuchał jej rady. Podejrzewał kłopoty z sercem, spędził pół dnia podpięty do aparatu EKG. Utrata samokontroli wprawiała go w zakłopotanie, nie chciał o tym rozmawiać, i poczuł głęboką ulgę, gdy te napady straciły na częstości i sile. Kilka

miesiący po ataku terrorystycznym zniknęły w końcu na dobre.

Gdy 18 września 2008 roku poczuł napad paniki, nie skojarzył jej z tamtymi. Wstał od biurka i zaczął szukać pomocy. Zwykle niedaleko siedział Eisman, ale Eisman był teraz na jakiejś konferencji, próbując zebrać kapitał – co pokazuje, jak nieprzygotowani byli wszyscy na tę chwilę, choć myśleli, że są przygotowani doskonale. Danny zwrócił się do siedzącego nieopodal kolegi.

— Porter, chyba mam atak serca — oznajmił.

Porter Collins roześmiał się i odparł:

— Nie, nie masz. — Jako były wioślarz olimpijski był nieco mniej wrażliwy na dolegliwości bliźnich, gdyż zakładał, że zazwyczaj nie mają pojęcia, czym jest prawdziwy ból.

— Chyba jednak mam — upierał się Danny. — Muszę pójść do szpitala. — Twarz miał bladą, ale trzymał się na nogach.

Danny zawsze był trochę nerwowy.

— Dlatego jest taki dobry w tym, co robi — uważa Porter. — Uspokajałem go: „Nie masz ataku serca”. Przesłał się odzywać. „No dobrze”, powiedziałem, „może masz”. — Co wcale nie polepszyło sytuacji. Chwiejąc się, odwrócił się do Vinny’ego, który obserwował sytuację zza terminalu transakcyjnego i zamierzał już dzwonić po karetkę.

— Muszę stąd wyjść. Natychmiast — oświadczył.

Dzięki zakładowi przeciw obligacjom hipotecznym subprime partnerzy Cornwall Capital czterokrotnie zwiększyli swój kapitał, z 30 milionów z kawałkiem zrobiło się 135, ale nie odkorkowali butelki szampana.

— Byliśmy zajęci szukaniem jakiegoś bezpiecznego miejsca, gdzie można by ulokować pieniądze — powiedział Ben Hockett. Wcześniej ich nie mieli. Teraz byli bogaci, ale bali się, że nie zdołają zachować majątku. Z natury skłonni do czarnowidztwa rozwinęli jeszcze tę cechę poprzez trening. I teraz oddawali się rozważaniom, czy ludzie, którzy do takiego niesamowitego stopnia mieli rację (znaczy się, oni sami), będą w stanie zachować nieśmiałość sądów i zdolność do wątpienia i kwestionowania wszystkiego, dzięki którym tę rację mieli. Im bardziej jest się pewnym siebie i swoich poglądów, tym trudniej znaleźć okazje sprowadzające się do tego, że najprawdopodobniej jest się jednak w błędzie.

Tamto strzelanie w ciemno było poniekąd grą odpowiednią dla młodych. Charlie Ledley i Jamie Mai nie czuli się już ani nie działali jak ludzie młodzi. Charlie cierpiał na migreny i ze strachem myślał o przyszłości.

— Sądzę, że w naszej demokracji jest coś przerażającego — powiedział. — Ludzie zaczynają czuć, że system jest oszukańczy, i trudno nie przyznać im racji.

Razem z Jamiem poświęcali zadziwiająco ilość czasu i energii na wymyślanie sposobów zaatakowania głęboko skorumpowanego w ich mniemaniu systemu finansowego. Uknuli plan zemsty na agencjach ratingowych. Założyli niedochodową organizację, której jedynym celem było pozwanie Moody’s i S&P. Ewentualne odszkodowanie chcieli przeznaczyć dla inwestorów, którzy ponieśli straty, inwestując w papiery wartościowe o ratingu AAA.

— Zamierzaliśmy zwrócić się do nich z apelem: „Nawet nie zdajecie sobie sprawy, jak was wyrolowano. Powinniście ich pozwać”. — Mieli za sobą tyle niemiłych doświadczeń z firmami z Wall Street i ludźmi utrzymującymi się z pracy dla tych firm, że obawiali się iść z tym pomysłem do prawników nowojorskich. Wybrali się do Portland w stanie Maine, gdzie znaleźli kancelarię ludzi gotowych ich wysłuchać. — Odnieśliśmy wrażenie, że uznali nas za wariatów — opowiada Charlie.

Prawnicy z Maine powiedzieli im, że pozwanie agencji za błędne ratingi to jak pozwanie magazynu motoryzacyjnego za reklamowanie samochodu, który uległ wypadkowi.



Charlie znał słynnego historyka kryzysów finansowych, swojego dawnego profesora uniwersyteckiego, i zdecydował się do niego zadzwonić.

— Często dzwonił prawie nocą — mówi historyk, który wolał zachować anonimowość. — Rozmawialiśmy godzinami. Pamiętam, że zaczął od pytania: „Czy wie pan, co to jest mezzanine CDO?”. Zaczął wyjaśniać mi, jak to działało... – Jak banki inwestycyjne Wall Street przekonały jakoś agencje ratingowe do opatrywania ratingiem sterty szmatławych obligacji; jak skutkiem tego udzielono szarym obywatelom kredytów na biliony dolarów; jak szarzy obywatele radośnie włączyli się w akcję, kłamiąc we wnioskach kredytowych; jak mechanizm zamieniający kredyty w podobno nieryzykowne papiery wartościowe skomplikowano do tego stopnia, że inwestorzy nie byli w stanie oszacować ryzyka; jak problem narastał i w końcu wywołał katastrofę o ogromnych konsekwencjach społecznych i politycznych. — Potrzebował przedyskutować z kimś tok swojego rozumowania — powiedział historyk — i sprawdzić, czy nie oszalał. Zapytał, czy Rezerwa Federalna wykupi hipoteki, na co odparłem, że moim zdaniem to mało prawdopodobne. Musiałoby dojść do kryzysu na olbrzymią skalę, żeby Fed rozważał taki krok. — Poza niepokojącym obrazem sytuacji wyłaniającej się z tych opowieści dystyngowanego historyka finansów uderzył fakt, że... słyszy o tym wszystkim po raz pierwszy. — Czy kiedykolwiek podejrzewałem, że Charlie Ledley przewidzi największy krach finansowy od czasu wielkiego kryzysu? — zastanawiał się. — Nie. — Nie dlatego, że Charlie był głupi; nic podobnego. Ale Charlie nie miał zadatków na finansistę. — Nie ma w sobie nic z materialisty — powiedział jego profesor. — Nie kieruje się chęcią zysku. Rozzłościł się. Potraktował tę sprawę osobiście.

Rankiem 18 września 2008 roku Charlie Ledley odkrył, że wciąż jest zdolny do zdziwienia. Nie spędzali na ogół z Jamiem czasu, siedząc przy terminalu Bloomberg'a i czytając przesuwające się na pasku wiadomości, ale do środy siedemnastego września nic innego nie robili. Straty na obligacjach hipotecznych subprime ogłoszone przez firmy Wall Street okazały się olbrzymie i z dnia na dzień rosły. Merrill Lynch, który zaczął od ogłoszenia strat w wysokości 7 miliardów, przyznawał teraz, że wynoszą one ponad 50 miliardów. Strata Citigroup wyniosła około 60 miliardów. Morgan Stanley zaliczył rekord rynku stratą 9 miliardów na jednej transakcji i na pewno na tym się nie kończyło.

— Pomyliliśmy się w interpretacji sytuacji — powiedział Charlie. — Cały czas zakładaliśmy, że te CDO AAA trafiają, powiedzmy, do koreańskiego związku rolników. Ale to, co się wtedy działo, wskazywało na coś innego. Zatrzymali je dla siebie.

Głupimi pieniędzmi okazały się firmy z Wall Street, tak wydawałoby się sprytne i dbające o własny interes. Ludzie stojący na ich czele nie rozumieli własnej działalności, regulujące je instytucje rozumiały oczywiście jeszcze mniej. Charlie i Jamie zakładali zawsze, że systemem finansowym zarządzają doświadczone, dorosłe osoby, tylko że jakoś nie dane im było je poznać; teraz przekonali się, że nic bardziej błędnego.

— Nigdy nie mieliśmy okazji zajrzeć do wnętrza tych molochów — powiedział Charlie. — Widzieliśmy tylko ich ofiary. — Uwagę Jamiego przyciągnęła zapadająca w pamięć wiadomość z paska Bloomberg'a: — Lider większości Senatu o kryzysie: „Nikt nie wie, co zrobić”.

Michael Burry już dawno, długo przed tym, zanim jego wizja świata znalazła zwolenników, czuł, jakie to okropne: inwestować w coś, co zdawało się zakładem o krach systemu finansowego. Ale nad społecznym wymiarem swej strategii inwestycyjnej zaczął się zastanawiać dopiero po tym, jak zbił majątek na upadku tego systemu – a przy okazji zastanawiał się też, czy ogląd jego osoby nie okaże się pewnego dnia równie wypaczony jak ogląd systemu finansów. W dniu 19 czerwca 2008 roku, trzy miesiące po upadku Bear Stearns, FBI aresztowało i wyprowadziło w kajdankach z własnych domów Ralphi Cioffiego i Matthew Tannina, menedżerów upadłych funduszy Bear Stearns.<sup>30</sup> Tego samego dnia wieczorem Burry wysłał e-



maila do swojego prawnika, Steve'a Druskina. „Wyznaję w zaufaniu, że ta sprawa jest dla mnie źródłem wielkiego stresu. Martwię się, że pod wpływem chwili też mogłem wysyłać e-maile, które wyrwane z kontekstu mogą stać się dla mnie powodem kłopotów, choć moje działania i ostateczne osiągnięcia są jak najbardziej właściwe... Nawet nie potrafię sobie wyobrazić, jak zniósłbym więzienie, choć przecież nie zrobiłem niczego złego, może tylko trochę lekkomyślnie dzieliłem się w tamtym ciężkim okresie swoimi luźnymi przemyśleniami. Prawdę mówiąc, tak mnie to przeraża, że dziś wieczorem uznałem, że powinienem zamknąć fundusze”.

Zaczął wynajdywać powody skończenia zabawy w inwestycje. Pomagali mu ich dostarczyć jego inwestorzy: zarobił dla nich krocie, ale to chyba nie skompensowało im wrażeń, jakie zafundował im w ostatnich trzech latach. W czerwcu 2008 roku inwestor, który był ze Scion Capital od samego początku, od 1 listopada 2000, zyskiwał po potrąceniu opłat i kosztów 489,34 procent. (Zysk brutto funduszu wyniósł 726 procent). S&P 500 zyskał w tym czasie nieco ponad 2 procent. W samym roku 2007 Burry zarobił dla inwestorów 750 milionów – mimo to zarządzał teraz portfelem o wartości 600 milionów. Wciąż napływały prośby o zwrot środków. Nowi inwestorzy się nie zgłaszali – ani jeden. Nikt też nie zadzwonił do niego z pytaniem o jego ocenę świata czy przewidywania na przyszłość, ani jedna osoba. Wszystko wskazywało na to, że nikogo nie interesuje, jak osiągnął to, co osiągnął. „Cóż, chyba nie jestem popularny” — napisał.

Wkurzało go, że uznanie za swój wnikliwy ogląd sytuacji zdobywali teraz ludzie o największym parciu na media. Trudno o bardziej obiektywne zajęcie niż inwestowanie, mimo to nawet tutaj zamiast faktów i logiki serwowano mętne socjologiczne banialuki. „Przyznaję, że mocno zdziwiło mnie, ile osób twierdzi po fakcie, że dostrzegły krach subprime, boom na rynku surowców i nadchodzące pogorszenie w gospodarce” — napisał w kwietniu 2008 do inwestorów. — „A jeśli wcześniej nie wyrażali wprost swych poglądów, odbijają to sobie teraz, przesiadując w stacjach telewizyjnych i udzielając wywiadów prasowych, w których z pozycji guru dzielą się swymi przewidywaniami co do przyszłości. Wszak nie mieliby odwagi wypowiadać się na temat przyszłości, gdyby tak strasznie pomylili się w ocenie tego, co zaszło, prawda? Mimo to jakoś nie przypominam sobie, żeby wiele osób dzieliło moje poglądy przed faktem”. Można było wręcz odnieść wrażenie, że to, iż miał rację, działa na jego niekorzyść – jego obecność wprowadzała wiele osób w zakłopotanie. Magazyn branżowy opublikował listę najlepszych siedemdziesięciu pięciu funduszy hedgingowych roku 2007, ale Scion Capital na niej zabrakło – choć wyniki funduszu plasowały go jeśli nie na samym szczycie, to bardzo blisko.

— To tak, jakby podczas igrzysk olimpijskich kazali jakiemuś pływakowi pływać w oddzielnym basenie — powiedział Burry. — Choć osiągnięty czas zapewniał mu złoto, medalu nie dostał. Mówiąc szczerze, to chyba dobiło mnie do reszty. Szukałem odrobiny uznania. Nie znalazłem. Trenowałem z myślą o olimpiadzie, ale kazano mi pływać w basenie dla niedorozwiniętych. — Kilku inwestorów z tych, którzy się ostali, pytało go, czemu nie promuje się bardziej agresywnie... jakby na tym polegało zarządzanie portfelem!

W początkach października 2008 roku, po tym, jak do akcji wkroczył rząd i oznajmił, że chcąc nie dopuścić do upadku którejs z dużych firm z Wall Street, przejmie wszystkie straty systemu finansowego, Burry przystąpił do żywiołowych zakupów akcji, pierwszy raz od kilku lat. Zasilenie systemu doprowadzi nieuchronnie do inflacji, uznał, ale też do wzrostów na giełdzie. Może było trochę za wcześnie i akcje mogły jeszcze przez jakiś czas spadać, ale nie szkodzi: widział w nich wartość i wierzył, że inwestycja w długim okresie przyniesie zyski. Chwilę po tym największy z pozostających inwestorów zakwestionował jego ocenę sytuacji i zagroził wycofaniem swoich 150 milionów.

W dniu 27 października Burry wysłał e-mail do jednego ze swych dwojga przyjaciół: „Dziś wieczorem wszystko sprzedaję. Chyba osiągnąłem punkt zmęczenia materiału. Nic dzisiaj nie jadłem, nie

spalem, nie rozmawiałem z dziećmi, nie rozmawiałem z żoną, czuję się rozbity. Asperger szczerze mnie obdarował, ale życie z nim jest bardzo uciążliwe”. Któregoś piątkowego popołudnia w początkach listopada poczuł ból w klatce piersiowej i udał się na ostry dyżur. Ciśnienie krwi mu podskoczyło. — „Czułem się, jakbym miał zaraz umrzeć” — napisał. Tydzień później, 12 listopada, wysłał do inwestorów ostatni list. „Niejednokrotnie czułem się spychany na skraj przepaści przez presję swoich posunięć, inwestorów funduszu, partnerów biznesowych, a nawet byłych pracowników. Do tej pory zawsze udawało mi się odsunąć na bezpieczną odległość i ciągnąć ten często zbyt absorbujący romans z inwestowaniem. Jednak teraz sytuacja osobista znów postawiła mnie na skraju przepaści i doszedłem do smutnego wniosku, że muszę zamknąć fundusz”. Po tym pożegnaniu zniknął, a wiele osób zastanawiało się, co takiego się wydarzyło.

Wydarzyło się tyle, że on miał rację, świat się mylił i świat go za to znienawidził. I tak Michael Burry skończył tak, jak zaczynał – samotny, czerpiąc z tej samotności pociechę. Został w swoim biurze w Cupertino w stanie Kalifornia, wystarczającym dla dwudziestu pięciu osób personelu, ale fundusz był zamknięty, a biuro puste. Ostatni odszedł Steve Druskin, na koniec ustalili, co zrobić ze swapami kredytowymi Michaela Burry’ego.

— Mike zatrzymał dwa, dla zabawy — powiedział. — Tylko dwa. Chciał się przekonać, czy zapłacą nam całą sumę ubezpieczenia. — Tak było, chociaż nie zatrzymał ich dla zabawy, ale w celu potwierdzenia: udowodnienia światu, że obligacje o ratingu inwestycyjnym, przeciw którym postawił, były rzeczywiście nic niewarte. Te dwa zakłady, które zatrzymał, dotyczyły obligacji subprime wyemitowanych w roku 2005 przez Lehman Brothers. Osiągnęły wartość zero mniej więcej w tym samym czasie co ich emitent. Burry postawił na każdy około 100 tysięcy i zarobił 5 milionów.

Problem, z punktu widzenia prawnika likwidującego fundusz inwestycyjny, stanowiło to, że te dziwne kontrakty kończyły się dopiero w roku 2035. Maklerzy już dawno temu spłacili je w całości: 100 centów za dolara. Żadna firma z Wall Street nie przysyłała już kwotacji.

— Nie dostawaliśmy też potwierdzenia od maklera, że mamy otwartą pozycję — mówi Druskin. — A przecież mieliśmy. Wydawało się, że nikt nie chce słyszeć już o tych swapach. Jakby chcieli powiedzieć: „Okay, dostaliście swoje dziesięć milionów dolarów. A teraz przestańcie zawracać nam głowę”.

Prawnik na Wall Street to jak lekarz na wojnie: zjawia się na polu po bitwie, żeby uprzątnąć bałagan. Trzydziestoletni kontrakt, który technicznie mógł nieść ze sobą ryzyko jakichś płatności w przyszłości – jakie ryzyko, próbował wciąż ustalić – był ostatnią rzeczą do uprzątnięcia z bałaganu Michaela Burry’ego.

— Możliwe, że maklerzy wyrzucili te kontrakty swapowe do kosza — powiedział Druskin. — Żaden z brokerów nie sądził trzy lata temu, że coś takiego się zdarzy. Więc nie przeszkolono nikogo, jak załatwiać te sprawy. Oznajmiliśmy im coś w rodzaju: zamykamy interes, a oni odpowiedzieli: w porządku.

Kiedy Eisman odebrał telefon od Danny’ego Mosesa i ten poinformował go, że chyba miał atak serca i siedzi z Vinnym i Porterem na schodach katedry Świętego Patryka, był wciąż w okresie powolnej, prawie klimakterycznej zmiany. Nie był przygotowany na pierwsze uderzenia gorąca późną jesienią 2007 roku. Wtedy dla wielu stało się jasne, że byli w błędzie, a on miał rację i na dodatek stał się obrzydliwie bogaty. Wybrał się na konferencję urządzoną przez Merrill Lynch, po tym jak firma pozbyła się prezesa, Stana O’Neala, i ujawniła 20 miliardów z 52 miliardów strat związanych z subprime. Podszedł do szefa finansów, Jeffa Edwardsa, tego samego Jeffa Edwardsa, z którego szydził kilka miesięcy wcześniej, wyśmiewając modele ryzyka Merrill Lynch.

— Pamięta pan, co powiedziałem o waszych modelach ryzyka? — zapytał. — Chyba miałem rację, jak pan myśli? — O dziwo, natychmiast pożałował tych słów. — Czuję się nie w porządku z tego powodu — wspomina Eisman. — Zachowałem się okropnie. To był bardzo miły facet. Po prostu nie miał racji. Nie graliśmy już przeciw sobie. Powinienem być zachować się inaczej.

Valerie Feigen patrzyła bliska konsternacji, jak jej mąż niepewnie i zrywami nabywa ogłady.

— Gdy tanto wszystko minęło, pojawiła się próżnia — powiedziała. — Jak tylko okazało się, że miał rację, cały niepokój, gniew i gorączkowość ustąpiły. I pozostawiły próżnię. Przez jakiś czas cierpiał na przerost ego. Okropnie się nadał.

Eisman tak wszędzie trąbił o zbliżającej się katastrofie, że teraz wszyscy pragnęli usłyszeć, co ma do powiedzenia. Na konferencji w Las Vegas zaraził się pasożytem. Leczącemu go lekarzowi oznajmił, że świat finansów, jakim go znamy, dobiega końca. Rok później wybrał się do tego samego lekarza na kolonoskopię. Wyciągnięty na stole usłyszał, jak lekarz woła:

— Mam tu faceta, który przewidział kryzys! Chodźcie i posłuchajcie. — I w trakcie kolonoskopii tłum lekarzy i pielęgniarek usłyszał historię o geniuszu Eismana.

Opowieść o geniuszu Eismana szybko przejadła się jego żonie. Dawno temu założyła z terapeutką męża coś w rodzaju społecznej jednostki interwencyjnej.

— Napadłyśmy na niego i krzyknęłyśmy: „Naprawdę mógłbyś spuścić z siebie to powietrze”. I dotarło. Zaczął być miły. I lubił być miły! To było dla niego całkiem nowe doświadczenie. — I ona, i inni ludzie zaczęli zauważać dowody jego zmiany. Jak choćby na przyjęciu świątecznym w sąsiedzkim budynku. Nawet nie zamierzała wspominać o nim mężowi, ponieważ jego zachowanie było nieprzewidywalne. — Próbowałam się po cichu wymknąć z mieszkania — opowiada. — Zatrzymał mnie i zapytał: „Jak to będzie wyglądało, jeśli z tobą nie pójdę?” — Tak szczerze się zaniepokoił, że dała mu szansę. — „No dobrze, chodź, tylko się zachowuj”, pozwoliła. Na co Eisman odparł: „Już umiem być dobrze wychowany”. — Zatem zabrała go na świąteczne przyjęcie i okazał się bardzo miły. — Jego towarzystwo stało się przyjemnością — zapewnia Valerie. — Proszę sprawdzić.

Tamtego popołudnia 18 września 2008 roku odmieniony na lepsze Eisman podszedł wolnym krokiem do współników siedzących na schodach katedry Świętego Patryka. Dotarcie gdzieś na piechotę zawsze zabierało mu dużo czasu.

— Steve tak cholernie się wlecze — powiedział Danny. — Chodzi jak słoń, gdyby słoń mógł stawiać kroki takiej długości jak człowiek. — Pogoda była wspaniała, jeden z tych rzadkich dni, gdy nad lasem wieżowców widnieje błękitne niebo i raduje duszę. — Siedzieliśmy sobie — mówi Danny — przyglądając się przechodniom... — Spędzili tam jakąś godzinkę. — Ogarnął nas taki spokój — opowiada Danny. — Poczuliśmy się uwolnieni od tych wszystkich rynków. To było niemal transcendentne doświadczenie. Siedzieliśmy sobie, patrzyliśmy na przechodzących ludzi i zastanawialiśmy się, co będzie dalej. Ile z tych osób straci pracę? Kto wynajmie okoliczne budynki, skoro firmy z Wall Street upadły?

Porter Collins miał wrażenie, że „świat stanął w miejscu”.

— Patrzyliśmy na tych ludzi i mówiliśmy sobie: „Są bankrutami albo staną się bankrutami”. — Poza tymi refleksjami współnicy FrontPoint niewiele mieli do powiedzenia. Przyszło to, na co wszyscy czekali: kompletny krach.

— Banki inwestycyjne leżą i kwiczą — powiedział sześć tygodni wcześniej Eisman. — Do tych gości dopiero zaczyna docierać, jak bardzo się pomylili. Czeka ich iluminacja, jak naukowców sprzed Newtona. Zjawi się Newton i któregoś ranka obudzą się i krzykną: „Jasna cholera, źle to wymyśliliśmy!”. — Lehman Brothers zniknął, Merrill się poddał, a Goldman Sachs i Morgan Stanley przestaną za tydzień być bankami inwestycyjnymi. Bankierzy inwestycyjni nie tylko dali ciała: byli na wymarcu. — Stara Wall Street zniknęła, i tak było sprawiedliwie — uznał Eisman. Jedyńm, którego uwierała trochę rola

faceta, który zbił fortunę, stawiając przeciw społeczeństwu, był Vincent Daniel. — Vinny, jak to mieszkaniec Queens, we wszystkim dopatruje się najgorszego — powiedział Eisman.

Na co Vinny odparł:

— Po prostu nie podobał nam się fakt, że poprzez nasze krótkie pozycje zapewnialiśmy płynność podtrzymującą rynek.

— To było jak karmienie potwora — dodaje Eisman. — Karmiliśmy potwora, aż w końcu pękł.

Potwór pękł. Mimo to, patrząc na idących ulicami Manhattanu ludzi, nie zauważało się, żeby stało się coś ważnego. Mechanizmy wpływające na ich życie pozostawały ukryte przed ich wzrokiem. Na tym polegał problem z pieniędzmi: to, co się z nimi robiło, niosło określone konsekwencje, ale były one tak odległe od momentu działania, że umysł nie łączył przyczyny ze skutkiem. Kredyty udzielone ludziom nie będącym w stanie ich spłacać nie popsły się od razu, lecz dopiero po dwóch latach, kiedy wzrosły odsetki. Obligacje utworzone z tych kredytów nie popsły się razem z nimi, lecz wiele miesięcy później, po wielu nużących zajęciach nieruchomości, bankructwach i przymusowych sprzedażach. CDO zrobione z tych obligacji nie popsły się od razu, ale dopiero wtedy, gdy jakieś ciała ustaliły, że nie wystarczy pieniędzy, żeby je spłacić. Po czym końcowy posiadacz CDO otrzymał liścik: „Szanowny Panie, z przykrością informujemy, że pańska obligacja przestała istnieć...”.

Ale najdłużej świadomość skutków docierała tu, na ulice. Kiedy ludzie spacerujący przed katedrą Świętego Patryka zrozumieją konsekwencje tego, co się stało?

# EPILOG

## Wszystko jest skorelowane

Mniej więcej wtedy, gdy Eisman i wspólnicy siedzieli na schodach katedry w centrum miasta, ja siedziałem na sofie restauracji położonej w jego części wschodniej, czekając na Johna Gutfreunda, mojego dawnego szefa, z którym byliśmy umówieni na lunch. Czekając, zastanawiałem się nad różnymi sprawami, między innymi nad tym, dlaczego restauracja sadza obok siebie dwóch mężczyzn w najmniejszym stopniu nie zainteresowanych fizycznym kontaktem.

Wydając książkę o finansach lat 80., sądziłem, że finanse lat 80. stają się faktem historycznym. Otrzymałem wiele niezasłużonych wyrazów uznania za wstrzelenie się we właściwy moment. Po okresie zakłóceń społecznych spowodowanych upadkiem sektora oszczędnościowo-kredytowego, wzrostu liczby wrogich przejęć i wykupów lewarowanych nastąpił krótki okres wzajemnych oskarżeń. Podobnie jak większość studentów Uniwersytetu Stanu Ohio potraktowała „Pokera kłamców” jak poradnik, większość gości udzielających wywiadów telewizyjnych i radiowych traktowała mnie jak demaskatora. (Wyjątek stanowił Geraldo Rivera. Zaprosił mnie do udziału w show w towarzystwie dziecięcych aktorów, którzy popadli potem w narkomanię. Show nosił tytuł: „Ludzie, którzy za wcześnie osiągnęli sukces”.) Negatywne nastawienie do Wall Street stało się tak powszechne, że Rudolph Giuliani zdołał zbić na nim polityczny kapitał, ale efektem tej niechęci było raczej polowanie na czarownice niż rzetelna ocena ładu finansowego. Publiczny lincz Michaela Milkena, a po nim Gutfreunda, prezesa Salomon Brothers, potraktowano jako pretekst pozwalający na niepodejmowanie działań w kwestii niepokojących mechanizmów, które umożliwiły im kariery. A konkretnie nie zrobiono nic w celu poprawienia etyki biznesu na Wall Street. Za kilka lat firmy zaczną krzywo patrzeć na rozwiązłość, zmuszą męską część personelu do prawie równego traktowania kobiet i będą wyrzucać traderów za samo rzucenie okiem na striptizerkę. W 2008 roku Bear Stearns i Lehman Brothers dużo bardziej przypominały zwykłe firmy kierujące się solidnymi wartościami klasy średniej niż jakakolwiek firma z Wall Street w okolicach roku 1985.

Ale wszystkie te zmiany były tylko kamuflażem. Pomagały oderwać uwagę niewtajemniczonych od kwestii prawdziwie nieprzyzwoitej: rosnącego braku zbieżności interesów między handlującymi ryzykami finansowymi a ogółem społeczeństwa. Powierzchnia zafalowała, ale poniżej, w głębi, strumienie superdywidend płynęły niezakłócenie.

Powód, dla którego tak trudno było zmienić amerykańską kulturę finansową – dla którego procesy polityczne tak powoli wymuszały jej zmianę – był taki, że jej stworzenie zajęło wiele czasu, a założenia leżące u jej podstaw mocno się zakorzeniły. Pęknięty brzuch potwora łączył się pepowiną z finansami lat 80. Kryzys 2008 roku miał swoje korzenie nie tylko w udzielonych w roku 2005 kredytach subprime, ale też w ideach, które narodziły się w roku 1985. Pierwszy derywat hipoteczny stworzył w roku 1986 mój znajomy z programu szkoleniowego Salomon Brothers rok po tym, jak rzuciliśmy pracę. („Z derywatami jest jak z bronią — zwykł mawiać. — To nie broń jest zła. Żli bywają ludzie, którzy się nią posługują”.) Mezzanine CDO zostały wymyślane w roku 1987 przez dział obligacji śmieciowych Michaela Milkena w Drexel Burnham. Pierwsze CDO zabezpieczone na obligacjach powstały w Credit Suisse w roku 2000, wymyślił je trader uformowany przez dział hipoteczny Salomon Brothers na przełomie lat 80. i 90. –

nazywał się Andy Stone, do jego intelektualnego związku z kryzysem subprime dochodził osobisty: był pierwszym szefem Grega Lippmanna na Wall Street.

Gutfreunda poznałem, pracując na Wall Street i po tym, jak stamtąd odszedłem, więcej się nie spotkaliśmy. Nasze ówczesne relacje sprowadzały się do kilku krótkich spotkań w dziale transakcyjnym firmy. Kilka miesięcy przed moją rezygnacją szefowie poprosili mnie, żebym wyjaśnił prezesowi firmy moje dość zagmatwane transakcje derywatami z europejskim funduszem hedgingowym, więc spróbowałem. Prezes stwierdził, że nie jest wystarczająco bystry, by coś z moich wyjaśnień zrozumieć, a ja założyłem, że w ten sposób okazuje władzę, mógł sobie pozwolić na luksus niewdawania się w szczegóły. Nie było powodu, by pamiętać któreś z naszych spotkań, i faktycznie nie pamiętał żadnego: gdy ukazała się moja książka, która godziła nieco w jego wizerunek, oświadczył prasie, że w ogóle mnie nie zna. Przez minione lata dochodziły mnie o nim sporadyczne informacje. Wiedziałem na przykład, że po tym, jak został zmuszony do odejścia z Salomon Brothers, miał trudniejszy okres. Później, na parę lat przed naszym lunchem, został zaproszony na dyskusję o Wall Street do Columbia Business School. Gdy przysłała jego kolej, poradził studentom, żeby poszukali sensowniejszego pomysłu na życie niż praca na Wall Street. Gdy zaczął mówić o swojej karierze, załamał się i rozplakał.

Kiedy wysłałem do niego maila z zaproszeniem na lunch, przyjął je z całą uprzejmością i łaskawością. W takim też nastroju zjawił się w restauracji, podszedł do stolika, gawędząc po drodze z właścicielem, i złożył zamówienie. Spuścił odrobinę z tonu i zachowywał się z większym namysłem, ale poza tym był w pełni sobą. Stare pozory dworności maskowały stary zwierzęcy impuls każący mu brać świat, jakim jest, a nie jakim być powinien.

Jakieś dwadzieścia minut upewnialiśmy się obaj, że nasza obecność przy wspólnym stole nie stanowi końca świata. Doszukaliśmy się wspólnego znajomego. Zgodziliśmy się, że dyrektorzy generalni firm z Wall Street nie mają realnej możliwości śledzenia niepoohamowanych innowacji powstających w ich firmach. („Nie rozumiałem wszystkich produktów, ale oni też nie”.) Zgodziliśmy się, że prezesi banków inwestycyjnych mają skandalicznie mały wpływ na swoich podwładnych. („Podlizują się, ale potem i tak robią, co im się żywnie podoba”.) Uważał, że przyczyna krachu finansowego jest prosta. „Chciwość po obu stronach – chciwość inwestorów i chciwość bankierów”. W mojej opinii sprawa była bardziej skomplikowana. Chciwość Wall Street to pewnik – poniekąd obowiązek. Problem stanowiły systemy motywacyjne kanalizujące tę chciwość.

Granica między hazardem a inwestycją jest sztuczna i cienka. Nawet najsolidniejsza inwestycja zawiera element hazardu (strata całej kwoty w nadziei na jej powiększenie), a najdziksza spekulacja zawiera element inwestycji (odzyskanie wkładu z odsetkami). Może najlepsza definicja „inwestycji” będzie następująca: hazard z szansami po stronie inwestora. Ludzie sprzedający papiery hipoteczne subprime uprawiali hazard, mając szanse po swojej stronie. Ludzie je kupujący – praktycznie cały system finansowy – mieli szanse przeciw sobie. Do tego miejsca wszystko jest proste. Co jednak w tej historii jest dziwnego i skomplikowanego, to fakt, że praktycznie wszyscy jej bohaterzy odeszli od stołu gry bogaci bez względu na to, co obstawili. Steve Eisman, Michael Burry i młodzi ludzie z Cornwall Capital zarobili dziesiątki milionów dolarów, co jest oczywiste. Greg Lippmann zarobił 47 milionów, z czego 24 miliony dostał w akcjach, które przepadną, jeśli w ciągu paru lat odejdzie z Deutsche Bank. Ale wszyscy oni mieli rację; zajęli pozycję wygrywającą. Fundusz CDO Wing Chau zbankrutował, ale on sam też zarobił dziesiątki milionów – i miał śmiałość założyć firmę skupującą tanio te same obligacje hipoteczne subprime, w których utopił miliardy dolarów innych ludzi. Howie Hubler stracił więcej niż jakikolwiek trader w historii Wall Street – mimo to pozwolono mu zatrzymać dziesiątki milionów, które na tym zarobił. Prezesi wszystkich głównych firm Wall Street też obstawili błędnie. Wszyscy z nich bez wyjątku albo doprowadzili swoje firmy do bankructwa, albo uratowali się od bankructwa dzięki interwencji

rządu Stanów Zjednoczonych. Wszyscy też się wzbogacili.

Jakie są szanse, że ludzie będą podejmować mądre decyzje, skoro nie muszą – skoro podejmując decyzje głupie, też zarabiają fortuny? System motywacyjny Wall Street działał wadliwie; nadal tak działa. Ale nie sprzeczałem się z Johnem Gutfreudem. Odwiedzając rodziców, człowiek staje się na powrót dziewięcioletnim chłopcem, w obecności byłego szefa kładzie uszy po sobie. John Gutfreund wciąż był królem Wall Street, ja żółtodziobem. On wygłaszał oświadczenia, ja używałem trybu pytającego. Ale gdy mówił, obserwowałem pracę jego rąk. Zdziwiająco mocnych, mięsistych dłoni. To nie były ręce wydelikaczonego bankiera z Wall Street, tylko pięści boksera. Podniosłem wzrok. Bokser uśmiechał się – choć właściwie nie był to uśmiech, raczej mina władcy. I mówił, z wielkim namysłem:

— Pańska... cholerna... książka.

Odwzajemniłem uśmiech, choć nie był to całkiem uśmiech.

— Dlaczego zaprosił mnie pan na lunch? — zapytał, ale miło. Był autentycznie ciekawy.

Trudno wyznać komuś, że zaprosiło się go na lunch, żeby dać mu do zrozumienia, że nie uważa się go za zło wcielone. Nie można też powiedzieć, że zaprosiło się go na lunch, gdyż uważa się, że największy krach finansowy w historii świata ma związek z podjętymi przez niego decyzjami. John Gutfreund pogwałcił porządek społeczny Wall Street – i został obwołany jej królem – w roku 1981, gdy przekształcił Salomon Brothers ze spółki osobowej w pierwszą na Wall Street firmę akcyjną. Zignorował oburzenie wysłanych na emeryturę partnerów Salomon. („Jego materializm budził we mnie wstręt” — wyznał William Salomon, syn jednego z założycieli firmy, który uczynił Gutfreunda prezesem pod warunkiem, że nigdy nie sprzeda firmy.) W odpowiedzi na moralną dezaprobatę prezesów pozostałych firm z Wall Street pokazał im środkowy palec. Skorzystał z okazji. Nie tylko zbił wraz ze współnikami szybką fortunę; zmiana formy prawnej oznaczała transfer ryzyka finansowego na udziałowców firmy. Dla akcjonariuszy ta transakcja nie miała wielkiego sensu (jedna akcja Salomon Brothers kupiona w roku 1986, gdy zaczynałem pracę w firmie, po ówczesnej cenie 42 dolarów dziś była warta 2,26 akcji Citigroup, które na pierwszej sesji giełdy w roku 2010 są warte łącznie 7,48 dolara). Ale dla traderów obligacji miała fantastyczny sens.

Ale od tej chwili Salomon Brothers stał się czarną skrzynką. Udziałowcy finansujący podejmowanie ryzyka nie bardzo rozumieli poczynania podejmujących ryzyko, a w miarę jak ryzyka stawały się coraz bardziej skomplikowane, ich rozumienie tym bardziej malało. Jedno było jasne: wpływy uzyskiwane dzięki skomplikowanym zakładom obstawianym przez bystrych ludzi o niebo przewyższały wpływy możliwe do uzyskania z obsługi klientów czy finansowania produktywnych przedsięwzięć. Dziwne, ale klienci właściwie przestali się liczyć. (Czy wobec tego należy się dziwić, że brak zaufania nabywców obligacji do sprzedawców osiągnął taki poziom, że nie dowierzali proponowanej im przez Grega Lippmanna recepcie na zarobienie szybkich i niemałych pieniędzy?) Przełom lat 80. i 90. był dla Salomon Brothers okresem – wspaniałym okresem! – kiedy ich pięciu traderów, intelektualnych przodków Howiego Hublera, generowało kwoty większe niż całoroczne zyski firmy. Co, inaczej mówiąc, oznacza, że pozostałe dziesięć tysięcy pracowników, jako grupa, przynosiło straty.

Z chwilą, gdy Salomon Brothers zademonstrował potencjał zysków związany z przekształceniem banku inwestycyjnego w firmę akcyjną i lewarowaniem bilansu egzotycznymi ryzykami, psychologiczne podwaliny Wall Street zmieniły się z zaufania w ślepą wiarę. Żaden bank inwestycyjny będący własnością swoich pracowników nie zdecydowałby się na dźwignię 35, podobnie jak nie kupiłby i nie trzymał 50 miliardów w mezzanine CDO. Wątpię, żeby jakakolwiek spółka osobowa próbowała manipulować agencjami ratingowymi, spoufaliała się z lichwiarzami czy choćby odważyła się sprzedawać mezzanine CDO swoim klientom. Spodziewany szybki zysk nie zrekompensowałby możliwej straty w dłuższej perspektywie.



Żadna spółka cywilna, skoro już o tym mowa, nie zatrudniłaby mnie ani nikogo podobnego. Czy kiedykolwiek ukończenie Princeton świadczyło o talencie do inwestycji?

Na szczycie listy zmartwień Charliego Ledleya, po tym jak Cornwall Capital obstawił przeciw kredytom subprime, znajdował się rząd, zdolny w każdej chwili zapobiec niewypłacalności indywidualnych kredytobiorców subprime. Oczywiście rząd nic podobnego nie zamierzał. Wkroczył dopiero po to, żeby nie dopuścić do upadku molochów z Wall Street, stojących przed perspektywą bankructwa wskutek głupich inwestycji w sektorze subprime.

Po upadku Bear Stearns rząd zachęcił J.P. Morgan do zakupu firmy, proponując bardzo niską cenę i gwarancje na jej najbardziej niepewne aktywa. Posiadacze obligacji Bear Stearns zostali zaspokojeni w całości, akcjonariusze stracili większą część zainwestowanych pieniędzy. Potem nastąpił upadek jednostek finansowanych przez rząd, Fannie Mae i Freddie Mac, które z miejsca znacjonalizowano. Zmieniono kierownictwo, akcje rozwodniono, wierzyciele wyszli bez szwanku, ale nie do końca pewni. Następny był Lehman Brothers, któremu zwyczajnie pozwolono zbankrutować – na skutek czego sytuacja skomplikowała się jeszcze bardziej. Z początku Skarb Państwa i Rezerwa Federalna twierdziły, że pozwoliły Lehman upaść, chcąc wysłać sygnał, że lekkomyślnie zarządzane firmy z Wall Street nie wywiną się od bankructwa dzięki pomocy państwa; ale później, kiedy rozpętało się piekło, rynek zamarzył i zaczęto przebąkiwać, że upadek Lehman nie był najlepszym pomysłem, zmieniono historijkę i twierdzono, że do uratowania Lehman zabrakło podstaw prawnych. Kiedy kilka dni później prawie upadło AIG, Rezerwa Federalna udzieliła mu pożyczki w wysokości 85 bilionów – szybko zwiększonej do 180 bilionów – na pokrycie strat z tytułu swapów kredytowych subprime. Tym razem skarb państwa zażył sobie wysokich odsetek i przejął większość akcji firmy.

Następny w kolejce okazał się Washington Mutual, firmę bezceremonialnie przejął Skarb Państwa, przy czym wyzuto z praw zarówno wierzycieli, jak udziałowców. Potem upadła Wachovia, a Skarb Państwa i FDIC przekonywały do jej kupna Citigroup – znów prawie za darmo i z gwarancją na złe aktywa.

Ludzie, którym powierzono walkę z kryzysem, byli oczywiście tymi samymi ludźmi, którym nie udało się go przewidzieć: sekretarz skarbu Henry Paulson, przyszły sekretarz skarbu Timothy Geithner, prezes Fed Ben Bernanke, prezes Goldman Sachs Lloyd Blankfein, prezes Morgan Stanley John Mack, prezes Citigroup Vikram Pandit i tak dalej. Paru prezesów straciło stołki wskutek udziału w katastrofie subprime, ale większość pozostała na stanowiskach i to właśnie oni stali się mężami opatrnościowymi obradującymi za zamkniętymi drzwiami nad sposobami rozwiązania kryzysu. Pomagała im garstka rządowych oficjeli – urzędników państwowych, którzy we właściwym czasie powinni wykazać się znacznie lepszym rozeznanie w poczynaniach firm Wall Street. Wszystkich tych ludzi łączyła wspólna cecha: dostrzeżenie podstawowych prawd na temat serca systemu finansowego USA przyszło im znacznie trudniej niż jednookiemu i cierpiącemu na zespół Aspergera menedżerowi portfela.

Pod koniec września 2008 roku najwyższy rangą urzędnik finansowy USA, sekretarz skarbu Henry Paulson, przekonał Kongres, że potrzebuje 700 miliardów dolarów na wykupienie od banków aktywów hipotecznych subprime. Tak narodził się program ratowania zagrożonych aktywów TARP. Kiedy Paulson otrzymał pieniądze, porzucił obiecaną strategię i w zamian zaczął rozdawać miliardy dolarów Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs i paru innym firmom wybranym wbrew naturze na przetrwanie. I tak 13 miliardów, które AIG było winne Goldman Sachs jako odszkodowanie z tytułu sprzedanego mu ubezpieczenia kredytów mieszkaniowych subprime, zostało w całości spłacone przez rząd: 100 centów za dolara. Te hojne prezenty – plus towarzyszące im niejawne gwarancje rządu – nie tylko zapobiegły upadkowi firm finansowych, ale oszczędziły im liczenia strat w portfelach hipotecznych subprime. Mimo

to, w zaledwie kilka tygodni po otrzymaniu pierwszych 25 miliardów pieniędzy podatników, Citigroup zwrócił się do Skarbu Państwa z wyznaniem, że – coś takiego! – rynki nadal nie wierzą, że Citigroup przetrwa. W odpowiedzi 24 listopada Skarb Państwa przyznał firmie kolejne 20 miliardów z programu TARP i zwyczajnie udzielił gwarancji na 306 miliardów aktywów Citigroup. Skarb Państwa nie poprosił przy tym o jakieś działania, zmiany w zarządzaniu czy w ogóle cokolwiek, poza szczyptą nic niewartych warrantów i akcji uprzywilejowanych. Gwarancji na 306 miliardów – co stanowiło prawie 2 procent produktu krajowego brutto lub z grubsza licząc, łączny budżet ministerstwa rolnictwa, edukacji, energii, bezpieczeństwa narodowego, mieszkalnictwa, rozwoju miejskiego i transportu – udzielono bez żadnych warunków, były jak prezent. Skarb Państwa nie pofatygował się nawet zażądać wyjaśnień, skąd wziął się ten kryzys, po prostu zareagował na malejący kurs akcji Citigroup.

Wtedy stało się już jasne, że 700 miliardów żadnym sposobem nie wystarczy na uporanie się z zagrożonymi aktywami nagromadzonymi przez lata przez traderów obligacji z Wall Street. Rezerwa Federalna zdecydowała się na wstrząsający i niespotykany krok: odkupiła złe obligacje hipoteczne subprime bezpośrednio od banków. W początkach roku 2009 zakończono transferowanie ryzyka i strat związanych z szacowanymi na ponad bilion dolarów złymi inwestycjami firm Wall Street na podatnika amerykańskiego. Henry Paulson i Timothy Geithner utrzymywali zgodnie, że chaos i panika wywołana upadkiem Lehman Brothers udowodniły, że system nie wytrzymałby chaotycznego bankructwa kolejnej dużej firmy finansowej. Ponadto twierdzili, aczkolwiek dopiero kilka miesięcy po fakcie, że zabrakło im prawnych narzędzi do przeprowadzenia kontrolowanej upadłości finansowych molochów – innymi słowy wyłączenia banków bankrutów z rynku. Mimo to przez cały rok bardzo niewiele zrobili, by je uzyskać. Co jest dość ciekawe, zważywszy, że prosząc o pomoc finansową, nie wykazywali podobnej nieśmiałości.

Wydarzenia roku 2008 na Wall Street szybko sklasyfikowano jako kryzys zaufania. Diagnozę tę propagowali nie tylko liderzy Wall Street, ale również Skarb Państwa i Rezerwa Federalna. Innymi słowy była to zwyczajna, staroświecka panika finansowa wywołana bankructwem Lehman Brothers. W sierpniu 2009 roku prezes Goldman Sachs, Gary Cohn, stwierdził nawet publicznie, że tak naprawdę Goldman Sachs wcale nie potrzebował pomocy rządowej, gdyż jest wystarczająco silny, żeby wytrzymać krótkotrwałą panikę. Istnieje jednak pewna różnica między staroświecką paniką finansową a tym, co zdarzyło się na Wall Street w roku 2008. Podczas staroświeckiej paniki to percepcja kreuje rzeczywistość: ktoś krzyknie w zatłoczonym kinie „Pali się!” i publiczność tratuje się na śmierć, starając się jak najszybciej wydostać. Na Wall Street w roku 2008 rzeczywistość oszukała percepcję: zatłoczone kino spaliło się do szczytu wraz z wieloma widzami, którzy nie zdążyli opuścić widowni. Każda większa firma z Wall Street była albo zrujnowana, albo tkwiła w śmiertelnym uścisku zrujnowanego systemu. Problem nie polegał na tym, że pozwolono Lehman Brothers upaść. Problem polegał na tym, że tak długo pozwalano mu działać.

Ten nowy porządek – dla kapitalistów wolne pieniądze, dla pozostałych wolne rynki – plus mniej lub bardziej nagminne przekabacanie historii finansów rozdrażniły wielu ludzi, ale nikogo aż tak, jak Steve’a Eismana. Najpotężniejsi i najlepiej na świecie opłacani finansiści całkowicie się zdyskredytowali; gdyby nie interwencja rządu, straciliby miejsca pracy. Mimo to ci sami finansiści wykorzystywali rząd do wzbogacania się.

— Mogę zrozumieć, dlaczego Goldman Sachs chce brać udział w dyskusji o przyszłości Wall Street — powiedział. — Tylko nie rozumiem, czemu ktoś miałby ich słuchać. — W opinii Eismana fakt, że rząd nie dopuścił do upadku banków, był nie tyle rozwiązaniem, ile przejawem głębokiej dysfunkcji systemu finansowego. Problemu nie stanowiło to, że banki same w sobie i z natury rzeczy miały aż tak wielkie znaczenie dla gospodarki amerykańskiej. Był zdecydowanie przekonany, że problem stanowiła

gargantuiczna, nieokreślona kwota swapów kredytowych kupionych i sprzedanych przez każdy z nich. — Na rynku nie funkcjonowały żadne limity ryzyka — powiedział. — Bank o kapitalizacji rynkowej w wysokości miliarda dolarów mógł wystawić swapy kredytowe na bilion dolarów. Nie wiadomo, ile ich jest! Nikt nie wie, gdzie one są!

Upadek na przykład takiego Citigroup byłby do zniesienia dla gospodarki. Przyniósłby straty udziałowcom, posiadaczom obligacji i pracownikom Citigroup – ale kwoty wchodzące w grę byłyby wszystkim znane. Jednak upadek Citigroup skutkowałby też koniecznością wypłat z masowych zakładów na nieznaną skalę: przez firmy, które wystawiły swapy kredytowe na Citigroup na rzecz tych, co je kupili.

Była to kolejna konsekwencja przekształcenia spółek osobowych w akcyjne: stały się przez to przedmiotem spekulacji. Nie chodziło już tylko o społeczne i gospodarcze konsekwencje upadku banku za dużego, żeby upaść, ale też o zakłady boczne, których był przedmiotem.

W pewnej chwili nie zdołałem się powstrzymać i zapytałem Johna Gutfreunda o jego największe i mające największe konsekwencje dokonanie: z perspektywy osoby, na której oczach zeszło potężne osuwisko, decyzja o przekształceniu spółki osobowej w firmę akcyjną zdawała się pierwszym kamykiem strąconym na szczycie góry.

— Tak — powiedział. — Wszyscy mówili, jakie to okropne, że wszedłem na giełdę, i pytali, jak mogłem coś takiego zrobić. Ale gdy wzrosła pokusa, wszyscy jej ulegli. — Przyznał również, że głównym efektem przekształcenia formy prawnej spółki było przerzucenie ryzyka finansowego na udziałowców. — Gdy rzeczy idą źle, to ich problem — powiedział. Oczywiście nie tylko ich. Gdy bank inwestycyjny schrzanił na całego, jego ryzyka stały się problemem rządu Stanów Zjednoczonych. — Mamy leseferyzm, chyba że wpadnie się po uszy w gówno — powiedział ze zdławionym chichotem. Wypadł z gry. To już nie jego wina.

Gdy zapisywałem jego słowa, popatrzył na mnie dziwnie.

— Po co to? — zapytał.

Odparłem, że moim zdaniem warto powrócić do świata opisanego w „Pokerze kłamców” teraz, gdy chyba odchodził w końcu na dobre. Że może wznowię wydanie z okazji jubileuszu dwudziestolecia.

— Porzygać się można — powiedział.

Z trudem znosił moją osobę, ale mnie było trudno nie cieszyć się jego towarzystwem: wciąż był nieustępliwy, bezpośredni, dosadny jak rzeźnik. Pomógł stworzyć potwora, ale nadal miał w sobie dużo ze starej Wall Street, gdzie ludzie mówili rzeczy takie jak: słowo droższe od pieniędzy. Na tamtej Wall Street ludzie nie rzucali firm po to, żeby sprawiać kłopoty swoim byłym szefom, pisząc o nich książki.

— Sądzę, że co do jednego możemy się zgodzić — powiedział. — Pańska cholerna książka zrujnowała moją karierę, a panu zapewniła pańską. — Po czym były król dawnej Wall Street podniósł talerzyk z przystawką i zapytał mile: — Ma pan ochotę spróbować faszerowanego jajka?

Do tamtej chwili nie zwracałem specjalnej uwagi na jego wybór menu. Teraz zobaczyłem, że zamówił specjalność zakładu, cudowne jajko z pianką, przystawkę z dawnych czasów. Kto wpadł na to, żeby faszerować jajka? Kto by pomyślał, że ze zwykłego jajka można zrobić tak skomplikowaną potrawę, tak przy tym smaczną? Wyciągnąłem dłoń i poczęstowałem się. Coś za nic. To zawsze będzie kuszące.

# Posłowie

Pisząc tę książkę, szybko natknąłem się na pewien kłopot, który dalej często mi towarzyszył: materiał nie pozwalał na to, co chciałem z nim zrobić. Czułem się trochę tak, jakby poproszono mnie, żebym zagrał w koszykówkę, używając tylko prawej ręki, albo jakbym miał napisać sonet z wykorzystaniem jedynie rymów wzrokowych. Dopiero po jakimś czasie zrozumiałem, na czym polega problem: zwykle pisałem historie, które w gruncie rzeczy były komiczne. Historia o inwestorach, którzy dorobili się fortun na upadku systemu finansowego, miała swoje zabawne momenty, ale tak naprawdę była tragiczna.

Była też „poważna” w tym znaczeniu, że różne ważne osoby uznały, iż muszą się z nią zapoznać. Po jej publikacji czekało mnie kolejne nowe doświadczenie: zainteresowanie polityków. Na przestrzeni kilku miesięcy poproszono mnie o wystąpienie przed gremium kongresmanów republikańskich i drugim, kongresmanów demokratycznych. Zadzwońiło też kilku senatorów, żeby ze mną pogawędzić, a jeden nawet próbował mnie przekonać, żebym zeznawał przed jego podkomisją. Książka wzbudziła również zainteresowanie prezesów banków narodowych całkiem sporych obcych krajów, jeden nawet skontaktował się ze mną, żeby o niej porozmawiać.

Komisja dochodzeniowa w sprawie kryzysu finansowego (Financial Crisis Inquiry Commission), powołana przez Kongres do zbadania przyczyn krachu, stała się dla mnie czymś w rodzaju dopustu. Kiedy zadzwonili po raz czwarty, westchnąłem głęboko i oddałem się w myślach przyjemniejszym zajęciom. Nie dlatego, że ich praca nie była ważna; jest niesłychanie ważna. Po prostu ja nie miałem nic do dodania poza tym, co ująłem na stronach tej książki — ale nie chciano mi wierzyć. Książkę, która dla mnie była głównie zapisem historii wziętej z życia, tak ciekawej i dobrej, że autorowi pozostawało tylko postarać się jej nie zepsuć, zaczęto nagle traktować jak dokument na temat przyczyn kryzysu. Metamorfoza równie tajemnicza jak w przypadku jabłka, które z owocu zakazanego stało się zdrową codzienną przegryzką.

Wciąż mnie to zdumiewa. Większości z tego, co wiem o kryzysie finansowym, dowiedziałem się od bohaterów tej opowieści. Mimo to różne ważne osobistości, które ją przeczytały, uznały, że zamiast z ludźmi, którzy mają o tych wydarzeniach wiedzę z pierwszej ręki, należy rozmawiać ze mną. Stałem się kimś, kim naturalnie nie jestem – autorytetem. Przez przypadek moja książka zapełniła próżnię. Rząd Stanów Zjednoczonych stanął w końcu przed koniecznością zreformowania Wall Street albo przynajmniej jej zrozumienia. Ale Wall Street zrobiła się tak skomplikowana, że praktycznie nikt z zewnątrz nie był jej w stanie bez pomocy zrozumieć. Po zwykłym kryzysie finansowym przywódcy polityczni zwracali się na ogół po radę i wiedzę do zaufanych ludzi z Wall Street. Po tym kryzysie nie było na Wall Street nikogo, komu mogliby zaufać. Ludzie, którzy stanowili kiedyś amerykańską elitę finansową, zdyskredytowali się do tego stopnia, że senatorzy nie uważali tym razem, że są oni w stanie udzielić uczciwej rady ojczyźnie w potrzebie. I starali się na własną rękę zdobyć niezbędną wiedzę...

Absurdalność relacji między autorem a rządem stała się w końcu oczywista podczas szóstej rozmowy telefonicznej z komisją dochodzeniową. Zadzwońił człowiek, którego rolą było przesłuchiwanie świadków. Szybko stało się jasne, że przewyższa mnie wiedzą o krachu finansowym — gdyby kazano nam rozwiązać test z tego przedmiotu, on zdobyłby więcej punktów. Nie przechwalał się jednak i metodycznie zadawał swoje pytania. Po jakiejś godzinie rozmowy zapytał mnie, z kim z rządu rozmawiałem o kryzysie finansowym. Odklepałem długą listę dygnitarzy, z którymi spotkałem się w paru ostatnich miesiącach.

– I co panu powiedzieli? – zapytał. (Mniej więcej, odtwarzam naszą rozmowę z pamięci.)

– Co powiedzieli mnie?

– Tak, proszę sobie przypomnieć wszystkie spostrzeżenia dotyczące tamtych wydarzeń. Wszystko, co mogłoby nas zainteresować.

– Nie, nie, nie – zaprotestowałem. – Źle mnie pan zrozumiał: to ode mnie chcieli się dowiedzieć, co się zdarzyło.

Na co on się roześmiał.

Z balonu zeszło powietrze i wywiad z komisją dochodzeniową dobiegł końca. Więcej się nie odezwali. Odezwało się jednak kilka innych osób. Jeden z problemów z książkami, z punktu widzenia ludzi w nich opisanych, polega na tym, że trudno jest złożyć formalne zażalenie. W przypadku książki nie można napisać listu do redakcji, a w każdym razie trudno tym sposobem trafić do czytelników. Gdyby jednak istniała taka możliwość, co najmniej trzy warte byłyby opublikowania.

Pierwszy przyszedł od Eugene'a Xu, analityka Deutsche Bank, który napisał do mnie – po angielsku – by wyrazić konsternację z powodu tego, że przeczytawszy opis Grega Lippmanna („Czy facet, który nie mówi po angielsku, może kłamać?”), czytelnicy mogli odnieść wrażenie, że w ogóle nie zna angielskiego.

Drugi pochodził od założyciela Gotham Partners, Joela Greenblatta, który uznał, że czytelnicy mogli nabrać o nim złego mniemania z powodu tego, jak potraktował Michaela Burry'ego, i pragnął poinformować ich, że: a) nigdy nie chciał stawać przeciw niemu, b) prosił tylko o zwrot pieniędzy, gdyż sam został poproszony o to samo przez swoich inwestorów i musiał skądś wziąć środki, oraz c) Burry nie do końca rzetelnie przedstawiał swoje zamiary jemu i innym inwestorom. Powody takiego stanu rzeczy przedstawiono w książce.

Autorem listu trzeciego był Ace Greenberg, osiemdziesięcioletni były dyrektor generalny Bear Stearns i, co ważniejsze, były broker Cornwall Capital, któremu nie spodobało się to, że jego byli klienci uważają go za osobę niedosięglą, nieomal widmo. „Mogę pana zapewnić, że żaden z moich klientów nigdy nie uskarżał się na brak opieki czy troski z mojej strony” – napisał. – „Mam nadzieję, że ten mój mało pochlebny wizerunek skoryguje pan w swojej następnej książce. Nie zamierzam pana pozywać”. W postscriptum dodał: „Moja książka ukaże się 1 czerwca 2010. Wypadłem w niej świetnie”.

# Podziękowania

Kyle Pope, redaktor porzuconego teraz „Portfolio”, zachęcił mnie na początku, gdy zastanawiałem się, czy nie wrócić do tematyki Wall Street. Brandon Adams hojnie ofiarował pomoc przy wyszukiwaniu interesujących faktów i danych. Okazał się tak zorientowany w temacie, że zacząłem się zastanawiać, czy to nie on zamiast mnie powinien pisać tę książkę. Wśród wyszukanych przez niego skarbów znalazła się A.K. Barnett-Hart, studentka Harvardu, która niedawno napisała pracę magisterską o rynku CDO zabezpieczonych na hipotekach subprime, chyba najciekawszą z rzeczy, jakie na ten temat napisano. Marc Rosenthal posłużył mi za przewodnika w dżungli kredytów subprime, mechanizmów działania agencji ratingowych i z całą hojnością służył mi swoim czasem i uwagami. Al Zuckerman z Writers House z talentem promował tę książkę, podobnie jak poprzednie. Kilka osób przeczytało całość lub część rękopisu i udzieliło przydatnych rad: John Seo, Doug Stumpf, mój ojciec, Tom Lewis, i moja żona, Tabitha Soren. Janet Byrne gruntownie, szybko i inteligentnie zredagowała rękopis, a także okazała się świetną czytelniczką. Starling Lawrence z W. W. Norton, redaktor wszystkich z wyjątkiem jednej moich książek, w tym „Pokera kłamców”, jak zwykle okazał się bardzo mądry i cudowny.

Nie udało mi się napisać przyzwoitej relacji z prawdziwych wydarzeń, gdyby nie wyjątkowo głęboka współpraca moich postaci. Steve Eisman, Michael Burry, Charlie Ledley, Jamie Mai, Vincent Daniel, Danny Moses, Porter Collins i Ben Hockett pozwolili mi zajrzeć w swoje życie. Nie zważając na ewentualne ryzyko, podzielili się ze mną swoimi myślami i odczuciami. Jestem im za to do zgonnie wdzięczny.

- 1 United Jewish Appeal (UJA) – żydowska organizacja charytatywna. (Wszystkie przypisy pochodzą od autora.)
- 2 ISDA została utworzona w roku 1985 przez moich szefów z Salomon Brothers w celu zajęcia się nagłym problemem dotyczącym nowego produktu o nazwie swap stopy procentowej. Okazało się, że to, co stronom transakcji wydawało się prostą zamianą – jedna strona płaci odsetki naliczone według stałej stopy oprocentowania w zamian za odsetki naliczone według zmiennej stopy oprocentowania płacone przez stronę drugą – wymagało mnóstwa szczegółowych regulacji. Dyktował je zwykły strach, że druga strona umowy może splajtować i nie będzie w stanie uregulować swych zobowiązań. Swap stopy procentowej, podobnie jak swap kredytowy, wystawiał firmy z Wall Street na ryzyko niewypłacalności kontrahentów, a kontrahentów na ryzyko niewypłacalności firm z Wall Street w nowy, nieznany dotychczas sposób.
- 3 Dwie główne agencje ratingowe stosują trochę inną terminologię na przekazanie tego samego. Na przykład to, co Standard & Poor's oznacza jako AAA, Moody's oznacza jako Aaa, ale oba oznaczenia dotyczą obligacji o najmniejszym ryzyku niewypłacalności. Dla uproszczenia w tekście wykorzystano tylko oznaczenia S&P. W roku 2008, kiedy rating olbrzymiej większości obligacji subprime okazał się bezużyteczny, treść kryjąca się pod symbolem danego ratingu stała się przedmiotem zacieklej dyskusji. Inwestorzy długo tłumaczyli sobie znaczenie ratingu w kategoriach prawdopodobieństwa niewypłacalności. Historycznie rzecz ujmując, niewypłacalność obligacji AAA w pierwszym roku od emisji zdarzała się nie częściej niż raz na 10 000 przypadków, obligacji AA – następny najwyższy rating w kolejności – nie częściej niż raz na 1000 przypadków, a obligacji BBB nie częściej niż raz na 500 przypadków. W roku 2008 agencje ratingowe zaczęły twierdzić, że nigdy nie traktowały swoich ratingów jako tak precyzyjnej miary ryzyka. Według nich rating był jedynie najlepszym oszacowaniem służącym uszeregowaniu stopnia ryzyka.
- 4 Te straty uwzględniały nie tylko liczbę niewypłacalnych kredytobiorców, ale też koszty niewypłacalności. W końcu pożyczkodawca miał jako zabezpieczenie dom. Z grubsza szacując, w razie niewypłacalności odzyskiwał około 50 centów z pożyczonego dolara. Tym samym, żeby pula kredytów doświadczyła straty w wysokości 8 procent, około 16 procent kredytobiorców musiało przestać regulować zobowiązania.
- 5 Historię o tym, jak i dlaczego to zrobili, skrupulatnie opowiedziała Gillian Tett, dziennikarka „Financial Times”, w swojej książce „Fool's Gold”.
- 6 London Interbank Offered Rate – stopa procentowa, po której banki pożyczają sobie nawzajem pieniądze. Kiedyś uważana za mniej więcej wolną od ryzyka, teraz już raczej nie.
- 7 Drogi Czytelniku, jeśli doczytałeś do tego miejsca, zasługujesz nie tylko na złotą gwiazdę, ale i na odpowiedź na skomplikowane pytanie: skoro Mike Burry był jedynym kupującym swapy kredytowe na obligacje hipoteczne subprime i kupił je na miliard dolarów, kto wziął pozostałe 19 miliardów z 20 miliardów sprzedanych przez AIG? Odpowiedź brzmi następująco: po pierwsze do Mike'a Burry'ego wkrótce dołączyli inni, wliczając w to Goldman Sachs – tak więc Goldman mógł teraz sprzedawać swoim klientom obligacje stworzone przez swoich traderów i jednocześnie stawiać na spadek tych samych obligacji. Po drugie, istniał prymitywny, kłopotliwy, czasochłonny, ale dopuszczalny zamiennik swapów kredytowych Mike'a Burry'ego: obligacje hipoteczne. Według byłego tradera derywatów w Goldman, Goldman kupował transzę AAA jakiegoś CDO, dokładał ją do kupionych w AIG swapów kredytowych ubezpieczających tę transzę (po koszcie grubo poniżej stopy zwrotu z transzy), deklarował taką paczkę jako wolną od ryzyka i trzymał ją poza bilansem. Oczywiście, paczka ta nie była wolna od ryzyka: gdyby AIG zbankrutowało, ubezpieczenie stałoby się bezwartościowe i Goldman mógł ponieść stratę. Dziś Goldman Sachs jest, delikatnie mówiąc, mało pomocny, gdy poprosić o wyjaśnienie, co właściwie zrobił, i ten brak przejrzystości obejmuje też jego udziałowców. „Gdyby zespół biegłych rewidentów sądowych przejrzał księgi Goldmana, byłiby wstrząśnięci, odkrywając, jak świetnie Goldman potrafi ukrywać to, co chce ukryć” — mówi jeden z byłych pracowników AIG FP, który był w dobrych stosunkach ze swymi odpowiednikami z Goldman Sachs i pomógł rozwikłać to i owo.
- 8 Zelman zraziła swym pesymizmem pracodawcę z Wall Street i w końcu zrezygnowała z pracy i założyła własną firmę konsultingową. „Patrząc z perspektywy czasu, nie było wcale trudno zauważyć bańkę — wspomina. — Bardzo trudno było przewidzieć, kiedy pęknie”. Zelman rozmawiała od czasu do czasu z Eismanem i każda taka rozmowa utwierdzała ją w przekonaniu, że to ona ma rację, a nie świat. „Od czasu do czasu potrzebowałam się upewnić, że nie zwariowałam” — wyznała.
- 9 Myląc, obligacje hipoteczne subprime nie są klasyfikowane jako obligacje hipoteczne, ale razem z obligacjami opartymi na debecie z kart kredytowych, pożyczkach samochodowych i innymi wariackimi zabezpieczeniami są klasyfikowane jako papiery wartościowe zabezpieczone aktywami.
- 10 Nawet teraz, po upadku Lehman Brothers, jego duch LehmanLive pozostaje źródłem wiedzy o zawartości wielu CDO.
- 11 Gdy rynek się zawalił, Devaney splajtował i był zmuszony sprzedać swój jacht, samolot i Renoira (z miłym zyskiem) oraz bronić się przed paroma wielce nieprzyjemnymi artykułami prasowymi. „Trzeba uczciwości, żeby się umieć przyznać do błędu — napisał w jednym z wielu chaotycznych listów opublikowanych przez »PR Newswire«. — W 2007 zająłem pozycję długą i pomyliłem się”. „Miał niesłuchanie cyniczny stosunek do rynku — powiedział Charlie. — A mimo to stracił. Do dziś tego nie rozumiem”.
- 12 Dwa lata później Las Vegas znajdzie się na czele krajowej listy domów przejętych przez banki z tytułu niespłacanych kredytów.
- 13 W Las Vegas spotkali się też z Davidem Wellsem, który zajmował się kredytami subprime w firmie Fremont Investments & Loan. Wells też spodziewał się strat sięgających 5 procent. We wrześniu, dziewięć miesięcy później, Fremont ogłosi, że odsetek niespłacanych kredytów wynosi 30 procent. Pule kredytów firmy odnotują straty przekraczające nawet 40 procent – co oznacza mniej więcej tyle, że nawet jeśli firmie udawało się sprzedać przejęte od kredytobiorców nieruchomości, traciła niemal połowę pożyczonych środków.
- 14 „Spread” — dla obligacji jest to po prostu różnica między rentownością obligacji a zakładaną stopą wolną od ryzyka, powiedzmy rentownością obligacji skarbu państwa o takim samym okresie.
- 15 Krótkie przypomnienie: do wyobrażenia sobie tych wieży długu pomocne jest uproszczenie ich do trzech poziomów: parter, nazywany „equity” — który absorbuje pierwsze straty i nie otrzymuje ratingu inwestycyjnego; pierwsze piętro, nazwane „mezzanine” — z ratingiem BBB; i drugie i ostatnie piętro z ratingiem AAA, powszechnie nazywane „senior”. W praktyce wieże te były znacznie bardziej poszatkowane: CDO mogły dzielić się na piętnaście różnych transz, każda z trochę innym ratingiem, od BBB minus do AAA: BBB minus,



BBB, A minus i tak dalej. Rating AA tranzy sprzedawanej krótko przez Cornwall Capital sugerował, że obligacje, na których się opierała, były wprawdzie trochę bardziej ryzykowne niż domniemanie wolne od ryzyka AAA, ale prawdopodobieństwo ich niewypłacalności wciąż wynosiło poniżej 1 procenta.

16 Rzecznik S&P podawał później w wątpliwość, jakoby którykolwiek pracownik S&P mógł coś takiego powiedzieć, gdyż ich model przyjmował wartości ujemne.

17 22 października 2008 roku Frank Raiter, były analityk obligacji hipotecznych subprime z S&P, zeznał przed Committee on Oversight and Government Reform, że dyrektor odpowiedzialny w S&P za nadzór nad obligacjami hipotecznymi subprime „nie uważał danych z poziomu kredytów za potrzebne, co w efekcie skutkowało zaniechaniem próśb do funduszy o budowę wewnętrznych baz danych”. Raiter przytoczył e-mail dyrektora ratingów CDO w S&P, Richarda Gugliada, w którym Gugliad pisał: „wszelkie prośby o dane z poziomu kredytów są Całkowicie Nieuzasadnione!! Większość instytucji udzielających kredytów nie ma ich i nie może ich dostarczyć. Niemniej musimy wystawić jakąś ocenę... Waszym obowiązkiem jest ją dostarczyć i wypracować jakąś metodę jej szacowania”.

18 Fundusz hedgingowy z Connecticut, który na początku roku 2006 stracił 6,8 miliarda na transakcjach kontraktami terminowymi na gaz ziemny i spektakularnie zbankrutował.

19 Rozróżnienie stało się sztuczne. Kredytobiorcy Alt-A uzyskali powyżej 680 punktów FICO; kredytobiorcy subprime poniżej 680. Kredyty Alt-A były jednak słabo udokumentowane, na przykład pożyczkobiorcy nie dostarczyli dowodu dochodu. W praktyce kredyty mieszkaniowe Alt-A udzielone w USA w latach 2004–2008 na łączną kwotę 1,2 biliona były równie zagrożone niespłacalnością jak kredyty subprime udzielone na łączną kwotę 1,8 biliona.

20 Hipoteka niejawną jest drugą hipoteką używaną podczas zakupu domu w celu wsparcia pierwszej hipoteki. Niejawną jest tylko dla firmy, która udzieliła pierwszego kredytu i która teraz ma mniejsze szanse na jego spłacenie, gdyż maleją szanse na to, że dom pożyczkobiorcy przedstawia jeszcze jakąś wartość.

21 Prawie wszystkim uczestnikom krachu finansowego grozi utrata pieniędzy, gdyby zostali przyłapani na mówieniu o tym, co widzieli czy robili. Co jest dość oczywiste w przypadku osób nadal zatrudnionych na Wall Street, ale dotyczy też tych, które odeszły, gdyż zazwyczaj podpisały jakąś klauzulę poufności. Byli pracownicy Morgan Stanley nie boją się aż tak, jak ci z Goldman Sachs, ale prawie.

22 Ze wszystkich konfliktów interesów wewnątrz firm z Wall Street handlujących obligacjami ten był zarówno najbardziej szkodliwy, jak i najmniej dyskutowany. Jeśli firma dokonuje transakcji akcjami i obligacjami na własny rachunek, będąc jednocześnie w tym zakresie brokerem klientów, staje przed wielką pokusą wykorzystania klientów z pożytkiem dla własnego zysku. Firmy z Wall Street twierdzą zwykle, że zbudowały chiński mur nie pozwalający przeniknąć informacjom o transakcjach klienta do działu handlującego na rachunek firmy. Vincent Daniel z FrontPoint Partners najwiężej podsumował te pozory: „Gdy słyszę: chiński mur, myślę: jesteś pieprzonym kłamcą”.

23 W tym miejscu warto przypomnieć, że sprzedaż swapu kredytowego na cokolwiek wystawia jego sprzedawcę na takie samo ryzyko finansowe, jak kupno danej rzeczy. Jeśli CDO o ratingu AAA okaże się bez wartości, traci się tyle samo bez względu na to, czy kupiło się CDO, czy sprzedało swap kredytowy na CDO.

24 Moment wyjścia Goldman Sachs z rynku subprime jest interesujący. Długo po fakcie Goldman twierdził, że wykonał to posunięcie w grudniu 2006 roku. Traderzy z dużej firmy Wall Street, robiący z nim interesy, są pewni, że firma wycofała się dopiero wiosną, wczesnym latem 2007 roku, po tym jak New Century, największy kredytodawca subprime, wystąpił z wnioskiem o upadłość. Jeśli to rzeczywiście wtedy Goldman „zajął krótką”, fakt ten wyjaśniałby chaos panujący pod koniec czerwca zarówno na rynku subprime, jak w Goldman Sachs, dostrzeżony przez Mike’a Burry’ego i paru innych inwestorów. Goldman Sachs opuścił dom dopiero, gdy ten zaczął się palić; ale gdy tylko dostrzegł ogień, wybiegł pierwszy i zatrasnął za sobą drzwi.

25 Istnieją sprzeczne doniesienia co do przebiegu rozmowy między Hublerem a Cruz. W wersji wydarzeń podawanej przez osoby zbliżone do Zoe Cruz, martwiła się ona o ryzyko prawne związane z prowadzeniem interesów z przeżywającymi trudności funduszami hedgingowymi Bear Stearns, a Hubler nie wyjaśnił jej dokładnie ryzyka związanego z CDO AAA, przez co nie miała świadomości, że Morgan Stanley może być narażony na olbrzymią stratę – pewnie dlatego, że Hubler sam nie rozumiał ryzyka. Przyjaciele Hublera twierdzą, że Cruz przejęła efektywną kontrolę nad transakcjami Hublera i uniemożliwiła mu sprzedaż dużej partii jego CDO AAA. W moim przekonaniu i przekonaniu traderów z Wall Street, wersja Hublera brzmi znacznie mniej prawdopodobnie. — Niemożliwe, żeby powiedział: muszę wyjść z tej transakcji, a ona mu zabroniła — mówi jeden z traderów zorientowany w sytuacji. — Na pewno nie powiedział jej: jeśli z tego teraz nie wyjdziemy, stracimy dziesięć miliardów dolarów. Raczej przedstawił argumenty za niewychodzeniem. — Skłonność traderów Wall Street do upatrywania przyczyny sukcesów w działaniu własnym, a przyczyny niepowodzeń w działaniu zarządów, znajduje swoje odbicie w zachowaniu firm, które w dobrych czasach zlekceważyły potrzebę regulacji państwowych, ale gdy nadszedł czas zły, nalegały, żeby ratował je rząd. Sukces był osiągnięciem indywidualnym; niepowodzenie było problemem społecznym.

26 Nie należy oczekiwać od ludzi stojących na czele dużych firm Wall Street posługiwania się klarowną angielszczyzną, skoro ich środki do życia zależą w dużej mierze od ludzi przekonanych, że ich poczynania nie da się opisać klarowną angielszczyzną. John Mack próbował powiedzieć, nie oświadczając tego wprost, że nikt w Morgan Stanley nie miał pojęcia o ryzyku podjętym przez Howiego Hublera – nie wyłączając samego Howiego Hublera.

27 Inny sposób przedstawienia tego samego pytania: skoro obligacje Howiego Hublera straciły 93 procent na wartości, jakim cudem w raportach nadal jawiły się jako papiery niezdolne do tak dramatycznych spadków?

28 Interesujące będzie wyobrażenie sobie, jak potoczyłyby się losy kryzysu, gdyby AIG FP nadal brał na siebie całe ryzyko. Gdyby cała Wall Street, idąc w ślady Goldman Sachs, przeniosła ryzyko hipotek subprime na AIG FP, niewykluczone, że uznano by, iż problem nie ma nic wspólnego z Wall Street i jest wyłącznym zmartwieniem towarzystwa ubezpieczeniowego.

29 Później zrewidowano tę cenę do około 10 dolarów za akcję.

30 W sprawie wniesionej przez Departament Sprawiedliwości przeciwko Cioffiemu i Tanninowi starano się udowodnić, że obaj świadomie oszukali inwestorów, nie dostrzegając możliwości, że po prostu nie mają pojęcia, co robią, i nie zdając sobie sprawy z prawdziwego ryzyka

związanego z hipotecznymi CDO AAA subprime. Oskarżenie opierało się na wątplych przesłankach – treści kilku e-maili wyraźnie wyrwanych z kontekstu. Członkini składu sędziowskiego głosująca za uniewinnieniem traderów obligacji subprime z Bear Stearns powiedziała potem „Bloomberg News”, że nie tylko uważa ich za niewinnych, lecz także chętnie powierzyłaby im swoje pieniądze.