

## Spis treści

Wprowadzenie . . . . .	7
Na czym stoimy . . . . .	13
 CZĘŚĆ I. Kontekst . . . . .	 31
1. Koncepcja podstawowa . . . . .	33
2. Autobiografia upadłego filozofa . . . . .	41
3. Teoria zwrotności . . . . .	55
4. Zwrotność na rynkach finansowych . . . . .	83
 CZĘŚĆ II. Obecny kryzys i co z tego wynika . . . . .	 115
5. Hipoteza superbańki . . . . .	117
6. Autobiografia skutecznego spekulanta . . . . .	145
7. Moje spojrzenie na 2008 rok . . . . .	163
8. Sytuacja polityczna: moje rekomendacje . . . . .	185
 Konkluzja . . . . .	 197
Podziękowania . . . . .	205
O autorze . . . . .	207

## Wprowadzenie

Jesteśmy w samym środku najgroźniejszego kryzysu finansowego od lat trzydziestych XX wieku. Przypomina on pod kilkoma względami inne, przejściowe, które zdarzyły się w ostatnich 25 latach, ale istnieje jedna duża różnica: obecny kryzys kładzie kres erze ekspansji kredytowej opartej na dolarze jako walucie rezerw międzynarodowych. Poprzednie kryzysy były fazami pojedynczych samowzmacniających i samowygaszających się fal w wieloletnim trendzie wzrostowym. Obecny kryzys jest kulminacją superkonjunktury, trwającej ponad 25 lat.

Jeśli mamy zrozumieć, co się dzieje, potrzebujemy nowego paradygmatu. Zgodnie z paradygmatem, który obecnie dominuje, rynki finansowe dążą do równowagi. Jest to pogląd fałszywy i mylący. Jednak międzynarodowy system finansowy na nim bazuje i stąd właśnie w dużej mierze wzięły się dzisiejsze problemy.

W tej książce proponuję nowy paradygmat, który nie ogranicza się tylko do rynków finansowych. Podkreśla on zależność między myśleniem i rzeczywistością. Wskazuje, że błędne przekonania i błędy interpretacji odgrywają wielką rolę w kształtowaniu historii. Zacząłem rozwijać tę koncepcję jako student London School of Economics, jeszcze zanim stałem się aktywnym uczestnikiem rynków finansowych. Jak pisałem we wcześniejszych książkach,

wielki wpływ miała na mnie filozofia Karla Poppera. Skłoniła mnie ona do podważania założeń teorii konkurencji doskonałej, zwłaszcza założenia o istnieniu wiedzy doskonałej. Zdałem sobie sprawę, że uczestnicy rynku nie mogą opierać swoich decyzji na samej tylko wiedzy, a ich nieobiektywna ocena wpływa w jakiś sposób nie tylko na ceny rynkowe, ale też na gospodarkę realną, czyli fundamenty, które mają być przez te ceny odzwierciedlane. Chcę przez to powiedzieć, że aktywność uczestników zjawisk społecznych i gospodarczych przejawia się w dwóch funkcjach. Z jednej strony próbują zrozumieć swoją sytuację (funkcja kognitywna), z drugiej – próbują ją zmienić (funkcja partycypacji lub manipulacji). Te dwie funkcje działają w przeciwnych kierunkach, ale w pewnych okolicznościach mogą wzajemnie się wzmacniać. Proces wzajemnego wzmocnienia nazywam zwrotnością (ang. *reflexivity*).

Kiedy zostałem uczestnikiem rynków finansowych, zastosowałem tę koncepcję. Przez jej pryzmat widziałem wyraźnie, jak na początku boomu obie funkcje zgodnie napędzają wzrost, po czym ta interferencja zmienia się w niszczącą siłę prowadzącą do krachu. Jako człowiek zarządzający funduszem hedgingowym robiłem z tej koncepcji całkiem niezły użytek. Teorię zwrotności przedstawiłem w książce *Alchemia finansów*, wydanej w 1987 roku\*. Stała się ona pozycją kultową, ale w kręgach akademickich nie została potraktowana poważnie. Zmagalem się z wątpliwościami, czy rzeczywiście napisałem coś nowatorskiego i cennego. Bądź co bądź przedmiotem

---

\* G. Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*, Simon and Schuster, New York 1987 (wyd. pol. *Alchemia finansów, czyli jak zrozumieć rynek*, Znak, Kraków 1996) – przyp. tłum.

moich rozważań były najbardziej podstawowe i najszerzej zbadane problemy filozofii, więc wszystko, co tylko można było na ten temat powiedzieć, prawdopodobnie powiedziano już wcześniej. Czułem jednak, że koncepcja ta jest dla mnie czymś bardzo ważnym. Ona wskazywała mi drogę, kiedy zarabiałem pieniądze w funduszu hedgingowym i kiedy przeznaczałem je na cele dobroczynne. Stała się integralną częścią mojej tożsamości.

Kiedy nadszedł kryzys na rynkach finansowych, porzuciłem aktywne zarządzanie funduszem i odszedłem na emeryturę, ale wcześniej zmieniłem strategię funduszu z agresywnej na zrównoważoną, sprzyjającą lokowaniu życiowych oszczędności. Jednak kryzys zmusił mnie do powrotu do aktywnego podejmowania decyzji inwestycyjnych. Później, pod koniec 2007 roku postanowiłem napisać książkę, w której przeanalizowałbym i wyjaśniłbym bieżącą sytuację. Skłoniły mnie do tego trzy argumenty. Po pierwsze, potrzeba wytłumaczenia sytuacji za pomocą nowego paradygmatu stała się paląca. Po drugie, potrzebowałem dogłębnej analizy, która pomogłaby mi w podejmowaniu decyzji finansowych. Po trzecie, teoria zwrotności, zaprezentowana rynkom finansowym w odpowiednim czasie, mogła wreszcie zdobyć szerokie uznanie. Niełatwo jest przykuć uwagę ludzi abstrakcyjną teorią, ale społeczeństwo żywo interesuje się rynkami finansowymi, zwłaszcza w okresach wstrząsów. Już wcześniej użyłem rynków finansowych jako laboratorium do testowania teorii zwrotności, którą wyłożyłem w *Alchemii finansów*. Obecna sytuacja dała mi znakomitą możliwość zademonstrowania, jak ważna i jak mocno osadzona w realiach rynku jest ta teoria. Największą rolę w podjęciu decyzji o wydaniu książki odegrał trzeci z wymienionych argumentów.

Pozwólcie, że pokrótce wyjaśnię, jaka relacja zachodzi między teorią zwrotności a obecnym kryzysem finansowym. Wbrew klasycznej teorii ekonomii, która zakłada, że wiedza jest doskonała, ani uczestnicy rynku, ani władze monetarne i fiskalne nie są w stanie opierać swoich decyzji tylko na wiedzy. Urzędnicy, kierując się błędną oceną sytuacji i podejmując błędne decyzje, wpływają na ceny rynkowe. Z kolei ceny rynkowe wpływają na tzw. fundamenty, choć w powszechnej opinii ceny jedynie odzwierciedlają sytuację fundamentalną. Ceny rynkowe nie odchylają się od teoretycznego punktu równowagi w sposób losowy, jak głosi obecnie uznawany paradygmat. Uczestnicy rynku nigdy nie popychają go w tym samym kierunku, co władze. W związku z tym rynki nigdy nie osiągają stanu równowagi postulowanego przez teorię ekonomii.

Istnieje dwukierunkowe zwrotne powiązanie między percepcją i rzeczywistością. Początkowo percepcja i rzeczywistość wzmacniają się nawzajem, ale ostatecznie wytworzona w ten sposób fala wzrostu – bańka mydlana – pęka. Każda bańka składa się z trendu i błędnego przekonania, które wzajemnie się wzmacniają. W ten sposób powstała bańka na rynku nieruchomości. Jednak obecny kryzys nie jest jedynie skutkiem tego, że bańka pękła. Bieżący kryzys jest głębszy niż przejściowe kryzysy finansowe, których doświadczyliśmy w ciągu naszego życia. Wszystkie poprzednie kryzysy stanowią część tego, co nazywam superbańką – długotrwałym samowzmacniającym się wzrostem, który trwał przez mniej więcej 25 lat. Na superbańkę składają się: trend główny, ekspansja kredytowa, powszechne błędne przekonania i fundamentalizm rynkowy (zwany w XIX wieku leseferyzmem), czyli teoria głosząca, że rynkowi należy dawać swobodę. Poprzednie

kryzysy ustabilizowały trend główny oraz umocniły większość ludzi w błędnych przekonaniach. Obecny kryzys to punkt zwrotny – trend znalazł się w odwrocie, a błędnych przekonań nie można dłużej akceptować.

To wszystko wymaga dużo szerszego wyjaśnienia. Z tego względu pierwszą część książki poświęcam teorii zwrotności, która wykracza dalece poza problematykę rynków finansowych. Jeśli interesuje cię wyłącznie omówienie bieżącego kryzysu, w części pierwszej nie znajdziesz precyzyjnych wyjaśnień, lecz jeśli podejmiesz wysiłek i przeczytasz ją ze zrozumieniem, na pewno się to opłaci. Piszę w niej o tym, co interesuje mnie najbardziej, i podsumowuję pracę mojego życia. Jeśli czytałeś którąś z moich poprzednich książek, zauważysz, że powtórzyłem niektóre tezy, ale to dlatego, że one do dziś pozostają niezmienione. W części drugiej wykorzystuję koncepcję wyłożoną w części pierwszej do zinterpretowania obecnej sytuacji na rynkach finansowych. Często odwołuję się do moich doświadczeń w zarządzaniu funduszem hedgingowym.

## Na czym stoimy

Za oficjalną datę rozpoczęcia obecnego kryzysu finansowego można uznać sierpień 2007 roku. To wtedy banki centralne musiały interweniować, aby zapewnić płynność systemowi bankowemu. Jak doniosła telewizja BBC<sup>\*</sup>:

- 6 sierpnia American Home Mortgage, jedna z największych amerykańskich agencji kredytów hipotecznych, złożyła wniosek o upadłość, zwolniwszy większość pracowników. Przedstawiciele American Home Mortgage oświadczyli, że ich agencja padła ofiarą załamania na amerykańskim rynku nieruchomości, a bezpośrednią przyczyną upadłości był brak płynności w segmencie pożyczek subprime (czyli tych udzielanych osobom o niskiej zdolności finansowej).
- 9 sierpnia rynki kredytów krótkoterminowych zamarły, a potężny francuski bank BNP Paribas zawiesił notowania trzech spośród swoich funduszy inwestycyjnych, które zarządzały aktywami rzędu 2 mld euro. Jako przyczynę tej decyzji BNP Paribas podał problemy na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych subprime. Przedstawiciele

---

<sup>\*</sup> BBC News, *Timeline: Sub-Prime Losses: How Did the Sub-Prime Crisis Unfold?*, <http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7096845.stm>.

BNP oświadczyli, że nie mogą wyceniać aktywów tych funduszy, ponieważ zniknął rynek instrumentów, w które inwestowały wspomniane fundusze. Aby złagodzić krach na rynku kredytów subprime, Europejski Bank Centralny wpompował 95 mld euro w system bankowy strefy euro. Amerykański System Rezerwy Federalnej (Fed) i Bank Japonii podjęły podobne kroki.

- 10 sierpnia Europejski Bank Centralny udostępnił bankom 61 mld euro. Władze Fed oświadczyły, że natychmiast zapewnią tyle środków, ile będzie trzeba, żeby zniwelować skutki załamania kredytowego.
- 13 sierpnia Europejski Bank Centralny wpompował 47,7 miliarda euro w rynki pieniężne. Był to trzeci zastrzyk gotówki w ciągu zaledwie kilku dni roboczych. Fed i Bank Japonii także powtórzyły dostawy pieniądza na swoich rynkach. Goldman Sachs, chcąc ratować swój fundusz hedgingowy dotknięty krachem, zapowiedział, że wpompuje w niego 3 mld dolarów.
- 16 sierpnia Countrywide Financial, największa w USA agencja pożyczek hipotecznych, poinformowała, że 11,5 mld dolarów przeznaczone na udzielanie pożyczek hipotecznych wykorzysta do utrzymania swojej płynności. Australijski dom hipoteczny Rams także przyznał się do problemów z płynnością.
- 17 sierpnia Fed obniżył stopę dyskontową (stopę, po jakiej udziela kredytów bankom) o pół punktu procentowego, aby pomóc bankom wybrnąć z kłopotów wywołanych pogorszeniem się sytuacji kredytobiorców. Jednak to nie pomogło. Banki centralne państw rozwiniętych zaczęły udostępniać bankom coraz więcej pieniędzy na coraz dłuższe okresy, przyjmując tytułem zabezpieczenia więcej różnego typu papierów wartościowych niż kiedykolwiek wcześniej.



- 13 września ujawniono, że Northern Rock, największy brytyjski bank hipoteczny, jest na granicy niewypłacalności. Wywołało to staromodną reakcję społeczeństwa: ludzie rzucili się do kas banku. Taki przypadek miał miejsce po raz pierwszy w ciągu ostatnich stu lat historii brytyjskiej bankowości.

Kryzys nadchodził powoli, ale można go było przewidzieć wiele lat wcześniej. Pierwsze oznaki stały się widoczne pod koniec 2000 roku, kiedy pękła bańka spółek internetowych. Fed odpowiedział na to obniżką stóp procentowych z 6,5 do 3,5% w ciągu zaledwie kilku miesięcy. Potem, 11 września 2001 roku, miał miejsce atak terrorystyczny. Aby nie dopuścić do załamania gospodarczego, Fed nadal obniżał stopy, do 1% w lipcu 2003 roku. Był to najniższy poziom stóp procentowych w USA od 50 lat. Na tym pułapie utrzymano stopy przez pełny rok. Przez 31 miesięcy z rządu krótkoterminowa stopa procentowa skorygowana o wielkość inflacji była ujemna.

Napływ taniego pieniądza wywołał boom na rynku nieruchomości, eksplozję wykupów kredytowanych i inne anomalie. Kiedy pieniądź jest tani, racjonalny pożyczkodawca udziela tylu pożyczek, na ile tylko znajdzie chętnych. Agencje hipoteczne złagodziły kryteria oceny zdolności finansowej i znalazły nowe sposoby stymulowania popytu na pożyczki, byle tylko zawierać nowe transakcje i pobierać prowizje. Banki inwestycyjne na Wall Street wprowadziły szereg nowych technik przeliczania ryzyka kredytowego na innych inwestorów, takich jak fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne polujące na wyższe stopy zwrotu. Za pośrednictwem założonych przez siebie wyodrębnionych funduszy wprowadziły też

strukturyzowane instrumenty inwestycyjne (ang. *structured investment vehicles*, SIV), tym samym usuwając ze swoich bilansów najbardziej ryzykowne kredyty.

Od 2000 do połowy 2005 roku wartość rynkowa domów na rynku wtórnym wzrosła w USA o ponad 50%, nie wspominając o szalonym wzroście liczby nowych budów. Merrill Lynch oszacował, że mniej więcej połowa amerykańskiego PNB w pierwszej połowie 2005 roku była związana z nieruchomościami, bezpośrednio (budowa domów i zakupy np. mebli) lub pośrednio (zakupy za pieniądze uwolnione wskutek refinansowania kredytów hipotecznych). Martin Feldstein, były przewodniczący Rady Doradców Ekonomicznych, oszacował, że w latach 1997–2006 konsumenci w USA zaciągali kredyty i pożyczki hipoteczne na ponad 9 bln dolarów. Badanie, które Alan Greenspan przeprowadził w 2005 roku, wykazało, że od 2000 roku pieniędzmi zabezpieczonymi nieruchomościami finansowano 3% całkowitych wydatków konsumenckich w USA. W pierwszym kwartale 2006 roku pieniądze te stanowiły prawie 10% dochodów dyspozycyjnych amerykańskich konsumentów\*.

Dwucyfrowy wzrost cen domów zachęcał do spekulacji. Kiedy oczekujemy, że cena wzrośnie bardziej niż koszt kredytu hipotecznego, opłaca nam się mieć więcej nieruchomości, niż chcemy zamieszkiwać. W 2005 roku 40% domów w USA zostało nabytych jako lokaty lub dodatkowe

---

\* „Economist”, 10 września 2005; M. Feldstein, *Housing, Credit Markets and the Business Cycle*, National Bureau of Economic Research, październik 2007, publikacja robocza 13, 417; A. Greenspan, J. Kennedy, *Estimates of Home Mortgage Origination, Repayments, and Debts on One- to Four-Family Residences*, „Federal Reserve” 2005, nr 41, publikacja robocza (dane zaktualizowane za 2007 rok i udostępnione autorowi przez doktora Kennedy’ego).

miejsca zamieszkania\*. Ponieważ średnie dochody wzrastały od 2000 roku powoli, pożyczkodawcy wykazywali się wielką pomysłowością, aby umożliwić skorzystanie z pożyczek i kredytów hipotecznych jak największej liczbie klientów. Najpopularniejszym z takich instrumentów była pożyczka z okresowo zmiennym oprocentowaniem (ang. *adjustable rate mortgage*, ARM). Marchewką było to, że pożyczkobiorca mógł przez pierwsze dwa lata spłacać raty przy preferencyjnym oprocentowaniu. Zakładano, że po dwóch latach, kiedy zaczną obowiązywać wyższe oprocentowanie, pożyczkobiorcy będą refinansować dług nowymi pożyczkami, niekoniecznie droższymi (ze względu na wzrost wartości nieruchomości), płacąc pożyczkodawcom nowe prowizje. Standardy oceny zdolności finansowej odstawiono na bok, a pożyczki hipoteczne stały się dostępne dla ludzi o niskich dochodach i złej historii kredytowej (tzw. kredyty i pożyczki subprime). Coraz częściej pożyczano pieniądze, nie żądając od wnioskodawców żadnych lub prawie żadnych dokumentów poświadczających ich sytuację finansową. Do takich instrumentów należały popularne w USA pożyczki „Alt-A” udzielane bez weryfikacji kompletu dokumentów poświadczających zdolność finansową pożyczkobiorcy, zwane nieoficjalnie pożyczkami dla kłamców (*liar loans*). Instrumentami jeszcze bardziej ryzykownymi były *ninja loans* (*ninja* – ang. *no income, no job, no assets*) oferowane osobom bez dochodów, bez zatrudnienia i bez majątku. Brokerzy hipoteczni i pożyczkodawcy patrzyli na to wszystko przez palce.

---

\* J.R. Mason, J. Rosner, *How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruption?*, dokument zaprezentowany 15 lutego 2007 w Hudson Institute w Waszyngtonie, str. 11.

Banki wydzielały swoje najbardziej ryzykowne kredyty hipoteczne do funduszy emitujących instrumenty CDO (*collateralized debt obligations*). CDO to papiery lokacyjne zabezpieczone portfelem kredytów, w tym wypadku hipotecznych. Za pomocą CDO pogodzone przepływy pieniężne z tytułu tysięcy kredytów hipotecznych z preferencjami inwestorów gustujących w różnych poziomach ryzyka i stopy zwrotu. I tak, CDO zabezpieczone najlepiej (tzw. *senior tranche*) zapewniały inwestorom pierwsze miejsce w kolejce do przepływów pieniężnych z aktywów będących zabezpieczeniem tych papierów; jeśli na przykład były to w 80% obligacje, sprzedawano je z ratingiem AAA. CDO ze średniej półki (tzw. *mezzaline tranche*) dawały jakie takie zabezpieczenie i stopę zwrotu wyższą niż senior tranche. Dla CDO o najwyższym ryzyku nie było ratingów. Bankowcy i agencje ratingowe nie potrafiły doszacować ryzyka towarzyszącego absurdom typu „pożyczki ninja”.

Sekurytyzacja miała ograniczyć ryzyko poprzez podział instrumentów lokacyjnych na te ze stuprocentową i niższą gwarancją zwrotu kapitału oraz poprzez dywersyfikację geograficzną. Jak się okazało, CDO podniosły ryzyko inwestowania – ryzyko niespłacenia kredytów hipotecznych zostało przerzucone z banków, które znały swoich klientów, na inwestorów, którzy ich nie znali. Wcześniej kredytów udzielały banki i instytucje depozytowo-pożyczkowe, więc ryzyko kredytu ponosił ten, kto go udzielił. Tymczasem w ostatnich latach w USA pożyczki były udzielane przez brokerów, potem trafiały one do tymczasowych magazynów – banków hipotecznych z niedużym kapitałem – a następnie sprzedawano je hurtowo bankom inwestycyjnym, które przepakowywały je w instrumenty CDO. Wreszcie CDO były oceniane przez

agencje ratingowe i sprzedawane inwestorom instytucjonalnym. Wszyscy pośrednicy w tym łańcuchu zarabiali na prowizjach: im większa była wartość kredytów i wartość CDO, tym wyższe były prowizje. Perspektywa pobierania prowizji bez ponoszenia ryzyka zachęcała do rozluźniania standardów i zwodzenia klientów. W segmencie kredytów subprime, czyli tych udzielanych niedoświadczonym i niedoinformowanym konsumentom, aż roiło się od nieuczciwych praktyk. Weźmy na przykład kredyty z „mar-chewką”: obniżonym oprocentowaniem przez pierwsze dwa lata.

Mniej więcej w 2005 roku sekurytyzacja stała się manią. Można było łatwo i szybko emitować syntetyczne papiery wartościowe o ryzyku naśladowującym ryzyko papierów prawdziwych, oszczędzając inwestorom kosztów kupowania i łączenia rzeczywistych portfeli kredytowych. Łatwość zachęcała do rozmnażania ryzykownych papierów w ilości mocno przekraczającej podaż. Przedsiębiorczy bankowcy inwestycyjni zaczęli dzielić CDO na transze i przepakowywać je w CDO na CDO oraz w CDO2. Powstały nawet CDO3. Instrumenty z najwyższym udziałem niskoprocentowanych CDO uzyskiwały rating AAA. W ten sposób wykreowano więcej zobowiązań AAA, niż istniało aktywów AAA. W końcu lokaty syntetyczne stały się popularniejsze od tradycyjnych.

Mania sekurytyzacji objęła swoim zasięgiem także kredyty inne niż hipoteczne. Jak dotąd, największy rynek instrumentów pochodnych opartych na kredytach stanowiły swapy kredytowe typu default (ang. *credit default swap*, CDS). Ten tajemniczo brzmiący instrument finansowy powstał w Europie na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Pierwsze swapy CDS były zindywidualizowanymi umowami między dwoma bankami. Bank A prze-

dający swap (kupujący ochronę przed ryzykiem kredytowym) zgadzał się płacić roczne honorarium przez określoną liczbę lat bankowi B kupującemu swap (sprzedającemu ochronę przed ryzykiem kredytowym). Krótko mówiąc, taka transakcja przenosiła ryzyko określonego portfela kredytowego banku A na bank B – bank B zobowiązywał się wyrównywać straty banku A z portfela kredytowego przez czas trwania umowy swapowej. Zanim powstały swapy CDS, banki próbujące dywersyfikować portfele musiały kupować lub sprzedawać kredyty. Było to skomplikowane, ponieważ wymagało zgody kredytobiorców. Dlatego swapy CDS stały się bardzo popularne. Warunki transakcji ustandaryzowano, a szacowana wartość takich swapów wzrosła do biliona dolarów w 2000 roku.

Rok 2000 był początkiem ekspansji funduszy hedgingowych. Fundusze hedgingowe specjalizujące się w ochronie przed ryzykiem kredytowym stały się de facto ubezpieczycielami instytucji kredytowych: ubezpieczały CDO i inne papiery w zamian za składki. Co do wartości tej formy ubezpieczenia można było mieć wątpliwości, ponieważ umowy zawierano bez powiadamiania strony przeciwnej. Rynek rósł wykładniczo, aż pobił wszystkie inne rynki pod względem nominalnej wartości zawieranych transakcji. Wartość nominalną swapów CDS szacuje się na 42,6 bln dolarów. To prawie tyle, ile wynosi majątek wszystkich gospodarstw domowych w USA. Dla porównania, kapitalizacja amerykańskiego rynku akcji to 18,5 bln dolarów, a rynku amerykańskich obligacji skarbowych – 4,5 bln dolarów.

Mania sekurytyzacji doprowadziła do olbrzymiego wzrostu dźwigni finansowych. Kupowanie i trzymanie zwykłych obligacji (w USA) wymagało zamrażania 10% ich wartości w postaci depozytu; w wypadku obligacji

syntetycznych kreowanych przez swapy CDS było to tylko 1,5%. W ten sposób fundusze hedgingowe mogły wykazywać duże zyski, wykorzystując różnice ryzyka i stosując wysoką dźwignię finansową. Efekt był taki, że instytucje kredytowe mogły udzielać bardziej ryzykownych kredytów niższym kosztem.

To musiało skończyć się źle. Zresztą już wcześniej byliśmy świadkami krachu kredytowych instrumentów pochodnych. Rynek instrumentów CMO (ang. *collateralized mortgage obligations*), czyli papierów lokacyjnych zabezpieczonych portfelami kredytów hipotecznych, zaczął się rozwijać w latach osiemdziesiątych XX wieku. W 1994 roku rynek CMO o najwyższym ryzyku – nazywanych potocznie odpadami toksycznymi – załamał się, kiedy fundusz hedgingowy Kidder Peabody zarządzający aktywami o wartości 2 mld dolarów stał się niewypłacalny wobec konieczności uzupełnienia depozytu. Kidder Peabody, duża amerykańska firma obrotu papierami wartościowymi, wykazała stratę rzędu 55 mld dolarów i została przejęta przez dom brokerski PaineWebber. Nie podjęto żadnych działań prawnych, które mogłyby zapobiec podobnym incydentom w przyszłości. Edward M. Gramlich, były członek Rady Gubernatorów Fed, nieoficjalnie przestrzegł przewodniczącego Alana Greenspana przed skutkami nadużyć na rynku kredytów hipotecznych subprime w 2000 roku, ale ta uwaga przeszła mimo uszu. W 2007 roku, tuż przed uwidocznieniem się symptomów kryzysu, Gramlich wyraził obawy publicznie i wydał książkę, w której opisał bańkę kredytów subprime. Podobne ostrzeżenia padły z ust Martina Feldsteina, Paula Volckera (byłego przewodniczącego Fed) i Billa Rhodessa (jednej z kluczowych osób w Citibanku). Nouriel Roubini prognozował, że boom na rynku nieruchomości doprowadzi

do recesji w 2006 roku. Jednak nikt, włączając mnie, nie przewidywał, że bańka może urosnąć do tak olbrzymich rozmiarów i utrzymać się przez tak długi czas. Jak napisał niedawno „Wall Street Journal”, wiele funduszy hedgingowych zajęło pozycje spadkowe na rynku nieruchomości. Wyczekując załamania, poniosły tak dotkliwe straty, że w większości zamknęły te niedźwiedzie pozycje<sup>\*</sup>.

Na początku 2007 roku zewsząd zaczęły napływać sygnały o zbliżających się kłopotach. 22 lutego grupa finansowa HSBC zwolniła szefa kredytów hipotecznych na Amerykę, ponieważ amerykański oddział HSBC wykazał stratę 10,8 mld dolarów. 9 marca DR Horton, największy deweloper nieruchomości w USA, skorygował w dół prognozę zysku o straty związane z kredytami hipotecznymi subprime. 12 marca zawieszono notowania akcji New Century Financial, jednej z największych instytucji pożyczek hipotecznych subprime, a inwestorzy wystraszyli się nie na żarty, że temu gigantowi grozi bankructwo. 13 marca podano, że kwoty przeterminowanych rat pożyczek hipotecznych urosły do nowego maksimum. 16 marca agencja pożyczek hipotecznych Accredited Home Lenders wystawiła na sprzedaż portfel pożyczek subprime o wartości nominalnej 2,7 mld dolarów; proponowana cena rynkowa była znacznie niższa – agencja potrzebowała gotówki. 2 kwietnia agencja New Century Financial, nie będąc w stanie dłużej finansować niespłacanych kredytów o wartości wielu miliardów dolarów, zgłosiła wniosek o skorzystanie z ochrony przed wierzycielami w sytuacji upadłości, w ramach przepisów tzw. Rozdziału 11 (Chapter 11)<sup>\*\*</sup>.

---

<sup>\*</sup> „Wall Street Journal”, 15 stycznia 2008, 27 lutego 2008; „New York Times”, 26 października 2007.

<sup>\*\*</sup> *Bleak Housing Outlook for US Firm*, BBC News, 8 marca 2007, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6429815.stm>.



15 czerwca 2007 roku bank inwestycyjny Bear Stearns ujawnił, że dwa zarządzane przez tę instytucję fundusze hedgingowe inwestujące w instrumenty oparte na kredytach hipotecznych mają kłopoty z uzupełnianiem depozytów zabezpieczających. Bear Stearns niechętnie otworzył jednemu z tych funduszy linię kredytową na 3,2 mld dolarów, a drugiemu pozwolił upaść. Inwestorzy odzyskali niewiele z 1,5 mld dolarów powierzonych drugiemu funduszowi.

Czerwcową wieść o kłopotach funduszy hedgingowych Bear Stearns wstrząsnęła rynkami, ale przewodniczący Fed, Ben Bernanke, wraz z innymi osobistościami, zapewnił publicznie, że problemy z pożyczkami subprime to jednorazowy incydent. Rynki ustabilizowały się mimo napływu dalszych złych informacji. 20 lipca Bernanke wciąż szacował straty rynku subprime tylko na 100 mld dolarów. Kiedy Merrill Lynch i Citigroup dokonały dużych odpisów na straty z tytułu swoich CDO, inwestorzy odetchnęli z ulgą. W połowie lipca S&P 500 osiągnął nowe maksimum.

Prawdziwy strach zagościł na rynkach finansowych dopiero na początku sierpnia. Jako szokującą odebrano wiadomość, że Bear Stearns złożył wniosek o ochronę w ramach Chapter 11 dla dwóch swoich funduszy ubezpieczających ryzyko pożyczek subprime i wstrzymał wypłaty środków dla klientów trzeciego funduszu. Jak wspomniałem, wcześniej Bear Stearns próbował ocalić jeden z tych funduszy, dofinansowując go kwotą 3,2 mld dolarów.

Kryzys uderzył z wielką siłą. Rynki finansowe zareagowały zaskakująco gwałtownie. Posypało się wszystko, co tylko mogło. Wyszło na jaw zaskakująco dużo słabości w zadziwiająco krótkim czasie. Problemy z kredytami

subprime przełożyły się na spadek wartości CDO. Nie było rynków CDO jako takich, ale można było szacować wartość tych instrumentów, śledząc indeksy reprezentujące poszczególne sektory rynku. Inwestorzy sprzedawali te indeksy, czy to w celu zabezpieczania długich pozycji, czy to dla osiągnięcia zysków z krótkiej sprzedaży. Nie dziwi więc, że indeksy pikowały w dół, a wraz z nimi spadała wartość poszczególnych CDO. Banki inwestycyjne usuwały ze swoich bilansów duże pozycje na CDO, tworząc fundusze SIV, które przejmowały od banków CDO i inne ryzykowne instrumenty. Ich zakup finansowany był emisją dłużnych papierów komercyjnych zabezpieczonych hipoteką. Tak powstały lokaty strukturyzowane. Kiedy inwestorzy zaczęli kojarzyć CDO z wysokim ryzykiem, lokaty strukturyzowane stały się niepopularne i banki inwestycyjne musiały ratować fundusze SIV zastrzykami własnej gotówki. Większość banków inwestycyjnych sama wykupiła swoje lokaty strukturyzowane, wykazała je w bilansach i przyznała się publicznie do dotkliwych strat.

Banki inwestycyjne były już i tak mocno zadłużone w związku z tym, że finansowały wykupy kredytowane. W normalnej sytuacji sfinansowałyby te zobowiązania, sprzedając lokaty CLO (*collateralized loan obligations*). Jednak rynek CLO stanął w martwym punkcie, podążając za rynkiem lokat CDO. Banki, niezdolne sprzedać toksycznych aktywów o wartości rzędu 250 mld dolarów, zostały pozostawione same sobie. Niektóre pozwoliły swoim funduszom SIV upaść, inne przestały spłacać zobowiązania zaciągnięte na wykupy kredytowane. To – w połączeniu z olbrzymimi stratami banków – wytrąciło rynek z równowagi i wahania kursów stały się chaotyczne. Fundusze hedgingowe, które wcześniej ograniczały się do wykorzystywania drobnych różnic cen rynkowych za

pomocą wysokich dźwigni i nie spekulowały ani na wzrostach, ani na spadkach, tym razem rozluźniły dyscyplinę inwestowania i poniosły dotkliwe straty. Fundusze, które stosowały wyjątkowo wysokie dźwignie, przestały istnieć, niszcząc reputację swoich sponsorów-założycieli i skłaniając inwestorów do egzekwowania roszczeń na drodze sądowej.

Wszystkie te czynniki wywarły niespotykaną presję na system bankowy. Banki były zmuszone obciążyć swoje bilanse dodatkowymi pozycjami dokładnie wtedy, gdy ich bazę kapitałową nadwątlili nieoczekiwane straty. Banki straciły zdolność oceny swojego ryzyka, a jeszcze trudniej było im oceniać ryzyko podmiotów, z którymi zawierały transakcje na rynkach finansowych. W związku z tym niechętnie pożyczaly sobie nawzajem pieniądze i nastawiły się na chronienie własnej płynności. Z początku banki centralne miały problemy z zapewnieniem systemowi wystarczającej płynności – banki komercyjne unikały wszelkich instrumentów, które mogłyby podnieść ich ryzyko kredytowe i bardzo opornie zawierały transakcje na rynkach międzybankowych. W końcu udało się pokonać tę przeszkodę. Ostatecznie, jeśli istnieje coś, co banki centralne mają opanowane w stopniu doskonałym, to jest to zapewnianie płynności. Jedynie Bank Anglii zaliczył na tym polu porażkę, kiedy bank Northern Rock, który udzielił zbyt wielu kredytów hipotecznych, popadł w kłopoty. Działania ratunkowe na rzecz Northern doprowadziły do tego, że ludzie rzucili się do kas banku. Ostatecznie Northern Rock znacjonalizowano, a zobowiązania tej instytucji dopisano do długu publicznego. Tym samym Wielka Brytania wyłamała się z rozwiązań narzuconych przez traktat z Maastricht.

Płynność została zagwarantowana, ale kryzys nie cofał się. Przeterminowane kredyty rosły i rosły. Prawie wszys-

tkie największe banki – Citigroup, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bank of America, Wachovia, UBS, Credit Suisse – dokonały w czwartym kwartale dużych odpisów i zasygnalizowały inwestorom, że w 2008 roku straty będą jeszcze większe. AIG i Credit Suisse raz po raz rewidowały swoje prognozy wysokości odpisów na 2008 rok, dając nieodparcie przekonujące wrażenie, że utraciły kontrolę nad swoimi bilansami. 25 stycznia 2008 roku upubliczniono informacje o katastrofie finansowej Société Générale, która pochłonęła 7,2 mld dolarów. Zbiegło się to w czasie z wyprzedażą na rynkach akcji i nadzwyczajną obniżką stóp Fed o 75 punktów bazowych, która miała miejsce osiem dni przed zwykłym posiedzeniem rady. Po krótkim czasie stopy obniżono o kolejne 50 punktów bazowych. To był bezprecedensowy ruch.

Złe nastroje przeniosły się z rynku kredytów hipotecznych na nieruchomości mieszkalne, na rynki kart kredytowych, kredytów samochodowych i kredytów na nieruchomości użytkowe. Wstrząsy dotknęły nawet rynek obligacji komunalnych, ponieważ firmy ubezpieczeniowe, które tradycyjnie specjalizowały się w tych obligacjach, zaczęły ubezpieczać produkty strukturyzowane i syntetyczne. Jeszcze większy problem dotknął rynek swapów kredytowych typu default, gdzie banki pełniące funkcję ubezpieczycieli innych banków stanęły w obliczu niewypłacalności.

W ciągu kilku ostatnich dekad Stany Zjednoczone przeszły kilka poważnych kryzysów finansowych, takich jak kryzys bankowości międzynarodowej lat osiemdziesiątych i krach instytucji depozytowo-pożyczkowych w latach dziewięćdziesiątych. Jednak obecny kryzys ma całkiem inny charakter. Przeniósł się z jednego segmentu rynku na inne, zwłaszcza te, na których obracano nowymi,

strukturyzowanymi i syntetycznymi, produktami finansowymi. Powodem do obaw stały się zarówno zajęte pozycje, jak i baza kapitałowa największych instytucji finansowych. Niepewność związana z tymi czynnikami utrzymuje się od dłuższego czasu, co zakłóca normalne funkcjonowanie systemu finansów i niesie z sobą daleko-  
sieżne skutki dla gospodarki realnej.

Zarówno rynki finansowe, jak i władze monetarne bardzo późno zaczęły reagować na zagrożenia dla gospodarki realnej. Skąd ta opieszałość? Gospodarkę realną stymulowała ekspansja kredytowa. Czyżby to oznaczało, że przyhamowanie akcji kredytowej zaszkodziłoby gospodarce? Nie sposób oprzeć się konkluzji, że zarówno władze monetarne, jak i uczestnicy rynku żywią błędne fundamentalne przekonania na temat funkcjonowania rynków finansowych. W rezultacie doszło do wydarzeń, które wywołały niedawne wstrząsy.

W pierwszej części książki omawiam koncepcję wyjaśniającą funkcjonowanie rynków finansowych. W części drugiej odnoszę tę koncepcję do obecnej sytuacji.

# Nowy paradygmat rynków finansowych

CZĘŚĆ I

# Kontekst

## ROZDZIAŁ 1

# Koncepcja podstawowa

Nasze rozumienie świata jest niedoskonałe, ponieważ stanowimy jego część. Ale niedoskonałość nie przeszkadza nam w pojmowaniu zjawisk przyrody. Przeszkadza nam jedynie w badaniu i wyjaśnianiu zdarzeń, w których uczestniczą ludzie.

Rozumienie sytuacji i uczestniczenie w niej wymaga dwóch różnych funkcji. Z jednej strony, ludzie próbują zrozumieć świat, w którym żyją. Nazywam to funkcją kognitywną. Z drugiej strony, próbują wpłynąć na ten świat i zmienić go na swoją korzyść. Wcześniej nazywałem to funkcją partycypacji, ale dziś sądzę, że trafniej jest mówić o funkcji manipulacji\*. Gdyby obie te funkcje działały oddzielnie, mogłyby bardzo dobrze służyć swoim celom: pojmowanie dawałoby ludziom wiedzę, a ich działania przynosiłyby pożądane rezultaty. Dlatego najwygodniej jest zakładać, że funkcje te rzeczywiście działają oddzielnie. I faktycznie, nieraz tak zakładano, zwłaszcza w teorii ekonomii. Jednak to założenie nie jest zasadne, chyba że w bardzo wyjątkowych okolicznościach, w któ-

---

\* Psycholodzy kognitywni nazywają ją funkcją wykonawczą. Arystoteles nazywał ją rozumowaniem praktycznym, a funkcję kognitywną – rozumowaniem teoretycznym.



rych ludzie celowo oddzielają jedną funkcję od drugiej. Oddzielność funkcji może dotyczyć socjologów, którzy w pełni poświęcają się zdobywaniu wiedzy, ale już nie sprawdza się w odniesieniu do uczestników wydarzeń badanych przez tych socjologów. Socjolodzy i ekonomiści ignorują ten fakt z przyczyn, które wyjaśniam w dalszej części książki.

Kiedy obie funkcje działają jednocześnie, wchodzą z sobą nawzajem w interakcje. Jeśli funkcja kognitywna ma dawać wiedzę, to badane zjawiska społeczne muszą być od niej niezależne; tylko wtedy zjawiska można rozumieć jako fakty, do których odnoszą się stwierdzenia badacza. I analogicznie: decyzje, jeśli mają dawać pożądane skutki, muszą opierać się na wiedzy. Gdy obie funkcje działają łącznie, na decyzje wpływają nie tylko fakty, ale też intencje i oczekiwania dotyczące przyszłości. Przyszłość jest oczywiście nie do zmienienia, ale przyszłość zależy od decyzji uczestników. Wniosek z tego jest taki, że uczestnicy nie mogą opierać decyzji na wiedzy, ponieważ muszą brać pod uwagę nie tylko fakty teraźniejsze i przeszłe, ale też swoje oczekiwania względem przyszłości. Intencje i oczekiwania w odniesieniu do przyszłości stwarzają dwukierunkowe powiązanie między myśleniem uczestników i sytuacjami, w których biorą oni udział. Ta dwukierunkowość ma zgubny wpływ na obie funkcje: zdarzenia stają się nieprzewidywalne i mniej pewne, a obserwacje uczestników tracą status wiedzy.

Aby określić wartość funkcji, potrzeba zmiennej niezależnej, która determinuje wartość zmiennej zależnej. Określając oddziaływanie funkcji kognitywnej, możemy założyć, że faktyczna obserwowana sytuacja jest zmienną niezależną, a poglądy uczestników to zmienna zależna. W odniesieniu do funkcji manipulacji można by przyjąć

założenie odwrotne. W sytuacjach, gdy zachodzi interferencja dwukierunkowa, jedna funkcja odbiera drugiej zmienną niezależną, bez której nie można osiągnąć sensownych rezultatów. Tej dwukierunkowej interferencji nadałem nazwę: zwrotność. Sytuacje zwrotne charakteryzują się *brakiem zależności* między obserwacjami uczestników i faktyczną sytuacją. Weźmy na przykład rynek akcji. Ludzie kupują i sprzedają akcje, przewidując wzrosty albo spadki, ale przyszłe ceny akcji zależą od oczekiwań inwestorów. Oczekiwanie nie są wiedzą. Wobec braku wiedzy uczestnicy muszą kierować się w swoich decyzjach subiektywnym osądem. W związku z tym wyniki często odbiegają od oczekiwań.

Twórcy teorii ekonomicznych zrobili wiele, aby wyłączyć zwrotność ze swoich analiz. Z początku zwolennicy ekonomii klasycznej po prostu zakładali, że uczestnicy rynku podejmują decyzje, odwołując się do wiedzy doskonałej; między innymi na tym założeniu oparli teorię rynku doskonałego. Ekonomiści skonstruowali krzywe podaży i popytu i stwierdzili, że rządzą one decyzjami uczestników rynku. Kiedy ta koncepcja była krytykowana, chowali się za logiką metodologii i przyjętej konwencji. Lionel Robbins, który był moim profesorem w London School of Economics, twierdził, że sytuacja gospodarcza zależy wyłącznie od relacji między popytem i podażą, a czynniki kształtujące popyt i podaż wykraczają poza zakres analizy\*. Uznając popyt i podaż za zmienne wzajemnie niezależne, Robbins eliminował możliwość zwrotnej interakcji między nimi. To podejście zostało wykorzystane pełniej w teorii racjonalnych oczekiwań, która mierza

---

\* L. Robbins, *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, Macmillan, Londyn 1932.

do konkluzji, że również przyszłe ceny rynkowe można prognozować niezależnie od subiektywnych postaw i błędów percepcji uczestników rynku.

Stwierdzam, że teoria racjonalnych oczekiwań ukazuje funkcjonowanie rynków finansowych w całkowicie błędnym świetle. Wprawdzie poza kręgami akademickimi nie traktuje się już jej poważnie, jednakże koncepcja, zgodnie z którą rynki finansowe same korygują swoje błędy i dążą do równowagi, do dziś jest dominującym paradygmatem, na którym bazują różne instrumenty syntetyczne i modele wyceny na rynkach finansowych. Dochodzę do wniosku, że ten paradygmat jest fałszywy i powinniśmy jak najszybciej się go pozbyć.

Jest faktem, że uczestnicy rynku nie są w stanie opierać swoich decyzji na wiedzy. Dwukierunkowe powiązanie zwrotne między funkcjami kognitywną i manipulacji wprowadza element niepewności i nieprzewidywalności. Dotyczy to także władz monetarnych sterujących polityką makroekonomiczną i rynkami. Przedstawiciele obu tych grup kierują się przesłankami wysnutymi z niedoskonałego rozumienia sytuacji, w jakich biorą udział. Nie da się jednak wyeliminować elementu niepewności wbudowanego w dwukierunkowe powiązanie funkcji kognitywnej i manipulacji. Gdybyśmy uznali ten fakt, nie tylko lepiej rozumielibyśmy niektóre okoliczności, ale także lepiej radzilibyśmy sobie z rodzącymi się problemami.

Wniosek ten prowadzi do kluczowej tezy mojej koncepcji. Otóż stwierdzam, że zjawiska społeczne różnią się od zjawisk przyrodniczych. W wypadku zjawiska przyrody istnieje łańcuch przyczynowo-skutkowy łączący jeden zestaw faktów bezpośrednio z następnym. W wypadku zjawisk z udziałem ludzi ten łańcuch jest bardziej złożony. Tu przyczynami zdarzeń są nie tylko fakty, ale też poglądy

uczestników oraz interakcje między faktami i poglądami. Istnieje dwukierunkowe powiązanie faktów z opiniami: uczestnicy z jednej strony usiłują zrozumieć sytuację (fakty i opinie), z drugiej – próbują na nią wpłynąć (tu również wchodzi w grę fakty i opinie). Interakcja między funkcjami kognitywną i manipulacji oddziałuje na łańcuch przyczynowo-skutkowy, w którym jeden zestaw faktów przestaje wprost prowadzić do następnego, ale oddaje i kształtuje poglądy uczestników. Ponieważ poglądy przestają odnosić się do faktów, wkłada się niepewność, jakiej nie ma w wypadku zjawisk przyrodniczych. Element niepewności wpływa zarówno na fakty, jak i na poglądy uczestników. Zjawiska przyrodnicze niekoniecznie są zdeterminowane uniwersalnymi prawami nauki. Ze zjawiskami społecznymi jest inaczej.

Pozwólcie, że wyjaśnię zagadnienie niepewności zjawisk społecznych, posługując się korespondencyjną teorią prawdy i koncepcją zwrotności. Logicznie byłoby definiować zwrotność jako zależność między badanym zjawiskiem i nim samym. Ja jednak używam tego pojęcia w nieco innym rozumieniu: piszę o dwukierunkowym powiązaniu między myśleniem uczestników i sytuacją, w której uczestniczą.

Wiedza to prawdziwe twierdzenia. Twierdzenie jest prawdziwe wtedy i tylko wtedy, gdy jest zgodne z faktami. Tak głosi korespondencyjna teoria prawdy. Jeśli ma zaistnieć zależność – korespondencja – to fakty i twierdzenia dotyczące tych faktów muszą być nawzajem niezależne. Tego warunku nie da się spełnić, gdy stawimy część świata, który usiłujemy zrozumieć. Dlatego nie potrafimy opierać decyzji na wiedzy. Musimy nadrabiać luki w wiedzy przypuszczeniami, które wynikają z doświadczenia, instynktu, emocji, zwyczajów albo innych

nieobiektywnych czynników. To właśnie poglądy i subiektywne przekonania wprowadzają do rzeczywistości element niepewności.

Jest w tej koncepcji głęboki sens, a zarazem kryje się w niej nieodgadniona łamigłówka. I dlatego właśnie teoria zwrotności nie jest powszechnie uznawana. Jeśli chodzi o rynki finansowe, znam odpowiedź: zwrotność nie pozwala ekonomistom tworzyć teorii, które wyjaśniałyby i wskazywały przyszłe wahania cen tak, jak badacze zjawisk przyrody wyjaśniają i prognozują na przykład pogodę. Ekonomisci, chcąc nadać ekonomii status nauki i utrzymać go, zadali sobie wiele trudu, żeby wyeliminować zwrotność z analiz i rozważań. Jeśli chodzi ogólnie o rzeczywistość, stoję na mniej pewnym gruncie, ponieważ nie znam filozofii wystarczająco dobrze. Sądzę, że filozofowie już próbowali rozwiązać ten problem w rozmaity sposób. Arystoteles na przykład odróżniał rozumowanie teoretyczne (tj. funkcję kognitywną) od rozumowania praktycznego (tj. funkcji manipulacji). Jednak filozofowie byli pochłonięci funkcją kognitywną do tego stopnia, że nie przykładali wagi do funkcji manipulacji.

Filozofowie dostrzegali i badali kognitywną niepewność towarzyszącą twierdzeniom, których prawdziwość zależy w części od nich samych. Jako pierwszy dotknął tego problemu grecki filozof Epimenides z Krety, kiedy stwierdził, że Kreteńczycy zawsze kłamią. Paradoxs kłamcy doprowadził w końcu do tego, że Bertrand Russell podzielił twierdzenia na te, które odnoszą się do samych siebie (samozwrotne), i te, które nie zawierają takiego odniesienia. Filozofowie analityczni także badali problemy związane z twierdzeniami wywierającymi wpływ na sytuacje, do których się odnoszą. Jednak koncentrowali się głównie na aspekcie kognitywnym. Fakt, że zjawiska

społeczne różnią się w swojej strukturze od zjawisk przyrodniczych, nie zdobył szerokiego uznania. Z kolei Karl Popper, który stał się moim głównym źródłem inspiracji, głosił doktrynę jedności metody, czyli twierdził, że zjawiska przyrodnicze i zjawiska społeczne powinno się badać jednakowymi metodami, stosując jednakowe kryteria. Oczywiście ten punkt widzenia nie jest jedyny, ale przeważa wśród badaczy nauk społecznych, którzy aspirują do statusu, jaki mają badacze zjawisk przyrody. Trzeba przyznać, że nie wszyscy badacze nauk społecznych tak postępują. Antropolodzy i w większości też socjologowie nawet nie próbują naśladować badaczy zjawisk przyrody, ale nie mają tak szerokich wpływów jak ci, którzy próbują to robić.

Teoria zwrotności akcentuje relacje między myśleniem i rzeczywistością. Ma zastosowanie tylko w wąskim segmencie rzeczywistości. W świecie przyrody zdarzenia zachodzą niezależnie od tego, co kto myśli; dlatego można je wyjaśniać i prognozować z w miarę dużą pewnością. Zwrotność dotyczy jedynie zjawisk społecznych, a dokładnie sytuacji, w których uczestnicy nie mogą opierać swoich decyzji na wiedzy. To trudność, która komplikuje nauki społeczne. Nauki przyrodnicze są od niej wolne.

Zwrotność można rozumieć jako cyrkularność albo pętlę sprzężenia zwrotnego między poglądami uczestników i faktycznym stanem rzeczy. Ludzie opierają decyzje nie na faktach, jakim stawiają czoło, ale na percepcji i interpretacji faktów. Ich decyzje wpływają na faktyczne sytuacje (funkcja manipulacji), a zmiany sytuacji pociągają za sobą zmiany percepcji (funkcja kognitywna). Te dwie funkcje działają równolegle, a nie sekwencyjnie. Gdyby sprzężenie zwrotne było sekwencyjne, odkrywalibyśmy fakty, potem te fakty zmieniałyby naszą percepcję, następnie zauważa-

libyśmy nowe fakty, znowu wnosilyby one zmiany do naszej percepcji itd. Ale ponieważ te procesy występują symultanicznie, percepcja uczestników i faktyczny stan rzeczy stają się nieprzewidywalne i niedefiniowalne. Takie rozumienie zwrotności bardzo pomaga poznawać zjawiska zachodzące na rynkach finansowych. To, czy nazywamy ów mechanizm cyrkularnością, czy sprzężeniem zwrotnym, jest kwestią interpretacji. Tak czy inaczej, dwukierunkowa interakcja jest prawdziwa. Cyrkularność nie jest błędem interpretacji; błędem jest zaprzeczanie, że istnieje cyrkularność. Teoria zwrotności naprawia ten błąd.

Podsumowując, trudność w naukach społecznych sprawiają impulsy zwrotne, które zmieniają rzeczywistość widzianą oczami uczestników badanych zjawisk. Uczestnicy znajdują się w pułapce: mogą wpływać na bieg wydarzeń, ponieważ ich decyzje kształtują przyszłość, ale nie mogą decydować, opierając się na wiedzy. Pozostaje im budować poglądy na świat, które nie odnoszą się do rzeczywistego stanu rzeczy. Czy zdają sobie z tego sprawę, czy nie, muszą działać na bazie przekonań, które nie wypływają z rzeczywistości. Błędne interpretowanie rzeczywistości odgrywa w wyjaśnianiu i prognozowaniu zjawisk dużo większą rolę, niż powszechnie się sądzi. Jest to najważniejsze nowe odkrycie, jakie ma do zaoferowania teoria zwrotności. Obecny kryzys finansowy stanowi tego przekonujący przykład.

Zanim przedstawię szczegóły teorii, cofnę się nieco i wyjaśnię, jak ją budowałem. Jak zapewne się orientujesz, wpływa ona z mojego osobistego doświadczenia. Już w młodym wieku widziałem, jak ideologie oparte na fałszywych założeniach zmieniają rzeczywistość. Nauczyłem się też, że istnieją okresy, kiedy normalne zasady nie mają zastosowania, a to, co anormalne, staje się normalne.