Maszyna zagłady: mechanizmy instytucjonalne kryzysu subprime

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi głęboką analizę instytucjonalnych uwarunkowań kryzysu finansowego subprime, określanego mianem „maszyny zagłady”. Tekst dekonstruuje mechanizm „originate and sell”, który doprowadził do całkowitego oderwania ryzyka od odpowiedzialności. Autor skupia się na roli agencji ratingowych, takich jak Moody’s i S&P, wskazując na strukturalny konflikt interesów wynikający z modelu „issuer-pays”. Analizie poddano złożone instrumenty pochodne, w tym CDO i CDS, które zamiast stabilizować rynek, stały się narzędziami błyskawicznej transmisji ryzyka systemowego. Praca rzuca światło na proces „alchemii finansowej”, gdzie toksyczne aktywa zyskiwały legitymizację dzięki modelom matematycznym, okazującym się w praktyce jedynie społecznym przesądem. To krytyczne spojrzenie na nowoczesne finanse jako system oparty na asymetrii informacji i iluzji racjonalności.

This article provides an in-depth analysis of the institutional determinants of the subprime financial crisis, dubbed the "doomsday machine." The text deconstructs the "originate and sell" mechanism that led to the complete separation of risk from responsibility. The author focuses on the role of rating agencies such as Moody's and S&P, pointing to the structural conflict of interest resulting from the "issuer-pays" model. Complex derivative instruments, including CDOs and CDS, are analyzed, which, instead of stabilizing the market, became tools for the rapid transmission of systemic risk. The work sheds light on the process of "financial alchemy," where toxic assets gained legitimacy through mathematical models that, in practice, turned out to be merely social superstitions. This is a critical look at modern finance as a system based on asymmetric information and the illusion of rationality.

Kryzys finansowy z 2008 roku, którego symbolem stał się upadek rynku subprime, to więcej niż tylko ekonomiczna katastrofa. To porażka systemowa, w której skomplikowane instrumenty finansowe i agencje ratingowe stworzyły iluzję

bezpieczeństwa, oderwaną od realnej zdolności kredytobiorców do spłaty. Artykuł analizuje mechanizmy, które umożliwiły wytworzenie tej zbiorowej iluzji, koncentrując się na roli sekurytyzacji, obligacji zabezpieczonych długiem (CDO) i swapach ryzyka kredytowego (CDS). Te instrumenty, choć same w sobie nie demoniczne, w połączeniu z modelem "udziel i sprzedaj" oraz konfliktem interesów agencji ratingowych, doprowadziły do systemowej normalizacji fałszu. Artykuł demaskuje architekturę "maszyny zagłady", w której cząstkowa racjonalność poszczególnych elementów składa się na irracjonalność całości, stawiając pytania o to, czy wyciągnięte wnioski wystarczą, by zapobiec powtórce kryzysu w zmienionej formie.

SŁOWA KLUCZOWE

maszyna zagłady | kryzys subprime | system originate and sell | CDO | CDS | sekurytyzacja | agencje ratingowe | model issuer-pays | alchemia finansowa | ryzyko systemowe | transzowanie | korelacja | asymetria informacji | konflikt interesów | legitymizacja

Maszyna zagłady: systemowa pułapka Michaela Lewisa

O tyle, o ile nowoczesne finanse roszczą sobie prawo do bycia językiem zbiorowej racjonalności, o tyle kryzys subprime pozostaje ich najbardziej kompromitującym wystąpieniem. Cały ekosystem instytucjonalny, od banków inwestycyjnych przez agencje ratingowe po regulatorów i audytorów, wydał o świecie sąd, który miał pozory matematycznej pewności, a okazał się jedynie społecznym przesądem ubranym w wykresy. Michael Lewis, rekonstruując w „The Big Short" genealogię tej katastrofy, trafia w sedno nie dlatego, że objaśnia technikalia, lecz dlatego, że demaskuje mechanizm wytwarzania wspólnej iluzji. Iluzji, która uwiarygodnia samą siebie aż do momentu brutalnego zderzenia z materialnym światem: z realną zdolnością dłużnika do spłaty, z kruchością jego dochodu, z ograniczeniami pracy i czasu. To opowieść o tym, jak instytucje potrafią przekuć błędne założenie w obowiązujące tło rzeczywistości, a następnie traktować to tło jak nienaruszalne prawo natury.

Jeżeli zatem mówi się o „maszynie zagłady", to nie dlatego, że ktoś świadomie zbudował ją z diabelskim planem w ręku. Powstała ona raczej jako układ elementów, których sprzężenia zwrotne gwarantowały stabilność tylko pod jednym, nierealistycznym warunkiem: że rzeczywistość będzie

zachowywać się w sposób bezgranicznie uprzejmy. Paliwem tej maszyny stał się kredyt subprime, udzielany na warunkach zakładających, że dłużnik zawsze znajdzie drogę ucieczki w postaci nieustannie rosnących cen nieruchomości. Sama konstrukcja kredytu, z kuszącymi niskimi ratami na początku i gwałtownym ich wzrostem w późniejszym okresie, nie była w tej logice nadużyciem. Była narzędziem do masowej produkcji aktywów, surowca gotowego do dalszej obróbki w finansowej fabryce. Subprime przestał być marginalnym segmentem rynku; stał się przemysłowym wsadem do produkcji papierów wartościowych.

Tu właśnie docieramy do węzła, którego nie wolno trywializować ani upraszczać moralizatorskim osądem, jeśli celem jest zrozumienie, a nie tylko oburzenie. System „originate and sell", czyli udziel i sprzedaj dalej, przekształcił klasyczną bankowość w przemysłowy łańcuch dostaw, w którym ryzyko kredytowe stało się towarem, a nie długoterminową odpowiedzialnością. Kredytodawca, który nie zamierza trzymać długu w swoim bilansie, jest racjonalnie zmotywowany do maksymalizacji wolumenu transakcji, gdyż od ich liczby, a nie jakości, zależy jego wynagrodzenie. W takich warunkach „kredyt kłamcy" nie musi być wynikiem osobistej nieuczciwości agenta. Staje się systemową normalizacją fałszu, wkalkulowaną w koszty produkcji.

W świecie, gdzie tak wytworzony dług miał być natychmiast sprzedany, kluczową rolę odegrały obligacje zabezpieczone hipotekami, a zwłaszcza ich bardziej złożone pochodne: CDO, czyli obligacje zabezpieczone długiem. W narracji Lewisa instrumenty te jawią się jako produkt finansowej alchemii. W praktyce polegała ona na tym, że transze o najniższej jakości, często z ratingami na poziomie śmieciowym, łączono w nowy wehikuł inwestycyjny, po czym znaczna część tej nowej konstrukcji w magiczny sposób otrzymywała najwyższe noty, włącznie z potrójnym A. Ten skok jakościowy miał być rzekomo triumfem dywersyfikacji. W istocie był triumfem ślepej wiary w modele korelacji, które z definicji musiały zawieść w warunkach systemowego szoku. Historia kryzysu dowodzi, że techniczny postęp w finansach został użyty do wytworzenia iluzji bezpieczeństwa. Iluzji opartej na założeniu, że

Model originate and sell degraduje jakość kredytów

Tu właśnie natrafiamy na pierwszy węzeł problemu, którego nie wolno trywializować ani poddawać moralizatorskim uproszczeniom, jeśli celem jest zrozumienie, a nie samo oburzenie. System „originate and sell", czyli „udziel i sprzedaj", przekształcił klasyczną bankowość w łańcuch dostaw, w którym ryzyko kredytowe stało się towarem, a nie długoterminową odpowiedzialnością. Kredytodawca, który nie zamierza trzymać długu w swoim bilansie, jest bowiem racjonalnie skłonny do maksymalizacji wolumenu. Jego wynagrodzenie staje się funkcją liczby transakcji, a nie

jakości przyszłych spłat. W takiej architekturze bodźców osławiony „kredyt kłamców" nie musi oznaczać prywatnej nieuczciwości pojedynczego agenta. Może oznaczać systemową normalizację fałszu jako akceptowalnego kosztu produkcji.

W świecie, w którym tak wytworzony dług miał być natychmiast sprzedany dalej, kluczową rolę przejęły obligacje zabezpieczone hipotekami, a następnie jeszcze bardziej złożone struktury CDO, czyli obligacje zabezpieczone długiem. W opowieści Lewisa występują one jako mechanizm swoistej „alchemii finansowej". W praktyce polegała ona na tym, że transze o najniższej jakości, oznaczane jako mezzanine i często z ratingami w okolicach poziomu BBB, były łączone w nowy instrument. Następnie, ku zdumieniu postronnych, znacząca część tej nowej konstrukcji otrzymywała najwyższe możliwe oceny, włącznie z AAA. Ten skok w górę miał uchodzić za triumf dywersyfikacji. W istocie był triumfem ślepej wiary w modele korelacji, które z definicji musiały okazać się kruche w warunkach wspólnego, systemowego szoku. Historia kryzysu pokazuje, że techniczny postęp w zakresie „transzowania" został użyty do wytworzenia pozoru bezpieczeństwa, którego prawdziwość zależała od założenia, iż ryzyko rozproszone geograficznie i społecznie nie może stać się ryzykiem jednoczesnym. Gdy ceny nieruchomości przestały rosnąć, okazało się, że to założenie było społeczną bajką opowiedzianą w języku statystyki.

W tym momencie na scenę wchodzą agencje Moody's i S&P. Nie tyle „popełniły błąd", ile stały się filarem ekosystemu poznawczego, w którym pieczątka zastąpiła zrozumienie. W nauce o instytucjach finansowych istnieje twarda linia argumentacji, że model issuer-pays, w którym agencja jest wynagradzana przez emitenta ocenianego papieru, wytwarza konflikt interesów. Jest to konflikt nieusuwalny przez same nawoływania do etyki, ponieważ został zakodowany w samej mechanice popytu na rating. Badania empiryczne nad skutkami tego modelu wskazują, że gdy pojawia się bodziec do „łagodzenia" oceny, ratingi mają tendencję do inflacji, zwłaszcza w obszarach, gdzie konflikt interesów jest najbardziej opłacalny. Choć w dyskusji regulacyjnej teza o modelu issuer-pays jako rdzeniu choroby bywa łagodzona, pozostaje faktem, że relacja handlowa między ocenianym a oceniającym tworzy fundamentalną podatność systemową.

Lewis, jako reportażysta, nie waha się używać ostrych metafor, gdy mówi o „praniu kredytowym" czy zamienianiu „psich odchodów" w „złoto". Z perspektywy analizy dyskursu jest to figura retoryczna, lecz nie jest ona przypadkowa. Dotyka bowiem jądra problemu, którym jest systemowe rozdzielenie odpowiedzialności od decyzji. W momencie, gdy rating staje się elementem infrastruktury prawnej – ponieważ wiele instytucji może kupować tylko papiery o określonej jakości – przestaje być on opinią, a staje się quasi-normą. Wówczas agencja ratingowa nie jest już tylko komentatorem rynku. Jest jego cichym współustawodawcą. To już

Alchemia CDO: zamiana śmieciowych długów w złoto

W reportażu Lewisa pojawia się pojęcie intuicyjne, które w języku ekonomii i prawa domaga się chłodnej precyzji: „maszyna zagłady". Należy ją rozumieć jako system, który w sposób endogenny stabilizuje własne złudzenia, tworząc zamknięty obieg rynkowej iluzji. Jej architekturę tworzą cztery filary. Pierwszym jest produkcja długów o wysokiej kruchości. Drugim – alchemia finansowa w postaci sekurytyzacji i podziału na transze, czyli procesów nadających tym długom pozór „zbywalnego bezpieczeństwa". Trzecim – rating służący jako legitymizacja dla nabywców instytucjonalnych, gdzie pieczątka zastąpiła zrozumienie. Czwartym wreszcie – instrumenty pochodne, które pozwalają zarówno na zabezpieczanie, jak i spekulacyjne zwielokrotnienie ryzyka – i tu właśnie na scenę wkracza CDS.

Swap ryzyka kredytowego (CDS) jest w swej istocie kontraktem, w którym jedna strona płaci okresową składkę, a druga zobowiązuje się do pokrycia strat w razie wystąpienia zdefiniowanego zdarzenia kredytowego. W sensie ekonomicznym działa więc jak polisa ubezpieczeniowa, choć w wymiarze prawnym i regulacyjnym przez długi czas funkcjonował w szarej strefie rynku pozagiełdowego, cechującej się ograniczoną przejrzystością i brakiem zabezpieczeń w postaci centralnego rozliczania. Klasyczna analiza ekonomiczna podkreśla, że to nie sam instrument jest demoniczny, lecz sposób jego użycia oraz gęstość kontraktowych powiązań w warunkach asymetrii informacji i niedostatku infrastruktury chroniącej przed ryzykiem kontrahenta.

To rozróżnienie ma fundamentalne znaczenie, ponieważ Lewis, konstruując narrację o zbiorowym błędzie, skupia się na destrukcyjnym potencjale CDS. Tymczasem nauka, nawet jeśli w wielu punktach zgadza się z jego diagnozą, woli rozdzielać dwa odrębne pytania. Po pierwsze: czy CDS ułatwiał transfer ryzyka? Po drugie: czy jednocześnie stwarzał warunki do jego zwielokrotnienia i gwałtownej transmisji szoku w całym systemie? W tym ujęciu instrument staje się narzędziem ambiwalentnym, którego ostateczny charakter – twórczy bądź destrukcyjny – zależy nie od jego wewnętrznej natury, lecz od instytucjonalnych ram, w jakich jest stosowany.

Agencje ratingowe legitymizują toksyczne aktywa

Załóżmy, że metafora „maszyny zagłady" nie jest literacką fantazją, lecz trafnym skrótem myślowym. Opisuje ona układ sprzężeń zwrotnych, który tak długo stabilizował systemowy błąd, aż ten ujawnił się w gwałtownej implozji. Aby to zrozumieć, musimy wykonać ruch, którego reportaż unika, a którego domaga się rygor analityczny: należy rozdzielić dwa porządki. Pierwszy to porządek instrumentów, czyli danych i modeli. Drugi to porządek legitymizacji, a więc społecznie

uzgodnionych powodów, by uznać dane ryzyko za akceptowalne. Grzechem pierworodnym kryzysu subprime nie był bowiem brak informacji. Była nim prawnie usankcjonowana procedura, w której pieczęć agencji Moody's czy S&P stawała się przepustką do świata, gdzie instytucje finansowe mogły działać tak, jakby rozumiały to, czego w istocie pojąć nie były w stanie.

W tym sensie agencja ratingowa była nie tyle obserwatorem rynku, ile jego współtwórcą, organem wytwarzającym same warunki obrotu. Regulacje i praktyki inwestycyjne niezliczonych podmiotów, od funduszy po banki, traktowały rating nie jako jedną z wielu informacji, lecz jako kryterium dopuszczalności transakcji. To przesunięcie akcentów jest fundamentalne. Gdy ocena staje się quasi-normą prawną, konflikt interesów agencji przestaje być prywatną niedoskonałością rynku. Przeradza się w systemową zmienną całej ekonomii politycznej finansów. Zresztą w oficjalnych dokumentach instytucji europejskich przyznaje się wprost, że regulacje agencji powstały po kryzysie w celu „odbudowy zaufania", co jest jedynie eufemizmem skrywającym przyznanie, że wcześniej ratingi działały jak infrastruktura o nieakceptowalnej podatności na komercyjne naciski.

W klasycznym, reportażowym ujęciu Michaela Lewisa, które wciąż warto przywoływać, Moody's i S&P dostarczyły intelektualnego alibi dla przemysłowej zamiany toksycznego długu w pozornie solidne papiery wartościowe. Współczesna analiza naukowa, zwłaszcza w literaturze prawniczej, używa chłodniejszego języka, mówiąc o strukturalnym konflikcie interesów wynikającym z modelu, w którym za ocenę płaci emitent. Taka diagnoza, choć pozbawiona publicystycznej ostrości, potwierdza rdzeń intuicji Lewisa: relacja handlowa między ocenianym a oceniającym rodzi stałą presję na inflację ratingów. Ocena nie jest tu bowiem czystym aktem poznawczym, lecz elementem transakcji. Jeśli dodamy do tego konkurencję między agencjami, otrzymujemy mechanizm, w którym rygor bywa karany, a pobłażliwość nagradzana. Wtedy „błąd modelu" okazuje się nie tyle pomyłką statystyczną, ile skutkiem instytucjonalnej presji, by dobierać modele umożliwiające transakcję, a niekoniecznie odzwierciedlające prawdę.

Ten węzeł sprzeczności pozwala zrozumieć, dlaczego metafora „pralni kredytowej" ma głęboki sens także dla profesjonalisty, który nie szuka emocji, lecz struktury. Pralnia nie pierze dlatego, że nienawidzi brudu. Pierze, by brud mógł wrócić do obiegu w formie, która nie wywołuje odruchu odrzucenia. W tej logice rating nie jest miarą ryzyka, lecz techniką jego społecznego uśmierzania, sposobem na ujednolicenie języka, w którym instytucje mogą zgodnie udawać, że wiedzą, co robią. To właśnie mechanizm urzeczowienia odpowiedzialności. Odpowiedzialność przechodzi z ludzi na literę ratingu, z litery na model, z modelu na pieczęć, a z pieczęci na bezosobową konieczność rynku.

Współczesny nadzór finansowy, nawet w krajach o najwyższej kulturze instytucjonalnej, próbuje ten mechanizm hamować, wzmacniając procedury decyzyjne wewnątrz samych agencji. Widać to w

analizach brytyjskiego regulatora, który naciska na „odporność procesu od początku do końca”, co w formalnym języku oznacza, że ocena ma być nie tylko poprawna co do wyniku, lecz także obroniona proceduralnie. To krok w dobrą stronę, ale zarazem dowód, że wciąż walczymy z tym samym demonem. Demonem, który nie ma rogów, lecz tabelę bodźców finansowych.

Instrumenty CDS: ubezpieczenie napędzające spekulację

Jeżeli agencje ratingowe były urzędem legitymizacji, to instrumentem, który pozwolił zamienić tę legitymizację w skalę systemową, było CDO. Z kolei instrumentem, który zwielokrotnił tę skalę, okazał się CDS. W tym miejscu narracja wymaga wplecenia definicji, by nie utracić precyzji. CDO, czyli zobowiązanie dłużne zabezpieczone aktywami, było strukturą, w której strumień spłat z puli kredytów dzielono na transze o różnym pierwszeństwie spłaty. Samo transzowanie nie jest oszustwem, lecz techniką przypisania ryzyka do różnych klas inwestorów, gotowych je ponieść. Oszustwo, jeśli wolno użyć tego słowa z analityczną powagą, polegało na tym, że materiał wejściowy był skrajnie zdegradowany, a produkt wyjściowy otrzymywał status bezpiecznej klasy aktywów. Była to swoista alchemia finansowa, w której z ołowiu toksycznych długów produkowano złoto papierów z potrójnym A. Lewis opisuje to obrazem „wieży z wież”, nauka zaś mówi o produkcji pozornego bezpieczeństwa z materiału, którego ryzyko było w istocie skorelowane i wrażliwe na wspólny szok. Tu wraca słynna obserwacja o korelacji, którą można ująć tak: gdy fundamenty są wspólne, dywersyfikacja jest tylko dekoracją.

CDS, czyli swap ryzyka kredytowego, to kontrakt, w którym jedna strona płaci regularną składkę, a druga zobowiązuje się do skompensowania straty w razie wystąpienia określonego zdarzenia kredytowego. Lewis trafnie nazywa to polisą ubezpieczeniową, bo porównanie to dobrze oddaje asymetrię potencjalnych wypłat. Jednak w ujęciu instytucjonalnym CDS ma jeszcze drugi, kluczowy wymiar, który w reportażu bywa przysłonięty dramatem ludzkich losów. Jest nim możliwość całkowitej separacji ekspozycji kredytowej od posiadania aktywa bazowego. Innymi słowy, można było kupić zabezpieczenie, a tym samym obstawić upadek długu, w ogóle go nie posiadając. W warunkach pozagiełdowego obrotu i gęstych, nieprzejrzystych zależności między kontrahentami tworzyło to potężne ryzyko sieciowe. Nie chodziło wyłącznie o moralny wymiar zarabiania na cudzej tragedii, lecz o to, że zobowiązania mogły narastać znacznie szybciej niż zdolność całego systemu do ich obsłużenia.

Dzisiejsza recepcja tych instrumentów w świecie biznesu jest w tym punkcie dwutorowa. Z jednej strony CDS traktuje się jako użyteczne narzędzie zarządzania ryzykiem i ważny sygnał cenowy

płynący z rynku. Z drugiej strony pamięta się, że brak infrastruktury przejrzystości może uczynić z tego samego instrumentu potężny akcelerator paniki. To dlatego po kryzysie tak wiele energii regulacyjnej włożono w obowiązki raportowania i gromadzenia danych o swapach. W dokumentach amerykańskiego nadzoru widać długotrwały wysiłek utrzymania i doprecyzowania ram sprawozdawczych, co jest cichym przyznaniem, że bez infrastruktury danych rynek nie posiada samowiedzy wystarczającej do samoograniczenia. Jest to w istocie praktyczny spór o to, czy rynek może działać racjonalnie bez zdolności do widzenia własnych, wewnętrznych powiązań.

Michael Burry: analityczna izolacja kontra rynkowy pęd

Michael Burry w opowieści Lewisa nie jest figurą romantycznego buntownika, lecz radykalnego empirysty, który z nieufności wobec społecznej pewności wolał zanurzyć się w gąszczu prospektów emisyjnych. Wśród debat o racjonalności rynków jego postać staje się dowodem, że prawdziwa przewaga informacyjna może narodzić się z samotnej refleksji i świadomego oporu wobec presji wspólnego tła. Kiedy wszyscy powtarzali mantrę, że rynek nieruchomości w skali kraju nie może spaść, Burry nie odpowiadał kontrnarracją. Odpowiadał twardymi danymi: tablicą amortyzacji, momentem resetu odsetek, strukturą kredytów o spłacie samych odsetek czy dystrybucją tzw. pożyczek kłamców, czyli kredytów udzielanych bez realnej weryfikacji dochodu. W ten sposób jego sceptycyzm nie był emocją, lecz chłodną procedurą; z perspektywy kulturowej to gest antyplemienny, odmawiający udziału w rytuale wzajemnego zapewniania się o trwałości świata.

Burry potrzebował jednak instrumentu, który pozwoliłby mu przekuć diagnozę w konkretną pozycję rynkową. Bezpośrednia krótka sprzedaż obligacji hipotecznych była niemożliwa, toteż doprowadził do stworzenia swapów ryzyka kredytowego (CDS) na obligacje wysokiego ryzyka. W praktyce wymusił innowację, która w jego rękach była narzędziem asymetrycznego zakładu, lecz dla rynku stała się mechanizmem przyspieszającym produkcję ryzyka. I tu właśnie ujawnia się druzgocąca intuicja Lewisa: aby maszyna mogła pracować na jeszcze wyższych obrotach, potrzebowała także tych, którzy grali przeciwko niej. Ich pozycje, ubezpieczane przez CDS, stawały się bowiem surowcem do budowy syntetycznych obligacji zabezpieczonych długiem (CDO) – konstrukcji, które nie potrzebowały już ani nowych kredytów, ani nowych domów. To systemowa perwersja najwyższej próby, w której przeciwnik zostaje wchłonięty przez system i przetworzony na element własnego napędu.

Steve Eisman demaskuje moralny upadek Wall Street

Greg Lippmann, trader z Deutsche Banku, jawi się w tej historii jako pośrednik między diagnozą a jej rynkowym upowszechnieniem. Lewis portretuje go niczym krupiera, który w samym sercu kasyna sprzedaje gościom zakłady przeciwko niemu samemu, bowiem jego lojalność nie była lojalnością wobec instytucji, lecz wobec własnej analizy i płynącej z niej prowizji. W tej postaci kryje się napięcie, które warto wydobyć na światło dzienne, gdyż jest ono kluczowe dla współczesnej recepcji tej opowieści w świecie biznesu. Z jednej strony Lippmann to „pacjent zero" idei, która ocaliła nielicznych i przywróciła realizm wycenom ryzyka. Z drugiej strony jego rola pozostaje dwuznaczna, był bowiem częścią aparatu dystrybuującego instrumenty, które zwielokrotniły spekulacyjne szaleństwo. Świat finansów ma skłonność do moralnych uproszczeń, sprowadzając go albo do roli cynicznego demona, albo proroka. Tymczasem sensowniej jest dostrzec, że nowoczesne rynki tworzą funkcje społeczne, w których demaskacja systemu i jej monetyzacja mogą należeć do tego samego opisu stanowiska.

Steve Eisman wkracza do narracji jako prawnik z temperamentem prokuratora, który przez przypadek trafił na rynek kapitałowy i dokonał tam fundamentalnego odkrycia: formalna poprawność struktury finansowej nie ma nic wspólnego z moralną treścią transakcji. Jego gwałtowność, słynna niegrzeczność i skłonność do mówienia rzeczy nieakceptowalnych w eleganckich salach stają się w opowieści Lewisa narzędziem poznawczym. Eismanem kieruje wstręt do hipokryzji, a ten wstręt, w warunkach rynkowych, gdzie hipokryzja często przybiera postać technicznego żargonu, staje się cnotą epistemiczną. Nie wierzy on w komfortowe rozróżnienie między produktem „złożonym" a „uczciwym". Zakłada bowiem, że złożoność bywa narzędziem, które pozwala na urzeczowienie odpowiedzialności, czyli na zepchnięcie winy w sferę bezosobowej konieczności modelu matematycznego.

Cornwall Capital: asymetria zysku w garażowym funduszu

Historia Cornwall Capital ma w sobie coś z przypowieści. Oto dwóch outsiderów z garażu, kolekcjonerów rynkowych anomalii, polujących na zakłady asymetryczne – takie, w których ryzyko straty jest z góry ograniczone, a potencjalny zysk niemal nieograniczony. W języku teorii finansów można by rzec, że specjalizowali się w wyszukiwaniu błędów w wycenie tak zwanych ogonów rozkładu, czyli zdarzeń skrajnych, których prawdopodobieństwo rynek systematycznie niedoszacowuje. Ich walka o umowę ISDA, czyli o formalny status kontrahenta uprawnionego do

handlu instrumentami pochodnymi, nie jest tu zaledwie obyczajowym epizodem. Stanowi ilustrację faktu, że dostęp do narzędzi rynkowej ekspresji jest głęboko zinstytucjonalizowany, a przez to ma charakter polityczny. Rynek nie jest czystą areną rozumu. Jest systemem uznania.

To właśnie Cornwall wykonuje ruch, który z perspektywy logiki CDO jest intelektualnie najczystszy. Atakują oni bowiem transze AA, a więc te fragmenty struktury, które uchodziły za niemal niezniszczalne i z tej racji były najtańsze do ubezpieczenia. Gest ten opierał się na fundamentalnym rozpoznaniu, że w momencie prawdziwego kryzysu korelacja dąży do jedności. Jeśli pękają fundamenty całego budynku, dywersyfikacja okazuje się zaledwie ornamentem. Strategia ta ma w sobie logikę paradoksu: największą słabością systemu staje się to, co on sam uznaje za najbezpieczniejsze, ponieważ właśnie tam koncentruje się zbiorowe złudzenie. Ta obserwacja, choć ubrana przez Lewisa w anegdotę, jest w istocie poważnym twierdzeniem o epistemologii instytucji.

Wielki krótki zakład falsyfikuje mit wiecznego wzrostu

Jeżeli dotychczasowe części artykułu rekonstruowały architekturę „maszyny zagłady" jako samowystarczalny układ instytucjonalny, to teraz pora na zmianę perspektywy. W języku filozofii nauki nazwalibyśmy to przejściem od ontologii systemu do epistemologii działania – od pytania „czym był system?" do pytania „jak można było poznać jego fałsz?". „Wielki krótki zakład" nie był bowiem jedynie zręczną strategią inwestycyjną ani spektakularnym sukcesem garstki outsiderów. Był czymś znacznie głębszym: testem na racjonalność samego rynku. Testem, w którym nieliczni potraktowali cenę nie jako fakt, lecz jako hipotezę do obalenia, a instrument finansowy nie jako narzędzie zysku, lecz jako skalpel do sprawdzania prawdziwości sądów o świecie.

W tym sensie „krótki zakład" działał jak eksperyment myślowy, który przybrał materialną formę kontraktu. Słynna asymetria wypłaty, o której pisze Lewis, była atrakcyjna nie tylko ekonomicznie, ale przede wszystkim poznawczo. Kupno ubezpieczenia od niewypłacalności, czyli instrumentu CDS na obligacje subprime, było aktem postawienia tezy, że dominująca narracja o bezpieczeństwie jest fundamentalnie sprzeczna z realną zdolnością kredytobiorców do spłaty długów. Płacona regularnie składka była kosztem utrzymywania tej hipotezy przy życiu w świecie, który z całej siły jej zaprzeczał. Dlatego comiesięczne przelewy Burry'ego, Eismana czy Cornwall Capital nie były irracjonalnym uporem. Były kosztem metodologicznym, podobnym do kosztów prowadzenia badań wbrew obowiązującemu paradygmatowi naukowemu.

Racjonalność tego posunięcia staje się jasna dopiero wtedy, gdy porzucimy naiwne wyobrażenie rynku jako sumy indywidualnych opinii. Rynek jest raczej systemem koordynacji działań, w którym ceny działają jak sygnały. Sygnały te mogą jednak ulec potężnemu zniekształceniu, gdy źródła

informacji są ze sobą powiązane, a instytucje nagradzają zgodność z tłumem, a nie trafność oceny. „Wielki krótki zakład" był zatem próbą zerwania z logiką samopotwierdzającego się konsensusu. Był aktem odmowy udziału w rytuale wzajemnego zapewniania się o stabilności świata, który dawno przestał być stabilny.

Michael Burry uosabia w tej historii postać, którą można by określić mianem podmiotu epistemicznie nieprzystosowanego. Jego społeczna izolacja, skłonność do komunikacji listownej i obsesyjne analizowanie tysięcy stron prospektów emisyjnych stworzyły warunki do myślenia odpornego na społeczne sygnały prestiżu. Mówiąc językiem teorii racjonalności, Burry minimalizował wagę informacji płynącej z otoczenia, a maksymalizował wagę danych wynikających z analizy strukturalnej. To, co dla innych było szumem, dla niego było sygnałem, ponieważ potrafił oddzielić treść kontraktu od otaczającej go marketingowej narracji. Jego słynne czytanie dokumentów nie było aktem heroizmu. Było aktem metodologicznej konsekwencji w świecie, który zdążył się przyzwyczaić, że treść można zastąpić streszczeniem.

Konflikt Burry'ego z własnymi inwestorami odsłania z kolei głębszą prawdę o społecznej naturze racjonalności. Inwestorzy, którzy wpadali w furię na wieść o płaconych składkach, nie byli nieracjonalni psychologicznie. Byli doskonale racjonalni w sensie adaptacyjnym – przystosowani do świata, w którym sukces mierzy się zgodnością z rynkiem, a nie z rzeczywistością. Dopóki rynek nie potwierdził tezy Burry'ego, wyglądała ona jak kosztowny błąd. Właśnie dlatego sięgn

Współczesne pranie ryzyka: nowe formy arbitrażu

Wystarczy spojrzeć na renesans transakcji przenoszenia ryzyka kredytowego, by dostrzec, że stare mechanizmy powracają w nowej odsłonie. Obserwujemy gwałtowny wzrost syntetycznych sekurytyzacji oraz struktur określanych jako Significant Risk Transfer (SRT), czyli instrumentów pozwalających bankom na formalne przeniesienie ryzyka na inwestorów w zamian za ulgi kapitałowe. Analizy instytucji międzynarodowych podkreślają dwoistość tego zjawiska: z jednej strony wspiera ono akcję kredytową, z drugiej jednak rodzi fundamentalne pytania o to, kto ostatecznie absorbuje ryzyko w warunkach stresu. Pojawia się też wątpliwość, czy ryzyko nie migruje po prostu do słabiej nadzorowanego sektora niebankowego. Europejski nadzór wprost sygnalizuje, że logika optymalizacji kapitału jest skłonna do przekraczania granic, zwłaszcza gdy granice te są podatne na interpretację. Rynek, mówiąc językiem publicystyki, ma pamięć wysoce selektywną. Pamięta zysk, zapomina mechanizm.

Ta selektywna pamięć dotyczy również instrumentów, które stały się symbolem ostatniego kryzysu. Globalny rynek bynajmniej nie porzucił kontraktów CDS. Przeciwnie, traktuje je jako standardowe

narzędzie zarządzania ryzykiem i wyceny informacji, zwłaszcza w świecie rosnącego zadłużenia korporacyjnego. Nowe fale inwestycji, chociażby te związane z infrastrukturą sztucznej inteligencji, generują bowiem zupełnie nowe profile ryzyka kredytowego, które wymagają zabezpieczeń. Doniesienia rynkowe z końca 2025 roku wskazują na powrót zainteresowania CDS-ami na dużych emitentów technologicznych, właśnie w kontekście ich rosnących nakładów i długu. Nie jest to jednak dowód na powrót do roku 2007. To dowód, że instrument przeżył panikę moralną i stał się częścią normalnego repertuaru, co z kolei oznacza, że pytanie o warunki instytucjonalne jego użycia jest ważniejsze niż pytanie o samą jego nazwę.

Na tym etapie należy postawić tezę, która jest tyleż prowokacyjna, co roztropna. Największym zagrożeniem nie jest to, że historia kryzysu subprime powtórzy się w identycznej postaci. Największym zagrożeniem jest to, że powtórzy się ona w formie odmiennej, lecz funkcjonalnie analogicznej, ponieważ mechanika „prania ryzyka" jest z natury zdolna do migracji.

Amnezja rynkowa: dlaczego finanse powielają błędy

Lewisowska „maszyna zagłady" pozostaje trafnym obrazem, o ile rozumiemy ją nie jako wskazanie na jeden diabelski element, lecz jako system, w którym wiele cząstkowych racjonalności składa się na irracjonalność całości. I tu pojawia się pytanie, które w świecie nauki i biznesu powraca w nowej postaci. Czy rzeczywiście wyciągnęliśmy wnioski, czy tylko przenieśliśmy tę samą mechanikę w inne segmenty rynku, pod innymi nazwami i z bardziej elegancką infrastrukturą, lecz z niezmienną pokusą kapitałowej alchemii?

Wystarczy spojrzeć na renesans transakcji przenoszenia ryzyka kredytowego oraz na gwałtowny wzrost syntetycznych sekurytyzacji i struktur określanych jako Significant Risk Transfer (SRT). W analizach instytucji międzynarodowych podkreśla się, że SRT, czyli praktyka umożliwiająca bankom transfer ryzyka na inwestorów w zamian za ulgi kapitałowe, wspiera akcję kredytową, ale rodzi też pytania o to, kto ostatecznie absorbuje to ryzyko w warunkach stresu. Czy nie migruje ono do sektora niebankowego w sposób znacznie trudniejszy do nadzoru? Europejski nadzór bankowy wprost sygnalizuje, że skala i tempo wzrostu takich struktur wymagają wzmożonej czujności, ponieważ logika optymalizacji kapitału jest skłonna do przekraczania granic, jeśli tylko są one interpretowalne. Można by rzec, że rynek ma pamięć selektywną. Pamięta zysk, zapomina mechanizm.

Wątek ten dotyka współczesnego poglądu biznesu na przyszłość kredytowych instrumentów pochodnych. Globalny rynek nie porzucił bowiem swapów ryzyka kredytowego (CDS). Przeciwnie, traktuje je jako narzędzie zarządzania ryzykiem, wyceny informacji i zabezpieczania ekspozycji,

zwłaszcza w świecie rosnącego zadłużenia korporacyjnego i nowych fal inwestycji, jak te związane z infrastrukturą sztucznej inteligencji. W doniesieniach rynkowych z końca 2025 roku widać powrót zainteresowania CDS-ami na dużych emitentów technologicznych, właśnie w kontekście rosnących nakładów i długu. Nie jest to dowód na powrót do roku 2007. Jest to dowód, że instrument przeżył moralną panikę i stał się częścią normalnego repertuaru, co z kolei oznacza, że pytanie o warunki jego użycia jest ważniejsze niż pytanie o samą jego nazwę.

Na tym etapie należy postawić tezę prowokacyjną, lecz roztropną. Największym zagrożeniem nie jest to, że historia subprime powtórzy się w identycznej postaci. Największym zagrożeniem jest to, że powtórzy się w formie innej, lecz funkcjonalnie analogicznej, ponieważ mechanika „prania ryzyka" jest zdolna do migracji. Wczoraj nazywała się CDO-squared i syntetyczne CDO. Dziś może nazywać się SRT, optymalizacja RWA czy transfer do niebankowych podmiotów finansowych. Jutro może przyjąć imię, którego jeszcze nie znamy, ale którego logika pozostanie ta sama, jeśli nie zostanie poddana krytyce.

Skoro dopuściliśmy, że metafora „maszyny zagłady" nie jest literacką przesadą, lecz skrótem myślowym dla układu sprzężeń zwrotnych, które stabilizowały błąd aż do jego gwałtownej demaskacji, teraz trzeba wykonać ruch, którego reportaż nie lubi, a którego domaga się rygor analizy. Należy rozdzielić dwa porządki: porządek opisu instrumentów oraz porządek legitymizacji, czyli tego, co w praktyce instytucjonalnej uchodzi za wystarczający powód, by uznać dane ryzyko za dopuszczalne. W kryzysie subprime to nie brak danych był grzechem pierworodnym. Grzechem była społecznie wytworzona procedura uznawania, w której pieczęć Moody's i S&P stawała się przepustką do świata

Urzeczowienie odpowiedzialności rozmywa winę

Jeżeli w poprzednim fragmencie uznaliśmy, że agencje ratingowe należy rozumieć jako instancje legitymizujące, a nie neutralnych komentatorów, to teraz musimy wejść do wnętrza „maszyny zagłady". Trzeba zobaczyć, w jaki sposób pieczęć aprobaty przeistacza się w skalę, a skala w zwielokrotnienie, przy czym owo zwielokrotnienie nie jest już prostym powiększeniem rynku. Jest fundamentalną zmianą ontologii ryzyka, czyli przekształceniem go z cechy pewnego stanu rzeczy w autonomiczny produkt, który można reprodukować znacznie szybciej niż jego materialną podstawę.

Najpierw uchwyćmy logiczny rdzeń sekurytyzacji, czyli procesu przekształcania długów w zbywalne papiery wartościowe. Kredyt subprime, udzielony podmiotowi o niskiej wiarygodności i często skonstruowany tak, by początkowe niskie raty stwarzały iluzję wykonalności, w architekturze gospodarczej stanowił dług prywatny. Jednak w porządku instytucjonalnym stawał się surowcem,

który można było spakować, przetworzyć i sprzedać. Obligacje hipoteczne, a następnie CDO, były techniką rozpraszania odpowiedzialności, gdyż z każdym kolejnym przepakowaniem dług stawał się coraz mniej rozpoznawalny. Jego ocena zależała już nie od zdolności kredytobiorcy do spłaty, lecz od formalnych kryteriów i modeli korelacji. Władza modelu polegała właśnie na tym, że przesuwał uwagę z treści na formę, z człowieka na abstrakcję, z realnego dochodu na symbol.

W normalnym świecie transze w instrumencie CDO mają sens jako hierarchia roszczeń do strumienia gotówki ze spłacanych kredytów. W świecie subprime tę hierarchię wprzęgnięto jednak w logikę, w której najgorszy materiał wejściowy miał generować najbezpieczniejszy produkt wyjściowy. Kluczem do tej alchemii finansowej miał być rzekomo niski stopień współzależności błędów. Kiedy Michael Lewis pisze o korelacji wynoszącej w praktyce sto procent, uderza w najczulszy punkt rynkowego praktyka. Nie kompromituje bowiem ludzi, lecz założenie, które miało być mostem między światem finansów a światem rzeczy. Most okazał się namalowany na ścianie.

Syntetyczne CDO to moment, w którym ten namalowany most zaczyna jednak utrzymywać ciężar. Nie dlatego, że nagle stał się prawdziwy, lecz dlatego, że nad przepaścią zbudowano dodatkową, jeszcze bardziej iluzoryczną scenografię. To tutaj swap ryzyka kredytowego (CDS), czyli kontrakt ubezpieczający od niewypłacalności, przechodzi od roli zabezpieczenia do roli materiału budowlanego. Skoro CDS odwzorowuje skutki bankructwa, można nim handlować tak, jakby był samym aktywem w odwróconym lustrze. Można też budować z niego kolejne piętra konstrukcji. W syntetycznym CDO nie potrzeba już nowych kredytów, nowych domów ani nowych rodzin. Wystarczą roszczenia i kontrroszczenia, które da się opisać, podzielić i opatrzyć oficjalną pieczęcią.

W tym miejscu warto posłużyć się przypowieścią, która bywa precyzyjniejsza od matematycznego wzoru. Wyobraźmy sobie jeden realny dom, w którym mieszkają ludzie. Na ten dom wystawiono polisę od pożaru. W świecie zdrowego rozsądku polisa jest jedna, a jej wartość odnosi się do jednego, konkretnego zdarzenia. W świecie syntetyku nie sprzedaje się jednak tylko polisy. Sprzedaje się także zakład o to, że polisa zostanie uruchomiona, a następnie zakład o to, że tamten zakład zostanie wygrany. Potem buduje się instrument, który łączy wiele takich zakładów, twierdząc, że skoro są różne, to są od siebie niezależne. Gdy dom wreszcie płonie, nie płonie raz. Płonie tyle razy, ile razy

Powrót do racjonalności: regulacje i etyka osobista

Jeżeli „Wielki krótki zakład” potraktujemy nie jako anegdotę o kilku błyskotliwych outsiderach, lecz jako zdarzenie graniczne dla nowoczesnej racjonalności ekonomicznej, jego sens sięga daleko głębiej niż historia kredytów subprime. Staje się on testem zdolności instytucji do uczenia się, a w

jeszcze większym stopniu – sprawdzianem gotowości całej profesjonalnej wspólnoty do przyjęcia krytyki, która podważa nie jednostkowe błędy, lecz całe tło porozumienia. W tej mierze, w jakiej rynki finansowe chcą uchodzić za mechanizmy przetwarzania informacji, kryzys lat 2007–2008 obnażył, że informacja może zostać zneutralizowana nie przez jej brak, lecz przez nadmiar formalnych gwarancji, które zwalniają z myślenia.

„Maszyna zagłady", w sensie rekonstruowanym w poprzednich częściach, nie była zatem patologią polegającą na złamaniu reguł. Była patologią zrodzoną z perfekcyjnego wypełniania reguł, których sens całkowicie oderwał się od ich pierwotnej funkcji. Kredyt subprime spełniał formalne kryteria udzielenia. Zabezpieczone obligacje dłużne, czyli CDO, spełniały formalne kryteria dywersyfikacji. Ratingi spełniały formalne kryteria oceny ryzyka. Kontrakty CDS spełniały formalne kryteria zabezpieczenia. Problem polegał na tym, że każdy z tych elementów był racjonalny tylko lokalnie, a ich połączenie tworzyło całość, która była racjonalna jedynie proceduralnie, lecz fundamentalnie fałszywa.

Z tej perspektywy kryzys subprime ujawnia klasyczną aporię nowoczesnych systemów złożonych. Im bardziej system polega na specjalizacji i delegowaniu oceny, tym większa jest pokusa, by uznać, że odpowiedzialność również podlega delegowaniu. Rating deleguje odpowiedzialność poznawczą. Sekurytyzacja, czyli proces zamiany kredytów w zbywalne papiery wartościowe, deleguje odpowiedzialność bilansową. CDS deleguje odpowiedzialność za ryzyko. Gdy jednak odpowiedzialność zostaje całkowicie zdepersonalizowana, system traci zdolność do samokrytyki, ponieważ nie istnieje już żaden punkt, w którym można by ją sensownie zakotwiczyć.

W tym sensie rację ma Michael Lewis, gdy broni tezy, że kryzys nie był wypadkiem przy pracy, lecz nieuchronną konsekwencją sposobu, w jaki zorganizowano warunki uznawania czegoś za prawdę. Jego reportaż nie jest neutralnym opisem faktów, lecz interwencją w dyskurs, która ma na celu przywrócenie zerwanego związku między wiedzą a odpowiedzialnością. Krytycy Lewisa, zwłaszcza ci zarzucający mu nadmierną personalizację winy, często nie dostrzegają, że jego narracja operuje na innym poziomie abstrakcji. Nie chodzi w niej o to, że CDS są z natury złe, a ratingi niemoralne. Chodzi o to, że wytworzono system, w którym pieczątka zastąpiła zrozumienie.

Współczesna nauka ekonomii i finansów w dużej mierze potwierdziła tę intuicję, nawet jeśli posługuje się innym językiem. Modele ryzyka po kryzysie są bardziej wrażliwe na korelacje zdarzeń skrajnych. Regulacje kapitałowe próbują ograniczać iluzoryczne transfery ryzyka, a infrastruktura danych została znacząco rozbudowana. A jednak rdzeń problemu pozostaje żywy, ponieważ nie dotyczy on wyłącznie techniki, lecz kultury poznawczej. System, który nagradza zgodność z konsensusem, a karze tych, którzy kwestionują jego fundamentalne przesłanki, zawsze będzie podatny na powrót „maszyny zagłady" w nowej, nierozpoznanej postaci.

Co z tej refleksji wynika dla współczesnego biznesu? Po pierwsze, historia ta podważa naiwną wiarę, że rynek sam z siebie eliminuje błędy. Rynek eliminuje jedynie te błędy, które można wyrazić w cenie

> Czy zatem współczesne rynki finansowe, mimo zaawansowanych regulacji, nie tkwią w pułapce samozadowolenia, gdzie złożone instrumenty maskują fundamentalną kruchość? Być może alchemia kapitałowa, choć dziś bardziej wyrafinowana, wciąż prowadzi nas ku przepaści, której nie potrafimy dostrzec w labiryncie wykresów i algorytmów. Pozostaje pytanie: czy nauczyliśmy się rozróżniać złoto od pozłoty, czy jedynie udoskonalamy techniki iluzji?

Inspiracje

[1] **"The big short"** Michael Lewis

2010 | W. W. Norton & Company

Michael Lewis, urodzony w 1960 roku, to amerykański pisarz i dziennikarz finansowy, znany z literatury faktu o finansach, sporcie i polityce publicznej. Do jego najbardziej znanych książek należą „Poker kłamców", „Moneyball" i „Big Short". Jest współredaktorem magazynu „Vanity Fair".

***Michael Lewis**, born in 1960, is an American author and financial journalist known for his nonfiction works on finance, sports, and public policy. Notable books include **Liar's Poker**, **Moneyball**, **The Big Short**. He is a contributing editor to Vanity Fair.*

Vanity Fair

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] **"Liar's Poker"**

Michael Lewis

1989

[2] **"Moneyball: The Art of Winning an Unfair Game"**

Michael Lewis

2003

[3] **"The Blind Side: Evolution of a Game"**

Michael Lewis

2006

[4] **"Going Infinite: The Rise and Fall of a New Tycoon"**

Michael Lewis

2023

Literatura pokrewna (Google Scholar):

[5] "The Economic Consequences of the Peace"

John Maynard Keynes

1919 | Harcourt, Brace and Howe

[6] "Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis"

Laurie S. Goodman, Frank J. Fabozzi

2001

[7] "Developments in Collateralized Debt Obligations: New Products and Insights"

Douglas J. Lucas, Laurie S. Goodman, Frank J. Fabozzi, Rebecca Manning

2007 | Wiley

[8] "Credit Default Swaps: A Survey"

Patrick Augustin, Marti G. Subrahmanyam, Dragon Yongjun Tang, Sarah Qian Wang

2014 | Now Publishers

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] "Do Credit Default Swaps Still Lead? The Effects of Regulation on Price Discovery"

Salil Gadgil

2024 | Office of Financial Research (OFR)

[2] "Credit Default Swaps: A Primer and Some Recent Trends"

Dilip Madan

2020 | Annual Reviews

[3] "Collateralised Debt Obligations (CDOs): An Update"

Maja Cvjetanovic

2014 | Seven Pillars Institute

Google Scholar

[4] "How has CDO market pricing changed during the turmoil? Evidence from CDS index tranches"

European Central Bank

2008 | European Central Bank Working Paper Series

Google Scholar

[5] **"Indian Currency and Finance"**

John Maynard Keynes

1913

Tekst opracowany z udziałem sztucznej inteligencji.
Redakcja i kontrola merytoryczna: Fundacja Dobre Państwo.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 8e26b29e-48b2-4e1e-9c72-2bddaa44998f