Upadek ekonomii utopijnej: mechanizmy kryzysu i iluzja stabilności

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Tekst stanowi głęboką analizę ewolucji współczesnych kryzysów finansowych, odchodząc od tradycyjnego postrzegania paniki bankowej na rzecz jej cyfrowej i błyskawicznej formy w sektorze bankowości cienia. Autor dekonstruuje iluzję stabilności opartą na matematycznych modelach ryzyka, takich jak Value at Risk, wykazując ich bezradność wobec zjawisk typu „grube ogony". Artykuł przybliża mechanizmy rynków repo, patologie agencji ratingowych oraz hipotezę niestabilności finansowej Minsky'ego. Wskazuje, jak asymetria informacji i pogoń za zyskiem doprowadziły do systemowego delewarowania i utraty płynności. To kluczowa lektura dla zrozumienia, dlaczego utopijne założenia o samoregulującym się rynku zawiodły w obliczu złożoności instrumentów CDO i finansowania typu Ponzi.

This text provides a profound analysis of the evolution of contemporary financial crises, moving away from the traditional perception of bank runs toward their digital and rapid manifestation in the shadow banking sector. The author deconstructs the illusion of stability based on mathematical risk models such as Value at Risk, demonstrating their vulnerability to "fat tail" phenomena. The article explores the mechanisms of repo markets, the pathologies of rating agencies, and Minsky's financial instability hypothesis. It demonstrates how information asymmetry and the pursuit of yield led to systemic deleveraging and liquidity loss. This is crucial reading for understanding why utopian assumptions of self-regulating markets failed in the face of the complexities of CDOs and Ponzi schemes.

Artykuł analizuje współczesne kryzysy finansowe, odchodząc od klasycznego obrazu runu na bank w kierunku cichej, cyfrowej paniki w systemie bankowości cienia. Teza centralna głosi, że iluzja stabilności, podsycana przez narzędzia kwantyfikacji ryzyka takie jak Value at Risk (VaR) i ratingi agencji, paradoksalnie przyczynia się do

niestabilności systemu. VaR, sprowadzając wielowymiarowe ryzyko do jednej liczby, tworzy złudne poczucie kontroli, a ratingi, opłacane przez emitentów, prowadzą do wyścigu na dno. Autor, odwołując się do teorii Minsky'ego i Akerlofa, argumentuje, że polityka niskich stóp procentowych i asymetria informacji tworzą środowisko racjonalnej irracjonalności, gdzie indywidualna optymalizacja prowadzi do zbiorowej katastrofy. Artykuł dekonstruuje również dogmaty ekonomii głównego nurtu, wskazując na ograniczenia teorii równowagi ogólnej w opisie rynków finansowych, i proponuje ekonomię opartą na rzeczywistości, uwzględniającą dynamikę sprzężeń zwrotnych i ryzyko systemowe. Analiza porównawcza systemów bankowych Izraela i Francji ilustruje, jak odmienna architektura finansowa wpływa na podatność na kryzysy.

SŁOWA KLUCZOWE

bankowość cienia | Value at Risk | kryzys subprime | asymetria informacji | rynek repo | dylemat więźnia | ryzyko a niepewność | grube ogony rozkładu | agencje ratingowe | search for yield | hipoteza Minsky'ego | finansowanie Ponziego | delewarowanie | płynność finansowa | instrumenty CDO

Cichy run: koniec ery kolejek przed bankami

W klasycznym wyobrażeniu run na bank jest sceną niemalże teatralną, z tłumem napierającym na okienka kasowe i szeptem krążących plotek. Współczesny run nie potrzebuje jednak ani budynku, ani widowni; wystarczą terminale, wewnętrzne limity ryzyka i jedna, subtelna zmiana nastroju wśród kilku kluczowych dostawców finansowania hurtowego. To panika cicha, cyfrowa i nieporównywalnie szybsza.

John Cassidy słusznie pokazuje, że właściwym punktem wyjścia do opisu tej dynamiki nie są banki detaliczne, lecz tak zwany system bankowości cienia. Jest to misterna sieć wehikułów specjalnego przeznaczenia i struktur finansowania, które banki powołują do życia poza własnym bilansem, by optymalizować regulacje i ryzyko. Mamy tu SIV, czyli wehikuł finansujący długoterminowe, małopłynne aktywa hipoteczne za pomocą krótkoterminowych papierów komercyjnych, czy fundusz rynku pieniężnego, który sprzedaje jednostki inwestorom, opierając swój portfel na papierach dłużnych emitowanych przez inne instytucje finansowe. W każdym z tych przypadków

odnajdujemy to samo fundamentalne równanie: długoterminowa, potencjalnie problematyczna strona aktywów jest podtrzymywana przez krótkoterminowe, uciekające w panice finansowanie.

Gdy w 2007 roku inwestorzy stracili wiarę w jakość aktywów subprime, nie musieli wcale rozumieć zawiłości konstrukcji instrumentów CDO czy analizować krzywych strat w poszczególnych transzach. Wystarczyło, że w warunkach asymetrii informacji pojawiło się racjonalne podejrzenie, iż w systemie krąży znacznie więcej toksycznych kredytów, niż dotąd sądzono, a nikt nie jest w stanie wiarygodnie wskazać ich lokalizacji. Wówczas z perspektywy pojedynczego posiadacza krótkoterminowego papieru komercyjnego rozsądne staje się nie tyle studiowanie bilansów, ile zadanie sobie prostego pytania: czy na pewno nie chcę być tym ostatnim, który nie zdąży wyjść?

Pojawia się tu dobrze znany z teorii gier dylemat więźnia, lecz ubrany w szaty finansowego kryzysu. System byłby stabilniejszy, gdyby wszyscy uczestnicy rynku zachowali spokój, pozwalając instytucjom zrealizować długoterminowe strategie. Jednak każdy z osobna ma potężny bodziec, by uciec jako pierwszy. Jeżeli inni wycofają finansowanie, a ja pozostanę, zostanę z bezwartościowym roszczeniem. Jeżeli wszyscy zostaną, problem może chwilowo sam się rozwiązać, lecz nie istnieje żaden centralny koordynator zdolny zagwarantować taki scenariusz. To, co z perspektywy teorii równowagi ogólnej wygląda na drobne zaburzenie, tutaj staje się samospełniającą się przepowiednią: wystarczy, że odpowiednio duża grupa uczestników uwierzy w możliwość runu, aby run stał się faktem.

W przypadku Bear Stearns mechanizm ten przyjął postać runu na rynku repo, czyli rynku transakcji odkupu, gdzie instytucje pożyczają sobie pieniądze z dnia na dzień pod zastaw papierów wartościowych. W normalnych warunkach rynek repo jest traktowany jako instytucjonalny odpowiednik bezpiecznego, nocnego depozytu. Jednak w chwili, gdy pojawiają się wątpliwości co do wypłacalności jednej ze stron, po drugiej stronie stołu nie siedzi już anonimowy rynek, lecz konkretne podmioty nerwowo korygujące swoje limity ekspozycji. Racjonalna decyzja jednego funduszu, który odmawia rolowania długu, staje się sygnałem dla pozostałych, że nadszedł czas ewakuacji. Bank, który jeszcze wczoraj był płynny, dziś staje się niewypłacalny nie dlatego, że nagle pogorszyła się jakość jego aktywów, lecz dlatego, że zab

Modele VaR: matematyczne źródło niestabilności

Gdy system finansowy okazuje się strukturalnie podatny na panikę, naturalnym odruchem instytucji staje się próba ujarzmienia ryzyka poprzez jego kwantyfikację. W tym właśnie momencie na scenę wkracza Value at Risk, czyli metoda oferująca zwodniczo prostą obietnicę: sprowadzenia

całego, wielowymiarowego profilu ryzyka portfela do pojedynczej liczby, interpretowanej jako maksymalna strata z określonym prawdopodobieństwem w zdefiniowanym horyzoncie czasowym.

Od strony formalnej VaR jest bowiem jedynie funkcją kwantylową rozkładu strat, lecz od strony instytucjonalnej staje się czymś zupełnie innym. Jest narzędziem władzy menedżerskiej i regulatora, ponieważ pozwala im mówić o ryzyku w języku imitującym twarde nauki, gdzie operuje się liczbami, poziomami ufności i jasno wyznaczonymi granicami poprawności. Prezes banku, który otrzymuje raport stwierdzający, że przy dziewięćdziesięciopięcioprocentowym poziomie ufności dzienny VaR wynosi sto milionów, zyskuje poczucie, że posiadł wiedzę, której wcześniej mu brakowało. Problem polega na tym, że to poczucie kontroli jest w znacznej mierze iluzoryczne.

Cassidy, idąc śladem Keynesa, podkreśla fundamentalne rozróżnienie między ryzykiem a niepewnością. Ryzyko dotyczy sytuacji, w których znamy rozkład prawdopodobieństwa możliwych zdarzeń, tak jak w grach losowych. Niepewność natomiast odnosi się do przyszłości gospodarczej, gdzie kluczowe zdarzenia są jednorazowe, historyczne i niepodobne do niczego, co miało miejsce wcześniej. VaR zakłada, że dynamikę rynków finansowych da się opisać za pomocą rozkładów opartych na danych historycznych, najczęściej z krótkiego, względnie spokojnego okresu. W ten sposób to, co z natury nieprzewidywalne, zostaje siłowo wtłoczone w ramy przewidywalności, a to, co nieporównywalne, opisuje się na podstawie porównań z okresami, które istotnie różnią się od tego, co ma nadejść.

Kolejna słabość tego aparatu analitycznego wynika z przyjęcia, jawnie lub milcząco, rozkładu normalnego jako adekwatnego opisu rzeczywistości. Mandelbrot wykazał, że na rynkach finansowych gwałtowne zmiany cen zdarzają się znacznie częściej, niż sugerowałaby krzywa Gaussa. Mówiąc obrazowo, ogony rozkładu są grube, co oznacza, że zdarzenia ekstremalne nie stanowią aberracji, lecz są integralną częścią dynamiki systemu. Model VaR traktuje zatem krach jako zdarzenie, które powinno wystąpić raz na milion lat, podczas gdy historia finansów pokazuje, że rynki doświadczają kryzysów w skali dekad, a nie eonów.

Co gorsza, VaR, wbudowany w regulacje kapitałowe, tworzy destrukcyjne sprzężenie zwrotne. Jeżeli w okresie spokoju zmienność jest niska, VaR spada, a regulacje oparte na tym wskaźniku pozwalają bankom utrzymywać mniej kapitału względem swoich ekspozycji. W efekcie w latach pozornego bezpieczeństwa rośnie dźwignia finansowa, kurczą się bufory kapitałowe, a cały system staje się bardziej kruchy. Gdy nadciąga kryzys, zmienność gwałtownie rośnie, VaR skacze, a modele z opóźnieniem ogłaszają alarm, wymuszając paniczne delewarowanie. Banki wyprzedają aktywa, by dopasować się do nowych progów VaR, lecz sama ta wyprzedaż obniża ceny, podnosi zmienność i jeszcze bardziej zwiększa ich potrzeby kapitałowe. Spirala strat, którą opisywał Cassidy, jawi się tu jako mechanizm, w którym model ryzyka staje się dodatkowym generatorem niestabilności.

Wreszcie, pozostaje aspekt erystyczny: VaR funkcjonuje jako doskonałe alibi. M

Agencje ratingowe: prywatny monopol na ocenę ryzyka

Jeżeli VaR jest narzędziem wewnętrznego zarządzania, to rating stanowi jego lustrzane odbicie: narzędzie zewnętrznej legitymizacji. Jak słusznie podkreśla John Cassidy, patologia tego sektora nie zasadza się wyłącznie na błędach technicznych, lecz na samym fundamencie modelu biznesowego, w którym emitent płaci za usługę ratingową. Agencja, otrzymująca wynagrodzenie od banku inwestycyjnego za ocenę struktury opartej na kredytach subprime, znajduje się w sytuacji analogicznej do biegłego rewidenta, którego honorarium zależy od wystawienia opinii pozwalającej spółce na emisję kolejnych papierów. Choć formalnie jej zadaniem jest reprezentowanie interesu inwestora, pozbawionego dostępu do szczegółowej analizy portfela, to faktycznie jej interes zostaje sprzężony z wolumenem emisji, a więc z apetytem emitentów na tworzenie coraz to nowszych, bardziej złożonych struktur.

To, co Cassidy określa mianem wyścigu na dno, jest jedynie prostą konsekwencją konkurencji między kilkoma największymi agencjami. Jeżeli jedna z nich upiera się przy restrykcyjnych kryteriach, emitent bez trudu przeniesie się do konkurenta oferującego bardziej liberalne podejście. W efekcie powstaje swoisty rynek cytryn w dziedzinie oceny ryzyka, gdzie agencja utrzymująca wysokie standardy systematycznie traci klientów. Z kolei ta, która obniża poprzeczkę, zdobywa udział w rynku, aż do momentu, gdy cała branża nieformalnie uznaje, że to, co wczoraj było nieakceptowalne, dziś staje się nową, obowiązującą normą.

W okresie bańki mieszkaniowej rola ratingów w alchemii transformacji kredytów o wysokim ryzyku w papiery uznawane za bezpieczne stała się szczególnie wyrazista. Strukturyzacja wierzytelności kredytowych, czyli ich pocięcie na warstwy o różnym priorytecie spłaty, pozwalała tak ułożyć transze, aby górna część strumienia płatności była chroniona przez niższe warstwy, absorbujące pierwsze straty. Jeżeli przyjąć założenie, że regionalna dywersyfikacja rzeczywiście zmniejsza ryzyko skorelowanego załamania całego rynku, można było, przy użyciu odpowiednich modeli, uzasadnić przyznanie najwyższego ratingu. Problem w tym, że założenie o niskiej korelacji było nie tylko empirycznie wątpliwe, ale i strukturalnie naiwne. Bańka mieszkaniowa była bowiem zjawiskiem ogólnokrajowym, a w praktyce globalnym, toteż nie dało się skutecznie chronić portfela kredytów z Kalifornii za pomocą kredytów z Florydy, gdy cała gospodarka nieruchomościami była przegrzana.

Patologia osiągnęła punkt krytyczny, gdy regulacje kapitałowe zaczęły odwoływać się wprost do ocen agencji. Skoro aktywo z ratingiem AAA wymagało niższego zabezpieczenia kapitałowego niż

aktywo z oceną niższą, banki zyskały potężny bodziec, aby tak strukturyzować swoje portfele, by jak najwięcej ich części uzyskało najwyższą notę. W ten sposób narodził się system prywatnej regulacji, w którym władza nad tym, co uznaje się za bezpieczne, przeszła z rąk publicznego nadzoru w ręce kilku globalnych firm, kierujących się wyłącznie logiką korporacyjnego zysku.

Warto tu przywołać słynne zdanie Keynesa, wedle którego lepiej dla reputacji jest mylić się konwencjonalnie, niż mieć rację w sposób niekonwencjonalny. Z perspektywy agencji ratingowej oraz menedżerów banków, znacznie bardziej niebezpieczne było wstrzymanie się od błędnej oceny, gdy cały rynek świętował zyski, niż przyłączenie się do błędu, który obejmował wszystkich. Nawet jeśli pojedynczy analityk intuicyjnie czuł, że portfel subprime oznaczony jako AAA jest wewnętr

Tani pieniądz wymusza ryzykowną pogoń za zyskiem

Gdy przedstawiciele banków centralnych analizują kryzys z lat 2007–2008, narracja zazwyczaj koncentruje się na niedoszacowaniu ryzyka w sektorze prywatnym, chciwości, zbyt skomplikowanych innowacjach finansowych czy wreszcie na wadliwym nadzorze. John Cassidy uzupełnia tę diagnozę o element, bez którego cała rekonstrukcja pozostaje niekompletna: politykę bardzo niskich stóp procentowych, utrzymywanych przez długi czas po pęknięciu bańki na rynku technologicznym. Ten jeden czynnik okazuje się bowiem architektonicznym fundamentem całej niestabilnej konstrukcji, która później runęła.

Jeżeli bowiem stopa procentowa w rozwiniętej gospodarce przez lata oscyluje wokół jednego procenta, tradycyjne, bezpieczne formy lokowania kapitału przestają być rentowne, przynosząc jedynie minimalne zwroty. Instytucje finansowe, których model biznesowy opiera się na marży między kosztem pozyskania pieniądza a stopą zwrotu z aktywów, są w takich warunkach systemowo wypychane w kierunku inwestycji o wyższym zysku, a co za tym idzie – o znacznie większym ryzyku. Słynne „search for yield”, czyli poszukiwanie dochodu, nie jest w tym kontekście psychologiczną słabością czy moralnym defektem, lecz prostą, niemal mechaniczną konsekwencją równania zysków i kosztów.

Tani pieniądz działa na rynki finansowe niczym hel wtłaczany do balonu. Pozwala uczestnikom rynku zadłużać się taniej, co z kolei umożliwia im kupowanie droższych aktywów i dalsze podbijanie ich cen w spirali, która wydaje się nie mieć końca. Mechanizm ten z całą mocą ujawnia się na rynku nieruchomości, gdzie przy danej, akceptowalnej racie miesięcznej gospodarstwo domowe może uzyskać kredyt na kwotę znacznie wyższą w warunkach stóp bliskich zera niż w otoczeniu stóp umiarkowanych. Gdy zjawisko to obejmuje cały rynek, ceny mieszkań rosną tak długo, jak długo nieprzerwany strumień łatwego kredytu zasila stronę popytową.

Polityka monetarna staje się w ten sposób cichym współsprawcą bańki. W głównym nurcie ekonomii przez dekady przyjmowano, że bank centralny odpowiada za stabilność cen, a inne zjawiska, takie jak stabilność finansowa, są domeną regulacji mikroostrożnościowej. Hyman Minsky przypomina jednak, że w świecie sfinansjalizowanego kapitalizmu stopy procentowe są także potężnym narzędziem regulacji stopnia dźwigni finansowej w całym systemie. Jeżeli bank centralny zbyt długo utrzymuje stopy poniżej poziomu zgodnego z regułą Taylora, czyli modelem określającym optymalną wysokość stóp, wysyła sektorowi finansowemu jednoznaczny sygnał: zadłużanie się jest opłacalne i bezpieczne. To, w połączeniu z głębokim przekonaniem o istnieniu implicytnej gwarancji dla instytucji zbyt dużych, aby upaść, tworzy mieszankę, którą można nazwać racjonalną irracjonalnością.

Jest ona racjonalna z perspektywy pojedynczej instytucji, ponieważ prezes banku, który w warunkach taniego pieniądza, słabego nadzoru i rosnących cen aktywów pozostałby konserwatywny, niechybnie przegrałby wyścig o zysk z bardziej agresywną konkurencją, co mogłoby przynieść mu bardzo wymierne, osobiste konsekwencje. Jest zarazem irracjonalna z perspektywy całego systemu, gdyż jeżeli wszyscy prezesi podejmą to samo ryzyko, system jako całość staje się niestabilny, a nieuniknione koszty jego ratowania zostają ostatecznie przerzucone na podatników.

Greenspanowska wiara w to, że rynki najlepiej same oceniają ryzyko, a rola banku centralnego polega przede wszystkim na zapewn

Schemat Ponziego: ostatni etap cyklu Minsky’ego

Aby przejść od barwnego opisu paniki bankowej do analitycznego wyjaśnienia mechanizmu, który czyni ją nie tyle anomalią, ile systemową prawidłowością, konieczne staje się sięgnięcie po hipotezę niestabilności finansowej Hymana Minsky’ego. W tym ujęciu lata 2002–2008 jawią się jako podręcznikowa ilustracja jego fundamentalnej tezy, że to właśnie stabilność jest destabilizująca. W okresie tak zwanego Wielkiego Uspokojenia, gdy zmienność makroekonomiczna w krajach rozwiniętych osiągnęła historyczne minima, system finansowy przechodził przez trzy kolejne stadia, które Minsky zdiagnozował jako finansowanie zabezpieczone, spekulacyjne i Ponziego.

Na początku dominuje sytuacja, w której przepływy pieniężne generowane przez aktywa pozwalają na regularną spłatę zarówno odsetek, jak i kapitału. W kolejnej fazie uczestnicy rynku zaczynają utrzymywać pozycje, których obsługa jest możliwa tylko przy nieustannym rolowaniu długu, czyli zaciąganiu nowego na spłatę starego kapitału. Wreszcie w fazie Ponziego powstają konstrukcje finansowe, w których nawet odsetki nie są w pełni pokrywane z bieżących przepływów, a cała

nadzieja na spłatę zobowiązań opiera się na założeniu dalszego, nieprzerwanego wzrostu cen aktywów. To ostatnie stadium jest architekturą opartą na wierze, a nie na realnych dochodach.

Portfel kredytów subprime, starannie pakowanych w złożone papiery wartościowe, stanowił klasyczną formę finansowania Ponziego. Kredytobiorcy nierzadko posiadali profil dochodowy, który w długim okresie uniemożliwiał pełną obsługę zadłużenia. Mimo to banki oraz inwestorzy nabywający te struktury działali w oparciu o przekonanie, że rosnące ceny nieruchomości zawsze pozwolą na restrukturyzację długu, sprzedaż domu z zyskiem lub refinansowanie. Ta wiara była racjonalna w sensie adaptacyjnym, ponieważ przez lata odzwierciedlała rynkową rzeczywistość. Była zarazem głęboko irracjonalna w sensie strukturalnym, ignorowała bowiem fakt, że każdy cykl kredytowy ma swoją granicę, wyznaczoną przez realną zdolność dochodową gospodarstw domowych oraz rosnące ryzyko gwałtownej korekty cen.

Jeżeli spojrzeć na sekwencję zdarzeń z lat 2007–2008, układa się ona w precyzyjną ilustrację teorii Minsky'ego. W sierpniu 2007 roku rynek krótkoterminowych papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami (ABCP), czyli kluczowe źródło codziennego finansowania dla wielu instytucji, doznał gwałtownej kontrakcji. Inwestorzy przestali odnawiać zapadające emisje, zwłaszcza te powiązane z aktywami hipotecznymi, co w literaturze opisano jako cichy run na rynek ABCP. Banki, które sponsorowały specjalne wehikuły inwestycyjne, zostały zmuszone do wchłonięcia ich aktywów z powrotem na własne bilanse. Sekurytyzacja, która miała ryzyko rozpraszać, zadziałała jak bumerang, sprowadzając je w chwili paniki z powrotem do samego serca systemu finansowego.

Kolejnym aktem dramatu była implozja banku Bear Stearns w marcu 2008 roku. Instytucja, która jeszcze rok wcześniej uchodziła za wzór innowacyjności, okazała się skrajnie uzależniona od finansowania na rynku repo, czyli codziennych, zabezpieczonych pożyczek. Wystarczyło kilka dni, w trakcie których kontrahenci odmówili rolowania transakcji lub zażądali drastycznie wyższych zabezpieczeń, aby pł

Asymetria informacji: rynek finansowy jako bazar cytryn

Jeżeli hipoteza Minsky'ego opisuje dynamikę zadłużenia i dźwigni finansowej, to teoria asymetrii informacji, sformułowana przez Akerlofa, Spence'a i Arrowa, odsłania inną, równie fundamentalną patologię współczesnych finansów. Chodzi o strukturalną nieprzejrzystość relacji między tym, kto tworzy instrument finansowy, kto w nim pośredniczy, a kto ostatecznie w niego inwestuje.

Klasyczny rynek cytryn, jak opisał go Akerlof, dotyczył samochodów używanych, gdzie sprzedający doskonale wie, czy jego auto jest sprawne, czy wadliwe, podczas gdy kupujący tej wiedzy nie posiada. Skoro brakuje wiarygodnego sygnału jakości, nabywca jest skłonny zapłacić co najwyżej cenę uśrednioną. W efekcie właściciele dobrych aut wycofują swoje oferty, a na rynku pozostają głównie egzemplarze felerne. W świecie finansów analogia ta jest uderzająco trafna. Twórca kredytów hipotecznych zna realną jakość swojego portfela, lecz nabywca instrumentu opartego na tych kredytach widzi jedynie statystyczny rozkład ratingów i parametry modelu. Agencja ratingowa zna co prawda konstrukcję instrumentu, ale nie ma pełnego wglądu w jakość procesów kredytowych. Bank inwestycyjny, który pakuje te kredyty w złożone struktury typu CDO i sprzedaje je globalnym inwestorom, ma lepszą wiedzę niż oni, choć sam może paść ofiarą złożoności własnego produktu.

Cassidy wykorzystuje tę logikę, by pokazać, że w systemie finansowym asymetria informacji nie jest defektem, który można usunąć prostą regulacją, lecz jego cechą konstytutywną. Im bardziej skomplikowane są produkty, im dłuższy łańcuch pośredników i większe rozproszenie ryzyka, tym szersze pole dla negatywnej selekcji, czyli procesu, w którym gorsze produkty wypierają z rynku te lepsze. Papiery o niskiej jakości można znacznie łatwiej ukryć w portfelu, którego zawiłość uniemożliwia pełne zrozumienie, podczas gdy aktywa najwyższej klasy wcale nie muszą trafiać do najbardziej ostrożnych inwestorów, gdyż ci nie dysponują narzędziami, by je odróżnić od finansowych „cytryn”.

Do tego dochodzi drugi wymiar patologii: pokusa nadużycia, znana jako moral hazard. To skłonność do podejmowania nadmiernego ryzyka, gdy nie ponosi się pełni jego konsekwencji. Ubezpieczenia depozytów, niepisane gwarancje dla instytucji „zbyt dużych, by upaść”, programy ratunkowe i rola banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji tworzą system, w którym decydent nie ponosi pełnych kosztów swojej strategii. Dla tradera, którego premia zależy od krótkoterminowego zysku, racjonalne staje się przyjmowanie strategii o wysokiej wypukłości wypłat. Jeśli ryzykowny zakład się powiedzie, jego nagroda jest ogromna. Jeśli zawiedzie, stratę częściowo ponosi instytucja, a w ostatecznym rozrachunku – podatnik.

Połączenie asymetrii informacji z pokusą nadużycia tworzy sytuację, której paradoksalny charakter można precyzyjnie uchwycić za pomocą rachunku zdań. Niech p oznacza zdanie: rynek finansowy jest wystarczająco przejrzysty, by inwestorzy mogli różnicować jakość aktywów. Niech q oznacza: uczestnicy rynku są wynagradzani proporcjonalnie do długoterminowego ryzyka podejmowanych strategii. I wreszcie, niech r oznacza: dążenie każdego uczestnika do własnego interesu prowadzi do stabilnych i efektywnych wyników dla całego systemu.

Fundamentalistyczna doktryna niewidzialnej ręki rynku zakłada, że p jest prawdziwe i q jest prawdziwe, a zatem r również musi być prawdziwe. W zapisie symbolicznym można to ująć jako implikację: $(p \wedge q) \rightarrow r$. Tymczasem analiza Cassidiego oraz empiryczny przebieg kryzysów finansowych dostarczają dwóch negatywnych przesłanek. Po pierwsze, wszechobecna asymetria informacji i złożoność produktów sprawiają, że zdanie p jest w szerokim sensie fałszywe. Po drugie, systemy wynagrodzeń w sektorze finansowym są skonstruowane tak, że zdanie q również jest fałszywe, ponieważ bodźce premiują krótkookresowy zysk przy ograniczonej odpowiedzialności za długofalowe straty.

Jeżeli zatem przyjmiemy jako empirycznie stwierdzone fakty negacje p i q, cała implikacja $(p \wedge q) \rightarrow r$ staje się logicznie pusta. Wniosek r wynikał z niej tylko pod warunkiem prawdziwości obu przesłanek. Gdy żadna z nich nie jest spełniona, twierdzenie o samoregulującej się doskonałości rynku traci wszelkie podstawy. Zagadka polega na tym, że znaczna część dyskursu publicznego o finansach toczy się tak, jakby r pozostawało prawdą, mimo że p i q są w praktyce fałszywe.

Zadaniem dla uważnego obserwatora jest rozpoznanie, w jakich fragmentach współczesnego ładu finansowego przesłanki p i q mają szansę się zrealizować. W segmencie prostych kredytów detalicznych, objętych rygorystycznymi wymogami informacyjnymi i pełną odpowiedzialnością, jest to bardziej prawdopodobne. Natomiast w świecie złożonych instrumentów pochodnych, pozagiełdowych transakcji bilateralnych czy skomplikowanych struktur sekurytyzacyjnych, prawdopodobieństwo ich spełnienia jest znikome. Twierdzenie o samoregulacji rynku nie ma tam podstaw logicznych, chyba że zostanie zastąpione inną formułą, w której pojawia się rola instytucji nadzorczych, norm etycznych i świadomości systemowego charakteru ryzyka.

Racjonalna irracjonalność: logika stadna menedżerów

Kluczem do zrozumienia logiki, która doprowadziła do kryzysu, jest pojęcie racjonalnej irracjonalności, które służy tu za precyzyjną soczewkę analityczną. Opisuje ono sytuacje, w których jednostka, działając w ramach określonego systemu bodźców, ma w pełni racjonalne powody, by podjąć działania, o których wie lub przynajmniej podejrzewa, że w szerszej skali są destrukcyjne. To paradoks, w którym indywidualna optymalizacja prowadzi wprost do zbiorowej katastrofy, a każdy krok, logiczny z osobna, przybliża cały system do przepaści.

Emblematycznym przykładem staje się tu postać Chucka Prince'a, który na kilka miesięcy przed implozją rynku stwierdził, że dopóki gra muzyka, trzeba tańczyć. Prezes globalnej instytucji finansowej, dysponujący przecież dostępem do najlepszych analiz, z pewnością rozumiał, że rynek kredytów subprime jest niebezpiecznie przegrzany i że nadchodząca korekta będzie bolesna.

Niemniej w logice gry rynkowej nie zdecydował się na ograniczenie ekspozycji, bowiem jednostronne wycofanie się z parkietu oznaczałoby natychmiastową utratę udziału w zyskach na rzecz konkurencji, co z kolei mogłoby zachwiać zaufaniem akcjonariuszy i rady nadzorczej.

Strukturę tego problemu doskonale oddaje teoria gier, a konkretnie iterowany dylemat więźnia, czyli model, w którym racjonalne decyzje indywidualne prowadzą do wyniku gorszego dla wszystkich. Każdy z banków staje przed wyborem: czy zmniejszyć dźwignię finansową i opuścić najbardziej ryzykowne segmenty rynku? Jeżeli uczyni to w pojedynkę, podczas gdy konkurenci nadal będą czerpać zyski z wysokiej rentowności instrumentów subprime, jego pozycja rynkowa ulegnie osłabieniu. Jeżeli wszyscy pozostaną w grze, system nieuchronnie zbliży się do punktu krytycznego. Choć jednoczesne ograniczenie ekspozycji mogłoby zapobiec katastrofie, to przy braku mechanizmu koordynacji i wzajemnego zaufania nikt nie chce być tym, który pierwszy przerwie taniec.

Na tę logikę nakłada się architektura systemu wynagrodzeń, która dodatkowo wzmacnia krótkowzroczność. Opcje na akcje, premie roczne i nagrody za przekroczenie benchmarków tworzą strukturę wypłat, w której długoterminowe ryzyko systemowe jest niemal całkowicie ignorowane. Trader, który w jednym roku zarobi dla banku setki milionów dolarów, stosując strategię obarczoną ryzykiem ruiny, otrzyma gigantyczną premię, nawet jeśli ta sama strategia w perspektywie kilku lat doprowadzi do strat niewspółmiernie większych. W warunkach dużej mobilności talentów między instytucjami odpowiedzialność za długofalowe konsekwencje staje się w praktyce nieegzekwowalna.

Tym samym odsłania się kolejna warstwa paradoksu, podważająca fundamentalne założenia utopijnej ekonomii. Zgodnie z jej doktryną rynki finansowe powinny same eliminować złe strategie, gdyż instytucje podejmujące nadmierne ryzyko upadają, ustępując miejsca lepiej zarządzanym konkurentom. Rzeczywistość okazała się jednak inna: instytucje uznane za zbyt duże, by upaść, zostały uratowane z pieniędzy publicznych, a ich menedżerowie odeszli z pokaźnymi odprawami. W rezultacie w logice indywidualnej kariery w pełni racjonalne staje się takie kształtowanie strategii, które maksymalizuje prywatne korzyści w horyzoncie kilku lat, niezależnie od społecznych kosztów, jakie strategia ta może wygenerować w przyszłości.

Gdy połączymy te elementy z opisaną przez Minsky'ego sekwencją przejścia od finansowania zabezpieczonego do spekulacyjnego, otrzymujemy kompletny obraz mechanizmu. Długi okres stabilności, który zachęca do nadmiernego zadłużania; asymetria informacji, która uniemożliwia rzetelną ocenę ryzyka; bodźce finansowe, które nagradzają agresywne strategie; oraz doktryna samoregulacji, która paraliżuje wolę regulatorów do interwencji – wszystko to tworzy spójny system. System, w którym racjonalna irracjonalność nie jest już indywidualną patologią, lecz staje się wręcz warunkiem koniecznym do zrobienia kariery w sektorze finansowym.

Teoria równowagi: estetyczna fikcja matematyczna

Na tym tle teoria równowagi ogólnej jawi się jako monumentalna konstrukcja formalna, która przez dziesięciolecia dostarczała intelektualnego fundamentu dla tezy o samoregulującym się rynku. Prace Walrasa, Arrowa i Debreu dowiodły bowiem, że przy spełnieniu określonych warunków konkurencyjny system rynkowy posiada zbiór cen, przy których wszystkie rynki osiągają stan spoczynku, a alokacja zasobów jest efektywna w sensie Pareta – czyli taka, w której nie można już polepszyć niczyjej sytuacji bez pogorszenia sytuacji kogoś innego.

Problem zaczyna się jednak w momencie, gdy warunki tych eleganckich twierdzeń traktuje się nie jako abstrakcyjne założenia laboratoryjne, lecz jako przybliżony opis rzeczywistości. Teoria wymaga między innymi doskonałej informacji, braku korzyści skali, nieistotności efektów zewnętrznych oraz kompletności rynków terminowych dla wszystkich możliwych przyszłych stanów świata. W praktyce oznaczałoby to istnienie nie tylko rynku na tegoroczne zboże, ale również rynku na dostawę zboża za trzy lata, przy precyzyjnie określonej pogodzie, nowej polityce handlowej i nieprzewidzianych jeszcze innowacjach technologicznych. Jest oczywiste, że taki świat jest czystą fikcją.

Twierdzenie Sonnenscheina, Mantela i Debreu dołożyło do tego obrazu kolejną warstwę sceptycyzmu, pokazując, że nawet przy zachowaniu pełnej racjonalności indywidualnych konsumentów i producentów, zagregowana funkcja popytu może przybierać kształty uniemożliwiające stabilną dynamikę. Innymi słowy, z faktu, że każdy z osobna zachowuje się jak podręcznikowy homo oeconomicus, maksymalizując swoją użyteczność, nie wynika bynajmniej, że gospodarka jako całość będzie działać niczym harmonijny mechanizm dążący do jednego, przewidywalnego punktu równowagi.

Jeżeli zestawimy tę konstatację z hipotezą niestabilności finansowej i problemem asymetrii informacji, otrzymujemy obraz o dużej klarowności. Matematyczne modele równowagi ogólnej opisują świat, w którym nie istnieją tak zwane grube ogony rozkładu, czyli rzadkie, lecz katastrofalne w skutkach wydarzenia; świat, w którym nie ma paniki bankowej ani chwil, gdy ceny aktywów na całe lata odrywają się od swoich fundamentalnych wartości. Utopijność tej matematyki polega nie na jej wewnętrznej niespójności, lecz na przeniesieniu jej jako paradygmatu do dziedzin, których nigdy nie miała ambicji opisywać.

Cassidy, podążając tropem Minsky'ego, proponuje zamianę tej perspektywy na ekonomię opartą na rzeczywistości, która akceptuje fakt, że gospodarka finansowa znacznie częściej działa w trybie dodatniego sprzężenia zwrotnego niż ujemnego. Wzrost cen aktywów podnosi wartość zabezpieczeń kredytowych, co z kolei zwiększa zdolność do zadłużania się, a to napędza popyt na

aktywa i dalej winduje ich ceny. Ta pętla działa w górę aż do punktu krytycznego, a następnie z równą siłą w dół, gdy spadek cen obniża wartość zabezpieczeń, wymusza paniczną wyprzedaż i pogłębia dalsze spadki.

Jeśli więc istnieje jakakolwiek równowaga, to ma ona charakter statystyczny, zdeterminowany przez instytucjonalne i psychologiczne uwarunkowania systemu, a nie przez abstrakcyjny punkt przyciągania, do którego gospodarka zmierzałaby z precyzją newtonowskiego mechanizmu.

Izrael vs Francja: dwa modele zarządzania ryzykiem

Aby w pełni pojąć rolę agencji ratingowych jako katalizatorów ech informacyjnych, musimy porzucić abstrakcyjne diagnozy i przyjrzeć się konkretnym konfiguracjom instytucjonalnym. Najlepszym polem do analizy jest zestawienie dwóch systemów, które pozornie działały w ramach tych samych reguł Bazylei i były oceniane przez te same trzy wielkie agencje, a jednak w ogniu wielkiego kryzysu finansowego zareagowały w sposób fundamentalnie odmienny. Izrael i Francja stanowią w tym względzie niemal podręcznikowy kontrapunkt, odsłaniając, jak odmienna architektura finansowa kształtuje siłę i zasięg rynkowego pogłosu.

Izraelski system bankowy, wysoce skoncentrowany, poddany ścisłemu nadzorowi i oparty w przeważającej mierze na krajowych depozytach, wszedł w kryzys lat 2007–2008 z ekspozycją na sekurytyzację i inżynierię finansową radykalnie niższą od średniej dla krajów OECD. Pięć największych banków kontrolowało ponad 90% aktywów sektora, a ich model biznesowy opierał się na tradycyjnej bankowości relacyjnej, czyli udzielaniu kredytów bezpośrednio z bilansu i utrzymywaniu relatywnie wysokich buforów kapitałowych. Raporty Banku Izraela oraz analizy MFW zgodnie podkreślały, że system ten okazał się odporny na zewnętrzne szoki, nie wymagał programów rekapitalizacyjnych, a jego płynność zabezpieczała raczej aktywna polityka banku centralnego niż masowe interwencje fiskalne.

Francuski model bankowości uniwersalnej łączył natomiast dominującą pozycję na rynku detalicznym z rozbudowanymi operacjami w obszarze bankowości inwestycyjnej i zarządzania aktywami. Giganci tacy jak BNPP, Crédit Agricole, Société Générale czy BPCE byli jednocześnie głównymi kredytodawcami dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz kluczowymi graczami na globalnym rynku instrumentów strukturyzowanych i pochodnych. Co ciekawe, choć francuskie banki poniosły znaczne odpisy na portfelach subprime, do sierpnia 2008 roku ich straty były relatywnie mniejsze niż w przypadku wielu instytucji anglosaskich. Niektóre z nich zdołały nawet wykazać roczny zysk, wykorzystując stabilne dochody z krajowej bankowości detalicznej jako swoisty amortyzator.

W obu systemach rating odgrywał istotną rolę, lecz był wkomponowany w zupełnie odmienną strukturę bodźców. W Izraelu agencje oceniały przede wszystkim emitentów długu skarbowego i korporacyjnego, ale ciężar finansowania spoczywał na bilansach banków, które wchodziły w kryzys z bezpieczną przewagą krajowych depozytów nad hurtowym finansowaniem z rynków. Analizy MFW i Banku Izraela wskazują, że koncentracja sektora, choć krytykowana z perspektywy konkurencji, paradoksalnie zadziałała jako czynnik stabilizujący. Ograniczona liczba podmiotów ułatwiała bowiem kompleksowy monitoring ryzyka i wymuszała stosowanie bardziej konserwatywnych praktyk. Echa informacyjne ratingów, choć obecne, rozchodziły się w przestrzeni o znacznie mniejszej gęstości mechanizmów sekurytyzacji i bankowości cienia.

We Francji z kolei rating stał się niemal pełnoprawnym elementem finansowej konstytucji. W standardowym podejściu Bazylei II do ryzyka kredytowego waga ryzyka przypisana ekspozycjom korporacyjnym czy skarbowym była bezpośrednią funkcją zewnętrznej oceny kredytowej, co w warunkach europejskich oznaczało instytucjonalne uprzywilejowanie map ryzyka kreślonych przez trzy amerykańskie agencje. Banki uniwersalne, utrzymujące ogromne portfele papierów wartościowych, stosowały równolegle zewnętrzne ratingi oraz wewnętrzne modele IRB, przy czym oba systemy były w różnym stop

Echa informacyjne: ratingi napędzają owczy pęd

Zanim przejdziemy do analizy poszczególnych systemów narodowych, musimy zatrzymać się przy zjawisku, które w rekonstrukcji Cassidiego stanowi logiczną infrastrukturę całego kryzysu. Chodzi o agencje ratingowe, postrzegane nie jako neutralni kartografowie ryzyka, lecz jako potężne urządzenia wzmacniające i filtrujące. Były to swoiste katalizatory ech informacyjnych, które z drobnego szmeru w jednym segmencie rynku potrafiły wygenerować niszczącą falę uderzeniową w całym systemie finansowym.

Jeśli za punkt wyjścia przyjmiemy hipotezę koordynacyjną, rozwiniętą przez Arnouda Boota, Todda Milbourna i Anjolein Schmeits, rating przestaje być jedynie liczbowym streszczeniem analizy. Staje się przede wszystkim punktem orientacyjnym, wokół którego ogniskują się oczekiwania wszystkich graczy: emitentów, inwestorów i regulatorów. W świecie rozproszonej informacji ocena kredytowa pełni funkcję prostego sygnału, który pozwala wszystkim uzgadniać działania bez żmudnego analizowania całej struktury danych. Jest to skrót myślowy, który ustala rynkową równowagę.

Gdy dana instytucja otrzymuje symbol z górnej części skali inwestycyjnej, uruchamia to całą kaskadę zdarzeń. Szeroka klasa inwestorów uznaje jej dług za bezpieczny dodatek do portfela, banki centralne akceptują go jako zabezpieczenie w operacjach pożyczkowych, a banki komercyjne

przypisują mu niską wagę ryzyka przy obliczaniu wymogów kapitałowych. Kiedy jednak ten sam symbol zostaje obniżony poniżej progu inwestycyjnego, cała sieć finansowych praktyk ulega gwałtownej rekonfiguracji. Rating nie tyle więc opisuje rzeczywistość, ile aktywnie ją konstruuje, tworząc zestaw warunków, w których pewne zachowania stają się kontraktową koniecznością.

Właśnie w tym sensie agencje ratingowe działają jak katalizatory ech. Pojedyncze zdarzenie, na przykład wzrost opóźnień w spłacie kredytów hipotecznych, staje się daną wejściową dla modelu. Jego wynikiem jest decyzja o obniżce ratingu dla papierów wartościowych zabezpieczonych tymi kredytami. Decyzja ta rozchodzi się po systemie licznymi kanałami: poprzez automatyczne progi w funduszach inwestycyjnych, wewnętrzne limity ryzyka w bankach czy wymogi regulacyjne. Każdy z tych kanałów wzmacnia pierwotny impuls, ponieważ reakcja nie opiera się na indywidualnej interpretacji, lecz na binarnym rozstrzygnięciu: powyżej progu można inwestować, poniżej – trzeba natychmiast redukować pozycję.

Mechanizm ten można było obserwować z niemal laboratoryjną precyzją w latach 2006–2008. Dziesiątego lipca 2007 roku agencja Moody's ogłosiła obniżenie ratingów dla ponad czterystu papierów wartościowych opartych na kredytach subprime, o łącznej wartości przekraczającej pięć miliardów dolarów. Niedługo potem Standard & Poor's poszedł w jej ślady, degradując ponad tysiąc podobnych instrumentów wartych kilkanaście miliardów. W ciągu kilku kwartałów, między jesienią 2007 a połową 2008 roku, łączna wartość papierów poddanych rewizji sięgnęła blisko dwóch bilionów dolarów, a papiery niegdyś noszące najwyższą ocenę trafiły do kosza z aktywami spekulacyjnymi.

W języku statystyki była to zaledwie korekta parametrów ryzyka. W języku instytucji był to wstrząs odczuwalny na wielu poziomach jednocześnie. Fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe, których statuty zabraniały inwestycji spekulacyjnych, musiały w pośpiechu wyprzedawać zdegradowane aktywa. Banki, zgodnie z formułami Baz

NBP a hipoteza Minsky'ego: granice stabilizacji

Gdyby Hyman Minsky, uzbrojony w doświadczenia ostatnich trzech dekad, miał dziś ocenić Narodowy Bank Polski, zapewne zacząłby od zastrzeżenia. Nie interesowałaby go bowiem bieżąca kronika posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej, lecz głębszy, strukturalny wzorzec, według którego bank centralny zostaje wplątany w ewolucję krajowego systemu finansowego. Chciałby wiedzieć, jak Polska przechodzi przez kolejne fazy cyklu: od finansowania zabezpieczonego, gdzie długi mają pokrycie w aktywach, przez spekulacyjne, gdzie liczy się już tylko wzrost wartości zabezpieczeń, aż po schemat Ponziego, w którym do spłaty starych długów potrzebne są nowe. Jego kluczowe

pytanie brzmiałoby więc: czy NBP w praktyce tłumi te endogenne mechanizmy niestabilności, czy raczej staje się ich cichym akuszerem, kanalizując je i legitymizując?

Z tej perspektywy najnowsza historia Polski jawi się jako opowieść osobliwie dwuznaczna. W czasie pandemii NBP, podobnie jak inne banki centralne, sięgnął po broń ostateczną: ekstremalnie niskie stopy procentowe, sprowadzając stopę referencyjną do symbolicznej jednej dziesiątej procenta i wspierając rynek długu publicznego skupem obligacji. W gramatyce Minsky'ego był to klasyczny początek sekwencji reflacyjnej, w której bank centralny świadomie rozluźnia finansowe gorsety, aby zatrzymać groźbę deflacji długu. Minsky nie miałby z tym większego problemu, wszak jego hipoteza niestabilności finansowej zakłada wręcz konieczność istnienia pożyczkodawcy ostatniej instancji – instytucji, która w chwili paniki zalewa system płynnością, zanim spirala strat zamieni recesję w pełnowymiarową depresję.

Prawdziwa diagnoza Minsky'ego zaczęłaby się jednak dopiero tam, gdzie kończą się warunki nadzwyczajne i na scenę wraca zwykła polityka. W Polsce tym punktem zwrotnym był rok 2021, kiedy to przy utrzymywanej do jesieni niemal zerowej stopie referencyjnej inflacja zaczęła trwale przebijać cel banku, a gospodarka po pandemicznym odbiciu wchodziła w fazę przegrzania. Dopiero jesienią zainicjowano cykl podwyżek, który w ciągu zaledwie dwunastu miesięcy wywindował stopę referencyjną o ponad sześć i pół punktu procentowego, co stanowiło najostrzejsze zacieśnienie w historii Rady Polityki Pieniężnej.

Dla Minsky'ego kluczowe byłoby tu nie tyle samo opóźnienie reakcji, ile struktura jej transmisji. Polska gospodarka opiera się na wyjątkowo dużym udziale kredytów mieszkaniowych o zmiennej stopie procentowej. Jak przyznaje sam NBP w swoich analizach, sprawiło to, że gwałtowny wzrost stóp w latach 2021–2022 przełożył się na obciążenie gospodarstw domowych w skali znacznie większej niż w wielu krajach regionu. Minsky zwróciłby uwagę na tę asymetrię, widząc w niej podręcznikowy przykład sytuacji, w której bank centralny, próbując jedną dźwignią skorygować wcześniejszą bierność, musi wykonać ruch o skali zagrażającej płynności całego sektora prywatnego. Oto jak stabilność jest destabilizująca: lata niskich stóp wytworzyły bowiem złudne przekonanie, że jest to naturalny stan gospodarki.

Z drugiej strony Minsky dostrzegłby zapewne paradoksalną zaletę polskiego rynku. Wysoki udział kredytów złotowych o zmiennej stopie, choć boleśnie wystawia kredytobiorców na szoki stóp procentowych, jednocześnie chroni system bankowy jako całość przed ryzykiem walutowym. Doświadczenie kredytów frankowych, których prawny i finansowy ciężar odczuwamy do dziś, nauczyło polskie instytucje, że finansowanie mieszkań w oparciu o dług w obcej walucie jest ucieleśnieniem finansowania spekulacyjnego, jeśli nie ponziowskiego. Dzisiejsze raporty o stabilności systemu finansowego potwierdzają, że ryzyko walutowe zostało w dużej mierze

zneutralizowane, a banki pozostają dobrze skapitalizowane. Minsky zinterpretowałby to jako klasyczny przypadek uczenia się po szkodzie, w którym system przechodzi z fazy niebezpiecznej do bardziej zabezpieczonej, ale dopiero po bolesnej weryfikacji wcześniejszych innowacji finansowych.

Kolejny wątek, który poddałby swojej bezlitosnej analizie, dotyczy sekwencji przejścia od gwałtownego zacieśnienia do równie gwałtownego poluzowania. We wrześniu 2023 roku, w okresie politycznie naznaczonym zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi, NBP obniżył stopę referencyjną o siedemdziesiąt pięć punktów bazowych. Był to ruch znacznie głębszy, niż oczekiwał rynek i niż sugerowały wcześniejsze zapowiedzi. Kurs złotego zareagował natychmiastowym osłabieniem, a komentatorzy mówili o erozji wiarygodności banku centralnego. W kolejnych miesiącach, już w nowej rzeczywistości politycznej, stopy procentowe były dalej stopniowo obniżane, mimo że inflacja wciąż oscylowała wokół górnej granicy celu.

Minsky, dla którego wiarygodność banku centralnego jako instytucji zdolnej nie tylko do gaszenia pożarów, ale i do zniechęcania do ich wzniecania, była kluczowa, dostrzegłby tu znamienny rozdźwięk. Z jednej strony NBP w swoich dokumentach programowych konsekwentnie podkreśla przywiązanie do średnioterminowego celu inflacyjnego i dbałość o stabilność systemu. Z drugiej strony sekwencja ruchów, ich skala i moment wykonania zdają się być uwarunkowane nie tylko chłodną analizą projekcji, lecz także logiką krótkookresowych napięć politycznych. Minsky nazwałby to zjawisko recydywą kapitalizmu kolesiowskiego, w której bank centralny ryzykuje postrzeganie go nie jako strażnika systemu, lecz jako narzędzia w doraźnej grze między rządem a rynkiem.

Nie oznacza to jednak, że w jego diagnozie NBP zostałby skazany na rolę absolutnego winowajcy. W hipotezie niestabilności finansowej bank centralny jest bowiem aktorem uwikłanym w fundamentalną sprzeczność. Musi ratować system w chwili kryzysu, czym nieuchronnie utwierdza rynki w przekonaniu, że ryzyko jest ostatecznie uspołecznione. Jednocześnie powinien ograniczać apetyt na finansowanie spekulacyjne i ponziowskie, aby nie premiować zachowań, które do tego kryzysu prowadzą. Najnowsze raporty NBP i Komitetu Stabilności Finansowej pokazują świadomość tej sprzeczności, szeroko omawiając reformę wskaźników referencyjnych, ryzyka prawne czy strukturę buforów kapitałowych. Minsky powitałby to jako spóźnioną, lecz słuszną próbę przejścia od iluzji stabilności do jawnej polityki zarządzania ryzykiem systemowym.

Pytanie zasadnicze brzmiałoby jednak inaczej: czy makroostrożnościowa architektura, w której bufor antycykliczny w praktyce pozostaje na minimalnym poziomie, a sektor bankowy cieszy się wysoką rentownością, naprawdę odzwierciedla pełną internalizację lekcji z przeszłości? W oczach Minsky'ego używanie języka ryzyka systemowego bez odważniejszego stosowania instrumentów, które realnie ograniczałyby dźwignię finansową w okresie boomu, byłoby kolejnym przejawem

racjonalnej irracjonalności. Deklaracje są racjonalne z punktu widzenia instytucji, ale w skali makro prowadzą do sytuacji, w której dług rośnie szybciej niż zdolność gospodarki do absorbowania wstrząsów.

Z perspektywy Minsky'ego NBP jawi się więc jako bank centralny, który na małej, otwartej gospodarce przeszedł przyspieszony kurs niestabilności finansowej. Doświadczył toksyczności kredytów walutowych, przeszedł przez pandemię, używając całego arsenału narzędzi kryzysowych, i przeprowadził historyczny cykl podwyżek stóp. Podjął też kontrowersyjną decyzję o cięciu stóp w politycznie wrażliwym momencie, z czego reputacyjne konsekwencje ponosi do dziś. Jednocześnie wdrożył rozbudowaną retorykę makroostrożnościową, w której wiele mówi się o buforach i testach warunków skrajnych, lecz praktyka stosowania twardych ograniczeń w czasach dobrej koniunktury pozostaje umiarkowana.

Minsky nie był moralistą, lecz instytucjonalnym realistą. Jego diagnoza brzmiałaby zapewne tak: NBP jest bankiem, który poważnie traktuje swoją rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji, ale wciąż zbyt często wierzy, że same deklaracje i raporty wystarczą, by zneutralizować dynamikę dźwigni finansowej. Dopóki nie dojdzie do trwałego połączenia funkcji monetarnej i makroostrożnościowej w jednej, spójnej strategii, dopóty polska gospodarka będzie skazana na łagodniejszą wersję cyklu Minsky'ego.

Przyszłość nie jest jednak przesądzona. Minsky akcentował, że kapitalizm finansowy można stabilizować, jeśli instytucje publiczne nauczą się działać jako świadomi projektanci ram systemowych, a nie tylko strażnicy parametrów. W odniesieniu do NBP oznaczałoby to porzucenie traktowania celu inflacyjnego jako jedynego kompasu na rzecz otwartego przyznania, że zarządza się triadą celów: stabilnością cen, stabilnością finansową i demokratyczną legitymizacją. Dopiero gdy decyzje NBP staną się jednocześnie zrozumiałe dla rynku, spójne z długofalową strategią ograniczania ryzyka i odporne na krótkoterminowe naciski, będzie można powiedzieć, że polski bank centralny wyszedł z cienia iluzji stabilności – iluzji, którą Minsky już dekady temu zdiagnozował jako najbardziej niebezpieczną formę ekonomicznej utopii. To prowadzi nas do kwestii współczesnego odbioru tej krytyki, bowiem w świecie po kryzysie subprime i zapaści zadłużeniowej strefy euro ekonomia głównego nurtu stanęła przed koniecznością głębokiej rewizji swoich narzędzi.

Iluzja stabilności: wady nadzoru makroostrożnościowego

Modele równowagi ogólnej, oparte na figurze reprezentatywnego agenta i racjonalnych oczekiwaniach, wciąż są rozwijane, lecz równolegle umacnia się nurt makroekonomii finansowej, który do formalnych struktur wprowadza heterogeniczne podmioty, rynki o niedoskonałej płynności, ograniczenia kapitałowe i mechanizmy wzmacniające szoki. To, co u Cassidiego funkcjonuje pod nazwą ekonomii opartej na rzeczywistości, stopniowo staje się nową ortodoksją w instytucjach pokroju Banku Rozrachunków Międzynarodowych, MFW, EBC czy OECD.

Jeżeli przyjrzymy się raportom tych organizacji z ostatnich lat, dostrzeżemy powtarzającą się triadę tez. Po pierwsze, ryzyko systemowe ma naturę sieciową, co oznacza, że nie daje się go zredukować do prostej sumy ryzyk indywidualnych. Po drugie, regulacja oparta na ratingach i wartościach księgowych musi zostać uzupełniona o instrumenty makroostrożnościowe, takie jak antycykliczne bufory kapitałowe, limity dźwigni finansowej, ukierunkowane wymogi płynnościowe oraz regularne testy warunków skrajnych, których celem jest symulacja nie tyle typowych scenariuszy, ile zdarzeń skrajnych z „grubych ogonów" rozkładu. Po trzecie, modele VaR muszą być stosowane w pakiecie z miernikami opartymi na scenariuszach, takimi jak expected shortfall (oczekiwana strata warunkowa), oraz z analizą koncentracji ryzyka w newralgicznych segmentach rynku.

Co globalny biznes uznaje dziś za najbardziej prawdopodobny kierunek zmian? Z pewnością nie jest to powrót do naiwnych marzeń o samoregulującym się rynku, lecz raczej powolne dryfowanie w stronę hybrydowego porządku, w którym prywatne instytucje finansowe pozostają kuźnią innowacji, lecz nad nimi rozpościera się sieć reguł o jawnym, politycznym charakterze. W tej perspektywie agencje ratingowe nie znikają, ale ich monopol informacyjny zostaje rozbity przez rozwój wewnętrznych modeli banków, publiczne platformy danych kredytowych, niezależne analizy akademickie oraz narzędzia oparte na sztucznej inteligencji, które pozwalają na względnie tanie replikowanie funkcji oceny kredytowej na bazie publicznie dostępnych informacji.

Izrael już dziś eksperymentuje z rozwiązaniami, w których ocena ryzyka finansowego splata się z oceną jakości ładu korporacyjnego i odpowiedzialności społecznej, co widać w rozwijanych tam indeksach oraz rosnącej popularności standardów CSR wśród spółek giełdowych. Francja natomiast, wierna swojej tradycji aktywnego państwa, próbuje łączyć wymogi ostrożnościowe z celami polityki przemysłowej, czego dowodem są dyskusje nad dodatkowymi wymogami kapitałowymi dla ekspozycji na mocno zadłużone przedsiębiorstwa, a następnie decyzje o ich łagodzeniu w obliczu zmieniającej się koniunktury.

Tym, co w obu tych kontekstach pozostaje niezmienne, jest fakt, że iluzja stabilności nie może już powrócić w swojej dawnej, niewinnej postaci. Po doświadczeniu paniki na rynku bankowości cienia, na rynku repo i funduszy rynku pieniężnego, po uświadomieniu sobie, że VaR nie przewiduje tego, co naprawdę istotne, a rating AAA może zdobić strukturę, której aktywa bazowe przypominają akerlofowski rynek cytryn, trudno jest podtrzymywać wiarę w świat, w którym matematyka utopii i czysta równowaga ogólna wystarczą do opisania finansowej praktyki.

Jeżeli chc

> W świecie, gdzie iluzja stabilności ustępuje miejsca świadomości systemowego ryzyka, kluczowe staje się pytanie, czy nauczymy się konstruować mechanizmy odporne na własną krótkowzroczność. Czy zdołamy pogodzić innowacyjność z rozwagą, zysk z odpowiedzialnością, a indywidualne interesy z dobrem wspólnym? A może jesteśmy skazani na powtarzanie cyklu wzlotów i upadków, w którym każda kolejna lekcja jest szybko zapominana w pogoni za zyskiem?

Inspiracje

[1] **"How markets fail"** John Cassidy

2009 | Farrar, Straus and Giroux

Brytyjsko-amerykański dziennikarz i autor specjalizujący się w ekonomii, finansach i polityce. Stały współpracownik The New Yorker. Autor książek „Dot.Con", „How Markets Fail" oraz „Capitalism and Its Critics". Znany z analiz trendów ekonomicznych i debat politycznych.

British-American journalist and author specializing in economics, finance, and politics. Staff writer at The New Yorker. Author of 'Dot.Con,' 'How Markets Fail,' and 'Capitalism and Its Critics.' Known for his analysis of economic trends and policy debates.

The New Yorker

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 90918c92-67b4-4dbd-b2ac-691b7a282bb7