Fed jako architekt nowoczesnego kapitalizmu kryzysowego

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł rzuca nowe światło na rolę Rezerwy Federalnej, postrzegając ją nie jako technicznego nadzorcę stóp procentowych, lecz jako kluczowego architekta nowoczesnego kapitalizmu kryzysowego. Tekst analizuje ewolucję Fedu w stronę 'czwartej władzy', zdolnej do rozproszonego zarządzania globalnym obiegiem ryzyka. Autorzy szczegółowo opisują innowacyjne instrumentarium interwencyjne z lat 2007–2009, w tym programy TAF, linie swapowe oraz strategię credit easing. Analiza obejmuje również problem moralnego hazardu oraz konfrontację amerykańskiego pragmatyzmu z europejskimi modelami gospodarczymi. To esencjonalne opracowanie dla zrozumienia mechanizmów stabilizacyjnych współczesnego systemu finansowego i roli płynności dolarowej w dobie globalnej paniki rynkowej.

This article sheds new light on the role of the Federal Reserve, viewing it not as a technical overseer of interest rates, but as a key architect of modern crisis capitalism. The text analyzes the Fed's evolution into a 'fourth estate,' capable of distributed management of global risk flows. The authors detail the innovative intervention instruments of 2007–2009, including TAF programs, swap lines, and credit easing. The analysis also addresses the issue of moral hazard and the confrontation between American pragmatism and European economic models. This is an essential study for understanding the stabilization mechanisms of the contemporary financial system and the role of dollar liquidity in times of global market panic.

Artykuł analizuje rolę Rezerwy Federalnej w kontekście współczesnego kapitalizmu finansowego, dekonstruując postrzeganie Fed jako neutralnego narzędzia polityki pieniężnej. W rzeczywistości, w obliczu kryzysu lat 2007-2009, Fed objawił się jako czwarta władza, zdolna do kształtowania globalnego obiegu ryzyka i decydowania o losach porządku gospodarczego. Autor, odwołując się do ordoliberalizmu i

skandynawskiego pragmatyzmu, kontrastuje amerykańskie podejście do kryzysu, charakteryzujące się nadzwyczajnymi interwencjami, z europejskim dążeniem do wzmocnienia reguł. Analiza instrumentów takich jak TAF, linie swapowe i credit easing, a także decyzji dotyczących Bear Stearns i Lehman Brothers, ujawnia fundamentalne aporie nowoczesnej świadomości gospodarczej. System, który pretenduje do autonomii, w kryzysie wzywa na pomoc instytucję publiczną, co stawia pytania o granice rynkowej racjonalności i rolę suwerena w kapitalizmie finansowym. Konkluzją jest potrzeba profetycznej racjonalności, która uwzględnia granice zarówno rynku, jak i państwa.

SŁOWA KLUCZOWE

Rezerwa Federalna | kapitalizm kryzysowy | TAF | linie swapowe | credit easing | TARP | moralny hazard | płynność dolarowa | doktryna Bagehota | system bankowości równoległej | spread LIBOR-OIS | luzowanie ilościowe | MBS | sejsmograf paniki | suweren finansowy

Ewolucja Fed: od pożyczkodawcy do architekta rynków

Jeżeli spojrzeć na współczesny kapitalizm finansowy nie jako na serię medialnych katastrof, lecz jako na system instytucji zdolnych do samonaprawy, rola Rezerwy Federalnej jawi się w zupełnie nowym świetle. Przestaje być ona technicznym nadzorcą stopy procentowej, a staje się formą rozproszonego zarządzania globalnym obiegiem ryzyka. To, co podręczniki ekonomii redukują do neutralnego narzędzia polityki pieniężnej, w ogniu kryzysu lat 2007–2009 objawiło się jako faktyczna czwarta władza. Za pomocą własnego bilansu i klauzuli „niezwykłych i naglących okoliczności" decydowała ona o przetrwaniu lub upadku całego porządku gospodarczego.

W tej perspektywie TAF, linie swapowe, credit easing czy ratowanie Bear Stearns i AIG, a wreszcie plan TARP, nie były zbiorem wyizolowanych instrumentów. Stanowiły raczej kolejne próby utrzymania proceduralnej spójności systemu, który opiera się na kredycie i zaufaniu, a jednocześnie generuje strukturalną skłonność do paniki i nadmiernej dźwigni finansowej. Fed nie tyle więc korygował błędy rynku, ile usiłował powstrzymać wewnętrzną logikę tegoż systemu przed doprowadzeniem go do punktu całkowitej autodestrukcji.

W tle tej historii kryje się jednak przesunięcie o fundamentalnym znaczeniu, zwłaszcza dla obserwatora wychowanego w kulturze kontynentalnej, przyzwyczajonego do niemieckiego ordoliberalizmu czy skandynawskiej socjaldemokracji. O ile bowiem w Europie kryzys postrzega się jako okazję do wzmocnienia reguł i przewidywalności, o tyle w wersji amerykańskiej stał się on laboratorium nadzwyczajnych interwencji, często podejmowanych podczas nocnych narad, tuż przed otwarciem rynków w Azji.

To właśnie ta asymetria podejść – między tradycją północnoeuropejską a praktyką Waszyngtonu i Wall Street – pozwala dziś głębiej zrozumieć naturę takich instrumentów jak TAF czy linie swapowe. Wyjaśnia również, dlaczego TARP, czyli program wykupu toksycznych aktywów, stał się dla części opinii publicznej symbolem moralnego hazardu, a jednocześnie zyskał zasadniczo pozytywną ocenę w literaturze ekonomicznej. Badania empiryczne wskazują bowiem, że jego uchwalenie przyniosło poprawę cen akcji, zawężenie spreadów kredytowych i wzrost podaży kredytu, choć równocześnie utrwaliło obawy o status instytucji „zbyt dużych, by upaść".

Aby uchwycić sedno problemu, należy cofnąć się do fundamentalnej roli Fed jako pożyczkodawcy ostatniej instancji. Klasyczna doktryna Waltera Bagehota, sformułowana w XIX-wiecznym Londynie, nakazywała bankowi centralnemu łagodzić panikę poprzez udzielanie płynności każdej wypłacalnej instytucji, pod solidne zabezpieczenie i po stopie wyższej od rynkowej. Chodziło o to, by ratować system, a nie wynagradzać lekkomyślność. Prawie sto lat później Ben Bernanke, którego myśl ukształtowały studia nad Wielkim Kryzysem, stanął przed zadaniem przełożenia tej zasady na realia świata, w którym obok tradycyjnych banków rozrósł się system bankowości równoległej, a globalne przepływy dolarowe oplotły cały glob.

Model USA vs. ordoliberalizm i system skandynawski

W tym właśnie punkcie dochodzi do rozejścia między amerykańską praktyką a północnoeuropejską intuicją instytucjonalną. Niemiecki ordoliberalizm od samego początku zakładał bowiem, że wolny rynek może sprawnie funkcjonować wyłącznie w obrębie jasno określonego porządku ramowego, który stoi ponad krótkookresowymi interesami poszczególnych graczy. Jeśli potężne przedsiębiorstwo staje się zbyt duże, aby upaść, oznacza to po prostu, że fundamentalna reguła konkurencji została naruszona. Zadaniem państwa jest wówczas rozbicie takiej struktury, a nie jej sztuczne podtrzymywanie. Właśnie dlatego w niemieckiej debacie publicznej program TARP interpretowano często jako dowód, że amerykański kapitalizm finansowy porzucił własną retorykę „twórczej destrukcji" Schumpetera i uzależnił się od państwowego parasola ochronnego.

Tradycja skandynawska odpowiada na ten sam problem w sposób odmienny, bardziej pragmatyczny. Ukształtowana przez doświadczenia kryzysów bankowych z lat dziewięćdziesiątych, które w Szwecji i Norwegii doprowadziły do czasowej nacjonalizacji sektora, niesie ze sobą inną lekcję. Państwo może, a nawet powinno, w krytycznych momentach przejmować pełną odpowiedzialność za banki, lecz musi to czynić pod jednym, bezwzględnym warunkiem: całkowitego wymazania dotychczasowego kapitału prywatnego. To jest zasadnicza różnica względem TARP, gdzie pomoc publiczna współistniała z utrzymaniem własności akcjonariuszy w wielu ratowanych instytucjach. Z perspektywy Oslo czy Sztokholmu logika byłaby prosta: skoro trzeba ratować, to przejmujemy, czyścimy bilanse, a następnie odsprzedajemy, przywracając w ten sposób prywatną odpowiedzialność w nowej, uzdrowionej strukturze.

Ten skandynawski wzorzec staje się szczególnie interesujący, gdy przełożymy go na język zagadki logicznej, tym razem nie na poziomie pojedynczego epizodu, lecz całej architektury systemu. Niech zdanie P oznacza, że państwo deklaruje, iż nie będzie ratować banków. Niech zdanie Q oznacza, że banki utrzymują wysoki poziom kapitału własnego i umiarkowaną dźwignię finansową, ponieważ obawiają się konsekwencji upadku. Wreszcie, niech zdanie R oznacza, że system pozostaje stabilny bez konieczności nadzwyczajnych interwencji.

W ordoliberalnym ideale prawdziwe są równocześnie P i Q, z czego wprost wynika R. Otrzymujemy w ten sposób konstrukcję, w której deklaracja braku ratunku jest wiarygodna, a strach przed upadkiem skutecznie dyscyplinuje sektor. W skandynawskim pragmatyzmie zdanie P jest jawnie fałszywe – państwo przyznaje, że będzie ratować – ale czyni to wyłącznie pod warunkiem całkowitego wywłaszczenia właścicieli, co zachowuje dyscyplinującą moc Q. Natomiast w modelu amerykańskim po 2008 roku mamy do czynienia z sytuacją, w której P jest publicznie głoszone, lecz de facto niewiarygodne, Q pozostaje częściowo fałszywe, ponieważ banki wciąż korzystają z niskich wymogów kapitałowych, a mimo to R jest utrzymywane dzięki działaniom Fedu. Z logicznego punktu widzenia mamy więc strukturę, gdzie prawdziwość R opiera się nie na spójności P i Q, lecz na zewnętrznym mechanizmie kompensacyjnym, jakim jest bilans banku centralnego.

Z perspektywy filozofii krytycznej ten stan rzeczy odsłania fundamentalne aporie nowoczesnej świadomości gospodarczej. Z jednej strony kapitalizm przedstawia się jako system autonomicznej racjonalności rynków, w którym ceny i ryzyko samoczynnie korygują zachowania aktorów. Z drugiej jednak strony, gdy stawką staje się przetrwanie całego układu, wzywa się na pomoc instytucję publiczną. Musi ona wejść w rolę suwerena decydu

Program TAF: płynność aukcyjna stabilizuje banki

Na tym tle uderzająca pozostaje synekdocha, którą stanowi jeden, technicznie niepozorny wskaźnik: spread między trzymiesięczną stopą LIBOR w dolarze a rentownością amerykańskich bonów skarbowych. W normalnych czasach różnica ta jest minimalna, odzwierciedlając jedynie premie za płynność i znikome ryzyko kredytowe. Jednak w szczycie kryzysu ów spread eksplodował, stając się sejsmografem paniki i sygnalizując radykalny zanik zaufania między bankami. Cały gmach abstrakcyjnego systemu finansowego, z jego rozległym instrumentarium pochodnych i sekurytyzacji, dał się w tamtym momencie streścić w jednej liczbie. Im bardziej rosła, tym dotkliwiej świat przypominał sobie, że pieniądz jest jedynie kruchą umową opartą na skoordynowanych oczekiwaniach, które mogą się w każdej chwili rozpaść. Właśnie w odpowiedzi na ten symptom powstał Term Auction Facility.

Obserwując zacieśnianie się warunków na rynku międzybankowym, Fed zdecydował się w grudniu 2007 roku na wprowadzenie TAF jako nowego kanału dostarczania płynności. Zamiast klasycznego okna dyskontowego, którego użycie obarczone było piętnem instytucji w tarapatach, zaproponowano aukcje pożyczek terminowych. Początkowo były to instrumenty dwudziestoośmiodniowe, później o dłuższym horyzoncie, zabezpieczone szerokim wachlarzem aktywów, tożsamym z tym, który akceptowano w tradycyjnych operacjach płynnościowych. Kluczowa była tu nie tyle sama dostępność środków, ile forma ich dystrybucji.

TAF neutralizował bowiem stygmat korzystania z pomocy banku centralnego. Zamiast ustawiać się w symbolicznej kolejce pod drzwiami Fedu, wszystkie instytucje składały oferty w ramach anonimowej aukcji. Bank mógł zatem pozyskać finansowanie bez jednoczesnego sygnalizowania rynkowi własnej słabości, co w warunkach paniki ma znaczenie równie fundamentalne jak sama płynność. W tym sensie TAF stanowił subtelną adaptację klasycznej doktryny Bagehota o pożyczkodawcy ostatniej instancji do świata, w którym reputacja i informacja ważą tyle samo co bilanse, a każdy sygnał słabości może wywołać natychmiastową ucieczkę kontrahentów.

Warto przy tym zauważyć, że nie była to inicjatywa odosobniona. Podobne mechanizmy uruchamiały równolegle banki centralne strefy euro, Wielkiej Brytanii czy Szwajcarii, tworząc sieć powiązanych programów aukcyjnych i operacji repo. TAF stał się w ten sposób nie tylko narzędziem polityki wewnętrznej Stanów Zjednoczonych, lecz także kluczowym elementem globalnego kompleksu stabilizacyjnego. Banki centralne koordynowały swoje działania, aby wspólnie ograniczyć niedobór płynności w dolarze w skali międzynarodowej, gasząc pożar, który groził całemu systemowi.

Linie swapowe: Fed jako globalny emitent dolarowy

To z kolei kieruje naszą uwagę ku liniom swapowym, które w literaturze przedmiotu i praktyce finansowej słusznie uznano za jedno z najbardziej innowacyjnych rozwiązań okresu Wielkiej Paniki. Istota tego mechanizmu sprowadza się do transakcji, w której Rezerwa Federalna udostępnia wykreowane przez siebie dolary bankowi centralnemu w strefie euro, Wielkiej Brytanii czy Japonii. W zamian otrzymuje ekwiwalent w jego walucie, przy czym cała operacja jest z góry odwracalna i oparta na ustalonym kursie. Dany bank centralny może następnie pożyczać uzyskane w ten sposób dolary swoim bankom komercyjnym, które nie posiadają bezpośredniego dostępu do Fedu.

W wymiarze czysto technicznym jest to zaledwie operacja księgowa na dwóch bilansach, jednak z perspektywy antropologii globalnego kapitalizmu odsłania się tu gest o fundamentalnym znaczeniu. Stany Zjednoczone de facto przyjmują na siebie rolę emitenta ostatniej instancji dla rezerw całego światowego systemu, a Fed staje się strażnikiem nie tylko amerykańskiej stabilności, lecz także globalnej płynności dolara. Jest to suweren ukryty za fasadą technokratycznej neutralności. W momentach kryzysowych, co pokazał rok 2008, a później pandemia i napięcia roku 2020, sieć stałych linii swapowych między Fedem a głównymi bankami centralnymi okazała się fundamentem natychmiastowej stabilizacji. Dobitnie podkreślają to wypowiedzi decydentów, od przewodniczącego Jerome'a Powella po przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego, którzy wielokrotnie wskazywali, że utrzymanie tej sieci jest warunkiem stabilności międzynarodowego systemu finansowego, a jej demontaż pod wpływem presji politycznej stałby się źródłem nieobliczalnego ryzyka systemowego.

Credit easing vs. QE: celowanie w aktywa a podaż pieniądza

Gdy przyjrzymy się koncepcji credit easing, którą Ben Bernanke wprowadził do żargonu polityki pieniężnej, aby odróżnić strategię Fed od japońskiego luzowania ilościowego, dostrzeżemy kolejne, głębsze przesunięcie. Tym razem dotyczy ono samej logiki prowadzenia polityki. W klasycznej odsłonie luzowania ilościowego kluczowa jest wielkość rezerw w systemie bankowym, a więc rozmiar bilansu banku centralnego po stronie zobowiązań, podczas gdy struktura jego aktywów pozostaje kwestią drugorzędną. W modelu credit easing relacja ta ulega odwróceniu. Fed koncentruje się bowiem na strukturze aktywów we własnym bilansie, starannie dobierając takie

papiery, których zakup najskuteczniej obniży konkretne spready kredytowe, na przykład na rynku hipotecznym czy w segmencie papierów komercyjnych.

Z perspektywy rachunku zdań, czyli formalnego systemu analizy logicznej, można tę różnicę ująć w precyzyjny sposób. Rozważmy trzy zdania elementarne. Niech P oznacza, że bank centralny zwiększa ogólną wielkość rezerw w systemie. Niech Q oznacza, że bank centralny dokonuje ukierunkowanego zakupu aktywów z konkretnego segmentu rynku. Wreszcie, niech R oznacza, że spready kredytowe w tym właśnie segmencie ulegają wyraźnemu zmniejszeniu. W tej optyce politykę klasycznego luzowania ilościowego można zapisać jako implikację, w której P prowadzi do S, gdzie S oznacza spadek zagregowanego poziomu stóp długoterminowych, pozostawiając resztę mechanizmom rynkowym. Polityka credit easing zakłada natomiast zdanie złożone, gdzie P jest co najwyżej warunkiem pomocniczym, a teza podstawowa brzmi: jeżeli Q, to R, przy czym oba te zdarzenia muszą zachodzić w konkretnych, zidentyfikowanych wcześniej kanałach kredytowych.

Powstaje w ten sposób swoista zagadka logiczna, polegająca na odróżnieniu dwóch schematów wnioskowania. Pierwszy, nazwijmy go schematem A, zakłada, że jeżeli P, to w pewnych warunkach nastąpi R, jednak bez precyzyjnego określenia, które rynki są kluczowe. Drugi, schemat B, stanowi, że jeżeli Q, to nastąpi R w ściśle określonym segmencie, a P jest zaledwie konsekwencją uboczną tej celowanej interwencji. Pytanie brzmi: który z tych schematów wierniej opisuje praktykę Rezerwy Federalnej w przełomowych latach 2008–2009?

Odpowiedź, w pełni zgodna z wypowiedziami samego Bernankego, jest jednoznaczna. W okresie kryzysu Fed świadomie porzucił schemat A jako zbyt ogólny i nieadekwatny do natury zagrożenia, przyjmując w jego miejsce schemat B. Celem nie było zatem proste zalanie systemu rezerwami, lecz bezpośrednie oddziaływanie na konkretne, zamrożone rynki, takie jak rynek papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką (MBS), gdzie rozdęte spready kredytowe sygnalizowały całkowite zablokowanie kanału kredytowego. W języku logiki oznacza to, że zdanie „Q implikuje R” cechuje się znacznie większym stopniem wiarygodności niż „P implikuje S”. Racjonalny decydent, świadomy specyfiki kryzysu, musiał zatem preferować precyzyjną konstrukcję credit easing nad abstrakcyjnym, nieselektywnym luzowaniem ilościowym.

Rozwiązanie tej zagadki ma znaczenie nie tylko dla logików zainteresowanych strukturą argumentacji ekonomicznej, lecz także dla praktyków biznesu. Muszą oni bowiem ocenić, co w rzeczywistości oznacza deklaracja banku centralnego o gotowości do użycia swojego bilansu. W modelu japońskim z pierwszej dekady XXI wieku, gdzie dominowało luzowanie ilościowe, przedsiębiorca mógł oczekiwać ogólnego spadku stóp, lecz niekoniecznie poprawy dostępu do kredytu w swoim segmencie. Natomiast w modelu credit easing korporacja posiadająca portfel kredytów hipotecznych lub emitująca krótkoterminowe papiery komercyjne mogła odczuć

bezpośrednią i realną poprawę warunków finansowania, ponieważ Fed interweniował wprost na tych rynkach.

Bear Stearns i AIG: upadek ortodoksji banku centralnego

Bear Stearns, który stał się pierwszym potężnym sygnałem, że kryzys subprime jest w istocie kryzysem całego systemu bankowości równoległej, stanowił przypadek, w którym Fed – w osobach Bernankego i Geithnera – zdecydował się przyjąć interpretację korzystną dla tezy o problemie płynności. W marcu 2008 roku firma doświadczała klasycznego runu ze strony swoich kontrahentów. Zaufanie do jej zdolności regulowania zobowiązań gwałtownie spadało z dnia na dzień, co w praktyce oznaczało, że transakcje repo, będące w istocie krótkoterminowymi pożyczkami pod zastaw, przestawały być odnawiane, a zabezpieczenia wyceniano coraz bardziej konserwatywnie. Jednocześnie Bear Stearns był stroną w setkach tysięcy kontraktów pochodnych i kluczowym ogniwem w rozliczeniach z tysiącami innych instytucji, co czyniło jego upadłość potencjalnym zarzewiem lawiny niewykonanych zobowiązań i sporów prawnych.

Fed nie dysponował precyzyjną, ustawową procedurą ratowania banku inwestycyjnego, ponieważ całe dotychczasowe prawo nadzorcze skonstruowano wokół banków depozytowych. Dlatego Bernanke i jego współpracownicy sięgnęli po mało znaną, niemal zapomnianą klauzulę z lat trzydziestych, która zezwalała na udzielanie pożyczek w tak zwanych nadzwyczajnych i naglących okolicznościach, również podmiotom nieposiadającym statusu banku. Sam wybór interpretacji, że sytuacja Bear Stearns jest właśnie takim przypadkiem, stanowił moment przekroczenia Rubikonu dotychczasowej ortodoksji. Nie chodziło bowiem wyłącznie o jedną firmę, lecz o uznanie, że stary podział na banki, które mogą liczyć na wsparcie Fed, i resztę systemu, pozostawioną siłom rynku, uległ faktom.

Równocześnie sama forma ratunku, polegająca na subsydiowaniu przejęcia Bear Stearns przez JPMorgan, była próbą pogodzenia dwóch sprzecznych imperatywów. Z jednej strony należało natychmiast zatrzymać falę kontraktowych konsekwencji, jaka groziłaby w razie chaotycznej upadłości. Z drugiej – trzeba było wysłać rynkowi sygnał, że akcjonariusze ponoszą dotkliwe straty. Stąd symbolicznie niska cena, jaką początkowo wynegocjowano za akcje Bear, oraz konstrukcja, w której Fed przyjął najbardziej niepłynne aktywa do własnego bilansu, formalnie w formie pożyczki, a faktycznie w roli amortyzatora pierwszej straty.

Jeżeli spojrzymy na tę konstrukcję z perspektywy rachunku zdań, odsłoni się przed nami następująca struktura logiczna. Zdanie A głosi, że niekontrolowana upadłość Bear Stearns prowadzi do wysokiego prawdopodobieństwa systemowego załamania rynku rozliczeń. Zdanie B stwierdza, że ratunek Bear Stearns z użyciem środków banku centralnego jest sprzeczny z dotychczasową doktryną ograniczonej roli Fed wobec banków inwestycyjnych. Wreszcie zdanie C wyraża tezę, że w sytuacji nadzwyczajnej należy minimalizować ryzyko systemowe, nawet kosztem naruszenia obowiązującej doktryny.

W klasycznym ujęciu konserwatywny decydent starałby się utrzymać prawdziwość zdania B, nawet jeśli groziłoby to potwierdzeniem zdania A. Bernanke i Geithner zdecydowali się jednak uczynić zdanie C nadrzędnym, tym samym akceptując fałszywość B. W języku logiki formalnej oznacza to, że w warunkach kryzysu hierarchia norm uległa odwróceniu. To, co w normalnym czasie jest dla banku centralnego tezą konstytutywną, czyli samoograniczenie wobec niebanków, w czasie paniki zostało zawieszone.

Tę samą logikę, tyle że odwróconą, odnajdziemy w decyzji dotyczącej Lehman Brothers. Tam bowiem, pod wpływem politycznej presji i lęku Hanka Paulsona przed ponownym oskarżeniem o bycie „Panem Ratunkiem", uznano, że należy raczej utrzymać zdanie B, nawet przy pełnej świadomości, że zdanie A, opisujące ryzyko systemowe, jest wysoce prawdopodobne. Innymi słowy, w marcu w imię stabilności poświęcono dogmat. We wrześniu, w imię dogmatu, poświęcono stabilność.

Upadek Lehmana, przeprowadzony bez wystarczająco przygotowanej procedury, wprowadził globalny system finansowy w stan, który Tim Geithner opisze po latach jako wrażenie implozji. Spready kredytowe eksplodowały, fundusze rynku pieniężnego po raz pierwszy w historii odnotowały spadek wartości jednostki uczestnictwa poniżej progu jednego dolara, a rynki papierów komercyjnych zamarły. W tym momencie wszelkie abstrakcyjne rozróżnienia między płynnością a niewypłacalnością stały się bezużyteczne, ponieważ nikt nie był już w stanie wiarygodnie odróżnić instytucji naprawdę zbankrutowanych od tych, które były jedynie chwilowo sparaliżowane.

Z antropologicznego punktu widzenia mamy tu do czynienia z gwałtownym naruszeniem bezspornego dotąd kontekstu porozumienia, w którym uczestnicy rynku zakładali nieprzerwane funkcjonowanie podstawowych instytucji finansowych. Po upadku Lehmana przeżywany świat finansistów został przestawiony w tryb fundamentalnej niepewności. Niepewności, której nie da się już zredukować do kwantyfikowalnego ryzyka, lecz która przybiera postać nieprzejrzystej groźby totalnej utraty zaufania.

W takiej sytuacji Ben Bernanke przyjmuje nową maksymę działania. Skoro próba utrzymania ortodoksji przy Lehmanie doprowadziła do katastrofalnego wzrostu napięcia w systemie, jedyną racjonalną reakcją staje się gotowość do zrobienia wszystkiego, co konieczne, aby zapobiec kolejnym nieuporządkowanym upadłościom. Ta zmiana nastawienia czołowego strażnika systemu znajduje natychmiastową ilustrację w sprawie AIG.

Gigant ubezpieczeniowy, który dla opinii publicznej pozostaje zwykle instytucją drugiego planu, w szczycie kryzysu okazał się potencjalnie groźniejszy niż Lehman. Wynikało to z wyjątkowego splotu jego funkcji. Z jednej strony AIG pełnił tradycyjną rolę ubezpieczyciela w wielu krajach i sektorach. Z drugiej jednak jego wyspecjalizowane jednostki zawarły ogromne wolumeny kontraktów ochrony kredytowej z bankami na całym świecie. Upadek AIG oznaczałby natychmiastowe wymuszenie odpisów na gigantyczną skalę w bilansach instytucji, które korzystały z jego produktów. A ponieważ nikt nie znał pełnej mapy tych powiązań, konsekwencją byłoby powszechne zakwestionowanie wypłacalności całego sektora.

Jeżeli w przypadku Bear Stearns można było jeszcze toczyć spory, czy ratunek był absolutnie konieczny, to w sprawie AIG panuje dziś niemal konsensus, że dopuszczenie do nieuporządkowanej upadłości mogłoby realnie doprowadzić do globalnej katastrofy finansowej. W tym sensie zdanie C, które podporządkowuje dogmatyczne zasady wymogowi minimalizacji ryzyka systemowego, zostało tu zastosowane z żelazną konsekwencją. Fed, w porozumieniu z Departamentem Skarbu, zdecydował się na gigantyczną pożyczkę, udzieloną w krótkim czasie po upadku Lehmana i finansowaną w dużej mierze poprzez kreację pieniądza.

Z punktu widzenia prawnika szczególnie interesujący jest fakt, że cała seria tych interwencji, tak w Bear Stearns, jak i w AIG, została oparta na tej samej klauzuli „nadzwyczajnych i naglących okoliczności". Sekcja ustawy, która w czasach spokoju wydawała się przeżytkiem historii, w ciągu kilku miesięcy stała się podstawą do ogromnych przesunięć ryzyka z sektora prywatnego na bilans banku centralnego. Z perspektywy krytycznej teorii prawa można rzec, że właśnie w takich momentach ujawnia się rzeczywista, materialna konstytucja systemu. Tekst ustawy, który w normalnych warunkach pozostaje martwy, nagle zaczyna funkcjonować jako instrument redefinicji granic między rynkiem a państwem, między odpowiedzialnością prywatną a kolektywną.

Program TARP: instytucjonalizacja moralnego hazardu

Plan TARP stanowił próbę nadania ram instytucjonalnych działaniom, które dotąd miały charakter doraźnych, niemal improwizowanych operacji ratunkowych. Kiedy Bernanke, Paulson i Geithner stanęli przed Kongresem, nie prosili wyłącznie o pieniądze. Domagali się przede wszystkim

politycznego mandatu, który nadałby legitymację użyciu publicznego bilansu na skalę nieznaną od czasów Wielkiej Depresji. Była to prośba o upoważnienie do działania w warunkach bezprecedensowej niepewności.

To, że pierwotnie TARP przedstawiono jako program wykupu toksycznych aktywów, było starannie skonstruowaną narracją. Pozwalała ona zachować pozór, że rząd jedynie oczyszcza bilanse i przywraca rynkowi płynność, pozostawiając własność banków w rękach prywatnych. Dopiero w ogniu kryzysu okazało się, że znacznie skuteczniejszą metodą jest bezpośrednie dokapitalizowanie instytucji poprzez zakup akcji uprzywilejowanych oraz przyznanie państwu warantów, czyli opcji na zakup akcji zwykłych w przyszłości.

Ta strategiczna wolta stała się fundamentalną osią sporu o transparentność i prawomocność działań władz. Z jednej strony decyzję o porzuceniu pierwotnego planu można postrzegać jako przejaw pragmatycznej racjonalności i zdolności do uczenia się w czasie rzeczywistym. Z drugiej jednak forma jej ogłoszenia podważyła zaufanie do całego procesu. Kongres i opinia publiczna dowiedziały się bowiem ex post, że uchwalone środki zostaną wykorzystane w sposób zasadniczo odmienny od tego, który im przedstawiono.

Warto zauważyć, że współczesne analizy empiryczne z reguły potwierdzają skuteczność TARP w stabilizacji sektora bankowego. Dane z rynku akcji, spready na instrumentach CDS i wskaźniki podaży kredytu pokazują, że objęcie banków programem wiązało się ze spadkiem postrzeganego ryzyka. Jednocześnie jednak liczne prace wskazują na problem negatywnych bodźców. Skoro wielkie, systemowo powiązane instytucje mogą liczyć na ratunek, ich motywacja do ograniczania ryzyka w czasach dobrej koniunktury słabnie. W tym sensie TARP, nawet jeśli był konieczny, utrwalił kategorię podmiotów zbyt dużych, by upaść.

W tym miejscu wyłania się wątek specyficznie europejski. W Niemczech, gdzie ordoliberalny etos nakazuje tworzenie jasnych reguł i ograniczanie koncentracji, TARP odbierano jako dowód porażki amerykańskiej kultury deregulacji. Z kolei skandynawska pamięć kryzysów z lat dziewięćdziesiątych podsuwała alternatywny model. Tam państwo, przejmując banki, jasno komunikowało, że pomoc publiczna oznacza utratę kontroli przez dotychczasowych właścicieli. W amerykańskim programie ten element był znacznie słabszy, co z północnoeuropejskiej perspektywy rodziło zarzut o nadmierną pobłażliwość wobec finansowych gigantów.

Retoryka Bernanke: strach buduje konsensus polityczny

Kiedy w 2008 roku Ben Bernanke ostrzegał, że bez interwencji na ogromną skalę światu grozi nowy Wielki Kryzys, potencjalnie głębszy od tego z lat trzydziestych, nie był to bynajmniej teatr w sensie propagandowym. Było to raczej świadome użycie języka alarmowego jako narzędzia, które miało wytworzyć konsensus, wymusić na Kongresie zgodę na program TARP i rozproszyć polityczną odpowiedzialność za tę bezprecedensową interwencję. Przyznając po latach, że przestraszył wówczas nie tylko kongresmenów, ale i samego siebie, potwierdzał tym samym, że logika działania zorientowanego na wzajemne zrozumienie w warunkach skrajnego kryzysu przybiera formę wypowiedzi performatywnej, która nie tyle opisuje rzeczywistość, ile ją aktywnie kształtuje.

Na tym tle uderzająca jest synekdocha, którą stanowi jeden, technicznie niepozorny wskaźnik: spread między trzymiesięczną dolarową stopą LIBOR a rentownością amerykańskich bonów skarbowych. W normalnych warunkach różnica ta jest niewielka, odzwierciedlając jedynie premię za płynność i minimalne ryzyko kredytowe. W szczytowym momencie kryzysu spread ten eksplodował, sygnalizując radykalny zanik zaufania na rynku międzybankowym. Cały gmach abstrakcyjnego systemu, z jego rozległym instrumentarium złożonym z instrumentów pochodnych i sekurytyzacji, dał się w tamtym momencie streścić w jednej liczbie. Im wyżej rosła, tym dotkliwiej świat przypominał sobie, że pieniądz jest w istocie tylko kruchą umową, skoordynowanym oczekiwaniem, które może w każdej chwili ulec rozpadowi. Właśnie po to powstał Term Auction Facility.

Fed jako arbiter kapitału: deformacja mechanizmu rynkowego

W tym właśnie punkcie wyłania się pierwsza, fundamentalna linia sporu ze współczesną literaturą krytyczną. Część autorów, zwłaszcza tych zakorzenionych w tradycji niemieckiego ordoliberalizmu oraz w nurcie krytycznej ekonomii politycznej, postrzega w credit easing niebezpieczne przekształcenie banku centralnego w arbitra alokacji kapitału. Ich argumentacja sprowadza się do tezy, że jeśli Fed świadomie wybiera segmenty rynku do objęcia wsparciem, to nieuchronnie dokonuje selekcji zwycięzców i przegranych. Jest to prerogatywa władzy ustawodawczej, a nie niezależnej instytucji o technokratycznym rodowodzie.

Z drugiej strony doświadczenia kryzysu z lat 2007–2009, a także późniejsze napięcia związane z pandemią i wstrząsami inflacyjnymi, dowodzą, że rezygnacja z tego typu interwencji byłaby równoznaczna z przyzwoleniem na pełne rozwinięcie się mechanizmów, które Markus Brunnermeier opisał jako podwójne spirale płynności. Prowadziłyby one do samoniszczącego się sprzężenia zwrotnego, w którym spadek cen aktywów napędza pogorszenie warunków finansowania, co z kolei dalej obniża ceny aktywów.

Jeżeli ten mechanizm strat bilansowych i rosnących wymogów zabezpieczeń, określany mianem margin spiral, nie zostanie przerwany przez zewnętrzną interwencję, wówczas nawet solidnie skapitalizowane instytucje stają się zakładnikami rynkowej paniki. W tym ujęciu credit easing nie jest politycznym kaprysem, lecz wymuszoną przez samą strukturę systemu próbą modulacji tych destrukcyjnych cykli. Perspektywa ta dobrze współbrzmi z diagnozą Gary'ego Gortona, dla którego kryzys z 2008 roku miał wszelkie znamiona klasycznej paniki bankowej, z tą różnicą, że jej teatr rozegrał się w nieregulowanym sektorze shadow banking.

Na tym tle powraca pytanie o różnice między praktykami Stanów Zjednoczonych a reakcjami Niemiec czy Skandynawii. Niemiecki etos stabilności, ukształtowany przez traumę hiperinflacji weimarskiej i powojenny ordoliberalny kompromis, skłania się ku przekonaniu, że bank centralny winien pozostać strażnikiem wartości pieniądza, a nie aktywnym graczem na rynku kapitałowym. Dlatego też początkowa reakcja na kryzys, zarówno na poziomie EBC, jak i władz fiskalnych, cechowała się powściągliwością, z naciskiem na dyscyplinę i unikanie ryzyka moralnego. Skandynawia z kolei, bogatsza o doświadczenia własnych kryzysów z lat dziewięćdziesiątych, przyjęła podejście bardziej pragmatyczne: interwencje są tam szerokie i zdecydowane, lecz jednocześnie ściśle powiązane z przejęciem kontroli nad bankami i ich restrukturyzacją, co w długim okresie minimalizuje wrażenie, że państwo nagradza finansową lekkomyślność.

Suwerenność technokratyczna Fed: deficyt legitymacji

Jeśli rekonstrukcja ma mieć wymiar nie tylko opisowy, lecz także krytyczny, trzeba dostrzec, że działania Fed w latach 2007–2009 fundamentalnie przedefiniowały status tej instytucji. Zmiana ta dokonała się nie tylko w sferze prawnej czy operacyjnej, lecz przede wszystkim symboliczno-kulturowej. Fed stał się bowiem instancją arbitralnie rekonstruującą świat przeżywany uczestników rynków, swoistym suwerenem ukrytym za fasadą technokratycznej neutralności. Jak pół żartem, pół serio ujął to Barry Eichengreen: „Bank centralny jest dziś zbyt ważny, by pozostawić go bankierom centralnym". Zdanie to ujawnia fundamentalną transformację: polityka pieniężna

przestała być jedynie formą zarządzania stopą procentową, a stała się narzędziem zarządzania całym systemem społecznym, którego fundamentem są kredyt, oczekiwania i zaufanie.

Tezę tę najdobitniej ilustrują trzy instrumenty: TAF, swapy walutowe i credit easing. TAF, czyli aukcje terminowe, był narzędziem psychologicznym, zaprojektowanym do rozbrojenia stygmatu pożyczania od banku centralnego; sygnalizował bankom, że mogą pozyskać płynność bez ryzyka publicznego wstydu. Swapy walutowe stanowiły z kolei instrument geopolitycznego zarządzania globalną płynnością, gdyż Fed po raz pierwszy w historii dostarczał dolary nie tylko firmom amerykańskim, ale – poprzez EBC i inne banki centralne – także wielkim instytucjom w Europie. Credit easing, czyli luzowanie kredytowe, był interwencją jeszcze bardziej radykalną, ponieważ omijał tradycyjne operacje otwartego rynku i polegał na bezpośrednim wstrzykiwaniu kredytu w te segmenty gospodarki, które uznano za zablokowane.

Wszystkie te działania tworzą obraz, w którym Fed przestaje być instytucją w klasycznym rozumieniu, a staje się strukturą zdolną do „formatowania" samych warunków możliwości działania całych sektorów gospodarki. Pełni rolę quasi-konstytutywną: orzeka nie tylko o cenie pieniądza, lecz także o tym, które formy ryzyka są dopuszczalne, a które należy wyprzeć w imię stabilności systemowej. W ten sposób rodzi się fundamentalna aporia nowoczesnego kapitalizmu finansowego. System ten pretenduje do autonomii, lecz jego trwałość zależy od arbitralnego aktu suwerena, który swą suwerenność starannie ukrywa pod maską operacyjnego pragmatyzmu.

Jeżeli jednak myśleć profetycznie — a więc wyprowadzać normatywne wnioski z empirycznego doświadczenia kryzysu — trzeba przyznać, że przyszłość globalnej gospodarki zależeć będzie od przezwyciężenia tego pęknięcia. Chodzi o rozdźwięk między deklarowaną zasadą rynkową a praktyczną logiką centralistycznej stabilizacji. W tym kontekście najbardziej interesującą, a zarazem zaskakująco aktualną inspiracją okazują się intuicje płynące z tradycji ordoliberalnej i skandynawskiej.

Zarządy korporacji: adaptacja do nowej polityki Fed

Ta wielowarstwowa diagnoza pociąga za sobą konkretne konsekwencje dla zarządów globalnych korporacji i ich doradców. Po pierwsze, ujawnia nową formę zależności, którą można określić mianem przywiązania do strukturalnego parasola banku centralnego. Korporacje, zwłaszcza te o wysokiej dźwigni finansowej, muszą w swoich strategiach uwzględniać nie tylko cykl koniunkturalny, lecz także cykl wiary w determinację monetarnego suwerena. Analiza scenariuszowa musi zatem objąć nie tylko pytanie o przyszły popyt, ale również o to, jak zmieni się

dostępność finansowania, gdy bank centralny zasygnalizuje odwrót od ultrałagodnej polityki lub gdy pod presją polityczną ograniczy gotowość do ratowania rynków.

Po drugie, dla biznesu działającego w wielu jurysdykcjach kluczowe staje się rozumienie kulturowych różnic między modelami interwencji. W Stanach Zjednoczonych przedsiębiorstwo może liczyć na to, że w razie skrajnego szoku rząd i Fed podejmą działania kreatywne i daleko idące. W Niemczech, zakorzenionych w tradycji ordoliberalizmu, można oczekiwać większego przywiązania do reguł, choć kryzys strefy euro pokazał, że i tam pragmatyzm potrafi zwyciężyć, czego dowodem były programy skupu aktywów EBC. W Skandynawii z kolei punkt ciężkości spoczywa na przejrzystości i kulturze administracyjnej, które pozwalają państwu działać szybko, lecz bez utraty wiarygodności.

Po trzecie wreszcie, globalny biznes musi pojąć, że minęła era, w której bank centralny stanowił neutralne tło dla rynkowej gry. Wkroczyliśmy w epokę, którą można nazwać kapitalizmem sterowanym bilansem banku centralnego. Decyzje o instrumentach takich jak TAF, swapy walutowe czy credit easing, czyli bezpośrednie zasilanie w kredyt wybranych segmentów rynku, są de facto decyzjami o globalnej redystrybucji ryzyka i dochodu. Dla menedżera, który poważnie traktuje swoją rolę, oznacza to konieczność podniesienia kompetencji w zakresie analizy polityki pieniężnej do poziomu wymaganego od członka komitetu inwestycyjnego dużego funduszu.

Warto tu przywołać zdanie Johna Maynarda Keynesa, który pisał, że trudność nie polega na wymyślaniu nowych idei, lecz na uwolnieniu się od starych. Kryzys 2008 roku pokazał, że w sferze instytucji to uwalnianie odbywa się z opóźnieniem, często pod presją walącego się systemu. Dziś, bogatsi o doświadczenia nie tylko Wielkiej Paniki, ale i pandemii, stoimy przed podobnym zadaniem. Musimy odrzucić zarówno naiwną wiarę w samoregulującą się niewidzialną rękę, jak i wygodny mit o wszechmocnym banku centralnym, który zawsze przybędzie z odsieczą.

Profetyczna racjonalność, której wymaga chwila obecna, polega na czymś innym. Trzeba metodycznie zrekonstruować warunki, w których system oparty na kredycie może być zarazem efektywny i nie prowadzić cyklicznie na skraj załamania. W języku ekonomii oznacza to podniesienie kapitałów własnych banków i ograniczenie możliwości przenoszenia ryzyka w opakowaniu sekurytyzacji tak daleko, że nikt już nie wie, kto jest ostatecznym nosicielem strat. W języku prawa oznacza to doprecyzowanie mandatu banków centralnych, aby użycie klauzuli nadzwyczajnych okoliczności nie było arbitralnym aktem suwerena. W języku antropologii zaś – budowę takiego kontekstu, w którym uczestnicy rynków są świadomi, że ich praktyki mają konsekwencje wykraczające poza kwartalne wyniki.

Skrajność, której warto tu bronić, nie polega na odrzuceniu rynków ani na

Carl Schmitt w Fed: suwerenność w stanie wyjątkowym

Ujawnienie tej suwerenności nie jest ani powodem do triumfu, ani do lamentu; jest raczej warunkiem trzeźwości. Posiada ono status, który Bogusław Wolniewicz określiłby mianem „zdania granicznego" – takiego, które nie opisuje empirycznego faktu, lecz sam warunek możliwości zaistnienia faktów ekonomicznych. System finansowy funkcjonuje nie dlatego, że rynki są efektywne, lecz dlatego, że istnieje instytucja gotowa zatrzymać panikę w chwili, gdy racjonalna efektywność ustępuje miejsca pierwotnemu strachowi.

Aporia polega na tym, że im bardziej system uzależnia się od bilansu banku centralnego, tym większe ciążą na nim oczekiwania, a im potężniejsze są te oczekiwania, tym bardziej niestabilny staje się sam bilans. Interwencje Fedu nie są już postrzegane jako wyjątek, lecz jako norma, co wprowadza strukturę sprzężenia zwrotnego: rynki antycypują przyszłe akcje ratunkowe, państwo zaś antycypuje przyszłe kryzysy, nie będąc w stanie ich powstrzymać bez dalszego wzmacniania własnej roli. Tak rodzi się kolejna z aporii nowoczesnej świadomości gospodarczej: suwerenność banku centralnego jest jednocześnie gwarantem stabilności i źródłem przyszłych wstrząsów.

W kategoriach filozofii nowoczesności obserwujemy tu konflikt między dwiema formami rozumu. Pierwsza to rozum instrumentalny, czyli zdolność do kalkulacji, reagowania na sygnały cenowe i konstruowania modeli probabilistycznych. Druga to rozum komunikacyjny, a więc ten nakierowany na praktyki uzasadniania, normatywną słuszność i poszukiwanie legitymacji. Kryzys finansowy jest momentem, w którym rozum instrumentalny zawodzi, a rozum komunikacyjny musi zająć jego miejsce, choć jest do tego strukturalnie nieprzygotowany, ponieważ instytucje bankowości centralnej nie są ciałami deliberatywnymi, lecz technokratycznymi.

W sytuacji kryzysowej suweren finansowy musi działać jako podmiot czystej decyzji, dokonując aktów bez możliwości ich pełnego uzasadnienia. Strukturalnie przypomina to sytuację opisaną przez Carla Schmitta: suwerenem jest ten, kto decyduje o stanie wyjątkowym. W latach 2007–2009 suwerenem był Fed. Nie w sensie politycznym, lecz ontologicznym – instytucja ta stała się warunkiem samego istnienia rynków.

Jednak z perspektywy filozofii krytycznej taka technokratyczna suwerenność nie może istnieć poza sferą normatywną. Jeżeli decyzje Fedu mają charakter konstytutywny dla porządku ekonomicznego, to muszą podlegać ocenie w wymiarze trzech roszczeń do uznania: prawdziwości (czy diagnoza była trafna?), słuszności (czy środki były proporcjonalne?) oraz autentyczności (czy działano w imię dobra wspólnego, a nie interesów korporacji finansowych?). Kryzys pokazał, że żadne z tych roszczeń nie zostało w pełni zaspokojone, co dziś ujawnia się w rosnącej polaryzacji społecznej, nieufności wobec elit i narastającym populizmie antyinstytucjonalnym.

Bilans Fed: ryzyka kapitalizmu sterowanego monetarnie

Doświadczenie Wielkiej Paniki, wraz z całą architekturą ratunkową — od TAF i swapów walutowych, przez credit easing i TARP, po osobiste interwencje Bernankego, Paulsona i Geithnera — odsłoniło obraz kapitalizmu fundamentalnie odmieniony. Nie jest to już system samoregulujący się, lecz system permanentnie zapośredniczony przez suwerenność bilansu banku centralnego. To właśnie ten bilans, a nie rynek, konkurencja czy dyscyplina właścicielska, stał się ostatecznym gwarantem reprodukcji systemu. W tym sensie kryzys był momentem demaskatorskim. Obnażył, że autonomia rynków jest konstrukcją kruchą, trwającą tylko tak długo, jak długo suweren monetarny pozostaje w cieniu. W chwili próby musi on wejść na scenę i dokonać aktu wynikającego nie z logiki rynku, lecz z logiki politycznej odpowiedzialności.

To ujawnienie suwerenności nie jest ani powodem do triumfu, ani do lamentu. Jest warunkiem analitycznej trzeźwości. Ma ono status, który filozof Bogusław Wolniewicz określiłby mianem „zdania granicznego" — twierdzenia, które nie opisuje empirycznego faktu, lecz warunek samej możliwości istnienia faktów ekonomicznych. System finansowy funkcjonuje nie dlatego, że rynki są efektywne, lecz dlatego, że istnieje instytucja gotowa zatrzymać panikę, gdy efektywność ustępuje miejsca pierwotnemu strachowi.

Aporia polega na tym, że im bardziej system uzależnia się od bilansu banku centralnego, tym większe ciążą na nim oczekiwania, a im większe oczekiwania, tym bardziej niestabilny staje się sam bilans. Interwencje Fed nie są już traktowane jako wyjątek, lecz jako norma, co tworzy niebezpieczne sprzężenie zwrotne. Rynki antycypują przyszłe ratunki, a państwo antycypuje przyszłe kryzysy, nie będąc w stanie im zapobiec bez dalszego wzmacniania własnej roli. Tak rodzi się kolejna z aporii nowoczesnej świadomości gospodarczej: suwerenność banku centralnego jest zarazem gwarancją stabilności i źródłem przyszłych niestabilności.

W kategoriach filozofii nowoczesności obserwujemy tu konflikt między dwiema formami rozumu. Pierwsza to rozum instrumentalny, czyli zdolność do kalkulacji, reagowania na sygnały cenowe i konstruowania modeli probabilistycznych. Druga to rozum komunikacyjny, nakierowany na praktyki uzasadniania, normatywną słuszność i poszukiwanie legitymacji dla podejmowanych działań. Kryzys finansowy jest momentem, w którym rozum instrumentalny zawodzi, a rozum komunikacyjny musi zająć jego miejsce. Problem w tym, że nie jest do tego w pełni przygotowany, ponieważ instytucje bankowości centralnej nie są strukturami deliberatywnymi, lecz technokratycznymi.

Wymogi kapitałowe: alternatywa dla interwencji ratunkowych

Nie bez powodu John Maynard Keynes pisał, że prawdziwa trudność nie polega na wymyślaniu nowych idei, lecz na uwalnianiu się od starych. Kryzys 2008 roku stał się gorzkim potwierdzeniem tej tezy, pokazując, że w sferze instytucji porzucanie zużytych paradygmatów przebiega z inercją, często dopiero pod presją walącego się systemu. Dziś, bogatsi o doświadczenie nie tylko Wielkiej Paniki, ale również globalnej pandemii i nowych napięć geopolitycznych, stoimy przed analogicznym wyzwaniem. Musimy odrzucić zarówno naiwną wiarę w samoregulującą się niewidzialną rękę rynku, jak i wygodny mit o wszechmocy banku centralnego, który zawsze nadejdzie z odsieczą.

Wymagana obecnie profetyczna racjonalność polega na czymś zgoła innym. Chodzi o metodycznie rygorystyczną rekonstrukcję warunków, w których system oparty na kredycie może być zarazem efektywny i nie doprowadzać cyklicznie do skraju załamania. W języku ekonomii oznacza to podniesienie poziomu kapitału własnego banków, zapewnienie przejrzystości ich bilansów oraz ograniczenie sekurytyzacji, czyli praktyki polegającej na przepakowywaniu ryzyka w zbywalne papiery wartościowe, aż do zatarcia śladów tego, kto ostatecznie poniesie stratę. W porządku prawnym postulat ten przekłada się na doprecyzowanie mandatu banków centralnych i transparentność procedur nadzwyczajnych, aby użycie klauzuli siły wyższej nie było za każdym razem interpretowane jako arbitralny akt suwerena. W perspektywie antropologicznej jest to zaś zadanie budowy takiego kontekstu przedrefleksyjnej wspólnoty, w którym uczestnicy rynków są świadomi, że ich działania mają konsekwencje wykraczające daleko poza kwartalne wyniki.

Pozycja, której należy tu bronić, choć może wydawać się skrajna, nie polega na odrzuceniu rynków ani na pełnej etatyzacji systemu finansowego. Sprowadza się raczej do konsekwentnego domagania się, aby ryzyko znajdowało się tam, gdzie generowany jest zysk, a odpowiedzialność spoczywała tam, gdzie podejmowana jest decyzja. Interwencje takie jak TAF, linie swapowe, luzowanie kredytowe czy program TARP były koniecznymi odpowiedziami na kryzys, lecz nie mogą stać się usprawiedliwieniem dla dalszego mnożenia struktur, których stabilność opiera się wyłącznie na gotowości banku centralnego do nieograniczonego użycia swojego bilansu.

CBDC: nowa architektura przyszłego systemu finansowego

Pozostaje zatem pytanie o trajektorię globalnych tendencji. Dominująca prognoza wskazuje na nadejście epoki finansów hybrydowych, w której trwale powiększone bilanse banków centralnych staną się normą, a rynki, bardziej niż kiedykolwiek podatne na epizodyczne zatory, będą wymagać częstszych interwencji. W tym krajobrazie waluty cyfrowe banków centralnych (CBDC), czyli cyfrowe odpowiedniki gotówki emitowane przez bank centralny, jawią się nie tylko jako instrument polityki pieniężnej, lecz także jako potężne narzędzie zarządzania płynnością w momentach kryzysu. To z kolei nieuchronnie prowadzi do fundamentalnego pytania o legitymację: czy społeczeństwa zaakceptują rosnącą potęgę instytucji, które działają poza klasycznymi ramami demokracji przedstawicielskiej?

Warto w tym miejscu przywołać myśl Friedricha Hayeka, który ostrzegał, że „każdy system, który obiecuje bezpieczeństwo absolutne, musi skończyć w tyranii lub w chaosie". Ta sentencja, choć historycznie zakorzeniona w krytyce etatyzmu, dziś nabiera niemal proroczego wymiaru, rezonując w zupełnie nowym kontekście. Ostatecznie bowiem problem nie sprowadza się do jałowego wyboru między rynkiem a państwem. Prawdziwe wyzwanie polega na zrozumieniu granic obu tych porządków i porzuceniu iluzji, że absolutne bezpieczeństwo można osiągnąć bez ponoszenia kosztów i bez przyjęcia na siebie odpowiedzialności.

> Czy w świecie, gdzie bank centralny stał się gwarantem stabilności, a jednocześnie źródłem potencjalnych wstrząsów, potrafimy odrzucić iluzję absolutnego bezpieczeństwa i przyjąć odpowiedzialność za ryzyko, które generujemy? Czy zdaliśmy sobie sprawę, że pogoń za stabilnością za wszelką cenę może nas zaprowadzić do jeszcze większej niestabilności? A może staliśmy się zakładnikami systemu, w którym interwencja stała się normą, a suwerenność banku centralnego maską dla nieuniknionych wstrząsów?

Inspiracje

[1] **"In FED We Trust"** David Wessel

2009 | Crown Business/Random House

David Wessel jest dyrektorem Centrum Hutchinsa ds. Polityki Fiskalnej i Monetarnej w Brookings Institution. Jest również korespondentem The Wall Street Journal. Jest laureatem dwóch Nagród Pulitzera. Jest autorem książek „In Fed We Trust" i „Red Ink".

***David Wessel** is the director of the Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at the Brookings Institution. He is also a contributing correspondent to The Wall Street Journal. He has shared two Pulitzer Prizes. He is the author of 'In Fed We Trust' and 'Red Ink'.*

Brookings Institution

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] **"Prosperity: The Coming 20-Year Boom and What It Means for You"**

David Wessel, Bob Davis

1998

[2] **"Central Banking after the Great Recession: Lessons Learned, Challenges Ahead"**

David Wessel

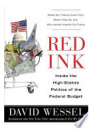
2014 | Brookings Institution Press



[3] **"Only the Rich Can Play: How Washington Works in the New Gilded Age"**

David Wessel

2012 | Hardpress Publishing | ISBN: 9781290046619



[4] **"Red Ink: Inside the High-Stakes Politics of the Federal Budget"**

David Wessel

2012 | Random House Digital, Inc. | ISBN: 9780770436148

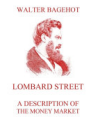


[5] **"Prosperity: The Coming Twenty-Year Boom and What It Means to You"**

Bob Davis, David Wessel

1998 | Three Rivers Press | ISBN: 9780812932003

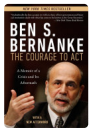
Literatura pokrewna (Google Scholar):



[6] **"Lombard Street: A Description of the Money Market"**

Walter Bagehot

2025 | Jazzybee Verlag | ISBN: 9783988687272



[7] **"The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath"**

Ben S. Bernanke

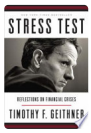
2015 | W. W. Norton & Company | ISBN: 9780393247220



[8] **"The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle"**

Joseph Schumpeter

2021 | Routledge | ISBN: 9781000385892



[9] **"Stress Test: Reflections on Financial Crises"**

Timothy Geithner

2014 | Crown | ISBN: 9780804138598



[10] **"A Crash Course on Crises: Macroeconomic Concepts for Run-Ups, Collapses, and Recoveries"**

Markus K. Brunnermeier, Ricardo Reis

2023 | Princeton University Press | ISBN: 9780691221106



[11] **"Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming"**

Gary Gorton

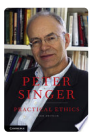
2012 | Oxford University Press | ISBN: 9780199922901



[12] **"Ontologia sytuacji. Podstawy i zastosowania"**

Bogusław Wolniewicz

1985 | PWN



[13] **"Practical Ethics"**

Peter Singer

2011 | Cambridge University Press | ISBN: 9781139496896



[14] **"Being Good: A Short Introduction to Ethics"**

Simon Blackburn

2002 | OUP Oxford | ISBN: 9780191585876

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] **"Monetary Sovereignty and Central Bank Digital Currency"**

Gábor Horváth

2022 | Public Finance Quarterly

Google Scholar

[2] **"The Bank of England as lender of last resort: new historical evidence from daily transactional data"**

Mike Anson, David Bholat, Miao Kang, Ryland Thomas

2017 | Bank of England working paper

Google Scholar

[3] **"Credit easing versus quantitative easing: evidence from corporate and government bond purchase programs"**

Stefania D'Amico, Iryna Kaminska

2019 | Bank of England working papers

Google Scholar

[4] **"The New Tools of Monetary Policy"**

Ben S. Bernanke

2020 | American Economic Review

Google Scholar

[5] **"What Caused the US Pandemic-Era Inflation?"**

Olivier J. Blanchard, Ben S. Bernanke

2023 | NBER Working Paper

Google Scholar

[6] **"Bank Runs, Fragility, and Credit Easing"**

Manuel Amador, Javier Bianchi

2024 | American Economic Review

Google Scholar

[7] **"Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008"**
Markus K. Brunnermeier
2009 | Journal of Economic Perspectives

[8] **"CoVaR"**
Markus K. Brunnermeier
2016 | American Economic Review

[9] **"Moral Hazard in Financial Markets: Inefficient Equilibria and Monetary Policies"**
Alessandro Fedele
2025
Google Scholar

[10] **"The Subprime Panic"**
Gary B. Gorton
2009 | European Financial Management

[11] **"Information, Liquidity, and the (Ongoing) Panic of 2007"**
Gary Gorton
2009 | American Economic Review

[12] **"The Political Scar of Epidemics"**
Barry Eichengreen, Orkun Saka, Cevat Giray Aksoy
2024 | Economic Journal

[13] **"Central bank independence and risk-taking at the zero lower bound"**
Bernhard Bartels, Barry Eichengreen, Julian Schumacher, Beatrice Weder di Mauro
2025 | ECB Working Paper No. 3079

[14] **"How Do Quantitative Easing and Tightening Affect Firms?"**
Egemen Eren, Denis Gorea, Daojing Zhai
2025 | BIS Working Papers

[15] **"Credit Easing Viable in Emerging and Developing Economies? An Empirical Approach"**
Luis I. Jacome, Alun H. Thomas
2018 | International Monetary Fund

[16] "Indian Currency and Finance"

John Maynard Keynes

1913

[17] "The Economic Consequences of the Peace"

John Maynard Keynes

1919

Google Scholar

[18] "Ordoliberalism Revisited"

Mark Blyth

2022

Google Scholar

[19] "The Use of Knowledge in Society"

Friedrich Hayek

1945 | The American Economic Review

Google Scholar

[20] "Monetary Theory and the Trade Cycle"

Friedrich Hayek

1933

Tekst opracowany z udziałem sztucznej inteligencji.
Redakcja i kontrola merytoryczna: Fundacja Dobre Państwo.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 3dd6a0b2-ed59-494d-b190-cae99e72f354