

Strona tytułowa

I. Wstęp

W ekonomii istnieje wiele symboli, które pomimo łatwej w odbiorze terminologii i wysokiej sugestywności, wyjaśniają skomplikowane, a nader wszystko bardzo istotne, realne zjawiska zachodzące w gospodarkach. Wśród słów-kluczy mamy np. bańki spekulacyjne, czy zapożyczony z epidemiologii efekt zarażenia. Jednakże symbolika ekonomiczna okazuje się bardzo pomocna nie tylko w wyjaśnieniu poszczególnych pojęć, ale służy również dobremu przedstawieniu całych, niejednokrotnie bardzo złożonych i długotrwałych zjawisk. W świetle m.in. kryzysu finansowego 2007-2009 możemy powiedzieć, że tak jak rozprzestrzenianie się wirusów w organizmie powoduje niejednokrotnie śmierć całego układu, tak samo rozprzestrzenianie się „zarazy” w systemie finansowym prowadzi nie tylko do poważnych kryzysów finansowych, ale również do kryzysów ekonomicznych – obumarcia realnych sfer gospodarek, czego świadkami jesteśmy w ostatnich kilku latach. Ze względu zaś na silne współzależności zglobalizowanych gospodarek, kryzysy ekonomiczne nie pozostają wyizolowaną częścią jakiegoś państwa, ale nierzadko rozlewają się po całym świecie. Dlatego też znacznie ważniejsze od dawkowania drogich leków o wątpliwej skuteczności, jest wytworzenie finansowego systemu autoimmunologicznego, który byłby w stanie zwalczać punktowe napięcia w tym niezwykle ważnym układzie.

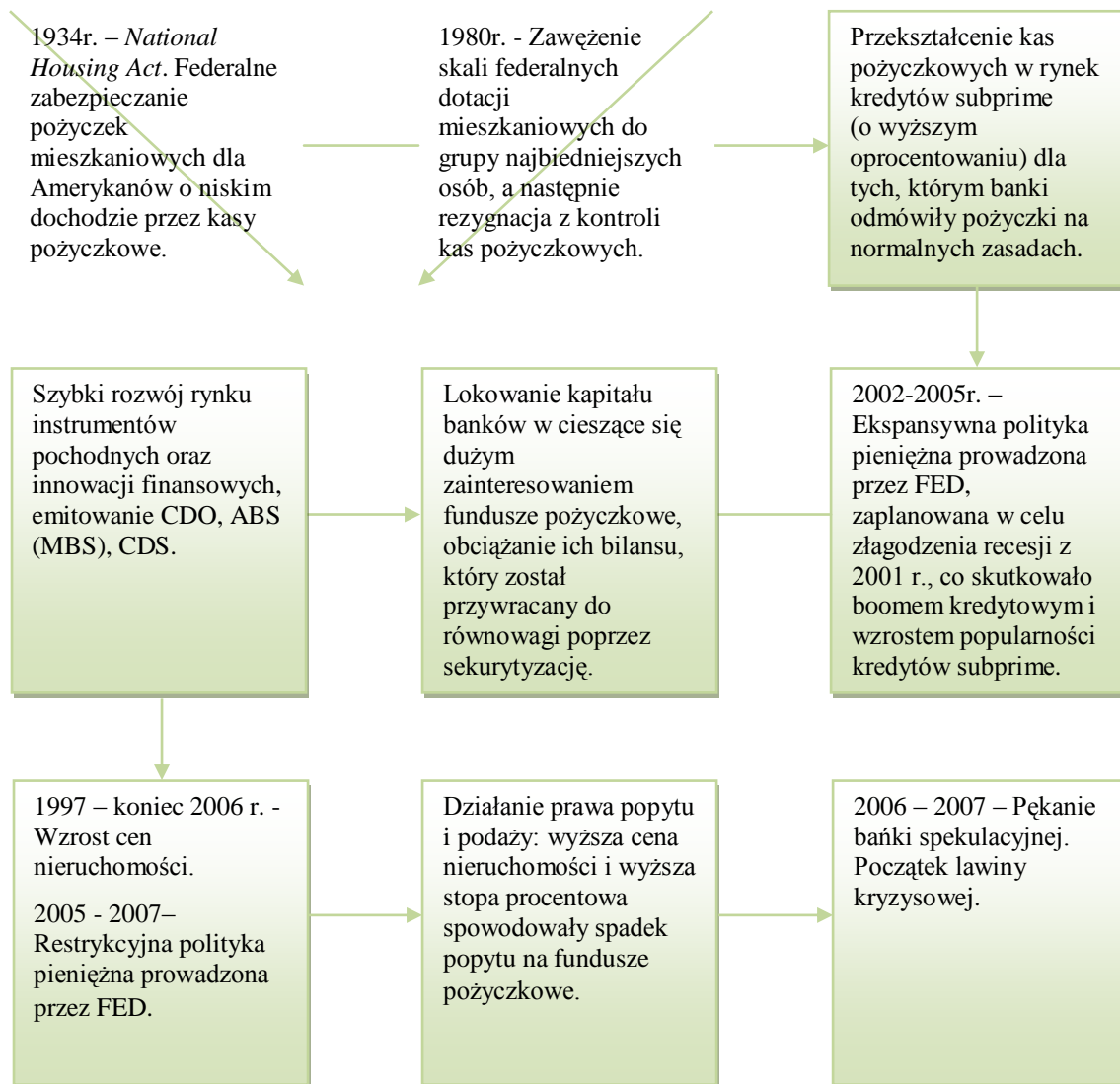
II. Pojęcie kryzysu finansowego

Pierwsze wzmianki o poważnych kryzysach w sferze finansowej pochodzą już ze starożytnego Rzymu. Przez ponad 2000 lat istnienia systemu finansowego, przykłady poważnej destabilizacji sfery finansowej odnajdujemy zarówno w krajach rozwijających się, jak i rozwiniętych. Podchodząc do kryzysu finansowego, jako zagadnienia teoretycznego należy stwierdzić, że w literaturze nie występuje jedna, powszechnie uznana definicja tego zjawiska. Kryzysy finansowe pojawiające się w gospodarkach o znacznym udziale sektora bankowego w systemie finansowym są często utożsamiane z kryzysami bankowymi, których definicje są jednak niewystarczające do opisu załamań finansowych obejmujących szersze segmenty rynku finansowego. Każdy kryzys finansowy „rządzi się własnymi prawami”, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wielu różnorodnych definicjach, jednakże na potrzeby pracy, która traktuje o kryzysie subprime, można wykorzystać objaśnienie Międzynarodowego Funduszu Walutowego: *kryzys finansowy to sytuacja, w której znaczna część instytucji finansowych posiada aktywa o wartości rynkowej niższej od ich zobowiązań,*

co prowadzi do runu lub przesunięć w ich portfelach, upadku niektórych instytucji oraz interwencji rządu¹.

III. Kryzys subprime

Przed odpowiedzią na pytanie dotyczące wniosków, które możemy wysnuć z kryzysu subprime dla funkcjonowania państwa i rynku, warto prześledzić, w jaki sposób doszło do tak poważnych wydarzeń (Rysunek 1). W analizie skupiamy się na Stanach Zjednoczonych, ponieważ w zdecydowanej większości to właśnie amerykańskie błędy polityczne jak i niedoskonałości rynkowe doprowadziły do kryzysu. Schemat przedstawiony poniżej jest jedynie „planem wydarzeń” kryzysu finansowego – ukazaniem następujących po sobie faktów, które miały wpływ na powstanie kryzysu.



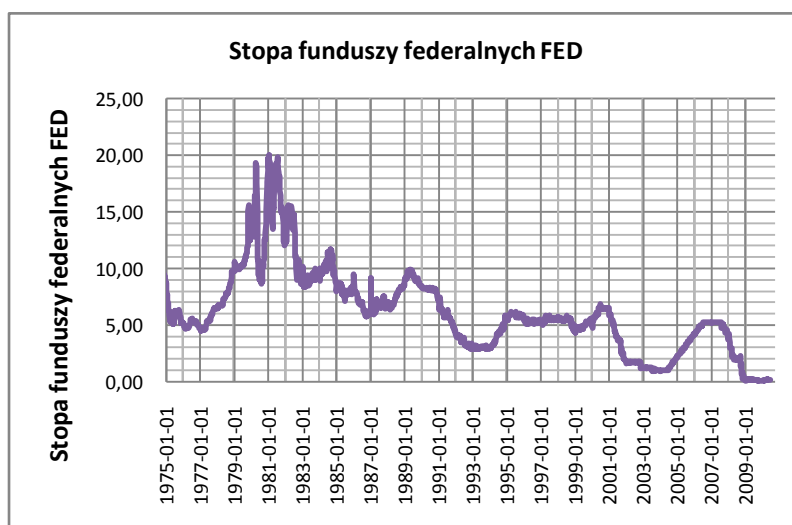
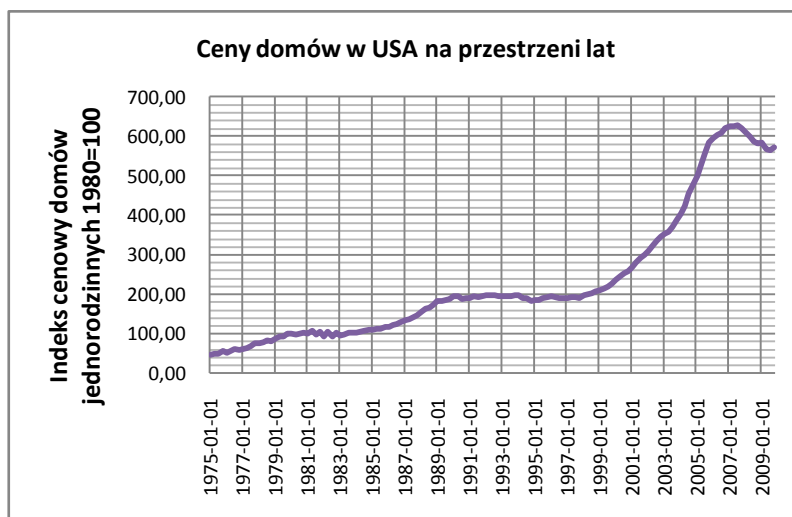
Rysunek 1 „Plan wydarzeń” kryzysu finansowego. Opracowanie własne.

¹ V. Sundarajan, T.J.T. Baliño: *Banking crises: cases and issues*. IMF, Washington D.C. 1991, s. 3.

Z powyższej ilustracji wynika, że cały proces rozpoczął się kilkadziesiąt lat temu i był zapoczątkowany przez niekonsekwentną politykę państwa oraz postrzeganie niemożności posiadania własnego domu przez Amerykanów jako przykład zawodności rynku, a nie rodzaju naturalnej selekcji. Rola instytucji finansowych w całym kryzysie jest wtórna – reagowały one na system bodźców w sposób, na który zezwalały regulacje państwa. W dalszej części pracy pragnę przyjrzeć się dokładnie lekcji, którą powinno wyciągnąć zarówno państwo, jak i rynek.

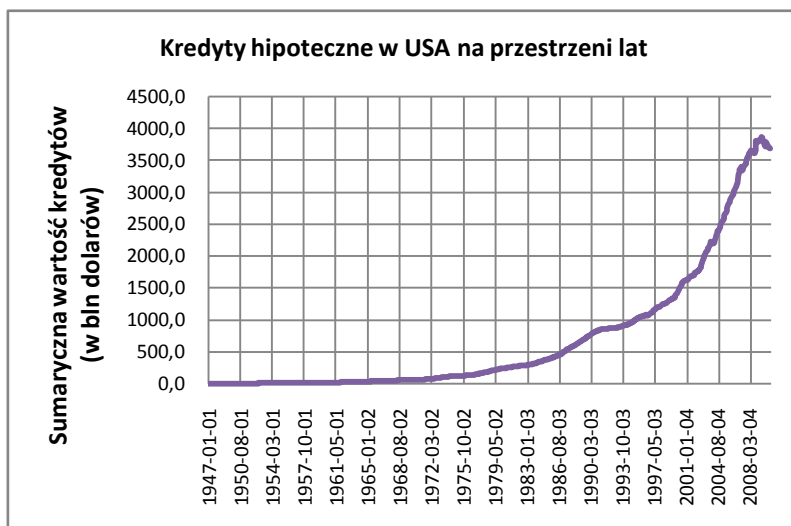
IV. Kryzys finansowy a państwo.

Po pierwsze, kryzys odsonił poważne niedociągnięcia w wielu aspektach polityki ekonomicznej, w szczególności makroekonomicznej polityki stabilizacyjnej, zarówno po stronie monetarnej jak i fiskalnej, a także podkreślił zasadność pytania o niezależność banku centralnego.



Rysunek 2 Ceny domów w USA, a stopa funduszy federalnych FED.

Warto rozpocząć od przytoczenia faktu, że w ostatnich 40 latach amerykański rynek przeżył w sumie 3 bańki spekulacyjne na rynku nieruchomości (1976-79, 1986-89, 1997-2007). Dane pokazują (rysunek 2), że w trakcie tworzenia się pierwszych dwóch baniek cenowych, Bank Centralny USA zdecydował się podnosić stopy procentowe, co spowodowało ich pęknięcie zanim jeszcze zdążyły się nadmiernie rozwinąć.

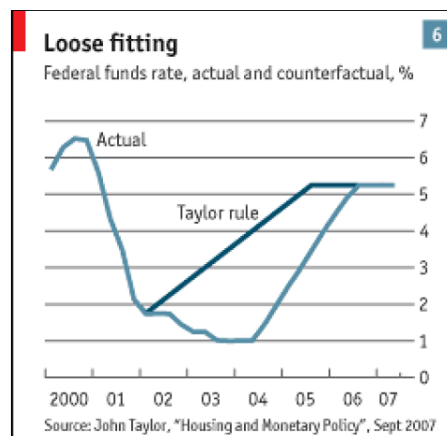


Rysunek 3 Wartość kredytów hipotecznych (prime i subprime) w USA, 1947-2010

z innymi czynnikami do powstania największego wzrostu cen w dziejach rynku nieruchomości USA.

Trafnie odniósł się do tej sytuacji Milton Friedman mówiąc, że „chcąc uczynić więcej dobra, niż uczynić możemy, w istocie wprowadzamy głębokie zakłócenie, które może tylko zwiększyć, a nie zmniejszyć panującą destabilizację”.

Jednakże poza lekcją, którą świetnie zamyka w jednym zdaniu amerykański noblista, literatura udowadnia przy użyciu Reguły Taylora, że polityka monetarna po 2000 r. stała się nieprzewidywalna i co gorsza, nietrafna. Po okresie tzw. *The Great Moderation* z lat 1980-2000, nastąpił okres, który wskazuje na zaniechanie przez władze monetarne spójnej czasowo polityki monetarnej na rzecz polityki dyskrecjonalnej. W jednym z wydań tygodnika *The Economist* z 2007 r. odnalazłem warte



Rysunek 4 Wykres z tygodnika *The Economist* z 18 października 2007 r.

przywołania wnioski dotyczące polityki monetarnej podczas kryzysu. Dane pokazują (rysunek 4), że o ile stopy procentowe od połowy 2001 do końca 2005 były poniżej wartości sugerowanej przez Regułę Taylora, to już w 2006 roku stopy wygenerowane przez model teoretyczny współgrały z tymi, które były ustalone przez władze monetarne. Co więcej, Taylor (2007) pokazuje statystycznie znaczący dowód na to, że to właśnie „przestrzelenie” stóp procentowych mogło doprowadzić do dynamicznego boomu mieszkaniowego podsycanego boorem kredytowym. Nie ma zatem wątpliwości, że lekcja kryzysowa powinna być nauką powrotu do zrównoważonej i niezaskakującej uczestników rynku polityki

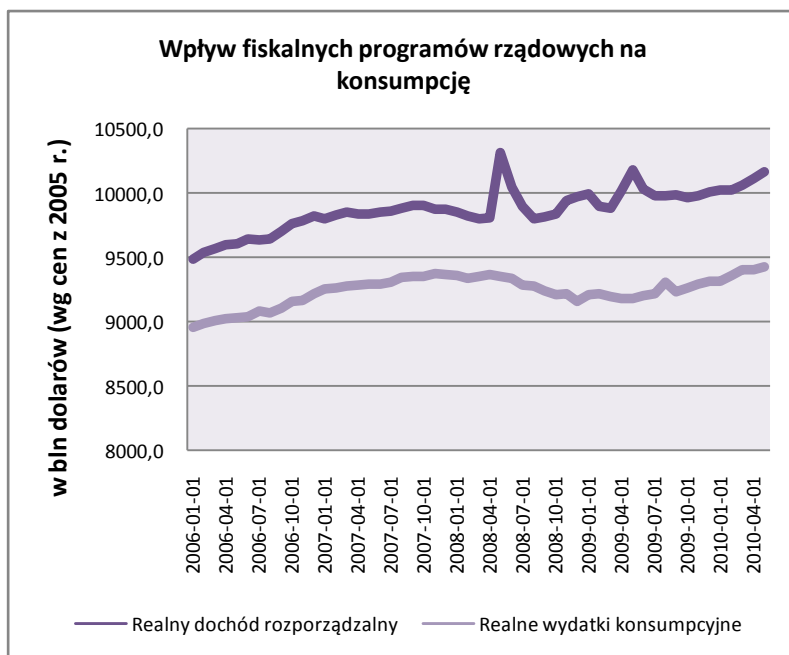
Jednakże w 2001 roku – w czasie niewielkiej recesji spowodowanej bańką internetową, FED podjął decyzję o obniżeniu stóp procentowych do najniższego poziomu od około 40 lat, co doprowadziło do ekspansji kredytowej w wysokości

53% od 2000 do 2003 r. (rysunek 3) i w efekcie wraz

monetarnej z lat *The Great Moderation* – czasów niskiej i stabilnej inflacji oraz wysokiego, stabilnego wzrostu światowego PKB, ponieważ błędy popełniane przez decydentów w tym zakresie mają niepodważalny wpływ na realne procesy gospodarcze.

Jednakże lekcja z kryzysu nie tylko kwestionuje sens czynienia więcej dobra niż pozwalają uwarunkowania koniunkturalne, ale również stanowi dowód na to, że w istocie pojawiają się symptomy nierespektowania niezależności banku centralnego. Zacieśnia się granica pomiędzy działaniami strony monetarnej mającymi na celu odbudowanie krótkookresowej niestabilności finansowej, a masowymi programami stymulującymi czy wsparciem finansowym uskutecznianym dzięki kreacji pieniądza. Takie zachowanie budzi jednak wątpliwości, jeśli uświadomimy sobie, że Bank Centralny to instytucja w założeniu niezależna od rządu.

Kryzys postawił również pytanie o zasadność fiskalnych pakietów stymulujących gospodarkę. Analizę warto rozpocząć od przytoczenia jednej z ekonomicznych teorii konsumpcji, która została opracowana przez wspomnianego już Milтона Friedmana (1957) i nosi nazwę *hipotezy dochodu permanentnego*. Friedman twierdzi, że krótkookresowe zmiany dochodu osobistego mają mały wpływ na wydatki konsumpcyjne, bowiem te ostatnie są funkcją długoterminowych oczekiwań dochodowych. Rozszerzając to rozumowanie moglibyśmy uznać, że trend konsumpcyjny ekstrapolowany z okresu poprzedzającego szok dochodowy nie powinien odbiegać od konsumpcji, która nastąpiła po tym szoku. Mówiąc inaczej, jeśli hipoteza dochodu permanentnego jest prawdziwa, fiskalne programy stymulujące gospodarkę zorientowane na powiększanie dochodu rozporządzalnego, który w



założeniu mogły być „wydany” na dodatkową konsumpcję powiększającą zagregowany popyt, nie będą miały odzwierciedlenia w danych. W analizie odwołujemy się do dwóch programów fiskalnych wprowadzonych w Stanach Zjednoczonych – z 2008 (152 mld dolarów) i 2009 r.

Rysunek 5 Dochód rozporządzalny a konsumpcja.

- w sumie 787 mld dolarów, w tym na wsparcie dochodu rozporządzalnego około 100 mld. Z przedstawionego rysunku widać, że o ile dochód rozporządzalny znacząco się zmienił, tyle trudno jest zauważyć jakikolwiek wpływ na zmianę konsumpcji. Krótkookresowy skok konsumpcyjny z 2009 roku to zasługa rządowego programu o nazwie Cash for Clunkers (pieniądze za wraki), czyli rabatów na zakupy nowych samochodów. Po około 1,5 miesiąca jednak konsumpcja wraca do swego wcześniejszego poziomu, trudno zatem uznać taki sposób pobudzania gospodarki za wydajny. Zmienną, która nie wraca do swego wcześniejszego poziomu po tak krótkim czasie jest deficyt budżetowy. Otwarte pozostaje pytanie czy warto gromadzić dług publiczny, który wcześniej czy później „odbije się” na gospodarce w różny sposób (np. efektem wypierania, zarówno w sensie międzynarodowym, tj. zgodnie z modelem Mundella-Fleminga, w którym wzrost stopy procentowej powoduje aprecjację waluty i spadek eksportu, czy też krajowym – związanym ze zmniejszeniem się inwestycji).

Kolejna ważna lekcja kryzysowa dla funkcjonowania państwa związana z działalnością państwa jest taka, że rządowa ochrona dużych firm i instytucji przed upadkiem grozi *pokusą nadużycia*, skutkującą podejmowaniem coraz większego ryzyka, co bazuje na przekonaniu, że jeśli raz było się „za dużym, by upaść”, nie ma podstaw, aby sądzić, że w przypadku następnego załamania będzie się niewystarczająco „dużym”, aby zostać pozbawionym pomocy rządowej, co naturalnie zachęca do podejmowania znacznie większego ryzyka. Warto zauważyć, że programom wsparcia finansowego podlegają jedynie wielkie firmy bądź instytucje (Tabela 2), co bynajmniej nie jest efektem problemów koordynacyjnych w zarządzaniu wielkim

| Nazwa „beneficjenta” | Rok udzielenia wsparcia | Kwota wsparcia (w mld dolarów). W cenach z 2008r. |
|---|-------------------------|---|
| <i>Penn Central Railroad</i> | 1970 | 3,2 |
| <i>Lockheed</i> | 1971 | 1,4 |
| <i>Franklin National Bank</i> | 1974 | 7,8 |
| <i>Miasto Nowy Jork</i> | 1975 | 9,4 |
| <i>Chrysler</i> | 1980 | 4,0 |
| <i>Continental Illinois National Bank and Trust Company</i> | 1984 | 9,5 |
| <i>Instytucje finansowe dotknięte przez kryzys S&L</i> | 1989 | 293,3 |
| <i>Przemysł lotniczy</i> | 2001 | 18,6 |
| <i>Bear Stearns</i> | 2008 | 30 |
| <i>Fannie Mae/Freddie Mac</i> | 2008 | 400 |
| <i>American International Group (A.I.G.)</i> | 2008 | 180 |
| <i>Przemysł samochodowy</i> | 2008 | 25 |
| <i>Troubled Assets Relief Program</i> | 2008 | 700 |
| <i>Citigroup</i> | 2008 | 280 |
| <i>Bank of America</i> | 2009 | 142,2 |

Tabela 1 Wsparcie finansowe rządu USA na przestrzeni lat.

przedsiębiorstwem, ale stanowi dowód tezy, że warunkiem koniecznym i wystarczającym do podejmowania nadmiernego ryzyka jest poczucie bycia „za dużym, by upaść”. Czy jednak stanowi to potwierdzenie opinii wielu, że pokusa nadużycia to najprostszy i najlepszy dowód na irracjonalność i chciwość instytucji finansowych? W momencie wprowadzenia wsparcia finansowego duże firmy sądzą, że konsekwencje ekonomiczne nadmiernego ryzyka skutkującego stratami finansowymi przechodzą na państwo, co oznacza, że te firmy nie mają żadnego ekonomicznego interesu w tym, aby zapobiec ponoszeniu strat, a niejednokrotnie mogą z premedytacją podejmować działania skutkujące stratą, jeśli tylko pojawia się prawdopodobieństwo odniesienia dodatkowych korzyści. Konkluzja jest taka, że system zachęt powinien zostać przebudowany, aby dać sygnał rynkowi, że złe zarządzanie i ponoszenie nadmiernego ryzyka może skutkować upadkiem. Tylko wtedy polityka gospodarcza uniknie pułapki pokusy nadużycia i wymusi na instytucjach odpowiedzialne gospodarowanie własnymi zasobami.

Dzięki kryzysowi wiemy również, że regulacje państwowe, które wymykają się swym fundamentalnym założeniom mogą doprowadzić do poważnych problemów. Jednym z aspektów jest system podatkowy, który zaczął mocno odstawać od zasady *neutralności podatkowej*, tj. sytuacji, w której nie powinien on stanowić determinantu działań ekonomicznych (Tabela 1). O ile teoria neutralności podatkowej jest bardzo obiecująca, w realnym świecie systemy podatkowe jedynie starają się zbliżyć się do ideału. Nie ma jednak wątpliwości, że nie powinny one gratyfikować potencjalnie niebezpiecznych zachowań firm i konsumentów, tak jak było w przypadku amerykańskim.

| Efektywne stawki opodatkowania | |
|---------------------------------------|-----|
| <i>Debt – financed corporate</i> | -6% |
| <i>Equity – financed corporate</i> | 36% |
| <i>Tenant – occupied housing</i> | 18% |
| <i>Owner – occupied housing</i> | -5% |

Tabela 2 Źródło: CBO (2005).

W literaturze panuje przekonanie, że decyzje finansowe firm są w znaczącym stopniu determinowane przez sposób opodatkowania (Graham, 2003). W przypadku kryzysu subprime, firmy finansujące swe inwestycje z pieniędzy pożyczonych spotkały się z efektywną stawką opodatkowania w wysokości -6%, zaś dla konsumentów zadłużających się pod zastaw domu była przeznaczona negatywna stawka efektywnego opodatkowania w wysokości -5%. Oznacza to, że w istocie system podatkowy dopłacał do inwestycji

finansowanych przez zadłużenie, co skłaniało firmy do funkcjonowania przy wysokim wskaźniku stopnia dźwigni finansowej i okazało się destruktywne podczas spadku zainteresowania kredytami. Konsumenci również mieli zachętę do zadłużania się ponad miarę, często pod zastaw ich własnych domów (*Home Equity Loans*²), co z kolei zmniejszało *equity* ich posiadłości i tym samym zwiększało ryzyko niewypłacalności. Jednym z następnych przywilejów podatkowych zachęcających do inwestowania w własne posiadłości, przeznaczonym głównie dla gospodarstw domowych o niskim dochodzie była możliwość odpisu od federalnego podatku dochodowego oprocentowania za kredyt, co jednak w założeniu jest błędne, ponieważ osoby o niskim dochodzie rzadko płacą podatek dochodowy, w efekcie czego skorzystały na tym głównie osoby zamożne, które było stać na kupno dużych posiadłości. Warto wspomnieć, że od 1995 do 2009 roku, kredyty hipoteczne zwiększyły udział w dochodzie narodowym 52% do 87%³. Lekcja, którą należy wyciągnąć jest taka, że system podatkowy stanowi źródło bodźców ekonomicznych, które zgodnie z hipotezą rynku efektywnego informacyjnie będą materializowane przez uczestników rynku. Państwo powinno więc stymulować gospodarkę poprzez podatki w taki sposób, aby nie tylko realizować swe cele fiskalne i polityczne, ale również gwarantować długookresową stabilność, która odgrywa kluczową rolę w tworzeniu szans rozwojowych.

V. Kryzys finansowy a rynek.

Wcześniejszy rozdział był poświęcony lekcjom, które z kryzysu powinna wyciągnąć administracja państwowa. W tak krótkiej pracy łatwo narazić się na uogólnienia, dlatego też przy wyciąganiu wniosków skupiłem się na przypadku amerykańskim, aczkolwiek znaczna większość konkluzji stosuje się także do innych państw. W przypadku rynkowej strony kryzysu, skupienie się na Stanach Zjednoczonych nie jest już subiektywnym wyborem, bowiem to właśnie tam można doszukać się znacznych odchyleń, które wraz z niewątpliwym udziałem państwa doprowadziły do kryzysu; dlatego też to właśnie w USA należy zakorzenić rynkowe lekcje z ostatniego kryzysu.

Z mojej perspektywy, fundamentem znacznych dewiacji rynkowych był problem, który w ekonomii nazywamy *teorią kosztów agencji*. Problem agencji powstaje wtedy, gdy

² Home equity loan to rodzaj kredytu konsumenckiego *second mortgage* udzielanego pod zastaw nieruchomości, które najczęściej są oprocentowane niżej od zwykłych kredytów konsumenckich, co wywodzi się z faktu zabezpieczenia tego kredytu poprzez nieruchomość. Dla tego typu pożyczek nie istnieje rynek wtórny, zatem banki muszą obciążać swe księgi rachunkowe aż do momentu spłaty zadłużenia przez kredytobiorcę.

³ Federal Reserve Flow of Funds

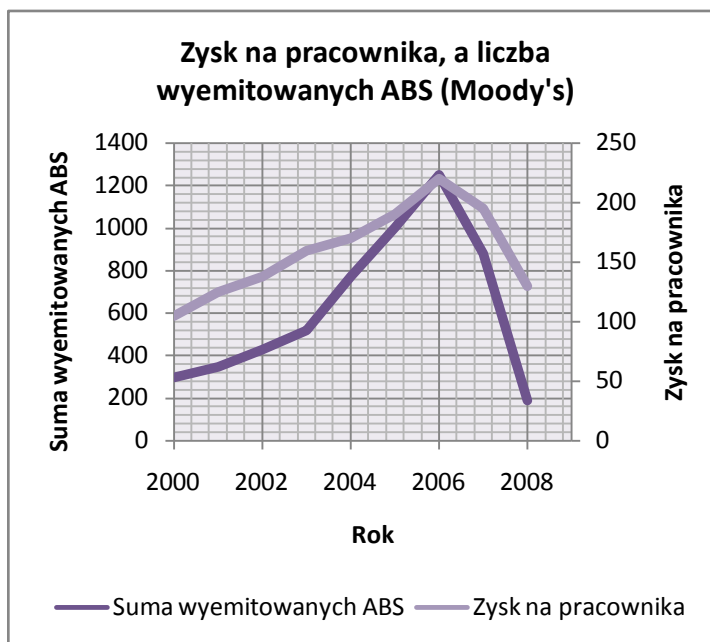
mamy do czynienia z konfliktem celów i interesów pomiędzy uczestnikami lub, gdy istnieją zapory kosztowe z perspektywy przełożonego w weryfikacji i regulacji tego, co jego podwładny wykonuje. W świetle tej definicji możemy wyróżnić dwie części rynku, które zostaną poddane analizie. Pierwsza z nich obejmuje uczestników rynku, których cele i interesy nie są doskonale oddzielone, zaś druga obejmuje relację rynek – państwo.

W przypadku relacji horyzontalnej, tj. pomiędzy wewnętrznymi uczestnikami rynku, pierwszą kwestią wartą uwagi jest sekurytyzacja, przez wiele lat uważana była za bardzo efektywny „wynalazek finansowy”, który w znacznym stopniu gwarantował lepszą dystrybucję ryzyka w systemie. Keys (2008) pokazuje, że istnieje ścisły związek pomiędzy sekurytyzacją kredytów hipotecznych oraz obniżeniem się standardów przyznawania tych kredytów, co dowodzi faktu, że przyczyniła się ona do powstania bańki cenowej na rynku nieruchomości. Trudno jednak winić sekurytyzację jako narzędzie finansowe, ponieważ intencje w jej stosowaniu są jak najbardziej właściwe. Problemem w modelu *originate – to – distribute*, był fakt, że jedyne informacje, którymi dysponował inwestor kupujący pochodne od kredytów hipotecznych instrumenty finansowe, była relacja wartości kredytu do ocenianej wartości domu oraz tzw. *FICO credit score*. Cytując Krinsmana (2007): „W 2005 i 2006 roku pożyczkodawcy ułatwili uzyskiwanie kredytów *subprime*. Dla przykładu, typowy kredytobiorca *subprime* z wynikiem kredytowym FICO pomiędzy 450 i 680 mógł otrzymać kredyt bez zabezpieczenia, nie dostarczając nawet dokumentów potwierdzających jego dochodu czy aktywów i realizować spłacanie kredytu poprzez tzw. *Adjustable rate mortgages (ARM)*⁴”. Brak widocznego podzielenia interesów inwestorów i emitentów np. *Mortgage – Backed Securities* doprowadził do tego, że celem tych drugich nie było realizowanie *dobrych praktyk* w udzielaniu kredytów, ale skupianie się na sprawdzeniu, czy dana posiadłość może być ewentualnie sprzedana. Ważne jest zatem doprowadzenie do takiej sytuacji, aby ryzyko współdzielone było przez obydwie strony np. poprzez wymóg „trzymania” we własnych księgach rachunkowych części wyemitowanych transz tak, aby również w interesie emitentów było dbanie o jakość tworzonych kredytów. być ewentualnie sprzedana. Ważne jest zatem doprowadzenie do takiej sytuacji, aby ryzyko współdzielone było przez obydwie strony np. poprzez wymóg „trzymania” we własnych księgach rachunkowych części wyemitowanych transz tak, aby również w interesie emitentów było dbanie o jakość tworzonych kredytów.

⁴ *Adjustable Rate Mortgage* to oprocentowanie zmienne polegające na tym, że przez pierwsze 2 lata kredytobiorca płacił preferencyjnie oprocentowaną ratę w 6% (aczkolwiek zanotowano też oprocentowanie w wysokości 1 czy 2%), a następnie ratę o znacznie wyższym oprocentowaniu: najczęściej był to 6- miesięczny LIBOR + 6%.

Mówiąc o sekurytyzacji nie sposób wspomnieć o roli agencji ratingowych, które w znacznym stopniu przyczyniły się do złej oceny ryzyka. Po pierwsze, zaczynając od lat 70, można zauważyć znaczny konflikt interesów pomiędzy instytucjami emitującymi papiery wartościowe, a agencjami ratingowymi, których zadaniem było ocenianie tych papierów będąc jednocześnie opłacanym przez te same firmy. Taki układ sprzyja np. korupcji, ponieważ firmom ogromnie zależy na uzyskaniu dobrych ratingów, które stanowią jedyną informację o jakości oferowanych produktów posiadaną przez inwestorów. Co więcej, rating instrumentów sekurytyzowanych nie jest zakorzeniony, tak jak w przypadku ratingu obligacji,

w fundamentach, ale bazuje modelach matematycznych, które pomimo swej niewątpliwej spójności naukowej, nie inkorporują fundamentalnych informacji, w tym danych nt. kredytobiorców i sytuacji, w której się znajdują. Należy również pamiętać, że także w interesie agencji ratingowych było wystawianie ocen jak największej ilości instrumentów, w tym ABS czyli *Asset – Backed Securities* (Rysunek 6). Używając terminologii mikroekonomicznej można wręcz powiedzieć, że w latach znacznego wzrostu cen nieruchomości agencje przeżywały swoiste korzyści skali z wystawiania kolejnych ratingów.



Rysunek 6 Zysk na pracownika, a liczba wyemitowanych ABS

Kolejnym przykładem horyzontalnego problemu agencji jest fakt wytworzenia złego systemu zachęt, tj. błędnego sposobu wynagradzania pracowników sektora bankowego, który skupia się na krótkoterminowych zyskach. Pracownicy dostający roczne bonusy mają wielką zachętę do tego, aby podejmować nadmierne ryzyko w swych decyzjach kierując się zasadą, że korzyść odniesiona z ryzykownych decyzji bezpośrednio wpływa na większy bonus pieniężny, zaś koszty w przypadku ewentualnych strat nie są oczywiście pokrywane przez nich samych, ale przez firmy, w których są zatrudnieni. Sprawia to, że stają się bardziej skłonni do ryzyka, co biorąc pod uwagę liczbę osób zatrudnionych w sektorze finansowym (przede wszystkim poza bankowością komercyjną, tj. w bankowości inwestycyjnej, funduszach hedgingowych itd.) daje ogromne zagregowane ryzyko. Jest to zatem w istocie

problem bardzo podobny do opisywanej we wcześniejszym rozdziale pokusy nadużycia z punktu widzenia firm uzyskujących wsparcie od państwa, w tej sytuacji występuje on jednak w skali mikroekonomicznej.