

**Mirosław Jodko**

Uniwersytet Gdański

# RACJONALNOŚĆ KRYZYSU

## Wprowadzenie

Ostatni kryzys finansowy spowodował największą zapaść gospodarczą w całym, bez mała siedemdziesięcioletnim, okresie powojennym. Podobnie jak w latach 30. ubiegłego wieku pojawiło się wiele analiz poświęconych przyczynom i mechanizmowi samego kryzysu oraz możliwościom zapobieżenia podobnym sytuacjom w przyszłości. Spotkać również można opinie, że należy dokonać istotnej rewizji obecnej teorii ekonomii, czego skutkiem powinno być stworzenie nowego paradygmatu trafniej opisującego współczesną rzeczywistość.

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja mechanizmu kryzysu dokonana na podstawie analizy porównawczej. Przedmiotem analizy będzie ostatni, zapoczątkowany w USA, kryzys finansowy, ukazany w zestawieniu z kryzysem japońskim z początku lat 90. Tym samym, będzie to analiza kryzysu dwóch największych gospodarek<sup>1</sup>. Ukazana zostanie również rola państwa w stworzeniu warunków sprzyjających rozwojowi działalności spekulacyjnej prowadzącej do kryzysu.

Wstępne wyjaśnienia wymaga tytułowa „racjonalność kryzysu”. Takie określenie wynika z założenia, że motywacje kierujące działaniami poszczególnych podmiotów były (wprawdzie do czasu) postrzegane jako ekonomicznie racjonalne. Pod „racjonalnością kryzysu” kryje się również założenie, że kryzys był logicznym skutkiem generującego go mechanizmu.

## 1. Krach bańki spekulacyjnej

Zapoczątkowany pięć lat temu światowy kryzys finansowy był nieuchronną konsekwencją załamania rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Trwająca przez kilka lat hossa wywindowała ceny domów do niespotykanego wcze-

---

<sup>1</sup> Wprawdzie obecnie drugą na świecie jest gospodarka Chin, ale dwadzieścia lat temu to miejsce zajmowała Japonia.

śniej poziomu. Co więcej, głównym źródłem finansowania zakupów były kredyty, które w znacznej części okazały się niespłacalne. Tak więc złe kredyty uruchomiły lawinę, która runęła nie tylko na gospodarkę amerykańską, ale przyniosła znaczną część gospodarki światowej.

Konstrukcja banki spekulacyjnej przypominała wizerunek odwróconej, stojącej na wierzchołku, piramidy. Wierzchołkiem (będącym teraz podstawą) były zakupione na kredyt nieruchomości. Pozostała rosnącą i rozszerzającą się częścią owej konstrukcji były natomiast kolejne warstwy instrumentów pochodnych. Derywaty kreowane były w pierwszej generacji dzięki zabezpieczeniu hipotecznemu, w kolejnych zaś zabezpieczeniom na uprzednio wytworzonych instrumentach pochodnych. Katastrofa takiej konstrukcji była więc tylko kwestią czasu.

Początek 2007 roku przyniósł bessę na rynku nieruchomości. Zapoczątkowały ją trudności ze spłatą kredytów subprime – udzielanych podmiotom o wątpliwej zdolności kredytowej. Konsekwencją złych kredytów było przejmowanie przez banki nieruchomości z obciążoną hipoteką. Pojawienie się na rynku przejętych przez banki domów, w połączeniu z zaostrzeniem standardów zdolności kredytowej, spowodowało spadek cen nieruchomości. W ten sposób została naruszona podstawa odwróconej piramidy spekulacyjnej inicjując efekt domina.

Prawdziwa katastrofa nadchodzi w 2008 roku. W marcu, w ramach akcji ratunkowej, bank Bear Sterns mający ogromne problemy związane z inwestycjami w kredyty hipoteczne zostaje przejęty przez JP Morgan Chase. Był to jednak tylko początek tego, co okazało się epidemią kredytową. Wrzesień 2008 roku przynosi upadłość banku Lehman Brothers. W tym przypadku, ze względu na wielkość zobowiązań, zabrakło jednak chętnych do ratowania bankruta. W ten sposób ruszyła lawina kryzysu finansowego. Piramida finansowa zaczęła się rozsypywać, gdy wykreowane dzięki kredytom hipotecznym derywaty okazały się bezwartościowe. Kryzys finansowy wykroczył, podobnie jak w czasach Wielkiego Kryzysu, poza granice Stanów Zjednoczonych. Jak się bowiem okazało, instrumenty pochodne zainfekowały nie tylko amerykańskie instytucje finansowe.

## 2. Mechanizm kryzysu

Nakreślony wyżej scenariusz przedstawia skrótowy obraz kryzysu nie wyjaśniając jednak przyczyn leżących u podłoża banki spekulacyjnej. Wskazane jest więc przedstawienie mechanizmu inicjującego procesy, które doprowadziły do ogromnego wzrostu popytu na rynku nieruchomości.

Sprężynami napędzającymi mechanizm spekulacyjny były:

- polityka łatwego pieniądza,
- polityka łatwego kredytu.

Poluzowywanie przez Rezerwę Federalną polityki monetarnej zaczęło się na początku 2001 roku. Przyczyną tego była powodowana obawą przed recesją chęć pobudzenia popytu. „Odpowiedzią Fed na całą tę niepewność było utrzymanie programu zdecydowanych obniżek krótkoterminowych stóp procentowych. Przedłużyliśmy w ten sposób serię siedmiu obniżek, których dokonaliśmy już na początku 2001 roku, aby złagodzić wpływ upadku spółek internetowych i ogólnej przeceny na giełdzie. Po atakach 11 września obniżyliśmy stopę funduszy federalnych jeszcze cztery razy i ponownie w szczytowym momencie skandali korporacyjnych 2002 roku. W październiku tego roku stopa funduszy federalnych wynosiła już 1,25 procent, czyli znalazła się na poziomie, który dekadę wcześniej większość z nas uznałaby za niewyobrażalnie niski”<sup>2</sup>. Jak z powyższego wynika, reakcja Fed przebiegała zgodnie z receptą keynesowską, która stała się już standardem w polityce monetarnej.

Spadek stóp procentowych zaowocował ożywieniem na rynku mieszkaniowym. „Na początku 2003 roku oprocentowanie trzydziestoletnich kredytów hipotecznych wynosiło poniżej 6 procent, czyli było najniższe od lat sześćdziesiątych. Kredyty hipoteczne o zmiennym oprocentowaniu kosztowały jeszcze mniej”<sup>3</sup>. Tak tanie kredyty spowodowały ogromny wzrost popytu na rynku nieruchomości nakręcając jeszcze szybszy wzrost popytu spekulacyjnego. Podobne tendencje pojawiły się również poza Stanami Zjednoczonymi. Nie jest to dziwne, gdy uwzględnić światową sieć systemu finansowego ułatwiającą przenoszenie impulsów w wymiarze ponadnarodowym.

Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym presję popytową na rynku nieruchomości była polityka łatwego kredytu. W jej realizacji szczególną rolę odegrały dwie instytucje: Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) oraz Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation). Pierwsza z nich powstała w 1938 roku w okresie realizacji New Deal<sup>4</sup>. Freddie Mac został natomiast utworzony w 1970 roku<sup>5</sup>. Obie instytucje miały za zadanie ułatwienie zaciągania kredytu hipotecznego dzięki rządowemu wsparciu. Konsekwencją tego było umożliwienie uzyskania kredytu osobom, które wedle standardów bankowych miały obniżoną zdolność kredytową. Wsparcie rządowe za pośrednictwem Fannie Mae i Freddie Mac było więc siatką asekuracyjną obniżającą poziom ryzyka.

<sup>2</sup> A. Greenspan: *Era zawirowań*. MUZA SA, Warszawa 2008, s. 259.

<sup>3</sup> Ibid., s. 261.

<sup>4</sup> en.wikipedia.org/wiki/Fannie\_Mae

<sup>5</sup> en.wikipedia.org/wiki/Freddie\_Mac

Taka polityka przyczyniła się do upowszechnienia własności w sektorze mieszkaniowym. „Od 1994 roku zwiększał się odsetek amerykańskich gospodarstw domowych, które stały się właścicielami domów. Do 2006 roku prawie 69 procent spośród nich posiadało własne domy, w porównaniu do 64 procent w 1994 roku i 44 procent w 1940 roku. Zwyżka była szczególnie wyraźna wśród Latynosów i czarnoskórych, ponieważ rosnąca zamożność jak i pobudzone przez rząd programy udzielania kredytów o obniżonej jakości pozwoliły wielu przedstawicielom mniejszości po raz pierwszy kupić dom na własność”<sup>6</sup>.

Wsparcie i asekuracja rządowa kredytów realizowana za pośrednictwem Fannie Mae i Freddie Mac sprawdzały się do początku minionej dekady. Jednakże połączenie polityki taniego pieniądza z polityką łatwego kredytu, sprzyjając nakręcaniu spirali spekulacyjnej, stworzyło sytuację wybuchową. W takich warunkach rozpięta przez rząd siatka asekuracyjna przestała w istocie spełniać swe zadanie. Okazało się, że zamiast zmniejszać, ale w ramach rozsądku, ryzyko, zaczęła być postrzegana jako równoznaczna z jego faktyczną eliminacją. Przyczyniło się to do upowszechnienia kredytów NINJA (*no income, no job, no assets*), a więc udzielanych osobom całkowicie pozbawionym zdolności kredytowej.

Niebezpieczeństwo nie ograniczało się wyłącznie do rynku nieruchomości. Równoległe rozwijał się bowiem rynek instrumentów pochodnych. Banki i fundusze inwestycyjne uznały, że nadarza się świetna okazja do rozbudowania „terytorium łowieckiego”. Postanowiły wznosić na bazie kredytów hipotecznych kolejne kondygnacje piramidy finansowej. Derywaty zabezpieczone na hipotekach miały być solidną lokatą i źródłem łatwych i wysokich zysków.

Godzina prawdy nadeszła wraz ze zmianą polityki monetarnej Fed. W połowie lat dwutysięcznych Rezerwa Federalna podniosła, w obawie przed inflacją, stopy procentowe. Zweryfikowało to zdolność kredytową nabywców nieruchomości. Okazało się, że poziom złych kredytów przekroczył granice bezpieczeństwa powodując odwrócenie dotychczasowych trendów na rynku nieruchomości. Ceny nieruchomości zaczęły spadać. Wynikało to z pojawienia się licznych ofert sprzedaży domów przejętych przez banki oraz wyczerpania źródeł zasilających popyt.

Uruchomiło to reakcję łańcuchową powodując załamanie na rynku instrumentów pochodnych. Wywołany tym kryzys finansowy przyniósł wielu inwestorom ogromne straty uderzając w realną gospodarkę.

---

<sup>6</sup> Ibid., s. 261.

### 3. Klęska samuraja

Przez trzy dekady gospodarka Japonii była synonimem cudu gospodarczego. Począwszy od lat 60., aż do końca 80. długotrwałość i wysokość japońskiego wzrostu była przedmiotem zazdrości i podziwu. Japonia stanowiła przykład gospodarki, która startując z niskiego poziomu stała się drugą gospodarką na świecie. Jednakże począwszy od 1990 roku obraz tego kraju uległ diametralnej zmianie. Od ponad dwudziestu lat Japonia jest przykładem gospodarki dotkniętej permanentną stagnacją. Przyczyną tego stanu jest kryzys finansowy, który okazał się, do czasu ostatniego kryzysu amerykańskiego, największym w okresie powojennym.

Preludium do kryzysu finansowego stanowiła niebywała hossa na rynku nieruchomości oraz akcji. Jej spekulacyjny charakter jest z perspektywy czasu doskonale widoczny. „W roku 1989 giełda tokijska nieznacznie przewyższyła wartością transakcji giełdę nowojorską. Agencje nieruchomości oszacowały, że tereny pałacu cesarskiego w Tokio warte są więcej niż cały stan Kalifornia. Na giełdzie tokijskiej, po dziesięciu latach nieustannego wzrostu, wskaźnik Nikkei osiągnął w zimie 1989 roku 39 000 punktów. Przeciętna relacja cen do zarobków dla akcji (wynosząca w USA, Wielkiej Brytanii i Hongkongu od 20 do 30) w Japonii wzrosła do 80”<sup>7</sup>.

Jak wynika z powyższego opisu, mieliśmy do czynienia z klasycznym przykładem bańki spekulacyjnej w jej końcowej, poprzedzającej eksplozję, fazie. Ceny nieruchomości w Japonii rosły nieprzerwanie w całym okresie powojennym. Stworzyło to wrażenie, że taki stan rzeczy jest czymś naturalnym. Uważano nawet, że w przeciwieństwie do reszty świata w Japonii zmiany cen mają jednokierunkową, wzrostową, tendencję. Dobitną ilustracją tego podejścia jest przytoczony wyżej przykład wyceny tokijskich gruntów cesarskich. Podobnie spekulacyjny charakter miały notowania giełdowe. Przy wskaźniku P/E w wysokości 80 roczna stopa zwrotu wynosi nominalnie około jednego procenta zaś w praktyce jest bliska zeru. W takiej sytuacji popyt może więc być napędzany nie tyle oczekiwaniem dochodów z tytułu dywidendy, ile spodziewanym dalszym wzrostem kursu akcji.

W przypadku Japonii, podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, mieliśmy do czynienia ze swoistego rodzaju piramidą finansową. Jej funkcjonowanie wymagało spełnienia kilku warunków:

- utrzymywania na niskim poziomie stóp procentowych,
- ciągłego wzrostu cen nieruchomości,
- ciągłego wzrostu cen akcji,
- trwałego wzrostu gospodarczego.

---

<sup>7</sup> A. Kerr: *Psy i demony, ciemne strony Japonii*. UNIVERSITAS, Kraków 2008, s. 85.

Niski poziom stóp procentowych był konsekwencją celowej polityki państwa. Polityka monetarna Japonii była przez większą część okresu powojennego nastawiona na dostarczanie przedsiębiorstwom taniego kredytu. System ten sprawdzał się przez wiele lat sprzyjając wzrostowi gospodarczemu. Warunkiem powodzenia było produkcyjne wykorzystanie łatwego dostępu do źródeł taniego kredytu.

Sytuacja zmieniła się zasadniczo, gdy znaczące strumienie kredytowe zostały skierowane na giełdę i rynek nieruchomości. W ten sposób kredyt zaczął zmieniać charakter z produkcyjnego na spekulacyjny. Prowadziło to do nakręcania koniunktury na rynku nieruchomości. Podobnie wyglądała sytuacja na giełdzie, gdzie dokonywano zakupów akcji nie tyle licząc na dywidendy, ile na dalszy wzrost ich notowań. Co więcej, pod zastaw posiadanych aktywów w postaci nieruchomości i akcji można było zaciągać kolejne kredyty. Jak łatwo się domyśleć, były one znowu inwestowane na wspomnianych rynkach. W ten sposób spirala spekulacyjna nakręcała się samoistnie.

Realizacja powyższego scenariusza była możliwa przy bardzo istotnym, w porównaniu ze standardami gospodarki rynkowej, zaangażowaniu państwa. „W Japonii doszło do czegoś, co stanowić może wzorcowy przykład, lepszy nawet niż w byłym ZSRR, tego, co dzieje się, kiedy odgórne decyzje ingerują w rzeczywistość rynkową. Od 50 lat najpotężniejszy resort w Japonii – Ministerstwo Finansów – ustala poziom cen akcji, obligacji, stóp procentowych i nikt nie ma odwagi się sprzeciwić. Japoński system finansowy został pomyślany tak, aby wzbogacić przemysł wytwórczy przez zapewnienie mu tanich kredytów i w tym zakresie sprawdził się znakomicie. Oszczędności płynęły do dużych producentów przy bardzo niskich odsetkach – w latach osiemdziesiątych koszt kapitału wynosił ok. 0,5% (tymczasem przedsiębiorstwa amerykańskie i europejskie płaciły od 5 do ponad 20%). Co więcej, gdy w innych krajach inwestorzy i ciułacze spodziewali się zysków i dywidend, w Japonii nie mogli na nie liczyć”<sup>8</sup>.

Silny i specyficzny związek między państwem a gospodarką zauważa również Paul Krugman. „W latach pięćdziesiątych i sześćdziesiątych rząd japoński – zarówno osławione ministerstwo handlu zagranicznego i przemysłu (MITI), jak i raczej wyciszzone, choć nawet bardziej wpływowe, ministerstwo finansów – odgrywał ważną rolę w kierowaniu gospodarką. Pożyczki bankowe i licencje importowe płynęły strumieniami do faworyzowanych gałęzi i przedsiębiorstw przemysłowych; wzrost gospodarki przebiegał przynajmniej częściowo kanałami wyznaczonymi w strategicznych programach rządu”<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Ibid., s. 87.

<sup>9</sup> P. Krugman: *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*. PWN, Warszawa 2001, s. 82-83.

Szczególnej symbiozie państwa i gospodarki sprzyjało tworzenie przez wielkie kompanie wspólnych ugrupowań czyli *keiretsu* (podobnych do południowokoreańskich *czeboli*) grupujących firmy działające w różnych branżach oraz banki. Wzajemne zależności własnościowe (poprzez pakiety akcji) oraz możliwość kredytowania przez „swój” bank czyniły firmy tworzące *keiretsu* mniej podatnymi na zewnętrzną kontrolę rynku. „W ten sposób przedsiębiorstwa japońskie nie musiały się martwić o swoją rentowność w krótkich okresach, a nawet o rentowność w ogóle”<sup>10</sup>.

Tworzeniu bańki spekulacyjnej sprzyjało więc poczucie bezpieczeństwa wynikającemu z wyeliminowania bieżącej kontroli i weryfikacji ze strony rynku oraz przekonania o istnieniu swoistej polisy ubezpieczeniowej firmowanej przez państwo.

Podobnie jak w USA, godzina prawdy wybiła, gdy bank centralny Japonii zaczął podnosić stopy procentowe. Polityka ta miała na celu ograniczenie spekulacji, ale została podjęta zdecydowanie za późno. Wskutek zmiany polityki monetarnej, rozdęty balon spekulacyjny zamiast ulec kontrolowanej redukcji, eksplodował. Rezultatem był spadek cen na rynku nieruchomości oraz akcji.

#### 4. Dwa scenariusze – wspólny mianownik

Na pierwszy rzut oka różnice między doświadczeniem japońskim i amerykańskim wydają się znaczące. Przede wszystkim kryzys japoński ograniczył się zasadniczo do samej Japonii, której gospodarka znalazła się w wieloletnim impasie. Kryzys amerykański zainfekował natomiast większość gospodarki światowej. W odróżnieniu od japońskiej, gospodarka amerykańska zaczęła stosunkowo szybko powracać na ścieżkę, wprawdzie dość chwiejnego, ale – mimo wszystko – ożywienia.

Dokładniejsza analiza skłania jednak do wniosku, że oba kryzysy wykazują w swej istocie bardzo duże podobieństwa. Przede wszystkim ich przyczyną sprawczą była rozkręcająca się spirala spekulacyjna. Zarówno w Japonii, jak i w USA spekulacja koncentrowała się na rynku nieruchomości oraz giełdzie. W obu przypadkach warunkiem koniecznym spirali napędzającej bańkę spekulacyjną była ekspansywna polityka monetarna i kredytowa inicjowana oraz wspomagana przez państwo. Zarówno w Japonii, jak i USA zabrakło skutecznych systemowych zabezpieczeń.

Co ciekawe, aktorzy realizujący scenariusz kryzysu postępowali racjonalnie. Brzmi to jak paradoks, ale przeanalizujmy motywacje kierujące działaniami podmiotów biorących udział w konstruowaniu tego, co ostatecznie okazało się bańką spekulacyjną.

---

<sup>10</sup> Ibid., s. 83.

Zacznijmy od casusu USA. Rezerwa Federalna decydując się na poluzowanie polityki monetarnej chciała, zwłaszcza po 11 września 2001, zapobiec wпадnięciu gospodarki w recesję. Manipulowanie stopą procentową należy przecież do standardowych narzędzi stosowanych przez bank centralny. Wywołane spadkiem oprocentowania zainteresowanie zaciąganiem kredytów hipotecznych jest także w pełni zrozumiałe.

Mister Brown, mając możliwość kupna domu skredytowanego przez bank, również postępował racjonalnie. Jeśli rata kredytu hipotecznego była niższa niż koszt związany z wynajmowaniem mieszkania, kalkulacja wydawała się oczywista.

Bank udzielający kredytu również był przekonany o zasadności swej polityki. Zabezpieczenie kredytu (hipoteka) wydawało się w pełni wystarczające. Stojące na drugim planie dwa filary systemu hipotecznego: Fannie Mae i Freddie Mac jawiły się zaś jako solidni gwaranci akcji kredytowej.

Nabywcy instrumentów pochodnych także mogli być przekonani o słuszności swych decyzji. Utwierdzały ich w tym agencje ratingowe wystawiające derywatom wysokie noty.

Inwestorzy japońscy również mieli podstawy by sądzić, że ich strategia jest właściwa. Panowała powszechna opinia, że ceny nieruchomości oraz indeksy giełdowe zmieniają się tylko w górę. Specyficzne dla Japonii paternalistyczno-lojalnościowe powiązania tworzone przez *keiretsu* oraz instytucje rządowe tworzyły system wzajemnych gwarancji i zabezpieczeń.

Atmosfera kreowana w ramach wyżej wymienionych uwarunkowań przekonywała więc o ekonomicznej racjonalności inwestycji spekulacyjnych.

## Podsumowanie

Oba kryzysy finansowe wykazują, mimo różnicy czasu i miejsca akcji, uderzające podobieństwo. Dotyczy to również „pokusy nadużycia”, która „[...] określa sytuację, w której jedna osoba decyduje o wielkości podejmowanego ryzyka, podczas gdy ktoś inny ponosi koszty, jeżeli sprawy przybiorą zły obrót”<sup>11</sup>. Wiele instytucji finansowych, zarówno w Japonii, jak i Stanach Zjednoczonych, postępowało zgodnie z powyższym opisem.

Sprzyjały temu dwa czynniki:

- odejście od zasad tradycyjnej bankowości,
- otwarcie rządowego parasola ochronnego.

---

<sup>11</sup> Ibid., s. 86.



Erozja tradycyjnej bankowości była związana z dokonującą się od lat 80. deregulacją sektora bankowego. Do tego bowiem czasu banki zasadniczo koncentrowały się na działalności depozytowo-kredytowej. Regulacje dotyczące bezpieczeństwa depozytów ograniczały zaś możliwość dokonywania zbyt ryzykownych inwestycji.

Pojawienie się nowych produktów finansowych stworzyło okazję do osiągnięcia zysków dużo większych niż w tradycyjnej bankowości. Deregulacja, likwidując wiele dotychczasowych zabezpieczeń, umożliwiła więc podejmowanie działań kuszących znacznie większymi profitami połączonymi wszakże z większym ryzykiem.

Jak się okazało, pokusa była trudna do odrzucenia. W rezultacie wiele banków odeszło od tradycyjnej działalności kredytowo-inwestycyjnej na rzecz działalności spekulacyjnej<sup>12</sup>. Rozwojowi tej ostatniej sprzyjał również szybki rozrost pozabankowych instytucji finansowych.

Deregulacja nie doprowadziłaby do takiego nakręcenia spirali spekulacyjnej, gdyby gracze angażowali przede wszystkim środki własne. W takiej sytuacji postępowaliby zapewne z większą ostrożnością. Natomiast w przypadku operowania środkami powierzonymi skłonność do ryzyka jest znacznie większa.

Skądinąd taka prawidłowość została dostrzeżona dawno temu. Nad wyraz aktualnie brzmią następujące słowa: „Ponieważ jednak dyrektorzy takich kompanii zawiadują raczej cudzymi pieniędzmi niż własnymi, przeto nie można się spodziewać, aby dbali o te fundusze z taką samą starannością, z jaką troszczą się o własne fundusze wspólnicy w spółce prywatnej. [...] Dlatego też sprawy takiej kompanii prowadzi się zawsze bardziej lub mniej niedbale i rozrzutnie”<sup>13</sup>.

Mając zaś na myśli Kompanię Mórz Południowych, osiemnastowieczny odpowiednik wielu współczesnych instytucji finansowych, Adam Smith mówił: „[...] ogromny kapitał kompanii był podzielony między bardzo licznych udziałowców. Dlatego też należało słusznie oczekiwać, iż lekkomyślność, niedbalstwo i rozrzutność będą przeważały w prowadzeniu spraw. Oszukańcze i szaleńcze spekulacje giełdowe kompanii są dostatecznie znane [...] nie lepiej też kierowano jej przedsięwzięciami handlowymi”<sup>14</sup>.

Jak widać *nihil novi sub sole*: obracanie funduszami powierzonymi w połączeniu z oderwaniem funkcji zarządczej od właścicielskiej jest, w sprzyjających warunkach, receptą na wywindowanie ryzyka do stanu wysokiego zagrożenia.

<sup>12</sup> Podręcznikowym przykładem takiej działalności jest casus banku Baringsa.

<sup>13</sup> A. Smith: *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*. T. II. PWN, Warszawa 1954, s. 469.

<sup>14</sup> *Ibid.*, s. 473.

Skłonność do ryzyka jest dodatkowo wzmocniana dzięki gwarancjom rządowym. W przypadku Stanów Zjednoczonych były one kreowane m.in. za pośrednictwem takich instytucji, jak Fannie Mae oraz Freddie Mac. Również Rezerwa Federalna oraz rząd mogły być postrzegane jako gwaranci ostatniej instancji. Efektem było złudne, jak się okazało, przekonanie o bezpieczeństwie gry spekulacyjnej.

Inwestorzy japońscy także mogli być przekonani o bezpieczeństwie swych operacji. Zarówno *keiretsu*, jak MITI oraz Ministerstwo Finansów od lat prowadziły politykę, którą można określić mianem „ekonomicznego paternalizmu”. „Żaden bank nie mógł zbankrutować, żaden inwestor stracić na giełdzie. Wszystkim rządziły kartele i monopole, prowadzone żelazną ręką biurokratów”<sup>15</sup>.

Historia jednak dowodzi, że nie ma doskonałych zabezpieczeń. Dotyczy to także sfery ekonomicznej.

## Bibliografia

Greenspan A.: *Era zawirowań*. MUZA SA, Warszawa 2008.

Kerr A.: *Psy i demony, ciemne strony Japonii*. UNIVERSITAS, Kraków 2008.

Krugman P.: *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*. PWN, Warszawa 2001.

Smith A.: *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*. PWN, Warszawa 1954.

[en.wikipedia.org/wiki/Fannie\\_Mae](http://en.wikipedia.org/wiki/Fannie_Mae)

[en.wikipedia.org/wiki/Freddie\\_Mac](http://en.wikipedia.org/wiki/Freddie_Mac)

## THE RATIONALITY OF CRISIS

### Summary

The financial crisis which started in 2008 led to the worst economic crisis since the 1930s. The crash of the speculative bubble in the real estate and derivatives market caused negative consequences in the real sphere too.

The mechanism of the American financial crisis shows great resemblance to the Japanese one at the beginning of the 1990s. In both cases the government supported expansive monetary policy combined with the easy credit lay at the heart of the crisis. With the deregulation of the banking sector, the conditions were favorable to high risk investments. As a consequence, both in the USA and in Japan speculative bubbles expanded bringing comparable effects.

The parties involved in the processes leading to the afore-mentioned crises acted, looking from the individual perspective, in a rational way. They may have been certain that their investments were rational and safe. This, as it turned out, false sense of security was created by the policy of American and Japanese governments respectively.

---

<sup>15</sup> A. Kerr: Op. cit., s. 93.