Kryzys jako forma racjonalności systemu finansowego

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi pogłębioną analizę współczesnego systemu finansowego przez pryzmat hipotezy niestabilności finansowej Hymana Minsky’ego oraz modelu Kindlebergera-Alibera. Autor stawia tezę, że kryzysy nie są przypadkowymi anomaliami, lecz logiczną konsekwencją wewnętrznej racjonalności systemu, który dąży do przywrócenia równowagi poprzez gwałtowne korekty. Tekst szczegółowo opisuje ewolucję struktur kapitałowych – od bezpiecznego finansowania typu hedge, przez spekulację, aż po ryzykowne schematy Ponzi. Omówiono również psychologię tłumu towarzyszącą powstawaniu baniek spekulacyjnych oraz destrukcyjny wpływ innowacji finansowych, takich jak sekurytyzacja i bankowość cienia. Całość osadzona jest w kontekście diagnozy prof. Elżbiety Mączyńskiej dotyczącej naruszonej globalnej równowagi i kryzysu doktryny neoliberalnej, oferując czytelnikowi narzędzia do zrozumienia mechanizmów prowadzących do systemowej kruchości i nieuchronnych załamań rynkowych.

This article provides an in-depth analysis of the contemporary financial system through the lens of Hyman Minsky's financial instability hypothesis and the Kindleberger-Aliber model. The author argues that crises are not random anomalies but the logical consequence of the system's internal rationality, which strives to restore equilibrium through rapid corrections. The text details the evolution of capital structures—from safe hedge financing, through speculation, to risky Ponzi schemes. The crowd psychology surrounding the formation of speculative bubbles and the destructive impact of financial innovations such as securitization and shadow banking are also discussed. The entire work is set in the context of Professor Elżbieta Mączyńska's diagnosis of a disturbed global equilibrium and the crisis of neoliberal doctrine, offering the reader tools for understanding the mechanisms leading to systemic fragility and inevitable market collapses.

Artykuł analizuje hipotezę niestabilności finansowej Hymana Minsky’ego w kontekście współczesnej ekonomii kryzysu, odwołując się do diagnozy prof. Elżbiety Mączyńskiej o

naruszonej globalnej równowadze. Tezą jest, że kryzysy nie są anomaliami, lecz strukturalną cechą kapitalizmu, a ekspansja kredytu i innowacje finansowe, choć napędzają wzrost, jednocześnie tworzą mechanizmy niestabilności. Autor rozwija myśl Minsky'ego, wskazując, jak w fazie prosperity system przesuwa się w stronę ryzykownych układów spekulacyjnych i typu Ponzi, a także analizuje rolę oszustw i ryzyka moralnego w cyklach koniunkturalnych. Kluczowe jest zrozumienie, że racjonalne decyzje pojedynczych podmiotów mogą prowadzić do systemowej nieracjonalności, a sztuczna inteligencja, choć oferuje nowe możliwości, niesie ze sobą ryzyko algorytmicznego stadnego pędu. Artykuł stanowi ostrzeżenie dla zarządów korporacji, by traktowały ryzyko nie jako techniczny detal, lecz jako element podatnej na wstrząsy sieci powiązań, a także wzywa do świadomego przyjęcia roztropnego ryzyka.

SŁOWA KLUCZOWE

Hipoteza niestabilności finansowej | Finansowanie typu Ponzi | Bańka spekulacyjna | Kruchość systemowa | Ekspansja kredytowa | Dźwignia finansowa | Efekt zarażania | Kredytodawca ostatniej szansy | Płynność rynkowa | Ryzyko moralne | Sekurytyzacja | Bankowość cienia | Manias Panics and Crashes | Finansowanie spekulacyjne | Struktura długu

Kryzys: mechanizm przywracania równowagi systemu

Gdy za punkt wyjścia przyjąć diagnozę prof. Elżbiety Mączyńskiej o „stanie naruszonej globalnej równowagi", w której sama niestabilność staje się paradoksalnie siłą napędową postępu, hipoteza Minsky'ego przestaje być katastroficzną przypowieścią o upadku kapitalizmu. Staje się raczej formalną teorią tego, jak system finansowy „używa" kryzysów do cyklicznego przywracania własnej spójności. Według Mączyńskiej kryzys z 2008 roku spektakularnie obnażył destrukcyjny wpływ doktryny neoliberalnej na rozwój społeczno-gospodarczy. Unaocznił przy tym, że nie mamy do czynienia z epizodycznym załamaniem, lecz z przełomem cywilizacyjnym, który wymaga nowej ekonomii kryzysu zamiast przestarzałej ekonomii równowagi.

W tej perspektywie model Minsky'ego, historycznie nasycony przez Kindlebergera i Alibera, nie jest jedynie opisem powtarzalnej sekwencji od manii do krachu. To rekonstrukcja głębokiej logiki, w której ekspansja kredytu, ewolucja typów finansowania, narastanie oszustw i ryzyka moralnego tworzą wspólną, wewnętrzną maszynerię niestabilności. Słynne „Manias, Panics, and Crashes" nieprzypadkowo łączy formalny aparat

ekonomiczny z antropologią zaufania, strachem przed pozostaniem w tyle i instytucjonalną rolą państwa jako kredytodawcy ostatniej szansy. Dopiero w tym złożonym splocie widać wyraźnie, że głupota spekulanta jest pochodną racjonalności systemu, a nie odwrotnie.

Dla zarządów korporacji i instytucji finansowych wniosek jest brutalnie prozaiczny. To nie jest teoria o „nich" – politykach i bankierach centralnych. To opis struktury gry, w której uczestniczy każda rada nadzorcza, każdy komitet ryzyka i każdy fundusz private equity, nawet jeśli chwilowo przypisuje sobie rolę ostrożnego gracza. Minsky mówi im wprost: jeśli ożywienie trwa wystarczająco długo, macie tylko dwa wyjścia. Albo świadomie przejdziecie w stronę finansowania spekulacyjnego i struktur typu Ponzi, albo zostaniecie wypchnięci z rynku przez tych, którzy zrobią to szybciej i bardziej agresywnie.

Model Minsky'ego: od hedge do finansowania Ponzi

Hipoteza niestabilności finansowej Hymana Minsky'ego opiera się na założeniu tyleż radykalnym, co empirycznie uzasadnionym: system monetarny w kapitalizmie jest strukturalnie kruchy i z natury podatny na katastrofę. W tej optyce kruchość nie jest anomalią, lecz stanem normalnym, który jedynie okresowo przybiera maskę stabilności w fazach cichego, kredytowego wzrostu. Pozorna równowaga trwa do czasu, aż mechanizmy lewarowania, sekurytyzacji i refinansowania wejdą w niebezpieczne sprzężenie zwrotne z oczekiwaniami rynku, ujawniając swój destrukcyjny potencjał.

Kluczowym narzędziem analitycznym jest tu trójdzielna typologia finansowania. W wariancie zabezpieczonym (hedge) dochód operacyjny firmy z nawiązką pokrywa obsługę odsetek i planową spłatę kapitału. Struktura długu jest tu zsynchronizowana z przepływami pieniężnymi, a bilans pozostaje odporny na umiarkowane wstrząsy. Finansowanie spekulacyjne ma miejsce, gdy dochód wystarcza już tylko na odsetki, a spłata kapitału wymaga rolowania długu, czyli zaciągania nowych zobowiązań. Stabilność przedsiębiorstwa staje się wówczas zakładnikiem ciągłej dostępności kredytu. Ostatni stopień to finansowanie typu Ponzi, gdzie dochód operacyjny nie pokrywa nawet odsetek, a dłużnik utrzymuje płynność wyłącznie przez lawinowe zwiększanie zadłużenia lub wyprzedaż aktywów.

Minsky formułuje tu tezę, która powinna być wyryta w kamieniu w każdej sali posiedzeń rady nadzorczej: im dłużej trwa okres prosperity, tym większa część systemu przesuwa się z bezpiecznej konfiguracji typu hedge w stronę ryzykownych układów spekulacyjnych i typu Ponzi. Właśnie dlatego dobry okres nie jest w tym modelu przeciwieństwem kryzysu, lecz jego stadium przygotowawczym. To, co na poziomie pojedynczej firmy jawi się jako racjonalna adaptacja do niskich stóp procentowych i rosnących wycen, na poziomie systemowym akumuluje napięcie, które późniejszy wstrząs jedynie uwalnia.

Przekładając to na język zarządczy, otrzymujemy brutalnie prostą obserwację. Gdy dyrektor finansowy prezentuje strategię „optymalizacji struktury kapitału” poprzez wyższe lewarowanie, argumentując, że „koszt długu jest historycznie niski”, to z perspektywy Minsky’ego jesteśmy świadkami podręcznikowego przejścia od finansowania zabezpieczonego do spekulacyjnego. Jest to ruch racjonalny dla pojedynczej spółki, lecz jednocześnie akt współtworzenia makroekonomicznej kruchości całego systemu.

Ekspansja kredytowa napędza bańki spekulacyjne

Kindleberger i Aliber formułują aksjomat, który dla praktyków rynku nieruchomości powinien być oczywistością, a jednak wciąż bywa podważany przez polityczne fantazje o „bańkach bez kredytu”. Nie może istnieć trwała bańka spekulacyjna bez szybkiego, skumulowanego wzrostu podaży pieniądza adresowanego do tej właśnie klasy aktywów. Wzrost cen pozbawiony dźwigni finansowej szybko gaśnie, ponieważ jego paliwem jest wyłącznie bieżąca płynność nabywców. Dopiero gdy banki, fundusze i innowacyjne wehikuły finansowe zaczynają systemowo produkować substytuty pieniądza, tempo aprecjacji zostaje odłączone od realnych dochodów i zaczyna opierać się na narastającej górze zobowiązań.

Ta ekspansja kredytowa przybierała historycznie różne formy. W osiemnastowiecznej Holandii były to łańcuchy weksli akomodacyjnych, które tworzyły misterny kredytowy domek z kart. W dwudziestowiecznej Ameryce stały się nią depozyty i negocjowalne certyfikaty depozytowe, agresywnie używane przez banki do pompowania swoich bilansów. W epoce przedkryzysowej rolę tę przejęły sekurytyzacja, czyli proces zamiany kredytów na zbywalne papiery wartościowe, oraz cała architektura bankowości cienia z jej instrumentami typu MBS i CDO. Pozwoliło to kredytodawcom całkowicie oderwać skalę udzielania hipotek od zdolności do trzymania ich na własnym bilansie. Rozwój instrumentów, które dla rynku są funkcjonalnie „prawie pieniądzem”, nie jest skutkiem ubocznym innowacji, lecz jej głównym celem.

W fazie manii jakość kredytu ulega systematycznej erozji. Minsky’owskie przejście od bezpiecznego finansowania typu hedge do spekulacyjnego Ponzi znajduje tu swój odpowiednik w profilu kredytobiorców. Kiedy podaż kredytu przewyższa popyt ze strony najbardziej wiarygodnych dłużników, instytucje finansowe zwracają się ku klientom coraz słabszym. Rosnące ryzyko kompensują sobie wyższym kuponem nominalnym i mitycznym zapewnieniem, że „model ryzyka wszystko uwzględnia”. W praktyce oznacza to budowanie portfeli subprime, tworzenie konstrukcji opartych na wątpliwych strumieniach płatności i rosnącą zależność całego systemu od nieprzerwanej kontynuacji wzrostu cen.

Z perspektywy zarządczej każda decyzja o poluzowaniu kryteriów kredytowych jest jednocześnie decyzją o wejściu do gry, w której jedynym warunkiem wyjścia bez strat staje się niekończący się boom. W tym sensie teoria Minsky’ego jest ekonomicznym odpowiednikiem prostego ostrzeżenia: nie buduj drabiny na chwiejnym stole i nie mów potem, że to stół się poruszył.

Kindleberger: od manii do paniki w sekwencji kryzysowej

Charles Kindleberger, syntetyzując klasyczną myśl ekonomiczną od Johna Stuarta Milla po Irvinga Fishera, zaadaptował hipotezę Hymana Minsky'ego, tworząc dramat spekulacyjny w pięciu aktach: wstrząs, mania, nadmierny obrót, niepokój i panika. Każda z tych faz ma swoją logikę ekonomiczną i psychologiczną, przy czym każda opiera się na innym systemie uzasadnień, za pomocą których uczestnicy rynku racjonalizują swoje decyzje i przypisują im pozory obiektywnej słuszności. To opowieść o tym, jak zbiorowa racjonalność degeneruje się w zbiorowe szaleństwo.

Wszystko zaczyna się od wstrząsu. To zewnętrzne zdarzenie, które gwałtownie przesuwa horyzont oczekiwań i rysuje nową mapę przyszłych zysków. Może nim być przełom technologiczny, deregulacja rynków, koniec wojny, a nawet – co dziś szczególnie aktualne – masowe inwestycje w sztuczną inteligencję, które redefiniują całe sektory gospodarki. Wstrząs otwiera nowe, pozornie nieograniczone możliwości, dostarczając paliwa dla optymizmu.

Po nim następuje faza manii, w której zdrowy entuzjazm mutuje w lekkomyślną spekulację. Napędza ją nie tylko chciwość, ale również lęk przed pominięciem (FOMO), ten mroczny bliźniak zazdrości. Kindleberger ujął to doskonale: nie ma nic bardziej niepokojącego dla czyjegoś osądu niż widok bogacącego się przyjaciela. Ceny aktywów odrywają się od fundamentów, rosnąc szybciej niż PKB, a tanie paliwo kredytu pozwala mnożyć pozycje, które tylko na papierze wyglądają na bezpiecznie zdywersyfikowane.

Nadmierny obrót to moment, gdy logika gry staje na głowie. Firmy i inwestorzy finansują aktywa nie dlatego, że generują one dochód, lecz dlatego, że ich cena rośnie. A cena rośnie, ponieważ napływa do nich coraz więcej kapitału. To samonapędzająca się pętla, w której pojawiają się konstrukcje typu finansowanie Ponziego, czyli piramidy finansowe, gdzie zyski starych inwestorów wypłacane są z pieniędzy nowych. Narastają oszustwa, kreatywna księgowość i praktyki, które balansują na granicy prawa, ale z perspektywy rzetelności finansowej są po prostu fałszem.

Niepokój to zaledwie pauza w szaleńczym rytmie wzrostów, która jednak wystarcza, by wszyscy dostrzegli, że król jest nagi. Wystarczy kilka gorszych odczytów z rynku nieruchomości, kilka bankructw w segmencie ryzykownych obligacji, aby wiara w dalsze zyski błyskawicznie zamieniła się w paniczne żądanie płynności. Gotówka staje się bogiem. Instytucje, które jeszcze wczoraj chwaliły się innowacyjnością swoich produktów finansowych, teraz próbują je wyprzedać w hurtowych ilościach za bezcen.

Na końcu nadchodzi odraza – odwrót i całkowita utrata zaufania. System wchodzi w fazę pełnoskalowego kryzysu: panika, runy na banki, wyprzedaż aktywów za wszelką cenę, lawinowe odpisy i publiczne ujawnienie oszustw. Dopiero wtedy na scenę wkracza pożyczkodawca ostatniej instancji, a dylemat pokusy

nadużycia przestaje być abstrakcyjną figurą z podręcznika, stając się brutalnie realnym problemem decyzyjnym na najwyższych szczeblach władzy.

Kreatywna księgowość i oszustwa maskują ryzyko manii

Kindleberger i Aliber formułują tezę tyleż niewygodną, co fundamentalną: oszustwa nie są anomalią, lecz systemowym składnikiem fazy manii. W okresach euforycznego optymizmu rosną nie tylko uczciwe inwestycje, ale również patologiczne schematy. Tanie paliwo kredytu, charakterystyczne dla fazy boomu, podlewa bowiem jednocześnie kwiaty i chwasty. Gdy strumień pieniądza zostaje odcięty, więdną zarówno rzetelne przedsięwzięcia, jak i piramidy finansowe, przy czym to właśnie te ostatnie zostają obnażone w najbardziej spektakularny sposób.

Klasyczny schemat Ponziego, czyli piramida finansowa oparta na obietnicy nierealnych zysków finansowanych z wpłat kolejnych uczestników, został zmodernizowany przez Bernarda Madoffa. Jego perfidia nie polegała na obietnicy spektakularnych stóp zwrotu, lecz na czymś znacznie bardziej subtelnym: nudnej, konsekwentnej stopie zwrotu rzędu jedenastu procent rocznie. Dla zamożnych klientów bankowości prywatnej taka obietnica wydawała się niemal przyziemna, a jej przewidywalność była uspokajająca. Była jednak również matematycznie nieprawdopodobna, co inwestorzy woleli ignorować, karmiąc swój lęk przed pozostaniem w tyle (FOMO) i pielęgnując mit o istnieniu stabilnej, niezależnej od rynku stopy zwrotu.

Współczesna krytyka kryptoaktywów, formułowana między innymi przez Roberta McCauleya, idzie o krok dalej. O ile klasyczny Ponzi jest grą o sumie zerowej, gdzie zyski jednych są stratami innych, o tyle Bitcoin jest według tej analizy grą o sumie ujemnej. Wymaga bowiem nieustannego marnotrawstwa realnych zasobów – energii i sprzętu – przez górników, nie tworząc przy tym żadnych prawnie egzekwowalnych roszczeń, do których można by się odwołać po upadku systemu. Z tej perspektywy kryptomania jawi się jako zdecentralizowany, rozciągnięty w czasie mechanizm typu „pump and dump”, który nie tylko redystrybuuje bogactwo, ale aktywnie je niszczy.

Dla praktyki zarządczej wniosek jest bezlitosny. W okresie boomu istnieje silna pokusa, by traktować najbardziej jaskrawe przypadki oszustw jako aberracje, problem „tych naiwnych od kryptowalut” lub „tamtych szaleńców z bańki internetowej”. Tymczasem model Minsky’ego i analiza Kindlebergera uczą, że skala nadużyć jest raczej wskaźnikiem temperatury całego systemu niż dowodem na jednostkową niegodziwość. Im więcej kreatywnej księgowości, manipulacji sprawozdaniami i „innowacyjnych” struktur finansowych, tym bliżej jesteśmy punktu przesilenia, w którym logika gry nieuchronnie przejdzie w fazę paniki.

Kontagion: transmisja niestabilności między rynkami

Mapa myśli Kindlebergera i Alibera nie byłaby kompletna bez efektu zarażania, czyli mechanizmu rozprzestrzeniania się rynkowej gorączki i paniki, zarówno w granicach jednego kraju, jak i poza nimi. W wariancie krajowym szczególnie sugestywna jest dynamika bliźniaczych szczytów – równoległych baniek na rynku akcji i nieruchomości, które wchodzą ze sobą w symbiotyczny taniec. Wzrost wartości domów i gruntów powiększa majątek gospodarstw domowych, skłaniając je do dywersyfikacji portfela poprzez zakup akcji. Zyski z giełdy są z kolei reinwestowane w większe domy, drugie nieruchomości czy luksusowe apartamenty. Japonia z końca lat osiemdziesiątych to podręcznikowy przykład tego sprzężenia zwrotnego, dodatkowo wzmocnionego przez zabieg księgowy, pozwalający bankom zaliczać niemal połowę niezrealizowanych zysków z akcji do swojego kapitału, co w sztuczny sposób zwiększało ich zdolność kredytową.

Zarażenie międzynarodowe przybiera trzy główne formy. Pierwsza jest czysto psychologiczna: krach na jednym rynku wywołuje natychmiastową, paniczną wyprzedaż na innych, a skala reakcji dalece wykracza poza realne przepływy kapitału czy logikę arbitrażu. Druga ma charakter handlowy, gdy gwałtowny spadek ceny kluczowego towaru, jak bawełna w XIX wieku czy ropa naftowa dzisiaj, uruchamia falę bankructw w odległych gospodarkach, których los zależy od jednego surowca. Trzecia, najpotężniejsza, jest finansowa. To napływy i odpływy kapitału, najczęściej nominowanego w dolarach, wzmacniają lub gaszą lokalne bańki poprzez kanał kursowy oraz bilanse firm i państw zadłużonych w obcej walucie.

Cztery wielkie fale kryzysów od lat osiemdziesiątych – zadłużenie krajów rozwijających się, bańka japońsko-skandynawska, kryzys azjatycki oraz globalny kryzys finansowy – nie są zatem serią niezależnych epizodów. To kolejne akty tego samego dramatu, połączone wspólnym, choć ewoluującym, systemem nerwowym. Jego newralgiczne punkty to polityka stóp procentowych w USA, ewolucja rynku eurodolarowego, wahania kursu amerykańskiej waluty oraz globalna ekspansja banków uniwersalnych i całego sektora bankowości cienia.

Z perspektywy zarządu globalnej korporacji czy funduszu inwestycyjnego oznacza to brutalną prawdę: ryzyko krajowe jest w istocie iluzją, pochodną globalnej konfiguracji. Zabezpieczanie wyłącznie pozycji walutowych bez zrozumienia, że ten sam strumień dolarowej płynności zasila jednocześnie rynek nieruchomości w Hiszpanii, giełdę w Nowym Jorku i rynek obligacji korporacyjnych w Azji, przypomina próbę gaszenia pożaru w jednym pokoju drapacza chmur bez świadomości, że wadliwa instalacja elektryczna oplata cały budynek.

Kredytodawca ostatniej szansy promuje ryzyko moralne

W tym miejscu na scenę wkracza ryzyko moralne, czyli moral hazard, jako fundamentalny problem teorii i polityki. Samo istnienie kredytodawcy ostatniej szansy, instytucji pełniącej rolę finansowej straży pożarnej, zmienia bowiem rachunek zysków i strat w percepcji uczestników rynku. Jeśli zarządy banków, funduszy czy korporacji mają uzasadnione przekonanie, że w razie systemowego zagrożenia państwo i bank centralny „nie pozwolą im upaść", ich postrzeganie ryzyka ulega głębokiemu zniekształceniu. Potencjalne straty są skutecznie ograniczane przez obietnicę publicznego ratunku, podczas gdy ewentualne zyski wciąż trafiają do kieszeni akcjonariuszy i menedżerów.

Doktryna „zbyt duży, by upaść" tworzy w ten sposób systemową arystokrację finansową, uprzywilejowując największe i najbardziej powiązane instytucje. Liczne badania dowodzą, że rynki długu wyceniają tę ukrytą państwową gwarancję, obniżając takim podmiotom premię za ryzyko i w konsekwencji zachęcając je do dalszego lewarowania swoich bilansów. Regulacje takie jak amerykańska ustawa Dodda-Franka, Europejska Unia Bankowa czy mechanizmy uporządkowanej likwidacji (bail-in) są próbą odwrócenia tej logiki. Obiecują one kontrolowane bankructwo bez sięgania do kieszeni podatnika, lecz sama konieczność budowy tak złożonej architektury prawnej jest najlepszym dowodem, że problemu nie rozwiązano, a jedynie go zinstytucjonalizowano.

Klasyczną próbą rozwiązania tej kwadratury koła była reguła Waltera Bagehota: pożyczać swobodnie, ale po karnej stopie procentowej i tylko pod zastaw solidnych aktywów. Chodziło o to, by ratować płynność systemu, jednocześnie sprawiając, by pomoc była na tyle bolesna, że nikt nie prosiłby o nią bez absolutnej konieczności. Charles Kindleberger rozwinął tę myśl w słynną „sztuczkę": władze monetarne powinny ostatecznie zawsze interweniować, by zapobiec destrukcyjnej deflacji, ale muszą utrzymywać rynek w niepewności co do dokładnego momentu i formy pomocy. Ta strategiczna dwuznaczność miała wymuszać dyscyplinę.

Dylemat pozostaje jednak nierozwiązywalny. Zaniechanie interwencji, gdy kryzys zagraża wypłacalnym, lecz chwilowo niepłynnym podmiotom, grozi zniszczeniem realnego kapitału i zaufania społecznego, którego odbudowa kosztuje znacznie więcej niż ratowanie kilku spekulantów. Z drugiej strony zbyt częste i hojne akcje ratunkowe utrwalają przekonanie, że państwo jest ostatecznym ubezpieczycielem każdej ryzykownej strategii, co z czasem czyni cały system bardziej kruchym. Działania amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która podczas kryzysu z 2008 roku i w okresie pandemii stała się globalnym kredytodawcą ostatniej szansy, doskonale ilustrują to napięcie. Jej linie swapowe dla wybranych banków centralnych były zarazem aktem stabilizującym i decyzją o charakterze głęboko politycznym.

USA, UE i świat arabski: zróżnicowane modele ryzyka

Logika ryzyka moralnego i interwencji publicznej nie jest uniwersalnym prawem fizyki, lecz produktem lokalnej historii, kultury i instytucji. Jej konfiguracja jest radykalnie odmienna w trzech kluczowych laboratoriach współczesnego kapitalizmu: w gospodarkach Bliskiego Wschodu, w północnoamerykańskim systemie finansowym i w europejskim eksperymencie unii walutowej. Każdy z tych modeli generuje własny, unikalny dialekt ryzyka.

W świecie arabskim, zwłaszcza w ramach finansów islamskich, fundamentalne zasady, takie jak zakaz oprocentowanego długu i nacisk na podział zysków i strat, nadają klasycznym figurom wierzyciela i dłużnika zupełnie inny kształt. Teoretycznie finansowanie oparte na udziałach w kapitale i powiązane z realnymi aktywami powinno samo w sobie ograniczać nadmierną dźwignię finansową. Instytucje nie mogą bowiem po prostu przerzucić całego ryzyka na dłużnika za pomocą długu o stałym kuponie. W praktyce jednak system ten funkcjonuje w otoczeniu prawnym zdominowanym przez logikę zachodnią, gdzie pożyczkodawca ostatniej szansy, czyli mechanizm ratunkowy banku centralnego, jest z natury oparty na odsetkach. Tworzy to fundamentalne napięcie między wymogami szariatu a imperatywem płynności.

Jednocześnie suwerenne fundusze majątkowe państw Zatoki Perskiej w kryzysie 2008 roku odegrały paradoksalną rolę prywatnych kredytodawców ostatniej szansy dla zachodnich gigantów finansowych. Nabywając z dyskontem udziały w bankach i aktywach infrastrukturalnych, wykorzystały kryzys do strategicznej ekspansji. To pokazuje, że w logice państw opartych na rentach surowcowych ryzyko moralne przybiera formę geopolitycznego arbitrażu. Władcy kapitału traktują globalne pożary jako okazje do strategicznych zakupów, nierzadko zyskując wpływy w newralgicznych sektorach gospodarek innych regionów.

W Ameryce Północnej problem „zbyt duży, by upaść” stał się po 2008 roku osią debaty regulacyjnej. Ustawa Dodda-Franka miała być formalnym epitafium dla ery bezwarunkowych bailoutów, wprowadzając narzędzia uporządkowanej restrukturyzacji i mechanizmy bail-in, zmuszające wierzycieli, a nie podatników, do pokrywania strat. Rzeczywistość okazała się jednak bardziej uparta. Rynek wciąż zakłada, że instytucje o znaczeniu systemowym są objęte niewidzialną polisą ubezpieczeniową państwa, co widać w niższych kosztach ich długu oraz w przepływach depozytów z mniejszych banków do gigantów w czasach rynkowych niepokojów.

Unia Europejska przenosi ten sam dramat na scenę międzypaństwową, gdzie w rolach banków występują całe narody. Unia bankowa, ze wspólnym nadzorem i mechanizmami restrukturyzacji, jest ambitną konstrukcją mającą pogodzić ogień z wodą: zapewnić zbiorowe bezpieczeństwo i jednocześnie ograniczyć pokusę nadużycia w strefie euro. W praktyce każdy krok ku głębszej federalizacji ryzyka budzi obawy krajów Północy przed „unią transferową”, a krajów Południa przed narzuceniem nieelastycznej dyscypliny

fiskalnej. Ryzyko moralne nie jest tu błędem systemu, lecz jego nieusuwalnym wektorem napięcia, wpisanym w samą architekturę instytucjonalną.

Dla globalnych korporacji oznacza to konieczność operowania na trójwymiarowej mapie ryzyka. W relacjach z partnerami z Ameryki Północnej trzeba zakładać, że niepisane gwarancje państwowe będą przedmiotem politycznej gry, lecz nie znikną. W Europie należy uwzględniać powolny

Algorytmy AI: nowe źródło niestabilności systemowej

Współczesny paradygmat naukowy i regulacyjny zaczyna postrzegać sztuczną inteligencję jako potencjalny nowy wstrząs w rozumieniu Minsky'ego. Jest to innowacja tak fundamentalnie zmieniająca oczekiwania co do zysków i struktury ryzyka, że może stać się paliwem dla kolejnej spekulacyjnej manii. Najważniejsze instytucje nadzorcze, od BIS i EBC po MFW, są w tej kwestii zgodne: AI oferuje ogromne możliwości w modelowaniu ryzyka, wykrywaniu nadużyć czy optymalizacji płynności, ale jednocześnie generuje zupełnie nowe zagrożenia. Ryzyko staje się systemowe, gdy te same modele, wytrenowane na podobnych danych, zaczynają sterować decyzjami wielu instytucji, prowadząc do procyklicznego, algorytmicznego stadnego pędu.

Paradoks polega na tym, że sztuczna inteligencja może jednocześnie redukować asymetrię informacji na poziomie mikro, a zarazem potęgować korelację błędów na poziomie makro. Jeśli kilkadziesiąt największych funduszy, banków i korporacji opiera swoje strategie na podobnych sieciach neuronowych, które reagują na identyczne sygnały rynkowe, to w warunkach stresu ich decyzje o wyjściu z pozycji mogą zsynchronizować się w stopniu dotąd niewyobrażalnym. Wówczas, zamiast łagodzić minskyowską niestabilność, AI może ją wzmocnić, pełniąc rolę przyspieszonego termometru, który nie tylko mierzy temperaturę, ale również steruje klimatyzacją i ogrzewaniem.

Obecny boom inwestycyjny w sektorze AI, który według MFW amortyzuje spowolnienie w amerykańskiej gospodarce, przypomina strukturalnie bańkę dot-comów. Kluczowa różnica polega na źródle finansowania: dzisiejsza mania jest napędzana głównie przez ogromne rezerwy gotówkowe gigantów technologicznych, a nie przez dźwignię bankową. To może ograniczać ryzyko systemowego krachu na wzór tego z 2008 roku, ale nie eliminuje groźby gwałtownej korekty wycen. Taki scenariusz uderzyłby w całą klasę średnią, której oszczędności emerytalne są pośrednio ulokowane w indeksach zdominowanych przez „wspaniałą siódemkę" spółek technologicznych.

Z perspektywy zarządu odpowiedzialnego za ryzyko AI jest więc jednocześnie narzędziem i obiektem analizy. Narzędziem, ponieważ może radykalnie podnieść precyzję testów warunków skrajnych i scenariuszy minskyowskich, pozwalając wcześniej wykryć niebezpieczne przesunięcia z finansowania zabezpieczonego

(hedge) do spekulacyjnego (Ponzi) w portfelach klientów. Obiektem, ponieważ sama ekspozycja na sektor AI staje się nową klasą ryzyka, a gigantyczne inwestycje w infrastrukturę modeli generatywnych, centra danych i układy GPU tworzą zobowiązania, których rentowność zależy od utrzymania się skrajnie optymistycznych prognoz wzrostu.

Aporia rządu: dylemat między ratunkiem a upadkiem

Aby rozbroić dylemat interwencji, warto potraktować go jak zagadkę logiczną. Nie jest to jednak prosta łamigłówka, lecz gra na metapoziomie, w której samoreferencyjne oczekiwania rynku kształtują rzeczywistość. Rozważmy trzy zdania definiujące to pole gry. P: „Jeżeli rząd w przyszłym kryzysie uratuje systemowo ważne banki, ich menedżerowie w okresie boomu zwiększą lewarowanie". Q: „Jeżeli rząd tych banków nie uratuje, krach będzie głębszy i zniszczy również wypłacalne firmy". Oraz kluczowe R: „Rząd podejmie taką decyzję, która zminimalizuje przyszłe straty społeczne".

Na pierwszy rzut oka zadanie wydaje się czysto techniczne. Racjonalny decydent, kierując się zasadą R, powinien po prostu zważyć koszty obu scenariuszy i wybrać mniejsze zło. Problem w tym, że uczestnicy rynku nie są biernymi obserwatorami. Doskonale wiedzą, że rząd jest związany regułą R, co fundamentalnie zmienia sytuację. Nagle zdania P i Q przestają być niezależnymi, obiektywnymi faktami, a stają się kartami w strategicznej rozgrywce, w której każdy przewiduje ruchy przeciwnika.

Tu właśnie ujawnia się metapoziom zagadki. Prawdziwość zdania P – czyli skłonność bankierów do ryzyka – zależy nie od samej decyzji rządu, lecz od ich przekonania, jak bardzo rząd boi się katastrofy opisanej w Q. Jeżeli menedżerowie uznają, że rząd, jako racjonalny gracz minimalizujący straty, nigdy nie pozwoli na pełną realizację scenariusza Q, to zdanie P staje się samospełniającą się przepowiednią. Rząd staje przed tragicznym wyborem: jeśli chce zneutralizować pokusę nadużycia poprzez wiarygodne zobowiązanie do braku interwencji, musi jednocześnie zaakceptować niemal pewną realizację katastrofy.

Formalne rozwiązanie tej łamigłówki wymaga zrozumienia, że R nie jest zwykłym opisem rzeczywistości, lecz roszczeniem normatywnym – deklaracją woli, której siła zależy od akceptacji wspólnoty politycznej. W praktyce oznacza to, że nie istnieje żadna stabilna równowaga. Rząd nie może jednocześnie wiarygodnie grozić, że nie uratuje banków, i realistycznie oczekiwać, że społeczeństwo zgodzi się na apokaliptyczne skutki tej decyzji, gdy kryzys już nadejdzie. Dylemat interwencji nie jest więc technicznym problemem optymalizacyjnym, lecz aporią – nierozwiązywalną sprzecznością na styku logiki, polityki i psychologii tłumu.

Dla zarządów banków i korporacji wniosek jest przewrotnie prosty. Skoro rząd zawsze będzie działał zgodnie z R, to należy założyć, że pokusa nadużycia, czyli tak zwany moral hazard, nie zniknie, a jedynie

zmieni swoją formę. Cała dyskusja o „twardych” regulacjach staje się w tym świetle nie próbą wyeliminowania problemu, lecz grą na czas. Chodzi w niej o to, jak możliwie najdłużej odwlec kolejną fazę finansowej piramidy, a nie o to, jak ją ostatecznie zdemontować.

Krytyka hipotezy Minsky’ego: współczesne argumenty

Oczywiście, hipoteza Minsky’ego nie jest ewangelią, a współczesna ekonomia nie przyjmuje jej bezkrytycznie. Krytycy słusznie zauważają, że nie każdy kryzys rodzi się w cyklu kredytowym; istnieją przecież szoki podażowe, katastrofy klimatyczne czy geopolityczne pęknięcia w globalnych łańcuchach dostaw, które potrafią wywołać recesję bez wcześniejszej orgii lewarowania. Podnosi się również zarzut o pewien fatalizm wpisany w model Minsky’ego, w którym każde ożywienie musi, niczym w greckiej tragedii, zmierzać ku fazie Ponziego. Taki determinizm mógłby prowadzić do paraliżującego pesymizmu co do jakichkolwiek szans na stabilizację.

Jednak doświadczenie ostatnich dekad podpowiada coś innego. Nawet gdy pierwotny impuls ma charakter realny – pandemia, wojna, kryzys energetyczny – o skali i strukturze zniszczeń decyduje wcześniejsza architektura długu. Minsky nie tyle wyjaśnia, co jest iskrą, ile tłumaczy, dlaczego system stał się beczką prochu. Wskazuje, dlaczego te same zewnętrzne wstrząsy w jednych warunkach powodują ledwie drżenie, a w innych prowadzą do finansowej implozji. Dobry okres nie jest w tym modelu przeciwieństwem kryzysu, lecz jego stadium przygotowawczym.

Innym polem bitwy jest rola polityki pieniężnej i regulacji. Optymiści wierzą, że odpowiednio wczesne i zdecydowane schłodzenie gospodarki – poprzez podnoszenie stóp procentowych czy zaostrzanie wymogów kapitałowych dla banków – może zapobiec systemowemu przejściu od zdrowego finansowania do spekulacyjnej gorączki. Realiści odpowiadają, że historia uczy czegoś zgoła innego. Banki centralne i nadzór finansowy najczęściej dostrzegają bańkę dopiero wtedy, gdy jej pęknięcie staje się politycznie niedopuszczalne. Wówczas presja moralna i polityczna, by nie „psuć dobrej zabawy”, czyni każdą radykalną interwencję niemożliwą.

Profesor Mączyńska idzie o krok dalej, podkreślając, że kryzysy są symptomem głębszych chorób doktrynalnych, zwłaszcza neoliberalnego dogmatu o prywatyzacji zysków i uspołecznianiu strat. W tej optyce krach nie jest jedynie błędem w nawigacji, lecz sygnałem, że dominujący model gospodarczy wyczerpał swoje możliwości. Hipoteza Minsky’ego spotyka się tu z krytyczną teorią społeczną: kryzysu nie można dłużej traktować jako technicznego incydentu, skoro jego anatomia odzwierciedla fundamentalne konflikty wartości, narastające nierówności i głęboki deficyt demokracji w sferze gospodarki.

Zarządzanie kryzysowe: strategie budowania odporności

Jeżeli przyjąć tę rekonstrukcję za obowiązujący horyzont, konsekwencje dla globalnego biznesu stają się fundamentalne. Po pierwsze, zarządy nie mogą dłużej traktować ryzyka kredytowego i płynności jako technicznego detalu, który można delegować do działu analiz. Hipoteza niestabilności finansowej Minsky'ego opisuje bowiem sytuację, w której indywidualnie racjonalne strategie – takie jak maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy – kumulują się w systemową nieracjonalność. Odpowiedzialny zarząd musi zatem postrzegać swój bilans nie jako lokalne optimum, lecz jako węzeł w rozległej, podatnej na wstrząsy sieci powiązań.

Po drugie, sztuczna inteligencja wymusza podwójną ostrożność. Z jednej strony AI może i powinna służyć jako system wczesnego ostrzegania: do identyfikacji momentu, gdy portfele klientów przechodzą od bezpiecznego finansowania (hedge) do spekulacyjnego (Ponzi), do wykrywania oszustw i nadmiernej dźwigni, do symulowania scenariuszy zarażenia. Z drugiej strony sama inwestycja w AI staje się areną potencjalnej manii. Dyrektorzy finansowi, pod presją narracji, że „wszyscy to robią", mogą akceptować kapitałochłonne programy w obawie, by nie zostać w tyle, zapominając o fundamentalnej analizie.

Po trzecie, świadoma polityka korporacyjna musi uznać, że oszustwa nie są jedynie kwestią indywidualnej etyki, lecz funkcją strukturalnej presji. Gdy prezes obiecuje przełomowe zyski z AI lub kryptowalut, a rynek nagradza wyłącznie opowieści o wykładniczym wzroście, rośnie przestrzeń dla kreatywnej księgowości i „upiększania" wyników. Jeżeli zarząd nie wdroży kontrcyklicznych mechanizmów, które nagradzają ostrożność w czasach euforii, sam stanie się współtwórcą warunków, w których nadużycie przestaje być wyjątkiem, a staje się racjonalną strategią przetrwania.

Po czwarte, korporacje muszą brutalnie szczerze odpowiedzieć sobie na pytanie, kogo traktują jako swojego cichego ubezpieczyciela. W świecie, gdzie Fed, EBC czy potężne fundusze państwowe mogą pełnić funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji, łatwo popaść w iluzję. Czy naszym gwarantem jest państwo narodowe, rynek kapitałowy, czy może rozmyte, transnarodowe sieci finansowe? Od tej odpowiedzi zależy, czy wewnętrzne modele ryzyka są poważną analizą, czy jedynie wyrazem cichej wiary, że „w razie czego ktoś nas uratuje".

Jeżeli, jak sugeruje prof. Mączyńska, wkroczyliśmy w epokę permanentnej ekonomii kryzysu, to powtarzalność manii i krachów nie jest przejściową usterką systemu. Jest jego trwałą cechą. W takim świecie Minsky i Kindleberger nie oferują pocieszenia, lecz ostrzeżenie: jeśli nadal będziemy traktować ekspansję kredytu i innowacje finansowe jako naturalne narzędzia wzrostu, nie budując równolegle mechanizmów odpowiedzialności, skażemy się na coraz bardziej spektakularne powtórki tej samej historii.

Paradoksalnie jedyną realistyczną odpowiedzią staje się świadome przyjęcie roztropnego ryzyka. Oznacza to odmowę udziału w wyścigu na dno w okresie boomu, nawet za cenę chwilowego pozostania w tyle. W perspektywie całego cyklu to właśnie ci, którzy ograniczyli dźwignię w czasach euforii, będą mieli zasoby, by kupować aktywa w panice, gdy inni będą zmuszeni do wyprzedaży. Wymaga to jednak przebudowy kultury zarządzania, która nagradza nie tylko zdolność do wspinaczki, lecz także sztukę przetrwania upadku.

Jeżeli racjonalność ma być czymś więcej niż maksymalizacją z

> W świecie permanentnego kryzysu, w którym logika finansowych piramid zdaje się nieubłaganie powracać, pytanie o granice interwencji staje się pytaniem o granice naszej wyobraźni. Czy jesteśmy skazani na powtarzanie tych samych błędów, czy też potrafimy nauczyć się sztuki przetrwania upadku? Być może prawdziwa innowacja nie leży w tworzeniu kolejnych instrumentów finansowych, lecz w odważnym poszukiwaniu etycznych fundamentów dla gospodarki przyszłości.

Inspiracje

[1] **"Manias, Panics, and Crashes"** Robert Z. Aliber, Charles P. Kindleberger, Robert N. McCauley

1978 | Palgrave Macmillan

Amerykański ekonomista (1930-2025), profesor Uniwersytetu Chicagowskiego, specjalizujący się w ekonomii i finansach międzynarodowych. Znany z prac nad bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi, kursami walutowymi i kryzysami finansowymi. Stworzył Program Studiów Międzynarodowych w Biznesie oraz Centrum Studiów nad Finansami Międzynarodowymi.

American economist (1930-2025), professor at the University of Chicago, specializing in international economics and finance. Known for work on foreign direct investment, exchange rates, and financial crises. He developed the Program of International Studies in Business and the Center for Studies in International Finance.

University of Chicago

Amerykański historyk gospodarki i ekonomista międzynarodowy (1910-2003). Specjalizował się w kryzysach finansowych i finansach międzynarodowych. Był jednym z głównych architektów Planu Marshalla, wykładał na MIT i jest znany z prac nad teorią stabilności hegemonicznej.

American economic historian and international economist (1910-2003). He specialized in financial crises and international finance. A key architect of the Marshall Plan, he taught at MIT and is known for his work on hegemonic stability theory.

Massachusetts Institute of Technology (MIT)

Robert N. McCauley jest profesorem filozofii na Uniwersytecie Emory'ego im. Williama Randa Kenana Jr. Specjalizuje się w filozofii nauki, kognitywistyce religii oraz epistemologii znaturalizowanej. Do jego najważniejszych prac należy „Dlaczego religia jest naturalna, a nauka nie”.

Robert N. McCauley *is William Rand Kenan Jr. University Professor of Philosophy at Emory University. He specializes in philosophy of science, cognitive science of religion, and naturalized epistemology. Notable works include 'Why Religion Is Natural and Science Is Not'.*

Emory University

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] "The World in Depression, 1929-1939"

Charles P. Kindleberger

1973 | University of California Press

[2] "World Economic Primacy: 1500 – 1990"

Charles P. Kindleberger

1996 | Oxford University Press

[3] "A Financial History of Western Europe"

Charles P. Kindleberger

1984 | Allen & Unwin

[4] "International Economics"

Charles P. Kindleberger

1953 | Irwin

[5] "The Domestic Lender of Last Resort"

Robert Z. Aliber, Charles P. Kindleberger, Robert N. McCauley

2023 | Springer Books

Google Scholar

[6] **"The Twenty-First Century International Lender of Last Resort"**

Robert Z. Aliber, Charles P. Kindleberger, Robert N. McCauley

2023 | Springer Books

Google Scholar

Literatura pokrewna (Google Scholar):

[7] **"Ile jest warta nieruchomość"**

Elżbieta Mączyńska, Mieczysław Prystupa, Kazimierz Rygiel

2004 | Wydawnictwo Poltext, Warszawa

[8] **"Stabilizing an Unstable Economy"**

Hyman Minsky

1986 | McGraw-Hill

[9] **"The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It"**

Irving Fisher

1930 | Macmillan Company

Google Scholar

[10] **"The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises"**

Irving Fisher

1911 | Macmillan

Google Scholar

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] **"A Model of Charles Ponzi"**

Gadi Barlevy, Ines Xavier

2025 | Federal Reserve Board

Google Scholar

[2] **"Do the People's Bank of China's currency swaps cause moral hazard?"**

(Authors not provided)

Southern Economic Journal

Google Scholar

[3] **"Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw"**

E. Mączyńska, M. Zawadzki

2006 | Ekonomista

[4] **"Dysfunkcje gospodarki w kontekście ekonomii kryzysu"**

E. Mączyńska

2011 | Zeszyty Naukowe/Polskie Towarzystwo Ekonomiczne

[5] **"Teoria niestabilności finansowej Hymana Minsky'ego"**

Jarosław Mielcarek

2009 | Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług

Google Scholar

[6] **"The Financial Instability Hypothesis"**

Hyman Minsky

1992 | Levy Economics Institute Working Paper

Google Scholar

[7] **"Financial Crises: Systemic or Idiosyncratic"**

Hyman Minsky

1991 | Levy Economics Institute

Google Scholar

[8] **"An Empirical Analysis of the US Economy Through the Lens of Financial Instability Hypothesis (1999–2022)"**

Barkin Cihanli

2025 | Review of Radical Political Economics

Google Scholar

[9] **"The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"**

Irving Fisher

1933 | Econometrica

Google Scholar

[10] **"Mathematical Investigations in the Theory of Value and Prices"**

Irving Fisher

1892 | Transactions of the Connecticut Academy of Arts and Sciences

[11] **"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

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[12] **"International Short-Term Capital Movements"**

Charles P. Kindleberger

1937

[13] **"The International Lender of Last Resort Before 2000"**

Robert Z. Aliber, Charles P. Kindleberger, Robert N. McCauley

2023

[14] **"Flexibility of Demand in International Trade"**

Charles P. Kindleberger

1937 | QJE

[15] **"Currency composition of foreign exchange reserves"**

Hiro Ito, Robert N. McCauley

2020 | Journal of International Money and Finance

[16] **"Central bank swaps then and now: swaps and dollar liquidity in the 1960s"**

Robert N McCauley, Catherine R Schenk

2020 | BIS Working Papers

[17] **"The Global Domain of the Dollar: Eight Questions"**

Robert N McCauley

2020 | Atlantic Economic Journal

APA ONE Publishing System

Fundacja Dobre Państwo © 2026

Article ID: 08f597e3-7147-46ed-806c-dae01c603143