

CZEKAJ

FLEJTERSKI

KALICKI

KOWALIK

KRZEŚNIAK

ŁASKI

MAŁECKI

MICHAŁSKI

ORŁOWSKI

KOŁODKO

Globalizacja, kryzys i co dalej?

OSIATYŃSKI

PARA

PIĄTKOWSKI

PODKAMINER

ROSATI

SZYMAŃSKI

TOMKIEWICZ

ŻYŻYŃSKI

wydawnictwo

poltext

Globalizacja, kryzys i co dalej?

*Profesorowi
Andrzejowi K. Koźmińskiemu
w roku jubileuszu*

Globalizacja, kryzys i c o d a l e j ?

redakcja naukowa
Grzegorz W. Kołodko

wydawnictwo
poltext

Recenzenci

prof. dr hab. Danuta Gotz-Kozierkiewicz

prof. dr hab. Juliusz Kotyński

Redakcja

Anna Goryńska

Projekt okładki

Studio Karandasz

Skład i łamanie

JOLAKS – Jolanta Szaniawska

© Copyright by POLTEXT sp. z o.o.

© Copyright by Akademia Leona Koźmińskiego
Warszawa 2010

POLTEXT sp. z o.o.

01-694 Warszawa, ul. Oksywska 32

tel.: (022) 832-07-07, (022) 632-64-20

e-mail: wydawnictwo@poltext.pl

internet: www.poltext.pl

ISBN 978-83-7561-116-8

SPIS TREŚCI

Grzegorz W. Kołodko Zanim nadejdzie Jeszcze Większy Kryzys 7

CZĘŚĆ I. UWARUNKOWANIA SYSTEMOWE 15

Jerzy Żyżyński Neoliberalizm – ślepa uliczka globalizacji 17

Witold M. Orłowski Świat po kryzysie. Dylematy nowego ładu gospodarczego 45

Tadeusz Kowalik Kryzys systemu w perspektywie alterglobalizmu 57

Władysław Szymański Jakie wnioski wyciągniemy z kryzysu 71

Grzegorz W. Kołodko Neoliberalizm i systemowy kryzys globalnej gospodarki 88

CZĘŚĆ II. ŹRÓDŁA I MECHANIZMY 101

Dariusz Rosati Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego
w USA w latach 2007-09 103

Stanisław Flejterski Globalny kryzys bankowo-finansowy.
Geneza, aktorzy, konsekwencje 134

Krzysztof Kalicki, Arkadiusz Krześniak Polityka pieniężna w strefie euro i USA
a ceny aktywów w świetle doświadczeń z kryzysu 155

CZĘŚĆ III. KRYZYS A SPRAWA POLSKA 187

Jan Czekaj Wpływ światowego kryzysu gospodarczego na polską gospodarkę 189

Jerzy Osiatyński Strategia makroekonomiczna Polski w warunkach światowego
kryzysu i jej wyzwania u progu 2011 roku 210

Witold Małecki Globalny kryzys finansowo-gospodarczy a integracja Polski
ze strefą euro 230

| | |
|---|------------|
| CZĘŚĆ IV. CO DALEJ? | 255 |
| Jacek Tomkiewicz Polityka makroekonomiczna w UE. Jakie słabości kryzys obnażył, jakie zmiany są konieczne | 257 |
| Kazimierz Łaski, Leon Podkaminer Wyzwania dla polityki gospodarczej Unii Europejskiej | 268 |
| Marcin Piątkowski Światowy kryzys i jego implikacje dla wzrostu gospodarczego w UE-10 | 282 |
| Sylwia Para Perspektywy sterowania gospodarką światową po kryzysie | 298 |
| Ryszard Michalski Globalny kryzys finansowo-gospodarczy a zmiana układu sił w gospodarce i finansach świata | 317 |
| | |
| SPIS TABEL | 339 |
| | |
| SPIS RYSUNKÓW | 341 |
| | |
| INDEKS | 343 |
| | |
| INFORMACJA O AUTORACH | 353 |

Grzegorz W. Kołodko

ZANIM NADEJDZIE JESZCZE WIĘKSZY KRYZYS

Jak dotychczas, nie ma ani intelektualnego, ani tym bardziej politycznego konsensusu co do istoty kryzysu. Trwają kontrowersje tak w kwestii jego uwarunkowań systemowych i sprawczych przyczyn natury technicznej, jak odnośnie do mechanizmów przesądzających o ruchu strumieni i zasobów ludzkich, rzeczowych i finansowych. Nie wygasły do końca spory co do następstw ekonomicznych i społecznych. No i, co bardziej zrozumiałe, nie ma wciąż zgody, na jakiej teorii ekonomicznej oprzeć politykę gospodarczą, aby nie tylko poradzić sobie z przejawami i skutkami kryzysu, lecz także przede wszystkim skutecznie zapobiegać podobnym szkodliwym perturbacjom w przyszłości.

Jak dotychczas? Ktoś powie: przecież jest dopiero rok 2010, więc nie oczekujmy tak prędko zbyt wiele. Niech wpieryw podlecą się rany, niech opadnie pył, niech uspokoi się rozkołysany przez kryzysowe tapniecie grunt, a zwłaszcza niech będzie nam dany czas na pogłębioną teoretyczną refleksję. Nie dziwny się przeto, że nie ma zgody co do istoty kryzysu gospodarczego. Tak, ale powyższe uwagi sformułowałem nie pod adresem kłopotów z wyjaśnieniem sensu (bezsensu?) współczesnego kryzysu, lecz w odniesieniu do Wielkiego Kryzysu z lat 1929–30. Osiemdziesiąt lat temu wstrząsnął on prawie całym światem, szczególnie dotkliwie dając się we znaki najpotężniejszym gospodarkom świata, od Stanów Zjednoczonych począwszy, i do dziś nie ma w środowisku ekonomicznym jednolitych poglądów, jak do niego doszło i co z tego wynika...

Tamten kryzys był nie tylko wielkim szokiem dla masy ludzi i nieszczęściem dla jakże wielu konsumentów i przedsiębiorców, pracowników i kapitalistów. Był także okazją do zasadniczych przeobrażeń w ekonomii i polityce, czyli – patrząc pod nieco innym kątem – w teorii i praktyce, w sposobie myślenia o gospodarce i w jej uprawianiu. Zakończyła się wtedy pewna epoka, gdyż okazało się, że dalsza prosta kontynuacja procesów reprodukcji, w oparciu o wcześniej dominujące zasady i uznawany paradygmat, nie jest już możliwa. Konieczna była zmiana. I tamten kryzys ją

wymusił. Był on zatem „Wielki” nie tylko ze względu na ogrom szkód, które wyrządził społeczeństwom i gospodarkom, lecz także był wielki, zważywszy na zakres zmian, jakie spowodował.

Pokryzysowe przekształcenia były niejednorodne, co miało swoje wielowarstwowe podłoże: kulturowe, polityczne, społeczne, ekonomiczne i technologiczne. Pewne zjawiska i procesy były możliwe, chociażby dlatego, że w apogeum znajdował się kolonializm czy też z tej przyczyny, iż w zamożniejszej części podzielonego świata królowała industrializacja i właściwy jej sposób organizacji produkcji. Inne były nie do pomyślenia, chociażby ze względów technologicznych, nie dysponowano bowiem stosownymi technikami rachunkowymi i nie istniał internet, czy politycznych, bo niemożliwe było pojawienie się „wyłaniających się rynków” (*emerging markets*), gdyż kraje zniewolone przez imperializm miały zajmować właściwe, przypisane im przez światowe mocarstwa miejsce na końcu szeregu.

Pamiętajmy, że osiem dekad temu nie tylko inaczej niż obecnie funkcjonowała gospodarka ze względu na właściwe jej struktury i instytucje (w znaczeniu nie organizacyjnym, lecz behawioralnym, czyli reguły ekonomicznej gry). Przede wszystkim nie miała ona charakteru ogólnoświatowego, z całym typowym dla ery globalizacji systemem wzajemnych powiązań i współzależności zjawisk, procesów i regionów, co jest cechą współczesności. Wówczas wyłonił się nie tyle wewnętrznie sprzężony świat, ile wyraźnie zarysowały się jego zantagonizowane części, o zgoła odmiennych sposobach funkcjonowania polityki i gospodarki. W konsekwencji losy różnych krajów i części świata potoczyły się rozmaicie.

Z jednej strony, na gruncie brytyjsko-amerykańskim powstała i rozwinęła się wielka teoria ekonomii, keynesizm. Dość szybko, bo już po kilku latach, począwszy od 1936 roku, na tej teoretycznej podstawie wyłoniło się jakościowo nowe podejście do polityki gospodarczej. Dzięki ówczesnemu prezydentowi Stanów Zjednoczonych, Franklinowi D. Rooseveltowi zrodził się tak zwany New Deal, czyli Nowy Ład (albo Nowy Porządek). Ten system ideologii i polityki, przez stosowne regulacje prawne oraz interwencje makroekonomiczne, polegające zwłaszcza na wpływaniu władz państwowych metodami fiskalnymi i monetarnymi na zagregowany popyt w gospodarce narodowej, śmiało korygował ekscesy mechanizmów spontanicznego rynku.

Z drugiej wszak strony, wyłoniły się paskudztwa, które zatrwały atmosferę na długie lata. Po europejskiej stronie Atlantyku rodzi się niemiecki nazizm i włoski faszizm. Po azjatyckiej stronie Pacyfiku tężeje japoński militarizm. W Związku Radzieckim impetu nabiera stalinizm. Żadna z tych dewiacji nie mogłaby się rozwinąć, gdyby nie Wielki Kryzys 1929–33. Doprowadził on dość szybko do jeszcze większych zaburzeń w postaci wielkiego konfliktu ideologicznego, politycznego i militarnego, do II wojny światowej – z wszystkimi jej zgubnymi humanitarnymi i gospodarczymi następstwami. Tak ogromnych strat ludzkich i materialnych nie poniosła cywilizacja nigdy wcześniej ani później. Jak dotychczas.

Nam dana rzeczywistość jest inna. Olbrzymie piętno wywiera na niej obecna faza rewolucji naukowo-technicznej, z całym splotem implikacji dla sposobu gospodarowania. W ciągu niespełna pokolenia zrodziła się gospodarka sieci, umożliwiając przekazywanie praktycznie nieograniczonej ilości informacji w czasie bez mała rzeczywistym. Rozwija się, zwłaszcza w krajach bogatszych w kapitał ludzki, gospodarka oparta na wiedzy. Rozpędu nabrała globalizacja, w wyniku której powstała ogólnoswiatowa, wzajemnie sprzężona gospodarka. I to w takim właśnie otoczeniu kulturowo-technologicznym nadszedł obecny kryzys. Najczęściej ujmowany jest on w ramach czasowych 2008–10 (niekiedy już od roku 2007), choć pod jakimi datami zostanie zapisany w annałach, to się jeszcze okaże.

Dopiero z czasem liczonym na wiele lat, jeśli nie wręcz dekad, okaże się też, co z obecnego kryzysu wyniknie dla przyszłości. Jak głębokie będą zmiany cywilizacyjne, skoro kryzys ten ma wiele symptomów wydarzenia o takim właśnie, cywilizacyjnym wymiarze? Jak funkcjonować będą mechanizmy koordynacyjne na skalę globalną, bo w kręgach profesjonalnych w zasadzie panuje zgodność poglądów co do tego, że stoimy współcześnie w obliczu imperatywu zgrywania decyzji polityki gospodarczej i podejmowanych działań w skali transnarodowej? Jak ma wyglądać pokryzysowa architektura organizacyjna zglobalizowanej gospodarki, skoro wadliwość tej istniejącej w ostatnich latach była jedną z przyczyn kryzysu? Jak ma przebiegać reinstytucjonalizacja ogólnoswiatowej gospodarki w obliczu jeśli nie kompromitacji (jak uważają jedni), to co najmniej niewydolności (jak woleliby inni) reguł gry, pisanych i nie, dotąd rządzących procesami ekonomicznymi?

To tylko parę z głównych pytań, na które trzeba poszukiwać odpowiedzi. Być może nieustannie. Nie sędzę bowiem, że obecny czas zamętu spowoduje jakąś równie głęboką rewolucję naukową, jak onegdaj przełom keynesowski. Sytuacja tego wymaga, ale zarazem to uniemożliwia. Dlaczego? Otóż uwikłani jesteśmy w swoisty paradoks. Z jednej strony, podczas ostatniego pokolenia na naszych oczach (i z naszym udziałem) wyłania się coraz bardziej współzależny układ ogólnoswiatowej gospodarki. Mogłoby to sugerować, że stając się coraz bardziej zwartym konglomeratem, będzie ona ewoluować w jednym i tym samym kierunku. Do czasu wybuchu kryzysu wydawało się, że przesłanek przemawiających za akurat takim scenariuszem na przyszłość było coraz więcej. Z drugiej jednak strony, nawet pobieżne analizy pokazują, że światowa gospodarka, ten wielki konglomerat, nie daje się skroić na jeden wzór. Tak jak nie wszystkie kraje świata kroczyły taką samą drogą przed kryzysem, tak tym bardziej nie pójdą identyczną ścieżką po kryzysie. W różnych miejscach Ziemi, pomimo globalizacji, będzie miejsce na różne opcje polityki gospodarczej, opierające się na różnych systemach wartości i na niejednej teorii ekonomicznej.

Świat skazany jest na heterogeniczność, co bynajmniej nie oznacza, że nie jest on skazany na kontynuację globalizacji. Nie musi ona wszakże dokonywać się na jedną modłę, a już z pewnością nie na modłę neoliberalną,

która do globalnego kryzysu doprowadziła. Trwać bowiem może – i powinien – proces globalizacji, ale przy różnorodności podsystemów rynkowej gospodarki kapitalistycznej. Kontynuacja liberalizacji i postępującej w ślad za nią integracji w jeden ogólnosiwiatowy rynek towarów, kapitału, siły roboczej i informacji nie wyklucza wielotorowości procesów rozwojowych. Dowodzą tego choćby rozmaite doświadczenia pierwszej dekady XXI wieku, kiedy to do światowego, sprzężonego wewnątrznie układu gospodarczego poprzez w miarę konsekwentne otwieranie się na zewnętrzne stosunki gospodarcze – handlowe, kooperacyjne, inwestycyjne, finansowe – włączają się Chiny i Brazylia, Rosja i Nigeria, Polska i Egipt, Meksyk i Indonezja, a nawet Nepal i Senegal czy Mongolia i Gwatemala. Nie idą one takimi samymi drogami, ale wszystkie kroczą magistralą wytyczoną przez wspólną falę globalizacji.

Tak więc przyszłość różnych gospodarek narodowych po tym kryzysie jest i będzie niejednorodna, podobnie jak po tamtym Wielkim Kryzysie sprzed osiemdziesięciu laty. Nie chodzi tu przy tym tylko o niuanse, lecz także o różnice istotne. O ile jedne kraje pójdą drogą bardziej liberalnych rozwiązań instytucjonalnych, o tyle inne obiorą orientacją na relatywnie większą interwencyjną rolę państwa. Podczas gdy jedne gospodarki czy nawet całe regionalne ugrupowania integracyjne wolą rozwój bardziej społecznie zrównoważony, inne usiłować będą kontynuację modelu neo-liberalnego, dopatrującego się w większym zróżnicowaniu społecznym jednej z motorycznych sił rozwoju gospodarczego. W świecie przyszłości znajdzie się miejsce i dla kapitalizmu amerykańskiego, i dla japońskiego. Zmieści się tam każde z państw tak zwanej grupy BRIC, a więc Brazylia, Rosja, Indie i Chiny. Ale znajdzie swoje nisze również wiele innych krajów ze wszystkich kontynentów. Tak naprawdę to pomieszczą się tam one wszystkie, łącznie z Myanmar i Zimbabwe, Arabią Saudyjską i Kubą, no bo jak nie tam (czyli tu), to gdzie?

Pytanie wszakże, które pozostaje aktualne, dotyczy zdolności współczesnej cywilizacji do przewycięzania konfliktogenności funkcjonowania takiego globalnego, heterogenicznego konglomeratu. Czy zarzewia drzemiących konfliktów – nie tylko ekonomicznych, lecz także kulturowych, społecznych, etnicznych, politycznych – da się okiełznać? Sto lat temu tak właśnie sądziło wielu, a już kilka lat później świat uwikłany był w wielką wojnę. Ledwie skończyła się I wojna światowa, a już kilkanaście lat później świat zanurzył się w Wielkim Kryzysie 1929–33.

Czy zatem położenie cywilizacji i gospodarki światowej jest obecnie mniej złożone niż wtedy? Czy ludzkość, w tym jej elity intelektualne i polityczne, rozumieją dostatecznie dużo i wiedzą co trzeba, żeby podejmować zawczasu właściwe działania? Czy klasa polityczna i mający często nie mniej do powiedzenia liderzy biznesu potrafią i zechcą podjąć działania, które uniemożliwią przeistoczenie się sytuacji konfliktogennej – bo taka wciąż ona jest – w konfliktową? Przecież na cały obecny kryzys – od jego systemowych uwarunkowań i sprawczych źródeł poprzez mechanizmy i przebieg

po doraźne i długofalowe skutki – możemy spojrzeć jak na fenomen zrodzony przez brak zdolności systemu gospodarczego i towarzyszącej mu polityki do przewycięzania sprzeczności interesów ekonomicznych. Czy po kryzysie – jak już po nim będzie, no bo przecież jeszcze nie jest – tych zdolności będzie więcej?

Takiej pewności bynajmniej mieć nie możemy. Trwa bowiem IV wojna światowa. Po tamtych dwu, łącznie z mniej więcej pokolenie temu zakończoną (choć chyba wciąż nie w pełni) zimną wojną, uwikłani jesteśmy w kolejną. Bo historia nie tylko się nie skończyła, lecz jej bieg jakby znowu się zaognił. Trudno oprzeć się wrażeniu, że w ferworze nieustannych sporów ideologicznych, politycznych i ekonomicznych tak naprawdę toczy się wielka światowa wojna między ideami, poglądami, a przede wszystkim interesami. Jaki będzie ostateczny efekt tego starcia, nie wiadomo. Nie dojdzie ani do tak skrajnej polaryzacji politycznej i ustrojowej, jak stało się to wskutek poprzedniego Wielkiego Kryzysu; ten obecny bowiem nie przyniesie ludzkości takich paskudztw jak faszyzm ani takich dobrodziejstw jak keynesizm, choć bez wątpienia pojawi się nowy paradygmat i nowe teorie oraz inna niż ostatnio dominująca aksjologia. Co zaś trwające starcie przyniesie, zależy przynajmniej po części od tego, jak rozprawi się ze współczesnym kryzysem i sama z sobą ekonomia. Sama z sobą, bo niepozbawiony podstaw jest pogląd, że ta dyscyplina wiedzy też znajduje się w zapaści, podobnie jak gospodarka, którą usiłuje objaśnić i zmienić. Dość powszechne stosowanie zasady zbiorowej odpowiedzialności powoduje, że zaufanie społeczne do ekonomii – i do ekonomistów jako profesjonalnej grupy – zeszło do rekordowo niskiego poziomu. Jest to o tyle ciekawe i smutne zarazem, że pośród ogromu głoszonych poglądów ekonomicznych – również na temat wszelakich aspektów kryzysu – znaleźć można bezsprzecznie słuszne wyjaśnienia. Może jeszcze nie da się z tego złożyć przekonującej teorii, ale materiału przyczynkarskiego z pewnością nie brakuje. Problem w tym, że ekonomia – w odróżnieniu od innych dziedzin nauki – wikła się ideologicznie i politycznie i dlatego też z dużo większą dozą trudności przechodzi weryfikację teoretycznej poprawności. Bywa, że trzeba na to czekać pokolenia całe. Podobnie może być i tym razem.

Ekonomia to nauka o sposobach przewycięzania sprzeczności między interesami ekonomicznymi, a polityka gospodarcza – przynajmniej ta skuteczna z ogólnospołecznego punktu widzenia – to zdolność rozładowywania *ex ante* sytuacji grozących konfliktem. Na jakiej przeto teorii oprzeć tak rozumianą politykę w przyszłości? Przecież nie na tej, która do obecnego kryzysu doprowadziła. A wielu ekonomistów i polityków, lobbystów i komentatorów do takiego *status quo ante* chciałoby doprowadzić. I o to idzie walka. O to, czy da się wrócić na stare (dla jednych jak najbardziej dobre, dla innych wręcz odwrotnie), utarte ścieżki robienia interesów bez dostatecznej troski o negatywne efekty zewnętrzne (ekonomiczne, społeczne i ekologiczne). Ale zarazem o to, czy uda się taki powrót – w te stare,

zgubne, bo kryzysogenne koleiny aniżeli dobrze ukierunkowane ścieżki – uniemożliwić?

Weźmy taki tylko, ale za to jakże wymowny przykład. Oto jedno z najbardziej opiniotwórczych pism świata, „The Economist”, z nieukrywaną troską o ratowanie ustroju stosunkowo niedawno temu pisało: „Nadszedł czas, by odłożyć dogmaty i politykę na bok i skupić się na praktycznych odpowiedziach. To oznacza więcej rządowej interwencji, aniżeli politykom czy nawet wolnorynkowym gazetom zazwyczaj by się podobało” (*Saving the system*, „The Economist”, 11.10.2008, s. 13). A już kilkanaście miesięcy później (i po zaangażowaniu ogromnych publicznych pieniędzy w ratowanie od bankructwa prywatnych firm finansowych) ta sama „wolnorynkowa gazeta” na okładkach i w artykułach wstępnych przestrzegała przed nadmiernym interwencjonizmem, strasząc lewiatanem – tym wszystko pożerającym potworem, czyli państwem, które niby szkodzi przedsiębiorczości i rozwojowi (*Stop! The backlash against the government*, 23.01.2010 oraz *Leviathan Inc. The state goes back into business*, 07.08.2010).

Najpierw w celu ratowania sektora prywatnego potrzebna była znacząca interwencja państwa, zwłaszcza jak największy środków publicznych. Teraz z kolei potrzebny jest jak najmniejszy zakres interwencjonizmu, aby rynek mógł funkcjonować bez ograniczeń, czyli jakoby bez zakłóceń. Jakże szybko zapomina się, że to właśnie brak stosownych ograniczeń jest jedną z przyczyn kryzysu! Chodzi tu więc o przestrogi czy ponownie o zatroszczenie się o interesy ekonomiczne nielicznych kosztem licznych? To państwo szkodzi zdrowej przedsiębiorczości i zrównoważonemu rozwojowi społeczno-gospodarczemu, czy może tak czyni niedostatek dobrej państwowej regulacji i adekwatnej interwencji? I co to jest ta właściwa regulacja oraz na czym ma polegać ta stosowna interwencja? Bez odpowiedzi na tak postawione pytania nie będzie wiadomo, czy idziemy do przodu właściwą ścieżką rozwoju, czy może znowu zaczynamy błąkać się zgubnymi koleinami.

Tę sprawę uważam za kluczową dla przyszłości. Tak też do sprawy podchodziłem już wiele lat temu, również wtedy, kiedy wpierym przestrzegałem przed ryzykiem nadciągającego kryzysu, a potem już zapowiadałem nieuchronność jego nadejścia. Tak też się stało i teraz trwają debaty – intelektualne i polityczne, naukowe i gazetowe, poważne i żenujące – jak doszło do kryzysu? Czy był do uniknięcia? Winni są politycy czy ekonomiści? Jacy ekonomiści? Uznani teoretycy czy może bankowi analitycy nagłaśniani przez współdziałające z nimi, jakże często krańcowo skorumpowane przez grupy interesu, media? Akademiccy uczeni czy praktycy, którzy a to przygniecieni zachłannością i krótkowzrocznością, a to niepotrafiący stawić czoła rynkowej nawałnicy destrukcyjnych spekulacji, nie byli w stanie postępować racjonalnie? Zresztą jeśli chodzi o tych uznanych teoretyków i akademickich uczonych, to akurat w ekonomii da się nimi zapełnić spektrum poglądów, orientacji i szkół bowiem tutaj nie brakuje.

Nie wydaje się zatem, aby środowisko akademickie, obojętnie jak zdefiniowane, było w stanie zaproponować zwartą i przekonującą interpretację współczesnego kryzysu. Próbować wszakże trzeba i warto. Tym bardziej nie należy spodziewać się tego z kręgów politycznych. Interpretacji jest sporo, a będzie jeszcze więcej, sporo bowiem jest też poglądów, niejedna aksjologia, wiele teoretycznych ujęć. Czas wszakże biegnie i sam z siebie bynajmniej nie rozwiązuje piętrzących się problemów. Co gorsza, bywa, że więcej ich tworzy, niż rozwiązuje. Za jakiś czas zatem – i to bynajmniej nie za kolejne osiemdziesiąt lat, kiedy to już nikt z żyjących wówczas nie będzie pamiętał, jak to było naprawdę na przełomie pierwszej i drugiej dekady XXI wieku – problemów, trudności, konfliktów, barier funkcjonowania gospodarki i rozwoju społeczeństwa może być więcej, nie mniej. Dlatego też sposób podejścia do teoretycznego zrozumienia i praktycznego przezwyciężenia kryzysu ma ogromne i dalekosiężne konsekwencje.

Największe zagrożenie tkwi w ryzyku zbyt płytkiego ujęcia zagadnienia. Otóż nie można traktować obecnych perturbacji jako przejściowych zaburzeń o charakterze koniunkturalnym, spowodowanych przyczynami natury technicznej. To nie jest kryzys wywołany niewłaściwym ustawieniem stóp procentowych czy niebilansowaniem budżetów. Nie spowodowała go nieuczciwość jakiejś grupy spekulantów czy naiwność ważnych skądinąd decydentów politycznych. Kryzys nie wziął się z braku rzetelności kilku agencji czy ułomności tej albo innej instytucji. Nie wystarczy zatem upadłość paru wielkich banków, osadzenie w więzieniu kilku oszustów, zmiana jakichś przepisów. Nie można też ograniczyć się tylko do łagodzenia przejawów i usuwania skutków. To czas zamętu, który wymaga wielkich działań systemowych.

Raz jeszcze nie ma tego złego, co by na dobre nie wyszło. Ale jedynie wtedy, gdy wyciąga się właściwe wnioski ze zdarzeń, które nas dotyczą. Rzeczy dzieją się tak, jak się dzieją, ponieważ wiele dzieje się naraz. Wielkim grzechem ekonomii, polityki i zarządzania – bo wszystkie te trzy sfery mają niemało na sumieniu – jest dopuszczenie do kryzysu, ale nie wiem, czy jeszcze większym nie będzie niewykorzystanie możliwości przeprowadzenia fundamentalnych zmian, które bez kryzysowego wstrząsu byłyby nie do zrealizowania.

Aby wykorzystać szansę dokonania zmian, jaką daje nam obecny kryzys, trzeba sięgnąć do pierwotnych mechanizmów sprawczych, po to, aby nie mogły one zadziałać znowu. Jest to bowiem kryzys systemowy. Jest to kryzys strukturalny i instytucjonalny współczesnego kapitalizmu, który dał się podczas ostatniego pokolenia zwieść ułudzie neoliberalizmu. Ewidentnie preferuje on mało produktywny na długą metę kapitalizm spekulantów ponad twórczy kapitalizm przedsiębiorców. A tylko ten drugi – i to też nie bezwarunkowo – może mieć dobrą przyszłość. Aby tak się stało, potrzeba jest ogromna praca. Intelktualna i polityczna. Badawcza i organizacyjna. Popularyzatorska i edukacyjna.

Niezbędne jest przeoranie systemu wartości, które przyświecają społecznemu procesowi gospodarowania. Konieczna jest zmiana wielu instytucji współdecydujących o funkcjonowaniu gospodarki. Nieodzowne jest przeorientowanie sposobów uprawiania polityki gospodarczej. A wszystko to tym razem dokonywać się musi już w wymiarze planetarnym, gdyż podejście z pozycji gospodarki narodowej nie starcza. Jeśli to się nie uda, jeśli nie nastąpi jakościowa przebudowa trójkąta współzależności wartości – instytucje – polityka, tylko kwestią czasu jest, kiedy nadejdzie Jeszcze Większy Kryzys.

Część I

UWARUNKOWANIA SYSTEMOWE

Jerzy Żyżyński

NEOLIBERALIZM – ŚLEPA ULICZKA GLOBALIZACJI

Kryzys, który w 2007 roku zaczął się od załamania rynku substandardowych kredytów hipotecznych w USA, okazał się mieć znacznie szerszy zakres i skutki niż można było – czy chciało się – oczekiwać w pierwszej jego fazie. Choć zgodnie z wcześniejszymi prognozami (Rosati 2009) w 2010 roku ma miejsce wyraźna poprawa sytuacji gospodarczej, to jednak 54% Amerykanów uważa, że gospodarka wciąż pogrążona jest w recesji, tylko 41%, iż zaczyna z niej wychodzić, a tylko 3%, że recesja się skończyła. Nie ma co się temu dziwić, skoro 16,6% zdolnych do wykonywania pracy Amerykanów twierdzi, że nie ma pracy ogóle, pracuje z konieczności w niepełnym wymiarze, jest nie w pełni wykorzystana lub zatrudniona poniżej swoich kwalifikacji (Panzner¹ 2010). Nie lepiej jest oceniana sytuacja w Europie, zdominowanej przez kryzys w Grecji.

Co prawda przywódcy czołowych krajów Zachodu na konferencji grupy G20 w Toronto w czerwcu 2010 roku uznali, że główną drogą do wychodzenia z kryzysu będzie zmniejszenie o połowę deficytu budżetowego ich państw do 2013 roku. I choć ten motyw deficytu budżetowego jest także u nas bardzo nośny politycznie, to przecież jednak nie deficyty budżetowe były przyczyną kryzysu. Przyjęta strategia i cel postępowania antykryzysowego nie są zatem oddziaływaniem na przyczyny. Raczej można je zaliczyć do typowego leczenia objawowego, które zamiast sięgać do pierwotnych źródeł choroby, skupia się na swego rodzaju pudrowaniu jej wizualnych, wtórnych efektów.

Niewątpliwie obecny kryzys to kryzys fundamentalny (Kołodko 2010), a skoro tak, to przywódcy świata zachodniego popełniają błąd. Jest to błąd, gdyż, jak często bywa w przełomowych kryzysach o charakterze strukturalnym, rzeczywistej, źródłowej przyczyny kryzysu należy szukać w strukturalnych zmianach, jakie narastały w światowej gospodarce, a zwłaszcza

¹ Michael Panzner jest uznanym światowym specjalistą ds. rynku finansowego. W 2006 roku ostrzegął przed kryzysem na amerykańskim rynku.

w gospodarce amerykańskiej, w okresie ostatnich kilkudziesięciu lat. Podłożem tych zmian był ten sposób myślenia o gospodarce, jaki w państwach zachodnich dominuje od przełomu lat 70. i 80., określanej jako ideologia neoliberalna. Jej konsekwencją były zmiany strukturalne, które ostatecznie doprowadziły do kryzysu.

1. DOMINACJA IDEOLOGII NEOLIBERALNEJ I NOWEJ EKONOMII

Ekspansja ideologii neoliberalnej rozpoczęła się w latach 70., gdy zaczynały zawodzić stosowane w polityce gospodarczej metody interwencjonizmu państwowego, a w gospodarce amerykańskiej pojawił się nowy typ kryzysu, niepasujący do obowiązującego paradygmatu nauki keynesowskiej: kryzys stagflacyjny.

Nowy paradygmat myślenia o polityce gospodarczej i roli państwa miał inspirację w pracach Friedricha Augusta von Hayeka, który wskazywał na destrukcyjne działanie przymusu ze strony ingerującego w gospodarkę państwa i uwypuklał znaczenie wolności gospodarczej dla nieskrępowanego rozwoju ludzkiej przedsiębiorczości i w efekcie całej gospodarki oraz Milтона Friedmana, który w popularnych pracach, takich jak *Capitalism and Freedom* czy *Free to Choose*, doprowadził do odrodzenia uznania dla prostej logiki praw ekonomii klasycznej, zwłaszcza nauk Adama Smitha.

Pierwsze eksperymenty z lat 70. z aplikacją zaleceń ekonomii klasycznej w polityce gospodarczej wydawały się obiecujące. Za sukces uznano zarówno politykę generała Augusto Pinocheta w Chile (od 1973 roku), jak i premier Margaret Thatcher w Wielkiej Brytanii (od roku 1979), a w następnym dziesięcioleciu prezydenta Ronalda Reagana (od 1980) czy kanclerza Helmuta Kohla (od 1982).

To odzyskiwanie przez ekonomię klasyczną wiodącej roli otrzymało najpierw silne wsparcie ze strony szkoły monetarystycznej, rozwijanej głównie przez Milтона Friedmana i szkołę chicagowską. Co charakterystyczne, u jej podstaw leżała hipoteza ekonomii klasycznej o niezależności sfery pieniężnej i sfery realnej (Domańska 1992). Pogląd ten sprowadzał się do domniemania, że – jak sarkastycznie stwierdził J.M. Keynes – „pieniądz nie wnosi do układu gospodarczego żadnych nowych elementów poza frykcjami” (Keynes 1985), czyli że te dwa obszary kształtują się w gruncie rzeczy autonomicznie. I rzeczywiście, okres od lat 80. pokazał, że autonomiczny rozwój sektora finansowego jest możliwy, i co więcej – nie bez dojmującego w sytuacji kryzysowej wpływu na resztę gospodarki.

U boku monetaryzmu, niejako pod jego opiekuńczymi skrzydłami, rozwinął się nowy nurt teorii ekonomii, zwany ekonomią podaży (*supply-side economics*), który zaważał umysłami intelektualistów, polityków i części zawodowych ekonomistów. Podstawowe jej tezy były bardzo atrakcyjne, aczkolwiek wynikały z prostego zanegowania keynesowskich postulatów regulowania gospodarki przez wspieranie popytu. Co jednak znamienne

i warte podkreślenia, głównym inspiratorem powstania tego nowatorskiego kierunku nie był bynajmniej ekonomista, lecz filozof i socjolog, amerykański neokonserwatysta Irving Kristol, który w artykule *Toward a New Economics* (1977) zaatakował podstawy obowiązującego paradygmatu ekonomii. Za Miltonem Friedmanem nawoływał, by powrócić do „oryginalnego, czystego źródła rozumienia ekonomii, źródła, którego klarowny obraz zmałyły intelektualne aberracje późniejszych czasów” (Kristol 1981). Tym czystym źródłem miały być teorie Adama Smitha, a aberracjami teoria Keynesa z jej popytowym nastawieniem. Powrót do źródeł klasycznych stał się istotą neoliberalizmu jako nowej ideologii. Nazwano go „nową ekonomią”, co miało być kontrapunktem dla opartego na paradygmacie keynesowskim New Dealu.

Podstawowe tezy „nowej ekonomii” wynikały z aksjomatycznego przekonania o absolutnej wyższości niekępowanych żadnymi regulacjami mechanizmów rynkowych i postulatu, by stwarzać wszelkie warunki dla promowania podaży, bo to ma zapewnić powszechne zaspokojenie potrzeb i wzrost dobrobytu. Tak więc nowymi hasłami polityki gospodarczej rządów stały się:

- prymat przedsiębiorcy, negowanie popytu jako siły napędowej gospodarki,
- tworzenie dla przedsiębiorców organizacyjnych warunków dla rozwoju produkcji,
- minimalizacja podatków,
- minimalizacja państwa,
- prywatyzacja przedsiębiorstw i dziedzin działalności, które realizowało dotąd państwo,
- deregulacja,
- minimalizacja innych kosztów,
- uelastycznienie rynku pracy (czytaj: obniżenie płac),
- walka z inflacją.

Neoliberalizm, sięgając do klasycznych źródeł, silnie akcentował tradycyjne liberalne wartości, a przede wszystkim dyscyplinę finansową. W odniesieniu do obszaru odpowiedzialności publicznej rządów domagał się z jednej strony ich ograniczania, zgodnie z postulatem minimalizacji państwa, z drugiej strony, w stosunku do jego finansów, postulował dążenie do równowagi budżetowej, a nawet zalecał stan nadwyżki.

Celem ma być świat bezinflacyjny (*zero-inflation*), stąd propagowanie podejścia monetarystycznego w polityce pieniężnej, podkreślanie niezależności banków centralnych i nadanie im jako podstawowego priorytetu dbania o stabilność pieniądza przy bezwzględnym podporządkowaniu, zepchnięciu na drugi plan pozostałych celów, takich jak dbanie o wzrost gospodarczy i niskie bezrobocie.

Wszystkie te zasady i postulaty są dla laików efektowne i pozornie wydają się słuszne, jednak głębsza profesjonalna analiza może łatwo wykazać ich wątpliwość, gdyż albo zawierają ukryte nierealistyczne założenia, albo wynikają z błędnego rozumienia mechanizmów ekonomicznych lub roli

państwa we współczesnym świecie. Kluczowy dla ekonomii podaży postulat promowania podaży przy jednoczesnym negowaniu potrzeby kształtowania popytu był z gruntu chybiony, gdyż podaż potrzebuje zbytu, dla przedsiębiorcy kluczową kwestią jest koniunktura, której źródłem jest dynamika popytu. Jeśli jej nie ma, to promowane przez polityków warunki dla podaży trafiają w próżnię, a ewentualnie wygenerowany zysk zostaje wykorzystany na wydatki majątkowe gospodarzo jałowe, służące wyłącznie osobistej satysfakcji przedsiębiorcy.

Kwestia podatków jest dla przedsiębiorców w gruncie rzeczy drugo lub trzeciorzędna, a sama koncepcja krzywej Laffera – ulubiony koncepcyjny gadżet zwolenników obniżania podatków, zbyt szumnie nazywany teorią, nigdy nie traktowany poważnie przez ekonomistów (Barro 1997: 390; Stiglitz 2004: 846) – jest, jak można udowodnić, oparty na z gruntu fałszywych podstawach i wynika z niezrozumienia mechanizmów tworzenia dochodów państwa i gospodarczych funkcji podatków (Żyżyński 2009: 151–158).

Postulat totalnej prywatyzacji wszystkich obszarów aktywności gospodarczej i działalności sektora publicznego (na przykład więziennictwa, które można zaliczyć do specyficznych usług albo do szczególnej kategorii działalności organizacyjnej) jest błędny, gdyż po pierwsze, nie dostrzega inherentnych, a więc niezbywalnych, ułomności rynku i abstrahuje od obiektywnego istnienia kategorii dóbr i usług, które lepiej są dostarczane społeczeństwu przez funkcjonujące na zasadzie non-profit instytucje publiczne finansowane z powszechnych składek lub podatków, a po drugie, nie uwzględnia konieczności objęcia publiczną ochroną pewnych kategorii zasobów, które w przypadku oddania ich prywatnej przedsiębiorczości mogą zostać w krótkim czasie zużyte i zmarnowane. Rynek z powodu nastawienia jego uczestników na efekt krótkookresowy nie jest w stanie zabezpieczyć długookresowej trwałości tych zasobów.

Obecne wydarzenia dostarczają wręcz jaskrawego dowodu na błędność koncepcji całkowitej deregulacji. Gospodarka rynkowa potrzebuje zarówno swobody funkcjonowania osób przedsiębiorczych, jak i jasno określonych i skodyfikowanych reguł oraz ograniczeń ustanowionych zatem i kontrolowanych przez państwo². Postulat minimalizacji państwa nie może mieć zatem charakteru absolutnego. Przyznając rację tym, którzy twierdzą, że nadmierna bezpośrednia ingerencja państwa w gospodarkę i życie społeczne jest szkodliwa, trzeba dostrzegać jego znaczenie zarówno jako właściciela pewnych dóbr (zasobów), które lepiej jest uznać za publiczne, jak i tego, kto może skutecznie stawiać ograniczenia tam, gdzie żywiołowość inwencji ludzkiej w połączeniu z niepoohamowanym dążeniem do

² Zwolennicy wolnego rynku czerpiący inspirację z Adama Smitha doskonale wiedzą, że ten wybitny myśliciel propagował wolność gospodarowania przy założeniu przestrzegania przez jego uczestników norm moralnych i etycznych, których źródłem jest wiara w Boga i konieczność przestrzegania Dekalogu.

osiągania zysku (czyli po prostu chciwością) mogą prowadzić do realizacji celów jednych kosztem innych ze szkodą dla stabilności gospodarczej i społecznej.

Z kolei zgodnie z postulatem równowagi budżetowej nie tylko nie dostrzega się, jak ważne znaczenie dla gospodarki, zwłaszcza w okresie dekonunktury, ma absorbowanie przez państwo i wprowadzanie do gospodarki oszczędności zamrażanych w systemie finansowym, nadwyżkowych w stosunku do inwestycji (gdy $S > I$), i jak ważne jest dla systemu finansowego istnienie w nim bezpiecznych instrumentów skarbowych, które stabilizują finanse podmiotów gospodarczych, lecz także prowadzi się do bardzo prawdopodobnego w przypadku ustanowienia zasady równowagi budżetowej – stanu nadwyżkowego budżetu państwa – gdy dochody okazują się wyższe od przewidywanych i przekraczają poziom planowanych wydatków. W gruncie rzeczy na dłuższą metę jest to sytuacja absurdalna i szkodliwa, oznacza bowiem, że państwo więcej zabiera od społeczeństwa w formie podatków, niż oddaje mu w formie swych wydatków (Żyżyński 2009: 72).

I wreszcie, sam sztywny dla ekonomii podażowy dezyderat świata bezinflacyjnego jest wątpliwy, gdyż abstrahuje od statystycznego charakteru wskaźnika inflacji. Jest to miara średniego wzrostu cen, zatem jeśli stopa inflacji ma być zerowa, to część gospodarki musi doświadczać deflacji ze wszystkimi jej negatywnymi skutkami; istnieje zatem jakiś optymalny poziom inflacji (prawdopodobnie do 2%), zależny od dyspersji zmian cen. I do takiego należy dążyć, a nie za wszelką cenę zbijać do zera wskaźnik przeciętny.

Pomijając jednak głębszą analizę teoretyczną postulatów neoliberalnych, które prawie w całości można z łatwością rozbić w pył, gdyż były wynikiem słabego zrozumienia ekonomii przez czołowych ich twórców, popatrzmy na strukturalne skutki polityki inspirowanej przez neoliberalizm. Co też istotne, jak trafnie zauważa Kołodko, w polityce inspirowanej neoliberalizmem zasadniczo myli się cele ze środkami. „Niska inflacja, dodatnie stopy procentowe, zrównoważony budżet, szybka prywatyzacja, raz to płynny, innym razem sztywny kurs walutowy, notowania giełdowe, podatki (niskie oczywiście) – to tylko instrumenty i narzędzia polityki i nie można wskaźnikom ilustrującym zjawiska i procesy z tych obszarów podporządkowywać strategii i polityki ekonomicznej” (Kołodko 2010). Niewątpliwie natomiast celem polityki gospodarczej powinien być długofalowy rozwój – zrównoważony nie tylko ekonomicznie, lecz także społecznie i ekologicznie.

2. WZROST NIERÓWNOŚCI

Podstawowym skutkiem polityki neoliberalnej był postępujący od początku lat 80. wzrost nierówności. Tabela 1.1 pokazuje kształtowanie się Giniego, współczynnika dla dochodów w USA od lat 30. do współczesności.

Tabela 1.1. Współczynnik Giniego dla dochodów w USA

| Rok | Współczynnik |
|------|--------------|
| 1929 | 45,0 |
| 1935 | 44,0 |
| 1947 | 37,6 |
| 1967 | 39,7 |
| 1968 | 38,6 |
| 1970 | 39,4 |
| 1980 | 40,3 |
| 1990 | 42,8 |
| 2000 | 46,2 |
| 2005 | 46,9 |
| 2006 | 47,0 |
| 2007 | 46,3 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: 1935 r.: Spencer (1977: 69); lata 1967–2007 – US Census Bureau – za stroną: en.wikipedia.org/wiki/Gini_coefficient. Pozostałe dane – szacunki według tego źródła.

Współczynnik Giniego od lat 30. do 70. obniżył się o 5–6 punktów, stabilizując się w latach 60. na poziomie około 39, ale od 1980 roku, a więc z nastaniem ery „nowej ekonomii”, zaczął systematycznie rosnąć, tak że w rezultacie w nowym wieku jego wartość przekroczyła poziom, jaki miała miejsce w dobie amerykańskiego Wielkiego Kryzysu. O ile w 1980 roku średnie wynagrodzenie prezesa było 40 razy wyższe od przeciętnego wynagrodzenia robotnika, o tyle w 2004 roku relacja wynosiła 280, co i tak było spadkiem w porównaniu z 531-krotnością w szczytowym roku 2000. W ciągu ćwierćwiecza wynagrodzenia prezesów wzrosły 16 razy, podczas gdy robotników nieco ponad dwa razy (Bogle 2009).

Wzrost współczynnika Giniego od początku lat 80. był tendencją obserwowaną we wszystkich krajach, w których popularne stały się tezy „nowej ekonomii”. Istotne zatem staje się przeanalizowanie podstawowych przyczyn i skutków tak znacznego wzrostu nierówności. Można postawić hipotezę, że jedną z podstawowych jego przyczyn były reformy podatkowe,

prowadzące do zmniejszenia skali progresji podatków dochodowych i przesuwania obciążenia na podatki pośrednie. W tabeli 1.2 przedstawione są zmiany górnych stóp podatkowych w czołowych krajach zachodnich.

Tabela 1.2. Maksymalne krańcowe stopy podatkowe w podatku od dochodów indywidualnych w wybranych krajach

| Kraj | 1979 | 1990 | 2002 |
|-------------------|------|------|------|
| Austria | 62 | 50 | 50 |
| Belgia | 76 | 55 | 52 |
| Kanada | 58 | 47 | 46 |
| Dania | 73 | 68 | 59 |
| Finlandia | 71 | 43 | 37 |
| Francja | 60 | 52 | 50 |
| Niemcy | 56 | 53 | 49 |
| Grecja | 60 | 50 | 40 |
| Irlandia | 65 | 56 | 42 |
| Izrael | 66 | 48 | 50 |
| Włochy | 72 | 50 | 52 |
| Japonia | 75 | 50 | 50 |
| Holandia | 72 | 60 | 52 |
| Norwegia | 75 | 54 | 48 |
| Portugalia | 84 | 40 | 40 |
| Hiszpania | 66 | 56 | 48 |
| Szwecja | 87 | 65 | 56 |
| Wielka Brytania | 83 | 40 | 40 |
| Stany Zjednoczone | 70 | 33 | 39* |

* Największa amerykańska stopa podatkowa 39,6% po 1993 została zredukowana do 38,6% w 2002 i do 35% w 2003 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Library of Economics Liberty, The Concise Encyclopedia of Economics*; Alan Reynolds, *Marginal Tax Rates*, w: www.econlib.org/library/Enc/masrginalTaxRates.html

Efektom tych zmian podatkowych było nie tylko zwiększenie dochodów netto osób z górnych klas dochodowych, lecz także pogład w zarządach firm, że opłaca się dawać menedżerom wysokie gaże, gdyż nie ma bariery fiskalnej dla wysokich wynagrodzeń. Jak podaje cytowany wyżej wybitny amerykański finansista, założyciel i wieloletni prezes jednego z największych otwartych funduszy inwestycyjnych „Vanguard” John C. Bogle, tylko w 2007 roku pięćdziesięciu najlepiej opłacanych menedżerów funduszy hedgingowych zarobiło łącznie 29 mld dolarów. „Jeśli nie zarobiło się 360 mln dolarów w ciągu roku, nie można było przebić się do pierwszej dwudziestki piątki na tej liście” (Bogle 2009: 41). Czyli w tej grupie 50 osób mediana wynagrodzeń to, bagatela, 360 mln dolarów³. Siłą rzeczy zmieniała się struktura podziału puli funduszu płac na korzyść kierownictw i ze względu na, a nawet czasem absolutną stratą szeregowych pracowników, efektem musiał być wzrost współczynnika Giniego.

Znamienną opinię wyraził po pojawieniu się obecnego kryzysu prezes HSBC: „Finansowane przez państwo wsparcie kapitałowe dla zachodnich banków nagradza ich kierownictwo za niedopełnienie obowiązków. (...) Nie ma wątpliwości, że gwarancje zostały udzielone nieudolnemu kierownictwu”⁴.

Drugim – obok redukcji podatków – czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu nierówności stało się przekonanie o konieczności ograniczania kosztów pracy i uelastycznienia rynku pracy (w USA i tak bardzo elastycznego), co dotyczyło przede wszystkim pracowników niskich i średnich szczebli.

Trzecim czynnikiem wzrostu nierówności była globalizacja prowadząca do wzrostu konkurencji ze strony pracowników biedniejszych krajów. Dochodziło do zatrudniania tanich pracowników z krajów słabo rozwiniętych, którzy akceptowali niższe wynagrodzenia. Strategia globalizacyjna obejmowała także przenoszenie kapitału do krajów o niższych kosztach pracy i niższych podatkach.

Skutkiem tych zmian był względny spadek nominalnych dochodów robotników i klasy średniej. Dla części gospodarstw domowych oznaczało to spadek bezwzględny. Łagodziły ten efekt (spadek dochodów realnych był mniejszy niż wynikałoby to z poziomu dochodów nominalnych) przekształcenia w gospodarce międzynarodowej, głównie wzrost taniego importu z krajów azjatyckich, przede wszystkim z Chin. Wzrost gospodarki Państwa Środka, którego populacja sięgnęła miliarda, a zatem z wielkim rezerwuarem taniej siły roboczej, oznaczał powstanie potężnego źródła podaży tanich dóbr, co musiało mieć istotny wpływ nie tylko na ogólną równowagę ekonomiczną krajów wysoko rozwiniętych, lecz także na ich rynki pracy.

³ Najlepiej opłacanym menedżerem był John Paulson, który, jak informuje Bogle, zgarzył 3,7 mld dolarów.

⁴ Za: *Szef HSBC krytykuje...* (2008).

Podstawowy jednak strukturalny skutek tych zmian, który ostatecznie doprowadził do obecnego kryzysu, to fakt, że znaczne dochody zaczęły koncentrować się w rękach wąskiej grupy ludzi, którzy z jednej strony realizują wysoką luksusową konsumpcję (co daje miejsca pracy i dochody głównie w gałęziach wytwarzających dobra luksusowe), z drugiej zaś wykazują się wysokim stopniem oszczędzania. Podatników można podzielić na trzy grupy:

1. najbiedniejszych, którzy płacą podatki kosztem swych wydatków konsumpcyjnych;
2. średnio zamożnych, którzy płacą podatki kosztem zaspokojenia swoich potrzeb konsumpcyjnych i kosztem oszczędności;
3. najbogatszych, którzy płacą podatki wyłącznie kosztem swych oszczędności, co oznacza, że fakt płacenia podatków nie stanowi ograniczenia dla możliwości zaspokojenia ich potrzeb konsumpcyjnych (Żyżyński 2008a, 2008b).

Redukcja stopnia progresji systemów podatkowych spowodowała, że zmniejszono obciążenia podatkowe głównie podatników trzeciej grupy, zatem efektem podstawowym było zwiększenie zasobu środków w dyspozycji instytucji finansowych.

Wyjątkową karierę zaczyna robić termin *idle cash* lub *idle balances* – jałowe, nadmiarowe rezerwy gotówkowe (Gilbody 1988: 70–71). W efekcie gromadzą się olbrzymie środki, które w znacznej części są lokowane w sektorze finansowym. Te środki muszą być gdzieś inwestowane. Trzeba zatem pożyczać komu się da, także tym, którzy biednieją. Jako że dla robotników i części klasy średniej rodzinne budżety okazały się napięte do granic możliwości, w wyniku podniesienia przez Fed stóp procentowych w drugiej połowie 2004 roku, koszty obsługi kredytów zaczęły tak szybko rosnąć, że dla wielu pojawiły się trudności z terminową obsługą długów (Rosati 2009).

Jest znamienne, że dla neoliberalistów jedyną troską są budżety państwa, które należało równoważyć, nie dostrzegano natomiast, że gospodarka to złożony organizm, gdzie „wiele dzieje się naraz” – zachodzą miliardy koincydencji wielu podmiotów (Kołodko 2008). Trzeba zatem mieć na uwadze, że gospodarka to konglomerat milionów budżetów i zdrowy system to taki, w którym we względnej równowadze są właśnie budżety rodzinne, a w każdym razie ich nadwyżki i deficyty przez system pośrednictwa finansowego nie tylko kompensują się, lecz także osiągają sumaryczne saldo dodatnie, co staje się źródłem finansowania dla sektora rynkowego i sektora publicznego. Gospodarstwa domowe powinny przeto być kredytodawcami netto dla gospodarki. Natomiast budżet państwa jest jedynym budżetem, którego zdrowy gospodarczo stan to właśnie stan deficytu na racjonalnym poziomie, określonym przez aktualne warunki gospodarcze (Żyżyński 2009). Znane twierdzenie czołowej propagatorki neoliberalizmu, premier Wielkiej Brytanii Margaret Thatcher, że państwo tak jak gospodyni domowa, powinno dbać o równowagę swego budżetu, wynikało

z niezrozumienia szczególnych pozytywnych dla budżetu państwa funkcji deficytu i szkodliwości nadwyżki budżetowej.

Temu kryzysowi wypłacalności sprzyjały dwa podstawowe koncepcyjne błędy w teorii i praktyce zarządzania finansami:

4. proporcjonalne powiązanie stopy oprocentowania kredytu z subiektywną oceną ryzyka (tzw. indywidualny *rating* finansowy), co stało się samoistnym czynnikiem ryzykogenym; obniżenie ratingu prowadziło bowiem do podwyższenia stopy procentowej dla indywidualnego kredytobiorcy, a to z kolei przyczyniało się do dalszego wzrostu ryzyka;
5. uznanie, że podstawowym kryterium przydzielania kredytu jest przede wszystkim nie wypłacalność kredytobiorcy (co było starą bankową zasadą, na której oparty był także tradycyjny sposób finansowania zakupu nieruchomości (Rosati 2009), nawet w przypadku kredytów hipotecznych pod ich zastaw nieruchomości), lecz jedynie zastaw hipoteczny. Kwestia wypłacalności była tu traktowana jako mniej istotny, wtórny aspekt, bo kredyty ryzykowne pakowało się w tzw. MBS-y (*Mortgage-Based Securities*), a stały wzrost wartości nieruchomości miał być gwarantem zwrotu kapitału. W efekcie kredytobiorca, jeśli początkowo w ogóle był w stanie obsługiwać kredyt, przy wzroście stopy procentowej nieuchronnie bankrutował, a przejmowanie zastawów przez banki prowadziło – bo musiało prowadzić – do spadku cen nieruchomości, czyli powszechnego obniżenia wartości zastawów.

3. FINANSYZACJA GOSPODAREK JAKO ZATRUTY OWOC NEOLIBERALIZMU

Z tymi zmianami w obszarze podziału dochodów współgrały zmiany, do jakich w wyniku stosowania zasad propagowanych przez neoliberalizm doszło w sektorze finansowym. W Wielkiej Brytanii rząd M. Thatcher przeprowadził wielką deregulację, szumnie ochrzczoną nazwą, jaką dotąd stosowano dla efektownego określenia powstania wszechświata: Big Bang. W USA stopniowo demontowano ład ustanowiony regulacjami wprowadzonymi po Wielkim Kryzysie. Uchwalono ustawy:

- wprowadzającą deregulację stóp procentowych *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* w 1980 roku,
- *Garn-St. Germain Depository Institutions Act* z 1982 roku, deregulującą sektor oszczędnościowo-pożyczkowy,
- *Gramm-Leach-Bliley Act (Financial Services Modernization Act)* z 1999 roku, która zniosła nałożone na banki w 1933 roku ograniczenia w prowadzeniu różnych kategorii usług finansowych i ograniczenia możliwości spekulowania.

Te zmiany legislacyjne ostatecznie doprowadziły do anulowania od 2000 roku ustawy *Glass-Steagall Act* z 1933 roku, która porządkowała i regulowała system finansowy, przede wszystkim rozdzielając sektor bankowy

od sektora papierów wartościowych. Są argumenty na rzecz pozwolenia bankom podejmowania działalności w obrocie papierami wartościowymi (Mishkin 2002: 349), jednak powinno się pamiętać – a zapomniano – że ustawę Glassa-Steagalla uchwalono po ujawnieniu nadużyć związanych z podejmowaniem przez banki komercyjne czynności w obszarze bankowości inwestycyjnej (Mishkin 2002: 350).

W efekcie nastąpiła druga, obok wzrostu nierówności w sferze podziału dochodów, charakterystyczna zmiana strukturalna wywołana przez neoliberalizm i nową ekonomię – nadproporcjonalnego rozrostu sfery finansowej, określana jako finansyzacja (*financialization*) gospodarki.

Finansyzacja (też: finansjeryzacja) jest terminem sformułowanym w ramach dyskusji nad ewolucją kapitalizmu w okresie kilku dekad przed kryzysem finansowym lat 2007–08, gdy dźwignie finansowe i egzotyczne instrumenty finansowe osiągnęły przewagę nad kapitałem (akcjami) i rynki finansowe zdominowały tradycyjną gospodarkę przemysłową⁵. Jak twierdzi Jan Toporowski, inflacja rynków finansowych prowadzi *de facto* do „końca finansów” (Toporowski 2000) jako infrastruktury służącej rozwojowi, przekształcając je w coś, co prowadzi wręcz do finansowej słabości gospodarki na dwa sposoby:

1. pobudzając finansowanie udziałowe (akcji zwykłych) zamiast za pomocą długu, przez co pozbawia rynek kapitałowy regularnego, przewidywalnego i stabilizującego napływu funduszy;
2. przez wykluczenie z pośrednictwa systemów bankowych, o ile bowiem kiedyś najlepsze pożyczki bankowe były tradycyjnie udzielane rządowi i wielkim korporacjom, o tyle obecnie, gdy klienci ci stwierdzają, że mogą powiększyć swe środki taniej na rynku kapitałowym, to banki mogą jedynie utrzymywać w swych bilansach obligacje tych klientów przez nabywanie ich na rynkach papierów wartościowych po cenach, które dają bankom nieistotne lub ujemne marże. W efekcie banki są zmuszone do pożyczania na bardziej ryzykownych rynkach, gdzie mogą nałożyć wyższe stawki na udzielane pożyczki (Toporowski 2005: 153).

Finansyzacja jest definiowana jako (Dore 2002) narastająca dominacja:

- sektora finansowego w ogólnej działalności ekonomicznej,
- narzędzi finansowych sterowania (*financial controllers*) w zarządzaniu spółkami (korporacjami),
- aktywów finansowych w ogólnej wartości aktywów,
- rynkowych papierów wartościowych, zwłaszcza akcji wśród aktywów finansowych,
- rynku akcji jako rynku regulującego działalność korporacji i determinującego ich strategię,
- fluktuacji rynku akcji jako determinantu cykli gospodarczych”.

Problem finansyzacji dotyczy w zasadzie wszystkich wysokorozwiniętych krajów kapitalistycznych. Znamienny jest taki oto przykład, wskazujący,

⁵ <http://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>.

że w jej wyniku dla tradycyjnych firm przemysłowych dochody z operacji czysto finansowych zdominowały działalność podstawową:

„firma Porsche wywołała kontrowersje, ujawniając swoje zyski z handlu opcjami Volkswagena, które są osiem razy większe od zysku ze sprzedaży samochodów. W roku fiskalnym kończącym się w lipcu, Porsche zarobił 6,83 mld euro z handlu opcjami Volkswagena oraz dodatkowy miliard euro dzięki rosnącej wartości swojego udziału w konkurencyjnej firmie. Pomogło to jej zwiększyć dochody przed opodatkowaniem o 46 procent, do poziomu 8,57 mld euro, przerastając znacznie przychody firmy.

Analitycy nazwali Porsche «funduszem hedgingowym», do tego jednym z najbardziej dochodowych na świecie, w czasach gdy inni producenci borykają się z ostrym kryzysem.

(...) Klaus Kaldemorgen, szef DWS, jednego z największych niemieckich instytucjonalnych inwestorów, oskarżył Porsche o wykorzystanie poważnych asymetrii informacyjnych, kosztem innych inwestorów” (Schäfer 2008).

W największym jednak stopniu proces finansyzacji ogarnął gospodarkę amerykańską. Przyjrzyjmy się, jak kształtowały się roczne obroty na rynkach finansowych w USA w porównaniu z PKB.

Dane przedstawione w tabeli 1.3 ukazują charakterystyczne dla ostatnich trzydziestu lat zmiany strukturalne. Szczególnie dynamicznie postępowały zmiany po roku 1980. O ile w latach 60. i 70. obroty finansowe przekraczały PKB od kilkudziesięciu procent do 2,5-krotnie, o tyle w 1980 już ponad 6-krotnie, a w 2000 roku ponad 50-krotnie. Wcześniej PKB stanowił kilkadziesiąt procent w porównaniu z wielkością obrotów finansowych, w 2000 roku stanowił niecałe 2%. Najbardziej wzrosły obroty instrumentami *futures* oraz walutami, natomiast obroty instrumentami dłużnymi spółek oraz władz różnych szczebli wyraźnie ustabilizowały się po 1990 roku.

Te zmiany były charakterystyczne nie tylko dla gospodarki amerykańskiej, lecz także dla wszystkich rozwiniętych gospodarek rynkowych. O ile w roku 1983 dzienna wartość transakcji finansowych na rynkach międzynarodowych wynosiła 2,3 mld dolarów, o tyle w 2001 roku sięgnęła 130 miliardów. Skala tych operacji znacznie przekracza obiektywne potrzeby gospodarcze. Podczas gdy roczna wartość tych operacji sięgnęła 40 bln dolarów, to, jak się ocenia, na pokrycie całych obrotów handlu międzynarodowego i wszystkich produktywnych inwestycji wystarczyłoby 800 mld dolarów (Dicken 2003). Zatem przerost ponad potrzeby prawie dokładnie odpowiada relacji obrotów finansowych i PKB w USA – jest to stosunek 50-krotny.

W USA dodatkowym czynnikiem, który napędzał rozwój sektora finansowego i ostatecznie jego wyobcowanie, był gigantyczny deficyt w handlu z Chinami. Wartość obrotów handlowych między USA a Chinami w okresie 1992–2005 wzrosła z 33 do 285 mld dolarów, w roku 2006 osiągnęła około 300 mld dolarów. Co jednak najistotniejsze, w tym handlu ma miejsce silna nierównowaga na korzyść azjatyckiego partnera; roczny deficyt

Tabela 1.3. Wartość obrotów na rynkach finansowych USA (w mld dolarów)

| Wyszczególnienie | 1956 | 1960 | 1963 | 1966 | 1970 | 1980 | 1990 | 2000 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|--------|--------|
| Rynek akcji | 36 | 47 | 61 | 128 | 139 | 522 | 1671 | 14222 |
| Rynek papierów skarbowych | 276 | 478 | 722 | 1091 | 1891 | 4840 | 26688 | 67056 |
| Rynek futures | 150 | 165 | 203 | 250 | 330 | 5584 | 152717 | 343136 |
| Rynek walutowy | 41 | 47 | 55 | 74 | 111 | 5449 | 36000 | 60960* |
| Rynek długów korporacji | 19 | 35 | 56 | 90 | 170 | 821 | 3972 | 3960 |
| Obligacje stanowe i municypalne | 12 | 23 | 37 | 60 | 112 | 542 | 2622 | 2112 |
| Rynek opcji | na | na | na | na | na | 46 | 81 | 330 |
| Pochodne rynku hipotecznego | na | na | na | na | na | na | 3697 | 16680 |
| Pozagiełdowe swapy, forward, opcje | na | na | na | na | na | na | ? | ? |
| Całkowite obroty rynków finansowych | 534 | 795 | 1134 | 1692 | 2749 | 17804 | 227448 | 508456 |
| PKB USA | 425 | 526 | 603 | 770 | 1039 | 2790 | 5303 | 9817 |
| Obroty/PKB | 1,26 | 1,51 | 1,88 | 2,20 | 2,65 | 6,38 | 42,89 | 51,79 |
| PKB jako % obrotów finansowych | 79,6 | 66,2 | 53,2 | 45,5 | 37,8 | 15,7 | 2,6 | 1,9 |

* 2001

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Equity Markets Trading, Statistical Abstract of the United States oraz <http://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>

handlowy Ameryki z Chinami osiągnął ponad 200 mld dolarów⁶. Nadwyżka handlowa Chin jest lokowana m.in. na amerykańskim rynku finansowym – w obligacjach skarbowych i papierach komercyjnych. W efekcie rynki finansowe otrzymały, zwłaszcza w okresie ostatnich dziesięciu lat, dodatkowy potężny zastrzyk środków, które „poszukiwały lokat” i znajdowały je zarówno na rynku *subprime*, jak i we wciąż powstających, coraz to nowych (J.C. Bogle określa to jako „innovacyjny ślinitok”) egzotycznych instrumentach finansowych, co ostatecznie zwiększało obroty i sumaryczne zyski na rynkach finansowych. Ułatwiała im to dokonana w latach 80. i 90. deregulacja rynków i instytucji finansowych.

David Harvey stwierdza z przekąsem: „Dzięki deregulacji system finansowy stał się jednym z głównych centrów aktywności redystrybucyjnej, dokonywanej na drodze spekulacji, drapieżnictwa, oszustw i złodziejstwa. Sztuczne nakręcanie cen akcji, piramidy finansowe, strukturalne niszczenie aktywów za pośrednictwem inflacji, *asset stripping*, czyli niszczenie przedsiębiorstw poprzez ogołacanie ich z aktywów w następstwie fuzji i przejęć, upowszechnianie się poziomów zadłużenia, które sprowadzają do roli niewolników całe populacje nawet w wysokorozwiniętych krajach kapitalistycznych, nie mówiąc o ewidentnych korporacyjnych oszustwach, ekspropriacji aktywów przez manipulacje kredytowe i giełdowe (spadek wartości funduszy emerytalnych i ich dziesiątkowanie w wyniku krachów giełdowych i bankructw) – wszystko to na stałe weszło do pejzażu kapitalistycznego systemu finansowego” (Harvey 2008: 216). Praca Harveya jest przykładem tego, że w świecie naukowym, i nie tylko, istnieje coraz powszechniejsze odczucie, że system kapitalistyczny podlega narastającym patologiom generowanym właśnie przez system finansowy.

Znaczna część operacji finansowych to transakcje tzw. krótkiej sprzedaży, które są osobliwym wynalazkiem (tzw. innowacją finansową). Choć stosowana już w XVII i XVIII wieku szczególnie popularna stała się w ostatnich latach, stając się swego rodzaju „perpetuum mobile” współczesnych finansów – maszyną napędzającą zyski praktycznie bez ryzyka – kosztem innych uczestników rynku. Ich wartość gospodarcza jest zerowa, a nawet są szkodliwe, gdyż zafałszowują i rozregulowują proces kształtowania cen⁷, ale, co najistotniejsze, potrzebują stałego generowania popytu na

⁶ <http://www.economywatch.com>

⁷ Teoretycznie krótka sprzedaż jest wykorzystaniem tendencji spadkowej, jaka okresowo pojawia się na z natury zmiennym rynku finansowym. Zarabia na tym zarówno inwestor realizujący krótką sprzedaż, jak i ten, kto ma dane walory na długich pozycjach i mu je pożycza. Jednakże faktycznie ten inwestor, dokonujący transakcji na wielką skalę, często nie tyle wykorzystuje tendencję spadkową, ile raczej ją generuje, bowiem rzucenie pewnych walorów na rynek, czyli zwiększenie podaży, prowadzi do spadku ceny, a to zwiększa jego zyski. Tajemnicę poliszynela stanowi fakt, że często jest to realizowane w zмовie inwestora z usługowymi przedstawicielami mediów, którzy propagują informację o rzekomym przewartościowaniu walorów będących przedmiotem jego działania. W efekcie rynek jest destabilizowany, a wszystko odbywa się kosztem innych jego uczestników. Nie ma przy tym gwarancji, że walory, których ceny

instrumenty finansowe, bo tak jak fizyczne perpetuum mobile faktycznie potrzebuje ukrytych zasileń w energię, tak krótka sprzedaż potrzebuje napływu gotówki od nowych uczestników rynku⁸.

W rezultacie, jak powiada J.E. Stiglitz, „rynki finansowe nie zarządzały ryzykiem, lecz je stwarzały. Nie pomagały amerykańskim rodzinom w łagodzeniu ryzyka zmiennych stóp procentowych i w rezultacie miliony ludzi tracą domy. Poza tym rynki źle ulokowały setki miliardów dolarów” (Stiglitz 2008).

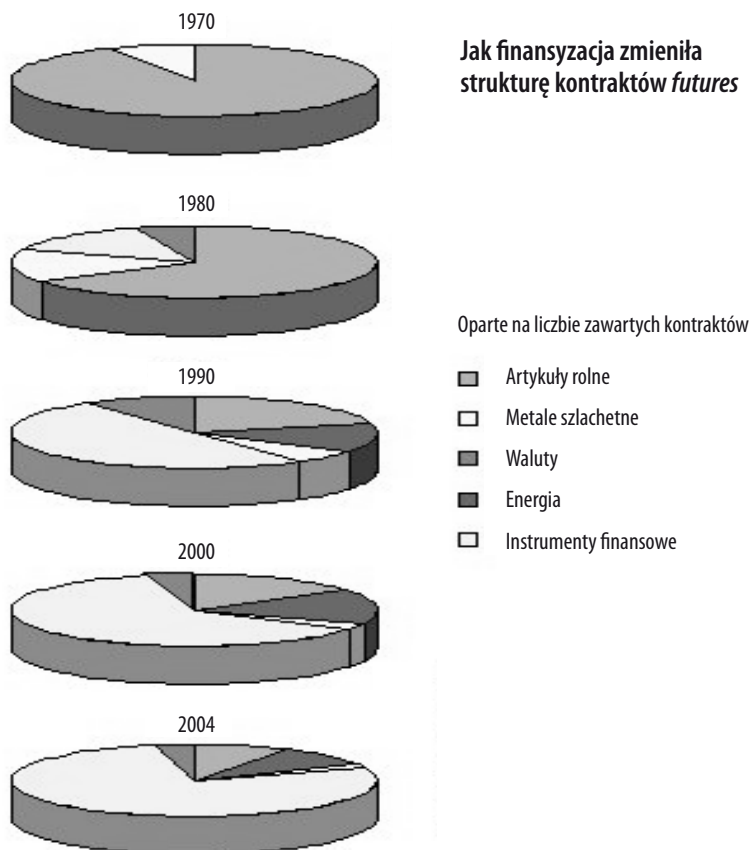
W tej eksplozji systemu finansowego szczególnie rozwinęły się rynki instrumentów futures. W okresie obrotu nimi wzrosły prawie 2300 razy (zob. tabela 1.3). Co charakterystyczne, w tym procesie autonomizacji systemu finansowego nastąpiła wyraźna zmiana ich finansowej roli – coraz mniejsza była ich funkcja zabezpieczająca, a w coraz większym zakresie były wyłącznie narzędziami gry spekulacyjnej. W rezultacie w okresie między 1970 a 2004 rokiem zaszły znaczne zmiany w strukturze instrumentów typu futures.

Instrumenty futures zostały wynalezione jako narzędzie redukcji ryzyka i stabilizacji cen w handlu artykułami rolnymi i surowcami. Spekulacja miała tu więc konkretny praktyczny wymiar. Ale po anulowaniu w 1971 roku wymienialności dolara na złoto rozpoczęto handel kontraktami futures bazującymi na zagranicznych walutach. Natomiast po deregulacji stóp procentowych przez Bank Anglii amerykański Fed w końcu lat 70. poszerzył się wachlarz instrumentów bazowych dla futures, dopuszczając obligacje i stopy procentowe. I tak, od początku lat 80. zaczął się pochód tych instrumentów finansowych ku spekulacji abstrakcją. Bazą dla instrumentów pochodnych stały się np. indeksy giełdowe, ceny różnych innych instrumentów finansowych, towarów. Futures wykorzystywano szeroko nie dla praktycznego celu redukcji ryzyka uczestników handlu, lecz dla czystej gry hazardowej.

spadły, powrócą do swej wartości, a wtedy tracą ci uczestnicy tego proceduru (na przykład fundusze emerytalne), którzy mają te walory na długich pozycjach (także ci pożyczający je inwestorowi). Niektórzy finansiści, zwłaszcza młodzi, bronią operacji krótkich jako użytecznej metody zarabiania na zmienności rynku. Wątpliwe jest jednak, by sami chętnie pożyczali własne akcje komuś, kto zarobi na spadku ich wartości generując ten spadek. Gdy robią to fundusze emerytalne, jakoś nie budzi to ich obiekcji.

⁸ Znamienne jest, że podczas gdy w dotkniętych kryzysem krajach zachodnich podejmuje się działania w kierunku ujęcia w karby i ograniczenia (niektórzy mówią wręcz zakazania) krótkiej sprzedaży, w Polsce właśnie znowelizowano ustawę o obrocie instrumentami finansowymi tak, aby inwestorom na GPW dać możliwość zawierania tego typu transakcji (nowa ustawa weszła w życie 1 lipca 2010 roku). Lista papierów wartościowych dopuszczonych do krótkiej sprzedaży obejmuje wszystkie akcje wchodzące w skład indeksu WIG20, najbardziej płynne akcje spoza tego indeksu oraz obligacje skarbowe. Niepokoi fakt, że otwiera to możliwość manipulowania kapitałami funduszy emerytalnych, które mogą w ten sposób stać się swego rodzaju pompami tłoczącymi zyski dla współpracujących z nimi innych instytucji finansowych (głównie banków).

W strukturze stosowanych instrumentów futures zaszły istotne zmiany (rysunek 1.1). Podczas gdy w 1970 roku dominowały związane z rynkiem rolnym i w niewielkim ułamku metali szlachetnych, to w latach 80. znaczenia zaczynają nabierać te, które związane są z papierami wartościowymi i walutami. O ile jednak te ostatnie utrzymują w następnych latach w zasadzie tę samą pozycję, o tyle pochodne tworzone na bazie papierów wartościowych dynamicznie zwiększają swój udział.



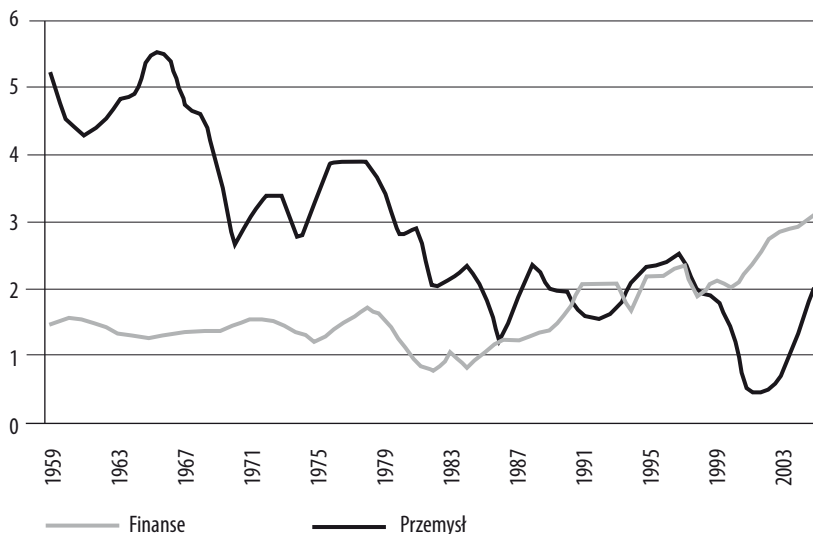
Rysunek 1.1. Zmiany w strukturze instrumentów futures

Źródło: <http://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>.

Wzrost i autonomizacja systemu finansowego oznaczały oczywiście koszty dla gospodarki. Wyrazem makroekonomicznych, ogólnogospodarczych i w pewnym sensie społecznych⁹ kosztów jest udział w podziale dochodu

⁹ Pojęcie kosztów społecznych jest zbyt złożone, żeby podjąć tu jego dyskusję, ograniczymy się zatem do ogólnego, intuicyjnego jego rozumienia.

narodowego, jaki dokonuje się przez płace pracowników i zyski firm. Rysunek 1.2 przedstawia kształtowanie się zysków amerykańskiego sektora finansowego i sektora przetwórczego w relacji do PKB.



Rysunek 1.2. Zyski sektora finansowego (*finance*) i przedsiębiorstw przemysłowych (*manufacturing*) (% PKB)

Źródło: Economic Report of the President: 2007 Report Spreadsheet Tables, Tables B-1 and B-91 (za: <http://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>).

Usługi finansowe stały się zatem kluczową gałęzią gospodarki w krajach rozwiniętych. Mają istotny, wciąż rosnący udział w PKB i stają się ważnym źródłem miejsc pracy. Sektor finansowy zaliczamy do usług, które współtworzą dochód narodowy (PKB), bo tak się liczy ten agregat, jako sumę dochodów. Niektórzy sądzą, że tam powstaje dzisiejsza wartość dodana gospodarki.

Niewątpliwie rozwój sektora finansowego w jakimś stopniu usprawnił i uelastycznił finansowanie gospodarki. Wielkie znaczenie dla gospodarki miały z pewnością coraz sprawniejsze metody redukcji ryzyka. Dzięki systemowi finansowemu powstaje pewna wartość dodana, jeśli prowadzi on do lepszej alokacji środków, przesuwa kapitał ku lepszym zastosowaniom (optymalizuje jego rozkład) w obszarze gospodarki realnej (przemśle i usługach), stanowi infrastrukturę usprawniającą funkcjonowanie gospodarki.

Rodzą się jednak pytania: czy korzyści były proporcjonalne do kosztów? Czy te same efekty mogłyby być osiągnięte bez tak gigantycznego wzrostu sektora finansowego? Czy dla rzeczywistej optymalizacji procesów finansowych potrzebna jest 50-krotna przewaga obrotów na rynkach finansowych nad wielkością PKB?

Odpowiedź jest oczywista: zdecydowanie NIE! W ogóle pogląd, że system finansowy tworzy wartość dodaną jest wątpliwy, jeśli nie wręcz błędny, w tym systemie bowiem usługi finansowe nie tworzą wartości. One ją pochłaniają, stają się coraz więcej ważącym elementem kosztów funkcjonowania gospodarki.

Cytowany wyżej Harvey trafnie zauważa: „Ponieważ maklerzy pobierają prowizję od każdej transakcji, mogą oni maksymalizować swoje dochody przez częste przeprowadzanie transakcji na powierzonych im kontach (tzw. *churning*), bez względu na to, czy owe transakcje faktycznie zwiększają wartość aktywów na rachunku, czy nie” (Harvey 2008: 217). W ten sposób wadliwy system motywacji maklerów staje się jednym z czynników wzmacniających jałowe gospodarczo wtórne obroty na rynkach finansowych, co sumarycznie powoduje wzrost kosztów systemu finansowego.

W czasach komunizmu przedmiotem słusznej krytyki był fakt pochłaniania znacznych kosztów przez np. aparat administracji komunistycznej, centralnego planowania. Ten aparat sektora finansowego pochłania większe koszty: na każdej ulicy bank za bankiem i zamiast kawiarni, punktów usługowych, które poprawiałyby jakość naszego życia, mamy instytucje, które pochłaniają nasze oszczędności, a rysunek 1.2 jest tego świadectwem.

Proroczo brzmią teraz słowa J.M. Keynesa:

„Spekulanci mogą być nieszkodliwi, gdy są niczym piana na spokojnych wodach przedsiębiorczości. Ale sytuacja staje się poważna, gdy przedsiębiorczość poczyna być pianą na wirze spekulacji. Gdy akumulacja kapitału w jakimś kraju staje się ubocznym produktem gry hazardowej, wyniki zawsze będą opłakane. Sukcesów Wall Street w roli instytucji, której właściwy cel społeczny polega na kierowaniu inwestycji na tory największej przyszłej rentowności, naprawdę nie można uważać za jedno z wybitnych osiągnięć liberalnego kapitalizmu. Nic w tym zresztą dziwnego gdyż, jak mi się wydaje, najlepsze głowy z Wall Street zajmują się zgoła czymś innym” (Keynes 1985: 182)¹⁰.

Cały problem polega na tym, że system sfinansowany po to, by osiągnąć koniunkturę na rynkach finansowych, gwarantującą jego istnienie i rozwój, potrzebuje stale generowania popytu na instrumenty finansowe. Wiele jego zasad działania (np. omówiona koncepcja krótkiej sprzedaży czy instrumenty sekurytyzacyjne rynku hipotecznego) opiera się na ukrytym założeniu, że wszystko (indeksy, ceny, PKB) zawsze będzie rosło, a odchylenia od stałej tendencji wzrostu będą krótkookresowe i niewielkie. Dlatego rosnący popyt jest dla tego systemu niemal „kwestią życia lub śmierci”. W efekcie system finansowy nie tylko staje się jedną wielką bańką spekulacyjną, ale jest jak rak, który, rozrastając się, wytwarza dla siebie naczynia krwionośne i zmusza organizm do produkowania coraz

¹⁰ Autor z satysfakcją stwierdza, że już parokrotnie przywoływany przez niego znakomity cytat z Keynesa staje się coraz bardziej popularny (Bogle 2009: 55).

większej ilości krwi, a serce do jej pompowania. Na straży generowania popytu i dostarczania nowej krwi (pieniądza) stają międzynarodowe organizacje finansowe, IMF i WB, grupy lobbystyczne, media, których zadaniem jest wciąganie kolejnych krajów do sfinansowanego systemu. Szczególnym tego przykładem są reformy systemu emerytalnego, podejmowane po to, by skierować na rynki finansowe część strumienia finansowego, który dotąd w miarę sprawnie, choć w niedostatecznej ilości i z pewnym ryzykiem wynikającym z niewątpliwych wad systemu¹¹, finansował emerytury w procesie *pay-as-you-go* (w ramach tzw. umowy międzypokoleniowej). W rezultacie od systemu emerytalnego „oderwane” zostają znaczne strumienie środków, co wprowadza instytucje w permanentny deficyt, przyczyniając się do narastania długu publicznego. Taką sytuację mamy w Polsce, co staje się oczywistym powodem prób zmniejszenia części składki odprowadzanej do OFE.

Tak konstruowane pasożytnicze systemy finansowe odegrały też kluczową rolę w przyspieszeniu procesów globalizacji, gdyż olbrzymie fundusze do jakich powstania doprowadził rozregulowany mechanizm, szukały lokat po całym świecie (co barwnie zostało ochrzczone jako „kapitał nomadyczny”). Gospodarki wschodzące (*emerging markets*) starają się włączyć w istniejący mechanizm i rozwinąć sektor finansowy jako napęd rozwoju ekonomicznego, ale często odnosi się wrażenie, że najbardziej korzystają na tym pracownicy sektora finansowego, a mniej cała gospodarka.

4. ŚLEPA ULICZKA CZY DROGA KU ZDROWEJ STRUKTURZE?

Zmiany strukturalne, jakie wynikły z neoliberalizmu, miały z jednej strony zasadniczy, z drugiej trwały charakter, a w konsekwencji doprowadziły do ukształtowania w gospodarce struktur i związków silnie zależnych od neoliberalnych instytucji, które trudno będzie przełamać, gdyż z każdą strukturą zawsze wiąże się złożony układ interesów¹².

Trzeba przyznać, że ideologia neoliberalna niosła pewne pozytywy, przede wszystkim podkreślając znaczenie przedsiębiorczości i ducha tradycyjnego

¹¹ Ryzyko było związane głównie z możliwością wystąpienia bezrobocia i spadku poziomu wynagrodzeń, co obniżało wpływy do systemu. Naturalnym czynnikiem zmniejszającym efektywność tego systemu był zaś wzrost relacji między liczbą emerytów a liczbą zatrudnionych. Tej relacji oczywiście nie modyfikowała zmiana systemu na kapitałowy; ona jedynie zmieniała drogi cyrkulacji pieniądza, zwiększając przez to ryzyko systemowe.

¹² Dlatego nawet najgłupsze prawo, często czyniące wiele szkód, trudno jest anulować, gdyż wiąże się z nim interes wielu osób zatrudnionych w tworzonych przez to prawo instytucjach. Dzieje się tak nie tylko w ekonomii, lecz także w kwestiach społecznych. Przykładem jest niemieckie prawo o Jugendamtach czy szwedzkie prawo mające przeciwdziałać przemocy wobec dzieci, które stały się źródłem tysięcy szkodliwych działań urzędów wobec rodzin. Anulowanie tego prawa, pomimo jego ewidentnej szkodliwości, okazuje się bardzo trudne.

kapitalizmu. Ale jednocześnie jej wyznawcy popełniali zasadnicze błędy. Podstawowym było absolutyzowanie lokalnie słusznych zasad i postulatów, przez co doszło do zaprzeczenia własnym pryncypiom. Na przykład w imię wolności gospodarowania dopuszczono do takiej ekspansji korporacji, która dała im pozycję monopoli lub karteli, niszcząc zdrowe tradycyjne struktury złożone z wielu konkurujących podmiotów (zwłaszcza w handlu, ale nie tylko).

Nie rozumiano, że określona instytucja, która sprawdza się lokalnie, to znaczy na małym rynku i dla wąskiego grona uczestników, po upowszechnieniu traci swoje walory. Na przykład fundusze emerytalne, które działały jako instytucje na obrzeżach sektora finansowego, „wyłapując” wysoko rentowne lokaty kapitałowe, świetnie sprawdzały się jako uzupełnienie tradycyjnego „transferowego” systemu emerytalnego dla stosunkowo wąskiego grona klientów. Jednak po przekształceniu całego systemu emerytalnego w system kapitałowy straciły swój walor. Nie jest możliwe bowiem, by cały rynek finansowy dawał najlepsze stopy zwrotu, a ukierunkowanie olbrzymiego strumienia środków z zreformowanego systemu emerytalnego na rynek lokat kapitałowych jedynie przyczyniło się do rozděcia baniek spekulacyjnych i zwiększenia ryzyka utraty wartości nagromadzonego kapitału, co obserwujemy obecnie (Bogle 2009).

Organizmu opanowanego przez raka nie można wyleczyć prostymi receptami typu „ciepło się ubierać i zdrowo odżywiać”. Zalecane przez G20 tradycyjne neoliberalne recepty mają niestety charakter właśnie takich prostych, nieprzystających do typu schorzenia recept, gdyż są leczeniem objawowym, niesięgającym do przyczyn choroby, a zatem z choroby wywołanej przez neoliberalizm nie wyleczą. Co prawda, gdy Jean-Claude Trichet mówi, że „cięcia budżetowe i reformy strukturalne powinny pomóc scementować i uzdrowić europejską gospodarkę” (Rzeczpospolita 5.07.2010: B2 – cytata dnia), to zdaje się iść nieco dalej, bo reformy strukturalne mogą być próbą sięgnięcia do głębszych przyczyn choroby. Nasuwa się jednak pytanie, czy wysunięcie na pierwszy plan dyscypliny budżetowej, jednego ze sztandarowych postulatów paradygmatu neoliberalnego, może doprowadzić do sukcesu, czy – utrwalając paradygmat neoliberalny – zaprowadzi w ślepią uliczkę.

Niewątpliwie trzeba sięgać do głębokich przyczyn choroby trawiącej współczesną gospodarkę. Teoretycznych inspiracji trzeba poszukiwać w jakimś nowym podejściu teoretycznym, skoro paradygmat neoliberalny zawiodł, a recepty keynesowskie zdają się tylko tymczasowymi lekami dla współczesnej gospodarki zniekształconej przez paradygmat neoliberalizmu. Nowy paradygmat, który nie zawiedzie w ślepią uliczkę, z pewnością musi uwzględniać wielowymiarową złożoność współczesnej globalizującej się gospodarki.

Kołodko ma rację, że redefinicji wymagają cele rozwoju, a żeby to zrobić, trzeba podjąć wyzwania w trójwymiarowym obszarze wyznaczonym przez wartości, instytucje i szeroko rozumianą politykę. I – co szczególnie

ważne, a jak się wydaje jakoś nie przebiło się do sfery zainteresowania architektów projektowanych posunięć – nie można usunąć pierwotnych przyczyn kryzysu bez przebudowy systemu wartości (Kołodko 2010). Amerykański praktyk i weteran biznesu inwestycyjnego, cytowany wcześniej John C. Bogle, mówi wprost: trzeba powrócić do zdrowych moralnych zasad XVIII wieku. I wyraża żal z powodu zaniku „kalwińskiej prawości”, zakorzenionej w typowych dla dawno temu minionego świata pojęciach, takich jak uczciwość, etyczność i niezłomna lojalność wobec klienta, ale też pracownika i kontrahenta. I apeluje o przywrócenie wymogów etycznych wobec zawodów zaufania publicznego, do których zalicza m.in. zawód finansisty (Bogle 2009: 134–159)¹³.

Elementem etyki w polityce gospodarczej, która jest wszak domeną polityków, powinno być przywrócenie właściwych struktur podziału dochodu narodowego wewnątrz krajów i między krajami, ujętymi w kleszcze globalizujących się rynków, bo rzeczywiście współczesny kryzys jest bardziej kryzysem redystrybucji niż produkcji (Kołodko 2010: 118). Dlatego niezbędne jest wypracowanie pewnego intelektualnego „benchmarku” zdrowej struktury gospodarczej. Trzeba sobie bowiem odpowiedzieć na pytanie, jaką gospodarczą strukturę można określić jako „zdrową”. To ona powinna być celem do osiągnięcia w polityce gospodarczej rządów. Zdrową strukturę gospodarczą można zdefiniować jako taką, w której ma miejsce następujący podział dochodu narodowego:

- po pierwsze, podział ten nie jest źródłem destabilizujących napięć w sferze realnej,
- po drugie, nie prowadzi do narastania baniek cenowych powodujących drastyczne odejście cen rynkowych od wartości realnych,
- po trzecie, istniejąca struktura zawiera działające długofalowo bodźce dla rozwoju gospodarki.

Każdy z tak sformułowanych warunków zdrowia ekonomicznego zasługuje na oddzielną, głęboką analizę. Tu z pewnością narzędziem mogłaby być postulowana teoria koincydencji rozwojowych (koincydencji teoria rozwoju – Kołodko 2008). Jednym z aspektów zdrowej struktury w sferze realnej jest struktura podziału dochodów. Powinna być ona taka, aby zróżnicowanie dochodów nie było ani za duże, ani za małe, aby z jednej strony nie prowadziło do nadmiernego „rozprzestrzenienia” dochodów w dolnych grupach dochodowych, co prowadziłyby do ukształtowania się za wysokiego poziomu siły nabywczej, kolejek i inflacji (czego doświadczaaliśmy w gospodarce centralnie planowanej zwanej socjalistyczną), z drugiej

¹³ W związku ze sporem toczonym w czasie polskiej kampanii prezydenckiej warto przytoczyć jego pełne troski uwagi: „Podobna przemiana (upadku wysokich standardów etyki zawodowej – J.Ż.) dotknęła sferę zawodów medycznych. Interesy finansowe i **komercjalizacja** gigantycznego kompleksu opieki zdrowotnej w Ameryce, złożonego ze szpitali, firm ubezpieczeniowych, firm farmaceutycznych oraz marketingowych i instytucji, którym powierzono ochronę zdrowia, **na margines zepchnęły troskę o człowieka i potrzeby pacjenta**” (Bogle 2009: 140; podkr. – J.Ż.).

zaś, by nie blokowało możliwości rozwoju gospodarki z powodu niedoboru popytu.

Oczywiście nierówność podziału dochodów jest nie tylko nieuchronną, lecz także niezbędną cechą gospodarek rynkowych. Nierówność jest niezbędna, gdyż pełni istotną, wręcz kluczową ekonomiczną funkcję polegającą na tym, że dzieli siłę nabywczą dostosowując strukturę popytu do struktury podaży. W ten sposób z jednej strony działa na gospodarkę stabilizująco, gdyż rozkład siły nabywczej staje się bliższy rozkładowi podaży dóbr. Z drugiej zaś strony, jeśli jednocześnie jest dostosowana do kształtującej się w wyniku rozwoju gospodarczego dynamiki zmian struktury podaży, staje się motorem rozwoju, gdyż rosnąca podaż napotyka „odzew” siły nabywczej. Przedsiębiorcy mają poczucie istnienia stabilnej koniunktury, a to jest bodźcem dla inwestycji i dalszego rozwoju technologicznego.

Nierówność nie może jednak iść za daleko, a neoliberalizm doprowadził właśnie do szkodliwie narastających nierówności w gospodarce. Szczególnie sprzyja im podatek liniowy, który stał się bardzo popularny w niektórych krajach postkomunistycznych, gdzie słabe wykształcenie ekonomiczne polityków, idące w parze z niedoinformowaniem społeczeństwa i skorumpowaniem mediów, ułatwiły propagowanie tej ekonomicznie szkodliwej idei. Narzędziem mogącym wzrost nierówności ograniczyć jest zdecydowana progresja podatkowa, ścinająca najwyższe pułapy dochodowe (Żyżyński 2009: 163 i nast.).

Obecnie czynnikiem istotnie wpływającym na proces podziału staje się globalizacja. Prowadząc do umiędzynarodowienia własności, zakłóca proces rozwoju, gdyż następuje istotne przestawienie ekonomicznych „zwrotnic”, po których płyną strumienie dochodów wypracowywanych przez społeczeństwa. Te swoiste zwrotnice stają się narzędziem podziału środków i dochodów nie tylko wewnątrz gospodarki, lecz także w skali międzynarodowej. Przykładem jest dynamiczny wzrost w polskim bilansie płatniczym ujemnych wartości salda dochodów i salda błędów i opuszczeń po integracji z Unią Europejską i przejściu znacznej części polskiego systemu bankowego przez międzynarodowe konglomeraty finansowe (tabela 1.4). Liczby przedstawione w tabeli 1.4 świadczą właśnie o istnieniu tych specyficznych, ukształtowanych przez procesy globalne „zwrotnic”, powodujących utratę części dochodu narodowego.

Kwestia norm etycznych nabiera nowego, globalnego sensu, ponieważ „wypłukiwanie” dochodu narodowego słabszych ekonomicznie krajów przez międzynarodowe koncerny przejmujące ich aktywa produkcyjne staje się także przejawem kryzysu moralności. Choć to akurat bynajmniej nie jest przecież nowością w procesach o charakterze globalnym, bo realizowane było przez stulecia jako kolonializm i różne formy agresji ekonomicznej.

Pomimo że zjawiska negatywne sygnalizujące wadliwość postulatów neoliberalizmu dały się zaobserwować już w latach 80. i 90., dopiero obecny

Tabela 1.4. Bilans płatniczy Polski 2001–09 (mld zł)

| Wyszczególnienie | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------------------------|--------|--------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Rachunek bieżący | -21,78 | -20,43 | -17,87 | -39,78 | -15,49 | -34,19 | -54,99 | -64,49 | -21,24 |
| – Saldo obrotów towarowych | -31,29 | -29,52 | -22,28 | -20,78 | -9,01 | -21,58 | -46,60 | -62,38 | -13,69 |
| – Saldo usług | 3,26 | 3,40 | 2,04 | 3,45 | 6,29 | 6,80 | 12,81 | 12,40 | 14,95 |
| – Saldo dochodów | -5,62 | -7,68 | -14,10 | -41,98 | -35,27 | -44,76 | -44,68 | -33,60 | -43,48 |
| – Saldo transferów bieżących | 11,87 | 13,37 | 16,47 | 19,53 | 22,51 | 25,36 | 23,47 | 19,09 | 20,98 |
| Rachunek kapitałowy | 0,31 | -0,03 | -0,18 | 4,26 | 3,16 | 6,48 | 12,78 | 14,25 | 22,04 |
| Rachunek finansowy | 12,94 | 29,44 | 33,82 | 33,15 | 49,15 | 37,55 | 108,35 | 93,63 | 109,16 |
| Saldo błędów i opuszczeń | 6,82 | -6,23 | -11,10 | 6,36 | -10,65 | -1,82 | -30,98 | -53,29 | -65,56 |
| Oficjalne aktywa rezerwowe | 1,71 | -2,75 | -4,67 | -3,99 | -26,17 | -8,02 | -35,16 | 9,90 | -44,4 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP; wyróżnione pozycje wymagające szczególnej uwagi.

drastyczny kryzys zmusza do podejmowania różnych działań, które jednak mają charakter doraźny, bo ich celem jest głównie ratowanie bieżącej płynności sektora finansowego, która drastycznie obniżyła się z powodu rosnącej wstrzemięźliwości banków w udzielaniu kredytów albo wręcz ich finansowego upadku. Działania te nie sięgają jednak do głównych przyczyn. Są jakby próbą ratowania organizmu opanowanego przez raka przez przetaczanie mu nowej krwi i dodawanie środków usmierzających gorączkę i ból. Aby nie zabrnąć w ślepą uliczkę powierzchownych zmian, międzynarodowi decydenci powinni zadać sobie podstawowe pytania:

- W jakiej mierze sektor finansowy pełni teoretycznie przypisaną mu funkcję pośrednictwa finansowego, a w jakiej wyobcował się i służy generowaniu zysków z aktywności o charakterze pasożytniczym?
- W jakiej mierze ten stan sektora finansowego służy rozwojowi, a w jakiej stanowi samonapędzający się, istniejący głównie dla siebie mechanizm?
- Jakie koszty w wyniku wyobcowania systemu finansowego ponoszą gospodarki poszczególnych krajów i świata?

I wreszcie powstaje pytanie: „Jak działać, aby nie było to tylko leczenie objawowe, lecz sięgające do przyczyn choroby?”. Odpowiedź na nie nie jest prosta, ale jest oczywiste, że jeśli kryzys ma charakter strukturalny, to będzie się powtarzał, dopóki nie zostanie zmieniona struktura. Trzeba przy tym podkreślić, że choć neoliberalizm jest błędem, a jego wprowadzanie to efekt niekompetencji polityków i słabych profesjonalnych kwalifikacji doradzających im ekonomistów, to jednak proste zaprzeczenie neoliberalizmowi¹⁴ też nie jest właściwą odpowiedzią na kryzys. Trzeba poszukiwać nowych jakości na nowe czasy.

Niewątpliwie słuszne są postulaty powrotu do regulacji systemu finansowego, bo trzeba zdjąć nawis jałowych, wirtualnych operacji, które nie służą sferze realnej. Istnieje potrzeba jasnego zdefiniowania dopuszczalnego obszaru działalności bankowej, podobnie jak czyniła to ustawa *Glass-Steagall Act*, po to, by uniemożliwić powstanie sytuacji takiej jak w Islandii, gdzie system bankowy upadł, bo banki inwestowały w wysoce ryzykowne amerykańskie papiery dłużne. Z faktu, że banki są instytucjami zaufania publicznego, musi wynikać logiczny wniosek, iż państwo, jako najwyższa władza publiczna, musi przez system prawny tak unormować ich funkcjonowanie, aby strzegąc interesu publicznego, zapewnić bezpieczeństwo ich klientów.

W odniesieniu do całego systemu finansowego, jako pewnej infrastruktury, trzeba jasno powiedzieć, że w ogóle żadna infrastruktura nie tworzy wartości, ale może sprzyjać jej tworzeniu przez optymalizację i usprawnianie procesów gospodarczych, w tym właśnie finansowych. Ona zatem

¹⁴ Nasuwa się pytanie, czy skoro neoliberalizm powstał jako zaprzeczenie keynesizmu, to zaprzeczenie neoliberalizmu miałyby być powrotem do keynesizmu. Na dzisiejsze czasy oczywiście nie.

pomaga tworzyć wartości, jest więc istotnym i niezbędnym do poniesienia kosztów tworzenia wartości. Koszt ten może być jednak za wysoki, jeśli infrastruktura jest nadmiernie rozbudowana. Wtedy zamiast wspomagać tworzenie wartości dodanej, infrastruktura ta staje się obciążeniem. Zatem jako element niezbędnych kosztów infrastruktura nie powinna być nastawiona na zysk, a za to powinna być regulowana.

Potrzebne nam jest inteligentne połączenie zasad wolności gospodarczej z pragmatyczną, wynikającą z zasad racjonalizmu rolą państwa i właściwym zakresem sektora publicznego. Kontrola i ingerencja państwa powinny obejmować dziedziny infrastruktury gospodarczej, a do takiej należy zarówno sektor finansowy, jak i sfera bezpieczeństwa i pewne obszary usług, które powinny w znacznym zakresie pozostawać w obszarze odpowiedzialności publicznej (jak edukacja i ochrona zdrowia czy ubezpieczenia społeczne). Gospodarka potrzebuje swobody, gdyż wolność i brak krępowania przez administrację mają podstawowe znaczenie dla rozwoju, niemniej jednak należy umiejętnie oddać bożkowi rynku to, co trzeba, by prawidłowo się rozwijał, ale zarazem cesarzowi – sektorowi publicznemu – to, co mu się należy, by mógł efektywnie i skutecznie działać *pro publico bono*.

Zasadniczą kwestią są więc działania prowadzące do odbudowy zdrowych systemów finansowych i właściwych struktur, gwarantujących względną stabilność relacji między podstawowymi grupami społecznymi i obszarami gospodarek: pracowników i pracodawców, sferą publiczną i rynkową, gospodarką i jej otoczeniem, a to wymaga uporządkowania sfery podziału. Niezbędne są w tym celu m.in. działania fiskalne¹⁵ państw nastawione na zmodernizowanie mechanizmów funkcjonowania systemu finansowego:

- podatek Tobina,
- restrykcyjne opodatkowanie albo prawny zakaz krótkiej sprzedaży,
- opodatkowanie krótkoterminowych operacji na instrumentach długoterminowych (na rynku kapitałowym),
- opodatkowanie operacji futures bazujących na instrumentach finansowych,
- opodatkowanie dokonywanych przez instytucje finansowe operacji walutowych niemających bezpośredniego związku z handlem zagranicznym (jak opcje walutowe dla przedsiębiorstw niedziałających na rynkach zagranicznych).

Część tych działań miałaby na celu zredukowanie destabilizacyjnego wpływ instytucji hedgingowych, aczkolwiek trzeba pamiętać, że hedging jako taki ma pewne walory jako operacja optymalizująca alokację kapitału.

¹⁵ Narzędzia podatkowe mają czytelne uzasadnienie. Skoro pewne działania instytucji finansowych niosą za sobą ryzyko przyczynienia się do kryzysu, to powinny być obciążone podatkiem, który pozwoliłby tworzyć fundusze pozwalające w przypadku wystąpienia kryzysu skompensować jego negatywne finansowe skutki.

Te działania powinny doprowadzić do stabilizacji systemu finansowego, zmniejszenia zakresu gospodarczo zbędnych „wirtualnych” operacji finansowych, ale też do zmiany struktur w obszarze podziału dochodów. Problemem nie jest bowiem to, że udzielano kredyty, lecz to, że wzrost stóp procentowych spowodował niewypłacalność kredytobiorców, którzy żyją na granicy wypłacalności. Powinny być to zatem działania kompleksowe, zarówno przywracające właściwą pozycję i funkcje sektorowi finansowemu, jak i ustanawiające właściwe struktury podziału dochodu narodowego. Warto dyskutować następujące drogi strukturalnych działań, sięgających do podstawowych przyczyn obecnego kryzysu:

- Zrezygnowanie z błędnego dogmatu prywatyzacji wszystkiego, zakreślenie ścisłego obszaru odpowiedzialności publicznej i sformułowanie jasnych kryteriów finansowania sektora odpowiedzialności publicznej tak, aby była ona skutecznie realizowana.
- Powrót do źródeł w kwestii polityki podatkowej i budżetowej, odejście zarówno od dogmatu równowagi budżetowej, jak i obniżania stopnia progresji podatkowej¹⁶. Trzeba przyjąć podstawową zasadę efektywnego, skutecznego funkcjonowania sektora publicznego (państwa). Finansowanie budżetu państwa z dochodów budżetowych (podatki i tzw. dochody niepodatkowe) oraz w ramach deficytu powinno zapewnić takie środki, by zadania państwa były skutecznie realizowane.
- Zmiana pewnych reguł funkcjonowania instytucji finansowych. Trzeba postawić w innym świetle kwestię własności instytucji finansowych. Są one infrastrukturą gospodarki. Czy zatem powinny być instytucjami prywatnymi o własności oderwanej od funkcji, jakie pełnią?

Odejście od naiwnych postulatów poprawności politycznej narzuconej przez neoliberalizm wymaga przede wszystkim dojrzałości polityków i ich odporności na oddziaływanie skorumpowanych instytucji oraz wpływu grup interesów.

W globalnej gospodarce takie zmiany powinny mieć charakter globalny. Dotyczy to, po pierwsze, pewnych podstawowych zasad fiskalnych, stanowiących swego rodzaju wspólny rdzeń dla wszystkich krajów. Ich celem powinno być m.in. ograniczenie transgranicznych, a wynikających z chęci unikania podatków, ruchów kapitału. Po drugie, dotyczy to reguł funkcjonowania kapitału, by ograniczyć niszczące konkurencję fuzje i przeniesienie własności, zawłaszczanie własności prywatnej i publicznej, niszczenie różnorodności lokalnych rynków i eliminowanie lokalnych struktur kapitału.

¹⁶ Uważam, że niezbędny jest międzynarodowy konsensus dotyczący ustanowienia progresji podatkowej w odniesieniu do najwyższych dochodów, sięgającej nawet 70%, jak w latach 70. (zob. tabela 1.2), gdy gospodarki nieźle się rozwijały i były stabilniejsze. Stanowiłoby to fiskalny hamulec dla „ekscesów płacowych” w sferach zarządów firm i stabilizowałoby zarówno systemy fiskalne państw, jak i całe gospodarki.

Po trzecie, dotyczy to reguł funkcjonowania systemu finansowego, tak aby ograniczyć w nim jałowe wtórne obiegi, realizowane obecnie wysoko ponad racjonalny ich poziom, wyznaczony przez potrzebę redukcji ryzyka.

Współczesny świat dobitnie pokazał, że właściwe mu ogólnoświatowe współzależności, globalny charakter powiązań, wymagają globalnych, czyli wspólnych dla wszystkich krajów rozwiązań i współdziałania krajów. Osiągnięcie międzynarodowego konsensusu dla takich zmian nie będzie jednak łatwe, zatem wypracowanie zmian trwale zabezpieczających przed kryzysem długo pozostanie kwestią otwartą.

BIBLIOGRAFIA

- Barro, Robert J. (1997). *Makroekonomia*. Warszawa: PWE.
- Bogle, John C. (2009). *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*. Warszawa: PWE.
- Dicken, Peter (2003). *Global Shift: Reshaping the Global Economic Map in the 21st Century*. New York: Guilford Press.
- Domańska, Elżbieta (1992). *Wokół interwencji państwa w gospodarkę*. Warszawa: PWN.
- Dore, Ronald P. (2002). *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany vs. the Anglo-Saxons*. Oxford: Oxford University Press.
- Gilbody, John (1988). *The UK Monetary & Financial System*. London–New York: Routledge.
- Harvey, David (2008). *Neoliberalizm. Historia katastrofy*. Warszawa: Instytut Wydawniczy Książka i Prasa.
- http://en.wikipedia.org/wiki/Gini_coefficient
- <http://www.econlib.org/library/Enc/masrginalTaxRates.html>
- <http://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>
- <http://www.economywatch.com>
- Keynes, John M. (1985). *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, wyd. 2, Warszawa: PWN.
- Kołodko, Grzegorz W. (2008). *Wędrujący świat*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Kołodko, Grzegorz W. (2010). Neoliberalizm i światowy kryzys gospodarczy. *Ekonomista*, nr 1.
- Kristol, Irving (1977). Toward a „New” Economics. *The Wall Street Journal*, 09.05.1977.
- Kristol, Irving. (1981). Rationalism in Economics. W: Daniel Bell, Irving Kristol (red.), *The Crisis in Economic Theory*. New York: Basic Books.
- Mishkin, Frederic S. (2002) *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. Warszawa: WN PWN.
- Panzner, Michael J. (2010). *Public does not see the end of crisis*. Obserwatorfinansowy.pl (www.obserwatorfinansowy.pl/2010/07/05/public-does-not-see-the-end-of-crisis/).
- Rosati, Dariusz (2009). Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA. *Ekonomista*, nr 3.

- Schäfer, Daniel (2008). Porsche makes €6.8bn from VW trades. *Financial Times*, 09.11.2008.
- Spencer, Milton H. (1977). *Contemporary Macroeconomics*. New York: Worth Publishers.
- Stiglitz, Joseph E. (2004). *Ekonomia sektora publicznego*. Warszawa: WN PWN.
- Stiglitz, Joseph E. (2008). Kryzys wymusi globalną reformę. *Dziennik*, 22.11.2008.
- Szef HSBC krytykuje rządowe dofinansowywanie banków (2008). *Financial Times*, 11.11.2008.
- Toporowski, Jan (2000). *The End of Finance: The Theory of Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*. London: Routledge.
- Toporowski, Jan (2005). *Theories of Financial Disturbancies*. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing.
- Żyżyński, Jerzy (2008). Stopa podatkowa jako konsekwencja struktury gospodarczej, *Ekonomista*, nr 3.
- Żyżyński, Jerzy (2008). The State Budget and the Tax Rate. W: Mina Balamouné-Lutz, Alojzy Z. Nowak, Jeff Steagall (red.), *Global Economy in Search of New Ideas and Concepts*. UNF, Coggin College of Business, Warsaw–Jacksonville: Coggin.
- Żyżyński, Jerzy (2009). *Budżet i polityka podatkowa*. Warszawa: WN PWN.

ŚWIAT PO KRYZYSIE. DYLEMATY NOWEGO ŁADU GOSPODARCZEGO

Zjawiska w światowej gospodarce, które wystąpiły w latach 2008–10 (i wiele wskazuje na to, że będą kontynuować się w latach kolejnych) szybko zyskały miano Globalnego Kryzysu. Słowo „kryzys” nie ma jasnej definicji ekonomicznej – nie da się go określić ani skalą spadku PKB, ani skalą wzrostu bezrobocia, ani głębokością załamania kursów akcji. Miary te nie wyglądają zresztą, jak dotąd, aż tak przerażająco. W czasie Wielkiego Kryzysu w latach 1929–32 w samych tylko USA zbankrutowało ponad 5 tys. banków (Iwanowicz-Drozdowska 2002) – obecnie zbankrutował tylko jeden duży bank, a pozostałe, którym zagroziło bankructwo, zostały albo przejęte przez inne banki, albo częściowo lub w całości znacjonalizowane. W czasie Wielkiego Kryzysu skumulowana skala spadku amerykańskiego PKB przekroczyła 30% – w roku 2008 (jedynym, jak do tej pory, kiedy odnotowano recesję) – spadek PKB w USA wyniósł zaledwie 2,4%, niewiele więcej niż w czasie „zwykłej” recesji w 1982 roku. Z kolei indeksy giełdy nowojorskiej spadły podczas Wielkiego Kryzysu aż o 90% – obecnie największy dołek osiągnęły wiosną 2009 roku po spadku o 50% w stosunku do przedkryzysowego szczytu (dla przypomnienia, w czasie gwałtownego giełdowego załamania w roku 1987 indeksy Wall Street spadły w ciągu jednego dnia o 23%; Orłowski 2008). Również skala wzrostu zadłużenia publicznego, choć silna i rzadko spotykana w normalnych latach, nie jest wcale bezprecedensowa z historycznego punktu widzenia. W czasie Wielkiego Kryzysu amerykański dług publiczny wzrósł o 20 punktów procentowych PKB (z 20 do 40% PKB), a w czasie drugiej wojny światowej o kolejne 80 punktów procentowych PKB (z 40 do 120% PKB). Obecnie IMF przewiduje wzrost długu publicznego USA o 50 punktów procentowych do roku 2015 (z 60 do 110% PKB).

Oczywiście nie wiemy, jak długo potrwa obecny kryzys – którego kolejnych fal, związanych z powszechnym kryzysem zadłużeniowym, wtórnymi efektami

takiego kryzysu dla sektora bankowego, możliwą wieloletnią stagflacją, a wreszcie recesją towarzyszącą tłumieniu inflacji, możemy się dziś tylko domyślać. Nie wiemy więc, czy cytowane wskaźniki gospodarcze nie ulegną dalszemu pogorszeniu. Wydaje się jednak prawdopodobne, że większa niż w przeszłości ostrożność polityki gospodarczej, wspieranej przez zgromadzone przez dziesięciolecia doświadczenia i analizy pozwoli uniknąć tak dramatycznych błędów jak te, które popełniono w czasie Wielkiego Kryzysu, a w efekcie pozwoli ograniczyć skalę strat gospodarczych i spadku aktywności gospodarczej (Friedman, Jacobson Schwartz 1971).

Proste porównania skali załamania gospodarczego dziś i przed ośmioma dekadami nie trafiają jednak w sedno problemu. Kryzys nie polega bowiem na określonej skali spadku produkcji lub cen akcji – kryzys polega na trwałym, zazwyczaj bardzo gwałtownym, załamaniu zaufania. Zaufania wszystkich operujących na rynku agentów, do wszystkich innych: klientów do banków, banków do innych banków, banków do firm, inwestorów do rządów, pracowników do pracodawców, ludzi do polityki gospodarczej rządu. Gospodarka rynkowa bazuje na zaufaniu – bez minimalnego poziomu ufności przestaje działać. Najlepszym tego przykładem jest sektor finansowy. Groźba bankructwa jakiegokolwiek dużego banku powoduje, że rynek międzybankowy zostaje całkowicie sparaliżowany, z dramatycznymi konsekwencjami dla reszty gospodarki. Podobne efekty może przynieść groźba niewypłacalności któregoś z państw, wywołując rynkową panikę i lawinę kolejnych niewypłacalności (Manasse, Roubini 2009).

Nie ulega wątpliwości, że obecnie mieliśmy do czynienia z takim właśnie powszechnym załamaniem zaufania. A najważniejszą ofiarą owego załamania jest wiara w pewien paradygmat rozwoju gospodarczego i model funkcjonowania gospodarki. Paradygmat ten wykształcił się po poprzednim globalnym kryzysie – wówczas nie gwałtownym, ale rozciągniętym na lata. Był to kryzys przeregulowania gospodarki i długotrwałej stagflacji lat 70., przełamanej dopiero „konserwatywną rewolucją” i bardzo kosztownym, ale skutecznym w zwalczaniu inflacji „monetarystycznym eksperymentem” w krajach anglosaskich we wczesnych latach 80. Po kryzysie tym coraz powszechniejsze stało się przekonanie, że właściwy paradygmat rozwoju powinien bazować na trzech filarach: makroekonomicznej stabilizacji, liberalizacji rynku oraz prywatyzacji. U podstaw takiego rozumowania leżało założenie o pełnej racjonalności działania ludzi (tylko rządy mogą popełniać systemowe błędy ekonomiczne, prywatne podmioty w swojej masie – nie) oraz o doskonałości działania dostosowawczych mechanizmów rynkowych (które mogą być wypaczone tylko przez błędy regulacji lub monopolizację). Sprawne funkcjonowanie rynku w połączeniu z właściwymi zachętami dla ludzi – nieograniczonym społecznym przyzwoleniem na bogacenie się, którego wyrazem była m.in. seria obniżek podatków dochodowych w USA – miało zapewnić wysoką efektywność gospodarowania oraz wzrost innowacyjności i przedsiębiorczości (Stiglitz 2006). Dzięki temu można było pokonać zmorę lat 70., czyli stagflację, uzyskując jej

zaprzeczenie, czyli wysoki i bezinflacyjny wzrost gospodarczy (co oznaczało znaczący spadek NAIRU – niepowodującej przyspieszenia inflacji stopy bezrobocia, tłumaczony przede wszystkim pozytywnym szokiem podażowym wywołanym gwałtownym rozprzestrzenianiem się w gospodarce nowych technologii informatycznych i internetu; Ball, Mankiw 2002). Towarzyszyły temu zjawiska globalizacyjne, które oznaczały stopniowe rozprzestrzenianie się liberalnego, anglosaskiego modelu gospodarczego na całą kulę ziemską, zarówno na skutek ekspansji ponadnarodowych firm, jak i zwyczajów konsumpcyjnych, a wreszcie coraz wyższy stopień integracji światowych rynków finansowych, możliwy dzięki postępowi technologicznemu. Wszystko to znakomicie funkcjonowało przez dekady, aż do wybuchu kryzysu.

Kryzys przychodził etapami, wysyłając wiele sygnałów ostrzegawczych – niestety, generalnie zlekceważonych lub źle zinterpretowanych. Najpierw, w latach 2001–02 załamały się ceny akcji firm internetowych (tzw. *dot.com*). Był to pierwszy wyraźny sygnał mówiący, że obserwowany od początku lat 90. niezwykle boom na giełdach nie ma wcale mocnych podstaw ekonomicznych, że jest raczej spekulacyjną bańką. Panika jednak po jakimś czasie się skończyła, a gdy amerykański bank centralny (Fed) obniżył cenę kredytu, inwestorzy wrócili na parkiet. W ciągu kolejnych pięciu lat ceny akcji znów poszły w górę: w USA dwukrotnie, na wschodzących rynkach nawet 3–4 razy. Kiedy z kolei latem 2007 roku pojawiły się pierwsze informacje o dużych stratach, jakie mogły przynieść inwestycje w obligacje oparte na dochodach z amerykańskich kredytów hipotecznych obniżonej jakości (tzw. kredyty *subprime*), rynek zareagował na nie silnym tąpnięciem. Po siedmiu tłustych latach, kiedy ceny nieruchomości w USA rosły w średnim tempie 14% rocznie, teraz zaczęły równie gwałtownie spadać (Orłowski 2008). Uczestnicy rynku musieli się orientować, że w tym czasie wyemitowano warte biliony dolarów obligacje, których głównym filarem było właśnie założenie o stałym wzroście cen domów. Ponownie jednak panika minęła, a na giełdy powrócił spokój.

Tym razem jednak było to już ostatnie ostrzeżenie. Szybko wyliczono, że straty finansowe wywołane załamaniem się cen na amerykańskim rynku nieruchomości muszą sięgać co najmniej biliona dolarów – ale największe banki świata przyznawały się do strat z tego tytułu stanowiących tylko drobny ułamek tej kwoty. Wybuchyły pierwsze objawy paniki związanej z zagrożeniem upadkiem kolejnych banków hipotecznych, a rząd USA musiał przejąć zarządzanie nad dwiema gigantycznymi korporacjami specjalizującymi się w obsłudze rynku hipotecznego. Pełnej skali załamanie przyszło jednak dopiero 15 września 2008 roku, kiedy bank Lehman Brothers – jeden z pięciu największych banków inwestycyjnych na Wall Street – nagle ogłosił, że jest bankrutem. Dopiero ta katastrofa odsłoniła prawdziwą skalę zagrożenia. Okazało się, że straty związane z załamaniem się cen na rynkach nieruchomości idą w biliony dolarów, grożąc wielu globalnym bankom upadkiem. W efekcie natychmiast doszło do niemal

całkowitego paraliżu rynku międzybankowego. W ciągu kilku dni po upadku Lehman Brothers marża, którą płacą sobie amerykańskie banki, pożyczając nawzajem pieniądze (a więc odbicie oceny ryzyka związanego z udzieleniem pożyczki), wzrosła ponadczterokrotnie – z 1% do niemal 5%. Oznaczało to, że w praktyce banki przestały wierzyć, że którykolwiek z nich jest bezpieczny. Przed utratą płynności, masowymi bankructwami i pełnym wyschnięciem kredytu dla gospodarki uratowała jedynie bezprecedensowa akcja głównych banków centralnych świata, gotowych do natychmiastowego zwiększenia emisji pieniądza (zarówno w drodze obniżania do zera stóp procentowych, jak i bezprecedensowych operacji „luzowania ilościowego”, czyli bezpośredniego tłoczenia pieniędzy do sektora bankowego) po to tylko, by zapewnić bankom komercyjnym dostęp do krótkookresowego finansowania. Jednocześnie do akcji musiały wkroczyć rządy, poprawiające bilanse banków przez idące w setki miliardów dolarów zastrzyki kapitału i programy odkupywania złych aktywów. Dzięki temu udało się nie dopuścić do dalszych wielkich bankructw, o nieobliczalnych konsekwencjach. Ceną stało się jednak zaangażowanie gigantycznych środków z kieszeni podatników i nacjonalizacja narażonych na upadek instytucji.

Dramatyczna sytuacja, w której znalazł się globalny sektor bankowy, doprowadziła do gwałtownego załamania się kursów akcji na światowych giełdach. W ciągu miesiąca od upadku banku Lehman Brothers indeksy głównych giełd w krajach rozwiniętych spadły o 25%, a na wschodzących rynkach o 50%. Po znaczących spadkach cen akcji w ciągu poprzedniego roku i w połączeniu ze spadkiem cen nieruchomości spowodowało to dalsze, gwałtowne ograniczenie bieżącej rynkowej wyceny majątku zgromadzonego przez konsumentów, zwłaszcza w krajach najzamożniejszych. To z kolei, w połączeniu ze świadomością, że jeśli nie chce się stracić zakupionego na kredyt domu, w pierwszej kolejności trzeba regularnie spłacać kredyty hipoteczne, doprowadziło do silnego ograniczenia wydatków konsumpcyjnych, wciągając światową gospodarkę w najpotężniejszą recesję od lat 30. (Orłowski 2008).

Spadający popyt w krajach najzamożniejszych, a w ślad za tym spadające nakłady inwestycyjne firm, zaowocowały znacznym spadkiem zakupów importowych i inwestycji zagranicznych dokonywanych w krajach rozwijających się. W ten właśnie sposób recesja błyskawicznie rozprzestrzeniła się na cały świat. Z drugiej strony, gwałtowny spadek zaufania na rynkach finansowych zaowocował gwałtownym odcięciem krajów rozwijających się od dostępu do prywatnego kapitału. Dotknęło to zwłaszcza do niedawna jeszcze świetnie prosperujące wschodzące rynki, cieszące się w poprzednich latach największą wiarygodnością kredytową. Efektem stało się zagrożenie bankructwem całych narodów, przed którym ratować je musiał awaryjnymi pożyczkami Międzynarodowy Fundusz Walutowy (szczególnie silnie zjawisko to dotknęło kraje Europy Środkowo-Wschodniej, PricewaterhouseCoopers, 2009).

W ślad za kryzysem finansowym przyszły więc jego efekty wtórne. Spadła produkcja i silnie wzrosło bezrobocie, dramatycznie pogorszyła się dostępność kredytu dla firm. Te kraje, które nie miały wielkich kłopotów finansowych na rynku krajowym, szybko zostały pociągnięte w dół spadkiem popytu u partnerów handlowych. Na skraju bankructwa stanęły wielkie banki i korporacje przemysłowe, w oczach zaczęło rosnać zadłużenie publiczne. Na początku 2010 roku pojawiły się obawy, że nadmierny poziom zadłużenia może doprowadzić do niewypłacalności państw – ich pierwszą ofiarą padły kraje śródziemnomorskie, należące do Unii Europejskiej. Kryzys pokazał swoje pełne oblicze.

Co gorsza, można sądzić, że obecny kryzys prawdopodobnie wcale jeszcze nie minął. Najpierw mieliśmy do czynienia z kryzysem finansowym (groźbą załamania rynków finansowych i masowych bankructw banków). Sektor finansowy został uratowany dzięki bezprecedensowej akcji, podjętej przez rządy i banki centralne, ale za cenę zaciągnięcia przez rządy gigantycznych długów. Drugą fazą kryzysu, przez którą przeszliśmy w roku 2009, była recesja i wzrost bezrobocia. Również ta faza powoli przechodzi, choć pozostałością po niej są kolejne ogromne długi, pozaciągane przez rządy w celu realizacji keynesowskich programów stymulujących popyt. Wszystko wskazuje więc na to, że kolejną fazą kryzysu staje się kryzys zadłużenia rządów, którym coraz trudniej będzie obsługiwać narosłe zobowiązania. Po niej zapewne przyjdzie faza światowej inflacji, która pozwoliłaby rządowi (zwłaszcza rządowi USA) skutecznie pozbyć się części zadłużenia, kosztem inwestorów, którzy kupili oprocentowane według stałych stóp procentowych obligacje. A za tym przyjdzie zapewne faza walki z inflacją, którą niewątpliwie będą musiały kiedyś podjąć głównie banki centralne świata, za cenę ponownej recesji towarzyszącej zaciśnieniu monetarnemu (Orłowski 2010).

Wygląda więc na to, że dotychczasowe zjawiska kryzysowe lat 2008–09 nie wystarczą do tego, by gospodarka światowa została trwale ustabilizowana, a jej funkcjonowanie poprawione. Jest też mało prawdopodobne, by udało się obecnie ustalić jakikolwiek naprawdę poważny pakiet globalnych reform, które stworzyłyby nowy ład ekonomiczny. Bardziej prawdopodobne, że rozwojowi światowej gospodarki w nadchodzącej dekadzie będą nadal towarzyszyły ogromna nierównowaga i pojawiające się regularnie fale destabilizacji. Pojawiają się więc poważne pytania – zarówno o przyczyny tak straszliwego załamania, jak i lekcje, które należy z niego wyciągnąć.

Radykalni krytycy liberalnego kapitalizmu wskazują na kryzys jako dowód, że przyjęty paradygmat rozwoju był całkowicie błędny (Kołodko 2009). Wydaje się to jednak wnioskiem przesadnym, abstrahującym od faktu niewątpliwego sukcesu rozwojowego odnotowanego w wielu dziedzinach przez świat w ciągu przedkryzysowego ćwierćwiecza. Okres powszechnej deregulacji i globalizacji doprowadził do gigantycznego postępu technologicznego, rozwoju handlu i inwestycji, a narodom, które potrafiły

go dobrze wykorzystać, pozwolił na znaczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Zawiódł jednak o tyle, że nie dostarczył obiecanych mechanizmów rynkowego dostosowania i automatycznej korekty narastającej nierównowagi.

Z kolei obrońcy liberalnego kapitalizmu lubią cały problem sprowadzać do serii błędów popełnionych czy to przez rządy, czy wypuszczające nadmiar pieniądza na rynek banki centralne, czy wreszcie przez wadliwie zarządzane instytucje finansowe (Balcerowicz 2009). Tu także mamy do czynienia z przesadnym uproszczeniem, polegającym na obronie dawnego paradygmatu przez unikanie odpowiedzi na pytanie: „Skoro był właściwy, to dlaczego nie zadziałały samoczynne mechanizmy regulacyjne, chroniące gospodarkę przed narastaniem nierównowagi?”.

W powszechnej dyskusji chętnie zawęza się listę czynników, które odpowiadają za obecny kryzys, do kilku prostych błędów. Zbłądzili chciwi bankierzy, zbłądził niepodejmujący odpowiednich działań Fed. Przez oceny przebija światopogląd oceniających: kto całe życie wierzył w sprawność rynku, obecnie skłonny jest oskarżać o wszystko nadmiar rządowej interwencji; kto był nieufny, skłonny jest winić irracjonalność rynku i brak odpowiednich regulacji.

A tymczasem lista czynników i zjawisk, które doprowadziły do kryzysu jest znacznie dłuższa. Na pierwszym miejscu wymieniłbym tu gwałtowne zmiany rozkładu sił gospodarczych na świecie i towarzyszącą im w naturalny sposób nierównowagę. Udział Chin i Indii w globalnym PKB w ciągu minionych dwóch dekad potroił się. Rozwijający się Daleki Wschód, a zwłaszcza charakteryzujące się niezwykle wysokimi stopami oszczędności Chiny i Japonia, zaczęły dysponować ogromnymi nadwyżkami kapitału. Z kolei USA potrzebowały tego kapitału dla podtrzymania swojego wysokiego poziomu życia. Innymi słowy, amerykańska „kultura życia na kredyt” spotkała się z azjatycką „kulturą oszczędności”, co pozwoliło na powstanie gigantycznego zadłużenia USA wobec reszty świata. Towarzyszyły temu gwałtowne procesy globalizacyjne. Dla inwestorów otworem stanęły kraje dawniej wyłączone z globalnego rynku, a instytucje finansowe zdywersyfikowały swoje portfele, obejmując nimi aktywa z całego świata. Jednocześnie oznaczało to jednak gwałtowne zmniejszenie możliwości nadzoru nad działalnością instytucji finansowych, utrudnioną ocenę ryzyka związanego z inwestycjami, łatwiejszy proces formowania się i utrzymywania długookresowej nierównowagi oraz wzrost ryzyka rozprzestrzeniania się kryzysów finansowych w drodze „zarażenia się” od innych krajów (Orłowski 2008).

Drugim z kluczowych zjawisk był gwałtowny rozwój rynków finansowych. Aktywa finansowe stanowią zawsze jedynie odbicie realnej gospodarki, a zabezpieczeniem dochodu z tych aktywów są zawsze realne dochody i realny majątek. W roku 1980 podstawowe aktywa finansowe (depozyty w bankach, obligacje, akcje, instrumenty pochodne) stanowiły ok. 120% globalnego PKB, co nie kłóci się z intuicyjnym odczuciem „odbicia realnej gospodarki”. W roku 2007 aktywa finansowe stanowiły już trzynastokrotność

światowego PKB. Nie ma cienia wątpliwości, że mieliśmy więc do czynienia z gigantycznym zjawiskiem „globalnego lewarowania” – w oparciu o ograniczone zasoby realnie istniejącego kapitału rynki finansowe wygenerowały wielokrotnie większy zasób aktywów. Te same dochody i majątek zabezpieczały więc wiele aktywów naraz. Jednocześnie niezwykle boom na rynku finansowym napędzał ceny aktywów: rosły kursy akcji, rosły ceny nieruchomości, rosły wyceny instrumentów pochodnych. Rynek finansowy stawał się gigantyczną, nadmuchaną przez spekulacje bańką.

Trzecim kluczowym zjawiskiem była niezdolność poprawnej wyceny ryzyka związanego z aktywami finansowymi. Swoistym potwierdzeniem tej niezdolności była niebywała kariera instrumentów CDS (Credit Default Swap), zabezpieczających przez niespłaceniem przez dłużnika kredytu. Łączna wartość instrumentów CDS wzrosła z 1 bln dolarów w roku 2000 do 45 bln dolarów w 2007 roku. Najwyraźniej instytucje finansowe uwierzyły, że dzięki instrumentom pochodnym można w ogóle wyeliminować ryzyko związane z udzielaniem kredytu – co przeczy wszelkim zasadom zdrowego rozsądku. Ryzyko to przecież nie zniknęło, tylko kumulowało się w zupełnie innych miejscach, a „posiadacze” tego ryzyka najprawdopodobniej w ogóle nie zdawali sobie sprawy z jego skali (podobnie jak posiadacze obligacji bazujących na kredytach hipotecznych typu *subprime* nie zdawali sobie sprawy z tego, jak ryzykownie zainwestowali swoje kapitały). Zdrowy rozsądek zastąpiła za to pełna wiara w modele finansowe, pozwalające rzekomo bezbłędnie szacować ryzyko – oczywiście pod warunkiem poprawnego wprowadzenia do nich fundamentalnych założeń odnośnie do rozwoju rynków.

I wreszcie czwarte z kluczowych zjawisk – błędy popełnione przez ludzi. Inwestorów ogarnęła fala irracjonalnego optymizmu, każąca nadmiernie optymistycznie oceniać szanse rozwoju rynku. Goniący za premiami bankierzy skoncentrowali się na poszukiwaniu krótkookresowych zysków za cenę wzrostu ryzyka. A na to wszystko nałożyły się katastrofalne błędy polityki gospodarczej, zwłaszcza w USA. Zawiodła regulacyjna rola rządu, szczególnie w odniesieniu do bankowości inwestycyjnej i do rynku instrumentów pochodnych (Stiglitz 2006). Zawiodła całkowicie polityka pieniężna, czego najbardziej jaskrawym przykładem stało się silne obniżanie stóp procentowych przez Fed dokładnie w czasie dojrzewania gigantycznego bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości i na giełdach. Zawiodła polityka fiskalna, która w latach 2002–07 dopuściła do istnej eksplozji deficytu budżetowego, spowodowanej po części nieodpowiedzialną decyzją administracji George’a W. Busha o obniżkach podatków w warunkach rosnących wydatków, wywołanych m.in. interwencją w Iraku i wojną z terroryzmem.

Trzeba zdawać sobie sprawę z tego, że nierównowaga zawsze towarzyszy rozwojowi gospodarstwu. Gwałtowny rozwój krajów Dalekiego Wschodu – przy jednoczesnym relatywnym zmniejszeniu roli Zachodu, dążącego do utrzymania swojego niezwykle wysokiego poziomu życia –

prowadziły do kumulacji ogromnych nadwyżek kapitału w Azji i powstawania ogromnego deficytu kapitału w USA. Niezwykły popyt na kapitał w USA prowadził z kolei do poszukiwania przez sektor finansowy sposobów jego zaspokojenia, przez generowanie ogromnych ilości płynnych aktywów finansowych, za pomocą których następowało transferowanie pieniędzy z reszty świata. Wynikająca stąd wielka aktywność sektora finansowego prowadziła do narastania fal irracjonalnego optymizmu, który kazał lekceważyć ryzyko systemowe związane z inwestowaniem w aktywa finansowe (zwłaszcza instrumenty pochodne). Wszystko to razem powodowało powstawanie gigantycznej megabańki spekulacyjnej, której pęknięcie postawiło światową gospodarkę na skraju finansowego załamania. Należy jednak zwrócić uwagę, że czynnikami powodującymi narastanie nierównowagi nie były ani sam neokonserwatywny paradygmat rozwoju (jak chcą jego krytycy), ani trudne do wyjaśnienia serie indywidualnych błędów (jak chcą jego obrońcy). Nierównowaga narastała z przyczyn fundamentalnych, a winą systemu gospodarczego było tylko to, że nie odpowiedział na nią reakcjami obronnymi – ani samoczynnymi, ani opartymi na regulacjach i interwencji państwa.

Jeśli system gospodarczy i finansowy w znacznej mierze zawiódł, to niewątpliwie wymaga poprawy i uporządkowania – tak jak administracja Franklina Delano Roosevelta uporządkowała funkcjonowanie kapitalizmu przez wzmocnienie regulacyjnych funkcji państwa w czasach New Deal-u, a administracja Ronalda Reagana zdynamizowała go przez deregulację i zachęty dla przedsiębiorczości w latach 80. Tym razem jednak problem, przed którym stoi świat, jest bardziej skomplikowany niż osiem i trzy dekady temu. W odróżnieniu do tamtych czasów żyjemy w świecie z ekonomicznego punktu widzenia znacznie bardziej policentrycznym, ze środkiem ciężkości powoli przesuwającym się znad Atlantyku nad Pacyfik. Samo w sobie zjawisko to jest tak oczywiste, że nie ma powodu udowadniać, iż będzie się kontynuować – skoro na południu i wschodzie Azji mieszka 60% ludności świata, a wytwarza ona tylko niecałe 40% światowego PKB, to proces relatywnie szybkiego rozwoju i wzrostu udziału w globalnej produkcji będzie w najbliższych dekadach kontynuowany (dwa wieki temu region ten wytwarzał około 60% światowego PKB, mamy więc do czynienia tylko z odbudową dawnej pozycji; Maddison 2003).

Oznacza to jednak, że USA w coraz większym stopniu mieć będą w Chinach i Indiach równorzędnych partnerów gospodarczych, przez wiele dekad ustępujących im jeszcze pod względem rozwoju technologicznego i dochodów na głowę mieszkańca, ale bijących je dynamiką, a z czasem i skalą gospodarki (wszystko wskazuje na to, że w ciągu najbliższej dekady chiński PKB mierzony według siły nabywczej przekroczy i amerykański, i europejski, a indyjski PKB przekroczy PKB Japonii). A skoro tak, to w odróżnieniu od poprzednich okresów reform po wielkich kryzysach, tym razem do uporządkowania i poprawienia mechanizmów funkcjonowania gospodarki niezbędne jest już współdziałanie wielu narodów, o różnych ambicjach,

strategicznych celach, interesach, doświadczeniach historycznych, diametralnie różnej wizji świata. Zresztą z tego punktu widzenia tezy, jakoby o przyszłym kształcie gospodarki mogły zdecydować działające ramie w ramie Chiny i USA (Chimeryka), wydaje się równie naiwna. Ani jedno, ani nawet hipotetyczne dwa supermocarstwa nie będą w stanie zapewnić globalnej gospodarce równowagi bez współpracy z innymi narodami, bo skala ich dominacji ekonomicznej i finansowej nad resztą świata będzie prawdopodobnie na to niewystarczająca (w odróżnieniu od dominacji USA w końcu lat 40. oraz w latach 90., po upadku bloku wschodniego; Orłowski 2010).

Nie ma wątpliwości, że kryzys wymusza myślenie na temat kierunków naprawy. Widać już jednak, że (jak dotąd) proponowane środki są niewspółmierne do wyzwań. Główne kraje grupy G20 nie są w stanie porozumieć się nawet w tak banalnie prostej sprawie jak eliminacja najbardziej skandalicznych błędów w sposobach kształtowania wynagrodzeń bankowców, a co dopiero stworzyć razem zręby ogólnoświatowego, skutecznego systemu regulacji i nadzoru nad rynkiem finansowym. Problem gigantycznej nierównowagi tworzonej przez nadwyżki kapitału w Azji i nadmierną konsumpcję w Ameryce można rozwiązać tylko przez wzrost wewnętrznego spożycia w Chinach i drastyczne zaciśnięcie pasa w USA. Jednak takim rozwiązaniem na krótką metę nie jest zainteresowany ani jeden, ani drugi kraj (dla Chin oznaczałoby to prawdopodobnie niższą dynamikę rozwoju, a dla USA niższy poziom konsumpcji). Dolar powinien zapłacić wysoką cenę za dekady życia ponad stan w USA, ale osłabienia dolara jak ognia boją się posiadacze ogromnych rezerw walutowych i nowo uprzemysłowione kraje, które swój rozwój oparły na ekspansji eksportowej na rynek amerykański. Oczywiście rolę takiego wielkiego rynku zbytu mogłaby przejąć Europa, lecz to oznaczałoby wejście na dokładnie tę samą ścieżkę, na której tak bardzo pobłędzili Amerykanie. Innymi słowy, różnice interesów, jak do tej pory, skutecznie blokują jakąkolwiek skuteczną, wspólną akcję głównych światowych graczy. A przecież sprawa jest jeszcze bardziej skomplikowana, bo niewykluczone, że przy stole negocjacyjnym powinny zasiadać nie tylko rządy głównych krajów, lecz także przedstawiciele świata wielkich korporacji, bez których zapewne nie da znaleźć się skutecznych rozwiązań zwiększających globalne bezpieczeństwo ekonomiczne. A być może również jakaś reprezentacja społeczeństwa obywatelskiego (roli tej na pewno nie odgrywają radykalne grupy alterglobalistyczne, które usiłują zająć takie miejsce).

Wiele spośród wymienionych przyczyn kryzysu znajdowało się i będzie się znajdować poza zasięgiem oddziaływania polityki gospodarczej. Nie da się odwrócić wielkich trendów rządzących od dekad gospodarką światową: zmiany globalnego układu sił, a także zjawisk globalizacyjnych. Nie da się uniknąć typowych dla rynków finansowych występujących naprzemian fal irracjonalnego optymizmu, po których następują fale kryzysu. Podobnie nie da się wyeliminować z rynku finansowego ryzyka, asymetrii

informacji, a z działalności poszczególnych ludzi i instytucji nadmiernej chciwości i lekkomyślności. Co w takim razie może i powinno się zmienić?

Po pierwsze, niezbędna jest odbudowa właściwej roli i odpowiedniej etyki sektora finansowego, zagubionej w znacznej mierze podczas „szalonych lat dziewięćdziesiątych” (Stiglitz 2006). Banki to nie nastawione tylko na zysk „zwykłe biznesy”, ale instytucje zaufania publicznego. Konieczne jest m.in. wzmocnienie ładu korporacyjnego w instytucjach finansowych, radykalny wzrost roli rad nadzorczych, wyeliminowanie takich form wynagradzania zarządów, które premiują krótkookresowe zyski kosztem wzrostu ryzyka. Wzmocnione muszą być instrumenty zarządzania ryzykiem, analiz ekonomicznych, usprawnione systemy informacyjne. Powinny również znacząco wzrosnąć kompetencje analityków i doradców klientów, a wypalone powinny zostać zjawiska nieuczciwości i zorientowania na „maksymalizację prowizji” (Orłowski 2009).

W zakresie polityki regulacyjnej najważniejszym zadaniem jest bez wątpienia wzrost przejrzystości rynku finansowego. Konstrukcja i zabezpieczenie aktywów muszą być dla kupującego absolutnie jasne, jasne musi być też ryzyko, które jest związane z inwestycją. W przypadku najbardziej ryzykownych instrumentów pochodnych potrzebne jest czytelne dla inwestorów ostrzeżenie o zagrożeniu, a w przypadkach instrumentów skrajnie niebezpiecznych, być może nawet zakaz wprowadzania takich instrumentów na rynek. Wzmocniony musi być też nadzór ostrożnościowy nad wszystkimi instytucjami finansowymi, również tymi, które do tej pory praktycznie nie podlegały takiemu nadzorowi. Skuteczne wprowadzenie odpowiednich norm regulacyjnych wymaga dziś przede wszystkim współdziałania najważniejszych rządów i banków centralnych świata. Oznacza to również konieczność znacznego wzmocnienia regulacyjnej roli państwa w gospodarce, roli, z której państwa wycofały się nadmiernie w ciągu minionych trzech dekad (Kołodko 2010). A jednocześnie tylko współpraca rządowych regulatorów z prywatnymi instytucjami finansowymi – bazująca na wspólnym przekonaniu, że w interesie wszystkich leży wzrost bezpieczeństwa funkcjonowania rynków finansowych – może stanowić właściwą odpowiedź na problemy związane z wyceną ryzyka inwestycji finansowych. Do współpracy tej powinno się również zaprosić instytucje społeczeństwa obywatelskiego.

Po trzecie, niezbędna jest wzmocniona współpraca w zakresie polityki ekonomicznej w skali całego świata, obejmująca głównych graczy obecnych na globalnej mapie gospodarczej. Nie ma wątpliwości, że dalszy rozwój gospodarczy świata nie może być kontynuowany w warunkach stale narastającej nierównowagi. Z jednej strony niezbędne jest ponowne uporządkowanie finansów publicznych w wielu krajach świata i stopniowe obniżenie ciężaru zadłużenia (oczywiście ciężar ten może się znacznie zmniejszyć w przypadku długotrwałego okresu podwyższonej globalnej inflacji). Z drugiej strony, trwałemu zmniejszeniu musi ulec skala nierównowagi powodowanej chronicznym niedoborem oszczędności i kapitału w jednych krajach,

a nadmiarem w innych. O ile ma to jeszcze uzasadnienie w przypadku systematycznego przepływu kapitału z krajów zamożnych do krajów rozwijających się (gdzie może on przynieść wyższe stopy zwrotu, z korzyścią dla obu stron), o tyle nie do utrzymania jest sytuacja, w której to niektóre bogate kraje – zwłaszcza USA – utrzymują nadmierny poziom konsumpcji przez systematyczny import kapitału z całego świata, a zwłaszcza z krajów Dalekiego Wschodu. Oczywiście w ramach zharmonizowanej polityki gospodarczej jednocześnie kraje dysponujące znacznymi nadwyżkami kapitału powinny starać się pobudzić u siebie popyt wewnętrzny, który w znacznym stopniu mógłby zastąpić ograniczony działaniami oszczędnościowymi popyt importowy ze strony USA.

Po czwarte wreszcie, zmianom i modyfikacjom powinien ulec kierunek procesów globalizacyjnych. Sytuacja, w której najbardziej rozwinięte kraje świata praktycznie pozbyły się ze swej gospodarki działalności produkcyjnej, skupiając się na przynoszących najwyższą wartość dodaną aktywności polegającej na organizacji produkcji, badaniach i rozwoju produktów, komercjalizacji i finansach (czemu oczywiście towarzyszy rozwinięta działalność usługowa i najbardziej wyrafinowana działalność produkcyjna), okazuje się dziś głęboko frustrująca zarówno dla nich, jak i dla krajów rozwijających się, do których przeniesiono produkcję. Kraje rozwinięte zmagają się z problemami wysokiego bezrobocia wśród szerokich warstw społeczeństwa, zwłaszcza niżej wykwalifikowanych pracowników, dla których nie ma pracy w sektorach wysokiej wartości dodanej, a nie starcza jej w nisko płatnym sektorze usług. Z kolei kraje rozwijające się mają często poczucie wyzysku i niesprawiedliwości w sytuacji, gdy większość wartości dodanej związanej z wytwarzanymi przez nie produktami i tak pozostaje w krajach zamożnych. Bez wątpienia globalizacja jest zjawiskiem potrzebnym i korzystnym, ale tylko wówczas, gdy odbywa się na zasadach, które premiuje wszystkich uczestników gry.

Na ile kryzys zmieni świat, który znamy, trwale? Nikt nie ma na to jeszcze dziś gotowej odpowiedzi. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa koniec końców zapewne okaże się, że koszt pozyskania kapitału wzrośnie. Proces delewarowania sprawi, że aktywów finansowych będzie na świecie mniej, a z rynku znikną aktywa najbardziej ryzykowne. Jednocześnie banki centralne będą zapewne szybciej niż w przeszłości reagować na pojawianie się baniek spekulacyjnych, co zaowocuje wyższymi stopami procentowymi. Po szoku, który przeżyliśmy, inwestorzy zapewne przez wiele lat będą bardziej wystrzegać się ryzyka, a to oznacza, że premia za ryzyko, wliczona w koszt każdej operacji finansowej, wzrośnie.

Z drugiej jednak strony, można mieć nadzieję, że rynek finansowy stanie się bezpieczniejszy, bardziej przejrzysty i silniej związany z realną gospodarką. Można jednak wątpić, czy szybko pojawią się rozwiązania dostatecznie radykalne i głębokie, by odpowiedzieć w pełni na stojące przed światem wyzwania. Być może do takich działań nie wystarczy jedna fala

kryzysu, być może trzeba poczekać na to, by kryzys dopiero pokazał swoje pełne oblicze.

BIBLIOGRAFIA

- Balcerowicz, Leszek (2009). This has not been a pure failure of markets. *Financial Times*, 13.05.2009.
- Ball, Laurence i Gregory N. Mankiw (2002). The NAIRU in Theory and Practice. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 4 (Fall), s. 115–136.
- Friedman, Milton i Anna Jacobson Schwartz (1971). *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Iwanowicz-Drozdowska, Małgorzata (red.) (2002). *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*. Warszawa: PWE.
- Kołodko, Grzegorz W. (2010). Neoliberalizm i światowy kryzys gospodarczy. *Ekonomista*, nr 1/2010, s. 117–125.
- Maddison, Angus (2003). *The World Economy: Historical Statistics*. Paris: OECD Development Centre.
- Manasse, Paolo i Roubini Nouriel (2009). „Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises. *Journal of International Economics*, Vol. 78(2), s. 192–205.
- Orłowski, Witold M. (2010). Dziesięć przyczyn kryzysu i ich analiza. W: Jan Szambelańczyk (red.), *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*. Warszawa: Związek Banków Polskich.
- Orłowski, Witold M. (2008). *Świat, który oszalał*. Warszawa: Agora.
- Orłowski, Witold M. (2010). Jakie szanse na nowy porządek ekonomiczny świata? *Rocznik Strategiczny 2009/10*, nr 15, s. 38–41.
- PricewaterhouseCoopers (2009). *Hard Landing. Central And Eastern Europe Facing Global Crisis*. Krynica: Forum Ekonomiczne.
- Stiglitz, Joseph E. (2006). *Szalone lata dziewięćdziesiąte*. Warszawa: WN PWN.

Tadeusz Kowalik

KRYZYS SYSTEMU W PERSPEKTYWIE ALTERGLOBALIZMU

PERSPEKTYWA

„Inny świat jest możliwy” – pod takim hasłem odbywało się Światowe Forum Społeczne w Mumbaiu (2004). Przesłanie to przeniósł do świata akademickiego (niestety nie polskiego) Joseph E. Stiglitz w książce *Wizja sprawiedliwej globalizacji* (2007). Przyczyniło się do tego Wydawnictwo Naukowe PWN, szybko wydając tę książkę. Szkoda tylko, że opatrzone ją jakże minimalistycznym podtytułem: *Propozycje usprawnień*, co brzmi jak zaprzeczenie tytułu i redukuje treść książki mówiącej o zasadniczych reformach. Książka Stiglitz jest w treści swej wierna zapomnianemu przesłaniu Johna Maynarda Keynesa: „Dwiema najważniejszymi wadami systemu społeczno-ekonomicznego, w którym żyjemy, są: niezdolność do realizowania pełnego zatrudnienia oraz dowolny i niesprawiedliwy podział bogactwa i dochodów” (Keynes [1936] 1956: 483). Przesłaniu, z którego druga część, mówiąca – powtórzmy – o dowolnym i niesprawiedliwym (a nie merytokratyczno-rynkowym) podziale zarówno dochodów, jak i bogactwa w wyniku akademickiej rytualizacji została zagubiona. O uznanie jej wagi dopomina się światowy ruch alterglobalizmu. Bez tego ruchu przywódcy trzech największych gospodarek zachodnich (Barack Obama, Angela Merkel, Nicolas Sarkozy) nie potępiliby pazerności szefów korporacji. Nie ma, czy prawie nie ma, tego ruchu w Polsce, dlatego nawet przywódcy oficjalnej lewicy nie zdobyli się na podobną odwagę.

Ale również w skali światowej ruch ten przeżywa okres stagnacji nie bez winy jego intelektualistów. Obie kolejne recesje bowiem raczej podzieliły świat, niż wzmocniły procesy globalizacji i integracji systemowej. A przede wszystkim nie wzmocniły jedności świata pracy. Interesujące procesy

dokonyują się natomiast w poszczególnych krajach (o czym niżej). Koncepcje alterglobalistów poza wyjątkami (Stiglitz do nich należy) były zbyt prostą repliką konwencjonalnej wizji globalizacji. Teoretycy i działacze tego ruchu nie potrafili połączyć walki o alternatywny model kapitalizmu z tendencją do systemowej różnorodności. A tymczasem – poza trudnym do osiągnięcia, ale możliwym narzuceniem rynek finansowym, głównie bankom, pewnych regulacji – sukcesy w najbliższych latach są możliwe głównie w ramach poszczególnych państw narodowych. Obecnie nawet Unia Europejska, najbardziej zaawansowana w procesach konwergencji, raczej się różnicuje, niż integruje.

GLOBALIZACJA JAKO MIT

Moje sfery zainteresowania (historia myśli ekonomicznej, a zwłaszcza *comparative economics*) narzucały mi, niejako siłą rzeczy, nieufność do pojęcia „globalizacja”, czemu w druku wielokrotnie dawałem wyraz, począwszy od opracowania *Kapitał globalny a tendencje egalitarne i antyegalitarne* (Kowalik 2002). Uważa[łem], że to mistyfikujący ekwiwalent takich pojęć jak neokolonializm i imperializm. I w tym tylko przypadku zgadzałem się z Henry Kissingerem, że globalizacja to inna nazwa dla „amerykianizacji” (powiedziane szczerze i treściwie). Bowiem dla mnie najistotniejsza była agresywna, imperialna, do granic cynizmu hipokrytyczna polityka (zarówno ta polityczna, jak i ekonomiczna) jedyne supermocarstwa, która wywarła na „globalizacji” swoiste piętno. Bronilem poglądu, że świat współczesny cechują **dwie równoległe tendencje** – tendencja do uniwersalizacji, ujednoczenia oraz równie ważna tendencja do dywersyfikacji, różnicowania. Niekiedy dominująca jest tendencja pierwsza (lata 90.), innym razem bierze górę tendencja druga, czego właśnie jesteśmy świadkami.

Dziś łatwiej o tym pisać, gdy nastąpiła daleko idąca erozja wzorca anglosaskiego czasów Ronalda Reagana (ale i „socjaldemokraty” Billa Clintona) i Margaret Thatcher; gdy spod północnoamerykańskiego parasola wyszła cała grupa krajów Południowej Ameryki z Brazylią na czele; gdy dwa najliczniejsze narody, Chiny i Indie, z powodzeniem kształtują odmienne od dotychczas znanych modele społeczno-gospodarcze; gdy kolejne recesje poważnie zdeintegrowały Unię Europejską, w odległą przyszłość odsuwając marzenia o w pełni zintegrowanym „europejskim łądzie społeczno-gospodarczym”; i wreszcie, gdy wewnątrz UE kraje skandynawskie potrafiły uchronić swoje osobliwości ustrojowe.

Nie chodzi oczywiście o sferę „macdonaldyzacji” konsumpcji czy uniwersalizację technik produkcji, lecz o zróżnicowanie kulturowe, instytucjonalne, ustrojowe. Uczuliła mnie na to znajomość prac brytyjskiego noblisty Jamesa Meade’a, który zawsze bronił różnorodności systemowej,

ostro wypowiadając się na temat potrzeby ustrojowego zróżnicowania również wewnątrz Unii Europejskiej (Meade 1993).

GLOBALIZACJA JAKO USPRAWIEDLIWIENIE

Nie lekceważę roli ogromnej literatury na temat globalizacji, jaka pojawiła się w ciągu ostatnich dwudziestu lat. Mocno wpłynęła ona na sposób postrzegania współczesnych problemów społeczno-ekonomicznych. Uważam jednakże, że, obok pewnych korzyści, pojęcie globalizacji przede wszystkim i arcykutecznie działa jako jeden z trwalszych mitów ekonomicznych. A jednym z głównych składników tego mitu jest wiara w nieuchronność (i celowość) poddania się konkurencji międzynarodowej za pomocą niskich płac. I jak każdy utrwalony mit, stwarza sobie własne środowisko wierzących, najczęściej bezrefleksyjnie mu ulegających¹.

Odwołam się tu do dwóch pokrewnych poglądów, głoszonych przez ekonomistów bliskiego mi środowiska. Jerzy Hausner zwolennikom interwencjonizmu państwa w gospodarce (autorowi tego rozdziału) odpowiada: „Fundamentem tej koncepcji jest «państwo opiekuńcze», a uzasadnieniem idea «społecznej gospodarki rynkowej». Cały problem polega na tym, że współczesna gospodarka i współczesne państwo nie odpowiadają tym doktrynalnym założeniom, i to od dawna (...). Współczesne państwo nie jest już państwem interwencjonistycznym i redystrybucyjnym (...), a stało się schumpeterowskim państwem pracy, uczestnikiem międzynarodowego i globalnego porządku (...). Wynika stąd m.in. zasadnicza zmiana podejścia do płac (...). [Obecnie] są one głównie rozumiane jako czynnik kosztów i międzynarodowej konkurencyjności” (Hausner 2009: 134–135). Hausner wyraża(ł?) „głębokie” przekonanie, że keynesowska i redystrybucyjna polityka dochodowa już nie wróci (ibidem, 136).

Podobne poglądy znajduję w interesującym skądinąd artykule Jacka Tomkiewicza. Odnotowując narastanie nierównowag, a zwłaszcza stagnację płac oraz malejący ich udział w PKB USA, Wielkiej Brytanii, Niemiec,

¹ Nie z chęci rzucania wyzwania memu środowisku zawodowemu, lecz jako ostrzeżenie zacytuję tu badawczą konkluzję wieloletniego profesora uniwersytetu w Chicago, ale jednak ucznia Oskara Langego, co na ogół nie pozostawało bez śladu. Melvin Reder pisał: „Podobnie jak członkowie innych grup naukowych kultur (*scientific cultures*), ekonomiści podążają ścieżkami popularności i fortuny, szukając uznania dla swych idei (...) Można zatem założyć, że ekonomiści zachowują się tak, jak gdyby dobrobyt zwykłych ludzi był półproduktem ich starań o uznanie ze strony kolegów. Po napisaniu pracy doktorskiej, wielu – raczej większość – ekonomistów staje się ludźmi do wynajęcia i od zajęcia się takimi problemami, które zapowiadają największe korzyści pieniężne. Nadzieje na wniesienie istotnego dorobku w tej dziedzinie słabną, jeśli nie zanikają. Powszechnie się przyjmuje, że badania zależą od możliwości zdobycia funduszy. Podejmuje się więc tematy popularne w danym momencie” (Reder 1998: X). Lange szedł o tyle dalej niż jego uczeń, że za wzór stawiał ekonomistom naukową i metodologiczną samowiedzę socjologów.

Holandii, Tomkiewicz stwierdza: „za ten stan rzeczy odpowiedzialna jest oczywiście globalizacja albo mówiąc wprost Chińczycy (...) Menedżerowie bezustannie powtarzają: «Wasze pensje nie mogą rosnać, bo musimy konkurować z krajami niskokosztowymi...»” (Tomkiewicz 2010).

Pozostańmy na chwilę przy Chińczykach. Bo rzeczywistość i urojona rola niskokosztowych Chińczyków chyba najbardziej wyraziście wskazuje siłę działania mitu globalizacji. Po przeczytaniu książki Ethana S. Harrisa o Banku Rezerwy Federalnej Bena Bernanke’go (2008) zadałem kilkunastu ekonomistom pytanie, na ile oceniają udział importu chińskiego w wydatkach konsumpcyjnych USA. Rozbieżność faktów z odpowiedziami była różna, ale we wszystkich przypadkach szokująco duża. Nawet pewien polsko-amerykański profesor ekonomii ocenił ten udział na 30%. A jest to dziesięciokrotnie wyższa ocena od danych statystycznych. Bo udział wydatków konsumpcyjnych na produkty importowane chińskie w ogólnych wydatkach konsumpcyjnych USA wynosi (ściśle wynosił w 2006 roku) niecałe 3% (Harris 2008: 263). A przecież ta chińska perspektywa uwalnia ekonomistów od pamiętania dokonań R. Reagana i M. Thatcher w radykalnym osłabieniu zorganizowanego świata pracy, złamaniu siły związków zawodowych już na początku kadencji pierwszego i parę lat później – drugiej (przypadek sprawił, że miałem możliwość obserwacji tych historycznych faktów). A bez równowagi sił społecznych (galbraithowskiej *countervailing power*) kapitalizm podcina gałąź, na której siedzi. W ciągu trzydziestu lat (1978–2007) godzinowa praca 80% robotników amerykańskich nie wzrosła, co oznacza silne ograniczenie popytu, czyli silną tendencję do stagnacji gospodarki. Stany Zjednoczone się przed nią obroniły, ale duże kraje zachodnioeuropejskie z Niemcami na czele w ten właśnie sposób zafundowały sobie „eurosklerozę”.

Wiadomo, w jaki sposób USA „uciekły” przed stagnacją. Dzięki skrajnej dezoszczędności. Za czasów B. Clintona spadły one z ponad 5% do ponad 5% poniżej zera! Na potęgę zadłużał się sektor gospodarstw domowych oraz sektor prywatny. Finansowi obserwatorzy chętniej jednak dostrzegali sukces Clintona – przekształcenie deficytu budżetowego w nadwyżkę niż sztuczność ówczesnej koniunktury. Z kolei w następnym dziesięcioleciu (cyklu koniunkturalnym) decydującą rolę odgrywało gigantyczne zadłużenie sektora publicznego. Jedno i drugie zadłużenie było skutkiem zmian w podziale dochodu narodowego. Skutkiem, a nie – jak pisze Jacek Tomkiewicz – „główną przyczyną obecnych problemów” (ibidem).

Inną przyczyną obecnego kryzysu była giełdyzacja (Kowalik 2000) gospodarki światowej czy – jak inni definiują – ich finansyzacja. Oznacza ona m.in. elefantyzację i oderwanie rynku finansowego od realnej gospodarki, orientację firm, nawet korporacji znanych z tradycyjnych produktów i usług, na osiąganie zysków głównie z rynku finansowego. Jak pokazał Martin Wolf, w 2006 roku udział w wewnętrznych (nietransferowanych z zagranicy) zyskach amerykańskich korporacji finansowych wynosił ponad 40%

zysku wszystkich tamtejszych korporacji, chociaż udział całego sektora finansowego w tworzeniu PKB nie przekraczał paru procent.

Tomkiewicz dostrzega „wzrost zysków przedsiębiorstw w PKB kosztem dochodów z pracy” (ibidem). Gdy jednak pisze, że owe dochody kapitałowe „są coraz częściej lokowane na rynku finansowym”, nie zauważa, iż są one nie tylko *lokowane*, lecz także w coraz większym stopniu *osiągane* na rynku finansowym. Jan Toporowski ukuł pamiętną mantrę: „w erze finansów finanse służą przede wszystkim finansom”. W kategoriach naukowych zaś od dawna wskazuje na wzrost inflacji rynku kapitałowego destabilizującej współczesny kapitalizm (Toporowski 2000).

W jakiej formie owe finanse „pośrednio służą finansowaniu kredytów konsumpcyjnych” (Tomkiewicz 2010) – to wielkie pytanie. One nie tyle „służą”, ile agresywnie, często podstępnie wpychają kredyty pożyczkobiorcom. Istnieje cały system motywacji agentów bankowych, inflacji kart kredytowych, by te cele osiągnąć. Niestety, lwia część ekonomistów, zwłaszcza rzecznicy zagranicznych banków, jest tak skoncentrowana na problemach nierównowagi budżetowej, pułapce długu, że wyżej wskazane i inne patologie rynku finansowego są przez nich lekceważone, w analizach marginalizowane.

OBECNIE ZAŁAMANIE ZACZYNA SIĘ TERAZ OD FINANSÓW

W świetle powyższych konstatacji nietrudno odpowiedzieć na pytanie, dlaczego dawniej były to „kryzysy nadprodukcji”, a ostatnio taniec zniszczenia zaczyna się od załamania na rynkach finansowych, w najbardziej wrażliwym i niestabilnym sektorze gospodarki. Znacznie trudniejsze jest pytanie, dlaczego od trzydziestu lat gospodarki czołowych krajów kapitalistycznych nadal rozwijają się cyklicznie, i to z zachowaniem zadziwiająco regularnego cyklu trwającego od 8 do 10 lat. Jaka jest więc w tym rola materialnych inwestycji, zachowania przedsiębiorców w sferze realnej, gospodarstw domowych? Jakie są między nimi relacje? Ze znanych mi najbardziej przekonujące wydają się analizy Jana Toporowskiego². Właśnie to pytanie o zmienione, ale nadal istniejące więzi między sferą realną i wirtualną ten brytyjski ekonomista o polskich korzeniach uważa za kluczowe.

² Toporowski rozwija teorię inflacji rynku kapitałowego w kilku książkach i wielu artykułach. Tutaj dotykam tylko paru najogólniejszych rysów tej teorii, zachęcając do innego podejścia niż „(nie)równowagowe” czy oparte na asymetrii informacji. Do takiej skrótowej prezentacji zachęcił mnie artykuł Minty Chakravaty’ego (2010), który potrafił przedstawić teorię Toporowskiego w języku publicystycznym. Korzystam z jego prezentacji. Także z hasła (Braun 2010).

Przypominając ogólną tezę Michała Kaleckiego, że „inwestycje finansują się same” (Kalecki [1954]1958: 63)³ jego uczeń i współpracownik (z czasów ich pobytu w Oksfordzie), Joseph Steindl, a za nim Toporowski (2010) potraktowali to twierdzenie jako punkt wyjścia swej analizy⁴. Ich główne pytanie brzmi: „Co się dzieje, gdy inwestycje spadają poniżej oszczędności gospodarstw domowych, w wyniku czego sytuacja finansowa firm pogarsza się?”. Rosną ich koszty oraz zobowiązania finansowe wobec wierzycieli w porównaniu do otrzymywanych przychodów. Muszą się więc zapożyczać, co jeszcze bardziej redukuje ich możliwości inwestycyjne. Nie wpływa to natychmiast na poziom oszczędności grup zamożniejszych. Ich oszczędności uniemożliwiają wprowadzenie do obiegu pieniędzy jako przychodu ze sprzedaży dóbr i usług równego lub większego niż koszty produkcji i nakłady finansowe. Ten nieoczekiwany deficyt prowadzi do dalszych redukcji wydatków na inwestycje, czyli do recesji. W konsekwencji spadają oszczędności gospodarstw domowych poniżej wydatków inwestycyjnych. Recesja się kończy, gdy zaczyna się proces odnawiania zdeprecjonowanego kapitału lub gdy z pomocą przychodzą wydatki publiczne.

Tak przynajmniej działo się w latach 60. w USA i w Wielkiej Brytanii. W następnych latach z pomocą przyszła długotrwała koniunktura na rynkach finansowych. Boom ten był oparty nie tylko na deregulacji warunków kredytowych, lecz także (a może przede wszystkim) na wielkim przyływie funduszy emerytalnych. Dlatego Toporowski nazwał w swej książce (2002) obecną fazę *pension fund capitalism*. Gwałtowny wzrost zapotrzebowania funduszy emerytalnych na papiery wartościowe prowadzi do szybkiego wzrostu ich ceny. Z tej koniunktury korzystają także tradycyjne firmy, zastępując kredyt bankowy wypuszczaniem własnych papierów wartościowych, co dla firm oznacza zmniejszenie kosztów i zwiększenie zysków, ale równocześnie przyczynia się do inflacji rynku finansowego. Nadmiar i taniość kapitału przyczyniła się także do wielkiej fali przejęć. Zalew rynku finansowego papierami wartościowymi, z jednej strony, oraz skurczenie się zapotrzebowania na tradycyjny kredyt, z drugiej, skłoniły również banki do ekspansji różnych form handlowania przyszłymi cenami akcji oraz (w USA) do osławionych, hipotecznych *subprime*. Również gospodarstwa domowe korzystają z tej formy funduszy, nadmiernie zadłużając się w oparciu o wirtualne bogactwo wysokich cen akcji, co sprawiło, że (mowa nadal o USA i Wielkiej Brytanii) rzeczywiste oszczędności gospodarstw domowych bardzo się skurczyły, rozrywając niejako dawny związek między tymi oszczędnościami i wydatkami inwestycyjnymi. Jakiegokolwiek

³ Chodzi o następujące sformułowanie Kaleckiego: „W obecnej koncepcji inwestycje już dokonane stwarzają automatycznie oszczędności konieczne do ich sfinansowania” (ibidem). Nie wchodzi tu w założenia, które prowadzą do tego twierdzenia.

⁴ Widzę w tym ścisłą analogię do tożsamościowego równania J.M. Keynesa, że inwestycje równają się oszczędnościom, co było oczywistym punktem wyjścia dla dalszej analizy wszystkich trudności związanych z urzeczywistnieniem tego równania.

zdarzenie wynikające z brutalnej konfrontacji bogactwa wirtualnego z rzeczywistymi dochodami czy oszczędnościami powoduje reakcję łańcuchową. Na tym polega giełdyzacja gospodarki światowej, podmywająca jej stabilność. U rzeczywistych źródeł tej niestabilności jest kapitalistyczny podział bogactwa.

Nie jest pewne, czy z obecnego kryzysu zostaną wyciągnięte nawet minimalne wnioski dotyczące regulacji rynków finansowych⁵. Pozostaje jednak ważne, że alterglobalizm wprowadził do publicznego dyskursu podatek Tobina czy postulat nowego systemu Bretton Woods. Obecny kryzys przywrócił zaś keynesizm jako równoprawny nurt myśli, a nawet zmusił do zastosowania na ogromną skalę jednego z podstawowych narzędzi keynesizmu. Polska z tego punktu widzenia jest głuchą prowincją. Spędziłem ponad dziesięć lat w zachodnich ośrodkach naukowych i chyba mogę twierdzić, że reaganomics i thatcheryzm w Polsce dokonały największych spustoszeń intelektualnych. Nie mogę tu szerzej analizować tego fenomenu. Posłużę się tylko dwiema symbolicznymi frazami.

Jeden z ostatnich szefów partii, która wycisnęła najsilniejsze piętno na kształcie polskiej transformacji, Władysław Frasyniuk (2004) z wyraźną chępliwością powiedział: „W Wielkiej Brytanii żelazna Margaret Thatcher przez dziesięć lat zmagająca się z tym, co myśmy zrobili w pół roku. Ta żelazna Lady przy Mazowieckim to prawdziwa żółwica” (Frasyniuk 2004). I paradoksalnie, Frasyniuk miał rację, chociaż wydaje się zapominać, że obecnie nawet w Wielkiej Brytanii rzadko kto odwołuje się do polityki M. Thatcher jako wzorca.

Autorem drugiej wypowiedzi o podobnym charakterze jest... światowiec, szef MSZ, Radosław Sikorski, który ponad rok temu publicznie oświadczył, że czuje się szczęśliwy, iż żyje w kraju, „który nie poddał się keynesistowskiemu szaleństwu”⁶.

Żeby więc dorównać Zachodowi w swej samoświadomości, w wyobraźni społecznej, Polska ma wiele do nadrobienia. Powinna przede wszystkim wiedzieć, jaki typ, wariant kapitalizmu stworzyła i czego oczekuje w przyszłości.

NOWY ŁAD SPOŁECZNO-EKONOMICZNY

Polska w 1989 roku miała przed sobą wiele możliwości i wiele dróg rozwoju. „Byłe kraje socjalistyczne rozpoczęły wędrówkę, mając przed sobą wiele dróg. Nie ma tylko dwóch dróg. (...) U początków podróży byłych krajów

⁵ Przypomnę, że postulaty tego typu były poważnie rozważane już po załamaniu się e-economy w 2000 roku i ówczesnej recesji. Mówiono i pisano o stworzeniu Centralnego Banku Światowego, potrzebie „global governance” (Giddens 1998) itp. Tymczasem mieliśmy do czynienia, przynajmniej w praktyce, z dalszą liberalizacją i deregulacją, a przede wszystkim z wielką ekspansją świata finansów.

⁶ Nie jestem w stanie podać drukowanego źródła, ale wypowiedź ta była dla mnie tak szokująca, że jestem pewien, iż zapamiętałem ją dokładnie.

socjalistycznych można wyrazić nadzieje, że będą one kierowały się nie tylko wąskimi kwestiami ekonomicznymi (...), ale także szerszym zespołem ideałów, które motywowały wielu twórców tradycji socjalistycznej. Może niektóre z tych krajów wejdą na *drogę* mniej uczęszczaną, co może odmienić życie nie tylko ich, ale nas wszystkich” (Stiglitz 1990: 70). Podobną myśl zawiera piękny esej Leszka Kołakowskiego (1983).

Niestety, nie stało się tak. Dążąc do wcielenia w życie czystej doktryny rynku, stworzono ład społeczny sprzeczny z powyższymi ideami. Społeczne konsekwencje obranej formy transformacji znalazły swój wyraz w następujących cechach.

Po pierwsze, Polska doświadczyła najwyższej w tak długim czasie stopy bezrobocia zarówno pośród krajów Unii Europejskiej, jak i w Europie Środkowej. Już w pierwszej połowie lat 90. bezrobocie osiągnęło 16% zarejestrowanych, a w szczytowym momencie 20%. Po chwilowej poprawie sytuacji w wyniku wejścia do Unii Europejskiej, znów doświadczamy wysokiego bezrobocia z tendencją do jego wzrostu. Istnieje też bezrobocie nierejestrowane, ponieważ spora część bezrobotnych nie widzi sensu rejestrowania, gdy tylko nieznaczna ich mniejszość ma prawo do zasiłku z tego tytułu. W żadnym kraju UE bezrobocie wśród młodzieży nie przekroczyło 40%. W Polsce zaś przed wejściem do UE wynosiło 43%, a obecnie znów zmierza w kierunku tego niechlubnego rekordu. Władze traktowały wkraczające na rynek pracy, najliczniejsze i najbardziej wykształcone pokolenie jak dopust boży. Jest to jeden z wielu symptomów świadczących, że elity władzy przyzwyczyły się do wysokiego bezrobocia. Proponowane obecnie środki nie zapowiadają na najbliższe lata nawet zahamowania wzrostu tej prawdziwej klęski społecznej o wielorakich konsekwencjach. Bezpośrednim skutkiem tych zaniedbań stała się masowa emigracja zarobkowa z Polski – o skali największej w czasie pokoju. Tylko cynizm lub niewiedza mogą skłaniać do obrony tezy, że korzyści z tego masowego i wymuszonego *exodusu* przewyższają straty.

Po drugie, transformacji towarzyszy bardzo wysoki poziom ubóstwa, znacznie większy niż w innych krajach Europy Środkowej. Przykładem najbardziej jaskrawym był następujący fakt. W dziesięcioleciu poprzedzającym przystąpienie Polski do UE (1996–2005) PKB wzrósł o ponad jedną trzecią. I w tym czasie liczba osób żyjących poniżej (biologicznego) minimum egzystencji zwiększyła się niemal trzykrotnie, przekraczając liczbę ponad 4 mln osób. Wyrazem najjaskrawszym i najbardziej brzemiennym w dalekosiężne skutki jest duża liczba dzieci żyjących poniżej linii ubóstwa. Niedawno UE wytknęła Polsce najwyższy jej zakres w UE, wynoszący 26%. Przed recesją lat 2008–09 i polskim spowolnieniem sytuacja się poprawiła, ale znów mamy objawy narastania tej patologii w kraju o średnim już poziomie gospodarczym. Bezpośrednią przyczyną tego stanu rzeczy jest jeden z najniższych w UE udziałów w PKB wydatków na zabezpieczenie społeczne, a zwłaszcza najniższy ich udział na świadczenia dla dzieci, dla bezrobotnych, na pomoc mieszkaniową i inną pomoc socjalną.

Najniższy jest także udział wydatków na aktywną politykę walki z bezrobociem (Hagemejer 2010: 24–25).

Po trzecie, nastąpiła drastyczna pauperyzacja chłopstwa i wsi, która zdobyła sobie przydomek „przechowalni bezrobotnych”. Przez znaczną część dwudziestolecia dochody nie wielkoobszarowych rolników utrzymywały się w okolicach połowy dochodu sprzed systemowej transformacji.

Po czwarte, Polskę charakteryzuje jeden z najwyższych w Europie wskaźników nierówności dochodowych, istnienie dużego bieguna ubogich oraz świata bogatych, także dużych fortun powstałych najczęściej na styku sfery publicznej i prywatnej. Według Stanisławy Golinowskiej (2008: 22) mamy najwyższy wskaźnik nierówności dochodowej Giniego w UE (nie licząc Portugalii), a porównania z innymi krajami Europy Środkowej brzmią wręcz niewiarygodnie. Jak pokazali niedawno dwaj autorzy z Akademii Leona Koźmińskiego (Przychodzeń, Przychodzeń 2009), wskaźnik ten w Czechach, na Słowacji i w Słowenii jest ciągle jeszcze niższy niż w Polsce sprzed ustrojowej transformacji, a tylko nierówności Węgier osiągnęły ówczesny poziom nierówności dochodowych Polski. Nie jest więc zasadny często podnoszony argument, że nasze rozpiętości dochodowe są wymuszone potrzebami wydajności, jak to usiłuje dowodzić Michał Boni (2009: 95).

Po piąte, w Polsce nastąpił katastrofalny spadek budownictwa mieszkaniowego dla mniej zamożnych. Powszechną praktyką jest drogie budownictwo dla klasy średniej i wyższej. W konsekwencji powstały dwie kultury życia o cechach dziedzicznych, dwie odmienne społeczności, odgradzone od siebie wysokimi parkanami, dużym pękiem kluczy, złymi psami, chyba najliczniejszą w Europie policją prywatną, elitarnymi szkołami i ekskluzywnymi gabinetami zdrowia.

To nie są wszystkie cechy nowego ładu społeczno-ekonomicznego. Należałoby jeszcze wymienić: systematyczne ograniczanie i zachwianie stabilności państwa opiekuńczego, przewagę XIX-wiecznych stosunków pracy w nowo powstałym (poza częścią sprywatyzowanych firm państwowych) sektorze prywatnym, wreszcie zjawisko korupcji i klientelizmu, objawiające się ze szczególną siłą w procesach prywatyzacji.

Te właśnie fakty, zjawiska, procesy traktuję jako osobliwości konstytuujące nowy ład społeczny, które będą nam towarzyszyć przez wiele, wiele lat. Owe cechy systemowe mają daleko idące konsekwencje czysto ekonomiczne – mają fatalny wpływ na innowacyjność i dynamikę polskiej gospodarki.

Przypomnijmy, że „realny socjalizm” przegrał z kapitalizmem, ponieważ nie dał sobie rady z innowacyjnością, zwłaszcza w dobie rewolucji informacyjnej. Wraz z Włodzimierzem Brussem pisaliśmy kiedyś: „Nie ma oczywiście nic zdrożnego w możliwie najpełniejszym wykorzystaniu posiadanych czynników produkcji, przy założeniu jednak, że poleganie na ilościowym tylko przyroście tych czynników nie trwa zbyt długo i – co najważniejsze – że owa ekstensywna faza (...) nie wytwarza czegoś w rodzaju przeciwna hamujących lub nawet blokujących przejście do »wzrostu

intensywnego« (...) Socjalistyczna modernizacja, jak dotąd, wydaje się pozbawiona zdolności do generowania rozpędu (...) Łączy się z tym widoczna niemożność głębszej modernizacji strukturalnej. Kraje socjalistyczne wykazały dostateczną zdolność do rozwijania tradycyjnych przemysłów (...), ale okazały się niezdolne do zademonstrowania choćby jednego przykładu imponującej innowacji w nowych i obiecujących dziedzinach (...). Chyba w żadnej innej dziedzinie nie jest to tak widoczne jak w strukturze towarowej handlu zagranicznego tych krajów. Mimo postępu w industrializacji handel ich z krajami Zachodu ma wszystkie cechy gospodarki nierozwiniętej. Silna przewaga surowców i półproduktów w eksporcie idzie w parze z dominacją produktów przemysłu przetwórczego w imporcie (...) Jest rzeczywiście coś zadziwiającego, jak małym zmianom uległa owa struktura handlu zagranicznego” (Brus, Kowalik 1983). Nazwalimy to zjawisko „konserwatywną modernizacją”. Tym m.in. tłumaczono upadek tamtego systemu.

Wszelako jest zadziwiające, że cytowane tu słowa charakteryzują również nasz nowy ład społeczno-ekonomiczny, wyłoniony z transformacji. To właśnie ujawnia na podstawie bogatej statystyki książka Andrzeja Karpińskiego (2008), poświęcona strukturalnym przemianom polskiej gospodarki. Autor słusznie podkreśla, że u podstaw tej sytuacji leży błędna wiara w samorzutny rozwój oparty na mechanizmach rynkowych; rezygnacja z aktywnej, strategicznej roli państwa i strategicznego planowania.

III RZECZPOSPOLITA ZAPRZECZENIEM PAŃSTWA SPRAWIEDLIWOŚCI SPOŁECZNEJ

Powyższe wywody prowadzą mnie do wniosku, że nowy ład społeczny zawodzi i rozczarowuje jako twórca podstaw dobrobytu społecznego⁷. Jest więc jawnym zaprzeczeniem podstawowych zasad Konstytucji RP. Wskazywał na to słusznie były rzecznik praw obywatelskich, Tadeusz Zieliński: „Sfera ubóstwa w naszym kraju znowu się drastycznie zwiększyła (...). **W świetle tych ponurych statystyk (GUS-u – przyp. T.K.) nie ma już wątpliwości, że Trzecia Rzeczpospolita nie jest państwem sprawiedliwości społecznej.** Jest to stan niezgodny z ustrojową zasadą wyrażoną w art. 2 Konstytucji. W Polsce współczesnej nie jest realizowana idea wolności »od lęku i niedostatku«, do której ponad pół wieku temu odwołało się Zgromadzenie Ogólne Narodów Zjednoczonych, uchwalając Powszechną Deklarację Praw Człowieka” (Zieliński 2000, podkr. T.K.).

Nie chodzi jednak o samo tylko ubóstwo. Wyżej przedstawiłem listę niechlubnych rekordów polskiej gospodarki wśród gospodarek Unii Europejskiej. Jest to oczywisty wynik działań i zaniechań kolejnych władz. Chodzi tu zarówno o kierunkowe decyzje ustrojowe, jak i o cały splot tysięcy

⁷ Korzystam tu z mego referatu w Trybunale Konstytucyjnym (Kowalik 2010).

publicznych i prywatnych decyzji. Zaprzeczeniem polityki pełnego zatrudnienia jest masowe i permanentne bezrobocie. Znikoma część bezrobotnych otrzymuje zabezpieczenie z tego tytułu. Nie zapewniono faktycznej wolności tworzenia związków zawodowych w sektorze prywatnym. „Plano-we” niedobory w budżecie państwa w licznych wypadkach uniemożliwiają wywiązywanie się państwa z konstytucyjnego i ustawowego obowiązku pomocy materialnej osobom żyjącym w biedzie. Wprowadzany w 1999 roku system emerytalny pozbawiony jest elementarnej solidarności międzygrupowej i międzypokoleniowej. Dokonane i projektowane reformy nie zapewniają równego dostępu do usług zdrowotnych i edukacyjnych.

Nowy ład społeczno-ekonomiczny rozczarowuje – jak już podkreślono wyżej – również jako promotor modernizacji⁸.

Rodzi się zatem fundamentalne pytanie: **Jaki kapitalizm chcemy mieć w Polsce?** A z tym pytaniem wiąże się wiele innych. Czy można stworzyć państwo prawa, ignorując równocześnie postanowienia ustawy zasadniczej w podstawowych sprawach społeczno-ekonomicznych? Czy można w dobrej wierze głosić zasady etyki w gospodarowaniu, które miałyby obowiązywać poszczególne firmy, jednostki gospodarujące, nie odnosząc się do rażącej sprzeczności między konstytucyjnymi zobowiązaniami i politycznymi czynami? Czy można mieć nadzieję, że da się ograniczyć korupcję, klientelizm w mikroskali, nie podejmując wysiłku zmierzającego do uzdrowienia zasadniczych kierunków działalności gospodarczej państwa w makroskali?

Odważne spojrzenie prawdzie w oczy powinno skłonić do porzucenia opartego na wzorach anglosaskich nowego ładu społecznego i wejścia na lepszą trajektorię rozwoju. Nasza obecność w zróżnicowanej systemowo UE (np. brytyjski ład wolnorynkowy *versus* socjaldemokratyczny ład krajów nordyckich) zachęca do naśladowania najlepszych wzorów. Konstytucja RP stwarza zaś prawne podstawy do takich dążeń. Deklaruje ona oparcie naszego ustroju społeczno-ekonomicznego na zasadach „społecznej gospodarki rynkowej” i zawiera szczegółową eksplikację tych zasad. Miejsce naczelne zajmuje zasada dążenia do społecznej sprawiedliwości. Ta zaś ma być realizowana m.in. przez udział związków zawodowych i innych organizacji w procesie decyzyjnym (art. 12), zgodnie z założeniami społecznej gospodarki rynkowej (art. 20). Inne artykuły omawiają liczne uprawnienia pracownicze. Społeczno-ekonomiczna część ustawy zasadniczej stanowi logicznie przemyślaną całość, a wśród konstytucji europejskich wyróżnia się dużą szczegółowością zapisów.

⁸ Przyznaje to Michał Boni, pisząc, że dobiega końca „*de facto* adaptacyjny okres transformacji” (Boni 2009: 5). Teraz zaś postuluje „nową fazę rozwoju: czas modernizacji” (ibidem: 373). Nadal jednak wierzy, że dobrze obudowany instytucjami prawnymi i organizacyjnymi rynek, w tym elastyczny rynek pracy, wystarczy dla dokonania tego przełomu.

Dziesięć lat temu, w obliczu idącego do zwycięstwa wyborczego SLD, pisałem: „W związku z narastaniem kryzysu społecznego, z coraz wyraźniejszym ujawnianiem się „brzydkiej twarzy” polskiego sukcesu, Konstytucja RP mogłaby się stać podstawą społecznego ruchu rewindykacji, podobnie jak kiedyś robotnicy wykorzystali deklarowane, a nierealizowane pryncypia „realnego socjalizmu” (Kowalik 2001: 117). Opublikowałem nawet apel do młodzieży, by za pomocą internetu organizowała się, tworząc Społeczny Ruch Obrony Konstytucji. Obrony związanej z elementarnymi interesami młodzieży. Okazało się jednak, że młodzież „zagłosowała nogami”. Bo przecież z reguły emigrują młodzi, najbardziej aktywni, najbardziej niezadowoleni.

Ostatnio skorzystałem z faktu, że Trybunał Konstytucyjny podjął temat sprawiedliwości społecznej. Przyjąłem to jako wyraz chęci odwrotu od konstytucyjnej atrofii w tej kwestii lub co gorsza sprowadzenia konstytucyjnej kwestii sprawiedliwości społecznej do intuicji (Safjan 1999)⁹. Niezależnie od tego, czy w najbliższych latach możliwy jest zasadniczy zwrot w polityce kształtowania ładu społecznego, aktualne pozostają dwa ważne zadania.

Po pierwsze, w procedurach bieżącego kształtowania prawa, a zwłaszcza w orzeczeniach kontrolnych, powinna istnieć świadomość zasadniczej niezgodności realiów z założeniami Konstytucji. Powinno to skłaniać Trybunał do otwarcia się na znacznie szerszy niż dotąd udział reprezentantów zainteresowanych grup społecznych. Chodzi nie tylko o korzystanie z szerszego kręgu ekspertów, lecz także o otwarte debaty. Stałyby się one, być może, początkiem wspomnianego Społecznego Ruchu Obrony Konstytucji.

Po drugie, ogromnie ważne jest kształtowanie wyobraźni społeczno-ekonomicznej w duchu legalistycznego naprawiania porządku społecznego. Już kilkanaście lat temu Jacek Kuroń przestrzegał: „Kiedy duże grupy społeczne mają poczucie, że zostały wypchnięte poza społeczeństwo, że pozbawiono je szansy udziału w normalnym życiu, że odebrano im możliwość spełnienia swych aspiracji, to zaczynają się buntować przeciwko takim porządkom i mogą je zniszczyć” (Kuroń 1997). Obecność zasady społecznej sprawiedliwości w procesie kształtowania prawa oraz dyskursie publicznym może zapobiec ślepym siłom społecznym¹⁰.

⁹ Autor był wówczas Prezesem Trybunału Konstytucyjnego.

¹⁰ Tak właśnie pojmuję art. 2 Konstytucji, głoszący, że „Rzeczpospolita jest demokratycznym państwem prawnym, urzeczywistniającym zasady sprawiedliwości społecznej”. Okazuje się jednak, że rozumienie tego artykułu może być całkowicie odmienne. Prezes Trybunału, sędzia Bohdan Zdziennicki w następujących słowach odniósł się do mego referatu: „Jak wiadomo, zgodnie z art. 2 Konstytucji, zasady sprawiedliwości społecznej nie mogą być realizowane w oderwaniu od reguł, które składają się na pojęcie demokratycznego państwa prawnego, co wyklucza stosowanie jakichkolwiek rewolucyjnych zasad sprawiedliwości «dziejowej»” (Zdziennicki 2010: 8). Powstają tu co najmniej dwa pytania: 1) czy wobec (jak sądzę oczywistego, wspartego autorytetem b. Rzecznika Praw Obywatelskich) braku realizacji zasad sprawiedliwości społecznej RP pozostaje nadal krajem „demokratycznym”, czy też staje się państwem

Nie można wykluczyć, że temat ten pojawi się w spektakularny sposób. W artykułach 188 i 191 Konstytucja zawiera postanowienia umożliwiające Trybunałowi Konstytucyjnemu zakwestionowanie zgodności z Konstytucją „celów lub działalności partii politycznych”, co *implicite* musi się odnosić także do rządzących partii politycznych. Drugi z przywołanych artykułów upoważnia związki zawodowe do występowania z odpowiednimi wnioskami do Trybunału. Enuncjacje przywódców związkowych (Radzikowski 2010) świadczą o tym, że dostrzegają oni wymienione wady systemowe. Może się więc zdarzyć, że związki zawodowe właśnie w Trybunale Konstytucyjnym upomną się o elementarne prawa świata pracy. Wniosek taki dobrze wpisywałby się we wspomniany Ruch Obrony Konstytucji. Trudno sobie wyobrazić, by w takiej sytuacji Trybunał mógł kontynuować swoją praktykę odwoływania się do Konstytucji w sprawach mniej ważnych, czasem nawet drugorzędnych, pomijając milczeniem ułomności ustrojowe o tak kluczowym dla całego społeczeństwa znaczeniu.

BIBLIOGRAFIA

- Braun, Henryk (2010). *Capital market inflation*. Hasło o teorii Toporowskiego dla *Handbook of Critical Issues in Finance*, maszynopis.
- Boni, Michał et al. (2009). *Polska 2030. Wyzwania rozwojowe*. Warszawa: Kancelaria Prezesa Rady Ministrów.
- Brus, Włodzimierz, Kowalik, Tadeusz (1983). Socialism and development. *Cambridge Journal of Economics*, nr 3.
- Chaskravarty, Manas (2010). The real reason behind financial crises. *Wall Street Journal*, Indian edition, 1 maja.
- Frasyniuk, Władysław (2004). Wracamy do gry, wywiad W. Beresia. *Gazeta Wyborcza*, 29–30.05.2004.
- Giddens, Anthony (1998). *The third way*. London: Polity Press.
- Golinowska, Stanisława (2008). *Diversity and Communalities in European Social Policies. The Forging of a European Social Model*, s. 22; polskie streszczenie książki. Warszawa: Fundacja Friedricha Eberta.
- Hagemeyer, Krzysztof (2009). Polityka celów, środków i miar. *Dialog*, nr 3–4.
- Harris, Ethan S. (2008). *Fed Bena Bernanke*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Kalecki, Michał ([1954]1958). *Teoria dynamiki gospodarczej*. Warszawa: PWN.
- Karpiński, Andrzej (2008). *Przemiany strukturalne w procesie transformacji Polski 1989–2003–2025*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

rzadzonym przez oligarchię polityczno-gospodarczą. Zależność obu członów art. 2 jest obustronna; 2) czy powstający w wyniku politycznego nacisku silnych związków zawodowych oraz rządów, korzystającej z tego nacisku, partii socjaldemokratycznej model szwedzki przekreślał „demokratyczne państwo prawne”. A moje propozycje nie wykraczały poza ideę legalistycznego nacisku społeczeństwa na władzę.

- Keynes, John M. (1956). *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*. Warszawa: PWN.
- Kołąkowski, Leszek (1983). Jak być konserwatywno-liberalnym socjalistą. W: *Kłopoty z socjalizmem*, cz. I. Kraków: Wydawnictwo Rota.
- Kowalik, Tadeusz (2002). Kapitał globalny a tendencje egalitarne i antyegalitarne. W: Liberska, Barbara (red.), *Globalizacja. Mechanizmy i wyzwania*. Warszawa: PWE.
- Kowalik, Tadeusz (2001). Społeczna gospodarka rynkowa – konstytucyjnym wyzwaniem dla Polski. W: Krzysztof T. Toeplitz (red.), *Człowiek, rynek, sprawiedliwość*. Warszawa: Towarzystwo Wydawnicze i Literackie.
- Kowalik, Tadeusz (2010). Sprawiedliwość społeczna a nowy ład społeczny. W: *Trybunał Konstytucyjny. Podstawowe założenia Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej*, Warszawa: Wydawnictwa Trybunału Konstytucyjnego.
- Kuroń, Jacek (1997). Wykluczeni, wyróżnieni, niewidzialni. *Magazyn Gazety Wyborczej*, 22.07.1997.
- Nersisyan, Yeva, Wray, Randall L. (2010). *Deficit hysteria redux? Why we should stop worrying about U.S. government deficits*. Blithewood. NY: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Przychodzeń Justyna, Wojciech Przychodzeń (2009). Szara strefa a nierówność dochodowe w gospodarkach posocjalistycznych. *Master of Business Administration*, nr 2(97).
- Radzikowski, Andrzej (2010). Związki w świecie konfliktów. *Przegląd Socjalistyczny*, nr 1.
- Reder, Melvin W. (1999). *Economics, The culture of a controversial science*. Chicago–London: Chicago University Press.
- Safjan, Marek. (1999). Sprawiedliwość społeczna – intuicja czy teoria? *Rzeczpospolita*, 19.04.1999.
- Stiglitz, Joseph E. (2006). *Making globalization work*. London: Penguin Books Ltd.
- Stiglitz, Joseph E. (2007). *Wizja sprawiedliwej globalizacji*. Warszawa: WN PWN.
- Tomkiewicz, Jacek (2010). Globalne nierównowagi są nie do utrzymania. *Obserwator Finansowy.pl*, 13 lipca.
- Toporowski, Jan (2000). *The end of finance. Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*. London–New York: Routledge.
- Toporowski, Jan (2010). *The Kalecki-Steindl theory of financial fragility. paper issued by SOAS*. London: University of London.
- Zieliński, Tadeusz (2000). Więcej biedy – mniej wolności. *Przegląd*, 24 stycznia.
- Zdziennicki, Bohdan (2010). Wprowadzenie. W: *Trybunał Konstytucyjny. Podstawowe założenia Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej*. Warszawa: Wydawnictwo Trybunału Konstytucyjnego.

JAKIE WNIOSKI WYCIĄGNIEMY Z KRYZYSU

Historia uczy, że im bardziej bolesne doświadczenia, a więc głębszy kryzys, tym większą naukę wyciąga się z niego i w konsekwencji dokonuje się poważnych zmian. Odrzuca się wtedy wiele starych paradygmatów, a więc przekonań teoretycznych, które organizowały dotychczas sposób myślenia i działania. Wiele wskazuje, że nastał taki czas jakościowych zmian, który uzasadnia istotne przemiany nie tylko w teorii, lecz także w systemie wartości. Żyjemy przecież w czasie rewolucji informatycznej, globalizacji i coraz gwałtowniej ujawniającej się forpoczty barier ekologicznych.

Chińska interpretacja słowa „kryzys” pisana jest dwoma znakami (syllabami). Jedna oznacza zagrożenie, a druga szansę. Można więc na kryzys spojrzeć jak na ostrzeżenie i swoistą brutalną naukę, co trzeba zrobić, by móc liczyć na uniknięcie kolejnych błędów. Nauka ta, jak każda nauka, może być pobieżna, powierzchowna lub pogłębiona, wszechstronna. Od tego, jak przebiega ta nauka, zależą będą działania zaradcze. Mogą one sprowadzić się albo tylko do leczenia objawów, albo też do trudniej dostrzegalnych rzeczywistych przyczyn stanu chorobowego. Jeśli leczenie skupi się na objawach, a nie prawdziwych źródłach obecnego kryzysu, to wszystko stopniowo wróci do tego samego, co było. W konsekwencji po niedługim czasie, ale już z wzmożoną siłą, kryzys zacznie się od nowa.

Pozostawanie w ocenie przyczyn i dróg wyjścia z kryzysu na powierzchni zjawisk, to skupianie się na bezpośrednich czynnikach związanych z jego wybuchem. Wtedy fascynują nas bąble, ich pęknięcie i powstawanie nowych, a na boku pozostawiamy całokształt warunków systemowych, strukturalnych. Zostawiamy wpływ pełnej swobody przepływów kapitałowych na zakres zjawisk spekulacyjnych i ryzyko gospodarcze. Na boku pozostawiamy giełdyzację i rozwój finansów dla finansów i odrywanie ich od sfery realnej. Pomijamy wtedy wpływ globalizacji na zmianę geografii konkurencji i uruchamiania procesów nierównowagi globalnej. W konsekwencji skupiamy się, mówiąc pogładowo, na zapalnikach, a pomijamy

rozkładanie i mnożenie ładunków wybuchowych, które mogą być zdetonowane. Można zaryzykować twierdzenie, że obecne zjawiska kryzysowe w stosunku do poprzednich różni nie tyle mechanizm zapalników, ile wielkość i zakres rozłożenia i narastania ładunków wybuchowych.

CO OZNACZA GLOBALNY CHARAKTER KRYZYSU?

O globalnym charakterze kryzysu decyduje nie tyle łatwość jego przeniesienia w warunkach narastających współzależności, ile przede wszystkim rosnące skutki niespójności procesu niekompletnej globalizacji¹. Obecnie jesteśmy w innej fazie przekształceń rynkowych i cywilizacyjnych, niż miało to miejsce w czasie kryzysu lat 30. Wtedy to był kryzys niedostatków koordynacji na drodze przechodzenia od gospodarki lokalnej do gospodarki narodowej. Sprzeczności ujawnione w wielkim kryzysie podważyły istniejący wcześniej fundamentalizm rynkowy i ślepą wiarę w samowystarczalne zdolności rynku. Aby gospodarka narodowa, która się kształtowała, działała sprawnie, należało rynkowi narzucić pewne warunki brzegowe i poddać go pewnej koordynacji, co zaproponował keynesizm.

Obecnie jesteśmy w pewnym sensie w podobnym punkcie, przechodzimy od ponad trzydziestu lat od gospodarki narodowej do globalnej. Wtedy kryzys był wyrazem trudności uczenia się, jak sprawnie funkcjonować w ramach gospodarki narodowej. Obecny kryzys jest wyrazem nieradzenia sobie z funkcjonowaniem w ramach gospodarki globalnej. Nauka, jak sprawnie funkcjonować w ramach gospodarki globalnej, okazuje się dużo trudniejsza niż ta sprzed osiemdziesięciu lat. Wtedy bowiem funkcjonowały rządy gospodarek narodowych, obecnie takiej władzy ponadnarodowej nie ma. Wówczas chodziło o zrozumienie potrzeb niezbędnej koordynacji w gospodarce narodowej i wypracowanie narzędzi oraz sposobów jej dokonywania. W obecnej sytuacji brakuje nie tylko tego, lecz także samego podmiotu koordynacji globalnej, co jest problemem nieporównanie bardziej złożonym. Za procesem globalizacji gospodarczej, za coraz większą swobodą działania rynku ponad granicami nie podąża globalizacja polityczna. Trudno w tej sytuacji liczyć na adekwatną koordynację w skali globalnej, gdy brakuje podmiotu koordynacji.

Osiemdziesiąt lat temu M. Kalecki i J.M. Keynes, dokonując wnikliwej analizy przyczyn i skutków tamtego kryzysu, obnażyli groźbę błędu złożenia², a więc uświadomili, że w wielu wypadkach suma jednostkowych racjonalnych decyzji nie składa się na ogólną racjonalność, ale staje się, ze społecznego punktu widzenia, działaniem irracjonalnym. Analizując częstą sprzeczność między racjonalnością mikroekonomiczną a racjonalnością

¹ Szerzej: Szymański (2009: rozdz. I).

² Wtedy pojęciem „błędu złożenia” się nie posługiwano, ale dosadnie go obnażono.

makroekonomiczną, poszukiwano przyczyn kryzysu nadprodukcji i przesłanek dla niezbędnej koordynacji.

Współcześnie potrzeba koordynacji w skali globalnej wynika z tych samych przesłanek teoretycznych co osiemdziesiąt lat temu, a różnice tkwią jedynie w tym, że do starych częstych sprzeczności racjonalności mikro i makro należy dodać sprzeczności między racjonalnością z punktu widzenia poszczególnych krajów a racjonalnością globalną. Działa ta sama logika, tylko na wyższym, już globalnym szczeblu. Działania racjonalizujące z punktu widzenia poszczególnych krajów poprawiają zarządzanie, skuteczność i efekt, ale wielość takich cząstkowych zachowań prowadzi wielokrotnie do całościowego chaosu³. Na podstawie logicznych wywodów można pokazać, że działania indywidualne we własnym interesie nie tylko nie zawsze służą ogółowi, lecz także nie zawsze służą interesowi indywidualnemu⁴.

Globalizacja gospodarcza bez globalizacji politycznej w wyniku kryzysu dobitnie dowodzi, jak nieskuteczne są działania dążące do tego, by chaos zastąpić ładem za pomocą racjonalizacji dokonywanej jedynie z punktu widzenia fragmentów całości w sytuacji, gdy chaos jest właśnie konsekwencją działań skupiających się na rozwiązywaniu izolowanego problemu. Sam bowiem ład stoi często w opozycji do skupiania się na cząstkowej racjonalności. Bezowocne są dążenia do ogólnego ładu, jeżeli skupiają się na rozwiązywaniu, jednego izolowanego zagadnienia⁵.

Kryzys nie tylko obnażył problem trudności dostosowanie się do procesów globalizacji, lecz także jednocześnie stawia zagadnienie, co robić, by racjonalizować globalizację jako taką, tak by ograniczyć sprzeczności. Kryzys umożliwił zrozumienie, że w procesie globalizacji w wyniku braku globalnej koordynacji występują obok siebie procesy racjonalności i irracjonalności. Pewne zachowania w procesie dostosowań do globalizacji są racjonalne, chociaż cały proces niekompletnej globalizacji i dostosowań do niej w szerszej perspektywie możemy uznać za irracjonalny, zwłaszcza gdy uwzględnimy wyzwania ekologiczne. Ważne jest również, że dostosowywać się do globalizacji musi każdy kraj osobno, ale zmieniać procesy globalizacji, a więc dokonywać ich korekty mogą jedynie wszystkie kraje razem, a przynajmniej ich większość.

Najogólniejszym wyrazem sprzeczności prowadzącej do kryzysu globalnego jest sprzeczność wynikająca z dysfunkcyjności procesów. Mamy bowiem proces globalizacji, ale nie mamy gospodarki globalnej. Nie może być gospodarki globalnej, gdyż nie ma władzy globalnej, która by identyfikowała najważniejsze cele i wymuszała działania zgodne z racjonalnością globalną. Zywiołowość jest w dużym stopniu pochodną procesu coraz szerszego działania rynku ponad granicami, bez narzuconych warunków

³ Szerzej: Szymański (2007: rozdz. 1).

⁴ Por. Zawiślak (2006).

⁵ Por. Bauman, May (2004: 177).

brzegowych. W coraz większej przestrzeni transnarodowej rynek staje się grą bez reguł i bez arbitra. Brak globalizacji politycznej, a więc sytuacja, w której nie kształtuje się podmiot mający legitymację do identyfikowania celów i racjonalności globalnej, to brzemiennie tego skutki. W takiej sytuacji mamy proces globalizacji bez najważniejszych pozytywnych skutków globalizacji. Zamiast wielu ważnych pozytywnych skutków upowszechniania działań podporządkowanych racjonalności globalnej, mamy zjawisko niestabilności i niepewności oraz niezdolność do podejmowania globalnych wyzwań, przed jakimi staje ludzkość.

Niemożliwe jest mówienie o racjonalności globalnej bez podmiotu i mechanizmu identyfikowania celów globalnych. Z reguły posługujemy się racjonalnością jako pojęciem celowo racjonalnym. Wówczas mówimy o doborze środków i sposobów do realizacji określonego celu. Tak więc racjonalność globalna jest pochodną celów globalnych. Gdy nie ma mechanizmu identyfikowania i legitymizowania takich celów, trudno mówić o racjonalności globalnej, gdyż mamy sytuację, którą trafnie i poetycko sformułował 130 lat temu Friedrich Nietzsche: „Tysiące celów było dotychczas, gdyż narodów było tysiące (...) Brak jednego celu. Powiedzcie mi jednak bracia: jeżeli ludzkości celu jeszcze brak, zali nie brak jeszcze – jej samej” (Nietzsche 1990: 68–69).

Współcześnie już sam fakt braku identyfikowania celów globalnych uznać należałoby za groźne zjawisko kryzysowe. Rację ma Jeffrey Sachs, gdy pisze „W XXI wieku nasze globalne społeczeństwo rozkwitnie albo zginie, zależnie od naszej zdolności do znalezienia na całym świecie wspólnych podstaw do uzgodnienia wspólnych celów i sposobów ich osiągnięcia w praktyce”, bez tego „(...) wynikiem nasilenia się napięć może być zderzenie cywilizacji i naprawdę może to być nasze ostatnie i całkiem wyniszczające zderzenie” (Sachs 2009: 14). Świat w warunkach nierówności ekonomicznych, zagrożeń ekologicznych, barier surowcowych, niestabilności finansowych jest jak szalupa na wzburzonym morzu. W takiej sytuacji niedopuszczalny jest wariant z walczącymi między sobą pasażerami.

Reasumując uwagi o wpływie globalizacji na kryzys i globalnym jego charakterze, należy wyraźnie odróżnić globalizację spójną, kompletną od globalizacji niekompletnej. Globalizacja kompletna – a więc zsynchronizowana globalizacja gospodarcza z niezbędnym zakresem globalizacji politycznej – nie tylko nie musiałaby kreować dużego zakresu sprzeczności, niespójności i niestabilności, lecz także przynosiłaby istotny efekt wartości dodanej. Wartość dodana wiązałaby się nie tylko z efektywnościowymi skutkami koordynowanego działania rynku ponad granicami, lecz również z jakościowo inną, nieporównanie większą zdolnością do pokonywania wyzwań globalnych, w tym ekologicznych.

Obecny wpływ globalizacji na kryzys i globalny charakter tego kryzysu wiąże się ze zjawiskiem niekompletnej globalizacji. Niezwykle złożony problem doprowadzenia do chociażby uproszczonej wersji politycznej

globalizacji zmusza do niekorzystnych rokowań w zakresie ograniczenia zjawisk kryzysowej niestabilności w gospodarce i polityce⁶.

POPYT CZY ZADŁUŻENIE JAKO PRIORYTET W ANALIZIE PRZYCZYN I SPOSOBÓW WALKI Z KRYZYSEM?

Poszukując głównego dylematu, jaki ujawnia się w dyskusjach wokół kryzysu, wydaje się, że są nim różnice w wyborze czynnika sprawczego. Ma to miejsce w dyskusjach zarówno o przyczynach, jak i o sposobach walki z kryzysem. Jedni są bardziej skoncentrowani na analizie popytu, inni na analizie długu. Również szczyt G20 w Toronto toczył się wokół tego problemu. Konsolidować finanse kosztem popytu czy wręcz odwrotnie?

Jedni i drudzy mają swoje racje. Dylemat ten ma wszakże szerszy wymiar, gdyż należy uwzględnić zasadnicze przemiany, jakie zaszły w gospodarce światowej w wyniku procesów globalizacji. Odpowiedź na pytanie „Ograniczać wydatki czy je zwiększać?” jest inna, gdy stawiana jest z punktu widzenia konkretnego kraju, inna gdy punktem wyjścia jest rynek globalny. Sytuacja jest inna niż kiedyś.

Popyt z czynnika dość statycznego i zamkniętego stał się mobilny i otwarty. Mobilność popytu to zasadnicza zmiana. Proces otwierania dostępu do popytu rynku globalnego podważa rolę rynku wewnętrznego w aktywizacji przedsiębiorstw krajowych. A przecież ta aktywizacja lub dezaktywizacja jest podstawą dotychczasowych teorii cyklu koniunkturalnego. W sytuacji, gdy do popytu rynku wewnętrznego mają swobodny dostęp podmioty zewnętrzne, wzrost popytu wewnętrznego nie jest wystarczającym, a nawet decydującym warunkiem aktywizacji przedsiębiorstw krajowych. Podważając wpływ popytu rynku wewnętrznego w tej aktywizacji, podważa się całą teorię cyklu.

Z punktu widzenia kraju zasadniczo natomiast zwiększa się rola jego sytuacji finansowej, gdyż wywiera przemożny wpływ na ruch kapitałów, który to ruch w wywoływaniu w poszczególnych krajach kryzysu nabiera zasadniczego i najważniejszego znaczenia. Rozwój rynku kapitałowego, giełdyzacja, kształtowanie się własności międzynarodowej przedsiębiorstw niepomrotnie zwiększyły zakres przepływu kapitału portfelowego i spekulacyjnego. W tej sytuacji stara zasada, że kapitał napływa, gdy go najmniej potrzeba, a odpływa, gdy potrzebny jest najbardziej, nabiera zdecydowanie większego znaczenia niż dawniej. Szczególnego też znaczenia nabiera ocena sytuacji kursowej i ryzyka kursowego gospodarki.

W analizie kryzysu bardzo zróżnicowana jest sytuacja ocen i interesów w zależności od tego, z jakiego punktu widzenia jest on oceniany. Patrząc z punktu widzenia rynku globalnego, a więc uwzględniając rosnący zakres niewykorzystanych mocy wytwórczych, działania podtrzymujące wydatki

⁶ Szerzej: Szymański (2004: rozdz. 6).

znajdują wiele argumentów. Inna jest sytuacja z punktu widzenia oceny poszczególnych krajów. Problemem oceny jest jednak fakt, że sytuacja rynku globalnego jest wypadkową zachowań gospodarek poszczególnych państw.

Współcześnie występuje istotna bariera wyjścia z kryzysu i wejścia na ścieżkę szybkiego ożywienia. Bariery są narastająca sprzeczność między niewykorzystaniem potencjału gospodarki światowej a złą i pogarszającą się sytuacją finansową krajów o największym udziale w popycie światowym. Zła sytuacja finansowa tych krajów blokuje wzrost wydatków tych państw.

W tej sytuacji wydatki państw nie mogą już dalej neutralizować na jeszcze większą skalę niedostatecznych wydatków sektora prywatnego. Sektor prywatny w wyniku kryzysu 2008–10 wydaje obecnie znacznie mniej. OECD prognozuje, że nadwyżka dochodów nad wydatkami w USA wyniesie 7,3% w strefie euro 6,7%, w Japonii i Wielkiej Brytanii 10% (Wolf 2010 b). Ten zwrot ku oszczędnościom sektora prywatnego nastąpił pomimo bezprecedensowego „poluzowania” polityki pieniężnej. Mimo dużego niewykorzystania mocy wytwórczych w skali całego rynku globalnego, obecnie trudno wykorzystać keynesowski mechanizm sterowania popytem, tak jak to miało miejsce w warunkach dominacji tradycyjnej gospodarki narodowej i autonomiczności rynku wewnętrznego. Obecnie takie wspieranie w poszczególnych krajach rynku wewnętrznego nie tylko stopniowo traci sens (rynek wewnętrzny otwarty dla podmiotów zewnętrznych), lecz także pogarsza sytuację finansową poszczególnych krajów, której rola niepomniernie wzrosła ze względu na jej wpływ na przepływy kapitałowe.

Z punktu widzenia rynku globalnego uzasadnione jest keynesowskie sterowanie popytem, by ograniczyć zakres niewykorzystanych mocy i ożywić koniunkturę, ale z punktu widzenia poszczególnych krajów takie działania są nie tylko trudne, lecz także bardzo niebezpieczne. Przed ostatnim etapem procesów globalizacji zjawiska te na taką skalę nie występowały. Wcześniej chroniony i pobudzany przez państwo rynek wewnętrzny jednoznacznie wpływał na aktywizację przedsiębiorstw krajowych i sposób finansowania długu nie wywierał tak drastycznych skutków jak obecnie. Teraz to, co prawdziwe w przypadku doświadczenia poszczególnych państw, może być fałszywe w odniesieniu do gospodarki globalnej.

Można powiedzieć, że w procesie globalizacji, zwłaszcza w warunkach kryzysowych, spada rola i możliwość sterowania popytem globalnym z punktu widzenia gospodarek poszczególnych państw wtedy, gdy rośnie ich potrzeba, a jednocześnie nie tworzą się możliwości i sposoby sterowania popytem z punktu widzenia całej gospodarki globalnej. Z punktu widzenia rynku globalnego nie ma podmiotu prowadzenia polityki megaglobalnej i nie ma podstaw, by uznać sumę polityk makroekonomicznych poszczególnych państw za adekwatną z punktu widzenia rynku globalnego.

Wiele państw w latach 2008–10 istotnie zwiększyło swe wydatki, by przeciwstawić się panice. Nie tyle więc popyt, ile przeciwdziałanie panice było bezpośrednim motywem zwiększonych wydatków. Bez tego trudno byłoby zapanować nad paniką z wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami.

Natomiast konsekwencją tych generalnie uzasadnionych działań rządów jest nienotowany w czasie pokoju poziom deficytów i długów w najbardziej rozwiniętych państwach. Jeżeli w ostatnim roku rządów prezydenta Clintona nadwyżka budżetu wynosiła 236 mld dolarów, to w 2009 roku deficyt wynosił 1,4 bln dolarów. Dla 27 krajów członkowskich Unii Europejskiej razem wziętych nadwyżka budżetowa w 2000 roku wynosiła 19 mld euro, gdy w 2009 roku deficyt budżetowy tych krajów wyniósł 800 mld euro.

Kryzys grecki i zagrożenie niewypłacalnością wielu krajów uświadomiły rolę dyscypliny finansowej. Zaostrzenie zmagania z deficytem w czasie kruchego ożywienia jest jednak bardzo ryzykowne. W tej sytuacji z jednej strony grozi niedostateczny popyt i stagnacja, z drugiej – załamanie wywołane paniką wywołaną przez niewypłacalność poszczególnych krajów. W tle błąka się bowiem czarny scenariusz kolejnego załamania uruchamiającego panikę w innych jednak niż w roku 2008 warunkach, bo w okresie olbrzymiego zadłużenia rządów i w konsekwencji istotnie niższej wiarygodności ich gwarancji, a więc zdolności przeciwdziałania panice.

Konsolidacja finansowa państw jest trudna, gdyż tak naprawdę przyczyną deficytów jest niedostateczna konkurencyjność, wynikająca m.in. z nadmiernych relatywnie w stosunku do rynków wschodzących obciążeń płacowych i socjalnych. Natomiast nałożenie na państwa znacznych cięć nie tylko nie ożywi szybko gospodarki, lecz także nie wywoła w sposób automatyczny ich wyższej konkurencyjności. Zbyt gwałtowne cięcia wydatków mogą zdusić wciąż anemiczne ożywienie, gdy cięcia wydatków publicznych nie będą szły w parze z aktywnością sektora prywatnego, a więc z ograniczeniem dużej nadwyżki dochodów nad wydatkami. Dużo jest bowiem prawdy w tym, że oszczędności sektora prywatnego wymuszają deficyty publiczne.

Po okresie 2008–10, gdy przerzucano prywatne długi na barki budżetów państw, obecnie utrzymująca się niepewność dalej ogranicza aktywność sektora prywatnego. W konsekwencji sytuacja zmieniła się ze stanu, w którym gospodarka przeszła stopniowo z przerzucania długów do chęci przerzucania konsekwencji nadmiernych oszczędności prywatnych na barki finansów publicznych. Ale finanse publiczne jako bufor neutralizujący i przejmujący skutki kryzysu są już na granicy swoich możliwości – i to właśnie w krajach w zasadniczym stopniu decydujących o popycie światowym.

CZY MOŻNA KRYTYKOWAĆ PAŃSTWA NAJBARDZIEJ KONKURENCYJNE ZA KREACJĘ ZJAWISK KRYZYSOWYCH?

Obecny kryzys jest w dużym stopniu konsekwencją bezkarnego wyswobodzenia się w wielu miejscach partykularyzmu. Swoboda różnych interesów grupowych w miarę ich rozwoju w sposób nieunikniony prowadzi do sprzeczności i zjawisk kryzysowych. Istotną przyczyną obecnego kryzysu

stały się sprzeczności między krajami stawiającymi na strategię proeksportowe prowadzące do eksportu netto (nadwyżki) a coraz mniejszą liczbą i wagą tych krajów, które chcą tolerować istotny import netto. Legło to u podstaw globalnej nierównowagi handlowej i płatniczej, przepływu oszczędności pod prąd do krajów bogatych, wzrostu pieniądza na rynku globalnym, eksplozji życia na kredyt. Tworzyło to sprzyjające warunki dla giełdyzacji ryzykownych innowacji finansowych, narastania bąbli na rynku giełdowym i nieruchomości.

Dla trwałego, a nie przejściowego wyjścia z kryzysu istotna jest odpowiedź na pytanie, czy ten kryzysotwórczy mechanizm zostanie zneutralizowany, czy nie. Czy utrzyma się nadal dominacja strategii proeksportowych, gdy w skali świata nadwyżka eksportu netto nie znajduje odpowiednika w nadwyżce importu netto innego, jak ulokowana w sposób chorobliwy konsumpcja na kredyt Amerykanów? Przez ostatnią dekadę Stany Zjednoczone były kupcem ostatniej szansy, a niektóre inne kraje rozwijały się dzięki deficytowi handlowemu w Ameryce. W USA wielu uwierzyło, że będąc centrum światowych finansów i emitentem światowej waluty, niczym im nie grozi życie ponad stan. Kryzys udowodnił, że jest to nieprawda. Natomiast kraje rynków wschodzących, a zwłaszcza Chiny i tygrysy azjatyckie, uwierzyły w keynesowską tzw. politykę wzbogacania się kosztem sąsiadów, a więc kosztem popytu sąsiadów.

Globalizacja, prowadząc do ogólnoświatowego rynku, stworzyła jakościowo nowe możliwości dla stosowania takiej polityki. Z jednej strony, otwieranie dostępu do rynku globalnego uświadomiło, że miarą dostosowania do procesu globalizacji jest zwiększenie udziału w popycie rynku globalnego, a to preferuje agresywne strategię proeksportowe. Z drugiej zaś – liberalizacja handlu i formalnego dostępu do popytu rynku globalnego zasadniczo rozszerzyła pole korzystania z popytu innych, a więc i możliwości zatrudnienia kosztem innych. Polityka bogacenia się kosztem sąsiadów, wcześniej dość incydentalna w pierwszej dekadzie XXI wieku, przekształciła się w ważny nurt. Jednocześnie dążenie dużej grupy krajów do stosowania agresywnej polityki proeksportowej i bogacenia się kosztem sąsiada nałożyło się na dążenie innych do ograniczenia zadłużenia zewnętrznego. Liczne w ostatnim dwudziestolecu doświadczenia zjawisk kryzysowych, ściśle związanych z nadmiernym zadłużeniem krajów, zwiększyły ostrożność wielu krajów, które wcześniej tolerowały nadwyżkę importu nad eksportem.

Na świecie zaczęła narastać więc asymetria między krajami stawiającymi na strategię proeksportowe prowadzące do eksportu netto (nadwyżka) a coraz mniejszą ilością i wagą krajów tolerujących deficyt handlowy. W skali całej gospodarki światowej nadwyżka eksportu jednych krajów musi bowiem znaleźć odpowiednik w nadwyżce importu innych. Inaczej powstaje nierównowaga bilansowa.

Jednocześnie kryzys obnażył niezdrowe skutki braku mechanizmu odwracania nierównowagi przez zmiany strumieni towarów i płatności.

W zasadniczych punktach został zablokowany naturalny rynkowy mechanizm odwracania nierównowagi, wynikający z elastycznego kształtowania kursów walut. Główne podmioty poddane nierównowadze handlowej i płatniczej, Stany Zjednoczone i Chiny, nie poddają się bowiem temu mechanizmowi. W Chinach utrzymują zaniżony kurs, na co pozwala im silna pozycja w stosunku do kapitału, a więc brak obaw o atak kursowy. Natomiast Stany Zjednoczone korzystają z faktu, że mają „królewski przywilej bicia monety światowej”. Nie podlegają z tego powodu groźbie kryzysu walutowego. Bez względu na wysokie zadłużenie nie ogranicza się istotnie dopływu kapitału do USA, co podtrzymuje kurs dolara pomimo dużej nierównowagi płatniczej.

Trudno uzyskać podstawy trwalszego wyjścia z kryzysu bez reorientacji w funkcjonowaniu dwóch głównych lokomotyw gospodarczych świata. Powstała absurdalna sytuacja, gdy coraz większa gospodarka kraju, z 1,3 mld ludzi, chce, by jej dynamika zależała od importu na kredyt Stanów Zjednoczonych. W pewnym stopniu jest to naśladowanie Japonii z lat 50. i 60. Trudno taką politykę kontynuować, będąc już krajem, który jest największym światowym eksporterem i w niedługim czasie będzie największym producentem przemysłowym świata.

Agresywna strategia proeksportowa Chin to jakościowo inny problem niż podobna strategia dziesięć lat temu. Obecnie eksport Chin to około 1,5 bln dolarów, podczas gdy w 2000 roku wynosił on 280 mld dolarów. Dalsze utrzymanie dynamiki z ostatniej dekady, a więc przyrostu eksportu rządu 27–28% rocznie, to już nowa jakość. W 2001 roku oznaczało to powiększenie się chińskiego eksportu o mniej więcej 85 mld dolarów, a obecnie jest to już jakieś 450 miliardów. Jak i gdzie znaleźć popyt dla takiego przyrostu eksportu?

Bez przeorientowania chińskiej gospodarki z agresywnej strategii eksportowej na strategię prokonsumpcyjną nie będzie można zneutralizować jednego z najważniejszych źródeł niestabilności w całej gospodarce światowej. Utrzymywanie, nie mówiąc już o wzmacnianiu proeksportowej strategii Chin, musiałoby być traktowane nie tylko jako czynnik destabilizacji, lecz także, przy ograniczonym pokryzysowym wzroście popytu, czynnikiem prowadzącym do dezindustrializacji pozostałych krajów. W takiej sytuacji groziłyby działania protekcyjnistyczne, które, przy aktualnym zakresie i wadze transnarodowych korporacji, miałyby obok starych także nowe, bardzo poważne zagrożenia.

Z pewnego punktu widzenia w Europie podobną rolę jak Chiny – aczkolwiek w dużo bardziej ograniczonym zakresie – odgrywają Niemcy. Wynika to z tego, że w ramach Unii, a zwłaszcza w strefie euro, podczas ostatniej dekady politykę gospodarczą Niemiec cechuje zdecydowana strategia proeksportowa.

Kryzys grecki obnażył konsekwencje niespójności wspólnej waluty ze zróżnicowaną w poszczególnych krajach polityką fiskalną. Stąd głosy o potrzebie większej integracji politycznej. Wiele racji mają jednak ci, którzy

widzą przyczynę obecnej kryzysowej sytuacji fiskalnej w strefie euro w zróżnicowanych strategiach konkurencyjnych, a dosadniej – w niedostatecznej konsumpcji największego gospodarczo i najbogatszego kraju Unii, jakim są Niemcy⁷.

Polityka monetarna EBC tworzy warunki dla ogólnego tempa ekspansji popytu w całej strefie euro. Jeżeli w najbogatszym kraju czy grupie takich krajów tempo konsumpcji nie rośnie, to powstają monetarne warunki do jej wzrostu na peryferiach. Wtedy też za nadmiernym wzrostem konsumpcji na peryferiach kryje się nadwyżka eksportowa z krajów, które mniej konsumują. Ekspansja kredytowa na peryferiach euro stanowi pochodną braku wzrostu realnego popytu w twardym jądrze strefy euro, gdzie znajdują się głównie Niemcy. Rygory płacowe i wzrost konkurencji kreują tam nadwyżkę bilansu płatniczego. Wysoka wydajność i niskie płace w gospodarce Niemiec, zwiększając konkurencyjność kosztem popytu wewnętrznego, prowadzą do sytuacji, w której nie popyt Niemiec ciągnie pozostałe kraje euro, ale odwrotnie – zadłużające się kraje kreują sztuczny popyt, który ciągnie gospodarkę Niemiec.

W ostatniej dekadzie w Niemczech tempo wzrostu płac było cały czas niższe niż tempo wzrostu wydajności. Prowadziło to do chronicznej słabości popytu krajowego i wymuszało stawianie na popyt innych, czyli na eksport. Od czasu utworzenia strefy euro jednostkowe koszty pracy w Grecji, we Włoszech, w Portugalii, Hiszpanii i Irlandii zwiększyły się o 25–30%, a w Niemczech jedynie o 2%. Niska stopa procentowa strefy euro i wzrost płac pobudziły w krajach peryferyjnych strefy ekspansję kredytową z negatywnymi tego konsekwencjami dla zadłużenia. W rezultacie tak w skali światowej, jak w skali euro istotnym czynnikiem destabilizacji stała się asymetria konkurencji i polityki w zakresie oddziaływania na konkurencyjność.

Z destabilizujących skutków asymetrii w zakresie konkurencyjności i nierównowagi bilansów handlowych zdawał sobie sprawę Keynes. W Bretton Woods w dyskusji o stałym systemie kursu walut proponował nałożenie sankcji finansowych na kraje, które mają długotrwałą nadwyżkę eksportu nad importem, a jednocześnie postulował, by wspierać tych, którzy mają wysoki deficyt handlowy (Kowalik 2009). Postulaty Keynesa nie znalazły wtedy aprobaty, a problem okazał się ponadczasowy.

KONTROWERSJE WOKÓŁ LIBERALIZMU I AKTYWNEJ ROLI PAŃSTWA

Obecny kryzys często utożsamia się z odroczoneymi skutkami renesansu liberalizmu gospodarczego, jaki zapanował w latach 70. Należy zgodzić się z poglądami, że na ten renesans wpłynął nie tylko kryzys naftowy, wobec którego keynesizm wydawał się bezsilny, lecz także zwrot w polityce

⁷ Por. Wolf (2010a).

zagranicznej prezydenta Jimmy'ego Cartera. Kryzys naftowy wywołał zwrot w kierunku monetarizmu i uznania inflacji za wroga numer jeden. Carter wprowadził do polityki czynnik etyczny, obronę praw człowieka, co prowadziło do postawienia wolności jednostki w centrum uwagi, a w konsekwencji ożywiło refleksję liberalną (Morawski 2010).

W moim przekonaniu do powyższych czynników związanych ze źródłami w przekształcaniu świadomości należy uwzględnić trzeci znamieny fakt. Faktem tym była decyzja Richarda Nixona z 1971 roku o odejściu Stanów Zjednoczonych od wymiany dolara na złoto w stosunkach międzynarodowych. Było to równoznaczne z odejściem od systemu stałych kursów, a więc od kontroli przepływów kapitałowych. W ten sposób rozpoczął się w dużym stopniu autonomiczny proces globalizacji eskalowany przez coraz bardziej swobodne przepływy kapitałowe. Nastąpił niezwykle korzystny czas dla rozwoju liberalizmu ekonomicznego, gdyż nakładały się na siebie przekształcenia idei i paradygmatów ekonomicznych na realne działania niekontrolowanych przepływów kapitałowych. W 1944 roku w Bretton Woods Keynes przestrzegał przed swobodą przepływów kapitałowych, które, jak wtedy głosił, przemieszczając się z szybkością latającego dywanu, zdestabilizują cały biznes. W konsekwencji udowodnił potrzebę wprowadzenia stałych kursów walut. W latach 70. swoboda przepływów kapitałów już miała miejsce, ale zamiast głosów ostrzegających przed długofalowymi skutkami tego procesu ze wzmożoną siłą odezwały się głosy wychwalających samoregulacyjne mechanizmy rynku i dalszą potrzebę szybkiej deregulacji.

W efekcie uruchomione zostały dwa procesy mające niezależne źródła, a więc proces kształtowania liberalnych monetarystycznych idei oraz proces prowadzący do coraz większej swobody przepływów kapitałowych. Pierwszy upowszechniał myśl o potrzebie państwa minimum, podczas gdy drugi realnie to czynił, zabierając państwu realną władzę gospodarczą.

Obecnie na zróżnicowanym i zmiennym rynku globalnym kapitał ma szeroką paletę wyboru, dysponując olbrzymim polem manewru, oferowanym przez zróżnicowane i zmieniające się warunki całego rynku globalnego. Kapitał wybiera miejsca dla siebie korzystne, a omija miejsca, które mu nie sprzyjają. W tej sytuacji nie państwo określa warunki, do których kapitał się dostosowuje, a odwrotnie – kapitał narzuca warunki, do których państwo musi się dostosować. W ten sposób państwo stopniowo oddaje władzę kapitałowi we wszystkich tych sprawach, które dotyczą interesu kapitału.

Współzawodniczyć o kapitał muszą bardziej te kraje, które ekonomicznie i politycznie są mniej stabilne, bo mają mniej do zaoferowania. To one w walce o kapitał muszą stawiać na szali niższe podatki, niższe obciążenia socjalne, bardziej elastyczny, a więc bardziej restrykcyjny dla pracowników system pracy. Swoboda przepływów kapitału jest więc siłą sprawczą, która kieruje środki kapitałowe w stronę gospodarki nieobwarowanej regulacjami.

Kapitał wymusza konkurencję państw, regionów i miast o sprzyjanie mu. W wyniku tej konkurencji ukształtowała się w sposób samorzutny globalizacyjna zasada równania w dół w zakresie podatków, świadczeń socjalnych i regulacji państwowych. W tej sytuacji dziwić musi wywołana przez kryzys fala olbrzymiego oburzenia na to, jak słabo kontrolujemy kapitał, nie panujemy nad audytami i w jak dużym zakresie bezpieczeństwo gospodarcze poświęciliśmy egoizmowi i pogoni za doraźnym zyskiem. Swoboda przepływów kapitałowych od prawie czterdziestu lat pracowała na taki stan.

Nie należy przeto się łudzić, że samo odejście od doktryny neoliberalnej w gospodarce zmieni sytuację. Dużym uproszczeniem jest dość powszechne stanowisko sprowadzające osłabienie roli państwa w gospodarce w ostatnich trzech dekadach do doktryny neoliberalnej. Osłabienie roli państwa powstało nie tylko w wyniku ideologii neoliberalnej, ale w wyniku swobody przepływów kapitałowych, które wyzwoliły się spod jakiegokolwiek kontroli społecznej. Swoboda wyboru miejsca przez kapitał, jego wciąż wielkie pole manewru decyduje o przejęciu władzy gospodarczej od państw, gdyż one pola manewru nie mają. Temu mechanizmowi potrafiły się przeciwstawić tylko Chiny i częściowo Stany Zjednoczone.

Stąd generalny wniosek, że aby zwiększyć koordynacyjną i kontrolną rolę instytucji ponadnarodowych i państwa, nie wystarczy zmienić doktryny ekonomicznej, ale trzeba skorygować mechanizmy globalizacji, a zwłaszcza zapanować nad swobodą przepływów kapitałowych. Nie dokona tego jedno państwo, ale cała wspólnota państw, co niebotycznie utrudnia problem. A tu nawet stara, bo już ponadtrzydziestoletnia koncepcja Tobina opodatkowania przepływów kapitałowych w celu ograniczenia niestabilności i spekulacji mimo kryzysu nie znalazła odpowiedniego poparcia i urzeczywistnienia.

POLARYZACJA DOCHODÓW A ZJAWISKA KRYZYSOWE

W trakcie ostatnich trzydziestu lat w krajach rozwiniętych dokonuje się proces polaryzacji i osłabienia klasy średniej. Proces ten jest odwrotny wobec tego, który miał miejsce w poprzednim trzydziestoleciu, często określanym jako epoka interwencjonizmu i Bretton Woods.

Swoboda przepływów kapitałowych oraz związane z tym przesuwanie produkcji do krajów o niższych kosztach pracy i wejście w obieg rynku globalnego ponadmiliardowej taniej siły roboczej wywołały spadkowe tendencje w dolnej grupie 60–70% zatrudnionych w krajach wysokorozwiniętych. Dodatkowe skutki wywołuje rozwój cybermigracji, a więc wykorzystywanie drogą internetową przez kraje wysokorozwinięte usług ludzi wyżej kwalifikowanych z krajów rynków wschodzących. Te zmiany w strukturze dochodów wpłynęły na spadek krańcowej skłonności do konsumpcji w krajach rozwiniętych. Polaryzacja spowodowała wzrost koncentracji dochodów

i majątku w grupie 20–25% społeczeństwa o najwyższych dochodach, a więc także o wysokiej krańcowej stopie oszczędzania. Natomiast podstawowe grupy cierpiały z powodu braku pieniędzy. Nastąpiła więc dodatkowa polaryzacja i podział na podstawową grupę potrzebującą wsparcia kredytowego i grupę drugą, o wysokim popycie na papiery wartościowe. Bez takiej polaryzacji nie mogłoby być takiej eksplozji kredytowej i takiego rozwoju giełdyzacji oraz wzrostu cen aktywów na rynku kapitałowym i nieruchomości, jaki miał miejsce przed kryzysem.

Keynes, a wcześniej już Malthus w rozważaniach o przyczynach zakłóceń w funkcjonowaniu rynku, za jedną z najważniejszych uznali tzw. preferencję płynności. Preferencja płynności, a więc utrzymywanie przez ludzi pieniądza na nieprzewidywane okazje i na cele spekulacyjne, zakłóca działania rynku, bo w obiegu pieniężnym są odpływy, które nie wracają szybko do obrotu w postaci realnych inwestycji. Patrząc z tego punktu widzenia na ostatnie lata, można powiedzieć, że polaryzacja dochodów w warunkach bardzo wysokiego już poziomu konsumpcji najbogatszych grup bardzo istotnie zwiększa preferencje płynności. Oszczędności w najbogatszych grupach to oszczędności szczególne, o wysokim udziale pieniądza „naznaczonego” preferencją płynności, a więc pieniądza, który kierowany jest na rynek papierów wartościowych. Ma on wydłużoną drogę do realnej gospodarki, bo drogę przez giełdę, a także jest to strumień agresywnie zwiększający działania spekulacyjne. W ten sposób polaryzacja dochodów wiąże się z wzrostem preferencji płynności, która z kolei wpływa na popyt na papiery wartościowe i giełdyzację gospodarki. Giełdyzacja zaś w obecnej formie wydłuża drogę od oszczędności do inwestycji w realnej gospodarce. Proces ten wpłynął na rozwój finansów dla finansów, a więc na odrywanie sfery finansowej od realnej sfery gospodarki.

Taki proces szybkiej polaryzacji i wysoka skłonność do oszczędzania rynków wschodzących stały się ważną przyczyną rozwarcia rosnącej wydajności i stagnującej konsumpcji. Rodziło to coraz intensywniej potrzebę zrównoważenia niedoboru popytu konsumpcyjnego rozwojem kredytu. Polaryzacja dochodów w krajach rozwiniętych jest w pewnym stopniu wynikiem sprzeczności między makroekonomicznym a mikroekonomicznym podejściem do popytu. Makroekonomiczne podejście do kreowania popytu musi uznawać rolę dochodów w ich kształtowaniu. Mikroekonomiczna walka o popyt to walka przez konkurencyjność, a więc przez niskie koszty, niskie płace i niskie obciążenia socjalne. Proces globalizacji niekompletnej jest procesem o charakterze mikroekonomicznym, a więc dominuje podejście mikroekonomiczne, co już z tego powodu stawia w trudnej sytuacji kategorię popytu globalnego. A jest to kategoria ekonomiczna o zasadniczym znaczeniu dla zjawisk kryzysowych.

ADDENDUM

Istotne pytanie brzmi: „Czy z ostatniego kryzysu wyciągnęliśmy jako społeczność światowa odpowiednie wnioski?”. Odpowiedź jest negatywna. Okazało się, że wstrząs wywołany kryzysem był dotkliwy, ale nie na tyle, by wywołać pożądane reakcje. Wstrząs okazał się zbyt mały w stosunku do konserwatyzmu i ociążałości światowej maszyny biurokratycznej, politycznej i naukowej. Na razie nic nie wskazuje, aby podjęto leczenie przyczyn systemowych i strukturalnych, gdyż zadowolono się leczeniem objawów kryzysu. Nie podjęto nawet intelektualnych przygotowań, by ograniczyć niekompletność globalizacji, a więc by stworzyć jakąś namiastkę globalizacji politycznej. Bez tego trudno identyfikować cele i racjonalność globalną.

W dużej części rynek globalny to dalej gra bez reguł i bez arbitra. Nadal brakuje świadomości, jak ważne jest w skali globalnej ujednoczenie reguł. Przy swobodzie lokowania działalności przez kapitał na całym rynku globalnym jednostkowe regulacje to w dużym stopniu szyfrowa praca. Swoboda przepływów kapitałowych to jednocześnie silny czynnik rozwoju spekulacji, niestabilności i kreacji bąbli finansowych. W dalszym ciągu fundusze hedgingowe mogą rozwijać strategie tworzenia grup kapitałowych, by koncentrować popyt na z góry wybranych segmentach rynku, nadmuchiwać bąble i, przebijając je w odpowiednim momencie, maksymalizować swój zysk.

Jednoczesne wyjście z kryzysu wymaga reorientacji funkcjonowania dwóch głównych lokomotyw światowej gospodarki. Partnerskie porozumienie Stanów Zjednoczonych i Chin oraz wspólne uzgodniona reorientacja ich strategii mają nie tylko znaczenie dla samej skuteczności walki z kryzysem, lecz także pozytywne konsekwencje o szerszym wymiarze ekonomicznym i politycznym. Od tego w dużym stopniu zależy odsunięcie groźby protekcyjizmu i ducha konfrontacji, który dla przyszłości jest groźny, gdyż może doprowadzić do ostrej walki o ograniczone zasoby naturalne Ziemi.

To porozumienie w sprawie reorientacji w funkcjonowaniu dwóch głównych lokomotyw gospodarczych świata jest niezbędne, ale bardzo trudne. Amerykanie mają bowiem mniej wydawać, a więcej oszczędzać i zerwać z życiem ponad stan. Ale przecież cały świat oczekuje od Amerykanów, by przez zmasowane wydatki wyciągnęli gospodarkę światową z kryzysu. Na początku XXI wieku Stany Zjednoczone i Kanada zamieszkałe, przez 5% ludności świata, generowały 31,5% konsumpcji prywatnej świata⁸. Amerykanie wpadli w pułapkę finansową i ekonomiczną, bo przez długi czas pożyczają pieniądze nie na inwestycje i nowe technologie, a na konsumpcję.

W Chinach konsumpcja indywidualna w ostatniej dekadzie to około 35% PKB, a akumulacja dochodu około 50% (stopa oszczędności plus nadwyżka w handlu zagranicznym). Chiny oparły całą strategię zdobywania

⁸ Por. Thurow (2007: 143).

i podtrzymywania przewag konkurencyjnych na eksporcie, głównie do USA. Czy potrafią poddać ją zasadniczej rewizji? To wielka niewiadoma.

Przez mechanizm wykorzystujący bank centralny skupowały dolary odowych eksporterów i przeznaczały je na zakup obligacji rządu Stanów Zjednoczonych. Inwestowanie dolarów w amerykańskie papiery wartościowe było sposobem na oddzielenie zakupów dolarowych od krajowej podaży pieniądza, co zapobiegło wzrostowi chińskich cen, a więc utrzymywało wysoką konkurencyjność eksportu. Bank centralny, skupując dolary od przedsiębiorstw eksportujących, odpierał presję rynkową na aprecjację juana. Tak więc za przepływem oszczędności do USA, za eksportem na kredyty i zakupem amerykańskich obligacji rządowych, kryje się polityka utrzymywania w Chinach niskich cen i niskiego kursu juana. Rewizja takiego podejścia nie może być gwałtowna, ale powinna być jednoznacznie zarysowana.

Bardziej kompleksowo i wszechstronnie do rozważań sytuacji po kryzysie podchodzą ci, którzy widzą potrzebę zmian ograniczających systemowe i strukturalne przyczyny kryzysu. Dla nich konieczny jest postęp w rozwoju globalizacji politycznej jako warunku tworzenia podstaw koordynacji podporządkowanej racjonalności globalnej.

Należą do tych, którzy od lat proponują tworzenie instytucjonalnej architektury ponadnarodowej, wielofazowe wprowadzenie koordynacji transnarodowej przez wykorzystanie rozwoju integracji regionalnych. Łatwiejsze i silniejsze podstawy porozumienia zaistniałyby bowiem wtedy, gdy zawierałyby je nie państwa, a ugrupowania regionalne. Aby liczyć na powodzenie, należałoby z góry założyć, że w pierwszym okresie przygotowania systemu koordynacji transnarodowej trzeba ograniczyć się do niewielu ważnych, ale stosunkowo łatwych do uzgodnienia spraw. Spraw, które nie budzą wątpliwości co do tego, że ich uzgodnienie leży we wspólnym interesie. Tworzenie ładu instytucjonalnego jest wypadkową gry interesów, a nauka zwykle odgrywa jedynie rolę suflera (Kołodko 2008: 344).

Wydaje się, że najbardziej wstydlivym zjawiskiem dla elit intelektualnych świata jest unikanie jednoczesnego i kompleksowego wyciągania wniosków z kryzysu ekonomicznego i ekologicznego. Takie bowiem pogodzenie wniosków nie tylko nie jest łatwe, ale nawzajem sprzeczne. W czasie, gdy szansą i postulatem warunkującym wyjście z kryzysu gospodarczego jest dynamiczny wzrost popytu i aktywności gospodarczej, obecna dynamika produkcji z punktu widzenia ekologii jest ślepych pędem do absorbowania coraz bardziej ograniczonych zasobów Ziemi.

Poglądowo problem można przedstawić na prostym przykładzie symulacji. Gdyby utrzymać dynamikę produktu światowego do końca wieku na poziomie o 1 punkt procentowy niżej niż w pierwszej dekadzie (zamiast 4% – 3), to produkt światowy w 2100 roku byłby około dziesięciokrotnie wyższy niż w 2010 roku. Z punktu widzenia zasobów naturalnych jest to absurd. Kilkadziesiąt lat temu Albert Einstein mówił, że największym wynalazkiem ludzi jest procent składany. Tak można było mówić, gdy patrzono

na niego jako na składaną dynamikę podwajania bogactwa. Obecnie musimy patrzeć na procent składany przede wszystkim jako na dynamikę potęgowanego absorbowania zasobów naturalnych Ziemi.

Uwzględnienie wniosków wynikających z szybko narastających barier ekologicznych wymaga wypracowania i wdrożenia działań uprzedzających. W innej sytuacji zachowywać się będziemy jak przysłowiowa żaba, która nie wyskakuje z kociołka ustawionego na ognisku, bo temperatura rośnie stopniowo i relatywnie wolno.

Wyciągnięcie wniosków z narastającego kryzysu ekologicznego zmusza do stawiania bardzo niewygodnych pytań, które nie tylko nie mieszczą się w ramach dotychczasowych paradygmatów, lecz także wręcz je rozsa- dzają. Przykładami takich pytań są m.in.:

- Czy można pogodzić kapitalizm z wymogiem odejścia od konsumpcjonizmu? Kapitalizm jako system jest dostosowany do poszukiwania wciąż nowych źródeł popytu. Można powiedzieć, że jest jak rowerzysta, który nie może stanąć, bo od razu się przewraca.
- Czy rynek może w niedługiej perspektywie być jak dotychczas skutecznym narzędziem dostępu do surowców, w sytuacji szybkiego zwiększenia popytu i stopniowego absolutnego spadku ich dostaw?
- Jak należy zmienić gospodarowanie, gdy obiektywnym wymogiem będzie przejścia w analizie prawa zmniejszającej się produktywności od założenia ograniczoności jednego czynnika do nie tylko ograniczoności, lecz także spadku wielu czynników.
- Jak ma wyglądać gospodarowanie i ekonomia, gdy będzie konieczne przejście od gospodarowania w warunkach względnej rzadkości do gospodarowania przy absolutnej rzadkości zasobów?

Współczesny świat tak ze względu na system instytucjonalno-ustrojowy oraz mechanizmy ekonomiczne, jak kreowany system wartości ludzi (konsumpcjonizm), nie jest dostosowany do podjęcia bezwzględnych wymogów ekologicznych. Grozi nam obez władnienie przez stare paradygmaty i paraliżowanie złożonością wyzwań globalnych. Unikanie powyższych pytań i problemów, a więc rezygnacja nie tylko z działań, lecz wręcz z rozważań o potrzebie stosownych działań uprzedzających, to strusia metoda chowania głowy w piasek.

BIBLIOGRAFIA

-
- Bauman, Zygmunt i Tim May (2004). *Socjologia*. Poznań: Zysk i S-ka.
- Kołodko, Grzegorz W. (2008). *Wędrujący świat*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Kowalik, Tadeusz (2009). Kapitalizm Kasyna. W: *Kryzys*. Warszawa: Krytyka Polityczna.
- Morawski, Witold (2010). Kryzys gospodarczy 2008 roku – perspektywa historyczna. *Mazowsze – studia regionalne*, nr 4.
- Nitzsche, Friedrich W. (1990). *Tako rzecze Zaratustra*. Warszawa: BIS.

- Sachs, Jeffrey (2009). *Nasze wspólne bogactwo. Ekonomia dla przeludnionej planety*. Warszawa: WN PWN.
- Szymański, Władysław (2009). *Kryzys globalny – pierwsze przybliżenie*. Warszawa: Difin.
- Szymański, Władysław (2007). *Czy globalizacja musi być irracjonalna?* Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Szymański, Władysław (2004). *Interesy i sprzeczności globalizacji*. Warszawa: Difin.
- Thurow, Lester (2007). *Fortuna sprzyja odważnym*. Warszawa: Spectrum.
- Wolf, Martin (2010a). Germanizacja unii walutowej nie rozwiąże greckiego kryzysu, przedruk z *Financial Times*, *Dziennik Gazeta Prawna*, 1.04.2010.
- Wolf, Martin (2010b). The World Must Incest. *Financial Times*, 4.03.2010.
- Zawiślak, Andrzej M. (2006). Bezradność rozumu tam gdzie jest najpotrzebniejszy. *Oświata i Wychowanie*, nr 8.

Grzegorz W. Kołodko

NEOLIBERALIZM I SYSTEMOWY KRYZYS GLOBALNEJ GOSPODARKI

Rzeczy dzieją się tak, jak się dzieją, ponieważ wiele dzieje się naraz.

To zdanie, powtarzane jak myśl przewodnia, leży u podstaw tego, co określam jako koincydencji teorii rozwoju (zob. Kołodko 2008; 2010c). I choć zasadniczo odnosi się ona do porównawczego i interdyscyplinarnego wyjaśnienia istoty i mechanizmów dziejowego procesu rozwoju społeczno-gospodarczego, teoria ta może być także wielce przydatna przy innych okazjach. Jak chociażby dla wyjaśnienia przyczyn i mechanizmów wielkiego kryzysu gospodarczego lat 2008–10¹. Jest on najczęściej ujmowany w tych właśnie ramach czasowych, aczkolwiek jego korzenie sięgają znacznie wcześniej niż 2008 roku, a konsekwencje będą odczuwane daleko poza rokiem 2010.

SPECYFIKA WSPÓŁCZESNEGO KRYZYSU

Mamy do czynienia z czymś daleko bardziej poważnym niż tylko z przejściowym – faktycznie bardzo krótkotrwałym – załamaniem poziomu aktywności gospodarczej i spadkiem bezwzględnego poziomu produkcji mierzonej tradycyjnie produktem krajowym brutto, PKB, od którego to miernika trzeba sukcesywnie odchodzić, zastępując go lepszymi miarami zrównoważonego rozwoju społeczno-gospodarczego².

¹ Przyczyny i mechanizm rozprzestrzenia się kryzysu finansowego rozważają Orłowski (2008) i Rosati (2009). Kompleksowo problem kryzysu przedstawia Szymański (2009). Co zrozumiałe, na temat źródeł, przejawów, mechanizmu, skutków i sposobów przeciwdziałania kryzysowi coraz więcej opracowań pojawia się w literaturze światowej. Zob. *inter alia*, Brehmer (2010), MFW (2009), Legrain (2010), Rajan (2010), Stiglitz (2010).

² W monografii *Wędrujący świat* (Kołodko 2008) przedkładałam odmienną miarę funkcjonowania gospodarki i rozwoju gospodarczego, tak zwany Zintegrowany Indeks

To fakt, że w skali całego świata jest to najbardziej rozległy kryzys w okresie powojennym, a więc za życia trzech już pokoleń. Jednakże intelektualnie i politycznie niedopuszczalnym uproszczeniem jest utożsamianie współczesnego kryzysu z przejściowym spadkiem produkcji. Przy jej uśrednianiu, co z taką lubością czynimy jako ekonomiści, w zasadzie można by uznać kryzys za sprawę zakończoną, ponieważ już w IV kwartale 2009 roku światowa produkcja ponownie znalazła się w fazie wzrostu. Niestety, kryzys trwa, gdyż dalece wykracza poza wąsko rozumiany obszar reprodukcji.

Pierwszą dekadę XXI wieku rozpoczęliśmy w warunkach poprawiającej się koniunktury i w miarę przyzwoitego tempa wzrostu gospodarczego. Produkt Światowy Brutto (PŚB) zwiększył się podczas pierwszych trzech lat bieżącego dziesięciolecia w sumie o 9,6%, rosnąc średnio rocznie o 3,1% (kolejno w latach 2001, 2002 i 2003 o 2,4, 3,0 i 3,9%). To przyspieszenie widoczne było także w następnym okresie, w szczególności w trzyleciu poprzedzającym okres kryzysu. I tak, w latach 2005–07 PŚB zwiększa się aż o 15,5%, czyli średnio rocznie o ponad 4,9% (w latach 2005, 2006 i 2007 po kolei o 4,9, 5,0 i 4,9%). W przeliczeniu na mieszkańca Ziemi – a jest nas w tym czasie już blisko 7 mld, dwukrotnie więcej niż raptem w roku 1960 i trzykrotnie więcej niż dwa wieki wcześniej – jest to najwyższe tempo w notowanych statystycznie dziejach ludzkości³. Potem dochodzi do spowolnienia w trzyleciu 2008–10 wskutek kryzysowego załamania, kiedy to PŚB zwiększa się o 8,3%, to jest średnio rocznie o 2,7% (odpowiednio w latach 2008, 2009 i 2010 o 2,9, minus 0,8 i 4,6%)⁴.

Ktoś, patrząc z boku, mógłby zapytać: tyle zgiełku o to, że w jednym jedynym 2009 roku poziom produkcji spada o niespełna jeden procent? Przecież na tle całej dekady, podczas której w sumie zwiększa się on aż o ponad 40%, wydaje się to nieistotną zmianą śladową. Ktoś inny podkreśla, że oto już w połowie października 2009 roku wskaźnik Dow Jones ponownie wywindowany został powyżej 10 tys., a więc jest niby po kryzysie, bo znowu rosną notowania giełdowe. A jednak tak nie jest. Dlaczego?

Po pierwsze, przytoczone wskaźniki dotyczą dynamiki PŚB, ujmowanej w przedziałach rocznych, średnio dla całego świata. A ten – jak wiemy –

Pomyślności, ZIP, w którym PKB waży jedynie 0,4. Pozostałe 0,6 wagi rozkłada się na wycenę czasu wolnego, stan środowiska, podział dochodów, subiektywne oceny wartości kulturowych i jakości życia oraz percepcję własnego kapitału społecznego. W podobnym kierunku idzie raport Komisji Stiglitz-Sen-Fitoussi (*Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*, Report 2009) powołanej z inspiracji prezydenta Francji, Nicolasa Sarkozy'ego. Raport został przedstawiony publicznie podczas konferencji na Sorbonie w dniu 14 września 2009 roku. Teraz pokolenia całe zajmie batalia polityczna, intelektualna i metodologiczna o sukcesywne wdrażanie słusznych, proponowanych jako ZIP i przez Report 2009, rekomendacji.

³ Upraszczając, można przyjąć, że *per capita* oznacza to tempo wzrostu o około 1 punkt procentowy mniejsze, zważywszy, że w tym czasie tempo wzrostu ludności globu przekracza nieco 1%.

⁴ Dane dla roku 2010 – prognoza MFW i OECD z czerwca 2010 roku.

jest niebywale zróżnicowany. Wystarczy wspomnieć, że o ile produkcja światowa rosła w pierwszym trzyleciu dekady średnio rocznie o 3,1%, o tyle dla grupy krajów bogatych, najbardziej rozwiniętych gospodarek zamieszkałych przez niespełna miliard ludzi⁵, wskaźnik ten wynosił tylko 1,6%. W przypadku zaś „krajów rozwijających się”⁶ – choć akurat w tym kontekście można tego określenie używać bez cudzysłowu – w których żyje aż 5,8 mld ludzi, 4,3%. W trzyleciu 2005–07 te wskaźniki dynamiki wynoszą odpowiednio 2,8 i 7,7%, a w okresie kryzysu 2008–10 nożyce rozszerzają się jeszcze bardziej.

Zmienia się zatem światowy układ gospodarczy. I zmienia się na korzyść, maleją bowiem olbrzymie, będące skutkiem historycznego procesu rozwoju różnice pomiędzy poziomem produkcji i życia w krajach wysoko rozwiniętych i względnie zacofanych. Kryzys przyspiesza proces niwelacji tej luki, co trzeba uznać za zjawisko korzystne. Warto uzmysłwić sobie tylko taki fakt, że oto o ile w 2000 roku chiński PKB *per capita* (licząc według , \$PSN) stanowił zaledwie 6,7% amerykańskiego poziomu (odpowiednio około 2400 \$PPP oraz 35300 \$PSN), o tyle w 2010 roku relacja ta oscyluje już wokół 15% (7200 \$PSN i 47400 \$PSN)⁷.

Po drugie, współczesny kryzys jest bardziej kryzysem redystrybucji niż produkcji. Zdecydowanie bardziej głębokie niż samej produkcji są wahnięcia, w tym spadki absolutne, wielkości konsumpcji, a zwłaszcza inwestycji. Światowy produkt brutto spadł w 2009 roku zaledwie o 0,8%. Licząc jego wielkość na mieszkańca Ziemi, zwiększył się on z 10500 \$PSN w 2007 roku do 10 700 rok później, po czym obniżył się do wyjściowych 10500 dolarów. To przecież praktycznie żadne różnice, lecz zmiany, które się za tym kryją, to naprawdę wielkie przesunięcia. Olbrzymie są różnice międzynarodowe, regionalne, branżowe, jak również grupowe w odniesieniu do ludności. Bardziej zaburzeniami dotknięta została Europa Zachodnia niż Ameryka Północna, a Europa Wschodnia z kolei ucierpiała bardziej niż Zachodnia. Zdecydowanie mocniej kryzys uderza w przemysł motoryzacyjny niż w przetwórstwo żywności. Efekty redystrybucyjne – na doprawdy ogromną skalę – są przeto tak na świecie, jak w poszczególnych gospodarkach narodowych

⁵ Według nomenklatury Banku Światowego i Międzynarodowego Funduszu Walutowego są to tzw. *advanced economies*.

⁶ W opracowaniach BŚ i MFW grupa tych gospodarek nazywana jest *developing economies*, przy czym począwszy od roku 2004 określa się je jako *emerging markets and developing countries*. Czym różnią się *developing* od *emerging*, nie jest jasne. Przykładowo, Brazylia i Indie są traktowane przez organizację Bretton Woods jako *developing countries*, zaś przez globalnych inwestorów jako *emerging markets*. Z kolei Polska i Rosja to w ujęciu zarówno tych organizacji, jak i spekulacyjnych rynków finansowych *emerging markets*.

⁷ W tym samym czasie chiński PKB *per capita* (według \$PSN) osiąga około 46% poziomu rosyjskiego i 39% polskiego, podczas gdy dekadę wcześniej wskaźniki te wynosiły zaledwie 31 i 23%. Szacunki PKB na mieszkańca według parytetu siły nabywczej – dane Banku Światowego. Zob. też *IMF Data Mapper*, <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>.

bardzo zróżnicowane. Odnosząc perturbacje w sferze podziału do gospodarki amerykańskiej (choć nie tylko), bardziej dotkliwy jest tym razem kryzys dla Wall Street niż dla Main Street, a więc dla sektora finansowego, a nie dla salariatatu. Albo inaczej – relatywnie bardziej niż w przeszłości dotyka on tak zwanych *white collars* niż *blue collars*.

Po trzecie, w USA – największej gospodarce i najbogatszym narodzie – efekty redystrybucyjne, przy obniżeniu PKB w kryzysowym 2009 roku o 2,4%, są zaiste ogromne, przy czym wiele z nich daje o sobie znać nie tylko w realnej sferze gospodarki, lecz także w sferze psychologicznej i mentalnej. Organizacja Pew przeprowadziła badania na temat zmian, jakie nastąpiły w USA w okresie dwu i pół roku od wybuchu kryzysu, a więc między jesienią 2008 i wiosną 2010 roku (Economist 2010). Ponad połowa pracowników została nim dotknięta albo przez bezrobocie, albo obniżkę płac lub przymus zatrudnienia w ograniczonym wymiarze czasu. Przeciętnie bezrobotny pozostawał bez zatrudnienia przez prawie sześć miesięcy. Załamanie się cen akcji oraz domów i mieszkań zmniejszyło nominalną wartość zasobów materialnych ludności o jedną piątą, choć przecież samych nieruchomości bynajmniej nie ubyło. Prawie co szósty Amerykanin zrezygnował z wakacji lub co najmniej je skrócił. Około jedna piąta kredytów hipotecznych okazuje się niespłacalna. Co czwarta osoba w wieku od 18 do 19 lat wprowadziła się z powrotem do rodziców. Mniej niż połowa dorosłych oczekuje, że ich dzieci będą miały standard życia wyższy niż oni, a ponad jedna czwarta sądzi, iż będzie on niższy.

Po czwarte, tendencje występujące na rynkach finansowych – także te pozytywne, polegające na wzroście notowań – bynajmniej automatycznie nie są oznaką powrotu gospodarki do „normalności” (przyjmując, że takiowy stan istnieje). Zdarza się wręcz odwrotnie, że spekulacje na tych rynkach są przejawem irracjonalności i, przez nadmierne odrywanie się sektora finansowego od realnej sfery gospodarki, w istocie bywają przejawem albo nawet jedną z przyczyn kryzysów produkcji.

Po piąte, perturbacjom w sferze produkcji i obrotu towarzyszy spadek zatrudnienia, któremu w zasadzie automatycznie towarzyszy wzrost bezrobocia. Powiększa się ono nadal, również w fazie wydobywania się światowej gospodarki z recesji. Można szacować, że na przełomie lat 2009 i 2010 bezrobotnych na świecie było o około 60–80 mln więcej niż półtora roku wcześniej. I w roku 2010 ich armia nadal rośnie – nie tylko w krajach, które przeszły recesję bądź tkwią w niej nadal, lecz także w gospodarkach, które fazy spadku produkcji z rozmaitych powodów uniknęły. Tak więc bezrobocie rośnie zarówno w USA oraz Niemczech, jak i w Chinach oraz Indiach. Stopa bezrobocia w USA jest najwyższa od ćwierćwiecza i, podobnie jak w Unii Europejskiej, ociera się o psychologiczny próg 10%⁸. Licząc

⁸ Latem 2010 roku oficjalna stopa bezrobocia w USA wynosiła 9,5%, a w krajach obszaru euro 10,0%.

wraz z osobami, które, choć bez pracy, nie rejestrują się jako bezrobotne, oraz z tymi, którzy mają tylko częściowe zatrudnienie, jest to ponad 16%.

W Polsce w porównaniu z początkiem 2008 roku bezrobocie po dwu latach było wyższe o ćwierć miliona, choć udało jej się przejść przez kryzysowe zamieszanie bez absolutnego obniżenia poziomu produkcji; PKB w 2009 roku wzrósł o 1,7%. Co ważne, zmiany stanu zatrudnienia są bardzo chaotyczne i dotyczą niektórych sektorów bardzo dotkliwie, dużo ostrzej niż całej gospodarki – zwłaszcza przemysłów produkujących na eksport, ale również budownictwa czy branży motoryzacyjnej. Także na rynku siły roboczej dokonuje się przeto głęboka redystrybucja, co ma swoje konsekwencje nie tylko ekonomiczne, lecz także społeczne. Ze względu na globalizację, która wywiera swoje piętno również na wewnątrznie sprzężonym ponadnarodowym rynku siły roboczej, konsekwencje te dają się wyraźnie odczuć zarówno w poszczególnych gospodarkach narodowych, jak i w skali całego świata.

Po szóste – i, jak sądzę, najważniejsze – obecny kryzys to kryzys fundamentalny, to kryzys systemowy. To nie jest po prostu jeszcze jeden, acz szczególnie spektakularny i ciekawy przypadek kryzysu koniunktury, skądinąd nie pierwszy i nie ostatni w burzliwych dziejach gospodarki rynkowej. To systemowy kryzys współczesnego kapitalizmu, a dokładniej jego neoliberalnej mutacji, która w trakcie ostatniego pokolenie wzięła górę w znacznej części świata. A jeśli tak jest, to samo odwrócenie się negatywnych tendencji w sferze produkcji, czyli odbicie się od dna recesji i ponownie wkroczenie na ścieżkę wzrostu, bynajmniej nie starcza, by mówić o zakończeniu kryzysu.

CZY KRYZYS BYŁ DO UNIKNIĘCIA?

Często przychodzi odpowiadać na powtarzające się pytanie, czy obecny kryzys był do uniknięcia. Tak ogólnie postawiona kwestia nie znajduje poprawnej odpowiedzi, gdyż trzeba jeszcze określić czas, do jakiego się odnosi, a więc z jakiej *ex ante* perspektywy czasowej obecny kryzys mógłby ewentualnie być unikniony. Innymi słowy, jest to pytanie złożone: nie tyle kiedy, ale jak można by kryzysu lat 2008–10 uniknąć.

Odmienne brzmi odpowiedź, gdy ktoś pyta, czy było to możliwe lat temu trzy, inaczej, gdy cofnąć się z analizą o lat trzynaście, a jeszcze inaczej, jeśli spojrzeć na przyszłość, która stała się już teraźniejszością, z perspektywy o trzydzieści lat wcześniejszej. I takie potrójne ujęcie – lat temu trzy, trzynaście i trzydzieści – uwypukla istotę obecnego kryzysu, obnażając jego przyczyny, mechanizm i następstwa. Nade wszystko zaś jest bardzo pouczające z punktu widzenia wniosków na przyszłość i propozycji działań zapobiegających podobnym zaburzeniom w czasach, które przed nami – za lat trzy, trzynaście i trzydzieści. Warto bowiem zdawać

sobie sprawę z tego, że terażniejszość to nic innego jak przyszłość przeszłości.

Oczywiste jest, że trzy lata temu światowy kryzys był już nie do uniknięcia. Skala oderwania się sektora finansowego od realnej gospodarki, w której wytwarza się niezbędne do życia – i do procesu reprodukcji – dobra i świadczy usługi, była tak wielka, że niezbędne dostosowanie, które musi polegać na niwelacji rozmiarów tegoż oderwania, mogło dokonać się jedynie przez kryzysową korektę wstrząsową. Czego nie potrafiła zrobić polityka *ex ante*, musi zrobić kryzys *ex post*. Niezwykle kosztowny to sposób dostosowawczy.

Dewastacja wartości przyświecających gospodarowaniu – nie wszędzie, ale w wielu segmentach wewnętrznie powiązanego świata, a zwłaszcza w jego epicentrum, którym wciąż są Stany Zjednoczone – lat temu trzy była już tak daleko posunięta, że nie było sił politycznych, które w ramach istniejących instytucji byłyby w stanie skierować gospodarkę na ścieżkę bezkryzysowego rozwoju. Zbyt głęboka była także skala nierównowagi w gospodarce światowej. Świat jako taki to jedyna naprawdę zamknięta gospodarka. Jednakże pomimo daleko posuniętej globalizacji⁹ gospodarka planetarna wciąż bardziej się dzieli na blisko dwieście gospodarek narodowych, niż się składa z kilkunastu wielkich ugrupowań integracyjnych w rodzaju zaawansowanej Unii Europejskiej i instytucjonalnie zacofanej Wspólnoty Niepodległych Państw. Ten drugi układ – wielkich, wzajemnie powiązanych ugrupowań regionalnych – to dopiero świat przyszłości.

Wszystkie te gospodarki charakteryzuje nierównowaga zewnętrzna, wyrażająca się w deficycie (częściej) lub nadwyżce (rzadziej) obrotów bieżących. Pomijając błędy rachunkowe i straty nadzwyczajne, w skali świata nadwyżki z deficytami się znoszą i bilans się zeruje. Jednakże gdy dodać do siebie wartość wszystkich deficytów i wszystkich nadwyżek na rachunkach obrotów bieżących i odnieść tak zagregowaną wielkość do PŚB, to w 2008 roku oscylowała ona wokół 6%!¹⁰ I jak tu się przy takiej skali strukturalnych równowag nie przewrócić?...

A trzynaście lat temu? Czy wtedy – w roku 1996 – obecny kryzys był do uniknięcia? Tym razem odpowiedź jest bardziej skomplikowana. Próbowano. Toczyła się ostra debata między monetaryzmem, która to teoria leży u podstaw neoliberalizmu, a neokeynesizem, który wydaje się obecnie w wielu kręgach przeżywać drugą młodość (zob. Skidelsky 2009), acz sam w sobie nie jest panaceum na współczesne bolączki. W szczególności toczyło się wielkie starcie między zwolennikami daleko posuniętej, niekontrolowanej deregulacji, z jednej strony, oraz zwolennikami sensownej

⁹ Więcej na temat globalizacji zob., *inter alia*, Kołodko (2001; 2006), Stiglitz (2004) i Szymański (2007) oraz, z perspektywy socjologicznej, Bauman (2000), Staniszczak (2003) i Wnuk-Lipiński (2004).

¹⁰ Oznacza to, że w skali globu suma ujemnych i dodatnich sald obrotów bieżących wynosiła mniej więcej 4,25 bln dolarów wobec PŚB w wysokości około 70 bln.

interwencji państwa, z drugiej, między apologetami nieokiełznanego rynku a rzecznikami aktywnej roli rządu. W licznych krajach udało się całkowicie – jak w wielkich Chinach czy małej Słowenii – odeprzeć neoliberalne natarcie, w innych udawało się to tylko okresowo, jak chociażby w Indiach czy w największym posocjalistycznym kraju Europy Środkowej podczas realizacji Strategii dla Polski w latach 1994–97. W kilku krajach Ameryki Łacińskiej, które Konsensusowi Waszyngtońskiemu w dobrej wierze zaufały (albo dały go sobie narzucić), podejmowano nieortodoksyjne działania, co jednak dopiero później wzięło górę, nie tylko w Brazylii i Argentynie. W USA podejmowano próbę stworzenia odmiennej koncepcji funkcjonowania gospodarki i jej rozwoju. Podobnie w Wielkiej Brytanii. Jednakże ani inspirowany przez demokratów tzw. clintonizm, ani też forsowany (niezbyt przekonująco i niekonsekwentnie) w Wielkiej Brytanii laburzystowski blairyzm nie potrafiły poradzić sobie z neoliberalną nawałnicą. To ona wzięła górę jako główny nurt (ang. *main stream*) zarówno w ekonomii jako nauce, jak i w ideologii przełomu stulecia oraz w uprawianej polityce. Lot ćmy do ognia nie został zatrzymany.

No a trzydzieści lat temu? Czy wtedy współczesny, wielowarstwowy kryzys był do uniknięcia? Oczywiście, że tak. Wystarczyło tylko – bagatela! – w warunkach nasilającego się procesu globalizacji (a dekadę później także nabierającej impetu posocjalistycznej transformacji ustrojowej) pójść nie koleinami neoliberalizmu, wtedy jeszcze dość miłą, lecz kroczyc w przyszłość ścieżką wytyczoną przez model społecznej gospodarki rynkowej¹¹. Charakteryzuje się ona imperatywem spójności społecznej, instytucjonalizacją gospodarki umożliwiającą rozkwit prywatnej przedsiębiorczości w warunkach dbałości państwa o zrównoważony podział efektów wzrostu wydajności pracy i poprawę efektywności kapitału, a także niegubienia z pola widzenia autentycznej troski o naturalne środowisko człowieka i kulturowe aspekty rozwoju. Jednakże wskutek agresywnej chciwości i panoszenia się głupoty; w wyniku względnej słabości na arenie międzynarodowej cieszących się funkcjonalną społeczną gospodarką rynkową krajów skandynawskich oraz zajmowania się swoimi sprawami Niemiec (zjednoczenie) i Japonii (kryzys strukturalny); w rezultacie naiwności części elit intelektualnych i politycznych w krajach tzw. wyłaniających się rynków (ang. *emerging markets*), w większym nawet stopniu w krajach posocjalistycznej transformacji niż w innych częściach świata, powędrował on innym torem (Kołodko 2010b). Trzeba umieć wyciągnąć z tego wnioski na przyszłość. Umieć – oznacza intelektualnie potrafić i politycznie chcieć. Wcale nie ma gwarancji, że tak właśnie się stanie.

¹¹ O istocie społecznej gospodarki rynkowej zob. szerzej Mączyńska i Pysz (2010).

NEOLIBERALIZM JAKO ŹRÓDŁO ŚWIATOWEGO KRYZYSU

Korzenie kryzysu tkwią głęboko w neoliberalnym kapitalizmie¹². Nie mógł on zrodzić się w krajach ze społeczną gospodarką rynkową, jak w przypadku Skandynawii, ale tylko w warunkach neoliberalnego modelu angloamerykańskiego. Tak ostry wstrząs bowiem mógł nastąpić jedynie wskutek zbiegu wielu politycznych, społecznych i gospodarczych (a także technologicznych, bo bez internetu byłby niemożliwy) okoliczności. Nałożenie się tych uwarunkowań w specyficzny sposób, nawarstwiający kryzysogenne zjawiska i procesy, możliwe było wyłącznie w przypadku typowej dla neoliberalizmu kombinacji wartości, instytucji i polityki.

Wartości te zdecydowanie przeceniają indywidualizm i niepotrzebnie hołubią chciwość, wynosząc tę przywarę do rangi cnoty napędzającej gospodarkę, a także lekceważą społeczne aspekty gospodarowania i nie postrzegają człowieka jako centrum procesu reprodukcji. W sferze wartości neoliberalizm prowadzi do ufinansowania bez mała wszystkiego, gdyż zgodnie z tą doktryną handlować warto wszystkim, co może przynosić zyski – również oczekiwaniemi.

Od strony instytucjonalnej neoliberalizm uczynił państwo i jego regulacje swoistym wrogiem publicznym numer jeden. Posługując się – i to znakomicie, trzeba przyznać – medialnymi manipulacjami opinią publiczną i, niestety, wykorzystując część środowiska nauk społecznych, zwłaszcza ekonomistów, narzuca koncepcję małego (czytaj: słabego) państwa i minimalizacji jego interwencji w spontaniczne procesy rynkowe, podczas gdy to właśnie państwo jest zasadniczą, obok rynku, superinstytucją współczesnej gospodarki. Jedynie inteligentna synergia potęgi niewidzialnej ręki rynku z widzialną głową państwa stwarza szanse na dalekosiężny sukces gospodarczy. Zwłaszcza, ale nie tylko w krajach wyłaniających się rynków. Interwencjonizm instytucjonalny jest koniecznością współczesnego kapitalizmu, czego neoliberalizm nie akceptuje ze względu na wyznawane wartości, a nade wszystko z powodu troski o określone, grupowe interesy.

Co zaś do neoliberalnej polityki, to zasadniczo myli ona jej cele ze środkami. Celem polityki ekonomicznej jest zrównoważony – nie tylko ekonomicznie, lecz także społecznie i ekologicznie – długofalowy rozwój. Niska inflacja, pozytywne stopy procentowe, zrównoważony budżet, szybka prywatyzacja, raz to płynny, innym razem sztywny kurs walutowy, notowania giełdowe, podatki (niskie, oczywiście) – to tylko instrumenty i narzędzia polityki i nie można wskaźnikom ilustrującym zjawiska i procesy z tych obszarów podporządkowywać strategii i polityki ekonomicznej. W uprawianej polityce neoliberalizm, w celu poprawy sytuacji materialnej

¹² Na temat istoty neoliberalizmu zob. szerzej znakomite studium Harvey (2005). O neoliberalizmie jako strukturalnym źródle kryzysu przekonująco pisze Żyżyński (2009).

wąskich elit kosztem większości społeczeństwa, posługuje się tak nośnymi ideami liberalizmu, za którymi skądinąd trzeba się opowiadać, jak wolność i demokracja, prywatna własność i przedsiębiorczość, konkurencja i swoboda gospodarcza. Jednakże opowiadanie się za nimi *pro publico bono* oraz eksploatowanie na korzyść mniejszości kosztem większości – to dwa zgoła odmienne oblicza polityki.

Przy tym wszystkim obecne zaburzenia w światowej gospodarce nie są jedynie kryzysem finansowo-gospodarczym. Perturbacje rozpoczęły się od poważnego kryzysu finansowego, który szybko przeniósł się do sfery wytwórczości, której dynamika się załamała i w wielu krajach weszła w fazę zapaści. Teraz z kolei kryzys przelewa się szerokim frontem na sferę społeczną, z której przechodzi stopniowo do sfery politycznej. Na to wszystko dopiero powoli zaczyna nakładać się kryzys w piątej sferze – wartości i ideologii. Kryzys przetacza się zatem w pięciu zwrotnie powiązanych z sobą sferach:

- finansowej,
- produkcji,
- społecznej,
- politycznej,
- ideologii.

Nie jest to wszakże ogólny kryzys kapitalizmu, gdyż ustrój ten dysponuje wyjątkowymi zdolnościami dostosowawczymi, co wykazał już niejednokrotnie w dziejach. Także i będzie w dającej się przewidzieć przyszłości. Ale jest to z pewnością fundamentalne załamanie się modelu neoliberalnego. Do czasu otwartego kryzysu udawało mu się funkcjonować nie najgorzej, a niekiedy wręcz znakomicie, manipulując opinią publiczną i realizowaną w praktyce polityką. Można to było wyraźnie zaobserwować wszędzie tam, gdzie nurt neoliberalny brał górę – od USA w latach królowania reaganomiki i Wielkiej Brytanii w trakcie prymatu thatcherizmu, poprzez kraje Ameryki Łacińskiej, które dały sobie narzucić Konsensus Waszyngtoński w latach 90., po Rosję za prezydentury Jelcyna, czy Polskę podczas szoku bez terapii na początku posocjalistycznej transformacji ustrojowej. Obecnie gra idzie o to, aby nie udało się doktrynie neoliberalnej, po kosmetycznych zmianach i nieznaczących dostosowaniach, raz jeszcze narzucić głównej trajektorii światowej gospodarce.

Neoliberalizm sprzyjał tworzeniu swoistej gospodarki kasyna, która polega na oderwaniu się sektora finansowego od realnej sfery gospodarczej i wciąganiu do wirówki spekulacji coraz to szerszych kręgów gospodarki i społeczeństwa. Proces ten, zapoczątkowany jeszcze w latach 70., szczególnie nasilił się w minionym ćwierćwieczu, doprowadzając do niebywałej wielkości balonu spekulacyjnego. To w celu umożliwienia spekulacji na wielką skalę stworzone zostały instrumenty pochodne, tak zwane derywaty, których zagregowaną wartość, którą obracano na światowym rynku finansowym w przeddzień kryzysu, w roku 2007, można szacować na ponad

600 bln dolarów, to jest dziesięciokrotnie więcej, niż wynosiła wartość planetarnej produkcji (PŚB).

Obecny kryzys zatem nie został spowodowany załamaniem się poniżej standardowego (ang. *subprime*) rynku kredytów hipotecznych w USA, gdyż to był jedynie zapłon bomby, której potencjał gromadził się wskutek patologicznych stosunków właściwych neoliberalizmowi przez wiele lat. Interpretacja polegająca na zrzucaniu odpowiedzialności za kryzys na tąpnięcie amerykańskiego rynku *subprime* to albo neoliberalne usiłowania ucieczki od moralnej, politycznej i intelektualnej odpowiedzialności za doprowadzenie do kryzysu, albo też uproszczone poruszanie się po powierzchni zjawisk. To przecież sukcesywne osłabianie instytucji państwa i niekontrolowana, destruktywna deregulacja prowadziły do narastania irracjonalności w gospodarce światowej, która musiała zaowocować – jeśli o owocach można tu mówić – kryzysem.

Przeto nie można było już temu zapobiec lat temu trzy. Także próby podejmowane przed trzynastu laty nie były dostatecznie silne i konsekwentne, by zmienić bieg rzeczy w kierunku korzystnym z perspektywy ogólnospołecznej, z jednej strony, i ogólnoswiatowej, z drugiej. Ale z pewnością można było go uniknąć lat temu trzydzieści. Z tej, ogólnej wydawałoby się, obserwacji wynikają fundamentalne wnioski na przyszłość, gdyż nie jest to bynajmniej ostatni wielki kryzys, jaki przetacza się przez świat. Będą następne.

TRÓJKĄT ROZWOJU: WARTOŚCI – INSTYTUCJE – POLITYKA

Na krótką metę w sumie pozytywnie trzeba ocenić sposób odreagowania doraźnej polityki – i fiskalnej, i monetarnej – na kryzys finansowy. Zwiększenie podaży pieniądza do gospodarki w warunkach narastających niewykorzystanych mocy wytwórczych było słusznym posunięciem. I, poprzez naoliwienie gospodarek nieinflacyjnym pieniądzem, już daje to pozytywne skutki – od USA przez Europę Zachodnią po Chiny i Brazylię. Jednakże jest to tylko oddziaływanie na przejawy i skutki kryzysu. Nieodzowne jest sięgnięcie do jego systemowych, ustrojowych źródeł.

Nie da się usunąć pierwotnych przyczyn kryzysu bez przebudowy systemu wartości, przeorientowania instytucji (w znaczeniu behawioralnym, czyli reguł rynkowej gry ekonomicznej) oraz zmian sposobów uprawiania polityki.

W szczególności wartości muszą przesuwać się coraz bardziej od „mieć” w stronę „być” i gospodarowanie musi w rosnącej mierze brać pod uwagę uwarunkowania kulturowe oraz otoczenie społeczne. Redefinicji wymagają zatem cele rozwoju.

Zasadniczo przebudowane muszą być instytucje, w ramach których funkcjonuje wyłaniająca się wskutek globalizacji coraz bardziej sprzężona

gospodarka światowa. Obecny międzynarodowy układ instytucjonalny bardziej sprzyja chaosowi niż łaadowi. Gospodarka przyszłego świata, wzajemnie powiązana gospodarka planetarna, wymaga instytucji umożliwiających koordynację polityki także w skali świata.

Mając na uwadze zmieniające się wartości i nowe cele wyłaniające się w tej fazie swoistej cywilizacyjnej wędrówki, inaczej trzeba podejść do sposobów uprawiania polityki i do jej instrumentacji. Akcenty muszą zdecydowanie przesunąć się na płaszczyznę koordynacji ponadnarodowej.

W przyszłości zatem – jeśli zaiste chcemy unikać wielkich kryzysów – trzeba umiejętnie poruszać się w obszarze swoistego trójkąta zrównoważonego społecznie, ekologicznie i gospodarczo rozwoju. Jego wierzchołki wyznaczają właśnie wartości, instytucje i polityka.

Skuteczna może być jedynie strategia rozwoju i polityka gospodarcza, która opiera się na poprawnej teorii ekonomicznej. Koincydencji teoria rozwoju odpowiada, nieortodoksyjnie i holistycznie, na pytanie, co od czego zależy w długofalowych procesach rozwojowych. Z kolei nowy pragmatyzm to ujęcie normatywne, pokazujące, jak – opierając się na tej teorii – stworzyć można lepszą przyszłość. Osiem głównych, konstytutywnych cech koincydencji teorii rozwoju to:

1. odejście od wszelkiego dogmatyzmu jako intelektualnego gorsetu i czynnika zbyt jednostronnie ukierunkowującego poszukiwanie odpowiedzi na konkretne pytania;
2. niepodporządkowywanie się na ślepo żadnej ideologii ani linii politycznej, ale poszukiwanie obiektywnej prawdy, bez ulegania mądrości konwencyjonalnej i prawdzie konsensualnej;
3. zaniechanie prób tworzenia uniwersalistycznej teorii wzrostu gospodarczego przez skierowanie uwagi na specyficzne cechy zjawisk i procesów związanych integralnie z reprodukcją makroekonomiczną;
4. ujęcie interdyscyplinarne nakładające na tok myślenia ekonomicznego rozważania z obszarów innych nauk, w szczególności historii, studiów o przyszłości, geografii, prawa, socjologii, psychologii, nauk o zarządzaniu, nauki o sieci;
5. szerokie stosowanie porównawczej metody analizy ekonomicznej;
6. poruszanie się w wielowymiarowej przestrzeni, na którą składa się przede wszystkim konkretność historyczna, geograficzna, kulturowa, instytucjonalna, polityczna, społeczna oraz problemowa;
7. odróżnianie celów od środków działania;
8. elastyczność instrumentalna, otwarta na różnokierunkowe poszukiwania środków zaradczych pasujących do konkretnej, specyficznej sytuacji.

Potrzebny zatem jest pragmatyzm. Jak najmniej ideologii, jak najwięcej pragmatyzmu. Można go śmiało określić jako nowy pragmatyzm, gdyż opierać się musi na nowym podejściu wywodzącym się z sygnalizowanego tu ujęcia analitycznego i teoretycznego¹³. Nowy również i z tego względu, że

¹³ Szerzej zob. Kołodko (2008; 2010c).

kompleksowo bierze pod uwagę nowe, odmienne niż w poprzednich epokach, warunki gospodarowania, które wyłoniły się wskutek globalizacji.

Koincydencji teoria rozwoju – gdy tylko będzie odpowiednio rozwinięta, z jednej strony, i konkretnie ukierunkowana na poszczególne rodzaje wyzwań rozwojowych, z drugiej – stworzy znakomitą podstawę dla pragmatycznych działań ukierunkowanych na rozwiązywanie konkretnych problemów. Nowy pragmatyzm zatem ma charakter postulatywny (normatywny), podczas gdy koincydencji teoria rozwoju to ujęcie opisowe (deskryptywne). Chodzi tu w istocie o nieortodoksyjną teorię ekonomii. A nawet szerzej, o teorię nauk społecznych, zorientowaną na praktykę, czyli w skali makroekonomicznej i społecznej – a w istocie już w skali ogólnoswiatowej – na politykę, na globalną strategię rozwoju *sensu largo*.

Nowy pragmatyzm jest przy tym wszystkim logiczną konsekwencją prezentowanej linii rozumowania, dowodząca, że potrzebne jest również nowe podejście do interwencjonizmu państwowego. Nie może ono polegać na ingerowaniu w procesy produkcji, lecz musi się sprowadzać do inteligentnego manipulowania ich rozpoznanymi uwarunkowaniami. Musi to być także nowoczesny interwencjonizm instytucjonalny, a nie koniunkturalny. Dlatego też nie wyodrębniam nowego interwencjonizmu jako osobnej cechy, gdyż musi on iść w poprzek ośmiu przytoczonych cech i konsekwentnie na nich się opierać.

I to jest zasadnicza alternatywa dla nurtu neoliberalnego, który tak się kompromituje przy okazji obecnego kryzysu. By jednak znalazł się do końca w lamusie historii – bo tam jego miejsce – trzeba zamiast niego zaproponować coś lepszego – teoretycznie i praktycznie. I temu właśnie służy koincydencji teoria rozwoju oraz nowy pragmatyzm¹⁴.

BIBLIOGRAFIA

- Bauman, Zygmunt (2000). *Globalizacja*. Warszawa: PIW.
- Bremmer, Ian (2010). *The End of the Free Market: Who Wins the War Between States and Corporations?* New York: Portfolio.
- Economist (2010). A double blow. *The Economist*, 22 lipca, s. 39.
- Harvey, David (2005). *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford–New York: Oxford University Press.
- Kołodko, Grzegorz W. (2001). *Globalization and Catching-up In Transition Economies*. Rochester, NY–Woodbridge, Suffolk, UK: University of Rochester Press.
- Kołodko, Grzegorz W. (2006). *The World Economy and Great Post-Communist Change*. New York: Nova Science Publishers.
- Kołodko, Grzegorz W. (2008). *Wędrujący świat*. Warszawa: Prószyński i S-ka.

¹⁴ Pierwotna wersja tekstu – zob. Kołodko (2010a).

- Kołodko, Grzegorz W. (2010a). Neoliberalizm i światowy kryzys gospodarczy. *Ekonomista*, nr 1, s. 117–125 (http://www.tiger.edu.pl/aktualnosci/2010/Neoliberalizm_kryzys_EKONOMISTA_1_2010.pdf).
- Kołodko, Grzegorz W. (2010b). Społeczna gospodarka rynkowa – Konstytucja i rzeczywistość. W: Elżbieta Mączyńska i Piotr Pysz (red.), *Idee ordo i społeczna gospodarka rynkowa*. Warszawa: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, s. 139–149.
- Kołodko, Grzegorz W. (2010c). *Świat na wyciągnięcie myśli*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Legrain, Philippe (2010). *Aftershock: Reshaping the World Economy After the Crisis*. London: Little Brown.
- Mączyńska, Elżbieta i Piotr Pysz (2010). *Idee ordo i społeczna gospodarka rynkowa*. Warszawa: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- MFW (2009). *World Economic Outlook. Sustaining the Recovery*, World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Orłowski, Witold M. (2008). *Świat, który oszalał, czyli poradnik na ciekawe czasy*. Warszawa: Agora.
- Rajan, Raghuram (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton, NJ: Princeton University.
- Report (2009). *Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*, Sorbonne, Paris, 14 September (http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr/documents/rapport_anglais.pdf).
- Rosati, Dariusz (2009). Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA. *Ekonomista*, nr 3, s. 315–351.
- Skidelsky, Robert (2009). *Keynes: The Return of the Master*. New York: Public Affairs.
- Staniszki, Jadwiga (2003). *Władza globalizacji*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar.
- Stewart, James B. (2009). Eight Days. *The New Yorker*, 21 września, s. 58–81.
- Stiglitz, Joseph E. (2004). *Globalization and Its Discontents*. New York–London: W.W. Norton & Company.
- Stiglitz, Joseph E. (2010). *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York–London: W.W. Norton & Company.
- Szymański, Władysław (2007). *Czy globalizacja musi być irracjonalna?* Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Szymański, Władysław (2009). *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*. Warszawa: Difin.
- Wnuk-Lipiński, Edmund (2004) *Świat międzyepoki. Globalizacja – demokracja – państwo narodowe*. Kraków: Znak – Instytut Studiów Politycznych PAN.
- Żyżyński, Jerzy (2009). Neoliberalizm jako strukturalna przyczyna kryzysu a poszukiwanie dróg naprawy. *Ekonomista*, nr 2, s. 163–188.

Część II

ŹRÓDŁA I MECHANIZMY

Dariusz Rosati

PRZYCZYNY I MECHANIZM KRYZYSU FINANSOWEGO W USA W LATACH 2007–09

1. WPROWADZENIE

Kryzys finansowy i gospodarczy lat 2007–09 pozostaje przedmiotem ożywionej debaty publicznej. Gospodarki krajów rozwiniętych weszły w fazę ostrej recesji, notując spadki produktu krajowego brutto rzędu 3–5% w skali rocznej, a w większości gospodarek wschodzących wzrost gospodarczy gwałtownie wyhamował. Oznaki ożywienia, jakie pojawiły się w drugiej połowie 2009 roku, są anemiczne i nie rokują szybkiego powrotu na ścieżkę wzrostu. Wyjątkowa duża skala i zasięg zaburzeń na rynkach finansowych, gwałtowność obserwowanych zmian i głębokość towarzyszącego im załamania gospodarczego spowodowały, że rządy i banki centralne państw dotkniętych kryzysem podjęły wiele działań, często o bezprecedensowej skali i charakterze, zmierzających do ustabilizowania sytuacji na rynkach finansowych i ograniczenia skutków kryzysu.

Nie ma zgody wśród ekonomistów co do przyczyn kryzysu finansowego. Część autorów jest zdania, że decydującą rolę odegrały jakościowo nowe zjawiska, takie jak globalizacja rynków, bezprecedensowa skala długu będąca źródłem finansowania kredytów hipotecznych oraz ich sekurytyzacja (zob. np. Dodd 2007; Hirtle 2007; Demyanyk, Van Hemert 2008; Dodd, Mills 2008; Hellwig 2008; Keys, Mukherjee, Seru, Vig 2008; Mian, Sufi, 2008; IMF, 2008). Inni z kolei podkreślają podobieństwa między obecnym kryzysem i kryzysami z lat 70. i 80., a wśród nich przede wszystkim szybki wzrost cen aktywów, w tym cen nieruchomości, który poprzedzał zarówno obecny, jak i wcześniejsze kryzysy (np. Reinhard, Rogoff 2008). Pojawiły się też wyjaśnienia o charakterze bardziej polityczno-propagandowym,

zgodnie z którymi kryzys jest głównie spowodowany albo nadmiarem obecności państwa w gospodarce, albo jej niedostatkiem¹.

Celem tego opracowania jest próba odpowiedzi na pytanie, jakie były rzeczywiste przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego. Dostępne dane pokazują, że choć gwałtowny wzrost kredytów hipotecznych był spowodowany czynnikami leżącymi głównie po stronie podaży kredytów, w tym zmianami w systemie finansowym, które spowodowały zasadnicze zmniejszenie awersji do ryzyka po stronie banków, i w konsekwencji nadmierny wzrost podaży kredytów hipotecznych. Jednocześnie mieliśmy do czynienia z niedostosowaniem systemów regulacji i nadzoru oraz metod wyceny ryzyka do nowych zjawisk na rynkach finansowych po 1998 roku, takich jak szybki rozwój nowych instrumentów finansowych (instrumentów pochodnych), w tym sekurytyzacja, oraz globalizacja rynków. Pewną rolę odegrały też określone działania władz publicznych w USA, które w sprzyjającej sytuacji makroekonomicznej lat 2002–05 przyczyniły się pośrednio do nadmiernej ekspansji kredytów hipotecznych.

Doświadczenie kryzysu wskazuje na potrzebę istotnego przewartościowania roli państwa jako regulatora rynków i nadzorcy nad działaniem instytucji finansowych. Niewątpliwie na skutek kryzysu obserwujemy obecnie w gospodarce generalne przesunięcie granicy między państwem a rynkiem na korzyść państwa. Ale trudno jest twierdzić, że w każdej dziedzinie należy zwiększyć skalę i zakres interwencjonizmu państwowego. Potrzebna jest raczej zmiana roli państwa w gospodarce, w tym zwłaszcza w sektorze finansowym.

Dalsza analiza podzielona jest na pięć części. W następnym punkcie przedstawiam przebieg kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych i proponuję ramy analityczne dla dalszych rozważań w postaci najważniejszych zależności modelowych, określających czynniki wpływające na kształtowanie się popytu na kredyty hipoteczne i ich podaży. W części trzeciej omawiam czynniki popytowe, a w części czwartej czynniki podażowe, które wpłynęły na nadzwyczajny wzrost ekspansji kredytów hipotecznych w ostatnich latach. W piątej części opisuję mechanizm kryzysu finansowego, w tym rolę określonych regulacji, takich jak zasady wyceny aktywów, a także rozprzestrzenianie się ryzyka systemowego oraz zawodność

¹ Wśród nich szczególnie popularne w dyskusji publicznej stały się dwa rodzaje skrajnych opinii. Z jednej strony, odpowiedzialnością za obecne zawirowania obarcza się działania władz publicznych, w tym zwłaszcza nadmierny interwencjonizm państwa, który zaburza samoregulacyjne działanie wolnego rynku, oraz błędy w polityce gospodarczej (zob. np. Winiecki 2008). Z drugiej strony, obecny kryzys traktuje się jako przejaw ogólnego kryzysu kapitalizmu i ostateczny dowód na konieczność odrzucenia wolnorynkowego kapitalizmu jako systemu gospodarczego (zob. np. Klein 2008; Skidelsky 2009). Tego rodzaju opinie uważam za jednostronne i intelektualnie mało obiecujące. W ich tle można dostrzec przejawy ideologicznego sporu między zwolennikami wolnego rynku a zwolennikami interwencjonizmu państwa, i w efekcie nie pomagają one w wyjaśnieniu obecnego kryzysu.

instytucji nadzoru finansowego, instytucji właścicielskich oraz agencji ratingowych. Ostatnia część zawiera podsumowanie.

2. PRZEBIEG KRYZYSU I PODSTAWOWE ZALEŻNOŚCI

2.1. Przebieg kryzysu: fakty „stylizowane”

U źródeł obecnego kryzysu leży załamanie na rynku substandardowych kredytów hipotecznych, tzw. *subprime*. Załamanie to było nieuchronnym następstwem bardzo szybkiego wzrostu kredytów hipotecznych. Wzrost liczby dłużników, osiągany przez udzielanie pożyczek klientom o coraz mniejszej zdolności kredytowej, oraz wzrost wartości kredytów w stosunku do dochodu rozporządzalnego w sposób naturalny zwiększały ryzyko niewypłacalności. W latach 2000–07 zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych w USA wzrosło z 4821 mld dolarów do 10 540 mld dolarów, a więc ponaddwukrotnie. W relacji do PKB oznaczało to wzrost z ok. 49% do ok. 76% PKB.

Rysunek 6.1 pokazuje tempo wzrostu kredytów hipotecznych oraz wzrost ich wartości w stosunku do PKB w USA w latach 1975–2007. Można zauważyć, że w okresie tym miały miejsce trzy epizody, w których średnie tempo przyrostu tych kredytów wyraźnie przyspieszyło i przekraczało 10% rocznie (lata 1976–80, 1983–89 i 2001–06). W okresach tych mieliśmy również do czynienia z wyraźnym wzrostem udziału kredytów hipotecznych w PKB. W każdym przypadku kilkuletni okres przyspieszonej ekspansji kredytowej kończył się kryzysem, który pociągał za sobą upadłość wielu instytucji pożyczkowych. Jednak skutki ostatniego przyspieszenia przyrostu kredytów hipotecznych (po 2001 roku) są znacznie poważniejsze, częściowo dlatego, że miało ono miejsce w warunkach o wiele wyższego poziomu zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych, znacznie przekraczającego 50% PKB (w porównaniu z 30% w latach 70. i 40% w latach 80.), a częściowo dlatego, że skutki ekspansji kredytowej wykroczyły – tym razem z różnych powodów – daleko poza sektor banków hipotecznych. U podstaw tej ekspansji leżało wiele czynników, które omawiam w dalszej części artykułu. Ich analiza prowadzi do wniosku, że od kilku lat mamy do czynienia z nowym modelem funkcjonowania systemu kredytów hipotecznych.



Rysunek 6.1. Wzrost kredytów hipotecznych w USA, 1975–2007, w %

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Flow of Funds Accounts of The United States, Federal Reserve Statistical Release, Third Quarter 2008, Washington, D.C.*

Tradycyjny sposób finansowania zakupu nieruchomości polegał na udzieleniu kredytu hipotecznego pod zastaw nabywanej nieruchomości. Bank, zanim udzielił pożyczki, gromadził informacje o sytuacji finansowej potencjalnego dłużnika, uwzględniając zarówno „twarde” dane, jak i poziom jego bieżących dochodów i wartość zabezpieczenia, a także inne informacje, takie jak dokładny opis nieruchomości będącej przedmiotem finansowania i jej przeznaczenie, historia kredytowa dłużnika, jego wiek, a nawet stan zdrowia (Keys et al. 2008). Udzielone kredyty hipoteczne, zapisane w księgach banków, figurowały w nich według wartości nominalnej aż do zakończenia okresu kredytowania i całkowitego spłacenia kredytu. Wymagało to oczywiście utrzymywania stałego i bliskiego kontaktu banku z dłużnikiem, w celu monitorowania na bieżąco jego sytuacji finansowej. Taki sposób postępowania zapobiegał nadmiernej ekspansji kredytów.

Ten tradycyjny model finansowania zakupu nieruchomości wypadł z łask po deregulacji rynków finansowych dokonanej w USA w końcu lat 90. Deregulacja umożliwiła tworzenie, sprzedaż i obrót finansowymi produktami pochodnymi (*derivatives*), które konstruowano na podstawie nie płynnych instrumentów pierwotnych, takich jak kredyty i pożyczki. Stworzyło to możliwość sekurytyzacji kredytów hipotecznych, czyli ich sprzedaży i emitowania na ich podstawie nowych papierów wartościowych, których zabezpieczeniem były nieruchomości finansowane kredytem hipotecznym.

Tak właśnie zaczęły postępować banki hipoteczne, które „pakowały” posiadane kredyty hipoteczne we względnie jednorodne pakiety różniące się parametrami dochodowości i ryzyka, i sprzedawały je instytucjom

pośredniczącym, takim jak Freddie Mac i Fannie Mae². Na podstawie tych pakietów instytucje pośredniczące emitowały płynne papiery wartościowe (tzw. *Collateralized-Debt Obligations* – CDO lub *Mortgage-Based Securities* – MBS) i sprzedawały je innym instytucjom finansowym, takim jak banki inwestycyjne, fundusze inwestycyjne i emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe. Choć Freddie Mac i Fannie Mae formalnie nie były objęte gwarancjami rządowymi, nieformalnie gwarancje te istniały (*implicit guarantees*) i odegrały istotną rolę w procesie sekurytyzacji. Ponieważ te papiery wartościowe były emitowane na podstawie pierwotnie udzielonych kredytów hipotecznych, nazywane były kredytowymi instrumentami pochodnymi (syntetycznymi).

Sekurytyzacja objęła też inne rodzaje kredytów. Papiery MBS były tylko jedną kategorią szerszej klasy papierów ABS, czyli papierów wartościowych zabezpieczanych aktywami kredytowymi (tzw. *Asset-Based Securities*). Przedmiotem sekurytyzacji stały się m.in. kredyty udzielane w ramach kart kredytowych, kredyty na zakup samochodów, także w ramach leasingu, kredyty konsumpcyjne. Ponadto dany pakiet instrumentów pierwotnych mógł być podstawą do wielokrotnych emisji, w ramach których kolejne papiery zabezpieczane aktywami kredytowymi stawały się zabezpieczeniem dla następnych emisji. Powodowało to szybki wzrost ilości i wartości papierów ABS na rynkach finansowych. Sprzyjał temu szybki rozwój technologii informatycznych i komunikacyjnych. Według danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych, nominalna (*notional*) wartość wszystkich kontraktów na instrumentach pochodnych wzrosła z 70 bln dolarów na koniec 1997 roku do ponad 680 bln dolarów na koniec 2008 roku³.

Istotną cechą nowej sytuacji było poszerzenie możliwości finansowania zakupów papierów ABS (CDO). Globalizacja rynków umożliwiła swobodny przepływ kapitałów między poszczególnymi krajami w poszukiwaniu najlepszych lokat. Rynek amerykański przyciągał inwestorów z całego świata ze względu na siłę gospodarki amerykańskiej, jej wiarygodność oraz bogatą ofertę atrakcyjnych instrumentów finansowych. Pozwalało to inwestorom amerykańskim zaciągać pożyczki przeznaczone na zakup

² Ich udział w rynku hurtowym kredytów hipotecznych w końcu lat 90. przekraczał 70%. Po 1970 roku obie instytucje nie były formalnie objęte gwarancjami rządowymi, ale miały status przedsiębiorstw sponsorowanych przez rząd (*Government-Sponsored Enterprises* – GSE), i z tego względu, a także z uwagi na ich zasięg i skalę działania, wśród inwestorów panowało przekonanie, że w przypadku jakichkolwiek kłopotów finansowych będą one zawsze wsparte przez budżet federalny. Było to oczywiście przekonanie uzasadnione, co pokazały wydarzenia we wrześniu 2008 roku, kiedy Freddie Mac i Fannie Mae straciły płynność finansową i zostały *de facto* znacjonalizowane przez rząd federalny.

³ Kwota ta jest równa jedenastokrotnej wartości światowego produktu brutto (PŚB). Zarazem wartość rynkowa tych kontraktów była oczywiście znacznie niższa i wyniosła ok. 20 bln dolarów na koniec 2008 roku (BIS, 2008).

papierów ABS. Inwestorzy zagraniczni chętnie finansowali te zakupy w przekonaniu, że dokonują dobrych i pewnych inwestycji⁴.

W efekcie na przełomie lat 90. i 2000. ukształtował się nowy model finansowania zakupów nieruchomości. Udzielenie kredytu hipotecznego dłużnikowi nie tworzy już tylko dwustronnej relacji bank–dłużnik, lecz staje się początkiem skomplikowanego procesu, w który włączone są inne instytucje finansowe. Sprzedając pakiety kredytów hipotecznych, banki pozbywają się ich ze swoich bilansów, przerzucają ryzyko kredytowe na inne instytucje, i dzięki temu mogą udzielać następnych kredytów. Model ten, nazywany modelem *originate-to-distribute* (OTD), umożliwił wielokrotne zwiększenie skali kredytów przez wielokrotną sekurytyzację. Dominowało przekonanie, że choć zmniejsza on przejrzystość systemu i utrudnia prawidłową wycenę ryzyka, to jednak poprawia alokację ryzyka i dzięki temu zapewnia większą efektywność systemu finansowego oraz wzmacnia jego odporność na szoki (Keys et al. 2008; Angeloni 2008).

Jednak w praktyce spowodowało to przyspieszenie akcji kredytowej bez konieczności odpowiedniego powiększania bazy kapitałowej banków. Doprowadziło też do systematycznego zaniżania ryzyka, bo końcowi nabywcy papierów MBS nie byli w stanie ocenić natury, poziomu i umiejscowienia ryzyka kredytowego. Polegali oni w tym zakresie na wycenie dokonywanej przez agencje ratingowe. A te zawiodły, zarówno dlatego, że stosowane przez nich metody wyceny ryzyka nie były dostosowane do nowych produktów finansowych, jak i dlatego, że stawały one często w obliczu konfliktu interesów (szerzej na ten temat w punkcie 4.3).

W latach 2002–06 gospodarka amerykańska szybko rosła, a w jej ramach szczególnie wysoką dynamiką cechował się sektor budownictwa. Budowa domów i mieszkań, a także powierzchni biurowych i handlowych rozwijała się szybko, finansowana obfitym kredytem i napędzana perspektywami dobrych zysków w przyszłości. Ale w 2007 roku, gdy gospodarka amerykańska zwolniła i bezrobocie zaczęło rosnąć, pojawiły się pierwsze poważne kłopoty z obsługą kredytów hipotecznych. Równoległe zaczęły spadać ceny nieruchomości. Spowodowało to spadek rynkowych cen papierów MBS, co zmusiło posiadaczy tych aktywów, głównie banki inwestycyjne, do ich przeceny według bieżącej wartości rynkowej i ujawnienia związanych z tym strat kapitałowych. Banki, które posiadały w swych bilansach znaczne ilości przynoszących straty instrumentów MBS (szybko nazwano je aktywami „toksycznymi” – *toxic assets*), musiały tworzyć rezerwy na pokrycie strat. Początkowo rynek międzybankowy umożliwił dostęp do płynności bankom, które jej potrzebowały; z pomocą przychodził też Urząd Rezerwy Federalnej (Fed), zasilając rynek międzybankowy dodatkową płynnością i szybko obniżając stopy procentowe.

⁴ Ocenia się, że do 2008 roku ponad 40% ryzyka obciążającego amerykańskie substandardowe instrumenty finansowe przejęły instytucje finansowe w Europie i Azji (Angeloni 2008).

Sytuacja pogorszyła się gwałtownie w sierpniu 2008 roku, kiedy kilka dużych instytucji finansowych ujawniło wielkie straty na aktywach zabezpieczanych kredytami hipotecznymi i zasygnalizowało kłopoty z wypłacalnością. Rząd amerykański pospieszył z pomocą dla banku inwestycyjnego Merrill Lynch, ułatwiając przejęcie go przez Bank of America oraz wsparł potężnym zastrzykiem kapitałowym ubezpieczeniowego giganta AIG⁵. W połowie września było już coraz wyraźniej widać, że sektor finansowy USA znalazł się w głębokim kryzysie, ale wydawało się, że energiczne, choć zarazem coraz bardziej niekonwencjonalne, działania rządu federalnego i Urzędu Rezerwy Federalnej pozwolą utrzymać sytuację pod kontrolą.

Momentem przełomowym był spektakularny upadek trzeciego co do wielkości amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers. Lehman upadł zarówno dlatego, że udział „toksycznych” aktywów w jego bilansie i związane z tym straty były większe niż w innych bankach, jak i dlatego, że rząd amerykański odmówił mu wsparcia, obawiając się, iż kolejna akcja ratowania banku prywatnego przy pomocy pieniędzy podatników radykalnie zwiększy niebezpieczeństwo upowszechnienia się „pokusy nadużycia” (*moral hazard*) i zachęci inne instytucje finansowe do ubiegania się o pomoc rządową na masową skalę. Jednak odmowa udzielenia pomocy Lehman Brothers była szokiem dla rynków finansowych, których uczestnicy nie spodziewali się, że rząd może w sposób w pełni świadomy dopuścić do upadku jednego z największych i najstarszych banków na Wall Street.

Upadek Lehman Brothers miał daleko idące konsekwencje systemowe. Pomijając negatywne skutki finansowe dla jego bezpośrednich kontrahentów, spowodował panikę wśród klientów banków, usiłujących wycofać swoje depozyty i kapitały z banków, które uważano za zagrożone. Pojawiły się braki płynności. Skutkiem tego był gwałtowny spadek zaufania w sektorze finansowym, co z kolei doprowadziło do praktycznego zablokowania rynku międzybankowego i rynku kredytowego. Banki uświadomiły sobie, że nie mogą liczyć na pomoc rządu w sytuacji kryzysowej, i przestały udzielać sobie wzajemnie pożyczek w obawie przed niewypłacalnością partnera. „Wysuszenie” rynku z płynności doprowadziło natychmiast wiele innych banków na krawędź bankructwa. Zmusiło to rząd USA do zmiany strategii. W obliczu groźby masowych upadłości zdecydowano się powrócić do polityki ratowania banków przy pomocy pieniędzy publicznych. 3 października 2008 roku Kongres USA, na wniosek sekretarza Skarbu H. Paulsona, w błyskawicznym trybie przyjął tzw. plan TARP (*Troubled Assets Relief Program*) na kwotę 700 mld dolarów, początkowo z przeznaczeniem na wykup „złych” długów od banków, a w dalszej kolejności także na bezpośrednie

⁵ Koncern AIG (American International Group) był największym ubezpieczycielem kredytów hipotecznych i pożyczek udzielonych na zakup papierów MBS. Kłopoty z obsługą tych pożyczek spowodowały spadek wartości kontraktów ubezpieczeniowych, zmusiły do dużych wypłat w ramach udzielonych gwarancji i w rezultacie AIG znalazł się na krawędzi bankructwa.

dokapitalizowanie banków. Jednak było już za późno, aby zapobiec rozlaniu się kryzysu finansowego na sektor realny. Drastyczne ograniczenie przez banki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (tzw. *credit crunch*) szybko doprowadziło gospodarkę USA do recesji⁶.

2.2. Podstawowe zależności

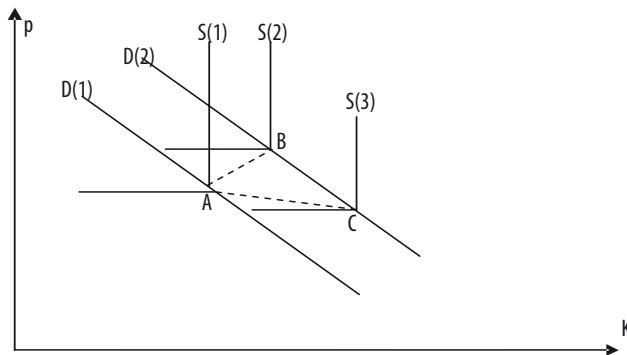
Dynamika sprzedaży kredytów hipotecznych zawsze zależy od czynników leżących po stronie podaży i popytu na kredyty. Warto przypomnieć, że kształtowanie się podaży i popytu na rynku kredytów cechuje się pewną specyfiką. O ile funkcja popytu względem ceny kredytu ma kształt „normalny”, tzn. popyt rośnie w miarę spadku ceny, o tyle funkcja podaży ma kształt zbliżony do odwróconej litery „L”. Wynika to z tego, że podejmując decyzje kredytowe, banki kierują się przede wszystkim poziomem ryzyka kredytowego, udzielając pożyczek tylko klientom uznanym za wiarygodnych. Przy danej cenie banki zwiększają więc podaż kredytów wyłącznie do pewnego poziomu. W efekcie banki racjonują kredyt, odmawiając udzielenia pożyczek mniej wiarygodnym klientom. U źródeł takiego postępowania leżą takie zjawiska jak wspomniana „pokusa nadużycia” ze strony dłużnika (Diamond 1991) lub selekcja negatywna (*negative selection*) dłużników (Stiglitz, Weiss 1981; Nichols, Pennington-Cross, Yezer 2005).

W krótkim okresie równowaga na rynku kredytów jest określona przez punkt przecięcia krzywej popytu i krzywej podaży. W dłuższym okresie, w miarę wzrostu akcji kredytowej obie krzywe przesuwają się w prawo, reagując na zmiany czynników wpływających na ich położenie. W efekcie punkty równowagi w kolejnych latach także przesuwają się w prawo. Gdy o wzroście emisji kredytu decydują głównie czynniki popytowe (na przykład wzrost dochodów), krzywa popytu przesuwana się bardziej niż krzywa podaży i punkt równowagi przesuwana się w prawo oraz w górę. I odwrotnie – gdy o wzroście emisji kredytu decydują głównie czynniki leżące po stronie podaży (na przykład wzrost podaży pieniądza lub spadek ryzyka), krzywa podaży przesuwana się bardziej niż krzywa popytu i punkt równowagi przesuwana się w prawo oraz w dół.

Mechanizm ten opisany jest na rysunku 6.2. Na osiach odłożono wielkość kredytu K i cenę kredytu p (stopa oprocentowania). W punkcie wyjścia równowaga określona jest punktem przecięcia początkowej krzywej

⁶ Przebieg ostatniego kryzysu finansowego ma wiele wspólnego z modelem kryzysu zaproponowanym wiele lat temu przez amerykańskiego ekonomistę H. Minsky'ego. W jego koncepcji potencjał kryzysu rodzi się w momencie pojawienia się szoku egzogenicznego w gospodarce, który stwarza nowe możliwości zyskownych inwestycji. W tym przypadku szokiem mogła być deregulacja umożliwiająca sekurytyzację. Banki chętnie finansują inwestycje przy pomocy kredytu i boom szybko zamienia się w spekulację. Kryzys nadchodzi, gdy inwestorzy zaczynają sprzedawać aktywa, co powoduje załamanie cen i trudności z obsługą zadłużenia (Minsky 1975; zob. także Kindleberger 1978).

popytu $D(1)$ i początkowej (łamej) krzywej podaży $S(1)$ (np. punkt A). W następnym okresie położenie krzywych podaży i popytu ulega zmianie. Jeśli wzrost popytu na kredyty jest szybszy niż wzrost ich podaży, wzrości akcji kredytowej towarzyszy tendencja do wzrostu ceny kredytu, a równowaga przesuwa się do punktu przecięcia nowych krzywych popytu $D(2)$ i podaży $S(2)$ (punkt B). Alternatywnie, jeśli wzrost podaży jest szybszy niż wzrost popytu, wzrości akcji kredytowej towarzyszy tendencja do spadku ceny kredytu, a równowaga przesuwa się do punktu przecięcia nowych krzywych popytu $D(2)$ i podaży $S(3)$ (punkt C). Ponieważ w obu przypadkach mamy do czynienia ze wzrostem rozmiarów kredytu, odpowiedź na pytanie, które czynniki – popytowe czy podażowe – decydują o wzroście kredytu, musi być uzyskana na podstawie obserwacji empirycznych.

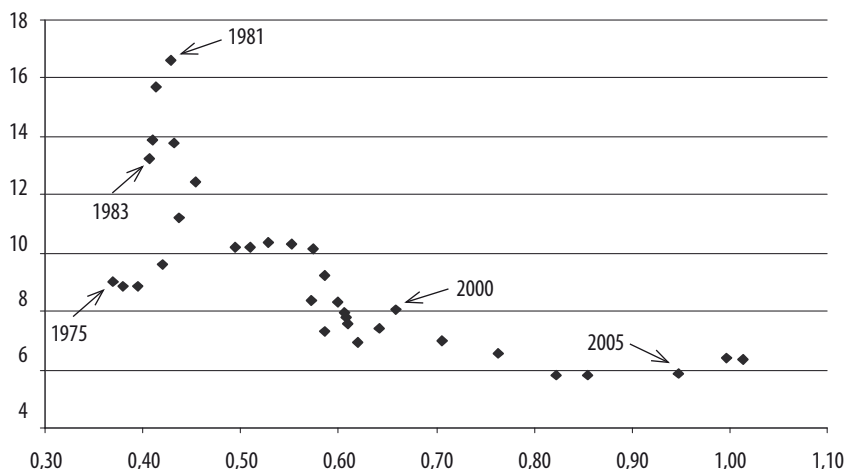


Rysunek 6.2. Dynamiczna równowaga na rynku kredytów

Rysunek 6.3 stanowi empiryczną ilustrację modelu opisanego rysunkiem 6.2.

Na osi poziomej odłożono wielkość kredytu hipotecznego w USA, mierzoną stosunkiem wielkości zadłużenia amerykańskich gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych (KH) do indywidualnego dochodu rozporządzalnego (IDR), a na osi pionowej średnie oprocentowanie kredytów hipotecznych. Poszczególne punkty reprezentują wielkości kredytu i stóp procentowych w poszczególnych latach w okresie 1975–2007 i odpowiadają kolejnym punktom przecięcia krzywych podaży i popytu dla poszczególnych lat (reprezentują one punkty równowagi *ex post* na rynku kredytów). W latach 1975–82 mieliśmy do czynienia z niewielkim wzrostem stosunku KH/IDR, czemu równoległe towarzyszył znaczny wzrost ceny kredytu. Zgodnie z mechanizmem opisanym na rysunku 6.2, sugeruje to, że siłą napędową wzrostu kredytów były w tym okresie czynniki leżące po stronie popytu. Natomiast od 1983 roku, systematyczny wzrost stosunku KH/IDR (rósł on monotonicznie aż do 2007 roku z wyjątkiem 1992 roku, kiedy zanotowano niewielki spadek), występował równoległe z generalnie spadkową tendencją ceny kredytu. Szczególnie

wyraźnemu przyspieszeniu wzrostu akcji kredytowej w latach 2000–05 (wzrost wielkości KH/IDR z 0,66 do 0,95) towarzyszył spadek ceny kredytu z 8,1% do 5,8%. Sugeruje to, że w kilkuletnim okresie poprzedzającym obecny kryzys siłą napędową ekspansji kredytów były czynniki leżące po stronie podaży.



Rysunek 6.3. Poziom oprocentowania (w %) i wielkość kredytu hipotecznego (stosunek zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych do indywidualnego dochodu rozporządzalnego – KH/IDR) w USA w latach 1975–2007

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Flow of Funds Accounts of the United States, Federal Reserve statistical releases*, Third Quarter 2008, Washington, D.C.

Przejdę teraz do identyfikacji czynników określających kształtowanie się popytu i podaży kredytów hipotecznych (zob. np. Duwendag et al. 1995: 85–100; Schaal 1996: 62–64; Kanoh, Pumpaisanchai 2006). Popyt gospodarstw domowych na kredyty hipoteczne zależy generalnie od popytu tych gospodarstw na nieruchomości (mieszkania, domy), a ten z kolei dzieli się na popyt na mieszkania do własnego użytku i popyt na mieszkania przeznaczone na sprzedaż albo na wynajem⁷. Część popytu na kredyty hipoteczne ma więc charakter strukturalny i zależy od tego, jaka część gospodarstw domowych nie ma jeszcze własnego mieszkania. Ta część popytu jest stosunkowo stabilna i zależy głównie od poziomu dochodów gospodarstw domowych oraz ceny kredytu (stopa oprocentowania). Druga część popytu ma charakter spekulacyjny i zależy głównie od oczekiwanej stopy przychodu z inwestycji mieszkaniowej w relacji do stóp przychodu

⁷ Dla uproszczenia pomijamy tu popyt na nieruchomości przeznaczone na cele komercyjne i biurowe.

z alternatywnych inwestycji (w najprostszym przypadku chodzi o relacje stopy przychodu i rynkowej stopy procentowej). Popyt na kredyty hipoteczne może być więc przedstawiony w uproszczeniu jako funkcja trzech zmiennych: poziomu dochodu (Y), poziomu ceny kredytu, czyli stopy oprocentowania kredytu hipotecznego (p), i oczekiwanej stopy przychodu z inwestycji mieszkaniowej (r):

$$D = f(Y, p, r); \quad \delta D / \delta Y > 0, \delta D / \delta p < 0, \delta D / \delta r > 0. \quad (1)$$

Wymienione trzy zmienne objaśniające zależą z kolei od innych czynników. Poziom dochodu gospodarstw domowych jest zależny od poziomu zatrudnienia oraz poziomu płac i świadczeń socjalnych⁸. Oprocentowanie kredytu hipotecznego zależy głównie od ogólnego poziomu stóp procentowych w gospodarce, który mierzy ogólną dostępność pieniądza, oraz od wysokości premii za ryzyko kredytowe. Z kolei oczekiwana stopa przychodu z inwestycji mieszkaniowej zależy głównie od oczekiwanych stawek wynajmu mieszkań oraz cen nieruchomości na rynku.

Z kolei podaż kredytów hipotecznych zależy ogólnie od dostępności i ceny pieniądza, oraz poziomu ryzyka kredytowego. Wielkość podaży pieniądza krajowego zależy od wielkości podaży pieniądza rezerwowego oraz od mnożnika pieniężnego. W okresie dobrej koniunktury mnożnik nie ulega większym zmianom, a zatem decydujące znaczenie ma podaż pieniądza rezerwowego, która zależy od polityki banku centralnego, w tym zwłaszcza zmian oficjalnej stopy procentowej, oraz skali napływu kapitału zagranicznego do sektora bankowego. Natomiast ryzyko kredytowe zależy od zdolności kredytowej dłużnika oraz jakości zabezpieczenia kredytu. Zauważmy, że podaż kredytów nie zależy zasadniczo od stopy oprocentowania kredytów hipotecznych, ponieważ stopa ta uwzględnia także ryzyko kredytowe. Gdy ryzyko jest zbyt duże, nawet bardzo wysoka stopa oprocentowania nie skłoni banku do udzielenia kredytu. Podaż kredytów może więc być przedstawiona jako funkcja trzech zmiennych – stopy procentowej Urzędu Rezerwy Federalnej (i), wielkości napływu kapitału zagranicznego (C), oraz ryzyka kredytowego (v):

$$S = g(i, C, v); \quad \delta S / \delta i < 0, \delta S / \delta C > 0, \delta S / \delta v < 0. \quad (2)$$

przy czym, zgodnie z wcześniejszymi uwagami, podaż kredytów rośnie tylko do pewnego poziomu S^* , a powyżej tego poziomu podaż staje się sztywna względem ceny:

$$S \leq S^*, \quad \text{dla } i, C, v - \text{constans.} \quad (3)$$

⁸ Więcej na temat związków między wielkością kredytu a zatrudnieniem i dochodem zob. Bernanke, Lown (1991).

Zarówno rynkowe stopy procentowe, jak i stopy oprocentowania kredytów hipotecznych są zmiennymi bezpośrednio obserwowanymi na rynku. Poziom ryzyka v nie jest bezpośrednio obserwowany, ale można go dość precyzyjnie szacować przy pomocy innych wskaźników. Dobrą miarą ryzyka kredytowego jest premia za ryzyko (*risk premium*), czyli różnica między stopą oprocentowania kredytu dla danego dłużnika a stopą oprocentowania najbardziej bezpiecznych aktywów (takich jak obligacje rządowe). Z kolei dobrym miernikiem jakości zabezpieczenia kredytu jest poziom cen nieruchomości, pod których zastaw bank udziela kredytu.

Zmiany czynników występujących w równaniach (1) i (2) powodowały w latach 2000–07 systematyczne przesuwanie krzywych podaży i popytu w prawo. Kolejne nowe punkty równowagi cechowały się coraz wyższym poziomem kredytu, przy równoczesnym spadku ceny kredytu. W dalszej analizie zbadam kształtowanie się wymienionych zmiennych w latach 2000–07 i spróbuję wykazać, że decydujący wpływ na wyjątkowo szybką ekspansję kredytów hipotecznym w tym okresie miały czynniki leżące po stronie podaży.

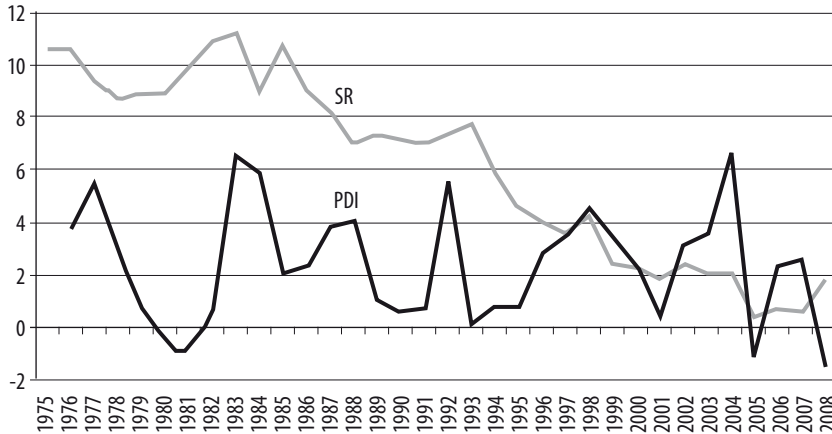
3. WZROST POPYTU NA KREDYTY HIPOTECZNE

3.1. Przyczyny

Zgodnie z równaniem (1) omówię zmiany czynników kształtujących popyt na kredyty hipoteczne – zmiany dochodu gospodarstw domowych, zmiany ceny kredytu oraz zmiany dochodowości inwestycji mieszkaniowych mierzonej cenami nieruchomości. Po stronie czynników dochodowych generalnie dobra koniunktura gospodarcza w USA, w tym zwłaszcza utrzymujący się wysoki poziom zatrudnienia (z wyjątkiem lat 2001–02), oddziaływała na wzrost dochodów indywidualnych i wzrost zaufania konsumentów. Nie był to jednak okres wyjątkowo szybkiego wzrostu dochodów. Rysunek 6.4 pokazuje zmiany realne indywidualnego dochodu rozporządzalnego w latach 1976–2008. W latach 2000–07 wzrost dochodów rozporządzalnych nie odbiegał od średniej w całym okresie 1976–2008 (2,45% w porównaniu z 2,35%). Miała więc miejsce pewna poprawa sytuacji materialnej rodzin amerykańskich, ale wzrost dochodów nie był na tyle duży, aby samodzielnie stać się głównym czynnikiem tak dynamicznego wzrostu popytu na kredyty hipoteczne. Musiały wchodzić w grę inne czynniki.

Pierwszym z nich mógł być spadek stopy oszczędności. Należy zauważyć, że wzrost oczekiwanego dochodu z inwestycji mieszkaniowej może wpływać na spadek skłonności do oszczędzania. Inwestowanie w nieruchomości staje się bowiem substytutem – bardziej atrakcyjnym dochodowo – tradycyjnego oszczędzania w formie pieniężnej. Spadek stopy oszczędności jest więc istotnym czynnikiem zwiększającym zdolność gospodarstw domowych do zwiększania wydatków na zakup nieruchomości. Rysunek 6.4 pokazuje,

że wzrost wydatków na mieszkania odbywał się kosztem spadającej skłonności do oszczędzania amerykańskich gospodarstw domowych. W latach 1975–2007 stopa oszczędności systematycznie spadała, i w latach 2005–07 osiągnęła historycznie niski poziom poniżej 1% indywidualnego dochodu rozporządzalnego.



Rysunek 6.4. Zmiany realne indywidualnego dochodu rozporządzalnego i stopy oszczędności gospodarstw domowych w USA, 1975–2008, w % na rok

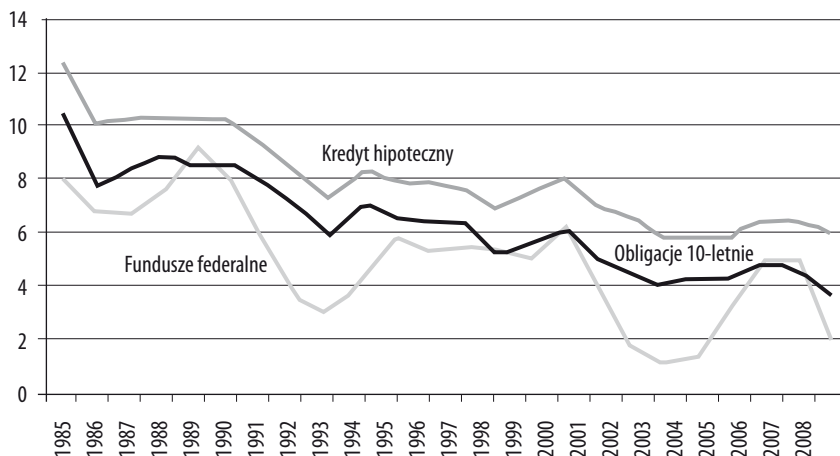
Uwaga: DPI – indywidualny dochód rozporządzalny (*disposable personal income*), zmiany realne roczne w % (deflowane CPI); SR – stopa oszczędności (*personal savings ratio*) jako % indywidualnego dochodu rozporządzalnego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis*.

W rezultacie wydatki gospodarstw domowych, w tym wydatki na zakup własnego domu lub mieszkania, rosły szybciej niż dochody. Korzystna sytuacja gospodarcza pozwalała przypuszczać, że również perspektywy wzrostu gospodarczego będą rysowały się pomyślnie. To właśnie ten wzrost wydatków, oparty na wzroście optymizmu i zaufania konsumentów, znajdował odzwierciedlenie w szybkim spadku oszczędności prywatnych.

Na drugi czynnik zwracają uwagę Mian i Safi (2008). Wskazują oni, że duża część popytu na kredyty hipoteczne zgłaszana przez mniej zamożne gospodarstwa domowe w latach 90. nie była zaspokajana, ponieważ banki odmawiały udzielania pożyczek klientom o niższej zdolności kredytowej. Postawa banków zmieniła się dopiero po 1999 roku. Gwałtowny wzrost skali tych pożyczek był prawdopodobnie odpowiedzią banków na niezaspokojony popyt dzięki pojawieniu się możliwości sekurytyzacji. Obserwowany wzrost skali pożyczek jest więc przynajmniej w części wynikiem zaspokajania przez banki „nawisu popytowego” istniejącego wcześniej. Świadczy to o tym, że decydujące znaczenie dla ekspansji kredytów miała zmiana zachowania banków i wzrost ich skłonności do udzielania pożyczek.

Kolejnym czynnikiem wzrostu popytu na kredyty hipoteczne był spadek ceny tych kredytów w latach 2001–05. Średnie oprocentowanie kredytów hipotecznych spadło z ok. 8% w 2000 roku do ok. 5,8% w latach 2003–05 (rysunek 6.5). Był to częściowo skutek polityki agresywnych obniżek stóp procentowych prowadzonej przez Urząd Rezerwy Federalnej. Jednak obniżki stóp oficjalnych tylko częściowo przełożyły się na rynek kredytów hipotecznych; oprocentowanie tych ostatnich było znacznie silniej skorelowane z rentownością obligacji rządowych.



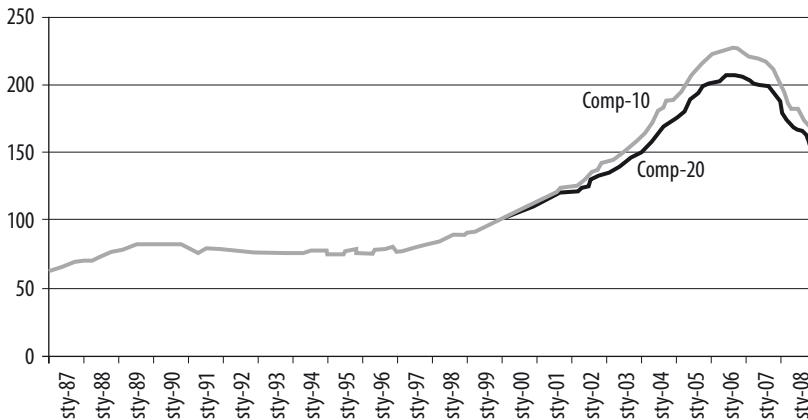
Rysunek 6.5. Stopy procentowe w USA w latach 1985–2008, w %

Źródło: *Board of Governors of the Federal Reserve System*. <http://www.federalreserve.gov/releases>

Wreszcie, trzecim ważnym czynnikiem był wzrost oczekiwanej stopy przychodu z inwestycji mieszkaniowych. Lata 1999–2007 były okresem bardzo szybkiego wzrostu cen domów. Rysunek 6.6 pokazuje zmiany miesięczne średnich cen nieruchomości, mierzone wskaźnikiem Case-Shiller (*Case-Shiller Home Price Index*), w okresie 1987–2008. O ile w latach 1987–2000 ceny domów w USA rosły w tempie ok. 4% rocznie, o tyle w latach 2000–07 już w tempie ponad 11% rocznie, a w okresie 2002–05 nawet ponad 15% rocznie. Stwarzało to wrażenie, że zakup nieruchomości jest dobrą inwestycją. Podwojenie się rynkowych cen domów w latach 2000–07 stanowiło potężny efekt majątkowy, zachęcający do wzrostu wydatków i do dalszych inwestycji w nieruchomości. Skłaniało do nabywania domów nie tylko na własny użytek, lecz także z zamiarem odsprzedaży, czyli do zachowań czysto spekulacyjnych⁹. Rynkowe ceny nieruchomości rosły znacznie szybciej od dochodów, co stwarzało – złudne, jak się okazało –

⁹ Na przykład 85% mieszkań w Miami na Florydzie nabyto w 2006 roku jako inwestycje. Ogólnie ocenia się, że ok. 40% osób nabywających mieszkania w 2006 roku nie miało zamiaru w nich mieszkać i kupowało je jako inwestycje (Krzesicki 2008).

poczucie wzrostu bogactwa. Według danych Standard & Poor's i amerykańskiego Departamentu Handlu stosunek wartości rynkowej nieruchomości (mierzonego wskaźnikiem Case-Shiller) do dochodów rozporządzalnych wzrósł o ponad 50% w latach 1998–2007.



Rysunek 6.6. Ceny nieruchomości w USA (S&P/Case-Shiller Home Price Index, styczeń 2000=100)

Uwaga: Comp-10 (*Composite-10*) oznacza średni wskaźnik dla 10 największym miast w USA; Comp-20 (*Composite-20*) oznacza średni wskaźnik dla 20 największych miast w USA

Źródło: Standard & Poors, <http://www.standardandpoors.com>

Można przypuszczać, że tak szybki wzrost cen musiał przyczynić się do spadku stopy oszczędności gospodarstw domowych po 2000 roku, ponieważ wzrost wartości nieruchomości był traktowany jako substytut inwestowania w inne aktywa, takie jak lokaty bankowe, akcje czy obligacje. Gospodarstwa domowe przeznaczały coraz mniejszą część dochodów rozporządzalnych na oszczędności pieniężne, bo wzrost cen domów zapewniał im poczucie bezpieczeństwa i wzrostu zamożności.

3.2. Weryfikacja statystyczna

Na podstawie równania (1) zbudowano równanie regresji, uzależniające zmiany popytu na kredyt hipoteczny od dochodu gospodarstw domowych, ceny kredytu i oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji mieszkaniowej. Ponieważ nie dysponujemy danymi na temat rzeczywistej wielkości popytu na kredyty hipoteczne w poszczególnych latach, jako zmienną wyjaśnianą przyjęto faktyczne zmiany w poziomie zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych (K). Wielkość tego zadłużenia z roku na rok rosła, dlatego do obliczeń zostały wzięte pierwsze różnice, aby uniknąć pozornej regresji. Zmienną reprezentującą dochody są zmiany indywidualnego dochodu rozporządzalnego (*personal disposable income* – PDI), także ujęte jako pierwsze różnice. Cenę kredytu reprezentuje średnia roczna

stopa oprocentowania kredytu hipotecznego, a stopę przychodu z inwestycji wskaźnik cen domów Case-Shiller. Badaniem objęto 21 rocznych obserwacji dla lat 1987–2007 (dla lat wcześniejszych nie ma porównywalnych danych dotyczących zmian cen nieruchomości) i otrzymano następujące równanie regresji (w nawiasach wartości statystyki t dla parametrów):

$$\Delta K = -242,1 + 0,1517 \Delta PDI - 10,713 p + 6,681 r \quad (4)$$

$$(0,851) \quad (0,786) \quad (0,425) \quad (6,641)$$

$$R(\text{kwadrat}) = 0,8981 \quad SEE = 107,51 \quad F(\text{stat}) = 49,96$$

Z oszacowanego równania wynika, że ani zmiany dochodu rozporządalnego, ani zmiany stopy oprocentowania kredytu nie miały istotnego wpływu na popyt na kredyty w badanym okresie. Zmienną istotną okazały się natomiast zmiany cen nieruchomości, co wskazuje na dominującą rolę spekulacyjnych motywów wzrostu popytu na kredyty hipoteczne.

4. PRZYCZYNY WZROSTU PODAŻY KREDYTÓW HIPOTECZNYCH

4.1. Wzrost płynności na rynku amerykańskim

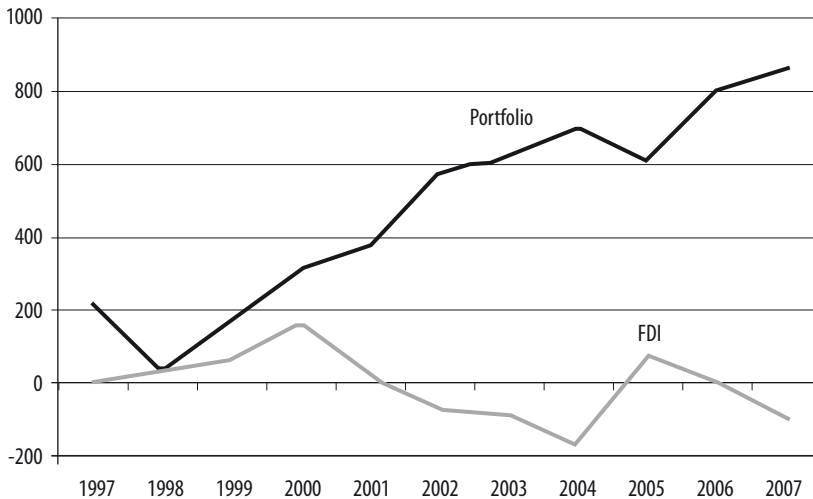
Zgodnie z równaniem (2) czynniki kształtujące podaż kredytów hipotecznych obejmują cenę pieniądza krajowego, napływ kapitału zagranicznego, cenę kredytu i poziom ryzyka kredytowego. Luźna polityka pieniężna Urzędu Rezerwy Federalnej bywa często wymieniana jako jedna z głównych przyczyn kryzysu finansowego w USA. Istotnie, Fed agresywnie obniżał stopy procentowe, zwłaszcza w okresie spowolnienia koniunktury w latach 2000–03, starając się nie dopuścić do recesji gospodarczej w następstwie załamania się rynku nowych technologii w 2000 roku. Równolegle prowadzona była polityka „ilościowego luzowania” podaży pieniądza (*quantitative easing*). Zgodnie z równaniem (2), jedną z istotnych przyczyn wzrostu podaży kredytów hipotecznych mógł być szybki spadek ceny pieniądza w gospodarce amerykańskiej.

W okresie od początku 2001 roku do trzeciego kwartału 2003 roku Urząd Rezerwy Federalnej obniżył stopy procentowe od funduszy federalnych z 6,5% do 1%, co było najniższym poziomem oficjalnych stóp od 1958 roku. Jednak rysunek 6.5 pokazuje, że obniżki te tylko częściowo przeniosły się na oprocentowanie kredytów hipotecznych; cena tych kredytów nigdy nie spadła poniżej 5,8%. Co więcej, polityka Fed-u nie doprowadziła do zasadniczego wzrostu podaży pieniądza. Wprawdzie stosunek masy pieniądza M2 do PKB wzrósł w latach 1999–2007 z 50,3% do 53,7, ale pozostawał wyraźnie poniżej poziomu z lat 70. i 80. (58–64%). Natomiast stosunek pieniądza rezerwowego do PKB spadł z 6,5% do 6%. Wzrost podaży pieniądza

ze źródeł krajowych nie mógł więc być siłą napędową akcji kredytowej banków.

Wydaje się, że istotniejszym źródłem finansowania akcji kredytowej w gospodarce amerykańskiej był napływ kapitału zagranicznego. Rosnący deficyt na rachunku bieżącym, spowodowany przez rosnący deficyt sektora rządowego i spadek oszczędności w sektorze prywatnym, przyciągał kapitał zagraniczny, który lokował się w amerykańskich papierach skarbowych, w akcjach amerykańskich przedsiębiorstw oraz w nowych instrumentach finansowych, takich jak papiery MBS. Deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego w USA wzrósł z ok. 114 mld dolarów w 1995 roku do 417 mld dolarów w 2000 roku i aż do 788 mld dolarów w 2006 roku. Deficyt ten był finansowany przez napływ kapitału z krajów nadwyżkowych. Narastaniu amerykańskiego deficytu płatniczego towarzyszyła niemal symetrycznie rosnąca nadwyżka płatnicza krajów „nadwyżkowych”, takich jak Japonia, Chiny, kraje naftowe Zatoki Perskiej i Federacja Rosyjska.

Nadwyżki płatnicze, które powstawały poza Stanami Zjednoczonymi, poszukiwały korzystnych lokat na rynkach finansowych i w ogromnej części wracały do USA w postaci inwestycji zagranicznych, głównie portfelowych. Rysunek 6.7 pokazuje, że po 1998 roku napływ kapitału zagranicznego w formie inwestycji portfelowych i lokat bankowych szybko wzrastał i w latach 2002–07 wynosił 600–800 mld dolarów rocznie. Środki te stanowiły główne źródło dodatkowej płynności dla amerykańskich banków i funduszy inwestycyjnych, umożliwiając im w ten sposób finansowanie zwiększonych zakupów papierów MBS.



Rysunek 6.7. Napływ kapitału portfelowego i krótkoterminowych lokat bankowych (*portfolio*) i bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI) do Stanów Zjednoczonych, 1997–2007, mld dolarów

Źródło: opracowanie własne na podstawie IMF (2008). *Statistical Appendix*.

4.2. Sekurytyzacja a wycena ryzyka kredytowego

Poziom ryzyka kredytowego jest istotnym parametrem określającym skłonność banków inwestycyjnych do udzielania pożyczek. W tradycyjnym modelu finansowania zakupu nieruchomości ryzyko kredytowe obciążało aktywa i zmuszało bank do zachowania ostrożności w dokonywanych inwestycjach. Deregulacja rynków finansowych, do której doszło pod koniec lat 90., spowodowała daleko idące zmiany w umiejscowieniu i postrzeganiu ryzyka. Jedną z tych zmian była sekurytyzacja, czyli możliwość zamiany nie płynnych aktywów w postaci kredytów i pożyczek w płynne aktywa w postaci papierów wartościowych. Jej skutkiem było pojawienie się nowych instrumentów finansowych, których ryzyko trudno było wycenić na podstawie dotychczas stosowanych metod. Efektem tych zmian było generalne zaniżanie wyceny ryzyka obciążającego kredyty hipoteczne i instrumenty pochodne.

Sekurytyzacja kredytów hipotecznych, a także innych kredytów i pożyczek (np. kredytów udzielanych przez banki w ramach kart kredytowych czy w ramach umów leasingowych), stała się szczególnie atrakcyjna w warunkach dużej podaży płynności i niskich stóp procentowych na rynku USA w latach 2001–05. Ogólna podaż papierów wartościowych zabezpieczanych kredytami (ABS) wzrosła z 337 mld dolarów w 2000 roku do ponad 1250 mld dolarów w 2006 roku, czyli niemal czterokrotnie w ciągu sześciu lat. W ramach tej szerokiej kategorii podaż papierów MBS wzrosła w tym samym okresie niemal ośmiokrotnie – z ok. 100 mld dolarów do 773 mld dolarów (de Larosière 2009).

Możliwość sekurytyzacji pojawiła się po deregulacji rynku finansowego w USA w 1999 roku, kiedy przyjęcie przez Kongres ustawy Gramma, Leacha i Blileya (*Gramm-Leach-Bliley Act*) otworzyło możliwości sprzedaży i obrotu instrumentami pochodnymi. Z dzisiejszej perspektywy widać wyraźnie, że ta deregulacja istotnie stworzyła przestrzeń do podejmowania coraz bardziej ryzykownych inwestycji finansowych, głównie dlatego, iż równoległe nie zadbano o odpowiednie dostosowanie przepisów ostrożnościowych i działań nadzorczych. Banki, które z góry zakładały, że po udzieleniu kredytu hipotecznego będą mogły się go pozbyć w formie MBS, nie przywiązywały dostatecznej wagi do oceny wiarygodności kredytowej dłużnika i były skłonne obniżać standardy udzielania kredytów¹⁰.

¹⁰ Keys et al. (2008) wykazali, że możliwość sekurytyzacji, czyli sprzedania kredytu hipotecznego, zmniejsza skłonność banków do wszechstronnej oceny sytuacji dłużnika i w efekcie przyczynia się do obniżenia standardów kredytowych. Zbadali oni postępowanie banków przy udzielaniu kredytów różnym kategoriom dłużników, wykorzystując stosowany przez instytucje pośrednictwa kredytowego (Fannie Mae i Freddie Mac) system punktowej oceny dłużników. W ramach tego systemu przyjęto pewną graniczną wartość oceny dłużnika, powyżej której udzielona mu pożyczka kwalifikowała się do sekurytyzacji i sprzedaży, natomiast pożyczki udzielone klientom mającym ocenę niższą od granicznej pozostawały w bilansie banku. Okazuje się, że dłużnicy

Omówione negatywne konsekwencje sekurytyzacji nie oznaczają jednak, że samo stworzenie możliwości sekurytyzacji było błędem. Przede wszystkim sekurytyzacja pozwala rozwiązać problem niezgodności struktury terminowej kredytów i źródeł ich finansowania. Kredyty hipoteczne zaciągane są na ogół na długie okresy, przeciętnie 20–30 lat. Z kolei głównym źródłem ich finansowania w tradycyjnych bankach hipotecznych są depozyty, które mają zawsze charakter krótkoterminowy. To niedopasowanie terminów kredytowania i finansowania powoduje, że na rynku kredytów hipotecznych występuje zwiększone ryzyko finansowania. Problem ten udawało się częściowo łagodzić dzięki pośrednictwu instytucji gwarantujących i refinansujących banki hipoteczne (Freddie Mac, Fannie Mae). Niemniej jednak sekurytyzacja, pozwalająca sprzedawać kredyty hipoteczne w formie MBS instytucjom finansowym mającym znacznie dłuższy horyzont inwestycyjny, takim jak towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, zwiększała stabilność źródeł finansowania i ograniczała ryzyko z nimi związane.

Sekurytyzacja pozwala też na oferowanie papierów o różnej dochodowości i ryzyku inwestorom cechującym się różnym poziomem awersji do ryzyka. Papiery MBS emitowane pod zastaw kredytów hipotecznych były z reguły dzielone na trzy „transze”, w zależności od jakości pakietu kredytów będących ich zabezpieczeniem. Pierwsza transza, obejmująca kredyty o najmniejszym ryzyku (tzw. *senior tranche*), ma zagwarantowany określony dochód z portfela kredytów hipotecznych. Druga transza (tzw. *mezzanine tranche*), też ma zagwarantowany dochód (na ogół nieco wyższy niż pierwsza transza), ale pod warunkiem, że zaspokojone zostały roszczenia pierwszej transzy. Wreszcie trzecia transza (tzw. *equity tranche*) otrzymuje pozostały dochód, po zaspokojeniu roszczeń pierwszych dwóch transz. Cena rynkowa papierów trzeciej transzy może być odpowiednio niższa, ponieważ obciążona jest największym ryzykiem, ale może też być wyższa, jeśli perspektywy dochodu rezydualnego z portfela kredytów są pomyślne. Taka zróżnicowana struktura sekurytyzacji pozwala na lepsze dostosowanie podaży papierów MBS do popytu ze strony inwestorów mających różne preferencje i różniących się poziomem awersji do ryzyka (Hellwig 1998).

Wreszcie sekurytyzacja uśrednia ryzyko indywidualnych dłużników i w ten sposób zmniejsza ryzyko niewypłacalności na całym portfelu, ponieważ jest mało prawdopodobne, aby wszystkie indywidualne hipoteki objęte danym MBS jednocześnie stały się niewypłacalne.

spełniający tę graniczną wartość oceny, choćby w minimalnym stopniu, byli poddawani znacznie łagodniejszej procedurze oceny niż dłużnicy niespełniający tych wymagań. W efekcie w tej kategorii dłużników dochodziło znacznie częściej do trudności z obsługą kredytów niż w kategorii dłużników o nieco gorszym standingu i niekwalifikujących się do sekurytyzacji. Keys et al. (2008) uważają, że właśnie „pokusa nadużycia”, wywołana możliwościami sekurytyzacji, była głównym powodem obniżenia standardów kredytowych i gwałtownej ekspansji kredytów hipotecznych (podobne stanowisko zajmują także Gramlich 2007, oraz Mian, Safi 2008).

Sekurytyzacja może więc być użytecznym instrumentem pogłębienia rynku finansowego, zwiększenia ilości zasobów finansowych przeznaczonych na inwestycje, obniżania ryzyka finansowania związanego z niedopasowaniem struktury terminowej kredytowania i finansowania oraz obniżenia ryzyka dłużnika. Warunkiem jest jednak ujęcie sekurytyzacji w ramy regulacyjne, które pozwolą zapobiegać nadmiernie ryzykownym zachowaniom na rynku.

4.3. Wadliwe metody wyceny ryzyka

Proces sekurytyzacji pozwalał bankom hipotecznym zmniejszać ryzyko związane z posiadanymi aktywami przez ich sprzedaż i rozłożenie ryzyka na większą liczbę podmiotów. Jednak wraz ze wzrostem ekspansji kredytowej, zwłaszcza w kategorii *subprime*, pogarszała się jakość portfela kredytów i rosło ryzyko dłużnika związane z papierami MBS. Ryzyko obciążające te papiery było trudne do wyceny przy pomocy tradycyjnych metod. Instrumenty pochodne – z samej definicji – są tak skonstruowane, że inwestor końcowy nie ma praktycznie kontaktu z dłużnikiem, ponieważ dzieli ich łańcuch pośredników. Utrudnia to monitorowanie kondycji finansowej dłużnika. Na skutek rozproszenia ryzyka i trudności z prawidłową jego wyceną uczestnicy rynku nie byli w pełni świadomi rosnącego ryzyka na posiadanych instrumentach pochodnych.

Tradycyjnie stosowane metody wyceny ryzyka, w tym głównie metoda modelowa, okazały się w tej sytuacji zawodne. W wycenie ryzyka związanego z aktywami banki posługiwały się opracowanymi przez siebie modelami ekonometrycznymi, wykorzystującymi koncepcję VaR (*Value-at-Risk*)¹¹. Rozwój wydarzeń w ostatnich latach pokazał, że koncepcja ta błędnie szacowała rozkład prawdopodobieństwa zawieszenia spłaty kredytów, nie doceniała skali wpływu szoków zewnętrznych na bilanse banków i w efekcie zaniżała ryzyko wstrzymania obsługi kredytów. W wycenie ryzyka rynkowego również zbyt małą rolę w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych odgrywała metoda testów w warunkach skrajnych (*stress-test*), przy pomocy której szacuje się wielkość potencjalnych strat przy założeniu najbardziej pesymistycznego scenariusza wydarzeń. W efekcie wycena ryzyka związanego z aktywami MBS była systematycznie zaniżana. To z kolei sztucznie zwiększało ich atrakcyjność inwestycyjną.

Dowodem na zaniżoną wycenę ryzyka papierów MBS były utrzymujące się po 2001 roku historycznie niskie stopy procentowe od kredytów

¹¹ Metoda VaR (wartość zagrożona ryzykiem – *Value-at-Risk*) pozwala określić spodziewaną stratę, która może powstać na portfelu aktywów w określonym czasie i z określonym prawdopodobieństwem na skutek zaistnienia niekorzystnych zjawisk na rynku. W wycenie VaR bierze się na ogół przedział ufności na poziomie 99% i okres najbliższych 10–30 dni. Wartości aktywów obciążonych ryzykiem ustalane są codziennie zarówno indywidualnie dla każdego obszaru działalności inwestycyjnej (kredytowej), jak i na bazie skonsolidowanej dla danej instytucji finansowej.

hipotecznych i papierów zabezpieczanych tymi kredytami oraz związany z tym spadek premii za ryzyko, mierzonej różnicą między rynkowymi stopami rentowności na papierach MBS zabezpieczanych kredytami *prime* i *subprime*. W 2001 roku średnie oprocentowanie kredytów typu *subprime* było o ponad 300 punktów bazowych wyższe niż oprocentowanie kredytów typu *prime*. Różnica ta w następnych latach obniżała się i w 2004 roku spadła do 100 punktów bazowych, mimo że jakość portfela *subprime* zaczęła się już pogarszać. Jeszcze w 2006 roku różnica w oprocentowaniu wynosiła 200 punktów bazowych i była niższa niż w 2001 roku (Demyanyk, Van Hemert 2008). Podobnie zachowywała się premia za ryzyko na kredytach hipotecznych wobec stopy rentowności obligacji skarbowych. Rysunek 6.5 pokazuje, że w całym okresie 1999–2007 różnica w oprocentowaniu kredytów hipotecznych i dziesięcioletnich obligacji skarbowych utrzymywała się stale na poziomie ok. 200 punktów bazowych, mimo że jakość portfela kredytów hipotecznych pogarszała się systematycznie co najmniej od 2004 roku. Fakt, że pogorszenie jakości kredytów *subprime* i wzrost związanego z tym ryzyka kredytowego nie znajdowały praktycznie odzwierciedlenia w premii za ryzyko świadczy o tym, iż stosowane metody wyceny ryzyka musiały być obciążone poważnymi błędami.

W podobnej sytuacji znalazł się nadzór bankowy oraz agencje ratingowe. Obie kategorie instytucji stosowały tradycyjne instrumenty wyceny wartości aktywów i nie były w stanie dokonać właściwej wyceny ryzyka związanego z coraz bardziej skomplikowanymi produktami pochodnymi. Przedmiotem obrotu na rynkach finansowych stawały się instrumenty będące syntetycznym produktem kilkukrotnej sekurytyzacji. W tych warunkach trudno było o właściwą wycenę skali i umiejscowienia ryzyka kredytowego. Sama natura rynku instrumentów pochodnych uniemożliwiała w praktyce sprawdzenie przez jakikolwiek organ nadzorczy, czy dzięki sekurytyzacji ryzyko rzeczywiście zostało ograniczone przez jego rozproszenie na wiele podmiotów, czy raczej zostało ponownie skoncentrowane w mniej przejrzystych i słabiej kontrolowanych segmentach systemu finansowego, takich jak banki inwestycyjne. Ponadto w ramach tradycyjnych procedur nie doceniono ani zależności między skalą akcji kredytowej a poziomem niezbędnej płynności, ani zagrożenia, jakie w bilansach banków stwarzało nadmierne zadłużenie (tzw. lewarowanie). Istotnym mankamentem systemu wyceny ryzyka na poziomie nadzoru bankowego była koncentracja na nadzorze mikroostrożnościowym, odnoszącym się do poszczególnych instytucji finansowych, przy zaniedbaniu ryzyka makroekonomicznego i ryzyka „zarażenia” wynikającego z zależności systemowych.

Zawiodły agencje ratingowe. Jak się okazało, takie firmy jak Standard & Poor's czy Moody's zaniżały ryzyko kredytowe związane z papierami MBS ze względu na brak dostatecznej liczby danych historycznych odnoszących się do amerykańskiego rynku *subprime* i nie doceniły wrażliwości instrumentów pochodnych na cykliczne osłabienie koniunktury. Na dodatek,

agencje ratingowe, wyznaczające ratingi wypuszczanych na rynek instrumentów pochodnych, często znajdowały się w sytuacji konfliktu interesów, występując jednocześnie w roli gwaranta jakości tych instrumentów oraz ich obiektywnego recenzenta¹². W efekcie ani nadzór bankowy, ani agencje ratingowe nie reagowały na gwałtowny wzrost udziału instrumentów zabezpieczonych kredytami hipotecznymi w portfelach aktywów instytucji finansowych. Dla bardziej uważnych obserwatorów stawało się oczywiste, że załamanie w sektorze finansowym jest tylko kwestią czasu¹³.

4.4. Wzrost popytu na papiery MBS

Ważną przyczyną wzrostu podaży kredytów hipotecznych był wzrost popytu na aktywa MBS na rynku finansowym, zwłaszcza ze strony banków inwestycyjnych. Złożyło się na to kilka czynników. Obok omówionych wyżej wadliwych metod wyceny ryzyka obciążającego instrumenty pochodne, drugim ważnym czynnikiem wzrostu popytu na papiery MBS był szybki wzrost cen nieruchomości, które stanowiły zabezpieczenie tych papierów. Wzrost ten był szczególnie szybki w latach 2000–06. Dzięki temu bieżąca wycena wartości aktywów MBS systematycznie rosła, a ich zabezpieczenie w postaci nieruchomości wydawało się bardzo solidne. Znajdowało to odzwierciedlenie w bilansach banków w postaci wzrostu rynkowej wartości tych aktywów. W rezultacie zakup papierów MBS oceniany był jako bardzo dobra i pewna inwestycja.

Skłonności do nadmiernego inwestowania w papiery MBS nie przeciwdziałał też amerykański nadzór bankowy i obowiązujące regulacje ostrożnościowe. Ponieważ banki inwestycyjne w USA nie są objęte tak rygorystycznym nadzorem regulacyjnym jak banki detaliczne (depozytowe), mogły one praktycznie dowolnie powiększać udział papierów MBS w całości aktywów. Mogły także powiększać stosunek aktywów do kapitału własnego znacznie powyżej współczynników adekwatności kapitałowej

¹² Przed wypuszczeniem na rynek papiery MBS reprezentujące tzw. *senior tranche* produktów syntetycznych były wyceniane przez agencje ratingowe i otrzymywały z reguły rating AAA, taki sam jak obligacje rządowe czy pierwszorzędne obligacje korporacyjne. Za wycenę płaciły instytucje emitujące (*the issuer-pays model*), którym oczywiście zależało na uzyskaniu jak najwyższego ratingu. System ten zawierał w sobie wbudowaną „pokusę nadużycia”, ponieważ stwarzał systematyczną skłonność do zawyżania wyceny emitowanych produktów pochodnych. Utrudniało to agencjom obiektywne dostosowanie wyceny tych instrumentów do zmiany warunków rynkowych, zwłaszcza w obliczu pojawienia się nowych, negatywnych informacji.

¹³ Zob. np. Shiller (2005). Przed załamaniem ostrzegali też Bank Rozliczeń Międzynarodowych w swoim raporcie rocznym w 2006 roku (BIS, 2006). Prorocze okazały się też przewidywania Raghu Rajana, znanego liberalnego ekonomisty z Uniwersytetu Chicago, który w artykule w *Chicago Tribune* z 11 stycznia 2006 roku wskazywał na rosnące ryzyko na rynku nieruchomości oraz nowych instrumentach finansowych i ostrzegał przed „katastrofalnym rozpadem kapitalizmu” (*catastrophic meltdown*), spowodowanym latami taniego kredytu i nadmiernej ekspansji rynków finansowych (Rajan 2006).

obowiązujących w bankach detalicznych. Obfitość pieniądza na rynku sprzyjała zaciąganiu pożyczek. W efekcie banki inwestycyjne zadłużały się na rynku pieniężnym, przeznaczając uzyskane środki na zakup papierów MBS. Proces lewarowania, czyli finansowania zakupu aktywów przy pomocy rosnącego zadłużenia, doprowadził do tego, że stosunek sumy aktywów do kapitału własnego w wielu bankach przekraczał 30:1, a w pojedynczych przypadkach, takich jak wspomniany Bear Stearns, przekraczał nawet 50:1 (Cohan 2008). W tej sytuacji kondycja finansowa banków inwestycyjnych stała się niesłychanie wrażliwa nawet na niewielkie spadki cen aktywów.

Kolejnym ważnym czynnikiem rosnącego popytu na papiery MBS było zachowanie zarządów banków inwestycyjnych. Forsowały one politykę inwestowania w papiery MBS, ponieważ w okresie szybkiego wzrostu cen nieruchomości wartość tych papierów, wyceniana zgodnie z regułami rachunkowości według bieżących cen rynkowych (zasada *mark-to-market*), szybko rosła. Poprawiało to wyniki finansowe banków i, przez powiązanie systemu wynagradzania zarządów z bieżącą wartością rynkową firmy, umożliwiało wypłacanie prezesom firm i członkom zarządów kolosalnych bonusów, często sięgających wielu milionów dolarów rocznie. Powiązanie poziomu wynagrodzeń kierownictw banków z bieżącą wartością kierowanych przez nie firm skracało horyzont decyzyjny i skłaniało zarządy do doraźnego powiększania wartości firmy, często nieopartego na solidnych fundamentach, i kosztem długofalowej kondycji firmy. Obecnie widać wyraźnie, że zawiódł nadzór właścicielski. Zgromadzenia udziałowców i zwłaszcza rady nadzorcze nie spełniały właściwie swoich funkcji nadzorczych i kontrolnych¹⁴.

Istotną przyczyną wzrostu podaży kredytów hipotecznych były także nieformalne gwarancje kredytowe, z których korzystały amerykańskie instytucje pośrednictwa kredytowego. Jak wspomniano, uczestnicy rynku wiedzieli, że rząd federalny będzie zmuszony przyjść z pomocą instytucjom pośredniczącym, takim jak Freddie Mac i Fannie Mae, gdyby wystąpiły trudności z obsługą kredytów na dużą skalę. Te nieformalne gwarancje stwarzały złudne wrażenie, że emitowane przez te instytucje papiery MBS są bardziej godne zaufania niż były w rzeczywistości. Skłaniało to banki do udzielania większej ilości kredytów i na bardziej korzystnych warunkach.

¹⁴ Trudno oprzeć się wrażeniu, że u źródeł serii bankructw amerykańskich instytucji finansowych leżą fundamentalne słabości w relacjach między właścicielami tych instytucji i reprezentującymi ich radami nadzorczymi a menedżerami. Chodzi zarówno o skuteczny nadzór nad działalnością zarządów banków, w tym zwłaszcza o powstrzymanie ich przed angażowaniem się w ryzykowne przedsięwzięcia, jak i kontrolę nad wynagrodzeniami menadżerów i powiązanie ich z wynikami firm. W tej bowiem dziedzinie doszło do drastycznego naruszenia przyjętych standardów na niebywałą skalę. Zarobki prezesów firm finansowych były nie tylko nieprawdopodobnie wysokie, co nawet w liberalnej Ameryce budzi rosnące oburzenie, lecz także miały dość luźny związek z rzeczywistą kondycją tych firm.

4.5. Weryfikacja statystyczna

Na podstawie równania (2) zbudowano równanie regresji, uzależniające zmiany podaży kredytów hipotecznych od oficjalnej stopy procentowej, napływu kapitału zagranicznego oraz poziomu ryzyka kredytowego. Ponieważ nie dysponujemy danymi na temat rzeczywistej wielkości podaży kredytów hipotecznych w poszczególnych latach, jako zmienną wyjaśnianą przyjęto faktyczne zmiany w poziomie zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych (K), wyrażone w postaci pierwszych różnic, aby uniknąć pozornej regresji. Oczywiście takie założenie implikuje, że zachodzi równość $D=S$ dla wszystkich lat objętych badaniem. Oficjalną stopę procentową reprezentuje stopa funduszy federalnych dostarczanych przez Fed, natomiast wielkość napływu kapitału mierzona jest stosunkiem salda obrotów bieżących do PKB (CA), przy założeniu, że poziom rezerw oficjalnych pozostaje stały (z definicji, saldo obrotów bieżących jest równe saldu obrotów kapitałowych z odwrotnym znakiem, plus/minus zmiany rezerw oficjalnych). Poziom ryzyka mierzony jest różnicą między stopą oprocentowania kredytów hipotecznych i stopą oficjalną Fed. Badaniem objęto lata 1976–2007. Równanie regresji uzupełniono też zmienną sztuczną Z , reprezentującą zmianę systemową z 1999 roku, polegającą na wprowadzeniu możliwości sekurytyzacji. Zmienna Z przyjmuje wartość 1 dla lat 1999–2007, dla pozostałych lat przyjmuje wartość zero. Otrzymano następujące równanie regresji (w nawiasach wartości statystyki t):

$$\Delta K = 213,1 - 13,59 i - 7410,6 CA - 19,24 v + 258,30 Z \quad (5)$$

$$(1,704) \quad (1,415) \quad (3,552) \quad (0,969) \quad (3,035)$$

$$R(\text{kwadrat}) = 0,8627, \quad SEE = 116,6 \quad F(\text{stat}) = 42,41$$

Z oszacowanego równania wynika, że ani poziom ryzyka, ani poziom oficjalnej stopy procentowej nie odegrały istotnej roli we wzroście kredytów. Zasadniczy wpływ miał natomiast napływ kapitału zagranicznego oraz deregulacja finansowa dokonana w 1999 roku.

5. MECHANIZM KRYZYSU

Szybki wzrost podaży kredytów hipotecznych pociągnął za sobą wiele nieoczekiwanych skutków i spowodował narastanie negatywnych zjawisk. Po pierwsze, szybko pogarszała się jakość portfela kredytów hipotecznych, zarówno w samych bankach hipotecznych, jak i w instytucjach pośrednictwa hipotecznego (SIV i SPV). Według danych MFW udział kredytów *subprime* w nowych kredytach hipotecznych udzielanych przez banki wzrósł z 9% w 2000 roku do 40% w 2006, a ich udział w całości udzielonych

kredytów wzrósł z 7% do 14%. Coraz częściej kredyty udzielano osobom niemającym wymaganej zdolności kredytowej (osoby określane mianem NINJA – *No Income, No Job, No Assets*) oraz z coraz mniejszym udziałem własnym. Udział kredytów z udziałem własnym poniżej 10% wzrósł z 5% w 2001 roku do 14% w 2006 roku, a udział kredytów z niepełną dokumentacją dochodu dłużnika z 7% do 18% (IMF, 2008). Dane te są dobrą ilustracją drastycznego obniżenia standardów jakościowych w polityce kredytowej banków hipotecznych w USA w latach 2000–06.

W rezultacie szybko rosła liczba kredytów zagrożonych w kategorii *subprime*. W połowie 2008 roku udział kredytów zagrożonych (z opóźnieniami w płatnościach powyżej 60 dni) w tej kategorii wynosił ok. 25%, podczas gdy w kategorii *prime* pozostawał nadal na poziomie zaledwie 1–2%. Jednak ze względu na szybko rosnący udział kredytów *subprime* w całości kredytów, udział kredytów zagrożonych w całości kredytów hipotecznych w USA wzrósł z 1,29% w czwartym kwartale 2004 roku do 5,78% w czwartym kwartale 2008 roku¹⁵. W kategorii kredytów hipotecznych mieszkaniowych udział kredytów zagrożonych wzrósł z tym czasie z 1,38% do 6,29% i był najwyższy w historii, przekraczając poziom osiągnięty w czasie poprzedniego kryzysu w latach 1990–92¹⁶.

Pogorszenie jakości portfela kredytów hipotecznych na skutek trudności z obsługą kredytów *subprime* oraz spadku cen nieruchomości pociągnęło za sobą pogorszenie jakości MBS i spadek ich cen. Powszechnie stosowane międzynarodowe standardy adekwatności kapitałowej wymagają¹⁷, aby banki wyceniały wartość aktywów według ich bieżącej wartości rynkowej, zgodnie z zasadą *mark-to-market* (tzw. *fair value*). W warunkach spadających cen rynkowych papierów MBS banki muszą więc wykazywać na bieżąco spadek wartości swoich aktywów. Pociąga to za sobą powstanie strat księgowych w bilansach banków i konieczność tworzenia rezerw. W tej sytuacji banki muszą albo zwiększyć swój kapitał, albo ograniczyć skalę operacji kredytowych.

W rezultacie rośnie zapotrzebowanie na płynne środki. W normalnych warunkach banki mogą je uzyskać przede wszystkim na rynku międzybankowym w formie pożyczek od innych banków. Jednak w czasie narastania kryzysu wiele banków stało w obliczu braku środków na rezerwy, a ponadto szybko rosło ryzyko kontrahenta (*counterparty risk*), związane z udzielaniem pożyczek instytucjom, których kondycja finansowa nie była w pełni znana. W efekcie rynek międzybankowy jako główny kanał uzupełniania płynności szybko przestał działać. Zmusiło to banki do sięgania

¹⁵ Dane Urzędu Rezerwy Federalnej (www.federalreserve.gov/releases).

¹⁶ Od 1979 roku, kiedy amerykańskie Stowarzyszenie Banków Hipotecznych – Mortgage Bankers Association – rozpoczęło systematyczny monitoring kondycji kredytów.

¹⁷ Standardy te zostały ustanowione przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego w 2004 roku w formie rekomendacji dla krajowych instytucji nadzoru bankowego w zakresie zarządzania ryzykiem w sektorze bankowym i wdrożone w ustawodawstwach większości państw, zwane potocznie jako Basel II.

do innych źródeł. Większość z nich zmuszona była sprzedawać inne aktywa ze swych portfeli, w tym nie tylko papiery MBS, lecz także akcje i inne papiery wartościowe. Generalna wyprzedaż spowodowała spadek cen tych aktywów, co przekładało się m.in. na spadek bieżących notowań kursów akcji na giełdach, co z kolei – zgodnie z zasadą *mark-to-market* – jeszcze bardziej obniżało wartość aktywów bankowych i potęgowało kłopoty z utrzymaniem niezbędnej płynności¹⁸. Część banków próbowała uzupełniać swój kapitał przez dodatkową emisję akcji, ale w warunkach gwałtownego wzrostu ryzyka na rynkach finansowych ten sposób zasilania w płynność także okazał się nieskuteczny. Sytuację dodatkowo utrudniało wycofywanie wkładów z banków, które sygnalizowały kłopoty z płynnością. Gdy banki nie były w stanie zgromadzić odpowiednich płynnych środków, aby tworzyć wymagane rezerwy na pokrycie strat, agencje ratingowe, odpowiedzialne za monitoring sytuacji finansowej banków, musiały obniżyć ich ratingi. To z kolei powodowało gwałtowny spadek kursów ich akcji, wzmożone wycofywanie wkładów i jeszcze bardziej utrudniało im zdobycie niezbędnej płynności¹⁹.

Powiązanie sytuacji finansowej banków hipotecznych i banków inwestycyjnych za pośrednictwem instrumentów pochodnych spowodowało gwałtowny wzrost ryzyka systemowego. Polega ono na tym, że trudności w zakresie płynności i wypłacalności, jakie pojawiają się początkowo w jednym segmencie rynku finansowego, szybko przenoszą się do innych segmentów. W efekcie stabilność całego systemu finansowego jest zagrożona. Na skutek deregulacji sektora bankowego i usunięcia dotychczasowego rozdzielania bankowości detalicznej i inwestycyjnej oraz dopuszczenia do swobodnego obrotu instrumentami pochodnymi, kryzys w jednym segmencie szybko przeniósł się – za pośrednictwem „toksycznych” aktywów – na inne segmenty sektora bankowości²⁰.

¹⁸ Sytuację na rynku papierów MBS, jaka wytworzyła się w latach 2007–08, można opisać przy pomocy znanego modelu rynku używanych samochodów, zaproponowanego przez Akerlofa (1970). Przy danej cenie posiadacze używanych samochodów w dobrym stanie będą mniej skłonni je sprzedawać niż posiadacze samochodów kiepskiej jakości. Przy braku mechanizmu weryfikującego jakość nastąpi negatywna selekcja i liczba transakcji spadnie. Spowoduje to dalszy spadek cen, a to nasili problem negatywnej selekcji. Tak jak nabywca używanego samochodu, nabywca aktywów finansowego nie ma pełnej informacji na temat jego jakości. Przy danej cenie pierwsze do sprzedaży pójda aktywa gorszej jakości. Wystąpi negatywna selekcja, ograniczenie liczby transakcji i presja na spadek cen danych papierów. W krańcowym przypadku nabywcy przestają cokolwiek kupować i rynek ulega zablokowaniu.

¹⁹ Wartość rynkowa wszystkich banków (kapitalizacja) spadła z 7 bln dolarów w końcu 2007 roku do poniżej 2 bln w lutym 2009 roku (The Economist, 14 marca, 2009).

²⁰ Segmentację rynku usług finansowych wprowadziła ustawa Glassa-Steagala z 1933 roku (Glass-Steagall Act), która zakazywała świadczenia przez banki detaliczne (depozytowe) innych usług finansowych, takich jak ubezpieczenia, bankowość inwestycyjna, komercyjna czy usługi brokerskie. Po uchynieniu ustawy Glassa-Steagalla w 1999 i deregulacji rynku finansowego ryzyko systemowe w sposób naturalny wzrosło.

Oczywiście sytuacja poszczególnych banków była zróżnicowana. W najmniejszym stopniu dotknięte trudnościami były banki detaliczne, depozytowe, które nie miały w swoich aktywach papierów MBS. Paradoksalnie, nieźle radziły sobie również banki hipoteczne, bo sprzedawały one ok. 60% udzielonych kredytów hipotecznych. Większość tych banków miała sporo wolnych środków, ale w sytuacji kryzysowej nie miały ochoty pożyczać ich komukolwiek. Najbardziej ucierpiały banki inwestycyjne, zwłaszcza te, które miały duże portfele papierów MBS. Banki te, nie mogąc zdobyć potrzebnej płynności na rynku, stanęły w obliczu bankructwa. Kryzys płynności przerodził się w kryzys wypłacalności.

Ostatnią deską ratunku było „sprzedanie się” innym instytucjom finansowym, głównie bankom uniwersalnym, które dzięki dużej bazie depozytowej były w lepszej sytuacji finansowej. Te jednak nie kwapiły się do kupna banków zagrożonych upadłością, bo zmienna sytuacja na rynku i stopień złożoności instrumentów finansowych znajdujących się w aktywach tych banków utrudniały ich wycenę i stwarzały ryzyko przejścia nadmiernej ilości „toksycznych” aktywów. Zdrowe banki po prostu obawiały się „kupować kota w worku”. W celu ograniczenia tego ryzyka, banki zaczęły zwracać się o pomoc do rządu federalnego. Jednak odmowa udzielenia wsparcia bankowi Lehman Brothers spowodowała gwałtowny wzrost „ryzyka kontrahenta”. Banki przestały sobie wzajemnie pożyczać i zaczęły gromadzić płynność niejako „na zapas”. Nadwyżkową płynność banki albo lokowały w bezpiecznych papierach skarbowych, albo trzymały na bieżących rachunkach w banku centralnym. Ten ostry wzrost awersji do ryzyka i ucieczka do bezpiecznych aktywów (*flight-to-safety*) spowodowały praktyczne „wysuszenie” rynku międzybankowego. Rynek finansowy w USA został sparaliżowany, z daleko idącymi konsekwencjami dla sektora realnego.

Sam przebieg kryzysu ujawnił wiele istotnych wad w amerykańskim sektorze finansowym. Przede wszystkim okazało się, że ostrożnościowe zasady rynkowej wyceny aktywów (*mark-to-market*), zgodne ze standardami bazylejskimi, działały procyklicznie i w momencie kryzysu pogłębiały trudności banków, ponieważ zmuszały je do sprzedaży aktywów w warunkach spadających cen. Gdyby banki nie musiały stosować wyceny rynkowej aktywów, nie ponosiłyby księgowych strat i nie musiałyby desperacko poszukiwać dodatkowej płynności. Ogromna większość tych aktywów ma terminy zapadalności odległe o kilkanaście czy nawet kilkadziesiąt lat i w tym czasie będą one mogły odzyskać swą początkową wartość. Tymczasem zasada *mark-to-market* wymaga, aby były one traktowane tak, jakby bank sprzedawał je w dniu dzisiejszym i rzeczywiście poniósł stratę. Ale dopóki nie ma rzeczywistej sprzedaży, dopóty strata na wartości jest tylko księgową, w istocie wirtualną, i może być wyeliminowana wraz z poprawą sytuacji na rynku.

Ogromną rolę odegrały też rosnąca niepewność i brak zaufania, co było głównym czynnikiem blokującym rynek międzybankowy. W każdym momencie w okresie kryzysu w sektorze bankowym była dostateczna ilość

płynności, ale mechanizm jej alokowania poprzez rynek od instytucji nadwyżkowych do deficytowych został kompletnie zablokowany ze względu na niepewność co do kondycji kontrahenta i utratę wiary w ewentualną pomoc rządową. Upadek Lehman Brothers uświadomił wszystkim, że wsparcie rządowe nie jest czymś automatycznym i że rząd zdolny jest zezwolić na bankructwo jednej z największych instytucji finansowych USA. Skutki tej decyzji okazały się dramatyczne. Zablokowanie rynku finansowego zmusiło władze USA do zaangażowania ogromnych środków w ramach kolejnych programów ratowania instytucji finansowych i wspierania sektora realnego²¹.

6. PODSUMOWANIE

Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych był wynikiem nadmiernej emisji kredytów hipotecznych, która była spowodowana przede wszystkim czynnikami leżącymi po stronie podaży kredytów. Wśród tych czynników najważniejszą rolę odegrały:

- napływ kapitału zagranicznego spowodowany rosnącym deficytem budżetowym i płatniczym;
- możliwość sekurytyzacji kredytów (w wyniku deregulacji finansowej z końca lat 90.) i przenoszenia ryzyka na inne instytucje finansowe, co prowadziło do upowszechnienia się „pokusy nadużycia”, naruszenia równowagi między oczekiwanym zyskiem a ryzykiem, nadmiernego wzrostu kredytów i ostatecznie powodowało pogorszenie jakości kredytów oraz pojawienie się ryzyka systemowego;
- spekulacja na rynku nieruchomości i wzrost cen nieruchomości o charakterze bańki spekulacyjnej;
- wadliwe metody wyceny ryzyka związanego z instrumentami pochodnymi, nieuwzględniające asymetrii informacji o dłużniku oraz ryzyka makroekonomicznego i systemowego;
- niedostosowanie ram regulacyjnych (w tym norm ostrożnościowych i metod wyceny aktywów), metod i zakresu działania nadzoru bankowego i zasad działania agencji ratingowych do nowej sytuacji na rynkach finansowych;
- nieformalne gwarancje rządowe dla instytucji pośrednictwa kredytowego, które umacniały fałszywe poczucie bezpieczeństwa zarówno w bankach hipotecznych, jak i w bankach inwestycyjnych;

²¹ Uwzględniając środki przewidziane w ramach planu Paulsona z października 2008 roku i środki w ramach pakietu stabilizacyjnego przyjętego przez Kongres w lutym 2009 roku oraz biorąc pod uwagę inne działania, w tym gwarancje, poręczenia i operacje stabilizujące prowadzone przez Urząd Rezerwy Federalnej, łączny koszt walki z kryzysem już na wiosnę 2009 roku przekraczał 3 bln dolarów, czyli sięga niemal jednej czwartej amerykańskiego PKB.

- słabość nadzoru właścicielskiego i wadliwy system powiązania wynagrodzeń zarządów instytucji finansowych, który skłaniał do skracania horyzontu inwestowania i zachęcał do podejmowania nadmiernego ryzyka w zakupie aktywów;
- ekspansywna polityka pieniężna Fed, która spowodowała spadek rynkowych stóp procentowych.

Pewną rolę odegrały też czynniki leżące po stronie popytu na kredyty:

- spekulacyjny wzrost cen nieruchomości i związany z tym spadek oszczędności ludności;
- niski poziom oprocentowania kredytów hipotecznych.

Obecny kryzys jest podobny do poprzednich w tym sensie, że u jego podstaw leży nadmierna ekspansja kredytów wywołana zmianą uwarunkowań gospodarczych i związana ze spekulacyjnym bąblem na rynku nieruchomości. Jednak skala spekulacji związana z obecnym kryzysem jest znacznie większa niż w przeszłości. Co ważniejsze, w obecnym kryzysie występują także nowe elementy, takie jak sekurytyzacja, przeciążenie długiem i globalizacja rynków.

Przebieg kryzysu, a zwłaszcza jego gwałtowność i zasięg, potwierdziły raz jeszcze naturalną skłonność rynków finansowych do nadmiernych wahań i nieracjonalnych zachowań, wynikających z asymetrii informacji, negatywnej selekcji, pokusy nadużycia i dużej skali niepewności. Ujawnił też słabości amerykańskiego i międzynarodowego systemu regulacji i nadzoru nad instytucjami finansowymi. Usunięcie tych słabości i dostosowanie ram regulacyjnych oraz zakresu i metod nadzoru powinny być głównymi kierunkami działań mających na celu ograniczenie możliwości pojawienia się podobnych kryzysów w przyszłości.

BIBLIOGRAFIA

- Akerlof, George A. (1970). The Market for 'Lemons'. Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, s. 488–500.
- Angeloni, Ignazio (2008). *Testing Times for Global Financial Governance*. Bruegel Essay and Lecture Series, Brussels.
- Bernanke, Ben S. (1993). Credit in the Macroeconomy. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, wiosna.
- Bernanke, Ben S. i Cara S. Lown (1991). The Credit Crunch. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, s. 205–239.
- BIS (2006). Bank for International Settlements. *Annual Report*.
- BIS (2008). Bank for International Settlements. *Quarterly Review*, grudzień 2008, Table 19.
- Cohan, William D. (2009). *A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street*. Allen Lane, New York: Doubleday.

- De Larosière, Jacques (2009). *Raport Grupy Wysokiego Szczebla*, Brussels, luty 2008.
- Demyanyk, Yuliya i Otto Van Hemert (2008). *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, mimeo. New York University: Stern School of Business.
- Diamond, Douglas (1991). Monitoring and reputation. The choice between bank loans and privately placed debt. *Journal of Political Economy*, Vol. 99, s. 689–721.
- Duwendag Dieter, Karl-Heinz Ketterer, Win Kusters, Rudiger Pohl i Diethard B. Simmert (1995). *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*. Warszawa: Poltext.
- FDIC (1996), *Lessons of the Eighties. What Does the Evidence Show?* Washington, D.C., 18 września.
- Gramlich, Edward (2007). *Subprime Mortgages. America's Latest Boom and Bust*. The Urban Institute Press.
- Hellwig, Martin (1998). Banks, Markets and the Allocation of Risks in an Economy. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 154, s. 328–345.
- Hellwig, Martin (2008). *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*. Max Planck Institute on Research on Collective Goods, Bonn, listopad, mimeo.
- Hirtle, Beverly (2008). Credit Derivatives and Bank Credit Supply. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 276, marzec.
- IMF (2008). *Global Financial Stability Report*, październik.
- Kanoh, Satoru i Chakkrit Pumpaisanchai (2006). Listening to the Market. Estimating Credit Demand and Supply from Survey Data. *Hitotsubashi University Research Unit for Statistical Analysis in Social Sciences, Discussion Paper Series*, No. 137, luty.
- Keys, Benjamin, Tanmoy Mukherjee, Amit Seru i Kokrant Vig (2008). *Securitization and Screening: Evidence From Subprime Mortgage Backed Securities*, mimeo.
- Kindleberger, Charles P. (1978). *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*. New York: Basic Books.
- Klein, Naomi (2008). *Doktryna szoku*. Warszawa: Muza SA.
- Mian, Atif, Amir Sufi (2008). The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis, *National Bureau of Economic Research Working Papers*, No. 13936, kwiecień.
- Minsky, Hyman P. (1975). *John Maynard Keynes*. New York: McGraw-Hill.
- Nichols, Joseph, Anthony Pennington-Cross i Anthony Yezer (2005). Borrower Self-Selection, Underwriting Costs, and Subprime Mortgage Credit Supply. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 30, No. 2, s. 197–219.
- Rajan, Raghu (2006). Saving Capitalism from Catastrophic Meltdown. *Chicago Tribune*, 11.01.2006.
- Reinhard, Carmen i Kenneth Rogoff (2008). *Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis so Different?*, mimeo.
- Schaal, Peter (1996). *Pieniądz i polityka pieniężna*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Shiller, Robert (2005). *The Barrons Magazine*, czerwiec 2005, wywiad.
- Skidelsky, Robert (2009). *Dziennik*, dodatek *Europa*, 24–25.01.2009, wywiad.

- Stiglitz, Joseph E. i Andrew Weiss (1981). Credit rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, Vol. 71, s. 393–410.
- US GAO (1996). *Financial Audit: Resolution Trust Corporation's 1994 and 1995 Financial Statements*. Washington: US General Accounting Office, lipiec.
- Winiecki, Jan (2008). *Dziennik*, 13.10.2008, wywiad.

Stanisław Flejterski

GLOBALNY KRYZYS BANKOWO-FINANSOWY. GENEZA, AKTORZY, KONSEKWENCJE

Przyszłość nie jest już taka jak kiedyś

1. WPROWADZENIE

W literaturze finansowej można spotkać pogląd, że najważniejszymi wynalazkami w historii ludzkiej cywilizacji były: ogień, koło i... bankowość. Spotyka się też pogląd, że najważniejszym wynalazkiem kapitalizmu było przedsiębiorstwo. Generalizując, można to zatem zinterpretować tak, że szczególną rolę w historii kapitalizmu odgrywało przedsiębiorstwo bankowe, w tym bankierzy i bankowcy.

Współczesna bankowość na świecie, w tym w Polsce, nieprzypadkowo określana jest jako „nieustający plac budowy” (Heffernan 2007; Flejterski 2007). Stwierdzenie to stało się jeszcze bardziej aktualne w następstwie bezprecedensowych zdarzeń, które miały miejsce w światowej bankowości i finansach w latach 2008–10. Bankowość (sektor bankowy, system bankowy, przemysł bankowy) odgrywa szczególną rolę w gospodarce¹. Dotyczy to – zachowując odpowiednie proporcje – również poszczególnych banków z osobna. Sektor finansowy, z bankowym na czele, może być bez wątpienia potencjalnie potraktowany jako jedna z czołowych „lokomotyw” wzrostu gospodarczego (*the engine of economic growth*). W literaturze można spotkać liczne opinie dotyczące specyficznej, nadzwyczajnej pozycji banków, bankowości i całej *banking community* (*financial community*) w gospodarkach, społeczeństwach i społecznościach lokalnych poszczególnych krajów. I chociaż w ostatnich latach można było spotkać opinie głoszące,

¹ Znamienną ilustracją może być opinia wyrażona w sposób niezamierzony w brytyjskiej Izbie Gmin przez byłego premiera Gordona Browna: „Nie tylko ocaliliśmy świat, ocaliliśmy banki”.

że „bankowość będzie zawsze, banki niekoniecznie”, a także tezy o schyłku bankowości i określenie tej branży mianem „postbankowości”, to przecież nadal – mimo wydarzeń, które nastąpiły pod koniec pierwszej dekady XXI wieku – trudno przecenić wyjątkową pozycję tych podmiotów we współczesnych gospodarkach (często banki są elementem tzw. konglomeratów finansowych).

W tym miejscu odnotujmy, że często, nie tylko w ekonomii i finansach, posługujemy się pojęciami, których znaczenie jest trudne do zdefiniowania. Do tych modnych, niekiedy nadużywanych terminów należy bez wątpienia słowo „kryzys”. Z pojęciem tym jest tak jak z pięknymi kobietami – łatwo je rozróżnić, trudno zdefiniować (Kindleberger 1999: 6). O kryzysach od dawna mówią i piszą niemal wszyscy. Oto ważniejsze przykłady (*vide internet*): **kryzys globalizacji**, światowego kapitalizmu, USA, Unii Europejskiej, wielki kryzys, kryzys polskiego kapitalizmu, gospodarki, „nowej gospodarki”, finansowy, argentyński, islandzki, grecki, kryzys finansów publicznych, walutowy, bankowy, państwa, państwa opiekuńczego, demokracji, partii, kryzys parlamentarny, rządowy, przywództwa, autorytetów, zaufania, tożsamości, wiary, religii, kościoła, duchowy, obyczajowy, wartości, rodziny, ojcostwa, męczyzny, małżeństwa, wieku dojrzałego, twórczy, demograficzny, energetyczny, żywnościowy, ekologiczny, pracy, przedsiębiorstwa, nauki, edukacji, uniwersytetów, młodzieży, służby zdrowia, sportu, olimpizmu, książki, kultury, w tym opery, wielkich miast, kryzys człowieka, kryzys Ziemi... Czyżby kryzys był wszechobecny i dotyczył wszystkiego? Fizycy poszukują tzw. *theory of everything*, może trzeba też mówić o *crisis of everything*? Czy kryzys jest przejściowy czy raczej ponadczasowy? Czy jest patologią, czy raczej normą?

Wydarzenia na rynku bankowo-finansowym USA, a także na rynkach europejskich, które miały miejsce głównie w drugiej połowie roku 2007 i w roku 2008, a także w latach 2009–10, bez wątpienia wpłynęły na erozję poziomu zaufania do szeroko rozumianego świata finansów, z instytucjami bankowymi i niektórymi instrumentami finansowymi na czele. Sektor bankowy nieprzypadkowo uważany jest przez wielu analityków za głównego (a w każdym razie za jednego z głównych) winowajcę kryzysu. W tym okresie w światowych, w tym polskich mass mediach pojawiło się nieprzypadkowo wiele sformułowań świadczących o natężeniu ówczesnych emocji, np.: „W świecie finansów nastąpił dramatyczny spadek wzajemnego zaufania”, „Współczesny świat nieuchronnie pogrąża się w chaosie”, „Dokąd zaprowadziła nas liberalizacja finansów”, „Finansiści gubią świat”, „Widzów tej finansowej zbrodni było wielu”, „Inwestorzy przestają wierzyć bankom centralnym”, „Banki już dawno straciły zaufanie do siebie”, „Horror z happy endem...”, „Krach z jasnego nieba – gospodarka wciąż się kręci, a giełda leci w przepaść. Kończy się czas prosperity czy szwankuje barometr”, „Zapaść na giełdach”, „Dużo stracili ludzie, którzy uwierzyli w wysokie zyski, a nie pytali o ryzyko”, „Nadciąga widmo krachu”, „Koniec świata oligarchów”, „Kiedy choruje Ameryka, reszta świata też zaczyna chorować”,

„Islandia pozbywa się złudzeń, kryzys finansowy pograży wyspę na długie lata”, „Światową gospodarkę czeka pewny krach”, „Największa burza od II wojny światowej”, „Gigantyczne straty bankowych potentatów mogą pociągnąć w dół całą światową gospodarkę”, „Nieprzemysłany upadek Lehman Brothers”, „Na horyzoncie gromadzą się czarne chmury”, „Citigroup mógł stracić miliardy z powodu kryzysu na rynku hipotecznym”, „Koniec bankowego supermarketu”, „Szefowa Banku Medici: 3,5 mld straciłam u Madoffa”, „Nacjonalizacja nie jest żadnym panaceum”, „Giełdy niepokoją się o wyniki amerykańskich banków”, „Polowanie na czarownice w świecie finansów”, „Trwa szukanie winnego obecnego światowego kryzysu”, „Kto jest winien wybuchu kryzysu finansowego”, „Alan Greenspan głównym winnym kryzysu na świecie”, „Alan Greenspan: odkryłem dziurę w mojej ideologii – czuję się z tym fatalnie”, „Recesja u bram”, „Światowa dekonjunktura dotknie także Polskę”, „A może taka jest po prostu natura gospodarki rynkowej, że od czasu do czasu popada w kłopoty?”, „Branża finansowa zarabia na przelewaniu kapitału wte i wewte, a potem na restrukturyzacji, która po takim zamieszaniu jest niezbędna”, „Polowanie na Goldman Sachs”, „Goldman Sachs: Robimy robotę Boga”, „Goldman Sachs: zginąć od własnej broni”, „Finansiści nie wyzbyli się większości grzechów, które pograżyły świat w kryzysie”, „Banki pogrzebały irlandzki cud gospodarczy”, „Dobre czasy się skończyły”, „Nadchodzi koniec starej bankowej ligi dżentelmenów”, „Kryzys dał bankom do myślenia”, „Świat dopiero zapłaci za kryzys”, „Niech banki zapłacą podatek od winy za kryzys”, „Amerykański biznes jest rozczarowany polityką Baracka Obamy”, „Reforma nie pograży Wall Street”. Wydaje się, że powyższe tytuły – niejako w pigułce – ilustrują stan rzeczy oraz stan umysłów analityków i komentatorów.

2. GENEZA GLOBALNEGO KRYZYSU BANKOWO-FINANSOWEGO – PRÓBA SYNTEZY

Z teoretycznego punktu widzenia każdy kryzys (bankowy, finansowy, gospodarczy) jest wypadkową wielu czynników² (różnej natury: obiektywnych i subiektywnych, egzo- i endogenicznych, ekonomicznych i pozaekonomicznych; z psychologicznymi na czele), strukturalnych i koniunkturalnych, a także czynników typu „hard” i typu „soft” (tabela 7.1). Dotyczy to również kryzysu bankowo-finansowego (finansowo-gospodarczego) znajdującego się w centrum niniejszych rozważań. W tym miejscu należy odnotować, że w zasadzie łatwo jest wymienić poszczególne czynniki (przyczyny), znacznie trudniejsze byłoby ich zhierarchizowanie i skwantyfikowanie, czyli określenie siły wpływu na kryzys finansowy.

² Rzeczy dzieją się, jak się dzieją, ponieważ wiele rzeczy dzieje się naraz (Kołodko 2008: 40).

Tabela 7.1. Zestawienie głównych przyczyn i podmiotów kryzysu finansowego w USA

| | | |
|-------|---|---|
| Mega | Globalizacja | Doktryny ekonomiczne Financjalizacja Derywaty ³ Fundusze hedgingowe Mass media |
| Makro | Gospodarka USA | Administracja Fed |
| Mezzo | Sektor bankowo-finansowy | Jakość regulacji i nadzoru Agencje ratingowe Programy NINJA (No Income No Job No Assets) |
| Mikro | Poszczególne banki i pozostałe instytucje finansowe | Banki inwestycyjne, komercyjne, hipoteczne (Fannie Mae, Freddie Mac) Towarzystwa ubezpieczeniowe NYSE, NASDAQ |
| | Gospodarstwa domowe (konsumenci) | Kredytobiorcy |

Źródło: opracowanie własne.

Kryzys końca pierwszej dekady XXI wieku nie został wywołany przez czynniki zewnętrzne, lecz jest „dzieckiem” systemu jako takiego. Kryzys rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, stanowiących centrum globalnego systemu finansowego. **Właśnie dlatego jest to kryzys światowy i jednocześnie kryzys globalizacji jako takiej.** Na kryzys ten, jak ujął to niedawno brytyjski ekonomista Robert Skidelsky, autor fundamentalnej 3-tomowej biografii Johna Maynarda Keynesa, składają się trzy różne klęski (Skidelsky 2009). **Po pierwsze**, jest to klęska instytucjonalna, mianowicie banki zamieniły się w kasyna, a innowacje finansowe wymknęły się z pod kontroli, ponieważ nie były objęte żadnymi regulacjami. Najpierw ich negatywne skutki zainfekowały rynek kredytów mieszkaniowych typu *subprime* i całość światowego systemu bankowego. Kiedy banki przestały udzielać kredytów, fatalne skutki odczuły pozostałe gałęzie gospodarki. Rezultatem tego wszystkiego jest osunięcie się w recesję, o której nie wiadomo, jak głęboko sięgnie, ani jak długo potrwa. Ludzie odpowiedzialni za politykę finansową uznali za słuszną hipotezę o niemal absolutnej skuteczności rynku. Fundamentalisci rynkowi założyli, że rynek

³ Handel derywatami usamodzielniał się, dając początek „erze rewolucji finansowej”, a zdaniem innych „świat finansów wyemancypował się ze świata rzeczywistego” (Martin, Schumann 1999: 67). Istotę tego zjawiska oddaje znane sformułowanie „in an era of finance, finance mostly finances finance”.

finansowy jest zdolny do właściwej wyceny dóbr czy papierów wartościowych, pomyłki są jedynie chwilowe, i dlatego rynek potrzebuje bardzo małej liczby regulacji. I to była klęska **druga**, intelektualna. Zdaniem R. Skidelsky'ego absurdalna wiara w ideę absolutnej skuteczności rynku świadczy o upadku myślenia ekonomicznego w jego głównym nurcie. To właśnie dlatego ekonomiści nie byli w stanie przewidzieć ani wyjaśnić dzisiejszej zapaści. **Trzeci** wymiar kryzysu to moralna klęska systemu opartego na długu. O ile kiedyś dług był grzechem, o tyle współcześnie stał się obowiązkiem, ponieważ stanowi „dźwignię” szybkiego rozwoju. Problem nie polega na moralnej nieadekwatności cnót związanych z kapitalizmem, ale na ich zanikaniu. Ostrożność czy też zdolność do samoograniczania, właściwe kiedyś kapitalizmowi, są dziś w zaniku: na Zachodzie każdy pożyczał ile tylko się dało. Zarówno kredytodawców, jak i kredytobiorców niejednokrotnie oskarżano w ostatnich latach o chciwość, ignorancję, arogancję, krótkowzroczność i lekkomyślność.

Współczesny kryzys pokazuje, że największym błędem było to, że pozwolono systemowi finansowemu żyć własnym życiem⁴. To on jest głównym czynnikiem niestabilności, a nie ci, którzy go krytykują czy próbują ograniczyć. System finansowy ma służyć obywatelom, tak jak instytucje sektora publicznego, i nie powinien być dla obywateli niezrozumiały. A na pewno nie powinien być niezrozumiały dla tych, którzy mają go regulować w imieniu obywateli. R. Skidelsky twierdzi, że wszystko powinno być prostsze, przy czym **banki powinny być bankami, a nie spekulować.** Może to oznaczać w przyszłości mniejszą liczbę kredytów, a także prawdopodobnie niższą stopę wzrostu, ale za to większość ludzi będzie się czuła bezpieczniej. Będą mniej zestresowani, będą mieć lepszą kontrolę nad maszyną, która decyduje o ich przyszłości.

Kryzys finansowy pokazał, że w dotychczasowym modelu biznesowym i szerzej, rynkowym, banki działają źle. W czasach dobrej koniunktury banki miały znakomite wyniki finansowe, co stanowi dowód, że często nadużywały swojej pozycji monopolistycznej. Przede wszystkim zarabiała i spekulowały na wielką skalę, zamiast wspierać inne działy gospodarki. W czasach kryzysu z kolei w ogóle nie wspierają gospodarki, tylko koncentrują się na ratowaniu siebie. Innymi słowy, nie spełniają pokładanych w nich nadziei, nie służą społeczeństwu, tylko swoim właścicielom, którzy wyciągają ręce po pomoc do podatników, traktowanych jako darmowe koło ratunkowe.

⁴ Ilustracją rosnącej roli rynków i instytucji finansowych we współczesnej gospodarce jest neologizm „financialization”. Stanowi on próbę opisanie zjawiska, które występuje od ponad ćwierćwiecza, głównie w gospodarce USA. Szerzej zob. m.in.: Epstein (2005); Krippner (2005); Martin (2002). Zob. także: <http://www.iwgf.org/background> (International Working Group on Financialisation). W Polsce stosowane są zamiennie terminy: finansjalizacja, finansalizacja, finansjalizacja, finansyzacja, finansjeryzacja, ufinansowanie.

3. GŁÓWNI AKTORZY I LEKCJE Z GLOBALNEGO KRYZYSU BANKOWO-FINANSOWEGO

Od dawna znane jest stwierdzenie, że sukces ma wielu ojców, a porażka jest sierotą. Na temat kryzysu finansowego lat 2008–10 powstanie bez wątplenia wiele ekspertyz, artykułów i monografii (Taylor 2010; Otte 2009; Nawrot 2009; Sachs 2009; Orłowski 2008). Nie zabraknie też zapewne kolejnych prób szukania winnych. Interesującą, jak się wydaje pionierską próbą zestawienia listy winnych kryzysu, był artykuł Julii Finch, zamieszczony pod koniec stycznia 2009 w brytyjskim dzienniku „The Guardian” (Finch 2009). Do 25 autorów kryzysu zaliczeni zostali szefowie banków centralnych, politycy, bankierzy i finansisci z Wall Street i inni: Alan Greenspan, szef Fed (1987–2006), Mervyn King, gubernator Bank of England, Bill Clinton, były prezydent USA, George W. Bush, były prezydent USA, Gordon Brown, premier Wielkiej Brytanii, Phil Gramm, senator, Abby Cohen, Goldman Sachs, Kathleen Corbet, Standard & Poor’s, „Hank” Greenberg, AIG Insurance Group, Andy Hornby, Halifax, Sir Fred Goodwin, Royal Bank of Scotland, Steve Crawshaw, Bradford & Bingley, Adam Applegarth, Northern Rock, Dick Fuld, Lehman Brothers, Ralph Cioffi and Matthew Tannin, Bear Stearns, Lewis Ranieri, „ojciec chrzestny” finansowania hipotecznego i sekurytyzacji, Joseph Cassano, AIG Financial Products, Chuck Prince, Citigroup, Angelo Mozilo, Countrywide Financial, Stan O’Neal, Merrill Lynch, Jimmy Cayne, Bear Stearns, Christopher Dodd, przewodniczący senackiej komisji bankowej Geir Haarde, premier Islandii John Tiner, szef Financial Services Authority (2003–2007). Na ostatnim miejscu listy umieszczono: „The American public”, czyli miliony Amerykanów, którzy pożyczali więcej, niż byli w stanie spłacić. Dodatkowo na liście umieszczono sześć osób, które przewidziały nadchodzący kryzys: Andrew Lahde, John Paulson, prof. Nouriel Roubini⁵, Warren Buffett, George Soros, Stephen Eismann, Meredith Whitney. Przy okazji warto wspomnieć, że o nieuchronności kryzysu pisał w *Wędrującym świecie* Grzegorz W. Kołodko (Kołodko 2008).

Cytowany wcześniej R. Skidelsky twierdzi, że obecny kryzys nie będzie kolejnym Wielkim Kryzysem, mimo rozmaitych analogii. Są dwa zasadnicze powody: po pierwsze, rządy poszczególnych państw dysponują dziś większą liczbą narzędzi walki z kryzysem, po drugie, międzynarodowa sytuacja polityczna jest znacznie mniej skomplikowana niż na przełomie lat 20. i 30. ubiegłego wieku. Wszyscy są dziś dużo bardziej gotowi do współpracy niż przed 80 laty. Nie bez znaczenia jest też zwykłe uczenie się, już raz przez to przeszliśmy i nie chcemy powtarzać błędów przeszłości.

⁵ N. Roubini określił G. Busha, H. Paulsona i B. Bernanke jako „a troika of Bolsheviks who turned the USA into the United Socialist State Republic of America”.

Wchodzimy w epokę kryzysu konserwatyzmu, początek ery powrotu do regulacji i interwencji państwa. Finanse zostaną poddane kontroli: konieczna jest regulacja systemu bankowego, większa przejrzystość jego funkcjonowania, rozbijanie wielkich banków na sieci mniejszych. Rządy muszą wpłynąć na uproszczenie instrumentów finansowych, chodzi o powstrzymanie banków przed obracaniem niektórymi rodzajami aktywów. W ostatnich latach wiele solidnych banków przekształciło się w banki spekulacyjne: ich głównym celem stało się wypracowywanie krótkoterminowych zysków dla udziałowców, na dalszy plan zszedł interes deponentów. Mechanizmy globalizacji wymagają zmiany: wielkim złem globalizacji było oparcie jej na Konsensusie Waszyngtońskim, doktrynie całkowicie wolnego rynku⁶.

Często twierdzi się, że kryzysy bywają szansą. Jednym z kluczy do rozwiązania problemu współczesnego sektora bankowo-finansowego w USA i innych krajach będzie próba stworzenia tzw. nowego ładu finansowego, co w gruncie rzeczy sprowadza się głównie do nowego kształtu nadzoru i regulacji. Po czasach niedostatecznej regulacji (deregulacji) nadchodzi stadium reregulacji. W realnym świecie każdorazowo należy poszukiwać właściwych proporcji między jednym a drugim rozwiązaniem, przy czym nigdzie nie jest łatwo znaleźć te proporcje. Punkt równowagi jest zmienny w czasie, zależąc od wielu okoliczności. Dotyczy to np. wyboru między pełną regulacją a pełną deregulacją sektora bankowo-finansowego (w innym ujęciu wyboru między Scyllą „preregulowania” a Charybdą „niedoregulowania”). Ze znanymi, negatywnymi konsekwencjami związany byłby wariant pełnej regulacji, ale i niemal całkowita deregulacja, jak wskazuje doświadczenie ostatnich lat, nie jest wolna od istotnych słabości (w literaturze niejednokrotnie podkreślano, że zbyt liberalna polityka nadzoru i tzw. pobłażliwość regulacyjna odznaczają się znacznym stopniem kryzysogenności).

4. PRZYPADEK POLSKI: SCENARIUSZE ROZWOJU BANKOWOŚCI W PERSPEKTYWIE NAJBLIŻSZEGO 20-LECIA

Współczesny sektor bankowy w Polsce jest z natury rzeczy częścią światowych finansów, w tym sensie zrozumiałe jest, że dotyczą go i dotyczyć będą podobne tendencje. Nie ulega wątpliwości, że każdą próbę sformułowania prognozy rozwoju bankowości w Polsce trzeba osadzić w kontekście globalnym, z uwzględnieniem genezy i konsekwencji tzw. globalnego kryzysu bankowo-finansowego. Dodać należy w tym miejscu, że w sprawie przewidywania i prognozowania istnieją dwa skrajne podejścia.

⁶ Na marginesie warto przywołać paradoksalną opinię I. Wallersteina, że wolny rynek nigdy w kapitalizmie nie istniał, opiera się on bowiem na monopolach i protekcjonizmie, gdyż tylko na monopolach i chronionym rynku można robić prawdziwe pieniądze. W istocie rzeczy kapitalistyczne państwo zawsze niszczyło rynek (Wallerstein 2008: 5).

Jedni, pesymiści (realiści?) twierdzą, że przyszłości nie sposób przewidzieć. Jest ona nieprzewidywalna i powinniśmy zostawić ją futurologom. Zmiany są zjawiskiem trwałym. Żyjemy w ciekawych czasach, w wielobiegunowym świecie, w erze zawirowań, w epoce niepewności i ryzyka, w warunkach ekonomii wiedzy niedoskonałej – *imperfect knowledge economics* (Frydman, Goldberg 2009). Zawodny (ułomny, nieefektywny) jest rynek, jeszcze bardziej zawodne (nieefektywne, biurokratyzowane, kosztowne) jest państwo. Rynki nie naprawią się same, bez odpowiedniej regulacji. Różne twierdzenia dotyczące przyszłości bywają obalane niemal natychmiast po ich ogłoszeniu. Wartość prawie wszystkich prognoz, zwłaszcza w świetle konsekwencji towarzyszących globalnemu kryzysowi finansowemu lat 2008–10, jest ograniczona, a nawet wysoce problematyczna. Doświadczenie uczy, że są sprawy możliwe oraz niemożliwe do przewidzenia. Pewne są jedynie nieuchronne, ustawiczne, coraz szybsze zmiany. Prognozowanie niemal zawsze jest błędne, a prognozowanie gospodarcze to „strzelanie do tarczy w ciemnym pokoju”.

Drudzy, określmy ich tu optymistami, uważają spekulowanie w sprawie przyszłości i próby formułowania prognoz za atrakcyjne i wysoce pożądane (utopistyka to analiza realistycznych alternatyw, które stoją przed istniejącymi systemami – Wallerstein 2009). Bez spekulacji, prób przewidywania przeszłości nie jest możliwe jej współkształtowanie. Znamienne, że im mniej pewne czasy, tym większe jest zapotrzebowanie na prognozy. Prowadzenie rozważań na temat przyszłości może być zarówno fascynujące, jak i twórcze oraz inspirujące, oczywiście przy zachowaniu określonych rygorów intelektualnych i metodycznych (przykładem jest procedura *foresight*).

Do takich prognoz, szczególnie interesujących z analizowanego punktu widzenia, należy projekcja autorstwa amerykańskiego analityka George’a Friedmana (2009). Polska, mając prawie 40 mln ludności, będzie krajem, którego nie można lekceważyć. Według Friedmana Polska stanie się europejską potęgą, do 2050 roku będzie liderem najbardziej dynamicznego gospodarczo i politycznie regionu Europy. Polska nie zdaje sobie sprawy z własnej siły, polska gospodarka zajmuje relatywnie wysoką pozycję w rankingach światowych i europejskich. Nasz kraj, według Friedmana, jest ważnym graczem w Europie, a stanie się jeszcze ważniejszym. Polacy muszą się nauczyć podejmować ryzyko, a także odbudować pewność siebie, utracili bowiem wiarę w możliwość kontrolowania własnej przyszłości. W perspektywie połowy XXI wieku Polska miałaby stać się wielkim państwem, które stopniowo będzie odbudowywać XVI wieczną przeszłość i potęgę.

W jakim kierunku ewoluować będzie *banking community* w Polsce w drugiej i trzeciej dekadzie XXI wieku? Trzeba pamiętać o tym, że banki w Polsce w przeważającym stopniu są i nadal będą kontrolowane przez kapitał zagraniczny, nieprzypadkowo mówi się o „emigracji władzy finansowej za granicę”. Liczne placówki banków komercyjnych funkcjonujące w Polsce są zależne od central banków dominujących, zlokalizowanych poza

granicami Polski. Oznacza to, że jako kraj nie mamy i w dającej się przewidzieć perspektywie mieć nie będziemy, bezpośredniego wpływu na strukturę instytucjonalną i biznesową bankowości komercyjnej. Decyzje te z definicji będą zapadać przede wszystkim w centralach banków, a więc głównie poza krajem.

Dylematy związane z pozycją kapitału zagranicznego w bankowości były przed kilkoma laty przedmiotem zainteresowań Josepha E. Stiglitz. (2004: 75–76). Jego zdaniem w bankowości, dziedzinie, w której zagraniczne firmy często wypierają miejscowe, duże banki amerykańskie mogą zapewnić deponentom większe bezpieczeństwo niż małe banki krajowe. Rząd USA popierał otwieranie rynków finansowych w krajach słabiej rozwiniętych. Korzyści z tego są jasne, większa konkurencja może prowadzić do poprawy jakości usług, a większa siła ekonomiczna zagranicznych banków może zwiększyć stabilność finansową. Jednakże zagrożenie, jakie banki zagraniczne stanowią dla lokalnego sektora bankowego, jest bardzo realne. Niebezpieczeństwa te są widoczne na przykładzie Argentyny. Przed załamaniem się w 2001 roku krajowy sektor bankowy został zdominowany przez banki stanowiące własność obcego kapitału. Banki te chętnie dostarczały środków finansowych korporacjom międzynarodowym, a nawet dużym firmom miejscowym, na brak dostępu do kapitału skarżyły się natomiast małe i średnie przedsiębiorstwa. Brak wzrostu gospodarczego, do którego przyczynił się brak środków finansowych, miał decydujące znaczenie w załamaniu, do jakiego doszło w Argentynie; załamaniu się rynku nie mogły zapobiec kredyty państwowe. Doświadczenia Argentyny – zdaniem Josepha E. Stiglitz – są ilustracją ważnej nauki: łatwo jest stworzyć zdrowe banki, to znaczy takie, które nie tracą pieniędzy z powodu złych długów (wystarczy, aby inwestowały w amerykańskie bony skarbowe). Wyzwanie polega jednak na tym, aby stworzyć takie zdrowe banki, które dostarczałyby kredytu na potrzeby wzrostu: zaniechanie tego może doprowadzić do braku stabilności w skali makroekonomicznej.

Z naporem banków zagranicznych związane są też dodatkowe obawy. Banki krajowe są bardziej podatne na tzw. moralną perswazję, czyli na subtelne formy oddziaływania na nie przez bank centralny, np. żeby zwiększyły kredyty, kiedy gospodarka potrzebuje impulsu, lub ograniczyły ich udzielanie, kiedy występują oznaki przegrzania koniunktury. Jest też o wiele bardziej prawdopodobne, że banki krajowe będą podatne na naciski, aby zająć się dotąd nieobsługiwanymi lub słabo obsługiwanymi grupami, czy też regionami upośledzonymi. Banki zagraniczne są znacznie mniej wrażliwe na takie sygnały i naciski.

Uznając, że nie ma problemu, „czy” kapitał zagraniczny ma być w ogóle reprezentowany w sektorze finansowym, pytanie w gruncie rzeczy dotyczy optymalnej (suboptymalnej) skali tej reprezentacji, tak aby – wzorem innych państw – próbować częściowo obronić narodową tożsamość sektora finansowego, czy też zachować „instytucje finansowe o charakterze narodowym”. Jeszcze przed kilkunastu laty za maksymalną, dopuszczalną

granice udziału kapitału zagranicznego w kapitale sektora bankowego uznawano 25–40%. Czy jednak w ogóle można mówić o istnieniu jakiegokolwiek granicy? Czy taka granica, jeśli byłaby w ogóle do teoretycznego wyznaczenia, mogłaby być zadekretowana jako ostateczna i nieprzekraczalna?

Problem jest bez wątpienia wysoce złożony i kontrowersyjny, wykraczający poza argumenty czysto ekonomiczne (np. oskarżenia o ksenofobię). Istotą rzeczy byłoby zachowanie – raczej w drodze konkurencji, a nie przedsięwzięć o charakterze protekcyjnym – trwałej, przybliżonej równowagi między kapitałem rodzimym a zagranicznym w sektorze finansowym. Oczywiście jest, że niepożądane byłoby, gdyby w Polsce w ogóle nie było instytucji zagranicznych. Również niepożądane byłoby, jeśli instytucje te całkowicie czy niemal całkowicie zdominowałyby sektor finansowy, wypierając instytucje rodzime (z przewagą kapitału rodzimego) lub też sprowadzając je do roli marginalnej, jako tylko banki niszowe czy też lokalne (konsekwencją byłaby dualistyczna struktura bankowości, z zagranicznym centrum i polskimi peryferiami).

W sektorze finansowym potrzebne są instytucje zarówno zagraniczne („czysto” zagraniczne oraz zagraniczno-polskie), jak i rodzime. Na rynku jest miejsce i dla zagranicznych gigantów, i dla banków krajowych, mniejszych, jednak konkurencyjnych, z atrakcyjną ofertą produktowo-usługową dla klientów instytucjonalnych oraz prywatnych. Ważnym problemem, który wymagałby odrębnego potraktowania, jest kwestia skuteczności polityki państwa wobec sektora finansowego, w tym również oceny – sformułowanego przed laty przez niektórych polityków – projektu tzw. repolonizacji instytucji finansowych, obecnie kontrolowanych przez kapitał zagraniczny.

Doświadczenia „starych” państw zachodnich wskazują, że w tej dziedzinie potrzebna jest wyobraźnia i zdrowy rozsądek, ponadto umiejętność godzenia makro- (interes budżetu) i mikroekonomicznego (interes sektora finansowego i poszczególnych instytucji) oraz krótko- i długookresowego punktu widzenia. Iluzoryczna też wydaje się przesadna wiara wyłącznie w siłę samoregulacji, a co za tym idzie odrzucanie *a priori* pewnych elementów „inteligentnej” reglamentacji i kontroli instytucji bankowo-finansowych.

Tabela 7.2. Analiza PEST – makrootoczenie rozwoju sektora bankowego w Polsce

| CZYNNIKI POLITYCZNE | | CZYNNIKI EKONOMICZNE | |
|--|--|--|---|
| <p>Szanse</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ względna stabilność polityczna w Polsce ■ względny spokój społeczny ■ aktywne podejście rządów do rozwoju gospodarki ■ postępy integracji w ramach UE ■ kontynuacja polityki UE na rzecz rozwoju regionów w Polsce po roku 2014 (w nowym okresie programowania) | <p>Zagrożenia</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ niestabilność polityczna (kontynuacja wojny polsko-polskiej) ■ niepokoje i konflikty społeczne ■ tyrania <i>status quo</i> (brak reform, populizm) ■ „dryfowanie” Unii Europejskiej (Europa dwóch prędkości) ■ ograniczenie finansowania rozwoju regionów w Polsce po 2014 roku | <p>Szanse</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ relatywnie wysoka dynamika rozwoju gospodarki światowej i handlu międzynarodowego (USA, Chiny, UE, itd.) ■ relatywnie wysoka dynamika wzrostu i rozwoju w Polsce (zmniejszenie skali zapóźnienia wobec czołowych krajów UE) ■ relatywnie wysoka dynamika dopływu inwestycji zewnętrznych i rozwój turystyki przyjazdowej ■ ofensywna polityka gospodarcza rządów | <p>Zagrożenia</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ niska dynamika rozwoju gospodarki światowej (wzrost tendencji protekcyjnistycznych) ■ niska dynamika wzrostu i rozwoju Polski (zepchnięcie Polski na peryferie, kontynuacja zapóźnienia) ■ niska dynamika dopływu inwestycji zewnętrznych i niskie tempo rozwoju turystyki przyjazdowej ■ zachowawcza polityka gospodarcza rządów |

| CZYNNIKI SPOŁECZNE | | CZYNNIKI TECHNOLOGICZNE | |
|---|--|---|--|
| <p>Szanse</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ poprawa trendów demograficznych w wyniku aktywnej polityki prorodzinnej i proimigracyjnej ■ elementy socjokulturowe (poczucie bezpieczeństwa, optymizm społeczny, kapitał zaufania, ucieczka do przodu) | <p>Zagrożenia</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ kontynuacja obecnych niekorzystnych trendów demograficznych ■ elementy socjokulturowe (niekorzystny klimat społeczny, dalsza erozja kapitału zaufania) | <p>Szanse</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ wysoka dynamika rozwoju innowacji technicznych w Polsce ■ wysoka dynamika rozwoju sfery IT (precyzyjne wsparcie konkretnych projektów) ■ relatywnie łatwy dostęp przedsiębiorstw do finansowania projektów techniczno-technologicznych ■ postęp w zakresie modernizacji infrastruktury w Polsce | <p>Zagrożenia</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ stagnacja (niedorozwój) sfery innowacji techniczno-technologicznych (niskie nakłady na B+R) ■ niedorozwój sfery IT ■ trudny dostęp przedsiębiorstw do finansowania projektów techniczno-technologicznych ■ kontynuacja zapóźnienia w dziedzinie modernizacji infrastruktury w Polsce |

Źródło: opracowanie własne.

W kontekście zaprezentowanej analizy PEST w rachubę mogą wejść trzy główne scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce w perspektywie średnio- i długoterminowej:

- scenariusz optymistyczny (szybki rozwój, ekspansja, rozkwit),
- scenariusz umiarkowany (kontynuacja dotychczasowych tendencji),
- scenariusz pesymistyczny (cofanie się, spowolnienie rozwoju).

Tabela 7.3. Scenariusze rozwoju bankowości w Polsce

| A. SCENARIUSZ OPTYMISTYCZNY |
|---|
| <p>I. Egzogeniczne (niezależne od ośrodków decyzyjnych w Polsce)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ relatywnie wysoka dynamika rozwoju gospodarki światowej (Grupa G20) ■ wysoka dynamika rozwoju banków-matek, właścicieli banków w Polsce |
| <p>II. Endogeniczne (bezpośrednio lub pośrednio zależne od ośrodków władzy politycznej i gospodarczej w Polsce)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ wysoka dynamika wzrostu gospodarczego w Polsce (PKB powyżej 5%) ■ silnie prorozwojowa, efektywna polityka gospodarcza rządu ■ pozyskanie poważnych środków z funduszy UE ■ wysoka dynamika napływu inwestycji zagranicznych ■ wysoka dynamika rozwoju regionów i subregionów, przedsiębiorstw, gospodarstw domowych ■ korzystny klimat społeczny ■ korzystny klimat polityczny |
| B. SCENARIUSZ UMIARKOWANY (BAZOWY) |
| <p>I. Egzogeniczne (niezależne od ośrodków decyzyjnych w Polsce)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ utrzymanie dotychczasowej dynamiki rozwoju gospodarki światowej (Grupa G-20) ■ umiarkowana dynamika rozwoju banków-matek, właścicieli banków w Polsce |
| <p>II. Endogeniczne (bezpośrednio lub pośrednio zależne od ośrodków władzy politycznej i gospodarczej w Polsce)</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ umiarkowana dynamika wzrostu gospodarczego w Polsce (PKB w granicach 2,5–5%) ■ przyjazna polityka gospodarcza rządu ■ utrzymanie dotychczasowego tempa absorpcji funduszy UE ■ utrzymanie dotychczasowego tempa napływu inwestycji zagranicznych ■ dotychczasowy klimat społeczny ■ dotychczasowy klimat polityczny |

C. SCENARIUSZ PESYMISTYCZNY (OSTRZEGAWCZY)**I. Egzogeniczne** (niezależne od ośrodków decyzyjnych w Polsce)

- spowolnienie dynamiki rozwoju gospodarki światowej (Grupa G20)
- niska dynamika rozwoju banków-matek, właścicieli banków w Polsce

II. Endogeniczne (bezpośrednio lub pośrednio zależne od ośrodków władzy politycznej i gospodarczej w Polsce)

- niska dynamika wzrostu gospodarczego w Polsce (PKB do 2,5%)
- zachowawcza polityka gospodarcza rządu
- trudności z absorpcją funduszy UE
- spadek tempa napływu inwestycji zagranicznych
- niekorzystny klimat społeczny
- niekorzystny klimat polityczny

Źródło: opracowanie własne.

Oczywiste jest, że najbardziej pożądanym scenariuszem byłby scenariusz optymistyczny. Za najbardziej realistyczny uznać można jednak scenariusz umiarkowany (bazowy), chociaż nie sposób wykluczyć scenariusza pesymistycznego (ostrzegawczego).

Spowolnienia wzrostu, recesje, kryzysy były, są i będą... Zapewne i w bliższej, i w dalszej perspektywie jesteśmy na nie skazani. „Cykлом życia”, niestety raczej nieregularnym i trudno przewidywalnym, podlegają nie tylko państwa, lecz także regiony, miasta, ludzie, produkty, branże, przedsiębiorstwa a także oczywiście banki. Wysoki lub niski poziom konkurencyjności nie jest dany na stałe ani żadnej branży, ani żadnemu przedsiębiorstwu. Nieprzypadkowo niejednokrotnie wspomina się o erozji poszczególnych źródeł przewagi konkurencyjnej, a także źródeł zaufania. Konkurencyjność jest kategorią względną, ujawnia się przez porównanie z produktami (usługami) innych przedsiębiorstw (branż, krajów). Poziom konkurencyjności podlega szybkim zmianom w czasie. Dzisiejsza względna przewaga jutro może się przekształcić we względne zacofanie. Jeśli wysiłek danego przedsiębiorstwa bankowego jest mniejszy od wysiłku konkurentów, a otoczenie (warunki ramowe) mniej sprzyjające, wówczas w rankingach następują przegrupowania. Dobrą ilustracją tej zależności były konstatacje autorstwa znanego, szwajcarskiego bankiera: „natura nie zna zastoju, wszystko albo się staje, albo zamiera. Zastój jest cofaniem się. W międzynarodowej walce konkurencyjnej nic nam nie będzie darowane. Instytucje finansowe, które nie rozpoznają (...) znaków czasu, będą wyeliminowane. I w innym miejscu: „Za 10 lat centrum finansowe Zurych będzie obejmować jedynie te banki, które odczytały znaki czasu” (Vontobel

1997: 28, 32)⁷. Konstatacje te – sprzed ponad 10 lat – okazały się prorocze, jeśli uwzględnimy wielkość strat finansowych poniesionych w ostatnich latach przez niektóre „sztandarowe” banki szwajcarskie.

Przyszłości się nie przewiduje, przyszłość się tworzy. Niektórzy twierdzą, że takie aktywne podejście jest fundamentem rozwoju i sukcesów (np. Kołodko 2008). Funkcjonowanie banków w zmieniającym się coraz bardziej złożonym środowisku, w warunkach konkurencji, wymagać będzie nowego, niekonwencjonalnego podejścia do struktury biznesu bankowego. Poszczególne banki, mając świadomość rozmaitych słabości, ograniczeń i zagrożeń, powinny w sposób racjonalny wzbogacać i różnicować swój profil usług, dostosowywać się do zmieniających się, coraz bardziej wyrafinowanych potrzeb klientów, poprawiać kondycję finansową i pozycję w rankingach. Powinny dokonać dalszego postępu w dziedzinie jakości obsługi, modernizacji techniki i technologii, nowoczesności organizacji, zarządzania, marketingu, doboru i edukacji personelu (osoby o cechach „kupców, oficerów i misjonarzy”). W takim przypadku banki będą w stanie w pełni sprostać standardom, jednocześnie spełnić coraz wyższe oczekiwania swoich klientów: deponentów, kredytobiorców i inwestorów, zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych.

Kwestii poziomu konkurencyjności branży bankowej – jako jednego z głównych filarów państwa i gospodarki – nie sposób przecenić. Związane jest to m.in. ze szczególną rolą bankowości lub też, szerzej, całego „przemysłu usług finansowych” w gospodarce. Warto tu zasygnalizować, że analogicznie do znanej od lat 60. teorii *export-led-growth* można sformułować hipotezę teoretyczną *banking-led-growth*, której istotą byłoby twierdzenie o istnieniu pobudzającego wpływu bankowości na wzrost i rozwój gospodarki. Wpływ ten jest oczywisty, co jednak nie wyczerpuje istoty problemu, choćby określenia siły wpływu, czynników tę siłę określających, wreszcie kanałów i scenariuszy wpływu.

Wielu autorów nieprzypadkowo twierdzi, że obecnie żyjemy w społeczeństwie globalnego ryzyka, a współczesne finanse określane są obrazowo jako finanse wysokiej niepewności i ryzyka; pojawia się też niekiedy pojęcie „kruchy świat finansów”. Gdy musimy podjąć działanie mimo niepewności i ryzyka, na pierwszy plan wysuwa się zaufanie, które staje się podstawową strategią radzenia sobie z niepewnością i niemożnością kontroli przyszłości. Działając w warunkach niepewności i braku kontroli, podejmujemy ryzyko, stawiamy na coś, przyjmujemy zakład na temat niepewnych, suwerennych, przyszłych działań innych ludzi. Piotr Sztompka zaproponował następującą ogólną definicję zaufania, jako najcenniejszej odmiany kapitału społecznego: „zaufanie (*confidence*, *Vertrauen*) jest zakładem podejmowanym na temat niepewnych przyszłych działań innych

⁷ Na marginesie warto odnotować spostrzeżenie dotyczące statusu Londynu jako globalnego centrum finansowego: „The city’s status as a financial centre is not a God-given right” („The Economist”, 31 grudnia 2009).

ludzi” (Sztompka 2007: 69–70). Na zaufanie składają się dwa elementy: przekonanie i oparte na nim działanie.

Zaufanie, mające wymiar relacji, osobowości i kultury, oparte jest na trzech filarach. Decyzje o obdarzeniu zaufaniem lub powstrzymaniu się od niego zależą od rachunku zaufania (ocena wiarygodności potencjalnego partnera, adresata zaufania), od wiarygodności immanentnej (reputacja, aktualne osiągnięcia, wizerunek, rekomendacje, referencje), ponadto od wiarygodności wymuszonej (egzekwowanie wiarygodności przez partnera, egzekwowanie wiarygodności przez agendy zewnętrzne, samoograniczenie możliwości działania, okoliczności zewnętrzne skłaniające do zaufania). Piotr Sztompka dodaje, że reputację i zaufanie, tak trudne do osiągnięcia i utrzymania, nieporównywalnie łatwiej można stracić (asymetria między zdobywaniem a traceniem zaufania). Potwierdza to obiegową opinię, że łatwiej stracić zaufanie, niż raz stracone odzyskać. Spostrzeżenie to dotyczy również przedsiębiorstw bankowych.

Bankierzy z Wall Street wypłacili sobie w 2008 roku 18,4 mld dolarów premii. Zrobili to, mimo że gospodarka grzęzła w recesji coraz głębiej, a rząd wydawał niebotyczne sumy z kieszeni podatników na pomoc sektorowi finansowemu. Jak pisał „New York Times”, 2008 rok był całkowitą katastrofą dla bankierów pod każdym względem z wyjątkiem wysokości premii. Jak poinformowały władze kontrolujące rynek, wysokość nagród plasowała je na szóstym miejscu w historii. I choć była niższa od wielkości z ostatnich kilku lat, to pozostawała mniej więcej na tym samym poziomie co w 2004 roku, gdy gospodarka dynamicznie się rozwijała, a indeks Dow Jones piął się do rekordowej wartości.

Niektórzy menedżerowie z sektora bankowego otrzymali milionowe nagrody w tym samym czasie, gdy ich banki traciły miliardy. Dane o premiach pochodzą z najpewniejszego źródła, bo z zeznań podatkowych, i nie zawierają opcji na akcje, które czynią premie jeszcze hojniejszymi. Według nowojorskiego dziennika administracja USA miała przyrzeć się sprawie bliżej, aby stwierdzić, czy nagrody nie zostały wypłacone z pieniędzy podatników. Wielu ekspertów finansowych kwestionowało prawo banków do wypłacania jakichkolwiek nagród w obliczu przyjęcia przez nie państwowej pomocy, uznając to za szczyt braku odpowiedzialności.

Wszystko to, zdaniem brytyjskiego tygodnika „The Economist”, może stanowić ostatni gwóźdź do trumny zaufania pokładanego w bankierach. **Bankructwu finansowemu towarzyszy bankructwo moralne.** Tłumaczyć to może jedynie to, że w ostatnich tłustych latach finansów utworzyła się kultura organizacyjna tak wielkiego uprzywilejowania, że trwa ona, mimo że rozkwit ustąpił miejsca głębokiemu kryzysowi. Z badań wynika, że aż 79% zatrudnionych na Wall Street otrzymało za 2008 rok premie, mimo że właściwie nie było za co nagradzać. Połowa badanych stwierdziła zresztą, że zdecydowanie nie satysfakcjonuje ich jej wysokość. Ten brak pokory może branżę drogo kosztować, gdyż coraz bardziej cementuje się wrogi takim postawom sojusz polityków i mediów. Sekretarz

skarbu Tim Geithner obiecał ściślejszą kontrolę banków korzystających z państwowej pomocy. Wśród dziennikarzy obnażanie nadużyć i chciwości finansistów stało się ulubionym zajęciem⁸.

Dodatkowym impulsem do pogłębienia refleksji nad etyką były liczne skandale finansowe, które miały miejsce w ostatnich kilkunastu latach⁹. W styczniu 2008 roku świat finansów został zaszokowany nadzwyczajnym wydarzeniem. Wielki francuski bank Société Générale, padł ofiarą największej defraudacji w historii światowej bankowości, tracąc miliardy euro i reputację wskutek ryzykownych transakcji prowadzonych przez jednego z maklerów. Niektórzy komentatorzy określili to jako przekręt stulecia, choć w istocie XXI wiek dopiero się zaczął. W grudniu 2008 świat finansów zaszokowany został aferą związaną z piramidą finansową Bernarda Madoffa.

W tym kontekście na uwagę zasługuje – opisywane nierzadko w literaturze, m.in. przez szwajcarskich publicystów i analityków bankowości – zjawisko tzw. **bankokracji**. Banki często przekształcały się w instytucje o olbrzymich dochodach, zbyt z siebie zadowolone, jak na upodobania społeczeństwa. Na wielu dojrzałych rynkach banki stały się obiektami krytyki za: zbyt duże wpływy, nadmierne zyski, wysokie prowizje, zbyt konserwatywny, nadmierną agresywność, zbyt duże rozmiary, brak życzliwości wobec małych przedsiębiorstw, brak zainteresowania sprawami ludzkimi, zbyt rozbudowany system biurokracji, oderwanie od potrzeb lokalnej społeczności, zbyt eleganckie siedziby. W bankowości występuje ryzyko utraty reputacji. Fakt ujawnienia nieprawidłowości pociąga za sobą utratę zaufania, lojalności klientów, czy też szacunku dla tej instytucji. Bankowcy winni mieć tzw. instynkt handlowy, nie powinni jednak być zbyt zachłanni, powinni też unikać nieczystych interesów.

W ciągu ostatnich kilkunastu lat w renomowanych bankach inwestycyjnych miało miejsce wiele przypadków utraty reputacji. **Klasyczne powiedzenie „pewne jak w banku” w znacznym stopniu zdeaktualizowało się na rzecz „ryzyko jak w banku”**. Do najczęstszych przyczyn nieporozumień między klientami a bankami należą: błędy urzędników, opłaty za transakcje, błędne informacje na temat produktów i usług, odmowa przyznania kredytu, bezwzględność w ściąganiu należności i metody pozyskiwania, domniemana niedyskrecja, łamanie poufności i brak

⁸ W październiku 2008 roku niemiecki minister gospodarki stwierdził, że menedżerowie banków zagrożonych skutkami kryzysu finansowego powinni zrezygnować ze swych rocznych premii i przeznaczyć je na cel dobroczynny. W lutym 2009 roku rząd francuski osiągnął porozumienie z bankami i władzami finansowymi w sprawie wprowadzenia „kodeksu etycznego”, który ma regulować wynagrodzenia bankierów i operatorów rynkowych, ograniczając ich dochody.

⁹ Dla pełności obrazu trzeba jednak zauważyć, że skandale i w ogóle tzw. złe zachowania w świecie finansów są wyjątkiem, a nie regułą. Znakomita większość operacji finansowych dokonywana jest bowiem z zachowaniem kanonu uczciwości po stronie instytucji finansowych oraz klientów.

bezpieczeństwa konta, agresywna sprzedaż np. tzw. sprzedaż wiązana, chybione porady finansowe. Banki i bankowcy krytykowani są m.in. za arogancję i obojętność wobec tzw. szarego człowieka, przesadną ostrożność znacznie wykraczającą poza konieczną przezorność, obojętność na trudne położenie pożyczkobiorcy i zbyt szybką gotowość do przejęcia majątku, „pazerność” i zbyt szybkie podnoszenie opłat za usługi, zamykanie oddziałów i w konsekwencji izolowanie lokalnych społeczności, bezosobowy styl obsługi klienta, brak zrozumienia dla małych firm i rolników.

5. PODSUMOWANIE – KONKLUZJE I REKOMENDACJE

Powyższe rozważania nie uprawniają do sformułowania wniosków uniwersalnych, o charakterze ponadczasowym. Współczesna rzeczywistość świata finansów odznacza się – zwłaszcza w kontekście wydarzeń, które miały miejsce w latach 2008–2010 – bogactwem barw i odcieni, stąd mimo tęsknoty do symplifikacji potrzebne byłyby odpowiedzi bardziej finezyjne. Choć nie ma modelu idealnego instytucji finansowej przyszłości, to jednak dla większości współczesnych finansistów oznacza to wielką instytucję. Jednak i w tym przypadku niezbędna jest pokora. Doświadczenia gigantów finansjery USA („nigdy tyle pieniędzy nie przeszło z tak wielu rąk w tak nieliczne”) uczą, że potrzebny jest zdrowy rozsądek oraz odrzucanie *a priori* podejść ortodoksyjnych, z tzw. fundamentalizmem rynkowym włącznie. Sektor bankowy, również w Polsce, podlegać będzie w następnych latach poważnym przekształceniom. Kierunek tych zmian zależny będzie głównie od tendencji w światowej gospodarce i światowych finansach. Państwo narodowe w warunkach globalizacji i integracji ma coraz mniejsze możliwości wpływania na procesy gospodarcze, coraz mniej zależy od decyzji podejmowanej na szczeblu państwa. Nie oznacza to, że ośrodki decyzyjne w Polsce (parlament, rząd, NBP, KNF, BFG itp.) nie mają i nie będą mieć żadnego wpływu na przemiany w sektorze bankowym w Polsce w latach 2010–2030. W praktyce przyszłość branży bankowej w Polsce będzie bez wątpienia zależeć od tego, jak będzie rozwijać się gospodarka. Inaczej mówiąc – jeśli posłużyć się metaforą spopularyzowaną swego czasu przez ówczesnego wicepremiera i ministra finansów Grzegorza W. Kołodkę – czy „to, co powinno rosnać, będzie rosnać, a to, co powinno maleć, będzie maleć”. Klucz do przyszłości branży bankowej – mającej z definicji rolę służebną wobec realnej gospodarki – znajduje się w dynamice wzrostu i rozwoju gospodarczego (przy wszystkich znanych zastrzeżeniach metodycznych wobec PKB). W gruncie rzeczy chodzi o to, aby Polska w najbliższych dekadach w jak największym stopniu zbliżyła się do obecnej dynamiki rozwoju takich krajów jak np. Chiny, Indie i Brazylia. Ostatecznie bankowość była jest i będzie ważną, ale tylko częścią większej całości.

Istnieją dwa odmienne poglądy w sprawie roli historii w życiu. Autorem pierwszego był Cynceron (Marcus Tullius Cicero, 106 p.n.e. – 43 p.n.e.), który twierdził, że **historia jest pamięcią życia, nauczycielką życia** (*Historia vita memoriae, magistra vitae*). Wiele lat później Georg Wilhelm Friedrich Hegel (1770–1831) zauważył, że: „Doświadczenie i historia uczą, że ani **lud, ani rządy nigdy niczego się z historii nie nauczyły** i nigdy nie postępowały według nauk, które należało by z niej czerpać”. Dodajmy, że Hegel nie sądził, aby miało to być wynikiem jakiejś nieoprawnej ludzkiej głupoty. W gruncie rzeczy chodzi o to, że w wiedzy o przeszłych faktach nie możemy znaleźć instrukcji dla działań przyszłych: dzieje bowiem nie są cyklicznym powrotem, a określone rozwiązania ustrojowe mogą funkcjonować tylko w obrębie określonej epoki. Komu należy przyznać rację: Cynceronowi czy Heglowi? Czy jeden z nich ma wyłączną rację, żaden, czy może obaj po trochu? Nie próbując udzielić odpowiedzi uniwersalnej, ograniczmy się jedynie do życia gospodarczego oraz nauki ekonomicznych. Czy dla współczesnych ekonomistów (teoretyków i praktyków) końca pierwszej dekady XXI wieku historia jest (bywa) nauczycielką życia, czy też zachowują się oni tak, jakby z historii (kryzysów finansowych, spekulacji, giełd papierów wartościowych, banków inwestycyjnych i komercyjnych) niczego się nie nauczyli?

Fundamentalisci rynkowi od dawna krytycznie oceniają pomysły, aby to państwo ratowało gospodarkę w czasie kryzysów. Jeden z wielu, Murray N. Rothbard, zmarły w 1995 roku, w eseju sprzed 40 lat *Depresje gospodarcze: ich przyczyny i lekarstwa na nie*, na pytanie: „Co robić, kiedy nadejdzie okres kryzysu gospodarczego?” odpowiadał bezkompromisowo: **absolutnie nie!** W celu przywrócenia „zdrowia” gospodarce i zakończenia depresji najszybciej jak się da, rząd powinien się trzymać od niej jak najdalej. Cokolwiek zrobi, opóźni i zakłóci proces dostosowania gospodarki do zmienionych warunków. Im mniej zrobi, z tym większą siłą nastąpią procesy naprawcze, które rynek sam realizuje. Realizowana przez państwo pomoc gospodarcza zawsze powoduje przedłużenie kryzysu.

Ale były, są i będą też inne poglądy. Sztandarową postacią był oczywiście John Maynard Keynes. Ostatnio wielu uważa, że jak trwoga, to do Keynesa, neokeynesistów, Stiglitz, Krugmana i innych (nawet do Marksa!). W rozmaitych tekstach lord Keynes przedstawiany bywa jako autor odpowiedzialny za współczesne działania polityków. Z taką interpretacją trudno się jednak zgodzić. Keynes zmarł w 1946 roku, ponad 60 lat temu. Czy można go w ogóle, nawet symbolicznie, obwiniać za dzisiejsze programy ratunkowe, pakiety antykryzysowe i stymulacyjne, obliczone na miliardy dolarów, euro, funtów, złotych? Czym innym była doktryna interwencjonizmu, wymyślona i zastosowana w latach 30. ubiegłego wieku, czym innym są współczesne przedsięwzięcia.

Wydarzenia zapoczątkowane w amerykańskiej bankowości hipotecznej i inwestycyjnej w 2007 roku były dla praktycznie wszystkich interesariuszy: przedsiębiorców, inwestorów, drobnych ciułaczy, kredytobiorców, banków

i innych instytucji finansowych z towarzystwami funduszy inwestycyjnych włącznie, kolejną szczególną lekcją pokory. We współczesnych finansach i bankowości wiedzy, wyobraźni i ostrożności nigdy za wiele. Zasada ograniczonego zaufania obowiązuje, również wobec banków, bankierów i bankowców. Nie ulega wątpliwości, że świat potrzebuje nowego ładu bankowego: bankowości, w której będzie więcej kapitału, mniej długu, więcej zasad i znacznie silniejszy nadzór.

Bankowość (system bankowy) określana bywa zobowiązującym mianem dobra publicznego. Nie bez powodu twierdzi się, że **banki komercyjne mają charakter dualny: nie tylko bowiem są „klasycznymi” przedsiębiorstwami, lecz także powinny być instytucjami zaufania publicznego. Istotą rzeczy jest połączenie efektywności banków komercyjnych (ważnej z punktu widzenia akcjonariuszy i managementu) z bezpieczeństwem, transparentnością oraz respektowaniem zasad etyki.** Rangi tego postulatu – w kontekście zjawisk i procesów mających miejsce w światowej bankowości w ostatnim czasie – nie sposób przecenić¹⁰. Kryzys zmienił i zmienia nadal oblicze systemu bankowego. Dylemat polega na tym, jak nie dopuścić w przyszłości do prywatyzacji zysków i nacjonalizacji strat, czy też nacjonalizacji zysków i internacjonalizacji strat. Bankowość musi wrócić do źródeł, np. do konserwatywnej polityki kredytowej. Tradycyjna bankowość znowu będzie zyskiwać na znaczeniu. Sztuka polega na tym, jak połączyć to, co tradycyjne, konserwatywne w najlepszym tego słowa znaczeniu, z tym, co nowoczesne.

Globalizacja, kryzys – i co dalej? Jaki będzie – w średniej i długiej perspektywie – wpływ kryzysu bankowo-finansowego na procesy globalizacji? W tym miejscu – ze względu na ograniczone ramy – można jedynie sformułować ogólną hipotezę, że kryzys ma szansę stać się impulsem do realizacji, postulowanego przez alterglobalistów „ucywilizowania” globalizacji, do rozwoju tzw. globalizacji z ludzką twarzą (Flejterski, Wahl 2003: 227). Najbliższe lata pokażą, czy tak się stanie.

BIBLIOGRAFIA

- Epstein, G.A. (red.) (2005). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Finch, Julia (2009). *Twenty-five people at the heart of the meltdown...*, <http://www.guardian.co.uk/business/2009/jan/26/road-ruin-recession-individuals-economy>.
- Flejterski, Stanisław (2007). *Metodologia finansów*. Warszawa: WN PWN.
- Flejterski, Stanisław i Piotr Wahl (2003). *Ekonomia globalna. Synteza*. Warszawa: Difin.
- Friedman, George (2009). *Następne 100 lat. Prognoza na XXI wiek*. Warszawa: AMF.

¹⁰ Zwolennikiem kompromisowego podejścia był m.in. Samuelson (2008: 69).

- Frydman, Roman i Michael D. Goldberg (2009). *Ekonomia wiedzy niedoskonałej. Kurs walutowy i ryzyko*. Warszawa: Wydawnictwo Krytyki Politycznej.
- Heffernan, Shelagh (2007). *Nowoczesna bankowość*. Warszawa: WN PWN.
- Iwanicz-Drozdowska, Małgorzata (red.) (2002). *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*. Warszawa: PWE.
- Kindleberger, Charles P. (1999). *Szałeństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*. Warszawa: WIG-Press.
- Kołodko, Grzegorz W. (2008). *Wędrujący świat*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Krippner, Greta R. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, Vol. 3, No. 2.
- Krugman, Paul (2009). How Did Economists Get It So Wrong. *The New York Times*, 2 września.
- Martin, Hans Peter i Harald Schuman (1999). *Pułapka globalizacji. Atak na demokrację i dobrobyt*. Wrocław: Wydawnictwo Dolnośląskie.
- Martin, Randy (2002). *Financialization of Daily Life*. Chicago: Temple University Press.
- Mollenkamp, Carrick i Mark Whitehouse (2008). Tradycyjna bankowość znowu zyskuje znaczenie. *The Wall Street Journal Polska*, 17 września.
- Nawrot, Wioletta (2009). *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*. Warszawa: CeDeWu.
- Nikt nie wie, co będzie dalej* (z brytyjskim ekonomistą Robertem Skidelskim rozmawia Maciej Nowicki) (2009) *Dziennik*, 24–25.01.2009.
- Orłowski, Witold M. (2008). *Świat, który oszalał, czyli poradnik na ciekawe czasy*. Warszawa: Agora.
- Otte, Max (2009). *Kiedy nadchodzi kryzys*. Warszawa: Wydawnictwo Studio Emka.
- Sachs, Jeffrey (2009). Nauka przetrwania (rozmowa). *Polityka*, 24 stycznia.
- Samuelson, Paul A. (2008). Nur die Mitte ist beweglich. *Der Spiegel*, nr 46.
- Soros, George (2004). *Bańka amerykańskiej supremacji*. Kraków: Znak.
- Stiglitz, Joseph E. (2004). *Globalizacja*. Warszawa: WN PWN.
- Szambelańczyk, Jan (red.) (2009). *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*. Warszawa: ZBP.
- Sztompka, Piotr (2007). *Zaufanie. Fundament społeczeństwa*. Kraków: Znak.
- Taylor, John B. (2010). *Zrozumieć kryzys finansowy. Przyczyny, skutki, interpretacje*. Warszawa: WN PWN.
- Vontobel, Hans (1997). *Nie zaksięgowane. Rozważania bankiera*. Warszawa: Towarzystwo Wydawnicze i Literackie.
- Wallerstein, Immanuel (2008). *Utopistyka. Alternatywy historyczne dla XXI wieku*. Poznań: Oficyna Trójka.

Krzysztof Kalicki
Arkadiusz Krześniak

POLITYKA PIENIĘŻNA W STREFIE EURO I USA A CENY AKTYWÓW W ŚWIETLE DOŚWIADCZEŃ Z KRYZYSU

1. WSTĘP. POLITYKA PIENIĘŻNA A STABILNOŚĆ MIĘDZYNARODOWYCH RYNKÓW AKTYWÓW

Gospodarkami od czasów najodleglejszych wstrząsały kryzysy, które były powiązane z emisją długu i nadmiernym kredytowaniem lub nierównowagą na rynku akcji czy innych aktywów. Pierwszy poważnie opisany przypadek dotyczył długów króla Anglii Edwarda III wobec bankierów włoskich z 1340 roku. Wstrząsające gospodarkami zaburzenia i kryzysy XIX oraz XX wieku były efektem nadmiernego kredytowania państw. Chodzi tu, m.in., o skutki wojen napoleońskich, następstwa uwalniania się krajów Ameryki Łacińskiej, wielką depresję lat 1873–96, kryzys po I wojnie światowej, Wielki Kryzys 1929–33, kryzys płatniczy krajów rozwijających się początku lat 80., kryzys azjatycki przełomu 1997–98, Rosję w roku 1998, załamanie dot.com, Argentynę w roku 2001, rynek nieruchomości krajów OECD w roku 2008 i recesję 2009 roku. Skala rozległości kryzysów (redukcji długów lub restrukturyzacji) dotyczyła od 30 do 50% ówczesnych państw.

Obecnie mówi się o narastaniu nowego kryzysu na rynku nieruchomości w Chinach (wzrost nominalnych notowań w połowie 2010 roku w stosunku do roku 2007 o 67%), Hongkongu, Singapurze (wzrost o 34%) i innych krajach azjatyckich. W latach 1990–97/98 ceny nieruchomości w Singapurze wzrosły około 230%, w Hongkongu 145% i w Południowej Korei o 45%, dając asumpt do załamania gospodarczego wielu krajów tego regionu. Spadek wartości aktywów był rozległy i wstrząsał stabilnością gospodarek. Pojawia się przeto pytanie dotyczące związku polityki pieniężno-kredytowej banków centralnych ze zjawiskiem narastania i pęknięcia baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów.

Badania współzależności polityki pieniężnej i rynku aktywów w USA znalazły już swój dość szeroki wyraz w literaturze (Taylor 2007; Kahn 2010; Kosaty 2010). W niniejszym opracowaniu chodzi o przypomnienie podstaw teoretycznych pojawiających się takich zjawisk, wskazanie na niedostatki koncepcji prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne na podstawie reguły Taylora oraz przedstawienie empirycznych analiz dotyczących rynków aktywów w Europie w konfrontacji z podobnymi analizami przeprowadzonymi dla USA.

2. PRZEGLĄD LITERATURY NA TEMAT REAKCJI BANKU CENTRALNEGO NA CENY AKTYWÓW

Od czasu przełomowej publikacji Taylora (1993) w literaturze przedmiotu ugruntowało się podejście polegające na stosowaniu modeli keynesowskich lub neokeynesowskich, ze stopą procentową będącą głównym parametrem polityki pieniężnej. Zarówno agregaty pieniężne, jak i ceny aktywów z reguły nie są włączane do funkcji opisującej zmiany polityki pieniężnej (Beck, Wieland 2008). Zagadnienie dotyczące tego, czy bank centralny powinien uwzględniać ceny aktywów w prowadzeniu polityki pieniężnej, było przedmiotem szerokich analiz w literaturze (Cecchetti, Genberg, Lipsky, Wadhvani 2000; Vickers 1999; Hunter, Kaufman, Pomerlano 2003). Zasadniczo bank centralny może stosować trzy podejścia do baniek spekulacyjnych:

- reagować bezpośrednio na banki spekulacyjne na rynku aktywów (uwzględnić banki spekulacyjne w swojej funkcji reakcji);
- reagować na zmiany zmiennych makroekonomicznych będących argumentami standardowej funkcji reakcji (uwzględniając pośredni wpływ baniek spekulacyjnych na zmienne będące celem polityki pieniężnej);
- ignorować banki spekulacyjne.

3. BAŃKI SPEKULACYJNE

Problemem fundamentalnym na rynku aktywów jest kwestia zbieżności cen aktywów z ich wartością fundamentalną. Rozbieżność między ceną a wartością prowadzi do pojawiania się na rynkach aktywów zjawiska określanego banką spekulacyjną. Odpowiedź na pytanie, jaki mechanizm skłania inwestorów do akceptowania na rynku rosnących cen aktywów, ponad ich wartość fundamentalną, to poważna kwestia. Źródłami pierwotnego zaburzenia mogą być przyczyny wynikające z wielu zjawisk inicjujących, np. lepkie ceny, lepkie płace, zakłócenia realne, monetarne, asymetria informacji. Analizowane w literaturze modele baniek spekulacyjnych na rynku aktywów odnoszą się głównie do trzech źródeł założeń:

- racjonalności spekulacji (bańki racjonalne – założenie racjonalnych oczekiwań – dyskontowanie oczekiwanej wartości dywidend oraz przyrostu ceny na skutek spekulacji i prawdopodobieństwa pęknięcia bańki w określonym czasie (Blanchard 1979; Tirole 1982),
- nieracjonalności decyzji inwestorów – bańki nieracjonalne, założenia socjologiczne lub psychologiczne zachowania inwestorów behawioralnych (Akerlof 2002), pozaekonomiczne przyczyny – „zwierzęcy instynkt” Keynesa (1934; 1964), „żywiolowość rynków”, losowe bańki spekulacyjne, wahania funkcji użyteczności, zmiany grupowej percepcji, zmiana oczekiwanej stopy zwrotu,
- asymetrii lub niewłaściwej interpretacji informacji – bańki informacyjne, założenie, że cena nie dyskontuje wszystkich rynkowych informacji, inwestycja w analizy daje wiedzę o przyszłych ruchach cen, nadinterpretacja informacji, wiara w analizy techniczne (Allen, Gorton 1993).

Bez względu na to, w czym tkwi natura baniek spekulacyjnych, faktem empirycznym jest pojawianie się dużych rozbieżności między ceną rynkową a wartością fundamentalną różnych rodzajów aktywów, co pokazują historyczne przykłady okresowego przestrzelenia lub/i niedoszacowania cen aktywów.

Bańką spekulacyjną na rynku danego aktywu nazywać się będzie wzrost ceny bieżącej powyżej wartości fundamentalnej. Wartością fundamentalną danego aktywu jest wartość wynikająca z jego użyteczności, a więc ze stosunku relatywnych cen w warunkach równowagi.

Bańki spekulacyjne, będące ze swojej natury odchyleniami od równowagi w dynamicznym systemie makroekonomicznym, charakteryzują się następującymi cechami:

1. Aby powstała bańka spekulacyjna, musi wystąpić czynnik inicjujący.
2. Aby istnieć, bańka spekulacyjna musi być podtrzymywana przez stały napływ pieniądza na dany rynek.
3. Po osiągnięciu pewnej wielkości (odchylenia od wartości fundamentalnej) bańka ma w pewnym, ograniczonym czasie charakter samopodtrzymujący.
4. Pęknięcie bańki występuje, gdy tempo napływu pieniądza na rynek zmniejszy się poniżej pewnej wartości krytycznej (zależnej od wielkości bańki).

Aktywo, na którym powstaje bańka, musi mieć wartość fundamentalną, aby mógł wystąpić czynnik inicjujący. Aby mogła wystąpić bańka spekulacyjna, konieczne jest, by:

1. dane aktywo mogło być odsprzedane (aby istniał rynek wtórny i był płynny),
2. przynajmniej w krótkim okresie aktywo zachowywało swą wartość,
3. podaż nie dostosowywała się szybko do zmian popytu.

Krótki okres jest definiowany w odniesieniu do płynności rynku (np. na rynku mieszkaniowym wynosić może miesiąc, podczas gdy na rynku akcji godziny lub nawet minuty). Bańka spekulacyjna może występować nawet wtedy, gdy uczestnicy rynku (inwestorzy), wiedzą, że wartość aktywa jest

znacznie powyżej wartości fundamentalnej. Pęknięcie bańki może zostać zainicjowane przez jakiś czynnik zewnętrzny (np. zaostrenie polityki pieniężnej, zmiana cyklu koniunkturalnego) albo może wystąpić samoczynnie, ze względu na samą wielkość bańki (relację tempa napływu nowego kapitału do zaangażowanego kapitału na danym rynku). Każda bańka spekulacyjna, jako odchylenie od równowagi, po pewnym czasie się kończy.

Z powyższej definicji i charakterystyki bańki spekulacyjnej wynika, że bańki spekulacyjne mogą występować dla każdego (przynajmniej teoretycznie) dobra, dla którego istnieje dostatecznie płynny rynek wtórny, dobro to ma niezerową wartość fundamentalną i w krótkim okresie zmiany jego wartości są relatywnie niewielkie. Zatem bańki spekulacyjne mogą występować na rynkach nieruchomości, akcji, obligacji, towarów oraz na rynkach walutowych. Pojawia się pytanie, jakie czynniki mogą determinować i zajście których jest konieczne, aby mogły występować bańki spekulacyjne. Co jest źródłem doprowadzającym do powstania bańki spekulacyjnej na rynku aktywów, a po jej pęknięciu do kryzysu finansowego lub co najmniej do poważnych zaburzeń rynkowych?

Teoria ekonomii poszukiwała źródeł kryzysu w polityce pieniężnej i/lub kredytowej władzy monetarnej. Jedną z najbardziej znanych teorii jest koncepcja „Pieniądza i kredytu” von Misesa–Hayeka (von Mises 1912; Hayek 1925). Już na początku XX wieku Ludwig von Mises wskazywał na odchylenie się cen w cyklu koniunkturalnym od wartości fundamentalnej. Przyczyn tego upatrywano w czynniku egzogenicznym, a mianowicie zbyt niskich stopach procentowych powodujących nadmierny wzrost inwestycji w stosunku do czynników fundamentalnych. Niskie stopy procentowe były z kolei skutkiem zbyt ekspansywnej polityki pieniężnej banków centralnych tworzących przez kredyt wrażeń rosnących „oszczędności”, a w rzeczywistości wymuszających oszczędności. Ekspansja inwestycyjna prowadzi do nadprodukcji dóbr konsumpcyjnych, spadku cen i współcześnie można by powiedzieć – do „pęknięcia bańki” inwestycyjnej.

Inny model bańki spekulacyjnej na rynkach aktywów opracował na bazie teorii keynesowskiej Hyman P. Minsky (1982). Jest to tzw. teoria nierównowagi inwestycji i finansowej niestabilności, według której źródłem kryzysu jest nadmierna ekspansja kredytowa pośredników finansowych i inwestycyjna przedsiębiorstw. Przebieg kryzysu uzależniony jest od polityki stóp procentowych banku centralnego, a także od systemu pośrednictwa finansowego w przyspieszaniu narastania spekulacji i jego wrażliwości na kryzys – pęknięcie bańki, skala długu publicznego i jego wpływ na politykę pieniężną państwa, zdolność inwestorów do absorpcji strat. Mechanizm wiąże się tu ze wzrostem oczekiwanej stopy zysku z aktywów kapitałowych, która przy spadających stopach procentowych prowadzi do wzrostu popytu na akcje i zmniejszenie proporcjonalne udziału w portfelach obligacji i pieniądza. Ten mechanizm przesuwają w dół poziom stopy procentowej wyznaczanej krzywą równowagi na rynku dóbr i krzywą równowagi na rynkach finansowych, co wyzwala oczekiwania wzrostu cen

papierów kapitałowych, wzmagając spekulację i wzrost popytu na kredyty finansujące aktywa kapitałowe. W tym samym czasie dobra koniunktura poprawia stan budżetu i zmniejsza potrzeby pożyczkowe rządu, prowadząc do spadku stóp procentowych od obligacji skarbowych. W efekcie stymuluje to dalej dynamikę spekulacji aktywami kapitałowymi. Pęknięcie bańki następuje w momencie spadku zaufania (oczekiwań) do przyszłego kształtowania się cen aktywów kapitałowych, czyli spadku oczekiwanego zwrotu z takich inwestycji. Skutki załamania przenoszą się na spadek koniunktury, pogorszenie się sytuacji budżetowej, wzrost potrzeb pożyczkowych rządu i poprawę rentowności instrumentów dłużnych względem aktywów kapitałowych. Pozycje hedgingowe stają się w rzeczywistości spekulacyjnymi i prowadzą przy ich zamykaniu do dalszych strat, wyzwalając reakcje łańcuchowe na rynkach. W przeciwieństwie do koncepcji egzogenicznych źródeł bańki spekulacyjnej na rynku aktywów w koncepcji Misesa–Hayeka (podaż pieniądza) tu mechanizm ma charakter endogeniczny i wynika z impulsu popytowego na rynku aktywów kapitałowych oraz elastyczności systemu pośrednictwa finansowego i struktury portfeli inwestycyjnych.

Trzecim ważnym wkładem do teorii pojawiania się baniek spekulacyjnych jest koncepcja Allena–Gale’a (1998) szukająca ich źródeł w niedoskonałej informacji lub asymetrii informacji. Głównym założeniem tej koncepcji jest przenoszenie przez pośredników finansowych odpowiedzialności za ryzyko kredytu finansującego inwestycje na samych inwestorów. Inwestorzy, mając dostęp do kredytu, sami dokonują oceny oczekiwanego zwrotu z inwestycji, a pośrednicy dostarczają kredytu w celu inwestowania funduszy w istniejące aktywa. Implikacją tego jest wzrost ich cen i narastanie bańki spekulacyjnej. Szczególne znaczenie może tu mieć przenoszenie części ryzyka kredytowego przez banki na agendy skarbu państwa, co może dawać dodatkowe poczucie bezpieczeństwa kredytu (na przykład Fannie Mae). Aktywa bezpieczne (głównie obligacje) dostosowują się elastycznie do popytu na rynku, aktywa ryzykowne (akcje) mają względnie stałą podaż.

Dzisiaj separacja decyzji inwestycyjnych powoduje, że o strukturze portfeli aktywów nie decydują pożyczkodawcy, lecz inwestorzy, zarówno fundusze, jak i inwestorzy indywidualni. To powoduje sytuację, w której inwestorzy w ramach spekulacji ograniczają swoje ryzyko do wąskiego kapitału własnego, a do procesu spekulacji jako finalny podmiot ponoszący ryzyko wprowadzają banki z ich kredytami. Inwestorzy, oczekując wzrostu cen aktywów, zaciągają kredyty, dokonując inwestycji ponad wartość fundamentalną aktywów. Przedmiotem zarządzania staje się określenie czasu i prawdopodobieństwa pęknięcia bańki. Przenoszenie ryzyka na banki powoduje, że banki spekulacyjne mogą być większe, a czas ich pęknięcia dłuższy. Wiele zależy od przewidywań i niepewności dotyczących kosztu i skali kredytowania, a to implikuje polityka pieniężna banków centralnych. Tak więc bańka spekulacyjna jest ściśle powiązana z kumulacją efektów ekspansywnej polityki kredytowej. Niskie stopy procentowe zachęcają do

przenoszenia inwestycji na rynki aktywów kapitałowych oraz przenoszenia ryzyka inwestycji z inwestorów na pożyczkodawców.

4. CENY AKTYWÓW W FUNKCJI REAKCJI BANKU CENTRALNEGO

Nie wdając się tutaj szczegółowo w przyczynowość zjawisk, interesujące jest stwierdzenie siły korelacji kredytu i zmian cen na rynku aktywów kapitałowych oraz odpowiedź na pytanie, jakimi koncepcjami polityki pieniężnej sugerował się bank centralny i czy uwzględniał w nich sytuację na rynku aktywów. Dotychczas politykę pieniężną zdominowały dwie podstawowe koncepcje:

1. Reguła Taylora (1993), uzależniająca stopę procentową banku centralnego od naturalnej realnej stopy procentowej, średniej stopy inflacji, celu inflacyjnego, luki potencjału produkcyjnego (z różnymi modyfikacjami, np. z luką bezrobocia).
2. Reguła McCalluma (1987), zalecająca zdefiniowany przyrost bazy monetarnej uzależnionej od przyrostu potencjalnego PKB, średniego mnożnika bazy monetarnej oraz przyrostu nominalnego PKB.

Inspirując się takim podejściem, niniejsze opracowanie stanowi przyczynek do analiz problemu w odniesieniu do procesów, które miały miejsce w Unii Europejskiej. Po globalnej recesji 2009 roku, która nastąpiła po serii pęknięć baniek spekulacyjnych kolejno na rynku nieruchomości, rynku akcji i rynkach towarowych, nie da się utrzymać poglądu, że silne zmiany cen aktywów mogą być neutralne dla cyklu koniunkturalnego i, w konsekwencji, neutralne dla polityki pieniężnej. Jednocześnie ze zdwojoną aktualnością powraca pytanie, jaka jest rola polityki pieniężnej w powstawaniu, rozwoju oraz pękaniu baniek spekulacyjnych.

Zmiany cen aktywów mogą zwiększać wahania cyklu koniunkturalnego przez zmiany konsumpcji gospodarstw domowych (efekt bogactwa, zwiększenie ograniczenia budżetowego przez większą zdolność kredytową oraz zwiększone oczekiwania co do dochodu w przyszłości) oraz zmiany inwestycji (przez zwiększenie q Tobina¹, poprawę jakości bilansów firm, czyli kanał kredytowy/bilansowy, oraz większe oczekiwania co do wzrostu PKB w przyszłości (Tetlow 2004)).

Inflacja i PKB zazwyczaj nie wykazują nietypowego zachowania przed pęknięciem baniek na rynkach aktywów (MFW 2009: 93). Natomiast kredyt, udział inwestycji w PKB, deficyt obrotów bieżących i ceny aktywów zazwyczaj rosną. Polityka pieniężna nie jest dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym dla okresów dekoniunktury na rynku aktywów, co jest zrozumiałe, biorąc pod uwagę słabe historyczne skorelowanie inflacji i PKB

¹ Relacji wartości rynkowej zainstalowanego kapitału do kosztu odtworzeniowego zainstalowanego kapitału. Wzrost wartości akcji zwiększa q Tobina, a wzrost q Tobina powyżej jedności powoduje wzrost inwestycji.

z cenami aktywów. Luźna polityka pieniężna może natomiast przyczynić się do wzrostu cen aktywów, ale, według badań MFW, polityka pieniężna nie jest systematyczną przyczyną powstawania baniek na rynku nieruchomości.

Zdaniem Taylora (2007) obniżenie stopy funduszy federalnych przez Fed w latach 2003–06 poniżej poziomu występującego w ciągu dwóch poprzednich dekad i poniżej poziomu sugerowanego przez reguły polityki pieniężnej mogło być czynnikiem powodujących wzrost cen na rynku mieszkaniowym w USA. Przy założeniu, że Fed ustalałby poziom stóp procentowych na podstawie reguły Taylora, Taylor uzyskał wynik sugerujący, że wzrost cen nieruchomości w USA byłby znacznie mniejszy i nie wystąpiłby tak gwałtowny spadek cen nieruchomości na początku 2006 roku.

Na podstawie empirycznych testów dla amerykańskiego systemu bankowego Adrian i Song Shin (2008) uzyskali wynik pokazujący, że jeśli bank centralny prowadzi luźną politykę pieniężną (rozumianą jako utrzymywanie głównej stopy procentowej poniżej stopy procentowej wynikającej z reguły Taylora), to następuje szybki przyrost aktywów w systemie bankowym, a płynność na rynkach finansowych jest wysoka. Natomiast gdy bank centralny prowadzi restrykcyjną politykę pieniężną i stopa banku centralnego jest utrzymywana powyżej wynikającej z reguły Taylora, przyrost aktywów jest znacznie niższy, a nawet występuje ich spadek, i płynność na rynku finansowym jest niska.

Schularick i Taylor (2009), analizując dane historyczne, dochodzą do wniosku, że system kredytowy nie tylko jest kanałem transmisji szoków w systemie finansowym, lecz także może generować swoje własne szoki. Tempo przyrostu kredytu jest dobrym predyktorem kryzysów finansowych. W czasie kryzysów, które miały miejsce po II wojnie światowej, banki centralne wspierały wzrost bazy monetarnej, a mimo to wpływ kryzysu na realną gospodarkę nie był istotnie mniejszy niż wtedy, gdy banki centralne nie starały się stabilizować podaży pieniądza, co można tłumaczyć rosnącym skomplikowaniem systemu finansowego i stale do 2008 roku zwiększającą się dźwignią finansową w sektorze bankowym. Od czasu Wielkiego Kryzysu banki centralne stosowały bardziej agresywną politykę stabilizacyjną, co zapobiegało załamaniu się systemów bankowych i zapobiegało deflacji.

Z kolei Bordo i Haubrich (2009) na podstawie analizy danych historycznych dochodzą do wniosku, że tzw. *credit crunch* często jest skorelowany z recesjami, a jeśli występuje w czasie recesji, powoduje jej pogłębienie. Z ich badań wynika, że cykle w podaży pieniądza nie są zsynchronizowane z cyklem koniunkturalnym, ale jeśli wystąpi taka koincydencja, to wtedy zacieśnienie pieniężne ma istotny wpływ na cykl koniunkturalny.

W literaturze znany jest wynik, że w modelu, w którym występują sztywne płace nominalne, a bank centralny stosuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, reakcja polityki pieniężnej jest suboptymalna, czyli może prowadzić do nadmiernego usztywnienia realnych wynagrodzeń

i w konsekwencji do niższego zatrudnienia i PKB (Erceg, Henderson, Lewin 2000).

Inni autorzy, Cristiano, Ilut, Motto i Rostagno (2008), wykazują, że stosowanie reguły Taylora, gdy w gospodarce występuje sztywność płac nominalnych, może prowadzić do zwiększenia wahań cen aktywów i, w rezultacie, wspierać powstawanie cyklu boomu i spowolnienia (*boom and bust*). Włączenie dynamiki kredytu do reguły polityki pieniężnej zmniejsza tę suboptymalność i przez zmniejszenie wahań cen aktywów prowadzi do złagodzenia faz boomu i spowolnienia. W tym modelu wahania cen aktywów są generowane przez oczekiwania co do zmiany technologii, która nie realizuje się w rzeczywistości. Z kolei Mendicino (2009), analizując dane historyczne dla USA, dochodzi do wniosku, że po szczytach cenowych na rynku nieruchomości zazwyczaj występowały recesje. Argumentuje, że cykle na rynku aktywów mogą powstawać w wyniku oczekiwań gospodarstw domowych co do przyszłych zmian polityki pieniężnej.

Bernanke i Gertler (2000) stawiają tezę, że bank centralny, który prowadzi politykę bezpośredniego celu inflacyjnego, powinien brać pod uwagę ceny aktywów tylko w tej mierze, w jakiej sygnalizują one potencjalną presję inflacyjną lub deflacyjną. Ich zdaniem włączenie cen aktywów do funkcji reakcji banku centralnego może mieć niepożądane efekty uboczne. Jeśli bank centralny oprócz reakcji na przyszłą presję inflacyjną reaguje także na niefundamentalny wzrost cen akcji, istnieje duże prawdopodobieństwo pogłębienia wahań cyklu koniunkturalnego. Ponadto zazwyczaj trudniej jest oszacować fundamentalny komponent rynku aktywów niż lukę PKB. Natomiast w modelach, w których włączenie cen aktywów do funkcji reakcji banku centralnego stabilizuje wahania PKB, zwiększa się zmienność inflacji (Bernanke, Gertler 2001).

Tetlow (2004) dochodzi do podobnych wniosków, co Bernanke i Gertler, z zastrzeżeniem, że reakcja banku centralnego na bańki na rynku aktywów może być pożądana, gdy bańki spekulacyjne stają się duże (i koszt ich pęknięcia jest odpowiednio większy), występują często i są skorelowane ze zmianami produktywności.

Filardo (2004) uzyskuje wynik mówiący, że optymalna polityka pieniężna powinna systematycznie reagować na bańki spekulacyjne na rynkach aktywów, a nie powinna reagować na zmiany cen aktywów wynikające ze zmian ich wartości fundamentalnej. Co więcej, jeśli bank centralny nie jest w stanie zidentyfikować fundamentalnej wartości aktywów, lepszym wyjściem od ignorowania cen aktywów jest reakcja na zmiany ogólnego poziomu cen aktywów.

5. PODAŻ PIENIĄDZA A CENY AKTYWÓW

Frankel (2009) podkreśla, że w ciągu ostatnich dziesięciu lat dominował pogląd, iż banki centralne powinny prowadzić politykę bezpośredniego celu inflacyjnego: albo wąsko zdefiniowanego (polityka pieniężna nakierowana na osiągnięcie określonej inflacji mierzonej indeksem cen konsumenta), albo w wersji elastycznej, w postaci reguły Taylora. Według Frankela trudność w ortodoksyjnym stosowaniu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego polega na konieczności uwzględnienia:

1. wahań kursu walutowego,
2. zmian *terms-of-trade* (bilansowania handlu zagranicznego) w gospodarkach otwartych,
3. reagowania na bańki spekulacyjne na rynkach aktywów.

Frankel argumentuje, że silne wzrosty cen na rynkach nieruchomości i akcji przed Wielką Depresją w latach 20. w USA, w latach 1986–89 w Japonii, w Azji w latach 90. oraz w USA w ostatniej dekadzie miały miejsce w warunkach niskiej inflacji, co powodowało, że polityka pieniężna (*ex post*) była zbyt łagodna.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy w raporcie *World Economic Outlook* (2009: 93) dochodzi do wniosku, że polityka pieniężna, która w długim okresie ma stabilizować zarówno inflację, jak i PKB, nie może ignorować baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów, jednakże wskaźniki dotyczące rynków aktywów nie powinny być włączane do funkcji reakcji banku centralnego w równie bezpośredni sposób jak inflacja i PKB w regule Taylora, bo powodowałyby to zbyt dużą zmienność stóp procentowych.

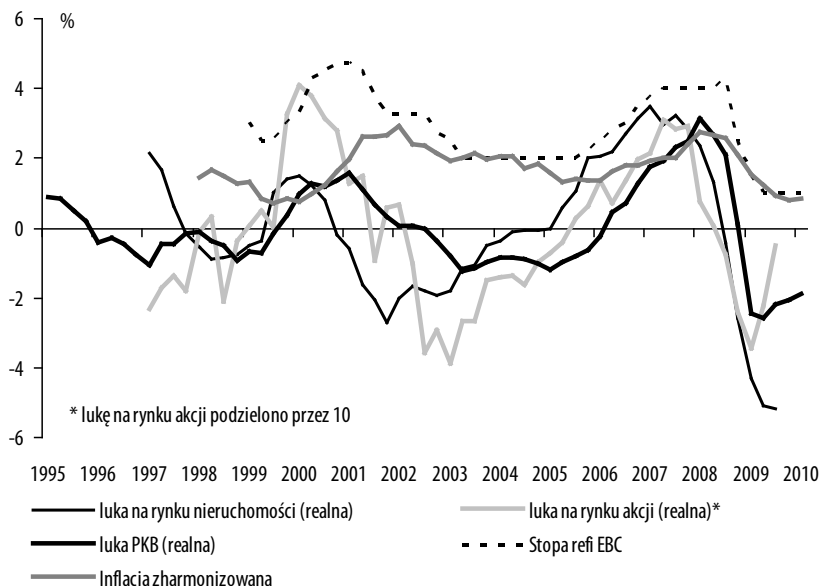
W świetle tych rozważań interesujące zatem są następujące kwestie:

- Czy ceny aktywów miały wpływ na cykl koniunkturalny w strefie euro?
- Czy Europejski Bank Centralny (EBC) w swej polityce pieniężnej reagował na zmiany cen aktywów?
- Czy istnieje zależność między kredytem a cenami aktywów w strefie euro?

W latach 1999–2010 w strefie euro wystąpiły dwa pełne cykle polityki pieniężnej, odpowiadające dwóm pełnym cyklom koniunkturalnym (rysunek 8.1).

Wyraźnie widoczne jest zsynchronizowanie cyklu PKB z cyklami na rynkach aktywów. Analiza luki PKB i odchyłeń od długoterminowego trendu na rynku aktywów (deflowanych HICP) oszacowanych za pomocą filtra Hodricka–Prescotta (1980) pokazuje, że luka PKB w strefie euro jest skorelowana z cyklem na rynku mieszkaniowym, przy czym szczyt koniunktury w strefie euro następuje około cztery kwartały po szczycie koniunktury na rynku mieszkaniowym. Wielkość odchyłeń w fazie wzrostowej jest zbliżona w obu cyklach, co sugeruje, że cykl na rynku nieruchomości w całej strefie euro nie miał charakteru spekulacyjnego, ale

fundamentalny². Cykl na rynku akcji ma amplitudę odchyleń o rząd wielkości większą niż cykl na rynku nieruchomości oraz cykl PKB. Cykl na rynku akcji miał znacznie większą siłę w 2000 roku niż w 2007 roku.



Rysunek 8.1. Nominalna stopa refinansowa EBC a cykle na rynkach aktywów i PKB w strefie euro

Źródło: opracowanie własne, dane Eurostat, Europejski Bank Centralny, Bloomberg.

Aby zbadać wzajemną zależność między cenami aktywów a zmiennymi makroekonomicznymi, przeprowadzono testy przyczynowości Grangera (1969) między cenami aktywów a inflacją i PKB w strefie euro. Stacjonarność zmiennych uzyskano po trzykrotnym zróżnicowaniu szeregów czasowych. Wyniki badania przyczynowości na zmiennych stacjonarnych przedstawia tabela 8.1.

Obustronna przyczynowość w sensie Grangera występuje między cenami mieszkań a luką PKB. Jednostronna przyczynowość w sensie Grangera występuje od cen domów do inflacji oraz od cen domów do cen akcji. Istotność zależności przyczynowych generowanych przez cykl na rynku nieruchomości jest kolejnym argumentem za fundamentalnym charakterem cykli na tym rynku.

² Spekulacyjny (niefundamentalny) charakter miały natomiast wzrosty cen nieruchomości w takich krajach strefy euro jak Hiszpania, Francja czy Irlandia.

Tabela 8.1. Wyniki testów przyczynowości Grangera dla zmiennych kredytowych i cen aktywów w strefie euro

| Przyczynowość Grangera (ilość opóźnień=4) | | | Statystyka F | Pr(>F) | Czy istnieje przyczynowość? |
|--|---|------------|--------------|---------|-----------------------------|
| Luka PKB | ← | Ceny domów | 3,4743 | 0,01718 | Tak* |
| Luka PKB | ← | Ceny akcji | 1,7563 | 0,1598 | Nie |
| Inflacja | ← | Ceny domów | 2,3116 | 0,08446 | Tak. (słaba) |
| Inflacja | ← | Ceny akcji | 0,7046 | 0,596 | Nie |
| Ceny domów | ← | Luka PKB | 2,6001 | 0,05277 | Tak. (słaba) |
| Ceny domów | ← | Inflacja | 1,6475 | 0,1924 | Nie |
| Ceny domów | ← | Ceny akcji | 1,0309 | 0,4051 | Nie |
| Ceny akcji | ← | Luka PKB | 1,9788 | 0,1193 | Nie |
| Ceny akcji | ← | Ceny domów | 2,1973 | 0,08947 | Tak. (słaba) |
| Ceny akcji | ← | Inflacja | 0,7072 | 0,5943 | Nie |

Poziomy istotności: 0 '****' 0,001 '**' 0,01 '*' 0,05 '.' 0,1 ' ' 1

Źródło: opracowanie własne.

W celu odpowiedzi na pytanie, czy EBC reagował na zmiany cen aktywów, estymowano wariant reguły Taylora z wygładzeniem rozszerzony o zmiany cen aktywów dla kwartalnych danych *ex post* od 1999.kw1 do 2010.kw2:

$$r_t = (1 - k_r)(k_0 + k_y y_t + k_h h_t + k_s s_t) + k_r r_{t-1} + u_t \quad (1)$$

gdzie

- r_t – realna stopa refinansowa EBC
- y_t – luka PKB
- h_t – odchylenie realnych cen domów od trendu długookresowego
- s_t – odchylenie realnych cen akcji od trendu długookresowego
- u_t – składnik losowy

Ponieważ model (1) był dobrze dopasowany, lecz parametr k_h nie był istotny (ze względu na skorelowanie h_t oraz y_t), estymowano model (1a) z pominięciem cen nieruchomości.

$$[(r_t = (1 - k_r)]_r)(k_0 + k_y y_t + k_s s_t) + k_r r_{t-1} + u_t \quad (1a)$$

Wyniki estymacji modelu (1a) za pomocą nieliniowej metody najmniejszych kwadratów (NLS) są podane w tabeli 8.2.

Tabela 8.2. Wyniki estymacji modelu (1a)

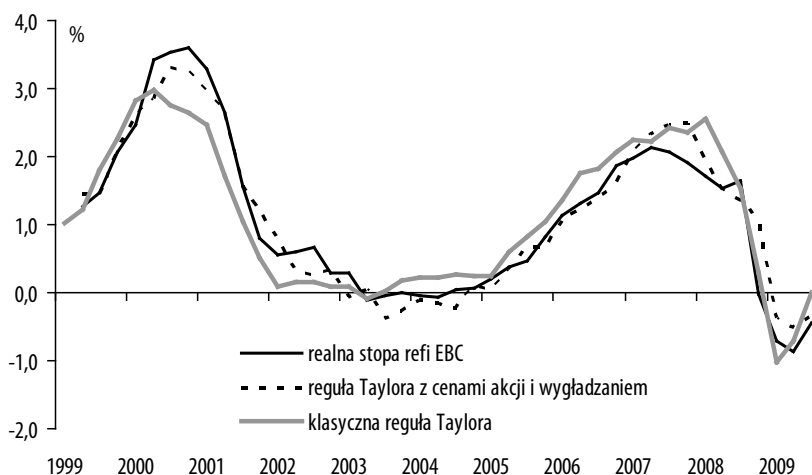
| Parametr | Estymowana wartość | Błąd standardowy | Statystyka t | Pr(> t) |
|----------|--------------------|------------------|--------------|-------------|
| k_r | 0,73407 | 0,08184 | 8,97 | 6,41e-11*** |
| k_0 | 0,82818 | 0,2022 | 4,096 | 0,000212*** |
| k_y | 0,51151 | 0,18466 | 2,77 | 0,008624** |
| k_s | 0,0614 | 0,01786 | 3,438 | 0,001435** |

Poziomy istotności: 0 '***' 0,001 '**' 0,01 '*' 0,05 '.' 0,1 ' ' 1

Źródło: opracowanie własne.

Wszystkie parametry modelu są istotne i mają właściwe znaki, parametr wygładzania k_r ma wartość ok. 0,73, co oznacza, że EBC przywiązuje dużą wagę do wygładzania ścieżki stóp procentowych i stara się stopniowo dopasowywać stopy procentowe do zmian zmiennych w funkcji polityki pieniężnej. Przy zmianie o 1 punkt procentowy luki PKB oraz odchylenia realnych cen akcji od trendu długookresowego realna stopa refinansowa w strefie euro zmieniała się odpowiednio o $(1 - k_r)k_y$ oraz $(1 - k_r)k_s$ punktu procentowego, czyli odpowiednio o 0,14 oraz 0,016. Oznacza to, że w badanym okresie odchylenie cen akcji od trendu o 15% albo wzrost luki PKB o 1,8 punktu procentowego pociągało za sobą podwyżkę realnej stopy refinansowej o 25 punktów bazowych.

Oszacowana reakcja EBC na zmiany luki PKB jest znacznie silniejsza niż na zmiany cen akcji, co sugeruje, że EBC używa cen akcji do dostrajania (*fine tuning*) poziomu realnej stopy banku centralnego, podczas gdy luka PKB i postulat ciągłości polityki pieniężnej zasadniczo wpływają na decyzje polityki pieniężnej. W tym modelu EBC reaguje automatycznie, dostosowując poziom nominalnej stopy procentowej do zmian poziomu inflacji, natomiast zmiany realnej stopy procentowej są powodowane zmianami luki PKB oraz zmianami cen akcji.



Rysunek 8.2. Dopasowanie reguły Taylora dla strefy euro

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

Rysunek 8.2 pokazuje dobre dopasowanie reguły Taylora z cenami akcji i wygładzaniem. Model ten ma znacznie lepsze dopasowanie niż klasyczna reguła Taylora i lepiej opisuje politykę pieniężną EBC, zwłaszcza w okresie silnych zmian cen na giełdzie.

Wszystkie zmienne w modelu (1a) są niestacjonarne: test ADF pokazuje, że zmienna zależna (realna stopa refi) jest zintegrowana stopnia trzeciego $y_t \sim I(3)$, natomiast zmienne niezależne (luka PKB oraz luka na rynku akcji) są zintegrowane odpowiednio stopnia drugiego i trzeciego: $y_t \sim I(2)$ a $s_t \sim I(3)$. Natomiast reszty w modelu (1a) są stacjonarne, co oznacza, że model ten można traktować jako zależność długookresową, a wektor parametrów w modelu jest wektorem kointegrującym. Oznacza to, że istnieje długookresowa zależność między bieżącymi realnymi cenami akcji i bieżącą luką PKB a realną stopą refi EBC.

Fakt, że zmiany cen nieruchomości okazały się nieistotne w tym modelu, można tłumaczyć skorelowaniem wahań realnego PKB z wahaniami realnych cen nieruchomości (co zostało potwierdzone przez testy Grangera; zob. tabela 8.1). Reguła Taylora z wygładzaniem i cenami akcji lepiej opisuje politykę EBC w latach 1999–2006 niż w latach 2007–08, gdyż w tym drugim okresie realna stopa refinansowa *ex post* była niższa, niż wynikałoby to z reguły Taylora, z cenami akcji bowiem zaostrenie polityki pieniężnej przez EBC było łagodniejsze ze względu na prognozy znaczącego spowolnienia tempa wzrostu w latach 2009–10.

Wynik uzyskany przez autorów sugeruje, że reguła Taylora rozszerzona o odchylenia cen akcji od trendu długookresowego lepiej opisuje politykę pieniężną EBC niż reguła Taylora bez cen aktywów. Oznacza to, że EBC w decyzjach dotyczących stóp procentowych uwzględniał również bezpośrednio zmiany cen akcji. Wynik ten stanowi potwierdzenie

wcześniejszego badania Botzena i Mareya (2006), którzy analizując rolę cen akcji w polityce pieniężnej EBC, uzyskali empiryczny wynik, że w latach 1999–2005 EBC używał cen aktywów jako argumentu w swej funkcji reakcji, a nie tylko jako nośnika informacji o przyszłej inflacji, przypisując cenom akcji wagę około 25% (w porównaniu do 50% wagi dla inflacji i 25% wagi dla luki PKB).

Aby zbadać wzajemną zależność między kredytem a cenami aktywów w strefie euro, wykonano testy przyczynowości Grangera między zmiennymi kredytowymi a cenami aktywów. Wyniki testów przyczynowości są przedstawione w tabeli 8.3.

ADF pokazały, że logarytmy zmiennych kredytowych oraz cen aktywów są zintegrowane stopnia drugiego. Badanie przyczynowości w sensie Grangera (1969) na zmiennych stacjonarnych³ nie wykazało wpływu kredytu na ceny aktywów w strefie euro, natomiast wykazało, że ceny nieruchomości są przyczyną w sensie Grangera kredytu dla gospodarstw domowych oraz (w mniejszym stopniu) przyczyną kredytu ogółem. Sugeruje to, że podaż kredytu w strefie euro nie była przyczyną powstania baniek spekulacyjnych na rynkach akcji i nieruchomości, natomiast podaż kredytu dla gospodarstw domowych dopasowywała się do wzrostu cen nieruchomości. Nie stwierdzono zależności między indeksem Stoxx a podażą kredytu w strefie euro. Stwierdzono natomiast ponownie słabą przyczynowość od cen nieruchomości do cen akcji, co sugeruje, że cykl na rynku nieruchomości ma charakter bardziej fundamentalny od cyklu na rynku akcji.

Kosaty (2010) przeprowadził badanie przyczynowości w sensie Grangera między podażą kredytu a indeksami giełdowymi w USA dla lat 1987–2009. Nie wykazało ono zależności między kredytem a indeksami giełdowymi oraz cenami nieruchomości, natomiast wykazało, że ceny akcji i ceny nieruchomości w USA były przyczyną (w sensie Grangera) podaży kredytu. Wynik ten sugeruje, że w USA podaż kredytu dostosowywała się do zmian cen aktywów, a nie odwrotnie.

Gerlach-Kristen (2003), używając zmiennych surowych, estymowała regułę Taylora dla EBC i uzyskała model, który miał złe własności statystyczne. Wersja reguły Taylora, biorąca pod uwagę niestacjonarność danych estymowana przez Gerlach-Kristen, zawierała inflację, lukę PKB, krótkoterminową stopę procentową i długoterminową stopę procentową. Gerlach-Kristen konkluduje, że polityka pieniężna EBC ma charakter *forward-looking*, a długookresowa stopa procentowa stanowi przybliżenie długookresowych oczekiwań inflacyjnych.

Gorter, Jacobs i de Haan (2007), estymując regułę Taylora dla strefy euro i używając prognoz rynkowych do modelowania oczekiwanej inflacji i PKB, uzyskali wynik, że decyzje EBC miały charakter antycypujący

³ Stacjonarność uzyskano po zlogarytmowaniu i dwukrotnym różnicowaniu szeregów.

Tabela 8.3. Wyniki testów przyczynowości Grangera dla zmiennych kredytowych i cen aktywów w strefie euro

| Przyczynowość Grangera (ilość opóźnień=4) | | | Statystyka F | Pr(>F) | Czy istnieje przyczynowość? |
|--|---|---------------------------|-----------------|---------|--------------------------------|
| Ceny akcji | ← | Kredyty ogółem | 0,8198 | 0,5196 | Nie |
| Ceny akcji | ← | Kredyty dla przeds. | 1,382 | 0,2557 | Nie |
| Ceny akcji | ← | Kredyty mieszkaniowe | 0,0571 | 0,9937 | Nie |
| Ceny akcji | ← | Kredyty dla gosp. dom. | 0,8349 | 0,5104 | Nie |
| Kredyty ogółem | ← | Ceny akcji | 1,4583 | 0,2311 | Nie |
| Kredyty dla przeds. | ← | Ceny akcji | 0,9462 | 0,4464 | Nie |
| Kredyty mieszkaniowe | ← | Ceny akcji | 1,2617 | 0,2994 | Nie |
| Kredyty dla gosp. dom. | ← | Ceny akcji | 1,8245 | 0,1411 | Nie |
| Ceny domów | ← | Kredyty ogółem | 1,3242 | 0,2759 | Nie |
| Ceny domów | ← | Kredyty dla przeds. | 1,4195 | 0,2433 | Nie |
| Ceny domów | ← | Kredyty mieszkaniowe | 1,0343 | 0,4003 | Nie |
| Ceny domów | ← | Kredyty dla gosp. dom. | 0,3584 | 0,8368 | Nie |
| Kredyty ogółem | ← | Ceny domów | 2,5968 | 0,04911 | Tak* |
| Kredyty dla przeds. | ← | Ceny domów | 1,5156 | 0,2141 | Nie |
| Kredyty mieszkaniowe | ← | Ceny domów | 1,5286 | 0,2104 | Nie |
| Kredyty dla gosp. dom. | ← | Ceny domów | 3,5317 | 0,01387 | Tak* |
| Ceny akcji | ← | Ceny domów | 2,283 | 0,07545 | Tak. (słaba) |
| Ceny domów | ← | Ceny akcji | 0,413 | 0,7983 | Nie |

Poziomy istotności: 0 '***' 0,001 '**' 0,01 '*' 0,05 '.' 0,1 ' ' 1

Źródło: opracowanie własne.

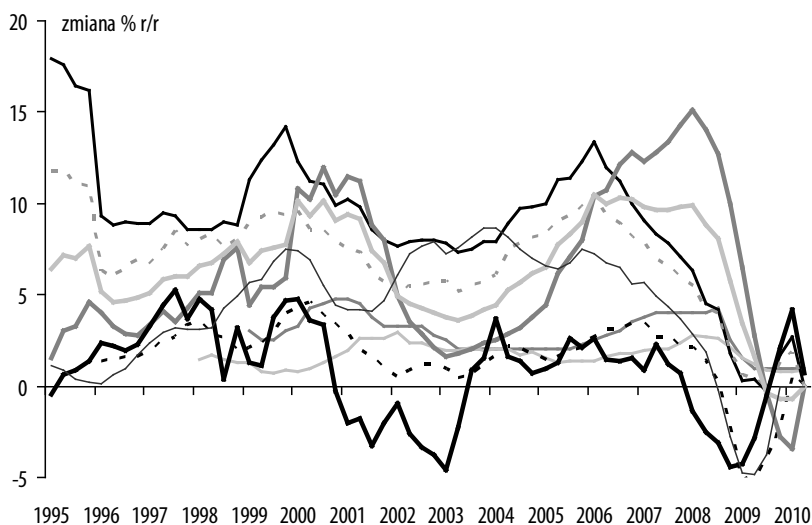
(*forward-looking*) względem zarówno inflacji, jak i PKB. Klasyczny model Taylora estymowany na danych *ex post* wykazywał nieistotność bieżącej inflacji w funkcji reakcji EBC⁴.

Z kolei Hayford i Malliaris (2004) otrzymali wynik wykazujący, że w latach 1987–91 Fed reagował na wzrost cen akcji, prowadząc łagodniejszą politykę pieniężną, niż sugerowałaby to reguła Taylora. Fernandez, Koenig i Nikolsko-Rzhevskyy (2008), estymując alternatywne specyfikacje reguły Taylora dla USA i używając m.in. podaży pieniądza M1 i M2 jako wskaźnika inflacji, doszli do wniosku, że modele wykorzystujące prognozy inflacji opartej na cenach akcji dużych korporacji są lepsze niż opierające się na prognozach rynkowych.

Badania empiryczne przeprowadzone dla USA (Kosaty 2010), sugerują, że Zarząd Rezerwy Federalnej reagował przede wszystkim na zmiany oczekiwanej inflacji oraz na wahania luki popytowej i stopa funduszy federalnych nie odbiegała w istotny sposób od wskazań teoretycznych reguły Taylora. Kosaty konkluduje, że w latach 1987–2009 Fed nie reagował w sposób istotny na zmiany cen aktywów i prowadził politykę pieniężną, opierając się na regule Taylora. Natomiast Kahn (2010), analizując alternatywne specyfikacje reguły Taylora, dochodzi do wniosku, że odchylenia rzeczywistej stopy funduszy federalnych od wynikającej z reguły Taylora pomagają prognozować zarówno ceny akcji, jak i dźwignię finansową (definiowaną jako relację aktywów finansowych ogółem do różnicy aktywów finansowych ogółem i pasywów finansowych ogółem). Zależność w drugą stronę nie zachodzi. Z kolei zależność między cenami domów oraz cenami surowców oraz odchyleniami od reguły Taylora jest dwukierunkowa. Oznaczałoby to, że Fed reagował na zmiany cen nieruchomości i zmiany cen surowców jako niosące informacje o przyszłej inflacji, nie reagował natomiast na ceny akcji i na poziom dźwigni na rynkach finansowych. Oznaczałoby to również, że polityka pieniężna Fed wpływała zarówno na rynek nieruchomości, ceny akcji i ceny surowców, jak i na poziom dźwigni finansowej.

Wreszcie Hanke (2010a) stawia tezę, że okresy utrzymywania zbyt niskich stóp procentowych w USA powodowały powstanie popytowej bańki spekulacyjnej (gdy dynamika nominalnego popytu krajowego po odjęciu nominalnej zmiany stanu zapasów przekraczała trend nominalnego PKB), która następnie przyczyniała się do powstawania baniek na rynkach aktywów. Ten sam autor argumentuje, że na zmiany cyklu koniunkturalnego polityka pieniężna ma większy wpływ niż polityka fiskalna (Hanke 2010b)

⁴ Podobny wynik został uzyskany dla strefy euro w niniejszym badaniu dla klasycznej reguły Taylora.



* zmiany indeksu Dow Jones Euro STOXX50 podzielono przez 10

- | | |
|-----------------------------------|----------------------------------|
| — ECB refi | — Inflacja zharmonizowana |
| - - - Dynamika PKB r/r | — Kredyty mieszkaniowe r/r |
| — Kredyty dla przedsiębiorstw r/r | - - - Kredyty dla gosp. dom. r/r |
| — Kredyty ogółem r/r | — DJ Euro STOXX50* |
| — Ceny domów r/r | |

Rysunek 8.3. Dynamika cen aktywów oraz dynamika kredytu i roczna inflacja i dynamika PKB w strefie euro

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu, EBC i Bloomburga.

Zwraca uwagę fakt, zaobserwowany w MFW (2009) oraz przez Frankela (2009), że inflacja w badanym okresie pozostawała na niskim poziomie, mimo występowania znaczących zmian cen aktywów. Również dynamika PKB nie wykazywała bardzo silnych wahań, choć zmiany były większe niż w przypadku zmian cen konsumenta. Pośrednio wskazuje to na fakt, że polityka pieniężna, nakierowana wyłącznie na stabilizację inflacji, nie byłaby w stanie przeciwdziałać formowaniu się bańki na rynkach aktywów. Fakt, że EBC reagował na zmiany cen akcji, pokazuje, że władze monetarne w strefie euro starały się zmniejszyć tempo formowania się bańki spekulacyjnej na tym rynku. Brak reakcji EBC na ceny nieruchomości sugeruje, że w ocenie banku centralnego w skali całej strefy euro na rynku nieruchomości nie występowała niefundamentalna bańka spekulacyjna⁵.

⁵ Co nie wyklucza występowania bańki spekulacyjnych na rynkach nieruchomości w tzw. krajach peryferyjnych.

6. POLITYKA PIENIĘŻNA BANKÓW CENTRALNYCH A FAZY KRYZYSU NA RYNKACH FINANSOWYCH

Kryzys finansowy z roku 2008 łączy w sobie elementy *credit crunchu*, pęknięcia bańki na aktywach oraz kryzysu bankowego (Bordo, Haubrich 2009). Wyróżnić można trzy podstawowe fazy kryzysu, dla których cezu-ry czasowe stanowią upadek banku Lehman Brothers oraz początek kryzysu fiskalnego w Grecji.

Faza przed upadkiem Lehman Brothers charakteryzowała się standardową polityką pieniężną banków centralnych (obniżki stopy funduszy federalnych przez Fed mające złagodzić skutki pęknięcia bańki na rynku akcji i przygotować gospodarkę na typową recesję oraz dalsze zaostrzenie polityki pieniężnej przez EBC) w połączeniu z umiarkowanym, ale stałym wzrostem wskaźników stresu na rynkach finansowych.

Faza po upadku Lehman Brothers – nominalna stopa funduszy federalnych w USA została obniżona praktycznie do zera, zbliżona do zera była realna stopa refinansowa w strefie euro. Banki centralne rozpoczęły łagodzenie ilościowe, mające złagodzić kryzys płynnościowy. W fazie tej początkowo występował ekstremalny wzrost wskaźników stresu (rysunek 8.6), potem nastąpił stopniowy powrót do poziomów sprzed upadku Lehman Brothers.

Faza trzecia – początek kryzysu fiskalnego w Grecji – kryzys przenosi się na rynek długu krajów rozwiniętych i przeradza się w kryzys finansów publicznych w państwach mających wysoki deficyt fiskalny oraz wysoki udział długu publicznego w PKB.

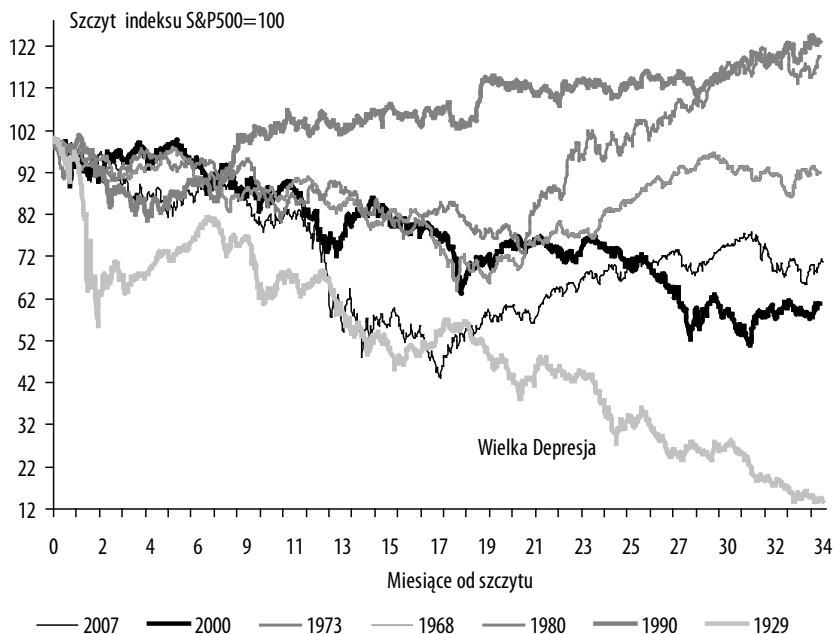
Biorąc pod uwagę tempo spadku cen aktywów, kryzys finansowy w początkowej fazie miał zbliżoną dynamikę jak w czasie Wielkiej Depresji (rysunek 8.4).

Silny spadek cen aktywów trwał do momentu zdecydowanej interwencji banków centralnych w postaci dostarczenia płynności do systemu bankowego, skokowego zwiększenia bilansów banków centralnych oraz kwarantannie na tzw. toksyczne lub istotnie przecenione (*distressed*) aktywa oraz interwencji rządowych na bezprecedensową skalę na rynkach finansowych.

Źródłem kryzysu z roku 2008 należy szukać w akomodacyjnej polityce pieniężnej Fed w latach 2001–04 (rysunek 8.5), która miała na celu złagodzenie skutków pęknięcia bańki internetowej w 2001 roku.

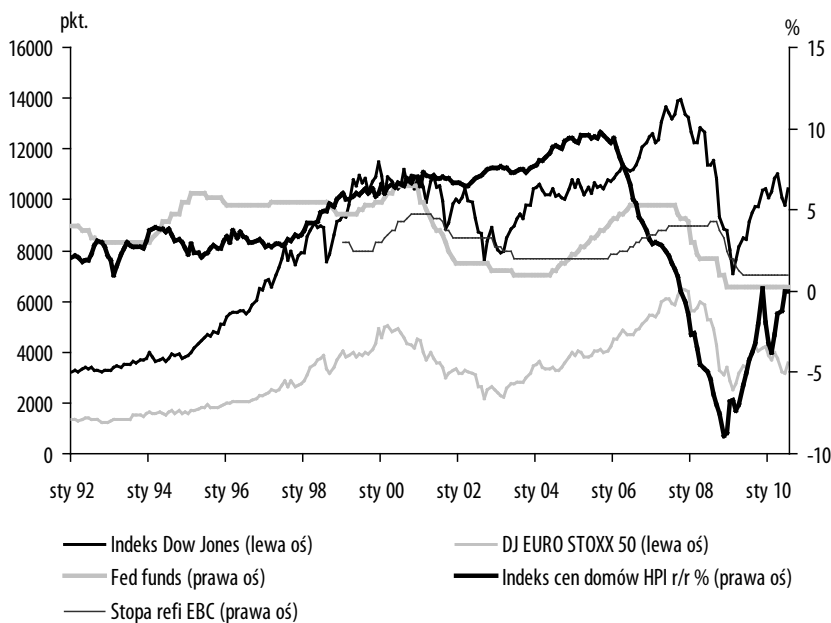
O ile podniesienie stopy funduszy federalnych w 2000 roku z 4,75% do 6,5% w 1999 roku zainicjowało pęknięcie bańki internetowej na rynku akcji w USA, o tyle silne obniżenie przez Fed stopy funduszy federalnych z 6,5% w roku 2000 do 1,0% w 2003 roku miało dwie konsekwencje:

- (1) korekta na rynku akcji była relatywnie płytka i rozłożona w czasie,
- (2) spadek dynamiki cen domów w USA, zainicjowany przez korektę na rynku akcji, został powstrzymany i do końca 2005 roku roczna dynamika



Rysunek 8.4. Trendy na rynku akcji (S&P500) w fazach bessy

Źródło: Deutsche Bank; Bloomberg.



Rysunek 8.5. Zmiany cen wybranych aktywów i stopy procentowe w USA i strefie euro

Źródło: opracowanie własne; Bloomberg.

wzrostu cen domów w USA przyspieszała, aby zacząć gwałtownie spadać od początku 2006 roku.

Niskie stopy procentowe, gwałtownie słabnący dolar (z powodu niskich stóp procentowych na USD) oraz wzrost cen domów, powodujący zwiększenie postrzeganego bogactwa gospodarstw domowych w USA, spowodowały, że od 2003 roku ceny akcji w USA zaczęły ponownie szybko wzrastać, a indeks Dow Jones przekroczył maksymalne poziomy osiągnięte w czasie bańki internetowej już w 2006 roku. Wzrost cen akcji był kontynuowany do końca 2007 roku, kiedy to efekty kryzysu na rynku kredytów subprime przeniosły się na rynek akcji i rynek kredytowy. Do czerwca 2007 roku uczestnicy rynku i politycy gospodarczy traktowali problemy związane z pożyczkami subprime jako ograniczone tylko do tego rynku i w zasadzie nieniosące z sobą większych konsekwencji. W czerwcu 2007 roku wskaźniki stresu na rynkach finansowych wzrosły na skutek pojawienia się problemów na rynku lewarowanych kredytów. W sierpniu 2007 roku po raz pierwszy istotnie wzrosła awersja do transakcji na międzybankowym rynku pieniężnym w USA i strefie euro. Po obniżce stóp przez Fed o 50 bp we wrześniu 2007 roku rynek nieco się uspokoił i płynność uległa poprawie. W kolejnej fazie zwiększyła się wielkość odpisów, a główne banki centralne w sposób skoordynowany zaczęły dostarczać płynność na rynek międzybankowy na przełomie 2007 i 2008 roku. Na początku 2008 roku obawy o rynek ubezpieczycieli obligacji (*monoline*) oraz obawy przed recesją uderzyły w rynki akcji oraz rynki kredytowe. W tej fazie, w styczniu 2008 roku, Fed dokonuje silnej, alarmowej obniżki stóp o 75 pb, redukując stopę funduszy federalnych do 3,50%.

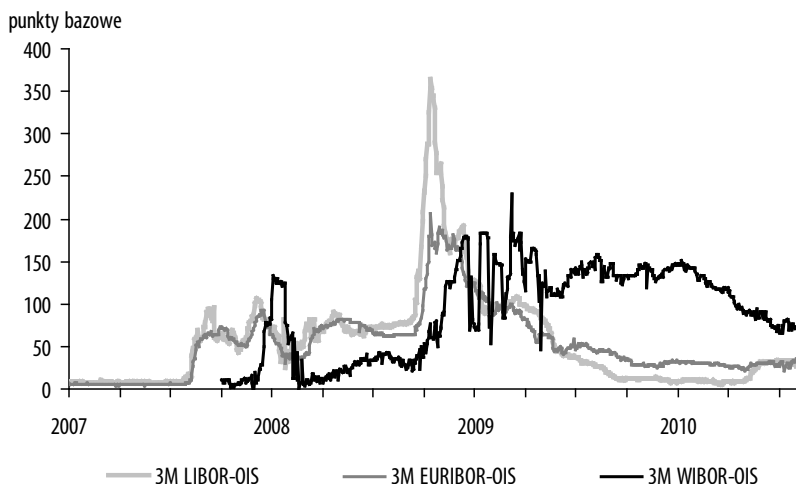
W całym okresie występowała silna korelacja podaży kredytu z cenami giełdowymi. Interesujące są wyniki analiz przyczynowości, które nie potwierdzają, że początek bańki wynika z ekspansywnej polityki kredytowej, a raczej z ignorowania w polityce pieniężnej banku centralnego zmienności na rynkach aktywów i koncentrowania się na inflacji i niewykorzystanym potencjale PKB (*luce PKB*) oraz stąd, że pierwotny wzrost cen aktywów nie jest powodowany wzrostem kredytu, ale raczej innymi czynnikami. Kredyt jedynie wspomagał formowanie się bańki.

Odpowiedzią Fed na kryzys na rynku kredytów subprime (będący skutkiem zahamowania dynamiki wzrostu cen nieruchomości w USA) była seria obniżek stóp procentowych sprowadzająca w ciągu półtora roku nominalną cenę pieniądza w USA z poziomu 5,25% w połowie 2007 roku do prawie zera (przedział 0,0% – 0,25%) pod koniec 2008 roku.

Spadek cen domów w USA oraz spadek cen akcji na głównych giełdach na świecie, wraz z gwałtownie słabnącym dolarem, spowodowały presję na wzrost cen surowców. Była to kolejna bańka spekulacyjna. Kryzys płynności w systemie bankowym po upadku Lehman Brothers oraz zaostrzenie warunków przyznawania kredytów spowodowały, że podaż nowego kredytu gwałtownie się zmniejszyła, powodując silne załamanie się aktywności gospodarczej. Rok 2009 upłynął pod znakiem wdrażania pakietów

stabilizujących rynki finansowe oraz programów stymulacji gospodarki w USA, strefie euro i Wielkiej Brytanii. Recesja w połączeniu z silnym wzrostem wydatków publicznych skutkowałą wzrostem poziomu zadłużenia w krajach rozwiniętych z poziomu 83% PKB w 2008 roku do 106% w 2010 roku (Deutsche Bank 2010), a dla krajów grupy G7 relacja długu do PKB zbliżyła się do 6-letniego maksimum, osiągając 112% w 2010 roku (MFW 2010).

Analiza wskaźników stresu na rynkach finansowych prowadzi do wniosku, że kluczowe dla funkcjonowania rynków finansowych rynki pieniężne w głównych rejonach gospodarczych ustabilizowały się na początku 2010 roku na poziomie zmienności z lat 2003–06. Podobnie nastąpiła stabilizacja cen aktywów na rynkach wschodzących. Awersja do zawierania długoterminowych transakcji na rynku międzybankowym zmniejszyła się do poziomów o połowę niższych niż bezpośrednio przed upadkiem Lehman Brothers (rysunek 8.6).



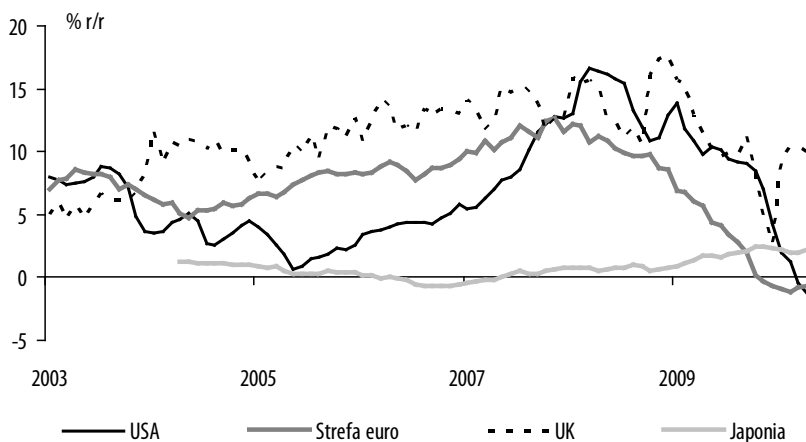
Rysunek 8.6. 3M LIBOR – OIS spread w USA, strefie euro i Polsce*

* dla Polski 3M WIBOR-OIS, dla strefy euro 3M EURIBOR-OIS

Źródło: opracowanie własne; Bloomberg.

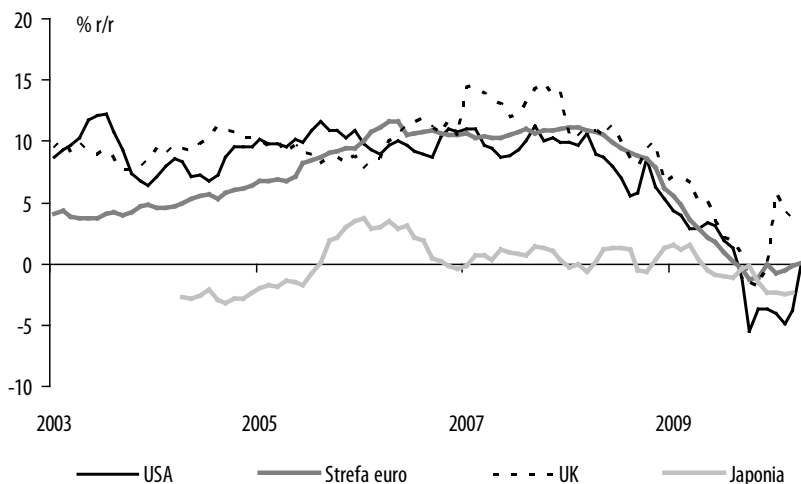
Zmienność cen takich aktywów jak obligacje korporacyjne i listy zastawne dla nieruchomości mieszkaniowych o wysokiej jakości (prime RMBS – Residential Mortgage-Backed Security) obecnie stabilizuje się na poziomie od 1 do 4 odchyłeń standardowych od średniej za lata 2003–06, zmienność cen akcji instytucji finansowych wciąż jest na poziomie od 4 do 9 odchyłeń standardowych od wartości referencyjnej, a zmienność cen subprime RMBS oraz komercyjnych RMBS jest wciąż większa niż 9 odchyłeń standardowych od wartości referencyjnej (MFW 2010: 3).

W czasie ostatniego kryzysu na rynkach finansowych sumy bilansowe w sektorze prywatnym zmniejszyły po pęknięciu bańki na rynku kredytowym, natomiast zwiększeniu uległy sumy bilansowe w sektorze publicznym. W początkowej fazie, w obliczu spadku podaży pieniądza (rysunek 8.7), wywołanego przez gwałtowne delewarowanie w sektorze prywatnym będące konsekwencją spadku cen aktywów, oraz przez spadek dynamiki kredytu dla sektora prywatnego (rysunek 8.8), zazwyczaj towarzyszący pęknięciu bańki na aktywach, to sektor rządowy w USA i strefie euro podjął zadanie zwiększania podaży pieniądza przez zwiększenie sum bilansowych w sektorze publicznym.



Rysunek 8.7. Dynamika wzrostu pieniądza M3

Źródło: Deutsche Bank, Fed, EBC, Bank of Japan, Bank of England.



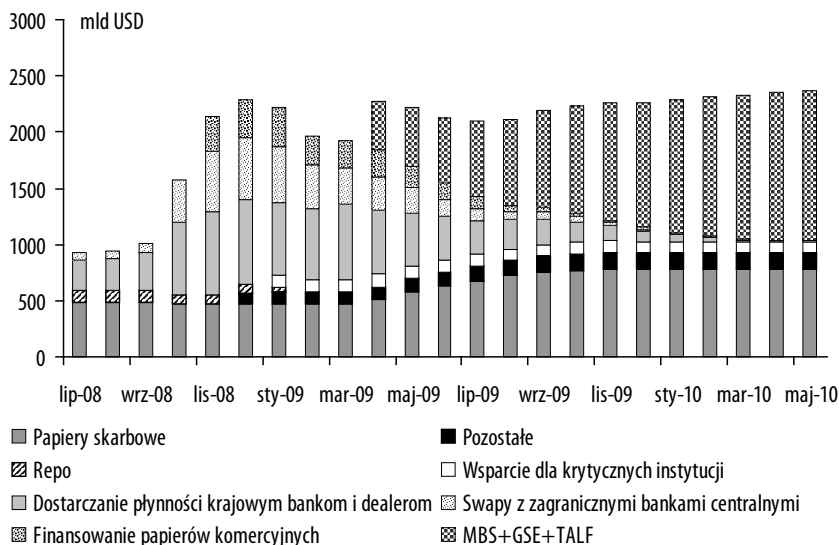
Rysunek 8.8. Wzrost kredytu dla sektora prywatnego

Źródło: Deutsche Bank, Fed, EBC, Bank of Japan, Bank of England.

Zwiększenie sum bilansowych w sektorze publicznym wynikało z:

1. przejęcia zagrożonych aktywów sektora prywatnego, rekapitalizacji banków (zwiększenie aktywów sektora publicznego),
2. stosowania programów stymulacji gospodarki przez obniżki podatków i zwiększone transfery (zwiększenie pasywów).

Zwiększone potrzeby pożyczkowe sektora publicznego oraz w części prywatnego zostały pokryte przez zwiększenie sum bilansowych banków centralnych (tzw. złagodzenie ilościowe, *quantitative easing*⁶) (zob. rysunki 8.9 i 8.10).



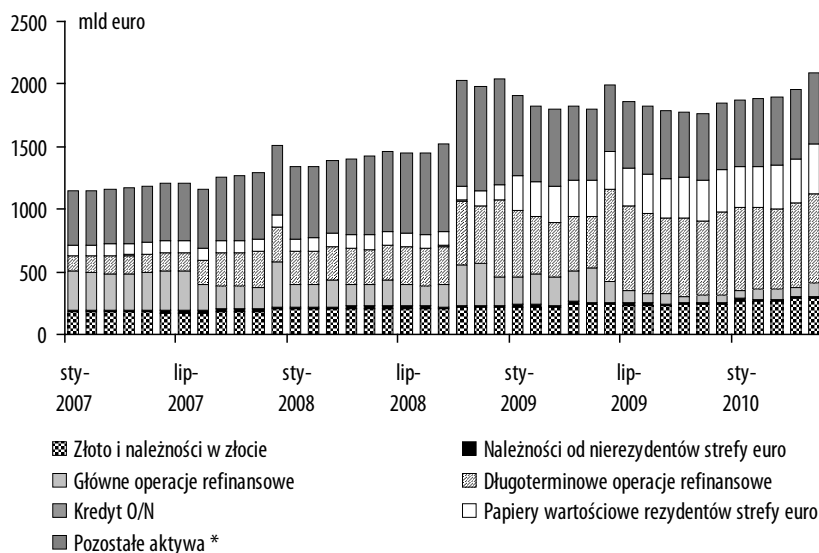
Rysunek 8.9. Aktywa Rezerwy Federalnej

Źródło: Deutsche Bank, Fed.

Analiza struktury aktywów Fed prowadzi do wniosku, że Fed w okresie następującym bezpośrednio po upadku Lehman Brothers zwiększał swą sumę bilansową głównie przez dostarczanie płynności na rynki finansowe w USA oraz przez dostarczanie płynności w USD dla zagranicznych banków centralnych, a także stabilizował ceny papierów komercyjnych, natomiast po osiągnięciu stabilizacji na rynkach finansowych skoncentrował się na wykupie długu rządowego oraz stabilizacji wartości aktywów (MBS+GSE+TALF). Z kolei EBC bezpośrednio po upadku Lehman Brothers zwiększył skokowo wartość operacji zasilających krótko i długoterminowych oraz należności od instytucji kredytowych w strefie euro oraz należności w obcych walutach (głównie w dolarach). W miarę stabilizacji

⁶ *Quantitative easing* polega na zmianach struktury i wielkości aktywów banku centralnego, które mają na celu zwiększenie płynności i złagodzenie warunków kredytowych na rynkach finansowych, np. przez zmniejszanie premii za ryzyko lub też zmniejszanie premii za płynność (czasowej).

sytuacji na rynkach finansowych w strefie euro, udział krótkoterminowych operacji zasilających oraz pozostałych aktywów zmniejszał się na rzecz wzrostu długoterminowych operacji zasilających oraz wykupu papierów wartościowych emitowanych przez rezydentów strefy euro.



* Pozostałe aktywa: należności w walutach obcych + pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro + dług rządowy i samorządowy

Rysunek 8.10. Aktywa EBC

Źródło: Deutsche Bank, EBC.

Od czasu pęknięcia bańki na rynku nieruchomości w Japonii i spadku nominalnych stóp procentowych do poziomu tzw. pułapki płynności (*liquidity trap*) zagadnienie prowadzenia polityki pieniężnej w sytuacji, gdy nominalne stopy procentowe znajdują się w pobliżu zera, jest dobrze rozpoznane przez teorię ekonomii (Krugman 1998; Orphanides 2004). Sprowadza się ono do rekomendacji dostarczania płynności krótko- i średnioterminowej w ramach operacji zasilających otwartego rynku (o terminach zapadalności do 12 miesięcy) oraz do zakupu przez bank centralny aktywów w celu zmniejszenia premii za ryzyko. Interesującym aspektem ostatniego kryzysu jest głębokość powiązań między rynkami finansowymi w strefie euro i USA oraz między tymi rynkami a rynkami długu suwerennego, wymuszająca koordynację działań nie tylko między głównymi bankami centralnymi, lecz także w ramach strefy euro.

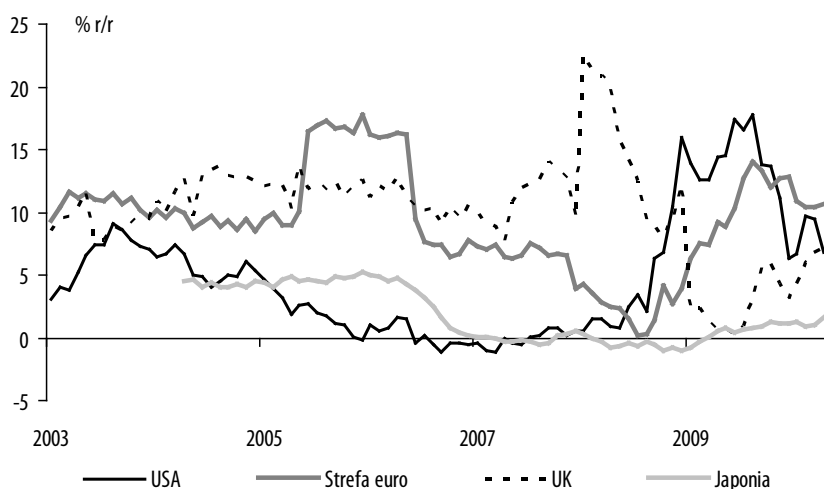
Po upadku Lehman Brothers oraz powtórnie po kryzysie greckim, główne banki centralne otworzyły między sobą linie swapowe, żeby przede wszystkim dostarczać płynność w dolarach). Natomiast kryzys w Grecji pokazał, że słabsze państwa strefy euro nie są w stanie rozwiązać swoich problemów fiskalnych bez pomocy organizacji międzynarodowych. Głównymi

wskazaniami praktycznymi dla banków centralnych w okresie recesji następującej po pęknięciu bańki na aktywach są:

1. stabilizowanie podaży pieniądza,
2. stabilizowanie systemu finansowego przez zapobieganie bankructwom instytucji finansowych o kluczowym znaczeniu dla systemu,
3. stabilizowanie cen aktywów, których wartość gwałtownie spadła (kwartanna).

Zadania (1)–(3) częściowo były także wypełniane z użyciem funduszy publicznych. Po zakupach MBS od sektora prywatnego i obligacji skarbowych od rządu USA przez Fed, w jego ślady poszedł Bank Anglii, kupując obligacje skarbowe, aby zwiększyć podaż pieniądza. W ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego również EBC zaczął kupować obligacje skarbowe rządów mających problemy fiskalne oraz obligacje przychodowe (*covered bonds*).

Zmniejszanie lewarowania, wzrost awersji do ryzyka w głównych obszarach gospodarczych oraz dostarczanie płynności przez banki centralne spowodowały (poza Japonią) silny spadek dynamiki wzrostu M3 (rysunek 8.7) oraz wzrost dynamiki wzrostu M1 (rysunek 8.11).



Rysunek 8.11. Dynamika wzrostu pieniądza M1

Źródło: Deutsche Bank, Fed, EBC, Bank of Japan, Bank of England.

O ile dostarczanie płynności z sektora publicznego oraz z banków centralnych powstrzymało tendencje deflacyjne w gospodarkach ogarniętych kryzysem finansowym, o tyle wzrost bazy monetarnej wynikający ze wzrostu aktywów banku centralnego nie spowodował impulsu inflacyjnego ze względu na spadek dynamiki kredytu dla sektora prywatnego (rysunek 8.8).

Analizując politykę pieniężną banków centralnych w fazie pęknięcia bańki na rynku aktywów, można stwierdzić, że początkowo Fed nie reagował na zmniejszającą się dynamikę wzrostu cen nieruchomości w USA i utrzymywał

stopę funduszy federalnych na poziomie 5,25% aż do momentu, gdy zaczęła pękać bańka na rynku akcji, a dynamika wzrostu cen nieruchomości zbliżyła się do zera. Można postawić tezę, że Fed działał według schematu zakładającego zwykłą recesję w USA, wywołaną spadkiem cen aktywów. Do momentu upadku Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku, co zapoczątkowało kryzys płynnościowy, stopa funduszy federalnych została obniżona do 2%, a więc poziomu, przy którym w poprzednim cyklu polityki pieniężnej nastąpiła stabilizacja na rynku akcji i rynek nieruchomości uległ przyspieszeniu. Jednakże upadek Lehman Brothers i następujący po nim gwałtowny kryzys płynności wymusiły obniżenie stopy funduszy federalnych praktycznie do zera.

W pierwszej fazie łagodzenia polityki pieniężnej Fed akomodował spadek cen aktywów (głównie akcji). W drugiej fazie (po upadku Lehman Brothers) koncentrował się na stabilizacji sektora finansowego. W trzeciej fazie, pod koniec 2009 i w 2010 roku, polityka pieniężna Fed nakierowana była na łagodzenie ilościowe, które miało zapobiec wystąpieniu pułapki płynnościowej.

Analiza zmian polityki pieniężnej Fed i EBC w czasie kryzysu prowadzi do wniosku, że polityka pieniężna tych dwóch banków centralnych różniła się zasadniczo w okresie poprzedzającym kryzys⁷, natomiast po upadku Lehmana, nastąpiła koordynacja polityk pieniężnych obu banków. Polityka łagodzenia ilościowego przez Fed okazała się skuteczna (zob. Blinder 2010), natomiast warto zwrócić uwagę na fakt, że latem i jesienią 2010 roku EBC był dopiero w początkowej fazie łagodzenia ilościowego.

W fazie wzrostowej cen akcji EBC podnosił stopy procentowe wraz ze wzrostem cen aktywów, podczas gdy polityka pieniężna Fed antycypowała wzrost cen aktywów (rysunek 8.5). EBC rozpoczął łagodzenie polityki pieniężnej dopiero po upadku Lehman Brothers. Spowodowane było to dążeniem EBC do umocnienia euro wobec dolara amerykańskiego, aby zmniejszyć presję inflacyjną w strefie euro w obliczu skokowego wzrostu cen surowców w 2008 roku. Po upadku Lehman Brothers EBC dążył do przeciwdziałania recesji oraz stabilizował rynki finansowe. Natomiast polityka pieniężna Fed miała istotny wpływ zarówno na dynamikę cen aktywów, jak i była w istotny sposób warunkowana przez zmiany cen aktywów (w I fazie kryzysu). W II fazie kryzysu polityka pieniężna Fed miała na celu stabilizację systemu finansowego oraz przeciwdziałanie deflacji.

W literaturze przedmiotu przyjmuje się, że siła kryzysu zależy od wielkości nierównowagi na rynku aktywów. Przyjmując tezę, że zbytne złagodzenie polityki pieniężnej w latach 2001–04 powstrzymało korektę cen na rynku akcji, zwiększyło siłę przewartościowania nieruchomości w USA i zapoczątkowało nową bańkę na rynku akcji, oraz włączając w cykl baniek spekulacyjnych spekulacyjną bańkę na rynku surowców w 2008 roku,

⁷ Występowała jednak pewna korelacja pomiędzy cyklami polityki pieniężnej – cykl zmian stóp przez Fed o kilka kwartałów wyprzedzał cykl zmian stóp przez EBC.

można wnioskować, iż zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed w latach 2005–06 było zbyt silne, a zbyt duża zmienność stóp procentowych mogła przyczynić się do zwiększenia zmienności na rynkach aktywów. Natomiast EBC zasadniczo dostosowywał stopę banku centralnego do szoków płynących z cen aktywów oraz do zmian inflacji i PKB.

7. WYZWANIA DLA POLITYKI PIENIĘŻNEJ PO KRYZYSIE

Kryzys z roku 2008 pokazał, że silne lewarowanie gospodarki, zwiększone przez powszechne użycie instrumentów pochodnych opartych na aktywach, zwiększa siłę cykli na rynku aktywów. Z jednej strony, lewarowanie pozwala na zwiększanie zysków w okresie wzrostu cen aktywów, z drugiej zaś wymusza większe ograniczanie bilansów w sektorze prywatnym w fazie spadków na rynku aktywów. Tak więc polityka pieniężna musi brać pod uwagę zmiany cen aktywów, przy czym aby zmniejszyć wahania realnego PKB, rynek aktywów powinien być regulowany za pomocą oddzielnego instrumentu polityki pieniężnej, polityki fiskalnej lub przez bezpośrednie regulacje rynku aktywów poprzez instytucje nadzoru finansowego. Kierowanie się tylko pierwotną regułą Taylora, czyli inflacją (bez inflacji aktywów) i niewykorzystanym potencjałem, jest absolutnie niewystarczającą podstawą polityki pieniężnej.

Wyzwaniem, które stoi obecnie przed polityką pieniężną, jest skoordynowane wycofanie impulsu monetarnego z gospodarki. Moment wycofania, tempo i struktura zmian bilansów banków centralnych będą miały kluczowe znaczenie dla płynności w systemie bankowym, podaży kredytu oraz średniookresowych tendencji w zakresie inflacji. Banki centralne, uniknąwszy deflacji i wspólnie z polityką fiskalną złagodziwszy recesję, będą musiały dostosować tempo zaostrzenia polityki pieniężnej, tak aby ani nie wywołać spowolnienia gospodarczego (poprzez presję na zmniejszenie tempa podaży pieniądza albo poprzez wzrost kosztów obsługi długu publicznego), ani też nie dopuścić do powstania presji inflacyjnej, zbyt późno wycofując dodatkową płynność i zbyt późno podnosząc stopy procentowe.

Z kolei wyzwaniem dla polityki fiskalnej w średnim okresie jest konieczność stopniowego zmniejszania bilansów sektora publicznego przez zmniejszanie strony zarówno aktywów (wycofywanie programów stabilizacyjnych i pomocowych), jak i pasywów (redukcja deficytów budżetowych i wycofywanie impulsu fiskalnego z gospodarek).

8. PODSUMOWANIE

W opracowaniu podjęta została próba wskazania współzależności między polityką pieniężną prowadzoną przez banki centralne w USA i strefie euro a rynkami aktywów. O ile polityka stóp procentowych oraz zmiany

podaż pieniądza wydają się nie mieć bezpośredniego wpływu na inicjowanie baniek spekulacyjnych na rynkach nieruchomości i na rynkach akcji, o tyle sposób prowadzenia polityki pieniężnej może mieć wpływ na podtrzymanie, rozwój oraz przyspieszenie pęknięcia baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów.

Również rynek aktywów dostarczał informacji co do siły i przebiegu ostatniego kryzysu, wpływając na decyzje banków centralnych. Literatura przedmiotu oraz badania własne autorów wskazują, że podaż kredytu nie jest przyczyną powstawania baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów w strefie euro i w USA, natomiast wzrost cen aktywów pociąga za sobą ekspansję kredytu; dotyczy to zwłaszcza rynku nieruchomości. W świetle przeprowadzonych rozważań można postawić tezę, że ani Fed, ani EBC nie ignorowały rynków aktywów, choć oba banki centralne w odmienny sposób reagowały na zmiany cen aktywów. Jednocześnie prawomocny wydaje się wniosek, że polityka pieniężna nakierowana wyłącznie na stabilizację inflacji nie jest w stanie przeciwdziałać formowaniu się baniek na rynkach aktywów.

Badanie reakcji EBC na zmiany cen aktywów za pomocą rozszerzonej reguły Taylora sugeruje, że Europejski Bank Centralny w decyzjach dotyczących stóp procentowych kierował się, oprócz inflacji i PKB, również zmianami cen na rynkach akcji w strefie euro, natomiast cykl na rynku nieruchomości w strefie euro prawdopodobnie miał charakter fundamentalny i nie dostarczał dodatkowych informacji polityce pieniężnej.

Analiza reakcji Fed i EBC na narastający kryzys sugeruje, że Fed przed wybuchem kryzysu prowadził ekspansywną politykę pieniężną, nakierowaną również na stabilizację cen aktywów. Natomiast w pierwszej fazie kryzysu zarówno Fed, jak i EBC prowadziły standardową politykę pieniężną nakierowaną na stabilizację gospodarki w obliczu nadciągającej recesji. Po upadku banku Lehman Brothers Fed prowadził politykę agresywnego łagodzenia ilościowego, które zostało również zaakceptowane przez EBC po kryzysie fiskalnym w Grecji. Efektywne prowadzenie polityki pieniężnej w czasie ostatniego kryzysu wymagało zarówno koordynacji polityk głównych banków centralnych, jak i włączenia polityki fiskalnej do aktywnego przeciwdziałania kryzysowi w postaci pakietów pomocowych i pakietów stabilizacji gospodarki oraz angażowania się międzynarodowych organizacji finansowych do procesu stabilizowania sytuacji fiskalnej. Obecnie wyzwaniem dla polityki makroekonomicznej pozostaje skoordynowane wycofanie impulsów fiskalnych i monetarnych w głównych obszarach gospodarczych.

BIBLIOGRAFIA

- Adrian, Tobias i Song Shin Hyun (2008). Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles. *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No. 1, Federal Reserve Bank of New York.
- Akerlof, George A. (2002). Behavioral macroeconomics and macroeconomic behaviour. *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 3.
- Allen, Franklin i Douglas Gale (2000). Bubbles and Crises. *Economic Journal*, Vol. 110, s. 235–255.
- Allen, Franklin i Gary Gorton (1993). Churning bubbles. *Review of Economic Studies*, Vol. 60, s. 813–836.
- Beck, Gunter W. i Volker Wieland (2008). Central bank misperceptions and the role of money in interest rate rules. *Working Paper Series 967/November 2008*, European Central Bank.
- Bernanke, Ben i Mark Gertler (2000). Monetary Policy and Asset Price Volatility. *Working Paper 7559*, NBER, luty 2000.
- Bernanke, Ben i Mark Getler (2001). Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *American Economic Review*, No. 91, s. 253–257.
- Blanchard, Olivier J. (1979). Speculative bubbles, crashes and rational expectations. *Economic Letters*, Vol. 3, s. 387–389.
- Blinder, Alan S. (2010). *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*. CEPS Working Paper No. 204, marzec 2010, Princeton University.
- Bordo, Michael, Haubrich, Joseph G. (2009). Credit crises, Money and Contractions: A Historical View. *Working Paper 09–08*, wrzesień 2009, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Botzen, Wouter J. i Philip S. Marey (2006). Does the ECB respond to the stock market?, *Serie Research Memoranda 0017*. VU University Amsterdam, Faculty of Economics.
- Cecchetti, Stephen G., Hans Genberg, John Lipsky i Sushil Wadhvani (2000). Asset Prices and Central Bank Policy. *Geneva Reports on the World Economy 2*. London: CEPR.
- Cristiano, Lawrence, Cosmin Ilut, Roberto Motto i Massimo Rostagno (2008). Monetary policy and stock market boom-bust cycles. *Working Paper Series No. 955/October 2008*, European Central Bank.
- Deutsche Bank (2010). *The Public Debt Challenge Global Economic Perspectives*, 13 stycznia 2010, Global Markets Research, Deutsche Bank.
- Erceg, Christopher, Dale Henderson, Andrew Lewin (2000). Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46, s. 281–313.
- Fernandez, Adriana, Evan Koenig i Alex Nikolsko-Rzhevskyy (2008). The relative Performance of Alternative Taylor Rule Specifications. *Federal Reserve Bank of Dallas Staff Papers No. 6*, czerwiec 2008
- Filardo, Andrew J. (2004). Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Some Experimental Results. *FRB of Kansas City Working Paper No. 01–04*.

- Frankel, Jeffrey A. (2009). What's In and Out in Global Money. *Finance & Development*, Vol. 46, No. 3.
- Gerlach-Kristen, Petra (2003). Interest rate reaction function and the Taylor rule in the euro area. *ECB Working Paper Series No. 258*, wrzesień 2003.
- Gorter, Janko, Jan Jacobs i Jakob de Haan (2007). Taylor rules for the ECB using consensus data. *DNB Working Paper No. 160*, październik 2007.
- Granger, Clive (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross Spectral Methods. *Econometrica*, Vol. 37, s. 424–439.
- Hanke, Steve (2010a). The great 18-year real estate cycle. *Globe Asia*, luty 2010.
- Hanke, Steve (2010b). Money dominates. *Globe Asia*, sierpień 2010.
- von Hayek, Friedrich A. (1925). The Monetary Policy of the Unites States after the Recovery from 1920 Crisis. W: Friedrich A. von Hayek, *Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays*. Chicago: Chicago Press.
- Hayford, Marc D. i A.G. Malliaris (Tassos) (2004). Monetary Policy and the U.S. Stock Market. *Economic Inquiry*, Vol. 42, s. 387–401.
- Hodrick, Robert J., Edward C. Prescott (1980). Postwar U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation. *Discussion Paper No. 451*, Carnegie Mellon University. Wersja zaktualizowana (1997) Postwar U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29(1), s. 1–16.
- Hunter, William Curt, George Kaufman, Michael Pomerlano (red.) (2003). *Asset Prices: Implications for Monetary, Regulatory and International Policies*. MIT Press.
- Kahn, George A. (2010). Taylor rule deviations and financial imbalances. *Economic Review*, issue Q II, s. 63–99.
- Keynes, John M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London.
- Kosaty, Jarosław (2010). *Ceny aktywów w polityce monetarnej Rezerwy Federalnej w latach 1987–2009 w ujęciu modelowym*, niepublikowany doktorat. Warszawa: Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Krugman, Paul R. (1998). It's Baaack: japan's slump and the return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, s. 137–205, Washington, D.C. Brookings Institution Press.
- McCallum, Benett (1987). The case for rules in the conduct of monetary policy: A Concrete Example. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, Vol. 73, s. 10–18.
- Mendicino, Caterina (2009). Monetary policy expectations and boom-bust cycles in the housing market. *Economic Bulletin*, zima 2009, Banco de Portugal.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2009). *Sustaining the Recovery, World Economic Outlook*, październik 2009.
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2010). *Global Financial Stability Report*, kwiecień 2010.
- Minsky, Hyman P. (1982). *Can „It” Happen Again? Essays on Stability and Finance*. Armonk, NY: M.E. Sharpe
- von Mises, Ludwig (1912/53). *The Theory of Money and Credit*. New Haven: Yale University Press.

- Orphanides, Athanasios (2004). Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice. *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 15(1), s. 101–124.
- Schularick, Moritz i Alan M. Taylor (2009). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008, *Working Paper 15512*, NBER.
- Taylor, John B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, Vol. 39.
- Taylor, John B. (2007). Housing and Monetary Policy, wrzesień 2007, wystąpienie na Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyoming.
- Tetlow, Robert J. (2004). Monetary Policy, Asset Prices and Misspecification: The Robust Approach to Bubbles with Model Uncertainty. Society for Computational Economics. *Computing in Economics and Finance 2002*, No. 335.
- Tirole, Jean (1982). On the possibility of speculation under rational expectations. *Econometrica*, Vol. 50, s. 1163–1181.
- Vickers, John (1999). *Monetary Policy and Asset Prices, lecture at the Money, Macro and Finance Group 31st Annual Conference*. Oxford.

Część III

KRYZYS A SPRAWA POLSKA

Jan Czekał

WPŁYW ŚWIATOWEGO KRYZYSU GOSPODARCZEGO NA POLSKĄ GOSPODARKE

WSTĘP

Paul Krugman w książce *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008* przytacza opinie wygłoszone przez Roberta Lucasa oraz Bena Bernanke, którzy twierdzili na początku dekady, że problematyka kryzysu czy nawet recesji, przestały być istotnym problemem badawczym dla nauk ekonomicznych (Krugman 2008: 9–10). Kilka lat później w światowej gospodarce rozpoczął się kryzys, którego skala jest porównywalna z Wielkim Kryzysem z ubiegłego wieku.

Pytania dotyczące przyczyn kryzysu oraz kanałów, za pośrednictwem których rozprzestrzenił się w świecie, będą zapewne jeszcze przez wiele lat należały do najważniejszych pytań stawianych przez ekonomistów. Według niektórych szacunków pierwotne straty z tytułu kredytów hipotecznych amerykańskich gospodarstw domowych wynosiły około 500 mld dolarów. Jak zatem było możliwe, że impuls o relatywnie niewielkiej wartości stał się przyczyną kilkakrotnie większych strat w różnych instytucjach finansowych w USA i w pozostałych, zwłaszcza wysokorozwiniętych, krajach? Ubytki światowego PKB, będące następstwem kryzysu w sferze realnej, sięgają wielu bilionów dolarów. W trakcie wcześniejszego kryzysu finansowego w USA, kryzysu Savings and Loans Associations w latach 80. i 90. straty z tytułu złych kredytów sięgały kwoty 160 mld dolarów, powodując tylko łagodną recesję w USA. Jakkolwiek straty z tytułu kredytów hipotecznych sięgnęły w trakcie obecnego kryzysu około 500 mld dolarów, to skali globalnego załamania nie można wytłumaczyć tylko różnicą wartości tych strat. Głębokość i zasięg kryzysu wynikały ze zmian instytucjonalnych,

jakie dokonały się w sektorze finansowym USA i innych krajów w latach 90. i na początku obecnej dekady.

Kryzys wywołany nieprawidłowościami na rynku kredytu hipotecznego w USA ma zasięg globalny. Dotknął on, jakkolwiek w różnym stopniu, wszystkie kraje. Największe załamanie wystąpiło w krajach wysokorozwiniętych, podczas gdy kraje rozwijające się i tzw. wschodzące zostały dotknięte kryzysem w mniejszym stopniu. Na tym tle polska gospodarka prezentuje się względnie korzystnie. Nie tylko nie zanotowano spadku PKB, lecz także w recesyjnym, 2009 roku wzrost gospodarczy był szybszy niż w niektórych krajach rozwijających się. Jakże były przyczyny tego stanu rzeczy?

Poszukując odpowiedzi na to pytanie, można wskazać na dwie grupy przyczyn: wynikające z polityki ekonomicznej państwa oraz niezależne od tej polityki. Działania antykryzysowe rządu miały w przypadku Polski bardzo ograniczony zasięg. Główne znaczenie odegrały zatem czynniki niezależne od polityki gospodarczej, jak chociażby silna deprecjacja złotego. Rola rządu w dużej mierze ograniczała się do działań propagandowych, których celem było ukształtowanie pozytywnego obrazu Polski w oczach międzynarodowych instytucji finansowych i międzynarodowych rynków finansowych.

1. ŹRÓDŁA ŚWIATOWEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

Powszechnie przyjmuje się, że źródła kryzysu światowego sektora finansowego tkwią w nieprawidłowościach, jakie wystąpiły na rynku mieszkaniowym w USA pod koniec ubiegłej i na początku obecnej dekady. Według raportu Banku Rozrachunków Międzynarodowych, BIS: „Rynek mieszkaniowy w USA w pierwszej połowie dekady charakteryzował się wysoką nadpodażą mieszkań – wzrost liczby oddawanych obiektów przekraczał istotnie tempo przyrostu ludności. Czynniki spekulacyjne odgrywały znacznie większą rolę niż w przeszłości. Wiele domów było zakupywanych z myślą o późniejszej odsprzedaży, bez zwracania uwagi na czynniki demograficzne wyznaczające realne tempo przyrostu popytu na nowe domy i mieszkania. W rezultacie nakłady na budowę domów jednorodzinnych w USA wzrosły z 2,5% PKB na początku lat 2000., do 3,5% w roku 2006” (Bank of International Settlements 2008: 3). Podobny pogląd wyraża Robert Shiller, który w jednej z pierwszych prac poświęconych kryzysowi subprime w USA stwierdza, że: „Bąbel spekulacyjny na rynku mieszkaniowym był główną, jeżeli nie jedyną przyczyną kryzysu subprime i ogólnego kryzysu ekonomicznego, jaki przeżywamy obecnie” (Shiller 2008: 29). Zacytowane stwierdzenia, jakkolwiek nie podzielam ich w pełni, w sposób niebudzący wątpliwości pokazują źródło obecnego kryzysu – jest nim niewątpliwie rynek nieruchomości mieszkaniowych w USA z końca poprzedniej i z początku obecnej dekady, a konkretnie rzecz ujmując, nieprawidłowości, jakie w tamtym okresie wystąpiły na tym rynku.

Stwierdzenie, że kryzys został spowodowany przez nieprawidłowości na rynku kredytu hipotecznego w USA czy też szerzej – w sektorze gospodarki mieszkaniowej tego kraju, nie wyjaśnia jeszcze złożonego mechanizmu narastania i rozprzestrzeniania się zjawisk kryzysowych. Kryzys o takiej skali nie mógł powstać tylko w wyniku nadpodaży domów na rynku mieszkaniowym w USA; jego źródeł należy poszukiwać zarówno w polityce makroekonomicznej (zwłaszcza polityce pieniężnej), jak i w deformacji rozwiązań instytucjonalnych, związanych z procesem udzielania kredytu hipotecznego oraz mechanizmem refinansowania portfeli kredytu hipotecznego amerykańskich banków.

Pod koniec swej kadencji, w roku 1999, prezydent Bill Clinton podpisał ustawę, w wyniku której ostatecznie stracił moc akt prawny znany jako Glass-Steagall Act, który przez około $\frac{3}{4}$ ubiegłego wieku kształtował działalność sektora bankowego w USA. Uchwalenie Glass-Steagall Act było wyrazem poszukiwania przez amerykańskiego ustawodawcę takich rozwiązań prawnych i organizacyjnych dla sektora bankowego, które zapobiegałyby destabilizowaniu gospodarki amerykańskiej przez banki. Najważniejszym rozwiązaniem, bazującym na doświadczeniach Wielkiego Kryzysu, które zostało wprowadzone przez Glass-Steagall Act, było rozdzielnie działalności depozytowo-kredytowej i inwestycyjnej banków. Rozwiązanie to chroniło amerykański system finansowy przed silnymi zaburzeniami w sektorze bankowym przez około pół wieku. Przynosząc dobre skutki dla gospodarki i społeczeństwa rozwiązania wprowadzone przez Glass-Steagall Act stawały się z biegiem czasu coraz bardziej uciążliwe dla sektora bankowego.

Dążenia banków do zlikwidowania tych ograniczeń były po części uzasadnione. Od lat 70. banki coraz silniej zaczęły odczuwać presję konkurencyjną ze strony innych firm sektora finansowego, zarówno na rynku depozytów gospodarstw domowych, jak i w ich relacjach z przedsiębiorstwami spoza tego sektora. Konkurentami banków na tradycyjnym rynku usług bankowych stały się m.in. fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, fundusze rynku pieniężnego. W kolejnych dekadach ubiegłego oraz na początku obecnego wieku proces wypierania banków z ich tradycyjnych sfer działalności nabierał przyspieszenia. Udział instytucji depozytowych w aktywach sektora finansowego, który w roku 1997 wynosił 56,3%, spadł do 23,7% w 2007 roku. W tym samym czasie udział funduszy inwestycyjnych i emerytalnych zwiększył się z 21% do 37,8%.

W tych warunkach presja banków na zwiększenie stopnia liberalizacji rynku usług bankowych trafiała na podatny grunt. W pierwszej połowie obecnej dekady, za prezydentury G.W. Busha, dominujące w polityce koncepcje gospodarczego neoliberalizmu stwarzały szczególnie korzystne środowisko dla radykalnych zmian systemowych.

W okresie prezydentury G.W. Busha nowej siły nabrała idea „American Dream” – idea, której jednym z najważniejszych elementów jest posiadanie domu przez każdą rodzinę. Próba realizacji tego hasła wymagała określonych warunków. Tymi warunkami były: niskie stopy procentowe oraz

dostępność pieniądza, niezbędnego do sfinansowania zwiększonego popytu na domy oraz takich mechanizmów kredytowania, które umożliwiłyby sfinansowanie zakupu domów przez niespełniających kryteriów oceny kredytowej kredytobiorców. Trzeba bowiem podkreślić, że nieposiadające własnych domów amerykańskie rodziny nie napotykały bariery podaży. Niezamieszkałe domy i mieszkania stanowią bez mała 10% ogólnego ich zasobu, zamiary ich zakupu natomiast napotykały barierę finansową.

Pierwszy z tych warunków został spełniony dzięki polityce Zarządu Rezerwy Federalnej, który w pierwszej połowie tej dekady, chcąc uniknąć recesji po pęknięciu internetowej banki spekulacyjnej i wydarzeniach z 11 września 2001 roku, prowadził politykę niskich stóp procentowych. W jakim zakresie polityka ta była prowadzona także z myślą o stworzeniu finansowych warunków urzeczywistnienia „American Dream”, tego zapewne się nie dowiemy. Fascynacja A. Greenspana rosnącym rynkiem nieruchomości może wskazywać, że polityka pieniężna była także prowadzona z myślą o tym, aby ten wzrostowy trend utrzymać. W tej kwestii A. Greenspan wyraża się następująco: „W wielu częściach Stanów Zjednoczonych nieruchomości mieszkalne, pobudzone przez spadek oprocentowania kredytów hipotecznych, zaczęły gwałtownie zyskiwać na wartości... Ten boom znacząco poprawił morale – nawet jeśli twój dom nie był na sprzedaż, to wystarczyło, że zobaczyłeś, jak za rogiem twoi sąsiedzi pozbywają się swojego za, wydawałoby się, niewyobrażalną kwotę, co oznaczało, że również twój dom wart jest więcej” (Greenspan 2008: 261). Poprawa morale społeczeństwa nie figuruje wprawdzie wśród celów polityki monetarnej, jednakże przyczynienie się do tej poprawy przez niekosztujące nic zwiększenie podaży pieniądza, mogło być kuszące.

Drugi warunek został zrealizowany dzięki przemianom w mechanizmach udzielania kredytu hipotecznego (kredyty subprime), czyli dzięki rozluźnieniu kryteriów przyznawania kredytów oraz poszerzeniu liczby podmiotów biorących udział w finansowaniu kredytów hipotecznych (*mortgage backed securities*, MBS, sekurytyzacja). Kategoria kredytu subprime stała się narzędziem realizacji koncepcji „społeczeństwa właścicieli”, zapewniając równocześnie wysokie dochody kredytodawcom (Gorton 2008: 4). Jak się później okazało, zrealizowano tylko drugą część tej koncepcji. Kredyty hipoteczne subprime oraz emitowane na ich podstawie obligacje stały się jednymi z najważniejszych instrumentów rynku finansowego w USA, zapewniając wysokie dochody zwłaszcza tym podmiotom, które pełniły funkcje pośredników w rozbudowanym łańcuchu finansowania rynku mieszkaniowego. Realizacja pierwszej części tego hasła wypadła znacznie gorzej. W I kwartale 2009 roku, po około 10 latach realizacji koncepcji społeczeństwa właścicieli, 67,3% rodzin było właścicielami zamieszkałych przez nie mieszkań i był to wskaźnik o 0,1% niższy niż w 2000 roku.

Ważnym celem liberalnej polityki, którego realizacja przyczyniła się do zdestabilizowania rynku kredytu hipotecznego, było także ograniczenie roli wspieranych przez państwo instytucji finansujących sektor mieszkaniowy

w USA. W roku 2003, pod hasłem uzdrowienia rynków finansowych, podjęto działania mające na celu ograniczenie udziału w rynku kredytu hipotecznego niezwykle ważnych i zasłużonych instytucji dla tego rynku instytucji, a mianowicie Ginnie Mae, Fannie Mae i Freddie Mac (Greenspan 2008: 275). Ograniczenie tego udziału było konieczne z dwu powodów. Po pierwsze, firmy te stosowały wysokie standardy oceny kredytowej przy przyznawaniu kredytów, które stanowiły punkt odniesienia dla kryteriów stosowanych przez w pełni prywatne instytucje, natomiast upowszechnienie kredytów subprime wymagało rozluźnienia tych kryteriów. Po drugie, sponsorowane przez państwo agencje mają przewagę konkurencyjną nad firmami prywatnymi, gdyż – chociaż nieformalnie – posiadają one gwarancje skarbu państwa, w związku z czym mogą pozyskiwać fundusze na finansowanie akcji kredytowej oprocentowane poniżej rynkowych stóp procentowych. Zdaniem A. Greenspana oznaczało to subsydiowanie tych firm przez rynki finansowe, z którym postanowiono walczyć (Greenspan 2008: 275).

Rynek kredytów subprime stał się jednym z ważnych elementów rynku kredytu hipotecznego w USA w wyniku zmian, jakie zaszły na tym rynku w latach 90. i na początku obecnej dekady. Kredyty subprime są przeznaczone dla osób, które z takich czy innych względów nie spełniają kryteriów oceny wiarygodności kredytowej. Są to najczęściej osoby o niskich dochodach, nisko wykształcone, do których zalicza się różnego rodzaju mniejszości narodowe (ludność hiszpańskojęzyczna, rdzenni Amerykanie, ludność kolorowa) lub nowo przybyli imigranci. Kredytobiorcy niespełniający kryteriów oceny zdolności kredytowej w kredytach subprime widzieli jedyną możliwość sfinansowania zakupu domu, w związku z czym byli zainteresowani zaciąganiem tych kredytów. Ponieważ warunki umów kredytowych w przypadku kredytów subprime są z reguły bardziej złożone niż w przypadku kredytów standardowych, bardzo często kredytobiorcy nie rozumieli warunków, na jakich kredyt był im oferowany i jakie mogło to mieć konsekwencje w przyszłości, szczególnie w przypadku niekorzystnej zmiany ich sytuacji ekonomicznej.

Oprócz rozluźnienia kryteriów oceny zdolności kredytowej istotne znaczenie miały zmiany w sposobie udzielania kredytów oraz ich refinansowania. Większość umów kredytowych była zawierana przez pośredników zainteresowanych zwiększaniem ich liczby, a nie ryzykiem związanym z tymi umowami. Ponieważ w większości kredyty te były przedmiotem dalszego obrotu bądź to bezpośrednio, bądź też pośrednio za pomocą wyemitowanych na ich podstawie papierów wartościowych, ryzyko kredytu było transferowane na inne podmioty.

Ważną rolę odegrały w tym procesie agencje ratingowe. Szacuje się, że w szczytowym okresie rozwoju rynku subprime oraz rynku obligacji emitowanych w oparciu o kredyty hipoteczne około połowa przychodów agencji ratingowych pochodziła z nadawania ocen papierom wartościowym wyemitowanym na bazie kredytów hipotecznych (*The Moody's Blues* 2008).

Jest zrozumiałe, że w tych warunkach były one zainteresowane dalszym rozwojem rynku, który z kolei był uwarunkowany przekonaniem inwestorów, że jest to rynek bezpieczny. W konsekwencji agencje te przyznawały z reguły wysokie oceny papierom wartościowym emitowanym w oparciu o kredyty hipoteczne (MBS) co najmniej z dwu powodów. Po pierwsze, były zainteresowane utrzymywaniem dobrych relacji z emitentami papierów wartościowych wspartych aktywami, gdyż znaczna część ich dochodu pochodziła z przyznawania ocen tym emisjom. Po drugie, agencje stosowały metody oceny ryzyka, które pozwalały im zaliczać do bardzo bezpiecznych (posiadających ocenę AAA lub A) nawet 95% transz obligacji wyemitowanych w oparciu o pule kredytów hipotecznych, w których znaczną część stanowiły kredyty subprime¹.

Charakteryzując ogólnoeconomiczne i społeczne tło załamania rynku mieszkaniowego w USA, warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną kwestię. Warunkiem funkcjonowania całego mechanizmu w takim kształcie, jaki został stworzony na przełomie tej i poprzedniej dekady, była wzrostowa tendencja cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Mechanizm ten był skonstruowany tak, że z jednej strony, przez nieograniczony niemal dopływ funduszy, sprzyjał utrzymaniu się takiej tendencji, jednak z drugiej strony, odwrócenie trendu wzrostowego cen niemal automatycznie musiało doprowadzić do załamania. Ponieważ ceny nieruchomości nie mogą rosnąć w nieskończoność, toteż załamanie było nieuchronne.

2. MECHANIZM ROZPRZESTRZENIANIA SIĘ ZJAWISK KRYZYSOWYCH

Kryzys na amerykańskim rynku mieszkaniowym stał się przyczyną ogólnego kryzysu światowej gospodarki o skali niespotykanej od Wielkiego Kryzysu z lat 30. Można w związku z tym postawić pytanie, w jaki sposób zjawiska i procesy zachodzące na rynku kredytu hipotecznego wpłynęły na ogólną koniunkturę gospodarczą w skali globalnej? Udzielenie odpowiedzi na to pytanie jest niezwykle trudne, gdyż wymaga analizy zarówno złożonych relacji i zależności między różnymi ogniwami sektora finansowego w skali krajowej i globalnej, jak i zależności między sytuacją sektora finansowego, szczególnie bankowego, a sferą realną gospodarki, co wymagałoby obszernej monografii. Przedstawiona niżej analiza ma zatem z konieczności charakter uproszczony.

Przenoszenie skutków nieprawidłowości na rynku kredytu hipotecznego w ramach sektora finansowego USA oraz w skali międzynarodowej

¹ Istotne znaczenie miało stosowanie do oceny ryzyka standardowego modelu dywersyfikacji opartego na teorii portfelowej, w którym niedoszacowane było ryzyko rynku. Spadek cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych był zjawiskiem powszechnym, w związku z czym wpłynął na cały rynek kredytów hipotecznych. Dywersyfikacja w oparciu o wskazania teorii portfelowej jest w tym przypadku nieskuteczna. Por. Bajari, Chu, Park (2008: 4).

wynikało z modyfikacji, jakie wprowadzono w procesie udzielania i refinansowania kredytu hipotecznego w USA. W poprzednim punkcie wspomniano o wzrastającej roli kredytów udzielanych kredytobiorcom niespełniającym warunków oceny zdolności kredytowej (kredytobiorcy subprime), co samo w sobie stanowiło zagrożenie stabilności systemu bankowego. Poza tym jednak system kredytu hipotecznego USA uległ takim modyfikacjom, które zwiększały niebezpieczeństwo destabilizacji.

W historycznym procesie rozwoju kredytu hipotecznego w USA ważną rolę odegrały różnego rodzaju instytucje oszczędnościowo-pożyczkowe, które gromadziły oszczędności ludności oraz udzielały kredytu hipotecznego, przede wszystkim na budownictwo domów. Mechanizm finansowania był w tym przypadku prosty. Dysponując oszczędnościami ludności, instytucje te udzielały kredytu hipotecznego, który najczęściej stanowił główny składnik ich aktywów. Instytucje oszczędnościowo-pożyczkowe pełniły zatem funkcję banków hipotecznych.

W drugiej połowie ubiegłego wieku mechanizm funkcjonowania kredytu hipotecznego zaczął ulegać istotnym przeobrażeniom, które charakteryzowały się rozbudowywaniem systemu pośrednictwa między kredytobiorcą a inwestorem ostatecznym. Instytucje oszczędnościowo-kredytowe oraz inni pośrednicy finansowi, którzy w coraz szerszym zakresie włączali się w rynek kredytu hipotecznego, coraz częściej sprzedawali kredyty hipoteczne na rynku wtórnym. Sprzedaż ta mogła mieć charakter bezpośredniej sprzedaży kredytu lub też sprzedaży nowych instrumentów finansowych wyemitowanych w oparciu o posiadane kredyty hipoteczne. Głównymi nabywcami kredytów hipotecznych na rynku wtórnym są rządowe lub wspierane przez rząd agencje: GNMA („Ginnie Mae”), FNMA („Fannie Mae”) i FHLMC („Freddie Mac”).

Papiery wartościowe wsparte kredytami hipotecznymi (MBS) są instrumentami inwestycyjnymi znacznie bardziej wygodnymi niż same kredyty hipoteczne. MBS-y mają cechy klasycznych obligacji, gwarantują regularnie wypłacane odsetki oraz zwrot kwoty nominalnej w momencie umorzenia długu, nie angażując inwestora w pracochłonny proces administrowania kredytami hipotecznymi. Ponadto wielu inwestorów działających na rynku kapitałowym musi inwestować posiadane środki w instrumenty o wysokim stopniu bezpieczeństwa, posiadające odpowiedni rating inwestycyjny. Podczas gdy pojedyncze kredyty takiego ratingu nie posiadają, papiery wartościowe wyemitowane w oparciu o pulę kredytów hipotecznych najczęściej taki rating mają. Dzięki MBS-om poszerzyły się istotnie możliwości gromadzenia kapitału na cele finansowania rynku mieszkaniowego za pośrednictwem nie tylko systemu bankowego, lecz także rynku kapitałowego. Zabezpieczone kredytami hipotecznymi papiery wartościowe stały się bardzo płynnymi instrumentami rynku kapitałowego.

W ostatniej dekadzie ubiegłego stulecia oraz na początku tej dekady mechanizm wtórnego obrotu kredytami hipotecznymi uległ istotnym przeobrażeniom. W zdominowanym pierwotnie przez instytucje państwowe

lub sponsorowane przez państwo rynku zwiększył się udział prywatnych instytucji finansowych. Proces emitowania papierów wartościowych wspartych kredytami hipotecznymi stał się bardziej złożony i zyskał nazwę procesu sekurytyzacji.

W wyniku zmian instytucjonalnych na rynku kredytu hipotecznego zwiększyła się liczba podmiotów działających na tym rynku, gdyż obok banków handlowych i instytucji oszczędnościowo-kredytowych, które wcześniej dominowały na tym rynku, w proces udzielania kredytów hipotecznych oraz zakupu papierów wartościowych wyemitowanych w oparciu o te kredyty włączyły się także inne instytucje finansowe (banki inwestycyjne, fundusze hedgingowe, fundusze emerytalne itd.).

Dla tych instytucji najważniejsze były dwie kwestie. Po pierwsze, poszukiwały one inwestycji o wysokich stopach zwrotu, co w warunkach niskich stóp procentowych nie było łatwe. Papiery wartościowe wyemitowane w oparciu o kredyty subprime takie wysokie stopy przynosiły. Po drugie, instytucje te poszukiwały takich papierów wartościowych, które posiadały wysokie oceny agencji ratingowych. Ponadto poszczególne instytucje są skłonne akceptować zróżnicowany poziom ryzyka. Ponieważ w ramach emisji MBS emitowane były transe o różnym stopniu ryzyka, toteż każdy inwestor mógł kształtować portfel o odpowiadającym mu poziomie ryzyka. Rynek kredytu hipotecznego w USA za pośrednictwem mechanizmu sekurytyzacji uzyskał dostęp do nieograniczonych wręcz zasobów finansowych, zarówno w USA, jak i w skali globalnej, gdyż jednymi z najważniejszych nabywców papierów wartościowych wyemitowanych w oparciu o kredyty hipoteczne były zagraniczne banki i inne instytucje sektora finansowego z całego niemal świata.

Dostęp do światowego rynku finansowego umożliwił finansowanie amerykańskiego rynku mieszkaniowego. Załamanie na rynku amerykańskim stanowiło jednak potencjalne zagrożenie dla światowego systemu finansowego. Według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego w latach 2007–10 odpisy sektora bankowego na złe kredyty hipoteczne oraz papiery wartościowe wyemitowane w oparciu o te kredyty sięgnęły kwoty 826 mld USD, z czego na banki amerykańskie przypada prawie 45% tej kwoty, na banki ze strefy euro 18%, na europejskie banki spoza strefy euro ponad 23%, a na banki azjatyckie około 14% (*Financial Stability Report*, 2010: 12).

Nie wyczerpuje to wszystkich strat, gdyż oprócz banków straty poniosły także inne instytucje sektora finansowego. Łączna kwota strat tych instytucji z tytułu kredytów hipotecznych oraz papierów wartościowych wyemitowanych w oparciu o te kredyty wyniosła około 570 mld USD (*Financial Stability Report*, 2008: 15).

Straty z tytułu kredytów hipotecznych rozprzestrzeniły się zatem na inne elementy sektora finansowego w USA oraz w skali międzynarodowej, wpływając w istotnym stopniu także na sytuację w sferze realnej gospodarki. Straty poniesione przez banki oraz inne przedsiębiorstwa sektora finansowego wpłynęły negatywnie na sferę realną gospodarki przez zmniejszenie

strumienia zasilania finansowego gospodarki. Wynikało to zarówno z ograniczenia zdolności do udzielania kredytów przez banki wskutek erozji ich bazy kapitałowej, jak i ze względu na zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów bądź to w wyniku działań podejmowanych w tym względzie przez banki, bądź też pod wpływem sugestii lub nakazów instytucji nadzoru nad rynkiem finansowym.

Zmniejszenie strumienia zasilania finansowego procesów realnych w gospodarce wynikało także z zablokowania jednego z ważnych kanałów dopływu środków finansowych do gospodarstw domowych, zwłaszcza w USA, związanego z rynkiem kredytu hipotecznego. Kanał ten określany jest mianem *mortgage equity withdrawal*. W sytuacji, gdy wzrasta wartość nieruchomości stanowiącej zabezpieczenie kredytu hipotecznego, kredytobiorca może skorzystać ze wzrostu tej wartości, nie pozbywając się posiadanej nieruchomości. Może mianowicie zaciągnąć nowy kredyt o wartości wyższej niż kredyt dotychczasowy, spłacić wcześniej zaciągnięte zobowiązania, co pozwala na uzyskanie nadwyżki stanowiącej różnicę między wartością nowo zaciągniętego kredytu a wartością pozostałego do spłaty kredytu wcześniej zaciągniętego. Nadwyżka ta może być przeznaczona na różne cele, a jej suma w skali całej gospodarki jest jednym z ważnych czynników stymulujących koniunkturę gospodarczą. W latach 1991–2008 nadwyżka ta stanowiła około 5% dochodu do dyspozycji brutto amerykańskich gospodarstw domowych. Wyraźna jest jednak różnica w wysokości tej nadwyżki w latach 1991–99 i 2000–08. W pierwszym z tych podokresów nadwyżka ta stanowiła 2,9% dochodów do dyspozycji brutto, natomiast w latach 2000–08 około 7,3%², a więc ponad 500 mld dolarów rocznie.

Pomijając skomplikowane kwestie wykorzystania tej nadwyżki, nie ulega wątpliwości, że wywiera ona istotny wpływ na popyt amerykańskich gospodarstw domowych. Trzeba jednak podkreślić, że mechanizm ten może także przyczynić się do zmniejszenia popytu gospodarstw domowych w sytuacji, gdy ceny nieruchomości obciążonych kredytem spadają. Wtedy może pojawić się ujemna wartość netto nieruchomości obciążonej kredytem, co zmniejsza zdolność do zaciągania kredytu gospodarstw domowych (Feldstein 2007). Po roku 2008 to źródło zasilania finansowego amerykańskich gospodarstw domowych przestało odgrywać jakąkolwiek rolę.

Banki i inne instytucje sektora finansowego gospodarek wschodzących i rozwijających się, do których należy Polska, w większości przypadków nie poniosły znaczących strat z tytułu inwestycji w papiery wartościowe emitowane w oparciu o kredyty hipoteczne amerykańskich gospodarstw domowych. Niemniej jednak sytuacja gospodarcza tych krajów uległa również pogorszeniu. Dwa czynniki miały zasadnicze znaczenie:

- spadek popytu na produkty tych krajów ze strony krajów wysokorozwiniętych,

² <http://www.wealthscribe.com/>

- wstrząsy na rynkach finansowych i walutowych, które doprowadziły do gwałtownych zmian kursów walut tych krajów oraz wycofywania kapitału przez instytucje finansowe o zasięgu międzynarodowym bądź to wskutek ograniczenia ich zdolności kredytowych, bądź też w wyniku podwyższenia oceny ryzyka inwestowania na rynkach wschodzących i rozwijających się.

Jednym z najpoważniejszych skutków kryzysu było załamanie światowego handlu. Przy spadku światowego PKB w roku 2009 o 0,6%, wolumen światowych obrotów handlu zagranicznego zmniejszył się o 11,3%. Spadek obrotów handlu światowego miał szczególnie negatywne konsekwencje dla tych gospodarek, w których udział obrotów handlu zagranicznego jest szczególnie wysoki.

Tabela 9.1. Tempo wzrostu eksportu wybranych krajów w latach 2008–09

| | 2008 IQ | 2008 IIQ | 2008 IIIQ | 2008 IVQ | 2009 IQ | 2009 IIQ | 2009 IIIQ | 2009 IVQ | 2010 IQ |
|-----------------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|
| USA | 9,3 | 11 | 5,4 | -3,4 | -11,6 | -15 | -10,7 | -0,7 | 10,4 |
| Japonia | 10,4 | 6,3 | 4,5 | -12,5 | -36,5 | -29,3 | -22,8 | -4,9 | 35,2 |
| Strefa euro | 5,2 | 3,8 | 1,5 | -6,6 | -16,3 | -17 | -13,6 | -5,2 | 6 |
| Niemcy | 7,1 | 5,4 | 3,2 | -6,3 | -17,2 | -18,2 | -15,5 | -6,2 | 7,2 |
| Francja | 5 | 0,5 | -2,2 | -6,5 | -16,2 | -14,2 | -12,2 | -5,6 | 6,3 |
| Wielka Brytania | 3,7 | 2,8 | 0,5 | -3,8 | -11,6 | -13,4 | -12,4 | -4,8 | 2,6 |
| Włochy | -0,5 | 0,2 | -3,8 | -10,8 | -22,3 | -23 | -18,5 | -11,8 | 5 |
| Polska | 10,4 | 11,2 | 8,6 | -0,7 | -13,2 | -12,3 | -7,5 | 1,8 | 9,8 |
| Czechy | 14,2 | 14,9 | 8,5 | -9,6 | -19,7 | -17 | -10,2 | 1,8 | 13,3 |
| Słowacja | 11,2 | 8,1 | 2,7 | -7,8 | -25,2 | -20,3 | -15 | -5,2 | 16,8 |
| Węgry | 15,3 | 10,3 | 3,6 | -8,2 | -17,8 | -13,9 | -6,9 | 3,1 | 13,7 |

Źródło: materiały NBP na posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej.

Dane przedstawione w tabeli 9.1 dotyczą krajów o relatywnie wysokim, poza USA, udziale handlu zagranicznego w PKB. Równocześnie są to kraje, które poza krajami nadbałtyckimi, Bułgarią, Islandią i Ukrainą, odnotowały najgłębsze spadki PKB. W odniesieniu do tych krajów można zatem postawić tezę, że głównym czynnikiem spadku PKB było załamanie handlu światowego. W przypadku Polski, w której udział handlu zagranicznego w PKB jest niższy i w której spadek eksportu nie był tak głęboki

jak w innych krajach, spadek obrotów handlu światowego nie wpłynął negatywnie na dynamikę PKB.

Istotne znaczenie dla sytuacji gospodarczej wielu krajów, głównie wschodzących i rozwijających się, miały wstrząsy na międzynarodowych rynkach finansowych. Szczególnie silny, negatywny wpływ tego czynnika na sytuację gospodarczą wystąpił w krajach, które wcześniej wykazywały wysokie deficyty w handlu zagranicznym oraz na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego oraz w których stosowano sztywny kurs walutowy (kraje nadbałtyckie, Bułgaria), a także, nieco później, kraje, w których sytuacja fiskalna uległa znacznemu pogorszeniu (Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia). W odniesieniu do tej grupy krajów możemy mówić o kolejnej fazie kryzysu – kryzysu, którego źródła tkwią w pogarszającym się stanie sektora finansów publicznych.

To ostatnie stwierdzenie ma szerszy aspekt. Jak wiadomo, kryzys zaczął się w prywatnym sektorze finansowym. W wyniku wdrożonych przez rządy i banki centralne krajów wysokorozwiniętych pakietów ratunkowych niebezpieczeństwo załamania światowego systemu finansowego zostało odsunięte. Z kolei pakiety stymulujące przyczyniły się do przywrócenia tendencji wzrostowych światowej gospodarki. Tym pozytywnym tendencjom zmian towarzyszy jednak negatywne zjawisko narastania deficytów budżetowych i długu publicznego większości państw. Można zatem w pewnym uproszczeniu stwierdzić, że obecny etap kryzysu charakteryzuje się przesunięciem problemów z sektora prywatnego do publicznego. W najbliższych kwartałach decydujące znaczenie dla rozwoju sytuacji gospodarczej będzie miała zdolność rządów poszczególnych krajów do poprawy stanu równowagi sektora finansów publicznych. Działania zmierzające do osiągnięcia tych celów mogą jednak prowadzić do osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego, co wtórnie może spowodować pogorszenie stanu sektora finansów publicznych. Poprawa stanu finansów publicznych, przy równoczesnym podtrzymaniu dodatniego tempa wzrostu PKB, jest w tej chwili najważniejszym zagadnieniem polityki gospodarczej większości państw.

3. SYTUACJA GOSPODARCZA POLSKI NA TLE WYBRANYCH KRAJÓW

Kryzys światowego sektora finansowego wywarł istotny wpływ na sferę realną gospodarki światowej. W roku 2009 światowy PKB skurczył się o 0,6%. Kryzys sfery realnej gospodarki nie był równomierny. W roku 2009 gospodarki państw rozwiniętych skurczyły się o ponad 3%, podczas gdy PKB gospodarek krajów wschodzących i rozwijających się wzrósł o 2,5%. Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego światowy PKB w latach 2010 i 2011 powinien wzrastać o 4,25%. Na ten wzrost powinien złożyć się wzrost w krajach rozwiniętych o 2,25% w roku 2010 i 2,5% w roku 2011, zaś w krajach rozwijających się i wschodzących o 6,25%, zarówno w 2010, jak i 2011 roku (*World Economic Outlook...*, 2010: XIV–XV).

W tabeli 9.2 zestawiono dane dotyczące tempa wzrostu PKB w wybranych krajach w latach 2008–09.

Tabela 9.2. Tempo wzrostu PKB wybranych krajów w latach 2008–09

| | 2008 IQ | 2008 IIQ | 2008 IIIQ | 2008 IVQ | 2009 IQ | 2009 IIQ | 2009 IIIQ | 2009 IVQ | 2010 IQ |
|-----------------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|
| USA | 2,5 | 2,1 | 0,7 | -1,9 | -3,3 | -3,8 | -2,6 | 0,1 | 2,5 |
| Japonia | 1,4 | 0,6 | -0,3 | -4,4 | -8,6 | -6 | -4,9 | -1,4 | 4,2 |
| Strefa euro | 2,1 | 1,4 | 0,6 | -1,7 | -5,2 | -4,9 | -4,2 | -2,1 | 0,6 |
| Niemcy | 2,8 | 2 | 0,8 | -1,8 | -6,7 | -5,9 | -4,8 | -2,2 | 1,5 |
| Francja | 2,1 | 1,2 | 0,6 | -1,6 | -3,4 | -2,6 | -2,5 | -0,4 | 1,2 |
| Wielka Brytania | 2,6 | 1,7 | 0,3 | -1,8 | -4,9 | -5,9 | -5,3 | -3,1 | -0,2 |
| Włochy | 0,3 | -0,4 | -1,3 | -5,1 | -6,5 | -6,1 | -4,7 | -2,8 | 0,5 |
| Polska | 6 | 5,8 | 4,8 | 2,9 | 0,7 | 1,1 | 1,8 | 3,3 | 3 |
| Czechy | 4,7 | 4,5 | 4,3 | -0,6 | -3,6 | -5 | -5 | -2,9 | 1,1 |
| Słowacja | 9,3 | 7,9 | 7 | 2,5 | -4,4 | -5,1 | -5,2 | -3,9 | 4,6 |
| Węgry | 1,7 | 2 | 0,8 | -2,5 | -6,7 | -7,7 | -7,1 | -4 | 0,1 |

Źródło: jak w tabeli 9.1.

Kryzys sfery realnej gospodarki światowej zaczął narastać od drugiego kwartału 2008 roku. Tempo wzrostu PKB prawie wszystkich krajów (poza Węgrami) było w tym kwartale niższe niż w kwartale poprzednim, a we Włoszech dynamika PKB była już ujemna. W trzecim kwartale nastąpiło dalsze osłabienie dynamiki wzrostu PKB we wszystkich analizowanych krajach, zaś w czwartym kwartale w większości krajów (poza Polską) wystąpiła recesja. Zjawiska recesyjne uległy pogłębieniu w dwu pierwszych kwartałach roku 2009, zaś pewne oznaki poprawy sytuacji gospodarczej pojawiły się w III, a zwłaszcza w IV kwartale 2009 roku, kiedy to dynamika spadku PKB wyhamowała. Warto jednak zauważyć, że spośród omawianych krajów w IV kwartale 2009 roku jedynie gospodarki Polski i USA wykazywały dodatnie tempo wzrostu PKB.

Analizując dane dotyczące dynamiki PKB warto zwrócić uwagę, że jej osłabienie rozpoczęło się niemal dokładnie wtedy, kiedy pojawiły się pierwsze widoczne symptomy kryzysu sektora finansowego, czyli pod koniec pierwszego kwartału roku 2008. W marcu tego roku miało miejsce przejęcie banku Bear Stearns przez J.P. Morgan. Okazało się wtedy, że skutki

załamania poziomu cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych będą miały szerszy zasięg, daleko wykraczający poza dotknięte tym procesem gospodarstwa domowe oraz instytucje udzielające kredytu hipotecznego. Wydaje się jednak, że nie dostrzegano wówczas potencjalnych negatywnych skutków zmian, jakie dokonały się w sferze instrumentów finansowania sektora mieszkaniowego w USA po roku 1990, wyrażających się zastąpieniem klasycznego kredytu hipotecznego, dla którego źródłami finansowania były typowe instrumenty bankowe (depozyty) oraz zastąpieniem ich instrumentami rynku kapitałowego, emitowanymi w oparciu o kredyty hipoteczne. Nawet po przejściu banku Bear Stearns w środowisku ekonomistów i polityków nie było pełnej świadomości skali zagrożenia oraz możliwości rozprzestrzenienia się kryzysu, także na sektory finansowe innych krajów oraz na sferę realną ich gospodarki.

4. CZYNNIKI DETERMINUJĄCE SYTUACJĘ GOSPODARCZĄ POLSKI W OKRESIE KRYZYSU

4.1. Popyt krajowy i eksport netto

Sytuacja gospodarcza Polski w warunkach globalnego kryzysu gospodarczego kształtowała się relatywnie korzystnie. Można zatem postawić pytanie, jakie czynniki zadecydowały o tym, że w warunkach głębokiego kryzysu gospodarczego w bliższym i dalszym otoczeniu polskiej gospodarki możliwe było utrzymanie dodatniego tempa wzrostu PKB. Czy było to możliwe dzięki skutecznej polityce makroekonomicznej, czy też raczej należy to przypisać czynnikom niezależnym od instytucji odpowiedzialnych za politykę gospodarczą Polski? W dyskusji dotyczącej tych kwestii wskazuje się kilka czynników.

Po pierwsze, w analizowanym okresie dynamika konsumpcji prywatnej była, w odróżnieniu od większości wysokorozwiniętych krajów, dodatnia. Tempo konsumpcji prywatnej, podobnie jak PKB, zaczęło spadać od drugiego kwartału 2008 roku. W trakcie dziewięciu kwartałów, od pierwszego kwartału roku 2008 do pierwszego kwartału 2010 roku, przeciętne tempo wzrostu konsumpcji w większości analizowanych krajów było ujemne lub bliskie zeru. W Polsce konsumpcja indywidualna w tym okresie wzrastała przeciętnie o ponad 3,6%. Druga pod tym względem Słowacja osiągnęła przeciętne tempo wzrostu konsumpcji wynoszące około 2,5%. Pewne symptomy poprawy sytuacji pojawiły się w drugim i trzecim kwartale 2009 roku, jakkolwiek sytuacja w poszczególnych krajach była zróżnicowana, co wynikało z polityki ekonomicznej prowadzonej przez rządy tych krajów, zwłaszcza z pakietów stymulacyjnych mających na celu pobudzenie popytu krajowego. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na sytuację Niemiec. Po kilku kwartałach ujemnej dynamiki, w drugim kwartale 2009 roku konsumpcja prywatna wzrosła o 1,2%, aby w kolejnych kwartałach

ponownie ulec zmniejszeniu. Przejściowy wzrost konsumpcji w Niemczech był spowodowany pakietem stymulacyjnym wdrożonym przez rząd Niemiec. Na uwagę zasługuje także Francja, w której nie odnotowano spadku konsumpcji indywidualnej w żadnych z kwartałów analizowanego okresu. Sytuacja gospodarcza Francji na tle innych najważniejszych gospodarek Europy kształtuje się zdecydowanie korzystnie. Dotyczy to zarówno dynamiki wzrostu gospodarczego, jak i sytuacji sektora bankowego, gdyż francuski sektor bankowy zanotował relatywnie niewielkie straty w porównaniu z sektorami bankowymi innych krajów europejskich.

Tabela 9.3. Tempo wzrostu konsumpcji indywidualnej w wybranych krajach w latach 2008–09

| | 2008 IQ | 2008 IIQ | 2008 IIIQ | 2008 IVQ | 2009 IQ | 2009 IIQ | 2009 IIIQ | 2009 IVQ | 2010 IQ |
|-----------------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|
| USA | 1,5 | 1,3 | -0,7 | -1,8 | -1,5 | -1,7 | -0,2 | 1 | 1,7 |
| Japonia | 1,4 | 0,3 | 0,6 | -0,2 | -3,7 | -1,1 | -0,4 | 1,1 | 2,8 |
| Strefa euro | 1,3 | 0,4 | 0 | -0,7 | -1,7 | -1,2 | -1,3 | -0,5 | 0 |
| Niemcy | 0,6 | -0,7 | -0,8 | -0,6 | -0,3 | 1,2 | -0,5 | -0,3 | -1,5 |
| Francja | 2,3 | 1,5 | 0,7 | 0 | 0 | 0,4 | 0,6 | 1,6 | 1,6 |
| Wielka Brytania | 3,7 | 2,3 | 0,7 | -0,8 | -3,3 | -3,8 | -3,6 | -2,1 | -0,5 |
| Włochy | 0 | -0,6 | -0,9 | -1,6 | -3,2 | -2 | -1,6 | -0,2 | 0,7 |
| Polska | 5,6 | 5,5 | 5,4 | 5,3 | 3,3 | 1,6 | 2,3 | 1,7 | 2,2 |
| Czechy | 2,5 | 3,3 | 2,8 | 2 | 0,8 | -0,1 | -0,8 | -1 | -0,4 |
| Słowacja | 8,4 | 5,7 | 6 | 4,7 | -0,9 | 0,5 | -0,3 | -1,9 | 0,4 |
| Węgry | 0,5 | 1,3 | 0,1 | -4,1 | -7,2 | -6,6 | -9,8 | -6,5 | -4,7 |

Źródło: jak w tabeli 9.1.

Formalnie rzecz biorąc, rząd polski nie zastosował pakietu, którego celem byłoby pobudzenie konsumpcji prywatnej i tym samym przeciwdziałanie osłabieniu dynamiki PKB. Należy jednak podkreślić, że działania, które przyczyniły się do utrzymania dodatniego tempa wzrostu konsumpcji prywatnej w okresie narastania recesji w gospodarce światowej, podjęto w naszym kraju wcześniej. Dodatkowo tempo wzrostu konsumpcji było zatem możliwe dzięki:

- obniżeniu składki rentowej, szczególnie w tej części, w której opłacana jest przez zatrudnionych;

- zlikwidowaniu trzeciej, najwyższej stawki podatku dochodowego od osób fizycznych;
- niższemu niż oczekiwano bezrobociu;
- relatywnie dobrej sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

Obniżka składki rentowej oraz wyeliminowanie najwyższej stawki podatku od dochodów indywidualnych zostały zatwierdzone przez poprzedni rząd w okresie, w którym sytuacja gospodarcza zarówno Polski, jak i w skali globalnej kształtowała się korzystnie. Pomijając kontrowersje wokół tych decyzji, nie ulega wątpliwości, że odegrały one istotną rolę w podtrzymywaniu dynamiki konsumpcji indywidualnej, a tym samym dynamiki PKB.

Zasadnicze znaczenie dla popytu konsumpcyjnego miało obniżenie składki rentowej w części obciążającej pracowników, gdyż wpłynęło to na zwiększenie zasobów finansowych wszystkich zatrudnionych, z których większość uzyskuje relatywnie niskie dochody, zaś ich zwiększenie wpływa przede wszystkim na zwiększenie popytu konsumpcyjnego.

Wyeliminowanie najwyższej stawki podatku dochodowego od osób fizycznych miało mniejsze znaczenie dla przyrostu popytu, gdyż dodatkowe dochody osób o wysokich dochodach w niewielkim stopniu przeznaczane są na konsumpcję. Istotne znaczenie dla dynamiki konsumpcji indywidualnej i PKB miały także niższe niż oczekiwane bezrobocie oraz dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych. Najwyższą stopę bezrobocia w wysokości 13% zanotowano w marcu 2010 roku. Z kolei przeciętne tempo wzrostu dochodów do dyspozycji brutto w poszczególnych kwartałach lat 2008 i 2009 kształtowało się na poziomie 7,6% i nie odbiegało istotnie od wyników osiąganych wcześniej.

Warto również zauważyć, że po kilku kwartałach spadku (głównie w wyniku dekonjunkury giełdowej) od drugiego kwartału 2009 roku wzrasta wartość aktywów finansowych posiadanych przez gospodarstwa domowe. Jakkolwiek w Polsce ich wpływ na popyt konsumpcyjny jest niewielki, to niewątpliwie wraz ze wzrostem tej wartości, wzrasta także ich wpływ na wielkość tego popytu.

Po drugie, popyt inwestycyjny w polskiej gospodarce, spadał w mniejszym stopniu niż w innych krajach, jak też w porównaniu z poprzednim okresem osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego na przełomie tej i poprzedniej dekady. Na ogół prognozy spadku nakładów inwestycyjnych były bardziej pesymistyczne. Podobnie jak w większości analizowanych krajów dynamika nakładów inwestycyjnych zaczęła spadać w drugim kwartale 2008 roku, jednakże ujemne wartości osiągnęła dopiero w pierwszym kwartale 2009 roku, zaś skala regresu była znacznie mniejsza niż w pozostałych krajach. Nieco głębszy spadek nakładów inwestycyjnych w pierwszym kwartale 2010 roku wynikał w dużej mierze z niekorzystnych warunków atmosferycznych, jakie wystąpiły w tym okresie.

Tabela 9.4. Tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w wybranych krajach w latach 2008–09

| | 2008 IQ | 2008 IIQ | 2008 IIIQ | 2008 IVQ | 2009 IQ | 2009 IIQ | 2009 IIIQ | 2009 IVQ | 2010 IQ |
|-----------------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|---------|
| USA | -1,1 | -2,4 | -3,9 | -7,6 | -15,5 | -16,9 | -15,4 | -11 | -1,8 |
| Japonia | -4,4 | -3,6 | -4,9 | -7,7 | -14 | -14,8 | -15,4 | -11,4 | -4,4 |
| Strefa euro | 3,1 | 1,6 | -0,4 | -5,4 | -11,4 | -11,6 | -11,4 | -8,9 | -5 |
| Niemcy | 5,8 | 5,1 | 4,2 | -0,6 | -11,3 | -8,5 | -8,4 | -7,3 | -1,1 |
| Francja | 4,2 | 2 | -0,3 | -4,1 | -7,4 | -7,1 | -7,5 | -6,1 | -4,5 |
| Wielka Brytania | 1,4 | -0,8 | -3,9 | -7,8 | -12,7 | -19,1 | -13,7 | -14 | -5,7 |
| Włochy | -0,6 | -0,1 | -2,4 | -8,7 | -13,7 | -14,8 | -13,1 | -6,8 | -1,2 |
| Polska | 15,7 | 14,6 | 3,5 | 4,6 | -0,8 | -3,3 | -1,4 | 1,1 | -12,4 |
| Czechy | 0,5 | 0 | 1,4 | -2,1 | -9,4 | -9,2 | -11,7 | -6,8 | -6,6 |
| Słowacja | 7,5 | 11,8 | 7,3 | 1,4 | -4,6 | -19,2 | -16,8 | -14,9 | -0,4 |
| Węgry | -5,1 | -1,9 | -1,5 | -2,7 | -7 | -3,4 | -6,8 | -8,1 | -4,4 |

Źródło: jak w tabeli 9.1.

Podobnie jak w przypadku popytu konsumpcyjnego można postawić pytanie dotyczące czynników, które przeciwdziałały głębszemu załamaniu nakładów inwestycyjnych w polskiej gospodarce. W tym kontekście można zwrócić uwagę na dwie kwestie. Pierwsza dotyczy nakładów inwestycyjnych sektora publicznego, zwłaszcza nakładów na rozbudowę infrastruktury finansowanej w znacznej części ze środków Unii Europejskiej, druga związana jest z sytuacją finansową sektora przedsiębiorstw. Nakłady inwestycyjne brutto na środki trwałe w gospodarce wzrosły w roku 2008 o 8,2%, a w roku 2009 spadły 0,3%. Relatywnie niewielki spadek nakładów inwestycyjnych wynikał przede wszystkim z wysokiej dynamiki nakładów inwestycyjnych sektora publicznego. W roku 2008 nakłady inwestycyjnego tego sektora wzrosły o 18,9%, natomiast w roku 2009, przy spadku nakładów sektora prywatnego, wzrost w sektorze publicznym wyniósł 8,5%. Nakłady inwestycyjne sektora publicznego były zatem czynnikiem amortyzującym głębokość załamania w działalności inwestycyjnej.

Czynnikiem, który wpływał na dynamikę nakładów inwestycyjnych, była sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw. Wykazał on wyjątkową odporność na zjawiska kryzysowe. Wyniki finansowe sektora w latach 2007–09 należały do rekordowych w całym okresie transformacji. W roku

2007 wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw wyniósł 105,8 mld złotych. W roku 2008 obserwujemy wyraźny spadek, do 80 mld zł, co jednak wynikało nie tyle z osłabienia koniunktury gospodarczej w kraju, ile ze strat poniesionych przez przedsiębiorstwa na operacjach opcjami walutowymi. W czwartym kwartale 2008 roku straty na operacjach finansowych sektora przedsiębiorstw wyniosły około 16,3 mld złotych. W roku 2009 zysk brutto sektora przedsiębiorstw wyniósł prawie 96 mld zł, mimo że również w tym roku, w pierwszym kwartale, wystąpiły straty na operacjach finansowych w wysokości ponad 10,2 mld złotych. Gdyby nie straty na działalności finansowej, wynikające w głównej mierze z opcji walutowych, to wyniki finansowe sektora przedsiębiorstw zarówno w roku 2008, jak i 2009 kształtowałyby się na poziomie zbliżonym do rekordowego pod tym względem roku 2007.

Dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw była bez wątpienia czynnikiem, który ograniczał spadek nakładów inwestycyjnych. W tych warunkach bowiem przedsiębiorstwa nie tylko dysponowały własnymi zasobami finansowymi umożliwiającymi prowadzenie przedsięwzięć inwestycyjnych, lecz także posiadały zdolność kredytową umożliwiającą zaciąganie kredytów bankowych. W latach 2008 i 2009 wartość depozytów przedsiębiorstw wzrosła ponad 26 mld zł, natomiast wartość kredytów o około 37 mld złotych. Wprawdzie w roku 2009 wartość kredytów dla przedsiębiorstw spadła o około 19 mld zł, ale z kolei wzrosła wartość depozytów o mniej więcej 20 mld złotych. Chociaż spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw oraz wzrost wartości depozytów potwierdzają osłabienie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, to należy zwrócić uwagę, że przedsiębiorstwa posiadają korzystne warunki finansowe dla zdynamizowania wartości nakładów inwestycyjnych w przyszłości. Można zatem oczekiwać, że poprawa stanu koniunktury gospodarczej umożliwi relatywne szybkie przyspieszenie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, odmiennie niż na przełomie dekady lat 80. i 90., kiedy to w warunkach ogólnego osłabienia dynamiki gospodarczej wystąpił głęboki spadek wartości nakładów inwestycyjnych. Wtedy zakończył się on dopiero po odbudowaniu sytuacji finansowej przedsiębiorstw, co miało miejsce w połowie lat 90³.

Trzecią grupę czynników determinujących sytuację gospodarczą Polski w okresie kryzysu stanowią czynniki związane z szeroko rozumianymi stosunkami gospodarczymi z zagranicą. Dodatkowo tempo wzrostu PKB, zwłaszcza w roku 2009, było możliwe w znacznej mierze dzięki dodatniemu wkładowi eksportu netto do PKB.

³ Szerzej na temat przebiegu transformacji ustrojowej w krajach posocjalistycznych zob. Kołodko (1999) oraz na temat polskiej transformacji Kołodko (2007). Zob. też obszerną monografię Kołodko i Tomkiewicz (2009).

Tabela 9.5. PKB i popyt krajowy w latach 2008–09

| | 2008 | | | | 2009 | | | |
|---------------|-------|--------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|
| | I kw. | II kw. | III kw. | IV kw. | I kw. | II kw. | III kw. | IV kw. |
| PKB | 6,3 | 6,1 | 5,2 | 3,2 | 0,7 | 1,1 | 1,8 | 3,3 |
| Popyt krajowy | 7,7 | 6,9 | 5,4 | 3,4 | -1,8 | -2,3 | -1,4 | 0,9 |

Źródło: GUS.

Od początku 2008 roku następowała poprawa stanu równowagi stosunków handlowych z zagranicą. O ile w pierwszym kwartale 2008 roku popyt krajowy był wyższy od PKB o 1,4 punktu procentowego, o tyle w kolejnych kwartałach tego roku różnica ta maleje, a od pierwszego kwartału 2009 roku eksport netto jest najważniejszym czynnikiem wzrostu PKB; w trzech pierwszych kwartałach tego roku wkład popytu krajowego do PKB jest ujemny.

Tabela 9.6. Tempo wzrostu eksportu i importu Polski w latach 2008–09

| | 2008 IQ | 2008 IIQ | 2008 IIIQ | 2008 IVQ | 2009 IQ | 2009 IIQ | 2009 IIIQ | 2009 IVQ |
|---------|---------|----------|-----------|----------|---------|----------|-----------|----------|
| Eksport | 10,4 | 11,2 | 8,6 | -0,7 | -13,2 | -12,3 | -7,5 | 1,8 |
| Import | 13,2 | 11,9 | 7,8 | 1 | -17,4 | -18,8 | -13,5 | -4,4 |

Źródło: jak w tabeli 9.1.

W roku 2009 dodatni wkład eksportu netto do PKB wynikał z szybszego spadku importu niż eksportu. W ostatnim kwartale eksport wzrósł o 4,1%, podczas gdy import nadal spadał. W tym miejscu rodzi się pytanie, jakie czynniki wpłynęły na takie ukształtowanie się relacji między eksportem a importem. Bez wątpliwości głównym czynnikiem była deprecjacja złotego. Od przystąpienia Polski do Unii Europejskiej do lipca 2008 roku złoty znajdował się w trwałym trendzie wzrostowym. W okresie tym nominalny kurs złotego umocnił się w stosunku do dolara o ponad 90%, natomiast w stosunku do euro o około 45%. Pod koniec okresu umacniania się złotego zbyt mocny jego kurs zaczął stanowić istotną przeszkodę dla wzrostu gospodarczego⁴.

⁴ Wielokrotnie zwracał na to uwagę, przestrzegając przed negatywnymi skutkami nadmiernych wahań kursu walutowego Kołodko (2009: 13–15 i 67–77).

Od lipca 2008 roku wzrostowa tendencja kursu złotego uległa odwróceniu. Szczególnie gwałtownie kurs złotego osłabiał się w okresie od upadku Lehman Brothers (15 września 2008 roku) do wiosny 2009 roku. W lutym 2009 roku za jednego dolara trzeba było płacić o 76% więcej niż w lipcu 2008, a za euro 43% więcej. Tak silna deprecjacja złotego w relatywnie krótkim okresie radykalnie zmieniła warunki opłacalności eksportu i importu, przyczyniając się do poprawy bilansu handlowego oraz dodatniego wkładu eksportu netto do PKB.

4.2. Polityka makroekonomiczna

W poprzednim podpunkcie omówiono czynniki, które wpływały na dynamikę PKB w analizowanym okresie. Tak więc to popytowe elementy PKB – dodatnie tempo wzrostu konsumpcji prywatnej, dodatni wkład eksportu netto do PKB oraz relatywnie niewielki spadek nakładów inwestycyjnych – były czynnikami, które umożliwiły utrzymanie dodatniego tempa wzrostu PKB. Makroekonomiczne kategorie popytu konsumpcyjnego, inwestycyjnego oraz eksportu netto kształtują się pod wpływem decyzji i działań podmiotów gospodarujących (konsumentów i przedsiębiorstw), na które potencjalny wpływ może wywierać polityka makroekonomiczna. Można w związku z tym postawić pytanie, w jakim zakresie polityka makroekonomiczna przyczyniła się do utrzymania dodatniego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Krótką analizę tego problemu przeprowadzę w schematycznym ujęciu, dzieląc tę politykę na pieniężną i fiskalną.

Analizując wpływ polityki pieniężnej na sytuację gospodarczą Polski w latach 2008–09, należy zwrócić uwagę na warunki, w jakich była prowadzona. W tym kontekście należy przede wszystkim podkreślić, że polskie banki – praktycznie rzecz biorąc – nie były w ogóle zaangażowane w inwestycje w papiery wartościowe wyemitowane w oparciu o kredyty hipoteczne amerykańskich gospodarstw domowych, co oznaczało również, że nie poniosły strat z tego tytułu. Wręcz przeciwnie – w tych latach banki działające w Polsce osiągały wysokie, dodatnie wyniki finansowe. W roku 2008 zysk netto polskiego sektora bankowego wyniósł prawie 14 mld zł, co było rekordowym wynikiem w całym okresie transformacji, natomiast w roku 2009 zysk ten wyniósł 8,7 mld złotych. Polskie banki nie wymagały zatem nadzwyczajnych działań, które podejmowano w innych krajach w celu dokapitalizowania tamtejszych banków ze środków publicznych, ze względu na poniesione przez nie straty.

W polskim sektorze bankowym natomiast wystąpiły problemy z płynnością po upadku Lehman Brothers. Wynikały one z obawy przed udzielaniem kredytów innym bankom ze względu na potencjalne zagrożenia ich stabilności finansowej.

Sektor bankowy w Polsce od wielu lat wykazywał nadpłynność, która była absorbowana przez NBP za pomocą emisji bonów pieniężnych. Przed wybuchem kryzysu operacje absorbujące kształtowały się na poziomie

około 10 mld złotych. Po upadku Lehman Brothers NBP podjął działania mające na celu poprawę płynności poszczególnych banków, wśród których można wymienić:

- poszerzenie zakresu aktywów przyjmowanych jako zabezpieczenie udzielanych kredytów,
- wydłużenie operacji repo,
- wprowadzenie swapów walutowych,
- wykup obligacji NBP,
- obniżkę stopy rezerwy obowiązkowej,
- obniżki stóp procentowych.

Wymienione działania, podjęte przez NBP, miały na celu poprawę sytuacji płynnościowej sektora bankowego. W ich wyniku wartość płynnych środków pozostających do dyspozycji banków uległa istotnemu zwiększeniu, co znalazło odzwierciedlenie w stanie nadpłynności sektora bankowego, która wzrosła do około 60 mld złotych. Ponieważ płynne środki sektora bankowego nie są rozłożone równomiernie w całym systemie, to w latach 2008 i 2009 NBP działał aktywnie, zarówno udzielając bankom różnego rodzaju wsparcia finansowego, jak i absorbując nadwyżki środków od tych banków, które posiadały ich w nadmiarze.

Oprócz działań mających na celu zwiększenie płynności RPP dokonała obniżek stóp procentowych łącznie o 250 punktów bazowych, co niewątpliwie przyczyniło się do utrzymania dodatnich wskaźników wzrostu gospodarczego.

Działania ze strony rządu zostały opisane w dwu dokumentach: *Planie Stabilności i Rozwoju* z listopada 2008 roku oraz *Pakiecie Antykryzysowym* z sierpnia 2009 roku. W pierwszym z nich omówiono kilka działań nakierowanych przede wszystkim na usprawnienie mechanizmów i procedur administracyjnych oraz zwiększających zakres działalności w zakresie gwarancji i poręczeń ze strony państwa. Drugi, uzgodniony ze związkami zawodowymi, zawierał kilka propozycji działań mających na celu ochronę rynku pracy.

Ocena skuteczności działań rządu jest trudna, gdyż żaden z tych dokumentów nie przewidywał działań, które mogłyby w istotnym stopniu wpłynąć na koniunkturę gospodarczą. Tylko inwestycje sektora publicznego były czynnikiem, który bez wątpienia wpłynął na tempo wzrostu PKB. Trudno ocenić, w jakim jednak zakresie było to skutkiem działań rządu, gdyż znaczna część tych inwestycji realizowana jest przez władze samorządowe.

Główne działanie rządu sprowadzało się do nowelizacji budżetu na rok 2009, w wyniku której zmniejszono wydatki o 21,1 mld złotych. Zmniejszenie wydatków budżetu państwa o ponad 21 mld zł w okresie kryzysu, kiedy oczekiwano spowolnienia gospodarczego, mogło wydawać się kontrowersyjne. Z perspektywy czasu działania te należy jednak ocenić pozytywnie. Trzeba bowiem pamiętać, że rok 2008 oraz początek 2009 roku były okresem głębokich wstrząsów na międzynarodowych rynkach finansowych, których

skutki w gospodarce polskiej wystąpiły w postaci silnej deprecjacji złotego oraz widocznego zmniejszenia zaangażowania inwestorów zagranicznych na rynku obligacji skarbowych. Zasadniczym zagrożeniem była w tej sytuacji możliwość utraty zaufania międzynarodowych rynków finansowych, wzrost kosztów obsługi długu lub niemożność jego sfinansowania.

Działania oszczędnościowe rządu oraz akcja informacyjna rządu i NBP, wraz z dobrymi wynikami gospodarki, pozwoliły na ukształtowanie pozytywnego obrazu Polski w oczach międzynarodowych instytucji finansowych oraz rynków finansowych, co, przynajmniej przejściowo, odsunęło niebezpieczeństwo wystąpienia kryzysu budżetowego i walutowego.

BIBLIOGRAFIA

- Bajari, Patrick, Sean Chu i Minjung Park (2008). An Empirical Model of Subprime Mortgage Default from 2000 to 2007. *NBER Working Paper Series*, Working Paper 14625, październik 2008.
- Bank of International Settlements (2008). *78th Annual Report*, 1 kwietnia 2007–31 marca 2008, Basel, 30 czerwca.
- Feldstein, Martin S. (2007). Housing, Credit Markets and the Business Cycle. *NBER Working Paper Series*, Working Paper 13471, październik 2007.
- Financial Stability Report (2008). IMF, październik 2008.
- Financial Stability Report (2010). IMF, kwiecień 2010.
- Gorton, Gary B. (2008). The Subprime Panic, *NBER Working Papers Series*, Working Paper 14398, National Bureau of Economic Research.
- Greenspan, Alan (2008). *Era zawirowań*. Warszawa: Muza SA.
- Kołodko, Grzegorz W. (1999). *Od szoku do terapii. Ekonomia i polityka transformacji*. Warszawa: Poltext.
- <http://www.wealthscribe.com/>
- Kołodko, Grzegorz W. (2007). *Polska z globalizacją w tle*. Toruń: TNOiK.
- Kołodko, Grzegorz W. (2009) Współczesny kryzys światowej gospodarki i jego implikacje dla długofalowego rozwoju Polski. *Przyszłość. Świat–Europa–Polska*, nr 1(19).
- Kołodko, Grzegorz W. i Jacek Tomkiewicz (red.) (2009). *20 lat transformacji. Osiągnięcia, problemy, perspektywy*. Warszawa: Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne.
- Krugman, Paul (2008). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. London: Penguin Books.
- Shiller, Robert J. (2008). *The Subprime Solution*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- World Economic Outlook (2010). IMF, kwiecień 2010.

Jerzy Osiatyński

STRATEGIA MAKROEKONOMICZNA POLSKI W WARUNKACH ŚWIATOWEGO KRYZYSU I JEJ WYZWANIA U PROGU 2011 ROKU¹

STRATEGIA RZĄDU

Przedstawiony u schyłku 2008 roku rządowy program przeciwdziałania spowolnieniu gospodarczemu był w istocie pakietem zacieśnienia fiskalnego, któremu towarzyszyły: stabilizowanie sektora bankowego, środki wspomagające sektor przedsiębiorstw przez wzrost limitu poręczeń i gwarancji Skarbu Państwa, ulgi inwestycyjne dla nowych firm oraz przyspieszenie inwestycji współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej, a także inne działania mające na celu liberalizację i likwidację przepisów utrudniających prowadzenie działalności gospodarczej (Ministerstwo Finansów 2008). Wiele z tych działań wprowadzano jednak jeszcze przed przeniesieniem się skutków światowego kryzysu finansowego na sferę gospodarki realnej albo w związku z kryzysem sektora instytucji finansowych, i w samym w rządowym *Planie stabilności i rozwoju* (dalej PSR) niewiele było kwestii związanych z przewidywanym, znacznym spadkiem aktywności sektora przedsiębiorstw.

Pod tym względem PSR różnił się zasadniczo od programów przeciwdziałania recesji gospodarczej głównie przez instrumenty ekspansji fiskalnej i wspierania popytu wewnętrznego w obliczu gasnącego popytu zagranicznego, a także przez bezpośrednie wsparcie dla budownictwa mieszkaniowego,

¹ Autor wyraża podziękowanie wydawcy *Gospodarki Narodowej*, na łamach której artykuł ten pierwotnie się ukazał (Osiatyński 2009), za zgodę na przedruk. Niezależnie od wprowadzonych obecnie skrótów i zmian, w ostatniej części przedstawiono aktualizację wniosków w świetle rzeczywistego rozwoju polskiej gospodarki w 2009 roku oraz wyzwań stojących przed polityką makroekonomiczną w 2011 roku.

przemysłu samochodowego i innych „wrażliwych” i znaczących gałęzi gospodarki (USA, wiele „starych” krajów członkowskich Unii Europejskiej, Japonia). Mimo że w polskim planie tworzyło się pozory zwiększenia popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego w 2009 roku, to jednak – podobnie jak na Litwie i Łotwie, w Estonii oraz w Czechach i na Węgrzech – receptą na gwałtowne zahamowanie aktywności gospodarczej miało być w istocie zacieśnienie fiskalne (*vide* rządowy program oszczędności w wydatkach budżetowych na kwotę blisko 10 mld zł) wraz ze wspomnianymi narzędziami z arsenału „ekonomii podaży” – żadnych eksperymentów z ekspansją fiskalną czy ze wzrostem ingerencji państwa w gospodarkę, niższe (dzięki temu?) stopy procentowe i potaniecie kosztów kredytu dla sektora przedsiębiorstw (zwłaszcza sektora MŚP), wspomagane zwiększonymi poręczeniami i gwarancjami Skarbu Państwa, dalsze ułatwienia w sferze regulacyjnej i podatkowej dla przedsiębiorców, a poza tym „kryzys musi się wyszumieć” i nie należy nie doceniać jego „twórczej destrukcji”.

Wśród działań na rzecz wzrostu gospodarczego PSR wyróżniał zwiększenie popytu konsumpcyjnego i popytu inwestycyjnego. Co do tego pierwszego deklarowano, że **„w wyniku realizowanych w latach 2008 i 2009 działań, w 2009 r. w kieszeniach obywateli pozostanie – w porównaniu z 2007 r. – ponad 35 mld zł więcej, z czego tylko 5,2 mld zł obejmuje wyłącznie podatników z II i III przedziału skali podatkowej”** (PSR: 7, podkr. oryginału). Twierdzenia te są mylące w kontekście zmian dynamiki gospodarczej od strony popytu w 2009 roku. W 2008 roku, dzięki obniżeniu na początku roku składki rentowej, w gospodarstwach domowych pozostało 19,9 mld złotych. Ta zmiana popytu znalazła odzwierciedlenie w zagregowanym rachunku zmian popytu w 2008 roku i w roku 2009 już nie mogła wystąpić po raz drugi. To samo dotyczy ulgi na wychowanie dzieci (5,4 mld zł). Z deklarowanej w PSR kwoty 35 mld zł na zmiany popytu w 2009 roku mogło więc wpływać tylko wprowadzenie od 1 stycznia dwustopniowej skali podatku dochodowego od osób fizycznych (8 mld zł) oraz efektywnej obniżki podatku VAT (2 mld zł).

Wpływ na globalny popyt redukcji obciążeń gospodarstw domowych podatkiem PIT był jednak negatywny. Było to bowiem zmniejszenie obciążeń podatkowych przy zachowaniu niezmięionej wielkości deficytu, a nie wielkości wydatków budżetowych, a więc – *ceteris paribus* – przy ograniczeniu wydatków państwa o analogiczną wielkość. Jednak państwo wydaje wszystko, co podatnikom zabiera (a nawet więcej, jeżeli ma deficyt), podczas gdy część dochodów gospodarstw domowych jest oszczędzana, na ogół tym większa, im większe są dochody nominalne. Załóżmy, że w 2009 roku gospodarstwa domowe w I przedziale podatkowym oszczędzały 10% dochodów, natomiast w II i III razem 25% dochodów. Wtedy przesunięcie 8 mld zł siły nabywczej od budżetu państwa do budżetu gospodarstw domowych spowodowałoby wzrost ich wydatków tylko o 6,4 mld złotych.

Tak więc, gdyby nie popytowe skutki obniżki efektywnej stawki VAT (uchwalonej zresztą bez związku w ogóle z kryzysem gospodarczym), globalny

popyt gospodarstw domowych wskutek samej obniżki PIT by się zmniejszył. Zwiększył się on dzięki waloryzacji rent i emerytur w 2009 roku. Trudno jednak tę waloryzację uznać za narzędzie rządu specjalnie wymyślane dla łagodzenia skutków światowego kryzysu gospodarczego przeniesionych do Polski.

W zakresie popytu inwestycyjnego ważnym elementem jego wzmocnienia miało być przyspieszenie realizacji inwestycji współfinansowanych z funduszy UE. Niezależnie od sukcesów w realizacji tych projektów (mimo ograniczeń w dostępie samorządów i innych podmiotów do kredytowania tych projektów, tak w części nakładów własnych, jak tylko prefinansowanych²), te działania rządu nie mogły skompensować redukcji prywatnych wydatków inwestycyjnych (przy jednoczesnym ograniczaniu inwestycji publicznych innych niż unijne lub związane z Euro 2012). Program rządu nie mógł więc zapobiec spadkowi łącznego popytu inwestycyjnego w 2009 roku.

Jakie od strony globalnego popytu byłyby „ciągnięte” skutki ograniczenia wydatków budżetowych o blisko 10 mld zł, zapowiedziane przez rząd celem utrzymania zaplanowanej na 2009 rok wielkości deficytu budżetowego? Wskutek dochodowego efektu redukcji wydatków rządu nastąpiłaby redukcja rozmiarów produkcji i zatrudnienia najpierw w firmach wytwarzających dobra i usługi nabywane przez rząd, a więc i wpływów podatkowych (PIT od zwolnionych pracowników, CIT od firm, które zamiast zysków przynosiłyby straty, oraz VAT, gdyż nie byłoby sprzedaży), a następnie redukcja inwestycji i konsumpcji w firmach i gospodarstwach domowych dotkniętych tymi pierwszymi redukcjami wydatków rządowych – w skali określonej przez mechanizm mnożnika. Jednocześnie wystąpiłby wzrost wydatków na zasiłki, pomoc społeczną itd.

Czy oszczędności w wydatkach rządowych mogłyby zapewnić uwolnienie części „globalnego zasobu oszczędności” dla potrzeb sektora przedsiębiorstw i dla gospodarstw domowych i czy z kolei takie zacieśnienie fiskalne – przez redukcję stóp procentowych – mogłoby pobudzić inwestycje i przyspieszyć wzrost produkcji i zatrudnienia? Gdyby decyzje inwestycyjne zależały tylko od dostępnych oszczędności, to w fazie kryzysu stopy procentowe należałoby zwiększać, skłaniałoby to bowiem do wzrostu oszczędności. Tymczasem, słusznie, banki centralne w obliczu kryzysu stopy referencyjne obniżały, co miało prowadzić do obniżenia kosztu zewnętrznego finansowania się firm kredytem. Jednak w warunkach recesji nawet realnie ujemne stopy procentowe nie zawsze są zdolne pobudzić nowe inwestycje. Kiedy rynki zbytu się kurczą i perspektywy przyszłych zysków są wątpliwe, strona kosztowa analizy rentowności inwestycji mniej waży niż niepewność co do możliwości zyskowej sprzedaży produkcji z nowych

² Na przykład w 2009 roku jedna trzecia samorządów mazowieckich nie występowała o żadne środki unijne, gdyż nie miała z czego współfinansować potencjalnych projektów inwestycyjnych (zob. Hrynkiewicz 2010).

inwestycji. Ponadto, kiedy – jak w Polsce – sektor małych i średnich przedsiębiorstw aż w 70% finansuje się środkami własnymi, a tylko w 17–18% kredytem, skuteczność tego instrumentu pobudzania koniunktury musi być ograniczona.

STRATEGIA EKSPANSJI FISKALNEJ I SZACUNEK MNOŻNIKA IMPULSU FISKALNEGO W POLSCE

W odróżnieniu od Polski i innych nowych krajów członkowskich UE, USA, Japonia oraz wiele „starych” krajów członkowskich UE wyjścia z kryzysu szukało w polityce fiskalnej ekspansji, nawet kiedy – jak Niemcy – oficjalnie się od tego odżegnywały. Kiedy w rezultacie kryzysu finansowego i powszechnego ograniczenia kredytowania sektora przedsiębiorstw i gospodarstw domowych przez banki następuje gwałtowna utrata zagranicznych rynków zbytu i grozi spadek wewnętrznego popytu konsumpcyjnego, wskutek czego także inwestycje prywatne kurczą się, kraje te przez wzrost wydatków na inwestycje publiczne i wspomaganie konsumpcji dążyły do wypełnienia ubytku globalnego popytu wydatkami finansowanymi z deficytu budżetowego. Zgodnie z mechanizmem mnożnikowym przedstawionym przez Johna Maynarda Keynesa oraz Michała Kaleckiego ten dodatkowy impuls fiskalny w warunkach niepełnego zatrudnienia i niewykorzystanych zdolności produkcyjnych zapewni większy od pierwotnego impulsu fiskalnego przyrost produkcji i zatrudnienia, a przez to i przyrost dochodów podatkowych.

Jakiej wielkości mnożnika przyrostu wydatków rządu można było oczekiwać w Polsce w 2008 roku, kiedy powstawał PSR? Mnożnik ten, odnoszący się do przyrostu autonomicznych wydatków rządu (a także do wzrostu autonomicznych prywatnych inwestycji) jest odwrotnością sumy współczynników „wycieków” popytu krajowego, tj. stopy oszczędności prywatnych, stopy importochłonności krajowej produkcji finalnej oraz stopy opodatkowania netto w stosunku do PKB.

Rozmiary oszczędności prywatnych od strony ich wykorzystania są sumą prywatnej akumulacji brutto (tj. różnicy między akumulacją brutto ogółem i inwestycjami publicznymi brutto), nadwyżki eksportowej oraz deficytu sektora finansów publicznych. Stopa prywatnych oszczędności jest zaś relacją tej sumy do wielkości PKB. Stopę oszczędności prywatnych w 2008 roku GUS szacuje na 18,5% (GUS 2010), a Komisja Europejska na 18,7% (European Commission 2008: 207).

Importochłonność PKB (tj. relacja importu ogółem do PKB) w 2008 roku wyniosła 43,5%, a relacja eksportu do PKB blisko 40% (GUS 2010a, tab. 3a, przeliczenia własne). Od łącznej importochłonności PKB musimy jednak potrącić importowy wsad artykułów eksportowanych. W ocenie Instytutu Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktur importochłonność produkcji

eksportowej w Polsce w 2008 roku wyniosła blisko 60%³. Zatem przy relacji eksportu do PKB w 2008 roku wynoszącej 40% eksport zawierałby w sobie około 24% całego importu (0,6 x 0,4). Z kolei przy relacji importu do PKB w 2008 roku równej 43,5%, relacja wsadu importowego do pozostałej części PKB wynosiłaby 19,5%.

Wreszcie w szacowanej wielkości mnożnika trzeba uwzględnić stopę opodatkowania netto, tj. relację do PKB różnicy między dochodami krajowymi sektora finansów publicznych z tytułu podatków, składek i innych opłat (tj. bez dochodów z UE i innych zagranicznych środków bezzwrotnych oraz bez zysków NBP) a pieniężnymi transferami na rzecz gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Dochody krajowe sektora finansów publicznych wyniosły 492,7 mld zł, transfery socjalne (emerytury i renty oraz zasiłki socjalne) wyniosły 203,2 mld zł, a dotacje do zadań gospodarczych 5,1 mld zł (zob. Rada Ministrów 2009, tablica 6), zaś według danych GUS PKB w 2008 roku osiągnął 1276,4 mld złotych. Wobec tego stopa opodatkowania netto wyniosła 22,3%. Suma wszystkich „wycieków” mnożnikowych wyniosła więc w 2008 roku:

$$0,185 + 0,195 + 0,224 = 0,603\% \text{ PKB.}$$

W rezultacie wielkość mnożnika w 2008 roku można szacować na około 1,66⁴. Tak więc w warunkach niepełnego wykorzystania czynników produkcji (i pod nieobecność bariery nierównowagi na rachunku bieżącym bilansu płatniczego) każdy dodatkowy złoty wydatku z budżetu państwa generowałby około 1,66 zł przyrostu dochodu narodowego, a co za tym idzie około 0,66 zł dodatkowych wpływów do sektora finansów publicznych. I odwrotnie: każda redukcja wydatków budżetowych o 1 zł pociągałaby za sobą zmniejszenie dochodu narodowego o około 1,66 zł i wobec tego redukcję dochodów sektora finansów publicznych o około 0,66 złotych. Efekt netto tej oszczędności wynosiłby więc tylko 34 grosze.

³ Na podstawie danych dla VII grupy towarowej SITC (artykuły inwestycyjne i środki transportu) Jan Przystupa szacuje importochłonność eksportu na 0,7 (zob. Przystupa 2009). Brak tablic przepływów międzygałęziowych rozdzielających importy pośrednie według głównych kategorii popytu finalnego uniemożliwia wyliczenie importochłonności dla całego eksportu, ale zdaniem ekspertów Instytutu niewiele odbiega ona od 0,6.

⁴ Późniejsze szacunki mnożnika fiskalnego w Polsce w latach 2006–09 dają jego wielkości w przedziale 1,6–1,8 (zob. Łaski, Osiatyński, Zięba 2009). Szacunki te trzeba jednak traktować tylko jako pierwsze przybliżenia, gdyż wielkości mnożnika zależą istotnie od importochłonności eksportu, którą przyjęto na podstawie ocen eksperckich, a które oszacowanie (podobnie jak pełnej importochłonności pozostałych elementów składowych globalnego popytu finalnego) wymaga informacji z tablic przepływów międzygałęziowych, które nie są dostępne.

KRYTYKA STRATEGII EKSPANSJI FISKALNEJ I KONTRARGUMENTY

Strategia fiskalnej ekspansji jako narzędzia walki z osłabieniem koniunktury podlega w Polsce ostrej krytyce, która w części wynika z niezrozumienia jej mechanizmu i założeń leżących u jej podstaw, w części zaś ze względów doktrynalnych.

Pierwszym argumentem krytycznym jest to, że oszczędności potrzebne do sfinansowania zwiększonych wydatków budżetowych uszczuplają sumę oszczędności, z której mogą korzystać przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Tak więc, niezależnie od tego, że państwo jakoby ze swej istoty wydaje mniej efektywnie niż przedsiębiorcy czy indywidualni konsumenci, globalne wydatki się nie zwiększą, a więc nie zwiększą się także rozmiary produkcji i zatrudnienia.

Argument ten jest treścią założenia o tzw. neutralności podaży pieniądza (tj. zmiany podaży pieniądza nie mogą wpływać na zmiany realnych wielkości produkcji i dochodów, a ich jedynym efektem są zmiany cen), ale jest błędny w warunkach, kiedy w gospodarce powszechnie panuje niepełne wykorzystanie zdolności wytwórczych i siły roboczej. Kiedy rozpatrujemy skutki zwiększenia każdego wydatków – tak prywatnych inwestycji, jak wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych czy wydatków państwa – jak długo czynniki produkcji nie są w pełni wykorzystane, tak długo – zgodnie z mechanizmem mnożnika – ten wzrost wydatków będzie prowadził do wzrostu rozmiarów produkcji, dochodu narodowego i zatrudnienia, a więc płac i zysków, a wskutek tego także do wzrostu oszczędności, które są funkcją wielkości dochodów. W tych warunkach podaż pieniądza nie jest bynajmniej „neutralna”. Co prawda, przyrost krajowych oszczędności będzie o tyle mniejszy od przyrostu deficytu, o ile wzrośnie popyt netto na towary sprowadzane z zagranicy, tj. o wielkość dodatkowej nadwyżki importowej (nazywanej niekiedy importem zagranicznych oszczędności), jednak wydatki finansowane z deficytu budżetowego w znacznej części „finansują się same” przez to, że tworzą dodatkowe krajowe i zagraniczne dochody, z których oszczędności zapewniają ich częściowe sfinansowanie.

Z argumentem o przejmowaniu na finansowanie deficytu budżetowego oszczędności, które w przeciwnym razie byłyby dostępne dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, łączy się porównywanie pożądanego w kryzysie postępowania rządu z postępowaniem gospodarstw domowych. Kiedy nasze dochody kurczą się, musimy oszczędzać. Nie zarabiam, zasiłek dla bezrobotnych jest kilkakrotnie mniejszy niż była moja płaca, muszę więc zmniejszyć wydatki. To samo robią inni, których dochody się zmniejszyły lub którzy się tego obawiają. Tak samo powinno postępować państwo.

Ta analogia jest fałszywa. Kiedy ktoś traci pracę i wskutek tego ogranicza wydatki, ich redukcja jest mikroskopijnie mała w stosunku do wszystkich wydatków w gospodarce, więc jej wpływ na poziom popytu globalnego można pominąć. Jeżeli jednak w fazie osłabienia koniunktury wszyscy

ograniczymy nasze wydatki konsumpcyjne, to o tyle samo zmniejszy się produkcja i zatrudnienie w sektorze dóbr konsumpcyjnych, zaś w obliczu kurczących się rynków zbytu przedsiębiorcy ograniczą inwestycje. Producenci samochodów nie zwiększą swoich inwestycji tylko dlatego, że ograniczając wydatki, ktoś zrezygnuje z kupna samochodu i to samo zrobi jeszcze kilkanaście tysięcy osób. W mechanizmie gospodarki rynkowej nie ma też żadnej automatycznej transmisji tak zwiększonych oszczędności jednych w zwiększone wydatki inwestycyjne innych. W istocie taka redukcja wydatków w całej gospodarce prowadzi nie do zwiększenia inwestycji, ale do redukcji konsumpcji i dochodu narodowego.

Strategię fiskalnej ekspansji uważa się również za nieskuteczną, a to dlatego, że za „sztuczne” pobudzenie koniunktury trzeba będzie w przyszłości zapłacić jeszcze głębszym kryzysem. Zamiast bowiem ozdrowieńczego wymuszenia przez kryzys restrukturyzacji lub, wprost, eliminacji nieefektywnych przedsiębiorstw, wytwarzających po najwyższych kosztach (na tym polega „twórcza destrukcja” kryzysu u Schumpetera, który ten termin wymyślił), łagodzenie „twardego ograniczenia budżetowego” tylko odsuwa w czasie i tak konieczne, bolesne przystosowania.

Argument ten w jakimś stopniu jest prawdziwy; łagodzenie przebiegu kryzysu ów proces eliminacji najdroższych i najmniej efektywnych producentów osłabia. Jednak – jak to wyraźnie obrazują zmiany w sektorze polskich przedsiębiorstw w ostatnich latach – okres dobrej koniunktury (zwłaszcza po akcesji do Unii Europejskiej) wykorzystywały one właśnie do modernizacji i konkutowania nie ceną, ale jakością produktu i jego nowoczesnością, także za cenę bardzo silnego wzrostu importu technologii i półproduktów, finansowanego najczęściej zagranicznymi kredytami. Wskutek kryzysu lat 2008–09 ich inwestycje modernizacyjne zostały wstrzymane i wielu z tych firm groziła upadłość. Kryzys służył więc nie tylko wymuszonej restrukturyzacji; także ją hamował.

Kolejnym argumentem mającym przemawiać przeciwko polityce ekspansji fiskalnej w fazie kryzysu jest wynikające stąd obciążanie długiem publicznym przyszłych pokoleń, które będą musiały go spłacać. Przyszłym pokoleniom zostawiamy jednak nie tylko dług, lecz także skarbowe papiery wartościowe (SPW) oraz odsetki, które ich właściciele corocznie otrzymują. Gdy przyjmiemy, że państwo jest instytucją trwałą, która nie może zbankrutować wobec swoich krajowych wierzycieli, argument o obciążaniu przyszłych pokoleń wydaje się wątpliwy⁵.

⁵ Oczywiście można się troszczyć o to, że podatki na obsługę długu publicznego muszą płacić wszyscy, zaś beneficjentami przychodów od SPW są głównie osoby lepiej zarabiające. Ta troska skłaniałaby co najmniej do opowiedzenia się za utrzymaniem progresji w opodatkowaniu dochodów osobistych i za utrzymaniem „podatku Belki” (którego zniesienie oznaczałoby ponadto dyskryminację przedsiębiorców w stosunku do rentierów). W każdym jednak razie tym konsekwencjom w rozkładzie dochodu narodowego trzeba przeciwstawić konsekwencje dla podziału dochodu narodowego wynikające z wyższego bezrobocia, gdyby polityki ekspansji fiskalnej nie stosować. Wybór dotyczący

Rentowność SPW nie zależy tylko od relacji długu publicznego do PKB. Gdyby tak było, oprocentowanie papierów skarbowych Japonii, Stanów Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii byłoby znacznie większe niż np. Estonii czy Bułgarii. Relacje długu publicznego do PKB są bowiem znacznie większe w tych pierwszych krajach niż w tych drugich. Tymczasem jest odwrotnie. Koszty obsługi długu w nie mniejszym stopniu zależą bowiem od tego, w jakim stopniu potrzeby pożyczkowe państwa są finansowane na rynku krajowym, w jakim zaś muszą polegać na finansowaniu zagranicznym, i w jakim stopniu kraj może samodzielnie kształtować swoją politykę pieniężną i fiskalną (zob. Łaski, Podkaminer 2010: 20).

Jednak w warunkach liberalizacji rynków finansowych nawet krajowe finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa w znacznej części jest realizowane przez podmioty zagraniczne. Wobec tego rynki finansowe mogą wyznaczać granice powiększania długu i koszty jego obsługi. Stąd bierze się argument, że strategia ekspansji fiskalnej i wzrostu deficytu budżetowego oraz idący w ślad za tym wzrost potrzeb pożyczkowych brutto, pogorszyłyby oceny wiarygodności Polski na globalnych rynkach finansowych. To zaś wywołałoby taki dodatkowy wzrost oprocentowania papierów skarbowych i kosztów obsługi całego długu, który z powodzeniem mógłby przewyższyć początkowy wzrost deficytu⁶. Mimo że nie przedstawiono uzasadnienia liczbowego dla tego wniosku, punkt ten ma znaczenie krytyczne.

KIEDY EKSPANSJA FISKALNA JEST NIEBEZPIECZNA?

Polska nie była jedynym krajem odrzucającym strategię ekspansji fiskalnej. Wśród nowych krajów członkowskich UE odrzucały ją także Estonia, Łotwa, Litwa, Węgry, Czechy oraz Rumunia i Bułgaria. W każdym przypadku kluczowe znaczenie miały ograniczenia związane z możliwościami sfinansowania dodatkowego długu państwa za granicą, z sytuacją w bilansie płatniczym oraz z potencjalnymi zmianami ratingu długu tych krajów.

Analizując przypadek Polski, dla uproszczenia pominiemy przychody z prywatyzacji i ze środków Unii Europejskiej, a także rezerwy na ewentualny wcześniejszy wykup zadłużenia. W 2009 roku łączne potrzeby pożyczkowe brutto sektora finansów publicznych wyniosły 219,7 mld zł, a potrzeby netto 48,7 mld złotych. Struktura krajowego i zagranicznego finansowania potrzeb netto wynosiła 30,2 mld zł kraj i 18,5 mld zł zagranicą. Jednak

tęgo, czy z tej polityki korzystać i w jakimś stopniu godzić się na związane z nią nierówności w rozkładzie kosztów i obciążeń, czy raczej godzić się na nierówności wynikające z wyższej stopy bezrobocia, nie daje się rozstrzygnąć na gruncie teorii ekonomii. W każdym jednak razie nie wydaje się, aby właśnie troską o nierówności w rozkładzie kosztów i korzyści finansowanie długu publicznego kierowali się krytycy strategii fiskalnej ekspansji.

⁶ Na koniec 2009 roku państwowy dług publiczny wyniósł blisko 670 mld zł, wzrost oprocentowania SPW o jeden punkt procentowy oznaczałby więc wzrost kosztów jego obsługi długu o 6,7 mld złotych.

w finansowaniu krajowym w rękach krajowych posiadaczy SPW pozostało tylko 10,1 mld zł (z czego 3,9 mld zł służyło sfinansowaniu potrzeb przechodzących z 2008 roku), podczas gdy w rękach inwestorów zagranicznych nabywających SPW na rynku krajowym znalazło się 23,9 mld złotych. Do tego trzeba dodać 18,6 mld zł zagranicznego finansowania tych potrzeb (zob. Rada Ministrów, 2010, t. 3, r. 32.II). Widać więc, że w finansowaniu krajowym było tylko około 20% finansowania potrzeb pożyczkowych netto. Wobec tego sytuacja na rynkach zagranicznych w istotnym stopniu determinowała koszty obsługi polskiego długu publicznego i zdolność jego finansowania, i to niezależnie od takich wewnętrznych czynników jak: wzrost dochodów gospodarstw domowych, zmniejszenie zainteresowania lokowaniem oszczędności w funduszach inwestycyjnych bezpośrednio po kryzysie 2008 roku, a także przyrost środków na rachunkach OFE. W tym stanie rzeczy zwiększenie potrzeb pożyczkowych państwa mogło prowadzić do niekontrolowanego wzrostu kosztów obsługi długu publicznego.

Także z innego powodu znaczny udział bezpośredniego i pośredniego finansowania zagranicznego potrzeb pożyczkowych państwa mógł nie pozostawiać przestrzeni dla strategii ekspansji fiskalnej. Możliwości sprzedaży polskich instrumentów dłużnych na zagranicznych rynkach są bowiem wyznaczone również przez zagraniczne zadłużenie sektora niefinansowego oraz gospodarstw domowych. A to zadłużenie w ostatnich czterech latach silnie rosło. Według szacunków NBP całe zadłużenie zagraniczne Polski na koniec 2009 roku wyniosło 194,4 mld euro (978,8 mld zł), przy udziale sektora finansów publicznych w tym długu równym blisko 45%. Jednocześnie w ciągu ostatnich lat o blisko 6 punktów procentowych zmniejszył się udział długu długoterminowego, do 75% w 2009 roku, co dodatkowo zwiększało potrzeby pożyczkowe brutto całej polskiej gospodarki.

Przyczyną tego przyrostu zadłużenia były wysokie stopy procentowe w Polsce, od lat przewyższające stopy w krajach wysokorozwiniętych. Jeżeli polskie gospodarstwa domowe od lat szerokim strumieniem korzystały z kredytów hipotecznych zaciąganych we frankach szwajcarskich, to dlatego że koszty obsługi tych kredytów były znacznie niższe niż kredytów denominowanych w złotych. I w niejednym przypadku, mimo osłabienia kursu złotego w latach 2008–10, nadal kredyty w CHF były tańsze niż w PLN. Takim samym rachunkiem opłacalności kierowali się przedsiębiorcy.

Co więcej, trwale wyższe niż w „starych” krajach UE stopy procentowe przyciągały inwestycje kapitałowe, które nie tylko ułatwiały równowagę chronicznego deficytu bilansu handlu zagranicznego oraz akumulację zagranicznych rezerw walutowych, lecz także prowadziły do stałej aprecjacji złotego, co dodatkowo poprawiało rentowność lokat zagranicznego kapitału, a zarazem pogarszało rentowność eksportu i uzależniało równowagę na rachunku bieżącym bilansu płatniczego od napływu zagranicznego kapitału. W tę strategię walki z inflacją zaporowo wysokimi stopami procentowymi było więc wpisane otwarcie gospodarki na systemowe ryzyko

pogarszania się sytuacji na rachunku bieżącym bilansu płatniczego i odpływu rezerw w miarę postępu w obniżaniu inflacji i redukcji różnic w stopach procentowych w Polsce i za granicą oraz kryzysu finansowego w razie osłabienia złotego. Oba ryzyka w latach 2008–09 właśnie się materializowały.

Powinno to nas skłonić do zmiany dość lekkomyślnego podejścia do niektórych pozycji rachunku bieżącego bilansu płatniczego. Kompensowanie trwałego deficytu w bilansie handlu zagranicznego wpływami z prywatyzacji, bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi czy inwestycjami portfelowymi okazuje się (nie tylko w Polsce) i drogie, i w latach kryzysu bardzo niepewne, grożące utrzymaniu zdolności regulowania zagranicznych zobowiązań. „Rodowe srebra” można sprzedać tylko raz, zagraniczny inwestor łatwo może przenieść swoją fabrykę do innego kraju, a przepływy kapitału (pod nieobecność podatku Tobina lub podobnych ograniczeń) postępują niezwłocznie w ślad za zmianami stóp procentowych i kurów walut. Z tego punktu widzenia wejście do strefy euro dzięki obniżeniu stóp procentowych będzie chronić przed napływem krótkoterminowego kapitału nastawionego na krótki zysk i wykluczy aprecjację krajowego pieniądza, która z kolei szkodzi eksportowi. O poprawie bilansu handlu zagranicznego od strony eksportu decydować będzie wtedy jego konkurencyjność produktowa oraz jednostkowe koszty pracy, co bynajmniej nie znaczy, że sytuacja będzie łatwiejsza.

We wspomnianych już nowych krajach członkowskich UE sytuacja była bez porównania trudniejsza. Relacje deficytu na rachunku bieżącym do PKB i całego zadłużenia zagranicznego do PKB w latach 2007–09 w nowych krajach członkowskich naszego regionu przedstawiono w tabeli 10.1.

Stan zagranicznego zadłużenia tych krajów w 2009 roku dalej się pogarszał. Deprecjacja walut wielu spośród nich spowodowała gwałtowny wzrost kosztów obsługi zadłużenia denominowanego w obcych walutach oraz osłabienie zdolności dalszej obsługi tych długów przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Nic więc dziwnego, że wysokie deficyty na rachunku bieżącym bilansu płatniczego i wysokie zagraniczne zadłużenie (w relacji do PKB) wielu z tych krajów nie pozostawiały przestrzeni dla strategii ekspansji fiskalnej.

Co więcej, w krajach, gdzie kurs krajowego pieniądza był sztywno powiązany z dolarem lub euro (kraje nadbałtyckie, Bułgaria), sytuacja była jeszcze trudniejsza, gdyż w warunkach recesji utrzymanie sztywnego kursu wymagało głębszego fiskalnego zacieśnienia ze wszystkimi tego skutkami dla spadku produkcji i zatrudnienia (spadek PKB w 2009 roku wyniósł 14,1% w Estonii, 14,8% na Litwie i 18% na Łotwie, przy spadku o 5,0% w Bułgarii; zob. NBP, 2010), co dodatkowo wpływało na oceny tych krajów przez agencje ratingowe, a przez to na koszty obsługi długu). Podobnie działało rygorystyczne dążenie do spełnienia fiskalnych warunków kryteriów z Maastricht, które wymaga tym głębszych redukcji wydatków publicznych, im głębsza recesja. W obawie przed jeszcze głębszymi i długotrwałymi redukcjami rozmiarów produkcji i zatrudnienia

w przypadku tych krajów wysuwane są argumenty za porzuceniem sztywnego powiązania kursu waluty z euro (czy dolarem) i/lub za odroczeniem terminu wejście do strefy euro (zob. m.in. Hauser, Gronicki 2008).

Tabela 10.1. Saldo rachunku bieżącego i zadłużenie zagraniczne w nowych krajach członkowskich UE na koniec lat 2007–09 (w % PKB)

| Kraj | Saldo rachunku bieżącego bilansu płatniczego | | | Zadłużenie zagraniczne | | |
|----------|--|-------|------|------------------------|-------|-------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2007 | 2008 | 2009 |
| Bułgaria | -26,8 | -24,0 | -9,4 | 100,4 | 108,7 | 111,3 |
| Czechy | -3,2 | -0,7 | -1,1 | 38,9 | 43,5 | 43,8 |
| Estonia | -17,8 | -9,4 | 4,6 | 111,0 | 118,5 | 126,8 |
| Litwa | -14,5 | -11,9 | 3,8 | 71,9 | 71,6 | 86,2 |
| Łotwa | -22,3 | -13,0 | 9,4 | 126,4 | 129,5 | 156,2 |
| Polska | -4,7 | -5,1 | -1,6 | 48,6 | 56,4 | 59,3 |
| Rumunia | -13,4 | -11,6 | -4,5 | 50,8 | 56,6 | 69,2 |
| Słowacja | -5,7 | -6,6 | -3,2 | 54,6 | 55,5 | 71,6 |
| Słowenia | -4,8 | -6,2 | -1,0 | 100,6 | 105,7 | 115,0 |
| Węgry | -6,6 | -7,0 | 0,2 | 98,7 | 123,5 | 135,4 |

Źródło: Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (2010). Ze względu na różnice w metodologii dane WIIW dla Polski różnią się nieznacznie od danych NBP.

WNIOSKI

Środki podjęte przez NBP i rząd pod ciśnieniem światowego kryzysu finansowego były adekwatne tak do zagrożeń związanych z możliwością przeniesienia do Polski destabilizacji systemu bankowego, paniki bankowej i utraty zdolności przeprowadzania przez system bankowy rozliczeń, jak do stosunkowo dobrego stanu polskiego sektora bankowego. Jednym ze skutków kryzysu finansowego była powszechna utrata zaufania. Dotyczyła ona nie tylko relacji banków między sobą czy banków do klientów i *vice versa*, ale przedsiębiorców do ich obecnych i przyszłych możliwości sprzedaży, pracowników co do pewności zatrudnienia i jego warunków, klientów, przedsiębiorstw i banków co do ich rzeczywistych możliwości

finansowych i ich własnej zdolności kredytowej. Stąd (a także w rezultacie utraty aktywów przez sektor przedsiębiorstw i przez gospodarstwa domowe) załamanie sprzedaży, utrata zagranicznych rynków zbytu i przeniesienie kryzysu bankowego na kryzys w sektorze niefinansowym i w całej gospodarce. Wobec tego dla przywrócenia normalnego zakresu kredytowania i powstrzymania recesji konieczne było przywrócenie zaufania „wszystkich do wszystkich”: banków – do wypłacalności potencjalnych kredytobiorców; przedsiębiorców – do przyszłej zdolności spłaty dziś zaciągniętych zobowiązań, a więc do przyszłych możliwości zbytu i cen; gospodarstw domowych – także do zdolności spłat zaciągniętych kredytów, a więc do pewności zatrudnienia i płac. Proces ten nadal daleki jest od zakończenia, przede wszystkim ze względu na utrzymujący się „pesymizm konsumentów”.

Natomiast jeśli chodzi o przeciwdziałanie skutkom kryzysu w sektorze gospodarki realnej, to program rządu od początku budził wątpliwości. Ograniczenie działań rządu do takich instrumentów jak zwiększenie puli gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa, ulgi inwestycyjne dla nowo zakładanych firm oraz selektywne wspieranie inwestycji w energetyce, w odnawialnych źródłach energii, w infrastrukturze teleinformatycznej i w badaniach naukowych, nie mogło uchronić przed spadkiem inwestycji, popytu krajowego i zatrudnienia. Także redukcje stóp referencyjnych NBP nie mogły poprawić aktywności inwestycyjnej, zarówno dlatego, że mało się odbijały w oprocentowaniu kredytów w bankach, jak i dlatego, że w Polsce sektor przedsiębiorstw finansuje się przede wszystkim ze środków własnych.

Obrana przez rząd strategia fiskalnego raczej zacieśnienia niż ekspansji ze względu na efekty dochodowe redukcji wydatków, z jednej strony, i wzrostu wydatków na osłony socjalne, z drugiej strony, musiała prowadzić do zwiększenia deficytu i długu publicznego w wielkościach absolutnych i w relacji do PKB, bez względu na początkowe deklaracje rządu o nieprzekraczalności wielkości przyjętych w ustawie budżetowej. Wybór między utrzymaniem deficytu na tym poziomie lub jego „nieodpowiedzialnym przekroczeniem” był alternatywą fałszywą. Rzeczywisty wybór dotyczył tego, czy mieć większy deficyt wskutek wtórnych efektów ograniczania wydatków, tj. ograniczenia rozmiarów produkcji i zatrudnienia, dochodów przedsiębiorstw, gospodarstw domowych, a wobec tego dalej dochodów budżetowych, czy wskutek tego, że przez dodatkowe wydatki finansowane z deficytu uda się chociaż częściowo ochronić produkcję, zatrudnienie oraz dochody firm i pracowników, a przez to i wpływy budżetowe.

Podsumowując, alternatywą nie było to, czy deficyt budżetowy uda się utrzymać na planowanym poziomie, czy też będzie on od niego wyższy, ale to, czy wyższy deficyt będzie skutkiem przede wszystkim dostosowania gospodarki na drodze redukcji wydatków i postępującego w ślad za tym zmniejszania się rozmiarów produkcji, dochodów i zatrudnienia, czy będzie skutkiem zwiększenia wydatków państwa celem osłabienia skutków recesji i szybszego z niej wyjścia. Jeżeli zaś tak, to kluczowe znaczenie mają

pytania, czy dla polityki fiskalnego pobudzenia koniunktury była w ogóle przestrzeń od strony jej wpływu na koszty obsługi długu zagranicznego Polski i o ile deficyt można było zwiększyć, aby nie wpaść w pułapkę gwałtownie rosnących kosztów obsługi i utracenia wiarygodności na światowych rynkach finansowych. Odpowiedź na te pytania wymagała szczegółowych wyliczeń i symulacji różnych scenariuszy rozwoju, których nie przedstawiono.

W rezultacie takich wyliczeń mogłoby się wszakże okazać, że chociaż deficyt na rachunku bieżącym na koniec 2008 roku wyniósł tylko (aż!) 4,8% PKB, a całego długu zagranicznego tylko (aż!) 56,4% PKB, także w Polsce w 2009 roku nie było przestrzeni dla strategii fiskalnej ekspansji lub że mimo jej istnienia rząd by się na nią nie zdecydował. W takim przypadku zapowiadane przez rząd działania antykryzysowe ani wspomniane działania *ad hoc* nie mogłyby wystarczyć dla zahamowania spadku dynamiki gospodarczej w Polsce i za od wielu lat istniejące wysokie stopy procentowe w Polsce oraz wynikający stąd wzrost zagranicznego zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, znaczny napływ krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego, przewartościowany złoty i wynikające stąd pogarszanie się bilansu handlu zagranicznego przyszłoby płacić dłuższym i głębszym osłabieniem dynamiki gospodarczej. Wtedy poprawa koniunktury w Polsce nadeszłaby dopiero jakiś czas po jej poprawie w najwyżej rozwiniętych krajach Unii Europejskiej, zwłaszcza w Niemczech.

Wykonanie budżetu po pierwszych pięciu miesiącach 2009 roku podważało opinię rządu co do nieuniknionego wzrostu rentowności SPW w przypadku zwiększenia wielkości deficytu sektora finansów publicznych. Całoroczne finansowanie krajowe samego tylko budżetu państwa (zaplanowane na 12,6 mld zł) zostało w tym czasie wykonane w wysokości 15,2 mld zł, tj. w blisko 121% (Ministerstwo Finansów 2009). Niewątpliwie w tych pięciu miesiącach sprzedano na rynku krajowym o kilka miliardów więcej SPW niż to zakładano w ustawie budżetowej. Czy wywołało to gwałtowny wzrost rentowności SPW?

Zmiany krzywych rentowności wybranych, typowych SPW, tj. 52-tygodniowych bonów skarbowych oraz dwu-, pięcio- i dziesięcioletnich obligacji skarbowych, w pierwszym półroczu 2009 roku takiej tezy bynajmniej nie potwierdzały (zob. Osiatyński 2009: 14). Zwiększenie rozmiarów deficytu bynajmniej nie doprowadziło do gwałtownego wzrostu kosztów jego obsługi. Tezy o nieuniknionym wzroście rentowności SPW lokowanych na rynku krajowym nie potwierdzały także Ministerstwo Finansów w informacji o finansowaniu potrzeb pożyczkowych brutto w I kwartale 2009 roku. Według tej informacji wyniosło ono 50,6 mld zł i odbywało się głównie przez sprzedaż na rynku krajowym SPW o wartości 37,4 mld zł (Ministerstwo Finansów, 2009a: 13), tj. znacznie powyżej średniej kwartalnej. Jednak według Ministerstwa Finansów rentowność SPW na rynku krajowym była w tym czasie pod wpływem zupełnie innych czynników.

„Na początku I kwartału nastąpił spadek rentowności w wyniku dokonanych i oczekiwanych obniżek stóp procentowych (zarówno w Polsce, jak i na rynkach bazowych) będących reakcją na spowolnienie gospodarcze oraz słabnącą presję inflacyjną. Następnie okresowo nastąpił wzrost rentowności wywołany głównie deprecjacją złotego oraz wzrostem awersji do ryzyka. Nastąpiło również zmniejszenie oczekiwań rynkowych na obniżki stop procentowych przez RPP” (ibidem).

ROZWÓJ POLSKIEJ GOSPODARKI I RZĄDOWA STRATEGIA ROK PÓŹNIEJ

Rozwój polskiej gospodarki na tle gospodarki europejskiej był w 2009 roku wyjątkowo korzystny i na pierwszy rzut oka bynajmniej nie potwierdzał pesymistycznych prognoz zawartych w pierwotnej wersji tego artykułu. Z dodatnią stopą wzrostu PKB, rosnącą z kwartału na kwartał, od 0,8% w pierwszym kwartale do 3,3% w ostatnim i 1,8% wzrostu PKB za cały rok, Polska okazała się jedynym takim krajem w Unii Europejskiej i jednym z nielicznych w OECD. Był to niewątpliwy sukces naszej gospodarki.

Jednak, jak wielokrotnie wskazywałem, był to wzrost „przewrotny”, od początku niosący ze sobą zarzewie późniejszych problemów, wzrost, przy którym wszystkie agregaty łącznego popytu malały (aż do IV kwartału), a PKB mimo to rósł. Malał bowiem popyt krajowy, głównie wskutek spadku prywatnej akumulacji brutto, malały eksport i import. Jednak dzięki silnej deprecjacji złotego (kurs złotego do euro obniżył się w 2009 roku o 23,2%), import zmniejszył się znacznie bardziej niż eksport (liczony w cenach 2008 roku import spadł o 13,5%, a eksport o 8%)⁷. Wskutek tej różnicy od lat silnie ujemne oddziaływanie nadwyżki importowej na stopę wzrostu PKB znacznie się zmniejszyło i ta zmiana zapewniała dodatnią stopę wzrostu PKB. Popyt krajowy malał, malał eksport, malał import, a PKB rósł!

Nic dziwnego, że takiemu wzrostowi musiał towarzyszyć spadek wpływów podatkowych, pogorszenie deficytu sektora finansów publicznych i długu publicznego w relacji do PKB oraz wznowienie przez Komisję Europejską procedury nadmiernego deficytu. Gdyby jednak zamiast nadużywania polskiej „zielonej wyspy” do politycznej propagandy sukcesu próbowano wyjaśniać ów specyficzny charakter wzrostu w Polsce w 2009 roku, być może łatwiej byłoby zrozumieć trudności w finansach publicznych, z którymi dziś przychodzi się borykać.

Czy wzrost ten Polska zawdzięczała polityce fiskalnego zacieśnienia? Bynajmniej. Najważniejszym czynnikiem wzrostu PKB w 2009 roku było, jak już wspomniano, zmniejszenie nadwyżki importowej i ujemnego salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego o 3,5 punktu procentowego PKB (od 5,1% PKB w 2008 roku do 1,6% PKB w 2009 roku). Natomiast jeśli

⁷ Ważną przyczyną spadku importu było ograniczenie inwestycji i spadek zapasów, które w Polsce odznaczają się wysoką importochłonnością.

chodzi o strategię fiskalnego zacieśnienia, to retoryka rządu zupełnie różniła się z jego praktyką.

Co prawda, już w zapowiedziach polityki rządu obok redukcji wydatków znajdowało się miejsce i na interwencyjne wspieranie ze środków publicznych kredytowania budownictwa mieszkaniowego, i na przejmowanie części zobowiązań przejściowo niewypłacalnych dłużników, i na wspierane zatrudnienia w firmach tracących płynność, i na inne podobne działania. Jednak w praktyce rząd realizował daleko śmielszą politykę fiskalnej ekspansji, niż ktokolwiek byłby u progu 2009 roku mu gotów proponować. Rząd i samorządy słusznie nie ograniczały za wszelką cenę wydatków i finansowały swoje inwestycje – głównie infrastrukturalne, współfinansowane ze środków Unii Europejskiej – przez przyrost długu. Rosło także spożycie zbiorowe. Co prawda kilka operacji oszczędnościowych rządu ograniczyło zużycie wewnętrzne w sektorze publicznych finansów, ale wynik sektora ogółem w 2009 roku świadczy nie tylko o akceptacji przez rząd pogorszenia pozycji fiskalnej w obliczu kurczących się dochodów publicznych, lecz także o prowadzeniu *de facto* polityki forsownej fiskalnej ekspansji.

Deficyt budżetu państwa zamiast początkowo planowanych 18,2 mld zł na koniec roku osiągnął 23,8 mld zł, zaś deficyt sektora finansów publicznych, który w 2008 roku wyniósł 41 mld zł, rok później osiągnął 91,3 mld zł. Na ten przyrost deficytu o przeszło 50 mld zł złożyły się niemal po równo, w połowie ubytek przychodów podatkowych i innych danin związany z pogorszeniem koniunktury i redukcją stawek PIT, w połowie zaś wzrost wydatków sektora publicznego. Według przybliżonych szacunków podczas gdy spadek akumulacji produkcyjnej zmniejszył dynamikę PKB o 4,3 punktu procentowego, 5,7 punktu wzrostu przyniosła poprawa salda handlu zagranicznego, a 4,1 punktu ekspansja fiskalna, co razem zapewniło 5,5% nominalnego wzrostu PKB w 2009 roku (Łaski, Osiatyński, Zięba, w przygotowaniu do druku).

Podwojenie ujemnego wyniku sektora finansów publicznych w 2009 roku w stosunku do 2008 roku od 3,6 do 7,1% PKB, wraz ze wzrostem relacji długu publicznego do PKB, od 47,2 do 50,7% i być może do przeszło 55% w 2010 roku, jakkolwiek mieszczące się w średniej europejskiej w okresie kryzysu, budzi niepokój nawet ze strony ekonomistów, którzy zachęcali do niewielkiej ekspansji fiskalnej u jego progu. Co prawda, mimo przeszło podwojenia naszych potrzeb pożyczkowych netto rentowność skarbowych papierów wartościowych w 2009 roku bynajmniej nie wzrosła. Nie sposób jednak ustalić, czy rynki finansowe reagowały tak dzięki werbalnemu, kategorycznemu odrzucaniu przez rząd jakichkolwiek sugestii ekspansji fiskalnej i tylko z opóźnieniem przychodzących danych o zmianach w stanie finansów publicznych i rzeczywistym charakterze realizowanej polityki fiskalnej, czy ze względu na skądinąd najlepszy w Europie wzrost PKB, czy też z innych przyczyn o charakterze globalnym.

Dobra dynamika wzrostu PKB w 2009 roku i w pierwszej połowie 2010 roku jest źródłem oczekiwań rządu co do wzrostu PKB w 2010 roku rządu

3,0% i przyjętego w pracach nad budżetem na 2011 rok założenia o wzroście PKB o 3,5%. Prognozy te są obciążone ryzykiem, które wynika nie tylko z niepewności co do stopnia poprawy koniunktury na naszych zagranicznych rynkach zbytu.

Założmy, w zgodzie z rządowymi prognozami, utrzymanie wysokiej dynamiki inwestycji publicznych, ożywienie inwestycji prywatnych oraz prywatnej konsumpcji, ale także utrzymanie się trwającego już jakiś czas trendu umacniania się kursu złotego (abstrahując tu od niezwiązanych z fundamentami polskiej gospodarki „greckich” zawirowań kursami na świecie). Będzie temu towarzyszyć odbudowa importochłonnych zapasów i powrót w okolice przedkryzysowej importochłonności PKB. Wskutek tego saldo popytu zagranicznego już w 2010 roku, i tym bardziej w roku następnym, będzie oddziaływać coraz silniej ujemnie na wzrost PKB generowany przez popyt wewnętrzny, który z drugiej strony będzie hamowany niższą niż w 2009 roku dynamiką płac w gospodarce narodowej, raczej stabilizacją niż wzrostem stopy zatrudnienia (na co dodatkowy wpływ będzie miało zwiększenie bezrobocia wskutek braku miejsc pracy dla osób, którym od 2009 roku silnie ograniczono możliwości przechodzenia na wcześniejszą emeryturę; zob. Rada Ministrów, 2010a: 10), a także ograniczenia w dostępie do kredytów. Dlatego bardziej realistyczny wydaje się wzrost PKB rządu 2,5% w bieżącym roku i ledwie o pół punktu procentowego więcej w 2011 roku.

Z kolei prognozy inflacji przyjęte w pracach nad budżetem na 2011 rok (średniorocznie 2,3%) wydają się przeszacowane. W Unii Europejskiej i na świecie dominują obecnie tendencje deflacyjne i jeżeli nie nastąpią nieoczekiwane wzrosty cen paliw (czego w okresie słabej koniunktury raczej nie należy oczekiwać), to ceny w Polsce w roku 2010 i 2011 nie będą wiele odbiegały od celu inflacyjnego 1,5% rocznie.

Wpływy podatkowe zależą od wzrostu PKB w cenach bieżących, a dochodowa strona całego sektora finansów publicznych zależy ponadto od składek na ubezpieczenia, które są funkcją dochodów gospodarstw domowych, te zaś będą rosły niewiele ponad wzrost cen. Przy tych założeniach – ale także przy bardziej optymistycznych założeniach przyjętych przez rząd do budżetu na 2011 rok – trudno oczekiwać w najbliższych latach istotnego zmniejszenia ujemnego wyniku sektora w relacji do PKB czy relacji długu publicznego do PKB.

Czy działania zapowiadane przez rząd w zaktualizowanym *Programie konwergencji* (Ministerstwo Finansów 2010) i w rządowym *Planie rozwoju i konsolidacji finansów na lata 2010–2011* (Kancelaria Prezesa Rady Ministrów, 2010) pozwolą rozwiązać problemy związane ze strukturalną nierównowagą polskich finansów publicznych? Zaktualizowany *Program konwergencji* zakłada redukcję deficytu sektora finansów publicznych do poziomu poniżej 3% PKB najpóźniej do 2012 roku, faktycznie jednak ma ona być osiągnięta skokowo, w 2012 roku. Do tego czasu deficyt sektora w relacji do PKB, który w 2009 roku wyniósł 7,1%, w 2010 roku ma się

obniżyć ledwie o 0,3 punktu (wszystkie rachunki robione przed powodzią), w następnym roku o 1 punkt i dopiero w 2012 roku aż o 3 punkty, z 5,9 do 2,9% PKB. Ta ścieżka schodzenia jest jeszcze wyraźniejsza w odniesieniu do budżetu państwa, którego deficyt rośnie z 5,6% PKB w 2009 roku do 5,7% w 2010 roku i 6,1% PKB w 2011, aby spaść do 3,6%. PKB w 2012 roku.

Można zrozumieć polityczne uwarunkowania tego scenariusza, gdyż zaiste trudno radykalnie obcinać wydatki w latach kolejnych wyborów. Jednak równie trudno uwierzyć, że w jednym roku uda się zredukować wydatki aż w takiej skali. Wprowadzona w tym zakresie w *Wieloletnim planie finansowym państwa 2010–2013* poprawka przesuująca o rok termin redukcji relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB poniżej 3% i zakładająca jego redukcję głównie na przestrzeni dwóch lat, od 5,1% w 2011 roku do 1,6% w 2013 roku (Rada Ministrów 2010b: 16 i 25), tylko trochę łagodzi te trudności, w tym recesyjne oddziaływanie redukcji deficytu sektora o 3,5 punktu procentowego na rozmiary PKB i zatrudnienia, i wydaje się równie mało realistyczna jak poprzednia.

Natomiast nowe inicjatywy legislacyjne rządu przedstawione w *Planie rozwoju i konsolidacji finansów* idą w dobrym kierunku, ale są nieadekwatne w stosunku do potrzeb, a niektóre nie są konieczne. Ich szczegółową analizę przedstawiałem wcześniej (zob. Osiatyński 2010a; 2010b), wobec tego ograniczę się tu do wniosków.

Po pierwsze – regułę wydatkową i budżetową rząd i stająca za nim większość parlamentarna mogą stosować bez konieczności jakichkolwiek zapisów ustawowych. Nawet jeżeli nową ustawą rząd zamierza ograniczyć pole manewru przyszłej koalicji parlamentarnej, nie jest jasne, dlaczego miałyby się z tym spieszyć.

Po drugie – ustawy obowiązek określania części wydatków na obronę jako z góry zdefiniowany procent PKB wynikał z przyjętego przez Polskę zobowiązania co do wielkości wydatków związanych z naszym uczestnictwem w Pakcie Północnoatlantyckim i koniecznością modernizacji armii. Jak długo Polska zamierza honorować te zobowiązania, tak długo odejście od obecnego sposobu ich określania większych oszczędności przynieść nie może, co zapewne tłumaczy, dlaczego ich szacunku nie przedstawiono.

Po trzecie – jakkolwiek włączenie od 2012 roku nowych pracowników służb mundurowych do powszechnego systemu emerytalnego jest działaniem zgodnym z długookresową strategią likwidacji przywilejów emerytalnych, to przedstawioną propozycję cechuje wielka odwaga: przejście od systemu „bezkładowego” i możliwości nabycia prawa do świadczenia już po piętnastu latach służby do systemu składkowego i na zasadach ogólnych w stosunkowo krótkim czasie. Czy jest to realistyczne? Czy uwzględniono zasadę ochrony praw nabytych? Ile będzie kosztować skompensowanie wycofanych przywilejów emerytalnych przez podwyżki płac i uposażeń, aby nie dopuścić do utraty możliwości skutecznego konkutowania przez te służby na rynku zasobów ludzkich? Jeżeli zaś prawa nabyte

uwzględniono, podobnie jak konieczne podwyżki płac, to co prawda oszczędności przyjdą dopiero za lat kilkanaście, ale wydatki bieżące trzeba będzie zwiększyć natychmiast. Saldo łącznego rachunku tych zmian w perspektywie najbliższych 2–3 lat, którego także nie przedstawiono, wcale nie jest pewne.

Nie mniejsze wątpliwości budzi propozycja czwarta – kapitałowego mechanizmu naliczania rent, czyli rent z formułą tzw. zdefiniowanej składki. W systemie ubezpieczenia społecznego renty są typowym świadczeniem ubezpieczającym dwa rodzaje ryzyka: utraty zdolności do pracy i utraty żywiciela rodziny. W przypadku renty z formułą zdefiniowanej składki rencista uzyska tyle, ile włożył, więc osoba, która uległaby wypadkowi po ledwie dwóch latach pracy (nie dotyczy to wypadków przy pracy), miałaby prawo do renty w wysokości około 15–25 zł miesięcznie. Zapewne system ten musiałby wobec tego zostać uzupełniony przez dodatkowy system minimalnej gwarantowanej renty czy podobny. W każdym razie propozycja ta wymaga kompleksowego rachunku oszczędności i dodatkowych wydatków oraz określenia skali świadczenia w nowym systemie.

Te cztery propozycje w ciągu najbliższych dwóch–trzech lat mają przynieść oszczędności rzędu 10 mld zł, a i te oszczędności wydają się znacznie przeszacowane. Jednak nawet gdyby tak nie było, zamiar redukcji deficytu sektora finansów publicznych do 2013 roku do nieco poniżej 3% PKB wymaga pakietu w granicach 50 mld zł, jeżeli przywracanie równowagi w finansach publicznych ma się ograniczać do redukcji ich wydatkowej strony.

Kiedy możliwości ograniczania wydatków i długu publicznego w relacji do PKB są ograniczone ani nie mogą przynieść oszczędności o wymaganej skali w najbliższych latach, a zarazem obecne relacje deficytu i długu są nie do utrzymania, to powstaje pytanie o dochodową stronę sektora finansów publicznych. Niepokój budzą zmiany w ściągłości podatków, niepozostające w proporcji do zmian sprzedaży i dochodów podlegających opodatkowaniu. Można się obawiać, czy wprowadzane *ad hoc* zmiany ustawowe mające na celu ułatwienia dla przedsiębiorców nie doprowadziły do naruszenia spójności systemu podatkowego. Niewątpliwie ściągłość podatków w Polsce wymaga poprawy, ta jednak jest zadaniem wymagającym lat i w krótkim czasie nie przyniesie znaczących wyników. Wtedy zaś prosta arytmetyka wskazuje, że na okres przejściowy trzeba będzie podnieść stawki podatkowe. Warto przy tym zauważyć, że stawki podatków od dochodów ludności nie są w Polsce szczególnie wysokie. Nie ma też dowodów na to, że wyższe stawki podatkowe wiążą się z osłabieniem dynamiki gospodarczej.

Podstawowe znaczenie dla stanu polskich finansów publicznych ma wszakże utrzymanie stosunkowo wysokiej dynamiki PKB. Trzeba się więc cieszyć z gruntownego rozejścia się retoryki rządu, chwającego się rzekomym fiskalnym zacieśnianiem, z jego praktyką fiskalnej ekspansji. Także ze stosunkowo spokojnych reakcji rynków finansowych na dość znaczny i zapewne trwały wzrost potrzeb pożyczkowych państwa. Prawda, utrzymanie

tego kursu w polityce gospodarczej grozi przekroczeniem progu ostrożnościowego 55% relacji długu publicznego do PKB. Potrzebie uniknięcia związanych z tym, ustawowych konsekwencji jest w istocie podporządkowany pakiet raczej doraźnych niż średniookresowych działań rządu określony w *Wieloletnim planie finansowym na lata 2011–2013*, łącznie z podwyżką stawki podatku od towarów i usług, na razie o jeden punkt procentowy.

Warto jednak pamiętać, że te działania dyscyplinujące nie są od Polski wymagane przez Unię Europejską, nie są ustawowo zapisywane w legislacjach innych krajów, nie wymaga ich też Konstytucja RP. Zostały one zaostrzone i wprowadzone z mocą od 2010 roku dopiero przy okazji nowelizacji ustawy o finansach publicznych uchwalonej 27 sierpnia 2009 r. (Dz. U. nr 157, poz. 1240), jak się wydaje, zgodnie z zasadą:

„co na dziś trudności rodzi,
na papierze ci wychodzi,
nigdy więc nie padaj duchem,
bądź legislacyjnym zuchem”.

Nie negując bynajmniej konieczności przywrócenia równowagi strukturalnej w polskich finansach publicznych ani podejmowania niezbędnych, na ogół bolesnych kroków bez dalszej zbędnej zwłoki, warto się zastanowić, czy w tych warunkach nie byłoby rozumniejsze po prostu zawieszenie na najbliższe trzy lata obowiązywania artykułów 86–88 wspomnianej nowelizacji ustawy o finansach publicznych.

BIBLIOGRAFIA

- European Commission (2008). *Statistical Annex of the European Economy*, jesień 2008, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12534_en.pdf
- GUS (2010). *Niefinansowe rachunki kwartalne według sektorów instytucjonalnych w latach 2005–2010*, 12 lipca 2010, http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcrgus/PUBL_rn_niefin_rach_kwart_wg_sekt_instytuc_2005-2010.xls.
- GUS (2010a). *Produkt krajowy brutto w I kwartale 2010 r. (szacunek wstępny)*, http://www.stat.gov.pl/gus/5840_1338_PLK_HTML.htm.
- Hausner, Jerzy i Mirosław Gronicki (2008). *Polityka gospodarcza w kryzysie. Gazeta Wyborcza*, 24.11.2008.
- Hryniewicz, Józefina (2010). Wypowiedź w dyskusji. W: Elżbieta Mączyńska i Jerzy Osiatyński (red.), *Polskie finanse publiczne – stan i perspektywa. Raport z drugiego posiedzenia Narodowej Rady Rozwoju*. Warszawa: Kancelaria Prezydenta (w przygotowaniu do druku).
- Kancelaria Prezesa Rady Ministrów (2010). *Plan rozwoju i konsolidacji finansów na lata 2010–2011*. Warszawa, 29 stycznia.
- Łaski, Kazimierz, Jerzy Osiatyński i Jolanta Zięba (2009). Mnożnik wydatków państwowych i szacunki jego wielkości dla Polski. *Materiały i studia NBP*, z. 246.
- Łaski, Kazimierz, Jerzy Osiatyński i Jolanta Zięba (w przygotowaniu do druku). *Czynniki wzrostu PKB w Polsce i w Czechach w 2009 roku*.

- Łaski, Kazimierz i Leon Podkaminer (2010). Long-term growth prospects in Central and Eastern Europe hinge on changes in the basic paradigms of EU economic policy making. W: *Current Analyses and Forecasts*. Wiener Institute für Internationale Wirtschaftsvergleiche, nr 6, lipiec 2010.
- Ministerstwo Finansów (2008). *Plan stabilności i rozwoju – wzmocnienie gospodarki Polski wobec światowego kryzysu finansowego*. Warszawa, 30 listopada 2008, http://www.mf.gov.pl/_files_/aktualnoci/2008/12/plan_stabilnosc_i_rozwoju.pdf.
- Ministerstwo Finansów (2009). *Szacunkowe dane o wykonaniu budżetu państwa za okres styczeń–maj 2009 r.*, http://www.mf.gov.pl/_files_/budzet_panstwa/szacunkowe_wykonanie_budzetu/2009/szacunki_v_2009.pdf.
- Ministerstwo Finansów (2009a). *Informacja kwartalna o sytuacji makroekonomicznej i stanie finansów publicznych, czerwiec 2009 r.*, http://www.mf.gov.pl/_files_/raporty_analazy_statystyki/informacja_kwartalna/kwartalna_06_publicacja_czerwiec0609.pdf.
- Ministerstwo Finansów (2010). *Program konwergencji – aktualizacja 2009*. Warszawa, luty 2010, http://www.mf.gov.pl/_files_/raporty_analazy_statystyki/program_konwergencji/apk_aktualizacja_2009.pdf.
- NBP (2010). *Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej*, <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/nms/nms.html>.
- Osiatyński, Jerzy (2009). Strategia makroekonomiczna Polski w warunkach światowego kryzysu. *Gospodarka Narodowa*, nr 7–8, s. 1–16.
- Osiatyński, Jerzy (2010a). Jaka rola państwa? *Rzeczpospolita*, 25.06.2010.
- Osiatyński, Jerzy (2010b). Synteza debaty, wnioski i rekomendacje. W: Elżbieta Mączyńska i Jerzy Osiatyński (red.), *Polskie finanse publiczne – stan i perspektywa. Raport z drugiego posiedzenia Narodowej Rady Rozwoju*. Warszawa: Kancelaria Prezydenta RP.
- Przystupa, Jan (2009). Scenariusze na niepogodę. *Nowe Życie Gospodarcze*, 4 maja 2009.
- Rada Ministrów (2009). *Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2008 r. Omówienie*, Warszawa, <http://www.mf.gov.pl/index.php?const=5&dzial=36&wysw=2&sub=sub1>.
- Rada Ministrów (2010). *Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2009 r. Omówienie*, t. 3, Warszawa, http://www.mf.gov.pl/_files_/budzet_panstwa/sprawozdania_roczne/2009/3._omowienie_do_sprawozdania_za_2009_r.zip.
- Rada Ministrów (2010a). *Założenia projektu budżetu państwa na rok 2011*. Warszawa, lipiec 2010, <http://www.mf.gov.pl/dokument.php?const=5&dzial=32&id=215001>.
- Rada Ministrów (2010b). *Wieloletni plan finansowy państwa 2010–2013*. Warszawa, sierpień 2010, http://bip.kprm.gov.pl/g2/2010_08/3066_fileot.pdf.
- Wiener Institute für Internationale Wirtschaftsvergleiche (2010). *Current Analyses and Forecasts*, nr 6.

Witold Małecki

GLOBALNY KRYZYS FINANSOWO-GOSPODARCZY A INTEGRACJA POLSKI ZE STREFĄ EURO

WPROWADZENIE

Celem niniejszego opracowania było zbadanie wpływu współczesnego globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego na celowość i perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro, czyli Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). W obecnej, uaktualnionej wersji tego tekstu szczególną uwagę zwrócono na implikacje kryzysu samej strefy euro, który ujawnił się począwszy od 2010 roku¹.

Opracowanie składa się z czterech części. W pierwszej przedstawiono formalno-prawne, proceduralne, polityczne i ekonomiczne uwarunkowania akcesji Polski do UGW. W części drugiej podjęta została próba odpowiedzi na pytanie, czy obecny kryzys prowadzi do przewartościowania tradycyjnego bilansu korzyści i kosztów akcesji do UGW. W części trzeciej badano, jak kryzys rzutuje na możliwości przystąpienia do strefy euro. W części czwartej analizowane były różne scenariusze akcesji do UGW, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu globalnego kryzysu finansowo-ekonomicznego. Najważniejsze wnioski przedstawione zostały w *Podsumowaniu*.

¹ Niniejszy tekst stanowi rozszerzoną i uaktualnioną wersję rozdziału pt. *Globalny kryzys finansowo-gospodarczy a przystąpienie Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej* opublikowanego w książce Małeckiego (2009a).

1. FORMALNO-PRAWNE, PROCEDURALNE, POLITYCZNE I EKONOMICZNE UWARUNKOWANIA AKCESJI POLSKI DO UGW

Wraz z uzyskaniem w dniu 1 maja 2004 roku członkostwa w Unii Europejskiej (UE) Polska stała się jednocześnie (na mocy Traktatu Akcesyjnego) członkiem UGW, ale z tzw. derogacją. Oznacza to odroczenie faktycznego członkostwa w UGW do czasu spełnienia wszystkich nominalnych kryteriów konwergencji. Kryteria te dotyczą stabilności poziomu cen, poziomu długoterminowej stopy procentowej, dyscypliny fiskalnej oraz stabilności kursu walutowego. Ponadto sprawdzana jest jeszcze zgodność krajowego ustawodawstwa z prawem wspólnotowym.

Kryterium stabilności cen stanowi, że średnia 12-miesięczna stopa inflacji w danym kraju nie może przekraczać o więcej niż 1,5 punktu procentowego średniej, analogicznie mierzonej, inflacji w trzech krajach UE o najbardziej stabilnych cenach. Stopy inflacji obliczane są przy wykorzystaniu zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP). W okresie od czerwca 2009 roku do maja 2010 roku średnia stopa inflacji (HICP) w Polsce wyniosła 3,6%, podczas gdy wartość referencyjna kształtowała się na poziomie 0,8%. Oznaczało to niespełnianie kryterium stabilności cen. Sytuacja taka występowała począwszy od października 2008 roku, podczas gdy wcześniej, przez ponad trzy lata, Polska spełniała to kryterium².

Kryterium stopy procentowej przewiduje, że w okresie jednego roku poprzedzającego ocenę danego kraju średnia długoterminowa stopa procentowa nie może przekraczać o więcej niż 2 punkty procentowe średniej z analogicznych stop procentowych w trzech krajach UE o najbardziej stabilnych cenach. Długoterminowe stopy procentowe wyliczane są na podstawie rentowności obligacji skarbowych lub porównywalnych papierów wartościowych o zbliżonym do dziesięcioletniego terminie wykupu i dostatecznie płynnym rynku. W okresie od czerwca 2009 roku do maja 2010 roku rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wyniosła w Polsce 6,0%, podczas gdy wartość referencyjna kształtowała się na poziomie 10,5%. Polska spełniała zatem to kryterium, ale wynikało to z nieco przypadkowego zawyżenia poziomu wartości referencyjnej³. W rzeczywistości od ponad roku Polska balansuje na granicy tego wymogu.

² Wszystkie dane dotyczące wypełniania przez Polskę nominalnych kryteriów konwergencji przytaczane są na podstawie *Monitora konwergencji nominalnej* (2010).

³ Tak wysoki poziom referencyjnej stopy procentowej wynikał z faktu, że podstawą dla jej wyliczenia były dane z trzech krajów Unii Europejskiej o najbardziej stabilnych cenach: Portugalii, Łotwy i Estonii. Estonii w ogóle nie można było uwzględnić ze względu na brak odpowiednich instrumentów finansowych na tamtejszym rynku, natomiast niezwykle wysoki poziom stopy procentowej na Łotwie wyraźnie zawyżył wartość referencyjną.

Kryterium fiskalne stanowi, że kraj członkowski w momencie dokonywania oceny nie może być objęty procedurą nadmiernego deficytu. Przy analizie sytuacji fiskalnej kraju sprawdza się, czy:

- faktyczny lub planowany deficyt sektora finansów publicznych nie przekracza poziomu referencyjnego określonego na 3,0% PKB. Jeśli zaś tak, to czy: (1) relacja ta spadała w sposób znaczący i trwały i zbliżyła się do wartości referencyjnej albo (2) przekroczenie poziomu referencyjnego ma charakter wyjątkowy i chwilowy, a relacja ta pozostaje bliska wartości referencyjnej;
- relacja długu sektora publicznego do PKB nie przekracza wartości referencyjnej wynoszącej 60%. Jeśli zaś tak, to czy relacja ta malała odpowiednio szybko i zbliżyła się do wartości referencyjnej w zadowalającym tempie.

Według stanu na połowę lipca 2010 roku Polska nie spełnia tego kryterium, gdyż od 7 lipca 2009 roku ponownie pozostaje objęta procedurą nadmiernego deficytu. Stało się tak, gdy okazało się, że deficyt sektora finansów publicznych w 2008 roku wyniósł 3,7% PKB (zamiast zakładanych przez polski rząd 2,7%), a Komisja Europejska ogłosiła prognozę dalszego wzrostu tego deficytu. Przewidywania te zresztą potwierdziły się i w 2009 roku deficyt wyniósł 7,1% PKB. Wcześniej Polska pozostawała objęta procedurą nadmiernego deficytu od 5 lipca 2004 roku, ale została ona uchylona 8 lipca 2008 roku, gdyż w 2007 r. deficyt sektora finansów publicznych wyniósł 1,9% PKB, a dług publiczny 44,9% PKB.

Kryterium stabilności kursu walutowego zakłada, że przez okres co najmniej 2 lat przed dokonaniem oceny danego kraju będzie on uczestniczył w mechanizmie kursowym ERM-2, a wahania kursu jego waluty będą mieścić się w normalnym przedziale wahań wokół kursu centralnego. Kurs waluty krajowej nie może w tym czasie podlegać silnym napięciom, a także nie może zostać – na własny wniosek kraju – zdevaluowany w stosunku do waluty innego kraju członkowskiego⁴. Według stanu na połowę maja 2009 roku Polska nie spełnia tego kryterium, gdyż wciąż nie przystąpiła jeszcze nawet do mechanizmu ERM-2.

Kryterium zgodności prawnej obejmuje analizę zgodności ustawodawstwa krajowego z ustawodawstwem unijnym ze szczególnym uwzględnieniem:

- niezależności instytucjonalnej, finansowej i personalnej banku centralnego;

⁴ Dotychczasowa praktyka stosowania tego kryterium wskazuje na następującą jego interpretację: faktycznym pasmem stosowanym do oceny stabilności kursów poszczególnych walut było asymetryczne pasmo plus 15,00% minus 2,25%, przy czym od tej dolnej granicy też dopuszczano wyjątki. Ponadto, o ile nie wolno w okresie referencyjnym dokonać dewaluacji, o tyle rewaluacja jest dopuszczalna. Szerzej na temat interpretacji kryterium stabilności kursu walutowego zob.: Schadler et al. (2005); Małeckie (2006); Sławiński (2004).

- spójności celów banku centralnego z celami sformułowanymi w art. 105(1) Traktatu Ustanawiającego Wspólnotę (TWE) i art. 2 statusu Europejskiego Systemu Banków Centralnych/ Europejskiego Banku Centralnego (ESBC/EBC).

Według stanu na połowę lipca 2010 roku Polska wciąż nie spełnia tego kryterium, o czym przypominały EBC i Komisja Europejska (KE) w kolejnych *Raportach o konwergencji*. W szczególności Konstytucja RP i ustawa o Narodowym Banku Polskim pozostają nie w pełni zgodne z regulacjami unijnymi w zakresie uczestnictwa w ESBC. Wynika to m.in. z faktu, że art. 227 Konstytucji RP nie przewiduje, iż po przystąpieniu do UGW prowadzenie polityki pieniężnej znajdzie się w kompetencji EBC.

Warto zwrócić uwagę również na proceduralne uwarunkowania przystąpienia do strefy euro (*Integracja...* 2005: 46–47; Wójcik 2008: 34–35). Konieczne jest zrealizowanie w ustalonej kolejności i w przewidzianym czasie kolejnych, wymaganych prawem unijnych procedur, takich jak:

- wypracowanie wspólnie z EBC i KE decyzji o przystąpieniu do ERM-2;
- co najmniej 2-letni pobyt w tym mechanizmie kursowym i wypełnienie w tym czasie wszystkich nominalnych kryteriów konwergencji;
- przygotowanie przez KE i EBC *Raportów o konwergencji* oceniających, czy wszystkie kryteria zostały spełnione w sposób trwały;
- podjęcie przez Radę Ecofin decyzji o uchyleniu derogacji i wyznaczeniu daty, od której przestaje ona obowiązywać.

W rezultacie okres od momentu podjęcia przez władze krajowe strategicznej decyzji o przystąpieniu do strefy euro do momentu przyjęcia wspólnej waluty trwać musi co najmniej około trzech lat.

Polski rząd długo powstrzymywał się od składania oficjalnych deklaracji odnośnie do planowanego terminu przystąpienia do strefy euro. Dopiero we wrześniu 2008 roku premier Donald Tusk podał taką datę, a 28 października tego roku rząd ogłosił tzw. mapę drogową, czyli szczegółowy harmonogram akcesji do UGW. Zakładał on w szczególności podjęcie na początku 2009 roku negocjacji z KE i EBC w sprawie przystąpienia do mechanizmu kursowego ERM-2, włączenie złotego do tego mechanizmu najpóźniej przed końcem pierwszej połowy 2009 roku oraz akcesję do UGW z dniem 1 stycznia 2012 roku. Globalny kryzys finansowo-gospodarczy oraz przedstawione powyżej zasadnicze pogorszenie się sytuacji fiskalnej Polski spowodowały porzucenie tego planu i powstrzymanie się od wyznaczenia nowego terminu akcesji.

Doświadczenia krajów, które już są członkami UGW, pokazują jak ogromne znaczenie dla pomyślnego przebiegu procesu konwergencji ma harmonijne współdziałanie wszystkich najważniejszych instytucji państwowych (a zwłaszcza rządu i banku centralnego) oraz konsensus najważniejszych sił politycznych w kwestii przystąpienia do UGW. Udało się to osiągnąć praktycznie wszystkim obecnym krajom członkowskim strefy euro, w tym takim jak Grecja czy Słowacja, w których sytuacja polityczna

była dość złożona. Tam nawet zmiany partii rządzących nie wpływały na konsekwentną realizację programów konwergencji.

W Polsce niestety, jak dotąd, nie udawało się osiągnąć takiego konsensusu. Rząd i bank centralny nie były zgodne w kwestii przystąpienia do UGW, a prezydent Lech Kaczyński i największa partia opozycyjna, Prawo i Sprawiedliwość (PIS), nie popierały przyjętego przez rząd harmonogramu. Od połowy 2010 roku sytuacja ta może poprawić się dzięki zmianom na stanowiskach prezesa NBP i prezydenta RP, ale przy obecnym układzie sił w parlamencie wciąż praktycznie niemożliwe pozostaje przeprowadzenie zmian w konstytucji niezbędnych dla spełnienia kryterium zgodności legislacji, a tym samym cały proces konwergencji traci na wiarygodności.

Według znacznej części ekonomistów dla kraju zamierzającego przystąpić do UGW istotne jest spełnienie nie tylko wymienionych nominalnych kryteriów konwergencji, lecz także realnych kryteriów konwergencji. Trudność polega jednak na tym, że realna konwergencja bywa różnie rozumiana.

W najwęższym ujęciu kryteria te wywodzi się z klasycznej wersji teorii optymalnych obszarów walutowych i dotyczą one elastyczności mechanizmów dostosowawczych na szczeblu mikroekonomicznym. Elastyczność cen i płac oraz mobilność siły roboczej mają zapewniać przywracanie równowagi gospodarczej, utraconej w następstwie szoków asymetrycznych w sytuacji, gdy szoki takie nie mogą już być neutralizowane za pomocą polityki makroekonomicznej.

Z kolei najczęściej spotykane ujęcie realnej konwergencji sprowadza się do sformułowania warunków dla zminimalizowania prawdopodobieństwa występowania szoków asymetrycznych. Na ogół zalicza się do nich: synchronizację cyklu koniunkturalnego oraz podobieństwo ze strefą euro struktury produkcji, popytu i handlu zagranicznego, a także dywersyfikację struktury produkcji i wymiany międzynarodowej danego kraju.

Spotkać można jednak i inne jeszcze ujęcia realnej konwergencji. Jedno z nich koncentruje się na sformułowaniu warunków mających zapewnić danej gospodarce wysoką konkurencyjność po przystąpieniu do UGW. Najwięcej kontrowersji budzi natomiast takie ujęcie realnej konwergencji, które utożsamia ją ze zbliżonym poziomem rozwoju gospodarczego.

Wobec tak dużej różnorodności koncepcji realnej konwergencji szczególnie ocena stopnia spełniania przez Polskę poszczególnych kryteriów znacznie wykraczałaby poza ramy niniejszego opracowania. Wiele takich ocen zawiera drugi raport NBP na temat uczestnictwa Polski w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej (*Raport... 2009*). Ujmując tę kwestię w sposób możliwie najbardziej syntetyczny, można stwierdzić, że Polska spełnia większość kryteriów realnej konwergencji w stopniu zaledwie średnim⁵, ale z drugiej strony zauważalna jest tendencja do dość szybkiego pogłębiania się realnej konwergencji Polski ze strefą euro.

⁵ Lepiej niż średnio Polska wypada tylko, jeśli przyjmie się wymienione wyżej najwęższe ujęcie realnej konwergencji (zwłaszcza dotyczy to elastyczności rynku pracy).

Rozpatrując ekonomiczne uwarunkowania akcesji Polski do strefy euro, nie sposób nie uwzględnić również wpływu obecnego globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego. Wynika to zarówno ze specyfiki i skali tego kryzysu, jak i z jego reperkusji tak dla strefy euro, jak dla polskiej gospodarki.⁶

Kryzys ten początkowo miał niewątpliwie charakter zewnętrzny w stosunku do naszej gospodarki, ale transmisja impulsów kryzysowych do Polski następowała wieloma kanałami. Początkowo, zwłaszcza w drugiej połowie 2008 roku, dokonywało się to jeszcze głównie kanałami czysto finansowymi (za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych, rynku pieniężnego i kredytowego oraz kursu walutowego). Od początku 2009 roku odbywa się to już przede wszystkim przez zmiany w sferze realnej gospodarki (transmisja wahań koniunktury gospodarczej).

Dotychczasowe skutki kryzysu dla polskiej gospodarki okazały się jednak relatywnie łagodne. W Polsce nie doszło do żadnego kryzysu finansowego (bankowego, walutowego czy zadłużeniowego). Co więcej, w odróżnieniu od prawie wszystkich krajów europejskich i OECD, w Polsce nie wystąpiła recesja gospodarcza, a jedynie bardzo znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego (z 6,8% w 2007 roku i jeszcze 5,0% w 2008 roku do 1,7% w 2009 roku). Jednak i takie spowolnienie wzrostu gospodarczego już stwarza wiele problemów, szczególnie dla stabilności finansów publicznych. Ponadto nie udało się też do końca uniknąć poważniejszych turbulencji na rynkach finansowych. Wystąpiły one przede wszystkim w postaci problemów licznych polskich przedsiębiorstw z walutowymi transakcjami opcyjnymi oraz swapami walutowo-procentowymi (CIRS-ami). Wreszcie ten względnie łagodny przebieg kryzysu w Polsce osłabił, w odróżnieniu od wielu krajów znacznie boleśniej nim dotkniętych, bodźce do podejmowania trudnych i niepopularnych reform strukturalnych.

Obecny globalny kryzys okazał się też największym wyzwaniem i najpoważniejszym testem dla strefy euro od czasu jej utworzenia. Recesja gospodarcza, znaczne zwiększenie wydatków rządowych i ogólna destabilizacja rynków finansowych drastycznie wyostrzyły i unaocznily już wcześniej obserwowane słabości w funkcjonowaniu UGW. Chodzi przede wszystkim o niespodziewanie szybką i głęboką utratę konkurencyjności niektórych krajów strefy euro (Grecji, Portugalii, Hiszpanii, Włoch i Irlandii) w stosunku do pozostałych krajów członkowskich, a zwłaszcza do Niemiec. Spowodowane było to znacznie szybszym wzrostem jednostkowych kosztów pracy w wymienionych krajach (Sławiński 2009).

Na początku 2010 roku Grecja znalazła się na granicy niewypłacalności, co wcześniej wydawało się niewyobrażalne w przypadku kraju strefy euro. Dla uratowania greckiej gospodarki niezbędna okazała się znaczna pomoc finansowa ze strony zarówno Unii Europejskiej, jak i Międzynarodowego

⁶ Szerzej na temat samego kryzysu zob. np. Orłowski (2008); Sławiński (2009); Małecki (2009b).

Funduszu Walutowego⁷, co było ewidentnie sprzeczne z dotychczasowymi regułami funkcjonowania UGW. Co więcej, wobec obaw, że podobne jak w Grecji problemy mogą pojawić się i w innych krajach strefy euro (zwłaszcza w Hiszpanii i Portugalii), stworzono już *ex ante* mechanizmy zapewniające niezbędne finansowanie w takich sytuacjach kryzysowych.

Obecne problemy strefy euro nie pozostają bez znaczenia dla krajów dopiero ubiegających się o członkostwo. Z jednej strony, UGW zajęta własnymi problemami będzie z większą rezerwą podchodziła do przyjmowania nowych członków. Po doświadczeniach z Grecją wszelkie próby stosowania „kreatywnej księgowości” przy wypełnianiu kryteriów nominalnej konwergencji będą skazane na niepowodzenie. Trudno także liczyć na jakiegokolwiek złagodzenie tych kryteriów. Z drugiej strony, obserwowane problemy kilku krajów strefy euro, a także niepewność odnośnie do przyszłej ewolucji tego ugrupowania mogą ostudzić entuzjazm krajów zamierzających dopiero przystąpić do UGW, a w każdym razie skłonić je do zwrócenia większej uwagi na spełnianie kryteriów realnej konwergencji ze strefą euro.

2. GLOBALNY KRYZYS A BILANS KORZYŚCI I KOSZTÓW PRZYSTĄPIENIA DO UGW

Poszczególne korzyści i koszty (zagrożenia) związane z akcesją do UGW nie będą tutaj omawiane w sposób szczegółowy, ponieważ istnieje niezwykle bogata literatura na ten temat⁸. Niemniej jednak podjęta zostanie próba możliwie pełnego i usystematyzowanego ich przedstawienia, tak aby móc następnie ocenić, na które z nich i jaki wpływ wywiera obecny kryzys finansowo-gospodarczy.

I. Korzyści natychmiastowe (ujawniające się zaraz po akcesji)

- (1) eliminacja ryzyka kursowego⁹;
- (2) eliminacja kosztów transakcyjnych związanych z wymianą walut;
- (3) porównywalność cen na terenie całego obszaru wspólnej waluty;
- (4) wzrost stabilności makroekonomicznej i wiarygodności kraju oraz eliminacja ryzyka kryzysu walutowego;
- (5) spadek stóp procentowych;

⁷ Łącznie było to 110 mld euro (80 mld euro od Unii Europejskiej i 30 mld euro od MFW).

⁸ Por. np. *Raport na temat korzyści i kosztów...* (2004); *Raport na temat pełnego uczestnictwa...* (2009); Wójcik (2008); Schadler (2005); Frenkel (2000).

⁹ W zasadzie ryzyko kursowe zostaje całkowicie wyeliminowane tylko w obrotach z krajami strefy euro, ale fakt posiadania waluty światowej, jaką jest euro, pozwoli w znaczącym stopniu wykorzystywać ją również i w obrotach z innymi krajami. Ta sama uwaga odnosi się do wyeliminowania kosztów transakcyjnych związanych z wymianą walut.

- (6) łatwiejszy dostęp podmiotów krajowych do zagranicznych źródeł finansowania;
- (7) zmniejszenie rezerw walutowych.

II. Korzyści średniookresowe (ujawniające się w ciągu kilku lat po akcesji)

- (8) wzrost obrotów handlu zagranicznego – dzięki czynnikom (1), (2) i (3);
- (9) wzrost obrotów kapitałowych, w tym również napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych – dzięki czynnikom (1), (2), (3) i (4);
- (10) poprawa struktury przepływów kapitałowych, tj. zmniejszenie się udziału przepływów spekulacyjnego kapitału krótkoterminowego – dzięki czynnikom (1), (4), i (5);
- (11) integracja krajowych rynków finansowych z rynkiem strefy euro;
- (12) wzrost stopy inwestycji – dzięki czynnikom (5), (6) i (9);
- (13) przyśpieszenie wzrostu gospodarczego (w porównaniu ze scenariuszem bez akcesji) w następstwie czynników (12), (8) i (9).

III. Korzyści długookresowe (ujawniające się najwcześniej kilka lat po akcesji)

- (14) zwiększenie się konkurencji, powodujące wzrost wydajności czynników produkcji i innowacyjności gospodarki – dzięki czynnikom (8), (9), i (11);
- (15) dalsze przyśpieszenie wzrostu gospodarczego (w porównaniu ze scenariuszem bez akcesji) w następstwie działania czynnika (14).

A. Koszty wymierne (Wojcik 2008: 18):

- (a) koszty przystosowania systemów informatycznych oraz procesów operacyjnych;
- (b) koszty przystosowania urzędów, w których używana jest gotówka;
- (c) koszty kampanii informacyjnych;
- (d) utrata przez banki i inne instytucje części dochodów z transakcji walutowych;
- (e) utrata dochodów z emisji własnej waluty.

B. Koszty (zagrożenia) niewymierne:

- (f) utrata autonomicznej polityki pieniężnej;
- (g) utrata autonomicznej polityki kursu walutowego;
- (h) możliwość wykorzystania zamiany waluty do dokonywania podwyżek cen;
- (i) zagrożenie spowolnienia wzrostu gospodarczego w okresie poprzedzającym akcesję (w porównaniu ze scenariuszem bez akcesji), jeśli dla spełnienia nominalnych kryteriów konwergencji konieczne okaże się prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki makro-ekonomicznej (monetarnej i fiskalnej);

- (j) niebezpieczeństwo dokonania ostatecznej konwersji waluty krajowej na euro po kursie niebędącym kursem długookresowej równowagi;
- (k) groźba nadmiernej ekspansji kredytowej (m.in. ze względu na oddziaływanie czynników (5) i (6), mogącej nie tylko powodować bąble spekulacyjne na rynkach aktywów, lecz także w dalszej konsekwencji prowadzić do kryzysów finansowych i/lub utraty międzynarodowej konkurencyjności danej gospodarki;
- (l) groźba utraty międzynarodowej konkurencyjności danej gospodarki, co może wynikać z interakcji czynników (f) i (g), z jednej strony, i czynników (j) i/lub (k), z drugiej, bądź tych dwóch pierwszych z innymi czynnikami (niedostatecznie elastyczny rynek pracy, brak dyscypliny fiskalnej, niedokończone reformy strukturalne).

Przed rozpoczęciem analizy wpływu obecnego globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego na bilans korzyści i kosztów przystąpienia przez Polskę do UGW trzeba już wstępnie zauważyć, że akcesja nastąpi dopiero po zakończeniu kryzysu. W tych okolicznościach poniższą analizę można potraktować albo w kategoriach hipotetycznych (co by było, gdyby Polska przystąpiła do strefy euro przed kryzysem lub w jego trakcie), albo raczej bardziej ogólnie: jak zarówno obecny kryzys, jak i możliwości wystąpienia podobnych zjawisk w przyszłości rzutują na ocenę poszczególnych korzyści i zagrożeń związanych z akcesją do UGW. Nieco inaczej rzecz się ma z zagrożeniami, które uwypuklił kryzys samej strefy euro. Te pozostaną bezsprzecznie aktualne nawet w nieco dalszej przyszłości.

Jeśli chodzi o korzyści z przystąpienia do strefy euro, to w warunkach kryzysu ewidentnie zyskują na znaczeniu następujące spośród nich:

- eliminacja ryzyka kursowego (1);
- wzrost stabilności makroekonomicznej i wiarygodności kraju oraz eliminacja ryzyka kryzysu walutowego (4);
- poprawa struktury przepływów kapitałowych, tj. zmniejszenie się udziału przepływów spekulacyjnego kapitału krótkoterminowego (10).

W trakcie obecnego kryzysu polska gospodarka najbardziej ucierpiała w następstwie braku dwóch pierwszych spośród wymienionych wyżej korzyści – (1) i (4).

Ryzyko kursowe, które pozostawało w Polsce cały czas znaczne (zwłaszcza od wprowadzenia w kwietniu 2000 roku płynnego kursu walutowego), radykalnie zwiększyło się w trakcie obecnego kryzysu. Skala zarówno długo-, jak i średnio- oraz krótkookresowych wahań kursu złotego utrudniała normalne prowadzenie działalności gospodarczej oraz zwiększała koszty zarządzania ryzykiem kursowym.

Szczególnie drastycznym przykładem zmaterializowania się ryzyka kursowego są ogromne straty, szacowane na co najmniej kilkanaście miliardów złotych, poniesione przez polskie przedsiębiorstwa z tytułu walutowych transakcji opcyjnych oraz swapów walutowo-procentowych

(CIRS-ów)¹⁰. Co więcej, straty poniosły także polskie banki, które musiały tworzyć sięgające setek milionów złotych rezerwy w związku z możliwością niewywiązania się przez przedsiębiorstwa ze swoich zobowiązań.¹¹

Obecny kryzys naoczniał, że, nie należąc do strefy euro, Polska nadal traktowana jest przez uczestników rynków finansowych jako jedna z gospodarek wschodzących. Co więcej, kiedy po 16 września 2008 roku inwestorzy zaczęli masowo wycofywać swoje kapitały z tej grupy krajów, to zupełnie nie zwracali uwagi na istotne różnice w stanie tzw. fundamentów gospodarczych między takimi krajami, jak z jednej strony Polska czy Czechy, a z drugiej Węgry czy kraje bałtyckie. Wszystkie kraje regionu były oceniane podobnie. Paradoksalnie odpływ kapitału z Polski okazał się największy, co tłumaczy się tym, że najłatwiej było wycofać kapitał ze stonkowo dużego i płynnego polskiego rynku finansowego.

Podkreślając znaczenie przynależności do strefy euro dla makroekonomicznej wiarygodności kraju, warto jeszcze zwrócić uwagę na dwa interesujące wnioski wynikające z obecnego kryzysu.

Po pierwsze, wiarygodność może zapewniać bliska perspektywa uczestnictwa w UGW, czego dowodzi przykład Słowacji z ostatnich miesięcy 2008 roku (podczas gdy Słowacja przystąpiła do UGW dopiero 1 stycznia 2009 roku). I tak, kiedy po bankructwie banku Lehman Brothers doszło do gwałtownego zaostrzenia się globalnego kryzysu finansowego, porównanie wydarzeń na Słowacji i w Polsce w okresie od 16 września do 23 października 2008 roku wyglądało następująco:

- w stosunku do euro korona słowacka osłabiła się w tym okresie o 0,7%, podczas gdy złoty polski o 17%;

¹⁰ Transakcje opcyjne polegały najczęściej na tym, że przedsiębiorstwa (przede wszystkim eksporterzy) kupowały opcje PUT (czyli opcje sprzedaży euro za złote), zabezpieczając się tym samym przed umocnieniem się złotego, ale jednocześnie sprzedawały na o wiele większe kwoty (niekiedy nawet w relacji 10:1) opcje CALL (czyli opcje zakupu euro za złote), ponosząc tym samym nieograniczone ryzyko w przypadku znacznego osłabienia się złotego. Kiedy doszło do silnej deprecjacji złotego, ryzyko to zmateriałizowało się. Wśród przedsiębiorstw, które poniosły znaczne straty z tego tytułu, znajduje się kilkadziesiąt spółek giełdowych i co najmniej kilkaset mniejszych firm. Szerzej na ten temat zob. Małecki (2009c). Drugim takim rodzimym „toksycznym” instrumentem okazały się swapy walutowo-procentowe (CIRS-y). Za namową banków znaczna liczba przedsiębiorstw zawierała transakcje polegające na syntetycznej konwersji średnioterminowych kredytów zaciągniętych w złotych lub w euro na kredyty w jenach japońskich. W skrajnych przypadkach transakcje te miały charakter wyłącznie spekulacyjny: bank udzielał przedsiębiorstwu kredytu w złotych, żeby umożliwić mu zawarcie odpowiedniej transakcji CIRS w jenach. Tak czy inaczej, gdy jen zaczął się gwałtownie umacniać w stosunku do euro (a jeszcze bardziej w stosunku do złotego), przedsiębiorstwa, które zawarły takie transakcje, zaczęły ponosić ogromne straty.

¹¹ Polskie banki zamknęły swoje pozycje wynikające z transakcji z przedsiębiorstwami za pomocą odwrotnych transakcji z bankami zagranicznymi. W ten sposób same zabezpieczyły się przed ryzykiem kursowym, ale tylko pod warunkiem, że ich krajowi kontrahenci będą się wywiązywać ze swoich zobowiązań.

- w stosunku do dolara amerykańskiego korona słowacka osłabiła się w tym czasie o 11%, podczas gdy złoty polski o 33%;
- podstawowy indeks giełdy w Bratysławie (SAX) obniżył się w tym okresie o 6,3%, podczas gdy na giełdzie warszawskiej indeks WIG stracił ponad 30%.

Po drugie, przynależność do strefy euro niewątpliwie poprawia makroekonomiczną wiarygodność kraju, ale też nie gwarantuje jej w sposób bezwzględny. Dowodzi tego z kolei przykład takich krajów jak: Grecja, Portugalia, Hiszpania, Włochy czy Irlandia. Przez pierwszy rok obecnego kryzysu premia za ryzyko makroekonomiczne zawarta w oprocentowaniu obligacji rządowych tych krajów nadal była tylko nieznacznie wyższa niż w krajach strefy euro o najwyższej wiarygodności kredytowej (Niemcy, Francja, Holandia, Luksemburg, Austria). Kraje te zatem wciąż korzystały z parasola ochronnego uczestnictwa w strefie euro. Począwszy od jesieni 2008 roku premia ta zaczęła jednak wyraźnie się zwiększać, co dowodzi, że w warunkach zaostrzającego się kryzysu uczestnicy rynków finansowych zaczęli znowu różnicować swoje oceny makroekonomicznej wiarygodności poszczególnych krajów członkowskich UGW. W końcu, w pierwszych miesiącach 2010 roku, doszło do tego, że Grecja nie była już w stanie sprzedawać na rynkach międzynarodowych obligacji skarbowych i musiała zwrócić się o pomoc do Unii Europejskiej i MFW. Wydaje się jednak bezsprzeczne, że jeśli wymienione kraje, a w szczególności Grecja, nie należałyby do strefy euro, to przy ich wskaźnikach makroekonomicznych groziłby im znacznie wcześniejszy i poważniejszy kryzys.

Przechodząc do wpływu kryzysu na koszty i zagrożenia przyjęcia wspólnej waluty, najczęściej zwraca się uwagę na zwiększenie się dwóch spośród wyżej wymienionych kosztów¹²:

- utratę autonomicznej polityki kursu walutowego (g);
- zagrożenie spowolnienia wzrostu gospodarczego w okresie poprzedzającym akcesję (j).

Jeśli chodzi o ten drugi koszt, nie ulega wątpliwości, że w warunkach zagrożenia recesją (a tym bardziej wystąpienia recesji) szczególnie trudno może być zdecydować się na prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej czy fiskalnej, gdyby okazało się to niezbędne dla spełnienia nominalnych kryteriów konwergencji.

Dość kontrowersyjna jest natomiast kwestia kosztów związanych z utratą autonomicznej polityki kursu walutowego. Argumentacja za tezą o istotności takiego kosztu akcentuje zdolność autonomicznej polityki

¹² W poświęconemu skutkom obecnego globalnego kryzysu suplemencie do Raportu NBP na temat pełnego uczestnictwa RP w trzecim etapie UGW pojawiła się dość nieoczekiwana teza, że kryzys w szczególnym stopniu zwiększa koszt utraty autonomicznej polityki monetarnej. Teza ta opiera się na założeniu, że obecny kryzys doprowadzi do nasilenia się tendencji protekcyjnistycznych w UE, na co odpowiedzią mogłaby być luźniejsza autonomiczna krajowa polityka pieniężna. Teza ta wydaje się jednak dość wątpliwa. Szerzej na ten temat zob. Borowski (2009).

kursu walutowego do absorbowania i neutralizowania rozmaitych szoków. W kontekście obecnego kryzysu podkreśla się ponadto, że głęboka deprecjacja złotego pozwoliła polskim eksporterom, przynajmniej w jakiejś części, skompensować skutki spadku popytu na zagranicznych rynkach zbytu oraz poprawiła konkurencyjność polskich producentów na rynku krajowym.

Badania zmian kursu złotego w ostatnich kilkunastu latach dowodzą jednak, że znaczna część tych wahań następowała w dużej mierze w odezwaniu od sytuacji w gospodarce Polski i jej bilansie płatniczym oraz że w wielu przypadkach to sam rynek walutowy generował wstrząsy dla gospodarki realnej. Wnioski te są zresztą zgodne z doświadczeniami innych krajów, zwłaszcza stosujących płynne kursy walutowe¹³.

Odnosnie do bardzo silnej deprecjacji złotego w trakcie obecnego kryzysu, to nie negując całkowicie jej pozytywnych skutków, nie należy także ich przeceniać. Po pierwsze, aż tak gwałtowne zmiany kursu ogromnie utrudniają racjonalną kalkulację opłacalności wszelkiej działalności gospodarczej, tym bardziej że istnieje znaczne prawdopodobieństwo, iż ulegną one wkrótce odwróceniu. Po drugie, znaczna część eksporterów nie odniosła korzyści z osłabienia się złotego, gdyż zawarła wcześniej transakcje zabezpieczające przed ryzykiem kursowym. Po trzecie, wielu eksporterów nie tylko nie skorzystało na deprecjacji złotego, ale wręcz poniosło ogromne straty w następstwie zaangażowania się w spekulacyjne transakcje opcyjne. Po czwarte, bardzo wielu eksporterów jest jednocześnie importerami, w związku z czym ich bilans zysków i strat z tytułu deprecjacji złotego może się kształtować różnie.

Szczególnie istotne wydają się jednak zagrożenia związane z przyjęciem wspólnej waluty, które uwypuklił obecny kryzys strefy euro. Chodzi przede wszystkim o groźbę utraty międzynarodowej konkurencyjności gospodarki, a także, co może się ściśle wiązać z tym pierwszym zagrożeniem, groźbę nadmiernej ekspansji kredytowej.

O skali utraty konkurencyjności przez część krajów strefy euro świadczą dane przytoczone w tabeli 11.1. Pokazano tam skumulowany wzrost jednostkowych kosztów pracy (UCL – Unit Labor Costs) w poszczególnych krajach UGW w okresie 1999–2007. Można zauważyć, że wzrost ten był szczególnie silny w czterech południowych krajach strefy euro, czyli w Grecji, Portugalii, Hiszpanii i Włoszech, a ponadto w Irlandii. W przypadku krajów należących do unii walutowej, gdy w grę nie wchodzi zmiany kursów walutowych, takie różnice w dynamice jednostkowych kosztów pracy muszą prowadzić do utraty konkurencyjności. Trzeba jednak podkreślić, że przyczyny utraty konkurencyjności w wymienionych krajach nie były takie same. Inna była sytuacja w Grecji, Portugalii i we Włoszech, a inna w Hiszpanii i Irlandii.

Włochy, Portugalię i Grecję można uznać za klasyczne przykłady niedostatecznej realnej konwergencji. Dotyczy to przede wszystkim zbyt małej

¹³ Szerzej na ten temat zob. Małecki (2007), a także Kołodko (2008: 202–203).

elastyczności rynków pracy, opóźnień w podejmowaniu reform strukturalnych zwiększających elastyczność całej gospodarki, a także niedostatecznej dyscypliny fiskalnej. Postępująca utrata konkurencyjności powodowała narastanie tendencji stagnacyjnych w tych krajach. Szczególny przypadek w tej grupie krajów stanowi Grecja, która tak naprawdę nigdy nie spełniała nawet nominalnych kryteriów konwergencji. Dostała się ona do strefy euro dzięki sfałszowaniu danych statystycznych, a i później nie stroniła od „kreatywnej księgowości”.

Tabela 11.1. Skumulowany wzrost jednostkowych kosztów pracy (ULC) w okresie 1999–2007

| Kraj | ULC |
|------------|-------|
| Niemcy | 2,3% |
| Austria | 5,9% |
| Finlandia | 11,6% |
| Belgia | 14,2% |
| Francja | 17,2% |
| Holandia | 21,7% |
| Włochy | 23,7% |
| Hiszpania | 26,4% |
| Portugalia | 27,6% |
| Grecja | 28,3% |
| Irlandia | 33,0% |

Źródło: Monitoring Labor Cost Developments Across Euro Area Countries. *ECB Monthly Bulletin*, November 2008, s. 70, za: Sławiński (2009a: 4).

Bardziej zagadkowy może wydawać się przypadek Hiszpanii i Irlandii. Kraje te miały wysoce elastyczne rynki pracy, realizowane przez nie reformy gospodarcze były bardzo pozytywnie oceniane, przestrzegały dyscypliny fiskalnej i wykazywały się wysokim wzrostem gospodarczym. Wyjaśnieniem okazuje się nadmierna ekspansja kredytowa, prowadząca w szczególności do niekontrolowanego boomu i bąbli spekulacyjnych na rynkach nieruchomości.

Taki niekontrolowany boom na rynkach nieruchomości w dwojaki sposób niekorzystnie wpływa na konkurencyjność gospodarki. Z jednej strony

prowadzi do przegrzania koniunktury gospodarczej i nadmiernego wzrostu cen i płac. Z drugiej zaś negatywnie oddziałuje na dynamikę wydajności pracy przez wypaczenie alokacji zasobów. Nadmierna część tych zasobów, zarówno krajowych, jak i zagranicznych, trafia do sektora budownictwa, gdzie wydajność jest relatywnie niska.

Nadmierna ekspansja kredytowa i będące jej następstwem bąble spekulacyjne na rynkach aktywów, w tym zwłaszcza na rynkach nieruchomości, stanowią zagrożenie nie tylko dla międzynarodowej konkurencyjności danych gospodarek. Pęknięcie tych bąbli może prowadzić do kryzysów bankowych, głębokich recesji gospodarczych i znacznego pogorszenia się sytuacji fiskalnej.

Tymczasem w krajach przystępujących do strefy euro powstają wyjątkowo sprzyjające warunki dla takiej nadmiernej ekspansji kredytowej. Składają się na to takie czynniki jak: spadek nominalnych i przede wszystkim realnych stóp procentowych, zwiększona dostępność źródeł finansowania oraz optymistyczne oczekiwania podmiotów gospodarczych i konsumentów odnośnie do przyszłego kształtowania się ich dochodów.

Dodatkowy problemem stanowi często duże opóźnienie władz w reagowaniu na zagrożenia wynikające z nadmiernej ekspansji kredytowej. Jest to psychologicznie uzasadnione, ponieważ do pewnego momentu wszyscy czerpią korzyści z tej sytuacji. Banki zarabiają na udzielanych kredytach, wzrastają obroty i dochody firm budowlanych, zwiększa się zatrudnienie w gospodarce, posiadacze akcji i nieruchomości czują się bogatsi, bo ceny ich aktywów wzrastają, a zatem zwiększają swoje wydatki konsumpcyjne, wzrost gospodarczy staje się coraz szybszy, a to z kolei wpływa korzystnie na sytuację fiskalną. Dlatego politycy bardzo lubią boomy na rynkach aktywów i niełatwo jest ich przekonać do skutecznego im przeciwdziałania.

3. GLOBALNY KRYZYS FINANSOWO-GOSPODARCZY A MOŻLIWOŚCI PRZYSTĄPIENIA POLSKI DO UGW

Praktycznie wszystkie z szesnastu obecnych krajów członkowskich UGW miały szczęście trafić na przynajmniej względnie korzystne warunki dla spełnienia nominalnych kryteriów konwergencji. W okresach referencyjnych, w których kraje te podlegały ocenie władz UE, z reguły panowała dobra koniunktura gospodarcza, a nawet jeśli dochodziło do poważniejszych zaburzeń na rynkach finansowych (jak np. w latach 1997–98), to miały one charakter lokalny, a ich skutki dla globalnych rynków finansowych okazywały się tylko przejściowe¹⁴. Obecnie mamy do czynienia

¹⁴ Dopiero Estonia, która 1 stycznia 2011 roku staje się siedemnastym krajem członkowskim UGW, jest wyjątkiem od tej reguły. Kraj ten zdołał spełnić wszystkie nominalne kryteria konwergencji, mimo że okres referencyjny przypadł na pełnię globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego oraz głęboki kryzys w samej Estonii.

z diametralnie odmienną sytuacją. Globalny kryzys finansowo-gospodarczy będzie miał silnie negatywny wpływ na możliwości spełnienia przez Polskę każdego z nominalnych kryteriów konwergencji.

Kryterium fiskalne. Znaczną poprawę sytuacji fiskalnej Polski w kilku ostatnich latach, dzięki której od 8 lipca 2008 roku Polska przejściowo przestała być objęta procedurą nadmiernego deficytu, zawdzięczaliśmy nieomal wyłącznie szybkiemu wzrostowi gospodarczemu. Ten okres dobrej koniunktury nie został niestety wykorzystany dla przeprowadzenia głębszych reform finansów publicznych. Od 7 lipca 2009 roku Polska ponownie pozostaje objęta procedurą nadmiernego deficytu, a w 2009 roku deficyt sektora publicznego wyniósł 7,1% PKB. Aktualizacja *Programu konwergencji* przewiduje obniżenie tego deficytu poniżej progu 3% PKB w 2012 roku. Wiarygodność tego programu obniżają jednak dwa czynniki. Po pierwsze, cały ciężar dostosowania fiskalnego ma nastąpić dopiero w 2012 roku, czyli po wyborach parlamentarnych. Wcześniej, aż do 2011 roku, deficyt ma pozostawać na poziomie zbliżonym do 7% PKB. Po drugie, wciąż nie ma nawet projektów ustaw istotnych dla trwałego obniżenia deficytu sektora publicznego. Gdyby te założenia udało się jednak zrealizować, uchylenie procedury nadmiernego deficytu mogłoby nastąpić najwcześniej pod koniec drugiego kwartału 2013 roku.

Kryterium inflacyjne. Polska przestała spełniać kryterium inflacyjne począwszy od października 2008 roku i od tego czasu luka między poziomem inflacji w Polsce i poziomem referencyjnym systematycznie powiększa się. Można się co prawda pocieszać, że wynika to z lepszej koniunktury gospodarczej w Polsce w porównaniu z większością krajów UE, ale nie zmienia to faktu, iż nie łatwo spełnić to kryterium, przynajmniej w niezbyt odległej przyszłości, dopóki w UE utrzymają się tendencje recesyjno-deflacyjne. Trudno też oczekiwać, aby w warunkach znacznego spowolnienia wzrostu gospodarczego Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zdecydowała się na znaczące zaostrzenie polityki monetarnej dla obniżenia inflacji, czy żeby pomógł w tym rząd (przez rezygnację z części wpływów budżetowych) w obecnej trudnej sytuacji fiskalnej. Sytuacja może zmienić się dopiero, kiedy UE wejdzie w fazę ożywienia gospodarczego, dlatego że istnieją obawy, iż ogromne kwoty wpompowane w gospodarkę w czasie kryzysu przez rządy i banki centralne doprowadzą wtedy do znacznego przyśpieszenia inflacji w całej Unii.

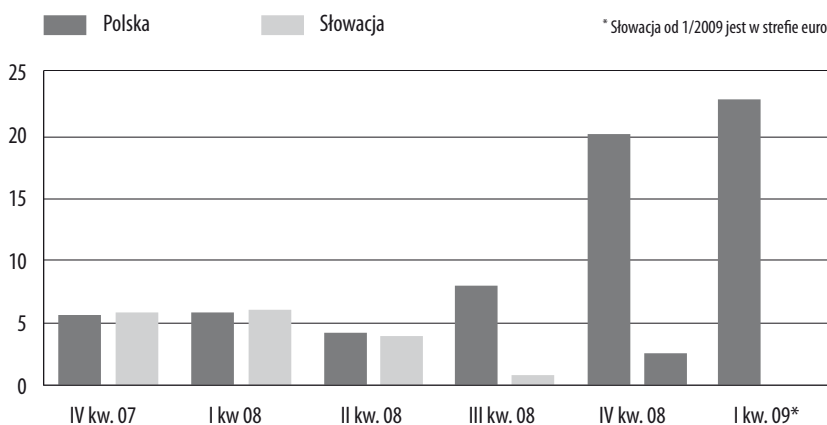
Kryterium stopy procentowej. Jeśli nadal utrzymają się tak znaczne różnice w stopach inflacji między Polską a krajami UE o najbardziej stabilnym poziomie cen, to przestaniemy spełniać również kryterium stopy procentowej, a to z tych samych względów, co w przypadku kryterium inflacyjnego.

Kryterium zgodności legislacyjnej. Jakby się to nie wydawało zaskakujące, kryzys może utrudnić spełnienie również i tego kryterium. Jeśli spowolnienie wzrostu gospodarczego doprowadzi do znaczącego wzrostu bezrobocia i zaostrzenia napięć społecznych, to może to spowodować na tyle

silny wzrost nastrojów populistycznych i eurosceptycznych, że również po wyborach parlamentarnych w 2011 roku nie będzie w Sejmie większości niezbędnej dla przeprowadzenia zmiany Konstytucji.

Kryterium stabilności kursu walutowego. Obok kryterium fiskalnego jego spełnienie stało się szczególnie trudne. Przede wszystkim aktualna sytuacja na rynku walutowym utrudnia przystąpienie do mechanizmu kursowego ERM-2. Wynika to z dwóch przyczyn: drastycznego wzrostu zmienności kursu złotego oraz zwiększenia się ryzyka wyznaczenia kursu centralnego do euro na poziomie odbiegającym od kursu równowagi.

Zmienność kursu złotego radykalnie zwiększyła się począwszy od III kwartału 2008 roku. Ten wzrost zmienności w szczytowej fazie kryzysu, a także porównanie ze zmiennością kursu korony słowackiej, ilustruje rysunek 11.1, wykorzystujący indeks zmienności kursu walutowego (ERV – Exchange Rate Volatility) stosowany przez EBC. Co istotne, wzrost zmienności kursu złotego w stosunku do poziomu sprzed kryzysu okazał się trwały, a każde zaostrzenie się kryzysu (jak na przykład w II kwartale 2010 roku w związku z problemami Grecji) powoduje natychmiastowy dalszy wzrost zmienności kursu złotego.



Rysunek 11.1. Zmienność kursu złotego i korony słowackiej względem euro (indeks ERV)

Źródło: dane Reutersa i EBC przytoczone za www.rp.pl/ekonomia/ (21.04.2009).

Przystępowanie do mechanizmu ERM-2 w warunkach tak dużej zmienności kursu złotego byłoby bardzo ryzykowne. Nie ma też pewności, czy wyraziłyby na to zgodę Komisja Europejska i EBC. Ponadto wobec obecnych problemów strefy euro trudno oczekiwać, aby władze UE były skłonne do bardziej liberalnej interpretacji kryterium stabilności kursu walutowego, mimo niewątpliwej zmiany warunków, jaka dokonała się ostatnio na rynkach finansowych.

Jak dotąd miały miejsce tylko dwa przypadki, gdy w okresie referencyjnym waluty krajów kandydujących do UGW osłabiły się o więcej niż 2,25%

w stosunku do kursu centralnego i nie zostało to uznane za naruszenie kryterium stabilności kursu walutowego. Dotyczyło to franka francuskiego (osłabienie się o 2,3%) i funta irlandzkiego (depresja o 4,2%), przy czym rzeczywiście w obu przypadkach odchylenia te miały charakter ewidentnie krótkookresowy. W obecnych okolicznościach mało prawdopodobna wydaje się większa tolerancja władz Unii wobec ewentualnego osłabienia się złotego, nawet gdyby było ono spowodowane czynnikami zewnętrznymi w stosunku do polskiej gospodarki. Nie oznacza to, że nie należy podjąć tej kwestii w trakcie negocjacji dotyczących przystąpienia przez Polskę ERM-2, podobnie jak kwestii, jak znaczne interwencje walutowe mogłyby zostać uznane za dopuszczalne i niepowodujące „nadmiernych napięć”.

Bardzo duże średniookresowe wahania kursu złotego zwiększają z kolei ryzyko przystąpienia do ERM-2 z niewłaściwym kursem centralnym. Tymczasem podstawowa zasada przy przystępowaniu do tego mechanizmu kursowego opiera się na tym, że kurs centralny waluty krajowej do euro należy wyznaczyć na poziomie możliwie jak najbardziej zbliżonym do kursu długookresowej (fundamentalnej) równowagi. Przyjęcie zbyt silnego (przewartościowanego) kursu waluty krajowej grozi pogorszeniem się międzynarodowej konkurencyjności gospodarki i salda bilansu handlowego, spowolnieniem wzrostu gospodarczego (co może utrudnić spełnienie kryterium fiskalnego) i przede wszystkim zwiększonym ryzykiem ataków spekulacyjnych i kryzysu walutowego. Z kolei przyjęcie zbyt słabego (niedowartościowanego) kursu waluty krajowej prowadzi do spadku realnej wartości wszystkich zasobów i dochodów denominowanych w walucie krajowej, a przede wszystkim grozi zwiększeniem presji inflacyjnej, co może utrudnić spełnienie kryteriów inflacyjnego i stopy procentowej. Niedowartościowany kurs może mieć też w pewnych przypadkach negatywny wpływ na wzrost gospodarczy ze względu na ograniczanie importu, w tym również transferu nowoczesnych technologii z zagranicy.

Problem polega jednak na tym, że kurs walutowy równowagi może być poznany tylko w bardzo dużym przybliżeniu. Co prawda w ostatnich 30–40 latach powstało wiele prac teoretycznych i przede wszystkim empirycznych poświęconych tej problematyce, lecz jednocześnie wciąż należy ona do zagadnień rozpoznanych tylko w ograniczonym stopniu. Konstruowane są coraz bardziej skomplikowane modele ekonometryczne, ale na skutek konieczności przyjmowania wielu założeń upraszczających modele te umożliwiają oszacowanie kursów walutowych równowagi z dokładnością, w najlepszym przypadku, do 10–30%, co stawia pod dużym znakiem zapytania ich praktyczną przydatność¹⁵.

Dlatego też nawet EBC, negocjując poziom kursu centralnego z krajami zamierzającymi przystąpić do ERM-2 (a wcześniej do ERM), rezygnuje z tych wyrafinowanych modeli na rzecz prostszego i bardziej pragmatycznego

¹⁵ Szerzej na ten temat zob. Rawdanowicz (2008).

podejścia. Najpierw wylicza się uśredniony kurs z kilku ostatnich lat uznanych dla danej gospodarki za reprezentatywne, a następnie oczyszcza się tak otrzymany średni kurs z wpływu zaburzeń uznanych za niefundamentalne.

Nawet jednak i to uproszczone, w pewnym stopniu arbitralne, podejście ma tylko charakter pomocniczy przy procedurze wyznaczania kursu centralnego. W praktyce, w obawie przed reakcją uczestników rynków finansowych, najczęściej kurs centralny wyznaczany jest na poziomie zbliżonym do bieżącego kursu rynkowego. Jeżeli nawet zdarzały się odstępstwa od tej zasady, to polegały na przyjęciu słabszego centralnego kursu waluty krajowej w porównaniu z jej bieżącym kursem rynkowym¹⁶. Ryzyko związane z reakcją uczestników rynku walutowego jest w tym przypadku mniejsze, a ponadto, w razie potrzeby, stosunkowo łatwo jest skorygować tak ustalony kurs.

Na jakim poziomie może kształtować się obecnie kurs równowagi złotego? Obliczenia przeprowadzone według opisaną wyżej uproszczonej procedury w październiku 2008 roku dla danych z okresu od września 2005 roku do września 2008 roku wskazywały w przybliżeniu na przedział 3,55–3,75 EUR/PLN. Inne szacunki pochodzące z marca i kwietnia 2009 roku wskazywały na przedział 3,70–4,10 EUR/PLN.

Z powyższych rozważań wynikają następujące wnioski.

Po pierwsze, kurs równowagi złotego znany jest tylko w dużym przybliżeniu i to jako dość szeroki przedział.

Po drugie, przystąpienie do ERM-2 możliwe będzie tylko wtedy, gdy kurs rynkowy będzie przynajmniej zbliżony do tego kursu równowagi.

Po trzecie, zaleca się ustalenie kursu centralnego na poziomie zbliżonym do górnej granicy przedziału tak określonego kursu równowagi. Wynika to z faktu, że zagrożenia z przyjęcia zbyt słabego kursu waluty krajowej są jednak mniejsze niż te wynikające z przyjęcia zbyt silnego kursu waluty krajowej. Ponadto jeśli kurs centralny waluty krajowej w ERM-2 okaże się zbyt słaby, to można bezkarnie dopuścić do jego aprecjacji o 15%, a nawet dokonać rewaluacji kursu centralnego. Tymczasem gdyby okazał się on zbyt silny, możliwości deprecjacji są w zasadzie ograniczone do 2,25%, a dewaluacja kursu centralnego nie jest dopuszczalna.

Gdyby zatem Polska miała przystępować w niezbyt odległej przyszłości do ERM-2, to należałoby dążyć do ustalenia kursu centralnego na poziomie zbliżonym do 4,00 EUR/PLN. Byłoby to możliwe tylko wtedy, gdy kurs rynkowy EUR/PLN nie odbiegałby zbyt od tego poziomu (zwłaszcza w górę). Jeżeli natomiast włączenie złotego do ERM-2 miałyby nastąpić dopiero za kilka lat, to kurs równowagi będzie wtedy najprawdopodobniej niższy.

¹⁶ W marcu 1998 roku Grecja przystąpiła do mechanizmu kursowego ERM z kursem centralnym drachmy o 12,3% słabszym od bieżącego kursu rynkowego (Schadler 2005: 107).

Kolejną dyskusyjną kwestią jest, czy przeszkodą dla przystąpienia do ERM-2 byłoby niespełnianie innych nominalnych kryteriów konwergencji. Formalnie nie stanowi to przeszkody i wiele obecnych krajów członkowskich UGW nie spełniało któregoś czy nawet kilku z tych kryteriów w momencie włączenia swojej waluty do ERM lub ERM-2. Niemniej jednak sytuacja taka niewątpliwie utrudnia stabilizowanie kursu, chyba że do spełnienia tych kryteriów brakuje niewiele i istnieje wiarygodny program konwergencji, pokazujący kiedy i jak kryteria te zostaną spełnione.

W świetle wcześniejszych rozważań na temat źródeł obecnych problemów strefy euro niezwykle istotne staje się pytanie o wpływ współczesnego kryzysu na stopień spełniania przez Polskę kryteriów realnej konwergencji oraz na możliwość podejmowania innych działań mających zapobiec utracie konkurencyjności po przystąpieniu do UGW.

W kwestii postępów realnej konwergencji odpowiedź nie jest w pełni jednoznaczna. Z jednej strony, łagodniejszy przebieg kryzysu w Polsce sprawia, że zmniejszą się rozpiętości w poziomie rozwoju gospodarczego między Polską a strefą euro. Z drugiej zaś, spadek obrotów handlowych i kapitałowych spowodował procesy synchronizacji cyklu koniunkturalnego i upodobniania się struktury produkcji, popytu i handlu zagranicznego. Ponadto wydaje się, że przebieg obecnego kryzysu w Polsce jest szczególnie niesprzyjający w kontekście podejmowania reform istotnych dla postępów realnej konwergencji i zapewnienia konkurencyjności polskiej gospodarki również już po akcesji do strefy euro. Chodzi przede wszystkim o reformy zwiększające elastyczność rynku pracy, ale także elastyczność całej gospodarki, a ponadto o trwałą poprawę sytuacji fiskalnej.

Kryzys w Polsce nie był na tyle ostry, aby wymusić takie reformy, czy to ze względu na warunki związane z otrzymywaną zagraniczną pomocą finansową (np. w Grecji i na Łotwie), czy z własnej inicjatywy krajów pragnących uniknąć konieczności korzystania z takiej pomocy zagranicznej (np. w Estonii i Hiszpanii). Jednocześnie jednak spowolnienie gospodarcze jest na tyle dotkliwe, aby utrudnić podejmowanie trudnych i niepopularnych reform, zwłaszcza wobec niekorzystnego kalendarza politycznego i braku pełnej determinacji rządzącej koalicji Platformy Obywatelskiej (PO) i Polskiego Stronnictwa Ludowego (PSL) do przeprowadzania takich reform. W tych okolicznościach mało prawdopodobne wydaje się nawet zainicjowanie istotniejszych reform (zwłaszcza dotyczących systemu emerytalnego) przed wyborami parlamentarnymi, czyli końcem 2011 roku, a późniejszy rozwój wydarzeń też pozostaje niepewny.

Doświadczenia takich krajów jak Hiszpania czy Irlandia pokazały, jak poważnym zagrożeniem dla przyszłych członków strefy euro może być nadmierna ekspansja kredytowa i jednocześnie jak trudno jest jej przeciwdziałać (Sławiński 2008). Powszechnie chwalone regulacje bankowe wprowadzone w Hiszpanii, nakładające na tamtejsze banki obowiązek tworzenia dodatkowych rezerw w miarę zwiększania akcji kredytowej, okazały się tylko połowicznie skuteczne. Uchroniły one co prawda hiszpańskie

banki przed poważniejszymi problemami, gdy doszło już do pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości, ale nie zapobiegły boomowi kredytowemu na tym rynku. Niezbędne są zatem jeszcze dalej idące regulacje. W szczególności postuluje się dynamiczne dostosowywanie regulacji instytucji nadzorujących do zmieniających się faz cyklu koniunkturalnego (Sławiński 2008; Davies, Greek 2010 i nast.).

Tymczasem kryzys przyspieszył prace nad utworzeniem silnego, wspólnego unijnego nadzoru nad rynkami finansowymi. Gdyby zamiary te zostały wprowadzone w życie, to w przypadku takiego kraju jak Polska, paradoksalnie, mogłyby to ograniczyć postulowane aktywne wykorzystanie instytucji nadzorujących rynki finansowe do przeciwdziałania nadmiernej ekspansji kredytowej. Istnieje niebezpieczeństwo, że regulacje przyjęte na szczeblu całej Unii, mogą nie w pełni odpowiadać specyfice rynków kredytowych (a także rynków nieruchomości) oraz aktualnej fazie cyklu koniunkturalnego w poszczególnych krajach członkowskich.

4. SCENARIUSZE AKCESJI DO UNII GOSPODARCZEJ I WALUTOWEJ

Trzeba rozpocząć od konstatacji, że najlepszy okres dla przystąpienia do strefy euro już minął i że na tak sprzyjające warunki trudno liczyć w dającej się przewidzieć przyszłości. *Ex post*, możemy stwierdzić, że optymalnym wariantem dla Polski nie było, jak się często uważa, skopiowanie drogi wybranej przez Słowację (to jest przystąpienie do ERM-2 pod koniec 2005 roku lub na początku 2006 roku i akcesja do UGW z początkiem 2009 roku), ale nieco odmienny scenariusz. Przystąpienie do ERM-2 w pierwszej połowie 2005 roku, ocena spełnienia kryteriów w pierwszej połowie 2007 roku i akcesja do UGW z początkiem 2008 roku pozwoliłyby nam uniknąć jedynej, ale dość poważnej, niedogodności scenariusza słowackiego: silnej aprecjacji waluty krajowej w miesiącach poprzedzających wyznaczenie kursu ostatecznej jej konwersji na euro i w efekcie dokonania tej konwersji po przewartościowanym kursie waluty krajowej¹⁷.

Czy taki scenariusz był możliwy do zrealizowania? Z ekonomicznego punktu widzenia na pewno tak, gdyby tylko istniała odpowiednia wola polityczna i konsensus w tej kwestii głównych sił politycznych. Gdyby tak się stało, to w warunkach dobrej koniunktury gospodarczej i znacznej stabilności na rynkach finansowych już na początku 2007 roku możliwe było spełnienie przez Polskę wszystkich nominalnych kryteriów konwergencji¹⁸. Co więcej, nie wiązałyby się to wcale z koniecznością podejmowania jakichś nadzwyczajnych czy szczególnie restrykcyjnych działań.

¹⁷ W tym scenariuszu możliwa była ostateczna konwersja złotego na euro po kursie zbliżonym do 4,0 EUR/PLN.

¹⁸ Taką w zasadzie ścieżkę proponował Program Naprawy Finansów Rzeczypospolitej. Zob. szerzej Kołodko (2004).

W Polsce, w odróżnieniu od Słowenii i Słowacji, politykom zabrakło jednak takiej woli i wyobraźni.

Jakie są zatem obecnie perspektywy przystąpienia do strefy euro? Oficjalny scenariusz akcesji w 2012 roku został już porzucony. Przesądziło o tym kilka przyczyn, z których każda z osobna była wystarczająca, aby uniemożliwić realizację tego planu. Po pierwsze, niemożliwe okazało się przystąpienie do mechanizmu ERM-2 w pierwszej połowie 2009 roku. Po drugie, na pewno nie uda się spełnić kryterium fiskalnego w 2010 roku. Po trzecie, wątpliwe jest spełnienie kryterium inflacyjnego i kryterium stopy procentowej w 2010 roku. Po czwarte, nie wiadomo, czy zdążylibyśmy ze spełnieniem kryterium zgodności legislacyjnej.

Najbliższą, realistyczną datą przystąpienia do UGW jest obecnie początek 2015 roku. Warunkiem jest jednak taki wynik wyborów parlamentarnych w 2011 roku, który umożliwi zmianę Konstytucji. Scenariusz ten zakładałby:

- pod koniec 2011 roku zmianę Konstytucji i rozpoczęcie negocjacji w sprawie przystąpienia do ERM-2;
- w pierwszej połowie 2012 roku włączenie złotego do ERM-2. W tym czasie pozostałe nominalne kryteria konwergencji albo powinny być już spełnione, albo do ich spełnienia powinno brakować niewiele i powinien istnieć wiarygodny program ich spełnienia, tak aby móc przystąpić do UGW z dniem 1 stycznia 2015 roku;
- w pierwszej połowie 2014 roku ocena spełnienia przez Polskę wszystkich kryteriów konwergencji.
- 1 stycznia 2015 roku przystąpienie do UGW.

Pod uwagę brany może być jednak jeszcze inny, mniej konwencjonalny scenariusz akcesji do strefy euro¹⁹. Jest on bardziej ryzykowny, ale w sprzyjających okolicznościach umożliwiłby wcześniejsze, to jest w 2014 roku, wejście do UGW. Podstawowymi cechami tego scenariusza są:

- możliwie jak najwcześniejsze przystąpienie do ERM-2;
- wejście do ERM-2 przy niespełnieniu jeszcze pozostałych nominalnych kryteriów konwergencji, a także bez zmiany Konstytucji;
- przystąpienie do ERM-2 bez deklarowania konkretnej daty zamierzonej akcesji do UGW.

I tak na przykład, wchodząc do ERM-2 w drugiej połowie 2010 roku, polskie władze mogłyby się ograniczyć do ogłoszenia, że zamierzają przystąpić do strefy euro w latach 2014–16. Chodzi przede wszystkim o utrudnienie ewentualnych ataków spekulacyjnych na polską walutę, w sytuacji kiedy wciąż mogą im sprzyjać niepewna sytuacja makroekonomiczna i polityczna. Skoro jednak w najtrudniejszym, początkowym okresie przebywania w ERM-2 nieznany będzie jeszcze okres referencyjny, który uwzględni się przy ocenie spełnienia kryterium stabilności kursu walutowego, to

¹⁹ Szerzej na temat takiej strategii spełniania kryterium stabilności kursu walutowego, a w szczególności jej zalet i wad zob. Małecki (2006).

spekulanci, decydując się na atak na polską walutę, nie będą mieli pewności, że NBP zechce kursu bronić. Tym samym podjęcie takich ataków będzie bardziej ryzykowne, a zatem mniej prawdopodobne. Dodatkową zaletą takiej strategii jest, że z jednej strony, nie zamyka ona drogi do wcześniejszej akcesji do UGW, a z drugiej zaś nie zagraża utratą wiarygodności, jeśli się to nie uda.

Podjęcie takiej strategii wymaga jednak bezwzględnego spełnienia następujących warunków:

- zmienność kursu złotego musi się zmniejszyć;
- kurs rynkowy złotego musi się kształtować na takim poziomie, aby możliwe było przystąpienie do ERM-2 z kursem centralnym przynajmniej zbliżonym do kursu długookresowej równowagi (najlepiej aby kurs ten, wyrażony w złotych za jedno euro, kształtował się w pobliżu górnej granicy domniemanego przedziału kursu równowagi);
- pojawić się już muszą pierwsze symptomy poprawy koniunktury gospodarczej;
- skala nierównowagi makroekonomicznej nie może być nadmierna (i tak o ile można sobie wyobrazić wejście do ERM-2 z deficytem sektora finansów publicznych rządu 4–5% PKB, o tyle nie należałoby tego robić przy deficycie sięgającym 7% PKB czy więcej).

Bliższa analiza wymienionych warunków wskazuje na znaczne trudności ze spełnieniem przynajmniej niektórych z nich (zwłaszcza tych dotyczących zmienności kursu walutowego oraz skali nierównowagi fiskalnej). Tym samym scenariusz ten pozostaje mało realny.

Interesujące może być zestawienie powyższych rozważań z ocenami obserwatorów zewnętrznych i rynków finansowych. Z ankiety Reutersa przeprowadzonej w maju 2010 roku wynika, że medianą oczekiwań analityków rynkowych w odniesieniu do daty przyjęcia w Polsce euro jest rok 2015. Znacznie mniej optymistyczna jest ocena rynków finansowych. Z wyceny instrumentów finansowych w czerwcu 2010 roku wynika, że rynek dyskontuje przystąpienie Polski do strefy euro w przedziale 2019–20 (*Monitor... 2010*).

PODSUMOWANIE

1. Oba raporty NBP na temat przystąpienia przez Polskę do UGW – zarówno z 2004, jak i z 2009 roku, jednoznacznie wykazują, że w średnim, a tym bardziej w długim okresie, *per saldo*, korzyści z akcesji zdecydowanie przewyższają koszty. Można zatem oczekiwać szybszego tempa wzrostu gospodarczego w porównaniu ze scenariuszem bez akcesji do strefy euro, chociaż szacunki, o ile wzrost gospodarczy będzie szybszy, są dość zróżnicowane.

Uzyskanie korzyści netto z przystąpienia do UGW jest jednak uwarunkowane:

- wyborem właściwego momentu oraz właściwych parametrów (w tym zwłaszcza kursu centralnego w ERM-2, a następnie kursu ostatecznej konwersji na euro) przystąpienia do UGW;
- odpowiednim wykorzystaniem okresu przedakcesyjnego dla spełnienia w jak największym stopniu realnych kryteriów konwergencji.

Nasuwa się zatem wniosek, że, z zastrzeżeniem spełnienia dwóch wymienionych wyżej warunków, należy dążyć do możliwie jak najwcześniejszego przystąpienia do UGW.

2. Obecny globalny kryzys finansowo-gospodarczy radykalnie zmienił warunki i możliwości akcesji do strefy euro.

3. Jeśli chodzi o bilans korzyści i kosztów członkostwa w UGW, to kryzys unaoczniał przede wszystkim korzyść w postaci zwiększonej stabilności i wiarygodności makroekonomicznej. W szczególności przekłada się to na pewniejszy i tańszy dostęp do źródeł finansowania oraz eliminację ryzyka kryzysu walutowego. Ponieważ wiele wskazuje na to, że poważne turbulencje w gospodarce światowej mogą nadal występować, dla niewielkiej gospodarki, takiej jak polska, tę korzyść w postaci zwiększonej wiarygodności i stabilności makroekonomicznej uznać trzeba za szczególnie cenną.

4. Kryzys w strefie euro pokazał, że największym niebezpieczeństwem dla nowych krajów członkowskich może okazać się stopniowa utrata konkurencyjności ich gospodarek już po akcesji. Może to wynikać bądź z niedostatecznej konwergencji realnej, bądź z nadmiernej ekspansji kredytowej i niekontrolowanego boomu na rynku nieruchomości już po przystąpieniu do strefy euro. Dlatego tak istotne jest możliwie jak najlepsze wykorzystanie okresu przedakcesyjnego dla postępów w realnej konwergencji, a także przygotowanie zawczasu odpowiednich regulacji dla przeciwdziałania nadmiernej ekspansji kredytowej po przystąpieniu do UGW.

5. Jednocześnie kryzys radykalnie utrudni przystąpienie do strefy euro. Znacznie trudniej jest teraz spełnić wszystkie nominalne kryteria konwergencji; w największym stopniu dotyczy to kryteriów fiskalnego i stabilności kursu walutowego. Kryzys także spowolni proces realnej konwergencji polskiej gospodarki ze strefą euro, chociaż ta teza nie jest już tak pewna.

6. W takich okolicznościach oficjalny scenariusz przystąpienia do UGW w 2012 roku stał się już nieaktualny. Za najwcześniejszy realistyczny scenariusz akcesji należy obecnie uznać 2015 rok. Zaprezentowana w niniejszym opracowaniu mniej konwencjonalna, ale i bardziej ryzykowna strategia wchodzenia do strefy euro, która w sprzyjających okolicznościach mogłaby zapewnić osiągnięcia tego celu wcześniej niż w 2015 roku, wydaje się mieć charakter czysto teoretyczny.

BIBLIOGRAFIA

- Borowski, Jakub (2009). *Szybkie przyjęcie euro wciąż jest możliwe*, epp. eurostat.ec.europa.eu/.
- Davies, Howard i David Green (2010). *Globalny nadzór i regulacja sektora finansowego*. Warszawa: WN PWN.
- Frankel, Jeffrey A. (2000). Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output. *CEPR Discussion Paper 263*. London Centre for Economic Policy Research.
- Integracja Polski ze strefą euro: uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem* (2005). Warszawa: Ministerstwo Finansów, sierpień 2005.
- Kołodko, Grzegorz W. (2004). *O naprawie naszych finansów*. Toruń: Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa.
- Kołodko, Grzegorz W. (2008). *Wędrujący świat*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Małecki, Witold (2007). Globalizacja rynków finansowych a polityka kursu walutowego w Polsce. W: Witold Małecki (red.), *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*. Warszawa: Vizja Press and IT.
- Małecki Witold (2009a). Globalny kryzys finansowo-gospodarczy a przystąpienie Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej. W: Witold Małecki (red.), *Globalny kryzys finansowy a polska gospodarka*. Warszawa: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania.
- Małecki, Witold (2009b). Konsekwencje obecnego kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych dla polskiej gospodarki. *Biuletyn Analityczny*, nr 3, Warszawa: Akademia Finansów w Warszawie.
- Małecki, Witold (2009c). Wahania kursów walut a wejście Polski do strefy euro – jak budować politykę finansową firmy przed wejściem do strefy euro. *Biuletyn Polskiej Izby Spedycji i Logistyki*, nr 4.
- Małecki, Witold (2006). Warunki pomyślnego przejścia testu stabilności kursu walutowego w mechanizmie ERM-2. W: Witold Jakóbiak (red.), *Gospodarka polska w procesie światowych przemian*. Warszawa: Wyższa Szkoła Handlu i Prawa im. Ryszarda Łazarskiego w Warszawie.
- Monitor konwergencji nominalnej* (2010). Warszawa: Ministerstwo Finansów, nr 7, lipiec 2010.
- Orłowski, Witold (2008). *Świat który oszalał, czyli poradnik na ciekawe czasy*. Warszawa: Agora.
- Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia do strefy euro* (2004). Warszawa: NBP, luty 2004.
- Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej* (2009). Warszawa: NBP, luty 2009.
- Rawdanowicz, Łukasz (2008). *Equilibrium Exchange Rates: Theoretical Concepts and Empirical Estimations. An Application to Transition Economies in Central and Eastern Europe*. Praca doktorska. Warszawa: Wydział Nauk Ekonomicznych UW.
- Schadler, Susan, Paolo Drummond, Louis Kuijs, Zuzana Murgasova i Rachel Van Elkan (2005). *Adopting the Euro in Central Europe. Challenges of the Next Step in European Integration*. Washington D.C.: IMF.

- Sławiński, Andrzej (2004). Konsekwencje konieczności przejścia złotego przez test stabilności w ERM-2. *Studia Finansowe*, nr 68.
- Sławiński, Andrzej (2008). *Polska w strefie euro: jak zapewnić długookresową konkurencyjność gospodarki*. Referat na konferencję *Euro – ekonomia i polityka*. Warszawa: Wyższa Szkoła Handlu i Prawa im. Ryszarda Łazarskiego.
- Sławiński, Andrzej (2009a). *Poland in the euro zone: The need to shield the economy against a credit boom*. Paper prepared for the 2nd International Conference *Global Challenges and Policies of the European Union – Consequences for the New Member States*, Wrocław 25–26.09.2009.
- Sławiński, Andrzej (2009b). Przyczyny globalnego kryzysu bankowego. W: *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*. Warszawa: Kolegium Ekonomiczno-Społeczne SGH.
- Wójcik, Cezary (2008). *Integracja ze strefą euro. Teoretyczne i praktyczne aspekty konwergencji*. Warszawa: WN PWN.

Część IV

CO DALEJ?

Jacek Tomkiewicz

POLITYKA MAKROEKONOMICZNA W UE. JAKIE SŁABOŚCI KRYZYS OBNAŹYŁ, JAKIE ZMIANY SĄ KONIECZNE¹

WPROWADZENIE

Obecnie coraz wyraźniej widać, że nie mamy do czynienia z jednym kryzysem, ale raczej z serią problemów, które dotyczą kolejne sfery gospodarki. Zaczęło się od kryzysu na rynkach finansowych (Rosati 2009), co szybko przełożyło się na realny wymiar – PKB spadło, a bezrobocie zaczęło rosnąć. Agresywna polityka antykryzysowa rządów i banków centralnych wprowadziła powstrzymała recesję, ale coraz częściej słyszymy, że lekarstwo może być gorsze od choroby; przykład Grecji świetnie pokazuje, że państwo, a dokładnie jego długi, staje się kluczowym problemem.

Biorąc pod uwagę głębokość i długość recesji, wydawać się może, że najczarniejsze obawy okazały się nieuzasadnione, ale nie zmienia to faktu, iż ostatnie wydarzenia stanowią bardzo poważny test dla polityki gospodarczej, zarówno tej prowadzonej w wymiarze narodowym, jak i tej w układzie ponadpaństwowym (IMF 2009b). Wyjątkowo ciekawa jest sytuacja, jaką obserwujemy w Unii Europejskiej, czyli strukturze, gdzie skala międzynarodowej integracji jest wyjątkowo daleko posunięta. Dziś chyba można stwierdzić, że kryzys nie zagroził w zasadniczy sposób trwałości ugrupowania, ale również obnażył pewne słabości układu instytucjonalnego, jakim

¹ Część tekstu powstała na podstawie artykułów pt. *Czy Europejski Program Stabilizacyjny zadziała?* i *Globalne nierównowagi są nie do utrzymania*, opublikowanych na portalu www.obserwatorfinansowy.pl.

jest UE. Tym samym pojawiła się konieczność dokonania pewnych korekt w sposobie funkcjonowania Unii.

Struktura niniejszego tekstu jest następująca: w pierwszej części wskazuje się na zmiany w podziale dochodu narodowego, które w dużej mierze przyczyniły się do narastania kryzysu. Następnie krótko omówiona jest sytuacja makroekonomiczna UE, ze szczególnym uwzględnieniem nierównowagi w bilansach płatniczych. W kolejnych częściach analizuję powołanie Europejskiego Programu Stabilizacyjnego, który ma być ważnym instrumentem polityki makroekonomicznej, oraz pożądane korekty w zapisach Paktu Stabilizacji i Wzrostu oraz w kryteriach z Maastricht.

OSZCZĘDNOŚCI I INWESTYCJE – ZMIENIAJĄCA SIĘ STRUKTURA I ROSNĄCE NIERÓWNOWAGI

Tendencją, na którą od jakiegoś czasu wskazują ekonomiści, jest zmiana struktury aktywów i pasywów sektora finansowego. Przez całe lata normalną sytuacją było finansowanie potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstw przez akumulację nadwyżek gospodarstw domowych, które gromadziły swoje oszczędności głównie w postaci depozytów bankowych. Mniej więcej od początku lat 90. sytuacja zaczęła się zmieniać. Z jednej strony, wobec bardzo niskiego tempa wzrostu płac realnych dochody gospodarstw domowych rosą dużo wolniej niż aspiracje konsumpcyjne, więc musimy w coraz większej mierze posiłkować się kredytami. Z drugiej strony, jeśli wydajność pracy rośnie szybciej niż płace, powoduje to wzrost zysków przedsiębiorstw (udział dochodów kapitałowych w PKB rośnie kosztem dochodów z pracy), które są coraz częściej lokowane na rynku finansowym, więc pośrednio służą finansowaniu kredytów konsumpcyjnych (IMF 2007). Jaskrawym przykładem są tutaj Stany Zjednoczone, gdzie płace realne w okresie 1990–2008 wzrosły tylko o 3,3%, podczas gdy wydajność pracy w tym czasie wzrosła aż o około 40%! (dane OECD).

Skutkiem takiego procesu jest malejący udział płac w PKB w krajach wysokorozwiniętych. W 1993 roku płace w stosunku do PKB w USA, Wielkiej Brytanii, Niemczech i Holandii wynosiły odpowiednio 64, 65, 79 i 58%, podczas gdy w roku 2008 ten wskaźnik zmniejszył się do poziomów: 54, 57, 67 i 45% (dane OECD).

Za ten stan rzeczy odpowiedzialna jest globalizacja, czyli zwiększająca się współzależność poszczególnych części gospodarki światowej. Wzrost umiędzynarodowienia funkcjonowania przedsiębiorstw sprawia, że coraz łatwiej lokować, chociażby w drodze outsourcingu, poszczególne etapy produkcji za granicą, a tym samym pracownicy w krajach macierzystych są poddawani coraz większej presji. Menedżerowie bezustannie powtarzają: wasze pensje nie mogą rosnać, bo musimy konkurować z krajami niskokosztowymi, a w razie braku porozumienia przeniesiemy produkcję na przykład do Wietnamu.

Relatywnie malejący poziom płac oczywiście nie pozostawał bez konsekwencji dla popytu konsumpcyjnego. Uzyskanie możliwości zbytu dla produkowanych dóbr i usług wobec stagnacji dochodów gospodarstw domowych jest możliwe tylko w dwóch przypadkach. Można postawić jednoznacznie na eksport; niskie tempo wzrostu płac i szybko rosnąca wydajność pracy zapewniają przewagę konkurencyjną, co umożliwia lokowanie produkcji za granicą. Tą drogą ewidentnie kroczą np. Niemcy, gdzie udział eksportu w PKB wynosił w 1990 roku niespełna 25%, aby wzrosnąć do poziomu 47% w roku 2008 (dane Banku Światowego), w rezultacie czego nadwyżka na rachunku obrotów bieżących osiągnęła 6,7% PKB w 2008 roku (dane IMF).

Inną możliwością podtrzymania popytu konsumpcyjnego w obliczu stagnacji dochodów z pracy jest kredytowanie konsumpcji sektora prywatnego środkami z zagranicy, co widać w rosnącym deficycie na rachunku obrotów bieżących. Kredyty były chętnie udzielane, bo ich zabezpieczenie (głównie nieruchomości) wydawały się drożać bez końca, natomiast źródłem kapitału były nadwyżki finansowe z innych części gospodarki światowej (Chiny, kraje OPEC), gdzie utrzymywano nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, a tym samym rosły poziomy rezerw walutowych, które były lokowane w dużej mierze na rynku finansowym w USA.

Taki proces obserwowaliśmy w USA oraz na południu Europy. W przeddzień wybuchu kryzysu, w 2007 roku, deficyty na rachunkach obrotów bieżących w Hiszpanii, Portugalii i Grecji wyniosły odpowiednio 10,0; 9,4 i aż 14,4% PKB (dane IMF).

Nietrudno zauważyć, że zarówno pierwsza strategia (oparcie ekspansji gospodarczej na eksporcie), jak i druga, czyli finansowanie konsumpcji w drodze zadłużania się za granicą, w oczywisty sposób prowadziły do narastania tzw. globalnych nierównowag. W rezultacie niektóre kraje mają permanentną nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, podczas gdy w innej części świata występują strukturalne deficyty.

Wybuch kryzysu pokazał, że globalne nierównowagi są nie do utrzymania. Mocno ucierpiały zarówno Niemcy, które nagle straciły wiele ze swoich rynków zbytu (właśnie dlatego, mimo „zdrowszej” struktury gospodarki, recesja w Niemczech była głębsza niż w USA), ale prawdziwy dramat przeżyły kraje uzależnione od dopływu kapitału zewnętrznego, tak jak gospodarki nadbałtyckie czy Hiszpania, gdzie poziom PKB gwałtownie się załamał.

NIERÓWNOWAGI W EUROPIE

Powstanie strefy euro niewątpliwie należy uznać za historyczny sukces na skalę światową, ale dzisiaj wyraźnie widać pewne słabości, jakie wynikają z funkcjonowania obszaru wspólnej waluty (European Commission 2008, IMF 2009a). Najważniejszym instrumentem służącym równoważeniu bilansów płatniczych jest kurs walutowy. Kraj, w którym dynamicznie rośnie

eksport, musi liczyć się z aprecjacją waluty, co zmniejsza opłacalność eksportu, a tym samym ogranicza nadwyżkę handlową, natomiast tam, gdzie import przewyższa eksport, waluta się deprecjonuje, co sprzyja równoważeniu bilansu handlowego. Gdy gospodarka się przegrzewa (narasta presja inflacyjna i rośnie deficyt na rachunku obrotów bieżących, bo krajowe oszczędności „nie nadążają” z finansowaniem inwestycji), bank centralny podnosi stopy procentowe, co schładza inwestycje i zachęca do oszczędzania. Pamiętajmy jednak, że już nie ma możliwości manipulowania kursami walut w obrębie krajów, które posługują się euro (oczywiście cały czas istnieją inne relacje wymienne, zwłaszcza bardzo ważny kurs euro do dolara), a stopy procentowe ustala EBC, a nie narodowe banki centralne.

Wśród konsekwencji funkcjonowania w obszarze jednej waluty, warto zwrócić uwagę na dwie zależności.

Po pierwsze, wobec niemożności wykorzystania instrumentu, jakim jest kurs walutowy, podstawową możliwością budowy konkurencyjności międzynarodowej jest zwiększanie wydajności pracy, które przewyższa wzrost płac. W sytuacji, gdy strumień produkcji rośnie szybciej niż płace, nadwyżka eksportowa jest koniecznością; na rynku krajowym „nie starcza” popytu, żeby zaabsorbować wyprodukowane dobra i usługi.

Po drugie, będąc członkiem obszaru wspólnej waluty, siłą rzeczy nie jesteśmy obciążeni ryzykiem kursowym. Jeśli więc stopy procentowe są mniejsze niż uprzednio, w warunkach istnienia waluty narodowej, jest to idealna sytuacja do zadłużania się i, co za tym idzie, narastania nierównowagi zewnętrznej.

Pierwszy przypadek to ewidentnie Niemcy. Porównując dynamikę płac z przyrostami wydajności pracy w latach 2000–07, widać, że w tym okresie niemieccy pracownicy zostali „wykorzystani” przez swoich pracodawców na około 6,5%. O tyle większy w tym okresie był wzrost wydajności pracy w stosunku do dynamiki płac. W Grecji i Portugalii było podobnie, ale tutaj pracodawcy zyskali kosztem pracowników tylko odpowiednio 2,5 i 2,1% (obliczenia na podstawie danych Eurostatu).

Innym wskaźnikiem pokazującym, że Niemcy płacą wysoką cenę za utrzymywanie konkurencyjności na rynku międzynarodowym, jest porównanie poziomów płac i poziomu wydajności pracy. W narzekaniach Niemców na Greków, że są oni jakoby leniwi i to jest przyczyną ich problemów, jest coś na rzeczy, bo o ile w 2008 roku godzina wydajności pracy Greka stanowiła 63% wydajności godziny Niemca, o tyle Grek przeciętnie zarabiał 66% tego, co jego kolega z Niemiec (obliczenia na podstawie danych OECD), a zatem Niemcy pracują ciężiej za relatywnie niższe wynagrodzenia.

Podniesienie konkurencyjności greckiej gospodarki (np. zwiększenia atrakcyjności dla turystów) jest możliwe w ramach wspólnej waluty, ale będzie to dla Greków bardzo bolesny proces, bo nie ma innego sposobu niż tzw. wewnętrzna dewaluacja, a to oznacza spadek płac, co jest zwykle wymuszane przez głęboką recesję i wysoki poziom bezrobocia.

Druga konsekwencja członkostwa w strefie euro to korzystanie z dostępu do głębokich zasobów taniego pieniądza, co ma poważne konsekwencje dla polityki makroekonomicznej. Jeśli nie mamy do dyspozycji instrumentów monetarnych (kurs walutowy, stopa procentowa), jedyne, co pozostaje, to polityka fiskalna, którą powinniśmy używać jako stabilizatora równowagi makroekonomicznej. Problem polega na tym, że tani pieniądz i brak ryzyka kursowego to pokusa nie tylko dla sektora prywatnego, lecz także dla rządu, który może tanio finansować deficyt budżetowy. Pakt Stabilizacji i Wzrostu przewiduje limity dla poziomów deficytu i długu publicznego, aby dyscyplinować politykę fiskalną krajów członkowskich. Niestety, dobrze pomyślane zapisy Paktu okazały się tylko pustymi słowami, a przykład Grecji pokazuje, że mechanizmy koordynacji europejskiej polityki fiskalnej są niezbędne.

Ostatnie dwa lata przypomniły nam, że dług może stanowić poważny problem. O ile wcześniej, dzięki pożyczonym pieniądzom, można było się szybciej rozwijać, o tyle teraz długi są swoistą kulą u nogi większości gospodarek.

Nawiasem mówiąc, okazało się, że struktura długu (publiczny *versus* prywatny) nie ma tak wielkiego znaczenia, jak się wcześniej wydawało. Przecież takie kraje jak Irlandia czy państwa nadbałtyckie jeszcze niedawno były wskazywane jako wzór do naśladowania, a podstawowym wskaźnikiem zdrowia gospodarki były nadwyżki budżetowe i niski poziom długu publicznego. Wysokie tempo zadłużania się sektora prywatnego było oznaką dynamizmu gospodarki i nie było postrzegano go jako zagrożenia, nawet gdy finansowanie pochodziło głównie z zagranicy, jak miało to miejsce na Łotwie czy w Estonii, gdzie deficyty na rachunku obrotów bieżących sięgały kilkunastu procent PKB.

Szybko okazało się, że wysoki poziom długów sektora prywatnego jest wyjątkowo niebezpieczny. To przecież właśnie niekontrolowane zadłużanie się jest główną przyczyną obecnych problemów, a konieczność ratowania gospodarki przez państwo doprowadziła do rekordowych poziomów deficytów budżetowych i w konsekwencji do szybkiego przyrostu długu publicznego w relacji do PKB. Tak więc zadłużenie prywatne bardzo szybko zmieniło się w publiczne.

Mimo wszystko jednak trudno obronić tezę, że członkostwo w strefie euro jest przyczyną problemów, których obecnie doświadcza Grecja, chociaż podwyższenie swego czasu stóp procentowych w Grecji czy Irlandii mogłoby być zbawienne. Przykład Grecji wskazuje raczej, że wobec braku instrumentów monetarnych na poziomie narodowym, dodatkowego znaczenia powinny nabrać instrumenty polityki fiskalnej i strukturalnej. Przez możliwość taniego finansowania długu publicznego przynależność do strefy euro umożliwiła prowadzenie nieodpowiedzialnej polityki fiskalnej. Można stwierdzić, że gwałtowny wzrost rentowności greckich papierów skarbowych jest powrotem do normalności, ryzyko dłużnika bowiem powinno

być oceniane z punktu widzenia jego zdolności do obsługi długu, a nie na podstawie wiarygodności zbiorowej.

EUROPEJSKI FUNDUSZ STABILIZACYJNY – WAŻNY INSTRUMENT POLITYKI MAKROEKONOMICZNEJ

Powołanie do życia Europejskiego Funduszu Stabilizacyjnego ma swój wymiar ekonomiczny i polityczny. Z jednej strony zyskujemy bardzo silny instrument polityki gospodarczej w wymiarze międzynarodowym, a z drugiej pokazujemy determinację i zdolność do szybkiego działania, co dobrze świadczy o mechanizmach polityki europejskiej.

Konstrukcja mechanizmu stabilizacyjnego wydaje się gwarantować jego skuteczność. To Europejski Bank Centralny (EBC) ma kupować obligacje krajów, które mają problemy z finansowaniem swojego długu publicznego, więc w tym przypadku trudno mówić o ograniczoności środków, bo to przecież EBC decyduje o podaży euro. Jednocześnie Komisja Europejska i Międzynarodowy Fundusz Walutowy mają służyć pożyczkami, co oznacza, że wiarygodność finansowa Programu nie powinna być kwestionowana.

Utworzenie Funduszu oznacza przede wszystkim opowiedzenie się przywódców europejskich za utrzymaniem systemu wspólnej waluty. Dzisiaj już mało kto mówi, że strefa euro się rozpadnie, a jeszcze niedawno można było słyszeć głosy o wykluczeniu pewnych krajów z obszaru euro. Z tej determinacji w obronie euro można się cieszyć. Tak więc mimo poważnych zastrzeżeń do funkcjonowania strefy euro powołanie wspólnej waluty to historyczny sukces.

Trzeba przyznać, że zebranie w sumie 750 mld euro w wyniku koncentracji środków pochodzących z Komisji Europejskiej, wpłat poszczególnych krajów i wkładu Międzynarodowego Funduszu Walutowego (co jeszcze dodatkowo wspomagane jest przez Europejski Bank Centralny, który w razie potrzeby będzie kupował na rynku wtórnym rządowe papiery dłużne), robi wrażenie. I chyba taki był główny cel tej operacji – pokazać rynkom finansowym, że istnieją instrumenty pozwalające przeciwstawić się sile rynkowych spekulacji. Już sama świadomość dysponowania takim Funduszem powinna studzić zapędy spekulantów, więc może się okazać, że Fundusz nigdy na większą skalę nie zostanie użyty.

Podchodząc z dużą rezerwą do skarg Greków na spekulantów, którzy niby są wszystkiemu winni, trudno jednak nie zauważyć, że nie jest normalna sytuacja, w której kolejne rządy drżą w obawie, czy aby następnego tygodnia obligacje ich kraju nie zostaną wykorzystane do ekstrazarobków, co oznacza dla ministra finansów potężny ból głowy. Możliwość uzyskania dostępu do głębokiego źródła finansowania zniechęca do spekulacji, co powinno zmniejszyć skalę zmienności na rynkach.

Warto również pamiętać, że problem tzw. zarażania (przenoszenia się kryzysu finansowego na sąsiednie kraje) dotyczy nie tylko rynków finansowych,

lecz także sfery politycznej. To widać dosłownie, bo w Grecji ludzie już kilka razy wyszli na ulice, demonstrując swoje niezadowolenie i dezaprobatę dla rządowej polityki. Nastroje w Portugalii i Hiszpanii też nie są najlepsze, może więc lepiej dzisiaj wyłożyć trochę grosza, niż czekać aż fala protestów społecznych rozleje się po całej Europie.

Pamięta się przy tym wszystkim o kryzysie w Azji z roku 1997, gdzie wymuszone przez MFW zaostrzenie polityki fiskalnej pogłębiło recesję. Utworzenie Europejskiego Funduszu Stabilizacyjnego w dużej mierze ma służyć możliwości utrzymywania luźniej polityki fiskalnej. Ostatnie zapowiedzi rządów poszczególnych krajów europejskich o konieczności głębokich dostosowań fiskalnych (najpoważniejsze deklaracje złożyły Niemcy, gdzie proponuje się zapis w konstytucji mówiący o strukturalnym zrównoważeniu budżetu państwa) odnoszą się raczej do przyszłości, podczas gdy w ciągu najbliższych dwóch lat możemy się spodziewać wciąż stosunkowo luźnej polityki fiskalnej.

Zaangażowanie EBC na rynku długu rządowego łamie wprawdzie zasadę, że każdy odpowiada samodzielnie za swoje długi, a bank centralny nie powinien być włączany w politykę fiskalną, ale z drugiej strony EBC ma być aktywny tylko na rynku wtórnym papierów skarbowych. Zakupom obligacji towarzyszą operacje sterylizacyjne, więc nie ma tu miejsca mechanizm finansowania deficytów budżetowych przez emisję pieniądza.

Nie można jednak zapominać, że wiele strukturalnych problemów, które z dużą mocą ujawniły się w czasie kryzysu, wciąż pozostaje nierozwiązanych.

Po pierwsze, mało kto ma wątpliwości, że problem Grecji to nie kwestia braku płynności, ale po prostu niewypłacalność. Tak więc kolejne fundusze ratunkowe tylko odwołają problem w czasie. Może lepiej już dziś zastanowić się nad realnym projektem restrukturyzacji (redukcja długu i rozłożenie pozostałej części na dłuższy okres), niż podtrzymywać iluzję, że w przyszłości problemy same się rozwiążą?

Po drugie, jeśli dzięki Funduszowi zyskamy możliwość utrzymania wysokich deficytów budżetowych, to znacznie osłabia to motywację do reform fiskalnych. A pamiętajmy, że z tak wysokimi deficytami jesteśmy praktycznie „pod ścianą” i w razie pojawienia się konieczności dalsza stymulacja fiskalna będzie już niemożliwa.

Po trzecie, środki Funduszu mają być w dużej mierze pozyskiwane przez Komisję Europejską na rynku kredytowym. Warto pamiętać, że budżet Unii nie może być deficytowy, więc np. emisja obligacji europejskich oznaczać będzie konieczność uzyskiwania nadwyżek pierwotnych w budżecie UE w przyszłości. Koszt obsługi Funduszu może się zatem wiązać z wyższymi składkami krajów członkowskich do budżetu UE lub jej wydatki będą musiały być ograniczone. Trudno sobie wyobrazić, że Niemcy czy Francja (najwięksi płatnicy netto) – kraje, które same mają spore deficyty – łatwo zwiększą wpłaty na rzecz UE. Raczej trzeba się spodziewać cięć

w Funduszu Spójności czy w funduszach strukturalnych, co może kraj taki jak Polska kosztować utratę sporych środków rozwojowych.

Po czwarte, całą uwagę skupiamy na polityce makroekonomicznej, a przecież ona tylko w ograniczonej mierze decyduje o konkurencyjności gospodarki. Bez zmian na polu innowacyjności, mobilności społecznej czy elastyczności rynków, Europa nie będzie w stanie szybko się rozwijać.

I wreszcie po piąte, mimo tego, że UE jest zewnętrznie zrównoważona (deficyt na rachunku obrotów bieżących całej UE wynosi około 1% zagregowanego produktu brutto), to wewnątrz UE są spore nierównowagi na podobieństwo do relacji USA–Chiny (Jaumotte, Sodsriwiboon 2010). Chroniczne deficyty na rachunku obrotów bieżących w Grecji, Portugalii i Hiszpanii są finansowane przez nadwyżki w Niemczech, Holandii i Szwecji. Stworzenie Funduszu nie zmniejsza tej nierównowagi, która, nawiasem mówiąc, była przyczyną obecnych problemów Hiszpanii i Portugalii. Zmienia się tylko struktura finansowania, bo wcześniej prywatne oszczędności Północy finansowały kredyty firm i gospodarstw domowych na Południu, teraz niemieccy czy holenderscy podatnicy będą finansować deficyty budżetowe w Grecji czy Hiszpanii, więc nierównowagi będą się utrzymywać.

PAKT STABILIZACJI I WZROSTU ORAZ KRYTERIA Z MAASTRICHT

Ramy instytucjonalne dla polityki makroekonomicznej w UE wydają się dobrze przemyślane. Prowadzimy jedną, scentralizowaną politykę pieniężną (docelowo wszyscy członkowie UE mają być w strefie euro), natomiast polityka fiskalna to domena rządów narodowych, aczkolwiek swoboda poszczególnych krajów jest ograniczona przez zapisy Paktu Stabilizacji i Wzrostu, który narzuca dyscyplinę w finansach publicznych.

Do zapisów Paktu można mieć zasadnicze uwagi, które są formułowane z dwóch przeciwstawnych punktów spojrzenia na politykę makroekonomiczną.

Neokeynesiści wskazują, że zapisy Paktu wychodzą z neoklasycznego podejścia do gospodarki, gdzie dyscyplina finansów publicznych jest zasadniczym czynnikiem stabilności makroekonomicznej, a ta ma gwarantować szybki i zrównoważony wzrost gospodarczy (Łaski 2009). Wprowadzenie zasady dopuszczalnych wielkości deficytu budżetowego i długu publicznego ewidentnie wskazuje, że autorzy Paktu zamierzali zmniejszyć rolę polityki fiskalnej na polu oddziaływania na wielkość popytu zagregowanego. Niemożność przekroczenia określonego poziomu deficytu budżetowego jest przecież zasadniczym ograniczeniem ekspansywności polityki budżetowej. Reakcja rządów na kryzys w formie wdrożenia znaczących pakietów stymulacyjnych, których efektem był znaczny wzrost deficytów budżetowych sporo ponad dopuszczalny poziom 3% PKB, świadczy, że w obliczu poważnych problemów bardzo łatwo porzuciliśmy „ducha” Paktu i wydatki budżetowe (finansowane w dużej mierze deficytem) stały się

podstawowym instrumentem podtrzymania popytu w gospodarce. W obliczu takiego stanu rzeczy wypada więc zapytać, czy funkcjonowanie Paktu ma jeszcze sens, skoro jego zapisy nie są przestrzegane, a przede wszystkim jego filozofia, polegająca na zapewnieniu dyscypliny fiskalnej, ewidentnie została odrzucona.

Zupełnie innego rodzaju krytyka Paktu jest prezentowana przez zwolenników podejścia neoklasycznego. Według tej opinii podstawowym problemem funkcjonowania strefy euro nie są zapisy Paktu dotyczące zasad prowadzenia polityki fiskalnej, ale raczej brak możliwości wyegzekwowania dyscypliny finansowej (Pisani-Ferry 2010). Istnieją wprawdzie procedury pozwalające Komisji Europejskiej nakładać kary finansowe za nieprzestrzeganie zapisów Paktu, ale nie są one w praktyce stosowane, co w oczywisty sposób zmniejsza skuteczność zapisów Paktu. Z tego punktu widzenia pożądanym kierunkiem powinno być nie porzucenie przepisów zapewniających dyscyplinę finansową, ale wręcz wzmocnienie pozycji Komisji Europejskiej jako faktycznego strażnika zdrowia finansów publicznych. Pakt powinien być więc uzupełniony i doprecyzowany, chociażby przez stworzenie obiektywnego systemu monitoringu stanu finansów publicznych, bo przecież trudno akceptować sytuację, w której część krajów ewidentnie fałszuje statystyki, oszukując Komisję Europejską, jak miało to miejsce w Grecji (Marzinotto, Pisani-Ferry, Sapir 2010).

Warto również zwrócić uwagę, że stan finansów publicznych mierzony poziomem deficytu sektora finansów publicznych nie jest jedynym wskaźnikiem równowagi finansowej. Hiszpania w latach 2005–07 notowała nadwyżki budżetowe, a w tym samym czasie narastała nierównowaga zewnętrzna (deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2007 roku wyniósł 10% PKB), której źródłem były rosnące długi sektora prywatnego.

Podsumowując, tocząca się dyskusja na temat ram instytucjonalnych dla polityki makroekonomicznej w Unii Europejskiej siłą rzeczy odnosi się do bieżących problemów wynikających z przebiegu globalnego kryzysu. Z jednej strony, brak narodowej polityki pieniężnej zwiększa znaczenie polityki fiskalnej, więc ograniczanie pola manewru przez narzucanie limitu deficytu budżetowego i długu publicznego może budzić zastrzeżenia. Z drugiej zaś strony, trudno wyobrazić sobie zrównoważony makroekonomicznie rozwój UE, skoro wspólna polityka pieniężna nie jest uzupełniona przez skuteczny mechanizm koordynacji polityki fiskalnej. Pogodzenie tych dwóch kwestii, czyli stworzenie skutecznego systemu koordynacji polityki fiskalnej na poziomie UE oraz pozostawienie rządów możliwości prowadzenia własnej polityki budżetowej, wymaga przemyślanego podejścia do zapisów Paktu Stabilizacji i Wzrostu.

Na pewno należy wzmocnić uprawnienia Komisji Europejskiej w zakresie bieżącego monitorowania i weryfikacji faktycznego stanu finansów publicznych w krajach członkowskich. Jednocześnie KE musi mieć możliwość skutecznej egzekucji zapisów odnoszących się do określonych parametrów sektora finansów publicznych.

Limity deficytu czy długu publicznego powinny być tak formułowane, żeby pozostawiały pewne pole manewru w narodowej polityce fiskalnej. Ciekawym pomysłem jest posługiwanie się saldem budżetu z uwzględnieniem stanu koniunktury, co pozwalałoby na większą elastyczność w prowadzeniu antycyklicznej polityki (Pisani-Ferry 2010). Trzeba jednak pamiętać, że ustalanie cyklicznych i strukturalnych poziomów równowagi budżetowej jest stosunkowo trudne metodologicznie, a tym samym obarczone dużym błędem, co rodzi obawy o rzetelność i porównywalność danych z poszczególnych krajów, tym bardziej że doświadczenia w zakresie wiarygodności informacji prezentowanych przez niektóre kraje nie są najlepsze.

Z pewnością należy dążyć do zwiększenia roli budżetu Unii jako instrumentu alokacji i redystrybucji dochodów. Budżet UE na poziomie około 1% produktu brutto UE (w roku 2011 jest to 1,02 zagregowanego produktu brutto wszystkich 27 państw członkowskich) trudno uznać za mechanizm poważnego wpływu na gospodarkę UE.

Ewentualne zmiany w zapisach Paktu i, co za tym idzie, w kryteriach brzegowych dla krajów aspirujących do strefy euro mają duże znaczenie dla kraju takiego jak Polska. Kryzys gospodarczy zasadniczo oddalił nasze wejście do strefy euro, przede wszystkim przez niekorzystne ukształtowanie się wartości wskaźników inflacji i deficytu budżetowego. Wobec bardzo niskiej inflacji w strefie euro osiągnięcie wartości referencyjnej (średnia z trzech krajów o najniższej inflacji plus półtora punktu procentowego) stało się bardzo trudne, tym bardziej, że deprecjacja złotego wobec euro przyczyniła się do wzrostu inflacji w Polsce. Równie trudne będzie osiągnięcie wymaganego poziomu deficytu budżetowego, gdyż spowolnienie gospodarcze bardzo mocno odbiło się na stanie budżetu, który jest obecnie głęboko niezrównoważony.

Mimo racjonalnych argumentów co do zmiany kryteriów z Maastricht dla nowych członków UE (Nuti 2006) raczej nie należy na to liczyć. Doświadczenia niektórych członków strefy euro (Grecja weszła do strefy euro dzięki fałszowaniu statystyk dotyczących stanu finansów publicznych) mogą sugerować, że Komisja Europejska będzie bardzo restrykcyjna w ocenie gotowości poszczególnych krajów do przystąpienia do obszaru wspólnej waluty.

PODSUMOWANIE

Mimo że realny wymiar kryzysu mierzony spadkiem PKB, czyli recesją w sferze produkcji, nie jest tak duży, jak się wcześniej wydawało, nie ulega wątpliwości, iż wydarzenia z ostatnich trzech lat zmuszają do wnikliwego przejrzenia zasad funkcjonowania Unii Europejskiej. Przede wszystkim wyraźnie widać, że wspólna polityka monetarna powinna być uzupełniona o zwiększone możliwości koordynacji polityki fiskalnej na poziomie ponadnarodowym. Dziś nie ma także wątpliwości, że ocena stabilności

makroekonomicznej tylko przez pryzmat równowagi budżetowej jest niewystarczająca. Nierównowaga makroekonomiczna spowodowana zadłużeniem sektora prywatnego jest równie groźna jak wysoki deficyt budżetowy czy dług publiczny.

Powołanie do życia Europejskiego Funduszu Stabilizacyjnego dobrze świadczy o determinacji rządzących. Mimo pewnych zastrzeżeń Europejski Program Stabilizacyjny powinien wzmocnić odporność krajów członkowskich Unii na zawirowania na rynkach finansowych, których z pewnością także w przyszłości nie zabraknie.

BIBLIOGRAFIA

- European Commission (2008). *EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*.
- Horton, Mark, Manmohan Kumar i Paolo Mauro (2009). *The State of Public Finances – A Cross Country Fiscal Monitor*, IMF Staff Position Note SPN/09/21. International Monetary Fund.
- IMF (2007). *World Economic Outlook*. International Monetary Fund.
- IMF (2009a). *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 09/224, International Monetary Fund.
- IMF (2009b). *World Economic Outlook*.
- IMF (2009c). *Global Financial Stability Report*, październik 2009.
- Jaumotte, Florence i Piyaporn Sodsriwiboon (2010). Current Account Imbalances in the Southern Euro Area. *IMF Working Paper WP/10/139*. International Monetary Fund.
- Kołodko, Grzegorz W. (2008). *Wędrujący świat*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Łaski, Tadeusz (2009). *Mity i rzeczywistość w polityce gospodarczej i ekonomii*. Warszawa: Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.
- Marzinotto, Benedicta, Jean Pisani-Ferry i André Sapir (2010). *Two crises, Two responses*. Bruegel Policy Brief Issue, 2010/1.
- NBP (2009). *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*. Warszawa: Narodowy Bank Polski
- Nuti, Mario D. (2006). *Alternative Fiscal Rules For The New EU Member States*. TIGER Working Paper Series, No. 84.
- Pisani-Ferry, Jean (2010). *Euro-area Governance: What Went Wrong? How to Repair It?* Bruegel Policy Contribution, Issue 2010/05.
- Rosati, Dariusz (2009). Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA. *Ekonomista*, nr 3/2009.
- Tomkiewicz, Jacek (2010). *Czy Europejski Program Stabilizacji zadziała?*, www.obserwatorfinansowy.pl.
- Tomkiewicz, Jacek (2010). *Globalne nierównowagi są nie do utrzymania*, www.obserwatorfinansowy.pl.

Kazimierz Łaski
Leon Podkaminer

WYZWANIA DLA POLITYKI GOSPODARCZEJ UNII EUROPEJSKIEJ

Bieżąca koniunktura w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej (w tym Polski) zależy od koniunktury w Europie zachodniej. „Zachód” jest naszym głównym rynkiem eksportowym, dostawcą importu, inwestorem zagranicznym i źródłem funduszy finansujących deficyty na rachunku obrotów bieżących. Doświadczenie pokazuje, że szybszy wzrost Zachodu przekłada się na szybszy wzrost „na Wschodzie”. Ale wydarzenia ostatnich lat pokazały też, że kryzys Zachodu jest w stanie wpełznąć Wschód w jeszcze głębszą recesję. Wyłącznie dzięki szczęśliwemu zbiegowi okoliczności Polska tym razem uniknęła tego losu. Jednak w perspektywie średniookresowej zależność może się jeszcze pogłębić z uwagi na kumulujące się zadłużenie zagraniczne wobec Zachodu. Polityka gospodarcza prowadzona na poziomie UE też będzie oddziaływać na sytuację krajową – przez przejmowanie zasad obowiązujących w UE (np. Paktu Stabilności i Wzrostu) oraz naśladowanie niektórych praktyk narodowych polityki gospodarczej państw Zachodu.

Przez ostatnie 10–15 lat zależność od Zachodu (i integracja z nim) całkiem nieźle służyły Polsce (i „Nowej” Europie). Wzrost gospodarczy w Nowej Europie był szybszy niż na Zachodzie: miała miejsce „realna konwergencja”. Jednak jakość tego wzrostu pozostawiała wiele do życzenia. Stopy bezrobocia pozostawały wysokie, nierówności dochodowe powiększały się bardzo szybko, sfera ubóstwa znacząco nie zmalała. Trudno też zauważyć poprawę jakości i dostępności usług publicznego systemu ochrony zdrowia i edukacji. Co gorsza, wzrost był (i jest) „karmiony importem” – z wysokimi deficytami rachunków obrotów bieżących i rosnącym zadłużeniem zagranicznym. Taki typ wzrostu jest nie do utrzymania w dłuższej perspektywie.

Nieprzypadkowo, szczególnie szybkie (do niedawna) tempo wzrostu PKB (w Bułgarii, Rumunii i krajach bałtyckich) jest obecnie okupione szczególnie dotkliwą recesją. To samo spotyka zresztą niedysyjszych zachodnioeuropejskich „liderów konwergencji” (Grecja, Irlandia, Hiszpania, Portugalia), określanych obecnie niepoohlebny mianem PIGS¹. *Last but not least*, należy zauważyć, że wzrost PKB w Nowej Europie, jakkolwiek generalnie wyższy (przynajmniej w latach 1995–2007) niż w Europie Starej, nie był wcale imponujący. Wzrost w Europie Zachodniej i Japonii w latach 1950–70 (i później w Azji Wschodniej) był szybszy, bardziej zrównoważony i harmonijny – tak ekonomicznie, jak społecznie.

Przewyciężenie kryzysu Starej Europy w najlepszym razie oznacza jej powrót na ścieżkę powolnego wzrostu – prawdopodobnie maksymalnie średnio rzędu 2% rocznie. W Nowej Europie wzrost będzie zapewne nieco szybszy, ale też raczej anemiczny i – co gorsza – podatny na importowane kryzysy. Sekularna słabość wzrostu w UE, zwłaszcza w strefie euro, wynika z ułomności podstawowych paradygmatów leżących u podstaw polityki w UE. Zmiana tych paradygmatów jest niezbędna nie tylko dla dynamizacji wzrostu w całej UE, w tym w nowych krajach członkowskich. Bez takiej zmiany UE może ulec siłom odśrodkowym, które ujawniły się już w ostatnich latach. W polskim interesie politycznym i gospodarczym jest dalsze trwanie UE. Ważne jest jednak, aby zmiany przyspieszyły wzrost w UE i uczyniły go bardziej odpornym na kryzysy.

TERAZ WSZYSCY JESTEŚMY KEYNESISTAMI ?

Kryzys finansowy 2008 roku bez trudu ogarnął „starą” UE. Zliberalizowane i integrujące się rynki finansowe UE nie spełniły oczekiwań. Zamiast minimalizować i rozkładać ryzyka, doprowadziły do ich kumulacji. Banki i inne instytucje finansowe masowo uwikłały się w złe praktyki tolerowane przez urzędy nadzoru. Ten stan rzeczy jest m.in. zasługą wpływowej doktryny „dowodzącej”, że rynki finansowe są „efektywne” – o ile tylko rządy nie będą się mieszać w ich funkcjonowanie.

Trzeba tu przypomnieć, że tak jak w przypadku kryzysu azjatyckiego z końca lat 90., kryzys w UE nie wynikał wcale z nieodpowiedzialnej polityki finansowej rządów krajów UE. Wręcz przeciwnie: znakomita większość rządów krajów członkowskich (w tym Irlandii i Hiszpanii) prowadziła dość restrykcyjną politykę finansową, redukując deficyty lub nawet wypracowując nadwyżki. Potrzeby pożyczkowe netto sektora finansów publicznych w skali całej UE wynosiły 1,4% PKB Unii w 2006 roku oraz 0,8%

¹ W istocie realna konwergencja Grecji, Hiszpanii i Portugalii miała miejsce jeszcze przed przystąpieniem tych krajów do UE (por. Laski, Römisch 2003).

w 2007 roku². Tylko polityka budżetowa Grecji była rzeczywiście odmienna. Gwałtowny wzrost poziomu długu publicznego w strefie euro po 2008 roku wynikał po części z tego, że rządy przejęły długi banków prywatnych zagrożonych bankructwem. Rządy wpompowały w banki prywatne równowartość 2,5% PKB Unii (tylko w formie „rekapitalizacji”). Wartość różnorakich gwarancji udzielonych przez rządy krajów UE instytucjom finansowym sięga około 24% PKB Unii.

Ewentualność spekulacyjnego amoku sektora prywatnego jest wykluczona w „ekonomii głównego nurtu” (co przypomnieli ostatnio De Grauwe 2008 i Goodhart 2009). Ale była ona skrupulatnie rozważana w nauce (i życiowej praktyce) Lorda Keynesa oraz jego uczniów (por. Minsky 1986). Gdy wybiła godzina kryzysu, politycy nie praktykowali bezczynności – co byłoby zgodne z wyznawanymi przez nich naukami „ekonomii głównego nurtu” – lecz podjęli działania zgodne właśnie z nauką J.M. Keynesa. Należy jednak zauważyć, że reakcje polityki były wyraźnie szybsze w USA niż w UE (a już zwłaszcza w Niemczech, które długi ociągały się z podjęciem interwencji).

Nadzwyczajne działania zapobiegły katastrofie. Jednak nie wszyscy staliśmy się keynesistami. Paradygmaty ekonomii „głównego nurtu” zostały zawieszane w praktyce – niewiele się jednak zmieniło w głowach decydentów. Dowodzą tego coraz częstsze opinie reprezentantów Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Na przykład zdaniem J. Starcka, bardzo wpływowego członka władz EBC: „Nie ma wątpliwości, że wyjątkowe działania polityki fiskalnej i reakcji polityki pieniężnej na kryzys pomogły ustabilizować zaufanie i gospodarkę strefy euro. Jednak po znacznym poluzowaniu budżetowym należy zainicjować fiskalne wyjście (*exit*) z kryzysu (...) po czym ma nastąpić ambitna wieloletnia konsolidacja finansów publicznych. Jest to konieczne dla ugruntowania powszechnego zaufania do finansów publicznych. Pakt Stabilności i Wzrostu stanowi mechanizm koordynacji polityk fiskalnych w Europie (...) Zdrowe finanse publiczne są warunkiem koniecznym trwałego wzrostu gospodarczego i harmonijnego funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej” (ECB, 2010: 7).

Recydywa ortodoksji przejawia się nie tylko w słowach. W wielu krajach UE ma już miejsce pospieszne formułowanie – i realizowanie – programów konsolidacyjnych: „zaciskanie pasa”. Prym, jak zwykle, wiodą Niemcy – „najpilniejszy uczeń w całej szkole”. Komisja Europejska przewiduje, że spożycie zbiorowe wzrośnie w UE o 1% w 2010 roku i nie wzrośnie wcale w 2011 roku (por. European Commission 2010b) – w przeszłości wzrastało ono o ok. 2% rocznie. Pierwotny deficyt finansów publicznych w strefie euro ma być niższy niż 3% PKB już w 2011 roku. Liczby te kontrastują z prognozami dla USA, gdzie konsolidacja jest symboliczna (deficyt pierwotny

² Wszystkie liczby przytaczane w tekście pochodzą z (lub są oparte na) danych UE (na przykład UE, 2010b).

ma się zmniejszyć z 7,2 do 6,8% PKB w 2011 roku). Spożycie zbiorowe w USA ma dalej wzrastać: o 2,3% w 2010 roku, o 2,7% w 2011 roku. Nic dziwnego, że wzrost w strefie euro i całej UE ma być znacznie wolniejszy niż w USA.

Jest więc dość oczywiste, że mamy do czynienia z recydywą „intelektualnej” ortodoksji – i to jeszcze zanim gospodarka europejska rzeczywiście wybrnęła z kryzysu, do którego doprowadziło ją hołdowanie przykazaniom ortodoksji. Czy „nauki Keynesa” stosują się tylko do sytuacji „gardłowych”? Twierdzimy, że nie. Niektóre z tych nauk należy stosować także w sytuacjach „normalnych”. Zwłaszcza ciągłe próby prowadzenia „zdrowej polityki fiskalnej” (definiowanej przez Pakt Stabilności i Wzrostu) są jednym z istotnych powodów, dla których wzrost gospodarczy całej UE jest tak mizerny już od dwudziestu lat. Co więcej, właśnie ta polityka sprzyja siłom odśrodkowym. Oczywiście inne elementy ekonomicznej architektury UE też wymagają radykalnej przebudowy.

POLITYKA PIENIĘŻNA EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO AKTYWIZUJE SIŁY ODŚRODKOWE

Lista konkretnych zarzutów kierowanych pod adresem EBC jest bardzo długa. EBC jest oskarżany m.in. o brak demokratycznej legitymizacji oraz niedostatek przejrzystości i odpowiedzialności. W odróżnieniu od banków centralnych USA, Wielkiej Brytanii i innych krajów spoza strefy euro EBC jest nieczuły na stan gospodarki realnej (np. tendencje w poziomie bezrobocia). EBC reaguje za to obsesyjnie i przesadnie nawet na urojone oznaki inflacji, kierując się po części powszechnie zdyskredytowanym kryterium pożądanego tempa wzrostu ilości pieniądza. Jeszcze jesienią 2008 EBC całkowicie abstrahował od uwzględniania wpływu swych decyzji na stabilność systemu finansowego. Latem i jesienią 2008 najważniejsze banki centralne – w tym oczywiście Fed – aktywnie reagowały na narastający kryzys systemu finansowego, rozluźniając politykę pieniężną. EBC zareagował podniesieniem swych stóp procentowych; ich obniżka nastąpiła dopiero w październiku 2008.

Z pewnością wiele można by ulepszyć w praktyce EBC. Jest wszak jedna usterka polityki EBC, której naprawa będzie bardzo trudna. Ta właśnie usterka leży u podstaw sił odśrodkowych w strefie euro. Bez jej usunięcia strefa euro i UE mogą się rozpaść. Konsekwencje tego byłyby prawdopodobnie katastrofalne, przede wszystkim dla Nowej Europy.

Pierworodny grzech wspólnej polityki pieniężnej polega na tym, że jest ona stosowana jednolicie w obszarze bardzo pod różnymi względami niejednorodnym. Stopy inflacji są (i zawsze były) zróżnicowane w strefie euro, ale EBC kieruje się abstrakcją średniej inflacji dla całego obszaru. Stopy procentowe EBC orientują się na ową średnią. Oznacza to, że kraje o niskiej inflacji (np. Niemcy) były i są konfrontowane z relatywnie wysokimi realnymi stopami procentowymi, podczas gdy kraje o wysokiej inflacji (np.

Hiszpania, Irlandia) ze stopami realnie niskimi (albo wręcz ujemnymi). Stopy procentowe EBC są więc niewłaściwe w krajach tak o niskiej, jak o wysokiej, inflacji. W tych pierwszych hamują one wzrost gospodarczy (kredyt jest realnie drogi), wzmacniając przy tym tendencje deflacyjne. W tych drugich prowokują boom kredytowy, podsycając także inflację. Jednolita polityka EBC oddziałuje procyklicznie i destabilizująco w poszczególnych krajach oraz powiększa różnice między tempami wzrostu. W Niemczech, kraju o tradycyjnie niskiej inflacji, inflacja spadła do ledwo dostrzegalnych rozmiarów, ale i wzrost PKB był bardzo niski. Hiszpania i Irlandia – kraje o tradycyjnie wysokiej inflacji – przeżyły dekadę relatywnie wysokiej inflacji oraz burzliwego wzrostu PKB napędzanego takim kredytem.

Dodatkowo, ujemne (lub bardzo niskie) realne stopy procentowe w krajach o relatywnie wysokiej inflacji ułatwiały finansowanie ich deficytów budżetowych. Ten fakt mógł zachęcać do prowadzenia nieodpowiedzialnej polityki fiskalnej, chociażby w Grecji. Z kolei pozytywne (i stosunkowo wysokie) stopy procentowe w krajach o niskiej inflacji utrudniały finansowanie deficytów. Skłaniało to rządy tych krajów do podejmowania kosztownych dla wzrostu PKB i mało skutecznych prób konsolidacji finansów publicznych, a także do zainicjowanej w 2003 roku przez Niemcy i Francję reinterpretacji Paktu Stabilności i Wzrostu.

ROZBIĘŻNE TENDENCJE W ZAKRESIE KONKURENCYJNOŚCI

Podtrzymując i wzmacniając różnice w stopach inflacji, EBC automatycznie wzmacnia także różnice w tempach wzrostu płac. W krajach o niskiej inflacji (i słabym wzroście realnym oraz wysokim bezrobociu) płace stagnują, w krajach o wysokiej inflacji (i przeżywających boom) płace na ogół rosną szybko. Z reguły jednostkowe koszty pracy rosną szybko w krajach o wysokiej inflacji, a wolno albo wcale w krajach o inflacji niskiej. W rezultacie kraje o niskiej inflacji zyskują w konkurencji płacowo-kosztowej z krajami o inflacji wysokiej. Ponieważ jedne i drugie mają tę samą walutę, euro, na dawną taktykę przywracania konkurencyjności poprzez dewaluację waluty narodowej nie ma już miejsca.

Taktyka ta dawała dobre rezultaty w „dawnych dobrych czasach”. Od 1971 do 1988 lir włoski był wielokrotnie dewaluowany względem marki niemieckiej, średnio o mniej więcej 10% rocznie. Włochy rozwijały się wtedy bardzo szybko, wypracowując także wielkie nadwyżki eksportowe. Sytuacja zapoczątkowana wprowadzeniem wspólnej waluty charakteryzuje się stałą poprawą konkurencyjności Niemiec względem pozostałych partnerów, wyjąwszy Austrię i Holandię, które integrowały się z gospodarką niemiecką przez świadomą politykę kursową i płacową już od wczesnych lat 70. Narasta nierównowaga w handlu i płatnościach bieżących. Nadwyżki

handlowe Niemiec stały się gigantyczne, podobnie jak deficyty handlowe ich partnerów.

NIEMCY „REWANŻUJĄ SIĘ” ZA POLITYKĘ WYSOKICH STÓP PROCENTOWYCH

Eksportowa przewaga Niemiec jest systematycznie powiększana przez świadomą politykę kolejnych rządów tego kraju. Polityka ta na wiele sposobów dodatkowo przyczyniała się do tłumienia wzrostu płac i jednostkowych kosztów pracy oraz do promowania eksportu. W ostateczności ekspansja eksportu dokonywała się kosztem spożycia i inwestycji krajowych. Niemcy przeszły kolejne etapy procesu ograniczania wpływów związków zawodowych, redukcji uprawnień pracowniczych i społecznych, świadczeń społecznych, wzrostu podatków VAT. Hamowanie wzrostu dochodów pracowniczych było „rekompensowane” obniżką podatków płaconych przez... wielki biznes i osoby o najwyższych dochodach (skąd my to znamy?). Polityka „reform” w Niemczech jest oficjalnie motywowana potrzebą zwiększenia zatrudnienia – w istocie jednak odpowiada ona całkowicie interesom biznesu.

Przyczyniła się ona do wzmocnienia tendencji deflacyjnych i stagnacji płac, wcale nie eliminując wysokiego bezrobocia. W latach 1999–2008 średnia płaca w sektorze prywatnym w Niemczech rosła 1,3% (1,2% w sektorze publicznym). Odpowiednie wskaźniki dla całej strefy euro wynosiły 2,2 i 3%. Dysproporcje w tempach wzrostu płac w Niemczech i pozostałych krajach strefy euro wystąpiły już wcześniej (w latach 1992–99 – po przyjęciu traktatu z Maastricht)³. Ogólny bilans tej polityki jest niekorzystny przede wszystkim dla samych Niemiec. Niemiecki PKB rośnie w tempie 1,4% średniorocznie w latach 1999–2008, znacznie wolniej niż dla całej strefy euro, gdzie ten wskaźnik wyniósł 2%. Jednak bez rosnących nadwyżek eksportu niemiecki PKB mógłby tylko w tempie 0,6%. Tak więc spożycie i inwestycje w Niemczech są w stanie swoistego letargu już od dobrych 15 lat.

Trzeba tu przypomnieć, że niemieckie nadwyżki są deficytami ich partnerów (głównie ze strefy euro). Wzrost PKB partnerów Niemiec jest spowodowany z tytułu tych deficytów handlowych. Polityka „wszystko dla frontu” (tym razem eksportowego) jest szkodliwa nie tylko dla Niemiec, lecz także dla ich partnerów niestosujących drakońskich metod ograniczania płac i spożycia krajowego. W ostatecznym rachunku polityka ta prowadzi do sytuacji groteskowej. Kumulujące się deficyty płatnicze partnerów Niemiec były finansowane kredytami udzielanymi, pośrednio lub bezpośrednio, przez banki i inne instytucje niemieckie. Partnerzy Niemiec zadłużyli się

³ Bardziej szczegółowe analizy reform w Niemczech przedstawione są m.in. w pracach Bibowa (2006, 2009), Flassbecka (2007) i Buscha (2010).

w ostatecznym rachunku głównie w Niemczech. Niewypłacalność tych krajów, np. Grecji, oznaczałaby bankructwo banków i innych instytucji niemieckich. W interesie własnych banków rząd Niemiec jest zmuszony przejmować owe „złe” długi. Tak więc gigantyczne nadwyżki handlowe (i zyski eksporterów) wypracowane w przeszłości przez prywatne firmy niemieckie zwiększają teraz rozmiary niemieckiego długu publicznego⁴.

BEZRADNOŚĆ KOMISJI EUROPEJSKIEJ

Destrukcyjny charakter polityki Niemiec był dla nas oczywisty już od dawna (por. Podkaminer 2004). Ale nie dla Komisji Europejskiej, która problem narastania deficytów i nadwyżek w handlu zauważyła dopiero w 2010 roku. Dowodzi tego niedawny (styczeń 2010) raport Komisji (European Commission 2010a). W raporcie tym nie dostrzega się przyczyny rosnących nierównowag w strefie euro, czyli rosnącej konkurencyjności Niemiec osiągniętej kosztem zduszenia wzrostu płać i popytu krajowego. Wręcz przeciwnie, podkreśla się, że „Reakcja polityki na makroekonomiczne nierównowagi wewnątrz strefy euro oczywiście nie może zawierać wezwania do zmniejszenia konkurencyjności krajów wykazujących nadwyżki handlowe” (EC 2010a: 38). Postuluje się za to naprawę sytuacji (*rebalancing*) poprzez przerzucenie jej ciężaru na kraje wykazujące chroniczne deficyty handlowe. Naprawa ma polegać na tym, że kraje deficytowe staną się – bagatela – konkurencyjne. W jaki sposób? W istocie przez obniżkę płać i cen. Jest to rekomendacja nie tylko cyniczna, lecz przede wszystkim ekonomicznie absurdalna. W trakcie ostatnich 15 lat Niemcy mozolnie budowały swą przewagę w zakresie kosztów płacowych. Ich eliminacja wymagałaby głębokiej i długotrwałej deflacji u partnerów Niemiec. A, jak powinno być wiadomo, taka deflacja jest pewną receptą na długotrwałą ekonomiczną depresję. Historia XX wieku dowodzi, że skutki społeczne i polityczne takiej depresji mogą być katastrofalne.

Obecny kryzys w Grecji, a w kolejce stoją już następne kraje, które nie dotrzymały kroku Niemcom, zostanie prawdopodobnie zażegnany, w ostatecznym rachunku głównie kosztem zwiększenia długu publicznego Niemiec i innych zamożnych krajów członkowskich. Niczego to nie zmieni, jeśli chodzi o konkurencyjność Grecji i innych stwarzających podobne problemy krajów strefy euro. Gdy tylko firmy, gospodarstwa domowe i rząd tego kraju uzyskają możliwość ponownego zaciągania kredytów z zagranicy, rozpocznie się nowy cykl narastania deficytów obrotów bieżących (i handlowych) i stosownego zadłużania się za granicą. Prędzej lub później dojdzie do kolejnego kryzysu. Kiedyś jednak cierpliwość rządu Niemiec

⁴ Polityka podtrzymywania własnego gospodarczego wzrostu kosztem wzrostu gospodarczego partnerów handlowych bywa określana mianem „beggar thy neighbour” – „zubożyć sąsiada”. W istocie, polityka ta może łatwo zubożyć również kraj ją stosujący.

się wyczerpie; jedynym wyjściem dla krajów zadłużonych stanie się ogłoszenie bankructwa i restytucja własnej, stosownie słabej waluty (z kursem płynnym względem euro). Oczywiście będzie to bardzo bolesne, także, a może nawet w pierwszym rzędzie, dla Niemiec.

POLSKA W STREFIE EURO?

Przyjęcie euro dałoby Polsce pewne korzyści, choć na ogół przesadnie wyolbrzymiane. Doświadczenie Włoch i innych krajów zarówno strefy euro, jak i krajów bałtyckich, które zafiksowały swoje waluty względem euro, dowodzi, że rzecz jest raczej ryzykowna, nawet gdyby udało się w pewnym momencie spełnić kryteria Maastricht. Spełnienie inflacyjnego kryterium Maastricht – skądinąd niesłusznie charakteryzowanego jako kłopotliwy nonsens – jest raczej nieodzownym warunkiem powodzenia po przyjęciu euro. Z tego też względu idea jednostronnej euroizacji rozważana w Polsce przed mniej więcej dekadą była błędna. Ale spełnienie inflacyjnego kryterium Maastricht w jakimś określonym momencie (a nawet w dłuższym okresie) nie gwarantuje jeszcze powodzenia w przyszłości. Realna konwergencja może się z czasem zamienić w trwałą realną dywergencję, tj. wzrost systematycznie niższy niż średnio w UE, albo wręcz stagnację, podobnie jak obserwowana od dziesięciu lat w Portugalii. Można oczywiście przyjąć po spełnieniu warunków Maastricht euro i próbować naśladować politykę Niemiec, czyli złożyć popyt krajowy na ołtarzu ekspansji eksportowej. W najlepszym przypadku trzeba się wtedy jednak liczyć ze stosownie niskim tempem wzrostu PKB. Ponadto należy rozważyć, co stanie się, gdy kiedyś jakiś rząd niemiecki zechce wygrać konkurencję płacową np. z Chinami.

Wiadomo, że zachowanie płynnego kursu walutowego (i autonomicznej polityki pieniężnej) nie jest pozbawione wad. Kurs płynny ma jednak tę zaletę, że:

- (a) nie wyklucza możliwości oddziaływania na poziom inflacji,
- (b) nie wyklucza możliwości osłabienia (się) własnej waluty.

Znaczące straty konkurencyjności – raczej nie do odrobienia w systemie waluty wspólnej – nigdy nie są ostateczne w systemie autonomicznego kursu płynnego.

Oczywiście prawdopodobieństwo przystąpienia Polski, Czech lub Węgier do strefy euro jest obecnie znikome, gdyż krajom tym daleko do spełnienia kryteriów Maastricht. Niemniej jednak głosów propagujących zastąpienie waluty narodowej euro nie brakuje i w Polsce, i na Węgrzech. Z kolei władze Czech, tradycyjnie najbardziej trzeźwo oceniające rzeczywistość, nie kryją braku entuzjazmu do przyjęcia euro. Przed próbami podporządkowania polityki gospodarczej idei jak najszybszego przystąpienia do strefy euro należy konsekwentnie przestrzegać. Uczestnictwo w strefie euro można

będzie poważnie rozważyć dopiero wtedy, gdy zasadniczo zmienią się – na lepsze – zasady jej funkcjonowania.

PROPOZYCJE WYJŚCIA Z IMPASU

Kraje strefy euro, które nie są w stanie dotrzymać kroku Niemcom (albo nie mają ochoty naśladować niemieckiej polityki zaciskania pasa i forsowania ekspansji eksportowej), prędzej lub później mogą poczuć potrzebę wystąpienia ze strefy euro i przywrócenia walut narodowych. Jest dosyć oczywiste, że niemożność sfinansowania rosnących deficytów handlowych i obsługi narastających długów wobec zagranicy sprzyjać będzie dezintegracji strefy euro i całej Unii.

Perspektywa radykalnej dezintegracji została chwilowo oddalona dzięki decyzjom Rady Europejskiej, ustanawiającym fundusz mający finansować doraźne potrzeby krajów przeżywających „szczególne trudności” (np. obsługę zadłużenia zagranicznego). Udzielanie doraźnej pomocy finansowej niczego nie zmieni (na lepsze), gdy idzie o przewyżczenie trwałego deficytu konkurencyjności tych krajów. Będą więc one przeżywać owe trudności permanentnie. Czy oznacza to, że pomoc doraźna będzie musiała być udzielana także permanentnie, w nieskończoność? Przy obecnym poziomie integracji politycznej i instytucjonalnej UE jest to scenariusz całkiem utopijny. Strefa euro jest zaprojektowana jako obszar wspólnej polityki pieniężnej, ale nie wspólnej polityki fiskalnej.

Propozycja wyjścia z impasu przedstawiona przez De Grauwe (2009) sprowadza się do dwóch zasadniczych postulatów:

- (a) głębokiej integracji polityczno-instytucjonalnej w ramach UE, przybliżającej perspektywę wspólnej polityki fiskalnej, w tym trwałego subsydiowania krajów mniej konkurencyjnych przez kraje bardziej konkurencyjne,
- (b) rewizji restrykcji nakładanych na politykę fiskalną przez Pakt Stabilności i Wzrostu.

Podczas gdy ideę rewizji restrykcji Paktu Stabilności i Wzrostu należy propagować i rozwijać, realizacja postulatu głębokiej integracji i przekształcenia unii walutowej w „unię transferów finansowych” nie wydaje się jeszcze możliwa. Co więcej, próba przedwczesnej federalizacji fiskalnej może przyczynić się do dezintegracji politycznej (co daje się już zaobserwować w Belgii – ojczyźnie De Grauwe⁵). W zasadzie bardziej realistyczne wydaje się osiągnięcie mniej ambitnych celów, takich jak pewna harmonizacja narodowych polityk podatkowych i płacowych. Harmonizacja podatkowa miałaby na celu stopienie nieuczciwej i destrukcyjnej (*race-to-the bottom*) konkurencji między krajami członkowskimi. Należałoby forsować jednolitą

⁵ Nowsze propozycje De Grauwe (2010) są już znacznie mniej ambitne, jeśli idzie o postulowanie integracji polityk fiskalnych krajów strefy euro.

podstawę dla narodowych polityk płacowych (Podkaminer 2010; Busch 2010). Powinny one być oparte na zasadzie powiązania tempa wzrostu płac z tempem wzrostu wydajności pracy, tak aby z czasem przybliżyć się do ujednolicenia stopy inflacji.

Tym, co wydaje się minimalnie niezbędne, jest domaganie się zmiany polityki Niemiec. Rosnąca wydajność pracy w Niemczech powinna być wynagradzana stosownie, a rosnąca produkcja w większym stopniu powinna służyć wzrostowi spożycia i inwestycji w Niemczech. Niemcy powinny uświadomić sobie, że ich polityka ekspansji eksportowej „za wszelką cenę” szkodzi nie tylko ich partnerom, lecz także im samym. Postulowalibyśmy wprowadzenie procedury nadmiernej nadwyżki handlowej, stosowanej wobec krajów, które destabilizują partnerów – i całą Unię – forsując politykę nadmiernego ograniczania płac i spożycia wewnętrznego.

POTRZEBA DEFICYTU FINANSÓW PUBLICZNYCH

Po wybuchu kryzysu w 2008 roku przyznawano powszechnie, że deficyty finansów publicznych są rzeczą normalną, jeśli nie wręcz pożyteczną. Nawet aparaczczyki Komisji Europejskiej odkryli zalety automatycznej stabilizacji – samoistnego narastania deficytów finansów publicznych hamujących tempo recesji i ograniczających jej głębokość. Przekonanie o zaletach deficytów finansów publicznych staje się niestety ostatnio mniej modne, przynajmniej w Europie. Grecki kryzys finansów publicznych odegrał dużą rolę we wskrzeszeniu Paktu Stabilności i Wzrostu. Jak wiadomo, Pakt dopuszcza okresowo deficyt finansów publicznych rzędu 3% PKB. Żąda jednak, by średniookresowo finanse publiczne były zbilansowane lub wykazywały nadwyżkę podatków nad wydatkami.

Otóż nie ma żadnego uzasadnienia dla kryterium 3% (dlaczego nie 2 albo 5%?). Ponadto nie ma żadnego dowodu na to, że dla automatycznej stabilizacji wystarczy dopuszczenie do deficytu trzyprocentowego. Próg trzyprocentowy może nie wystarczać do wykorzystania zjawiska automatycznej stabilizacji. Próba utrzymania deficytu poniżej 3% PKB może tylko pogłębić recesję i spowodować powstanie jeszcze większego deficytu finansów publicznych.

Polityka fiskalna USA nie kieruje się żadnym takim arbitralnym „progmem”. W praktyce obserwujemy tam, tudzież w Japonii i Wielkiej Brytanii, deficyty spokojnie szybujące ponad progami dziesięcioprocentowymi i świat wcale się tam nie kończy. Jeszcze gorzej ma się sprawa, jeśli idzie o wymóg zbilansowania/wypracowania nadwyżki finansów publicznych w dłuższym horyzoncie czasu. Żaden kraj wysokorozwinięty takiej reguły nie stosował nigdy, odkąd dysponujemy wiarygodnymi statystykami. Przykładowo, w trakcie 37 lat (1970–2007) nawet Niemcy miały deficyt w 31 latach. Średni poziom tego deficytu wynosił 2,1% PKB. W latach 1961–2007 USA miały deficyt w 43 latach – średnio 2,6% PKB.

Tendencja do deficytu finansów publicznych nie jest żadną aberracją. Jest ona żelazną konsekwencją podstawowych praw makroekonomii wysokorozwiniętej gospodarki rynkowej. W gospodarce takiej sektor prywatny z reguły pragnie oszczędzać więcej z osiąganego dochodu, niż pragnie inwestować. Tendencja do zwiększania oszczędności może mieć podłoże demograficzne, a także stanowić racjonalną reakcję na zachodzący proces wycofywania się państw z dostarczania społeczeństwom np. usług edukacji, służby zdrowia, zabezpieczeń socjalnych. Tendencja do ograniczania rozmiarów inwestycji w środki trwałe może wynikać z rosnącej produktywności kapitału (efekt przyspieszonego postępu technologicznego). Finansowy bilans sektora prywatnego (nadwyżka oszczędności nad inwestycjami) jest więc w normalnym kraju nie tylko dodatni, lecz może się z czasem powiększać.

Z podstawowych tożsamości charakteryzujących rachunki narodowe wynika, że owa nadwyżka musi być zrównoważona finansowym deficytem sektora publicznego względnie sektora „zagranica” (Godley 2006). Wypracowanie przez sektor publiczny nadwyżki budżetowej jest możliwe tylko wtedy, gdy sektor prywatny (łącznie z sektorem „zagranica”) wykazuje odpowiedni deficyt. Sytuacja taka jest niezmiernie rzadka: miała ona np. miejsce w USA około 2000 roku. Sektor publiczny osiągnął wtedy nadwyżkę, ale deficyt finansowy sektora prywatnego osiągnął rekordowy poziom 6% PKB.

Alternatywnie, trzeba uświadomić sobie, że sektor prywatny jest z reguły w stanie wyprodukować więcej, niż zechce sam spożyć albo zainwestować (w środki produkcji, domy itp.). Nadwyżka pożądaných oszczędności nad pożądanymi inwestycjami prowadzi do ograniczenia poziomu produkcji (i dochodów), tj. do recesji, chyba że ową nadwyżkę produkcji sektora prywatnego uda się wyeksportować – albo z pomocą przyjdzie sektor publiczny, nabywając ową nadwyżkę potencjalnej produkcji sektora prywatnego.

Bez możliwości zwiększenia zbytu – chociażby na potrzeby sektora publicznego – sektor prywatny może być zmuszony do redukcji skali działalności. Wysokie deficyty finansów publicznych są więc obiektywną koniecznością, zwłaszcza w krajach najbardziej konkurencyjnych, czyli tam, gdzie sektor prywatny wypracowuje wysokie nadwyżki w handlu zagranicznym (Niemcy, Japonia)⁶. Alternatywą dla wysokich deficytów finansów publicznych w tych krajach może być wypracowywanie jeszcze większych

⁶ Innym krajem wykazującym wielką nadwyżkę oszczędności prywatnych nad prywatnymi inwestycjami są oczywiście Chiny. Nadwyżka oszczędności funkcjonalnie odpowiada deficytom, jakie mają inne kraje w handlu z Chinami. Fakt ten bywa niewłaściwie interpretowany: sugeruje się czasem, że nienormalnie wysokie oszczędności chińskie są powodem powstawania wielkiego deficytu handlowego USA. Zależność jest dokładnie odwrotna. Chińskie oszczędności powstają dzięki nadwyżkom w handlu z USA. Gdyby USA nałożyły embargo na towary z Chin, chińskie oszczędności (i PKB) skurczyłyby się momentalnie.

nadwyżek w handlu zagranicznym, a więc działanie na dłuższą metę jeszcze bardziej destabilizujące partnerów handlowych.

DŁUG PUBLICZNY OBCIĄŻA PRZYSZŁE POKOLENIA?

Pakt Stabilności i Wzrostu wymaga też, by dług publiczny nie przekraczał 60% PKB. Co bardziej gorliwi politycy postulują nawet całkowitą eliminację długów publicznych jako „obciążających przyszłe pokolenia”. Ale kryterium 60% jest arbitralne. Postulat eliminacji długu publicznego jest zaś zwyczajnie niemądry, implikuje on bowiem stosowną redukcję (przez podatki) zasobów sektora prywatnego. Dług publiczny jest ciężarem dla potomnych? Nasi spadkobiercy z pewnością ucieszą się, jeśli pozostawimy im „ciężar” długu publicznego w postaci... obligacji skarbowych. Poważniej mówiąc, dzięki deficytom finansów publicznych powstają np. drogi, szkoły, szpitale, wały przeciwpowodziowe, jak również możliwość wykształcenia i utrzymania zdrowia przyszłych pokoleń. Jest sprawiedliwe, by dziedzicząc ów kapitał, nasi potomni dziedziczyli też część zobowiązań zaciągniętych dla sfinansowania owego kapitału.

Poza tym dług publiczny pełni inne jeszcze pożyteczne funkcje. Dług publiczny krajów budzących zaufanie jest pożądanym narzędziem bezpiecznego lokowania nadwyżek finansowych nawet wtedy, gdy jego oprocentowanie jest czysto symboliczne. Nie trzeba chyba dodawać, że istnienie budzących zaufanie obligacji rządowych sprzyja rozwojowi systemu finansowego.

DŁUG PUBLICZNY W UNII EUROPEJSKIEJ JEST ZBYT KOSZTOWNY

Rozmiary długu (w relacji do PKB) nie mają istotniejszego znaczenia dla wiarygodności oraz dla kosztów obsługi długu publicznego. Dług publiczny Japonii przekracza 200% PKB, a jego oprocentowanie efektywnie wynosi zaledwie 1,4%. Dług publiczny Bułgarii nie sięga nawet 15% PKB, a jego efektywne oprocentowanie przekracza 5%. Kraje strefy euro (w tym Niemcy) mają długi niższe (w relacji do PKB) niż Japonia, USA i Wielka Brytania, ale oprocentowanie ich długów jest dużo wyższe. Dlaczego?

Oczywiście nie dlatego, że państwo niemieckie jest mniej wiarygodne niż państwo amerykańskie. Główną przyczyną jest to, że w USA (i innych silnych krajach zachowujących własną walutę) polityka fiskalna jest ściśle skoordynowana z polityką pieniężną (przy czym ta pierwsza gra z reguły „pierwsze skrzypce”). Wspólnie mogą one determinować efektywnie stopy procentowe od emitowanego długu publicznego. Przykładowo, amerykańskie ministerstwo finansów „wydaje pieniądze”, których wcale nie posiada. Kredytuje ono bankowe konta beneficjentów, jednocześnie zwiększając

„debet” na własnych kontach w bankach komercyjnych. Oznacza to w istocie wymuszone tworzenie pieniądza.

Emisja obligacji rządowych jest czynnością wtórną i ma na celu przede wszystkim utrzymanie stóp procentowych na poziomie uznawanym za właściwy, a nie pozyskanie funduszy na pokrycie „debetów” (Wray 1990).

To właśnie praktyka tworzenia pieniądza na potrzeby polityki fiskalnej, stosowana z wyczuciem w USA, Wielkiej Brytanii i Japonii, powoduje, że dług publiczny jest tam tak tani. Zwiększa to oczywiście atrakcyjność zrelaksowanej polityki fiskalnej, a przy tym wszystkim rozwiewa naiwne obawy co do „wypłacalności rządu”. Obawy, że to „druk pustego pieniądza” zawsze prowokuje wysoką inflację, okazują się bezpodstawne. Przecież inflacja w USA i Wielkiej Brytanii nie jest wcale wyższa od inflacji w strefie euro. Japonia z kolei cierpi, pomimo swej zrelaksowanej polityki fiskalnej i pieniądziej, z powodu uporczywej deflacji.

Byłoby pożądanym, aby państwa członkowskie strefy euro mogły również minimalizować oprocentowanie swoich długów. Osiągnięcie tego stanu wymagałoby jednak zmiany „konstytucji” EBC, która obecnie wyklucza możliwość pokrywania deficytów finansów publicznych „drukowaniem pustego pieniądza”. Reguła zabraniająca „drukowania pustego pieniądza” jest niewątpliwie słuszna w odniesieniu do krajów słabych ekonomicznie i politycznie. Unia Europejska, pierwsza gospodarcza potęga świata, nie ma jednak powodu prowadzić polityki, którą można by śmiało rekomendować, powiedzmy, Mołdawii. Rządy krajów strefy euro, działających w porozumieniu, powinny mieć prawo do tworzenia pieniądza na własne, uzasadnione potrzeby – bez konieczności uprzedniego zabiegania o przychyłność prywatnych nabywców na własne obligacje.

NASZA CHATA Z KRAJA?

Leży przeto w interesie Polski, by UE trwała, ale też funkcjonowała lepiej niż dotychczas. Polityka Polski w UE musi aktywnie przyczyniać się do „dobrego” funkcjonowania Unii i być też konstruktywnie krytyczna.

BIBLIOGRAFIA

- Bibow, Jörg (2006). How the Maastricht regime fosters divergence as well as fragility. *The Levy Institute Working Paper*, No. 460.
- Bibow, Jörg (2009). The Euro and Its Guardian of Stability: The Fiction and Reality of the 10th Anniversary Blast. *The Levy Institute Working Paper*, No. 583.
- Busch, K. (2010). *The crisis of the euro area and the need for structural reform*. wiiw Monthly Report, No. 4, The Vienna Institute for International Economic Studies (wiiw), kwiecień.

- De Grauwe, Paul (2008). DSGE-modelling when agents are imperfectly informed. *European Central Bank Working Paper*, No. 897.
- De Grauwe, Paul (2009). Some thoughts on monetary and political union. W: Leila Simona Talani (red.), *The Future of EMU*. Palgrave Macmillan.
- De Grauwe, Paul (2010). Crisis in the eurozone and how to deal with it. *CEPS Policy Brief*, No. 204, luty.
- European Central Bank (2010). Euro Area Fiscal Policy and the Crisis. *Occasional Paper Series*, No. 109, kwiecień.
- European Commission (2010a). Surveillance of Intra-Euro-Area Competitiveness and Imbalances. *European Economy*, nr 1/2010.
- European Commission (2010b). European Economic Forecast – Spring 2010 (provisional version). *European Economy*, nr 2/2010.
- Flassbeck, Heiner (2007). Wage Divergences in Euroland: Explosive in the Making. W: Jörg Bibow, Andrea Terzi (red.), *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag*. London: Palgrave Macmillan.
- Godley, Wynne (2006). *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. London: Palgrave MacMillan.
- Goodhart, Charles (2009). The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts. *Economica*, Vol. 76.
- Laski, Kazimierz, Roman Römisch (2003). *From Accession to Cohesion: Ireland, Greece, Portugal and Spain and Lessons for the Next Accession*, wiiw Research Reports, No. 298, The Vienna Institute for International Economic Studies (wiiw).
- Minsky, Hyman P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven–London: Yale University Press.
- Podkaminer, Leon (2004). Is Rapid, Long-Term Economic Growth in Poland Likely? *TIGER Working Paper*, No. 55.
- Podkaminer, Leon (2010). Real convergence and price levels: long-term tendencies and short-term performance in the enlarged European Union. *Metroeconomica*, w druku.
- Wray, L. Randall. (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*. Edward Elgar Publishing.

Marcin Piątkowski

ŚWIATOWY KRYZYS I JEGO IMPLIKACJE DLA WZROSTU GOSPODARCZEGO W KRAJACH UE-10

1. WPROWADZENIE

Do 2008 roku dziesięć nowych krajów członkowskich UE (UE-10)¹ należało do jednych z najszybciej rozwijających się gospodarek świata. Po czasach wielowiekowej gospodarczej degrengolady w ciągu zaledwie kilkunastu lat kraje UE-10 dokonały historycznie bezprecedensowego skoku cywilizacyjnego, osiągając jeden z najwyższych poziomów relatywnego dochodu i jakości życia w całej swojej historii. Rosnące dochody, otwarte granice, postępująca integracja europejska i rozwój internetu umożliwiły wszystkim krajom regionu pełne uczestnictwo w globalnym rozwoju gospodarczym, technologicznym, kulturowym i społecznym. Do czasu wybuchu kryzysu pod koniec 2008 roku prawdopodobnie jeszcze nigdy w historii mieszkańców UE-10 nie żyło się tak dobrze (Piątkowski 2009a).

Tym większym zaskoczeniem było tak silne uderzenie światowego kryzysu w region. Mało kto się tego spodziewał. Jeszcze w połowie 2008 roku organizacje międzynarodowe i poważne centra badawcze prognozowały, że światowy kryzys w dużym stopniu ominie UE-10, mimo przegrzania koniunktury w wielu krajach regionu. Wierzone, jak zawsze, że tym razem „będzie inaczej”. Prognozowano osłabienie wzrostu gospodarczego, ale nie jego załamanie.

Rzeczywistość okazała się gorsza od przewidywań. Kryzys uderzył w region z opóźnieniem, ale za to z niesamowitą siłą. Wszystkie kraje regionu oprócz Polski wpadły w głęboką recesję. Kraje nadbałtyckie straciły po kilkadziesiąt

¹ Bułgaria, Czechy, Estonia, Węgry, Łotwa, Litwa, Polska, Rumunia, Słowacja i Słowenia.

procent PKB, powracając – jak w przypadku Łotwy – do poziomu PKB bliższego czasu unijnej akcesji. Kryzys uderzył w region UE-10 o wiele mocniej niż w inne regiony i gospodarki świata, w tym przede wszystkim będące na porównywalnym poziomie rozwoju kraje Azji i Ameryki Południowej.

Ożywienie gospodarcze w krajach UE-10 przyszło później i jest też o wiele słabsze niż w innych regionach świata (MFW, 2010). Prognozy wzrostu gospodarczego dla krajów Azji i Ameryki Południowej są dwukrotnie wyższe niż dla krajów UE-10. Średnioterminowe perspektywy też nie wyglądają najlepiej, bo w czasie kryzysu znacznie ucierpiały fundamenty rozwoju regionu. W konsekwencji wzrost PKB przez kilka kolejnych lat może być prawie o dwa punkty procentowe niższy niż przed kryzysem.

Czy więc fakt, że kraje UE-10 tak słabo poradziły sobie z kryzysem, świadczy o tym, iż trzeba zmienić dotychczasowy model rozwoju regionu? Czy jest możliwy powrót do przedkryzysowych stóp wzrostu? Czy UE-10 może rosnąć tak szybko jak Azja? Jak obronić się przed kolejnym światowym kryzysem?

Na te i inne pytania odpowiada niniejszy rozdział. W jego pierwszej części omówiono wzrost gospodarczy w regionie do wybuchu kryzysu w 2008 roku. W drugiej części przedstawiony został problem recesji gospodarczej w regionie w czasie kryzysu. W kolejnej części przedstawiono średnio- i długoterminowe prognozy wzrostu dla regionu. W czwartej – zanalizowano konieczność zmiany dotychczasowego modelu rozwoju regionu i przedstawiono rekomendacje dla polityki gospodarczej. Rozdział kończą podsumowanie i wnioski.

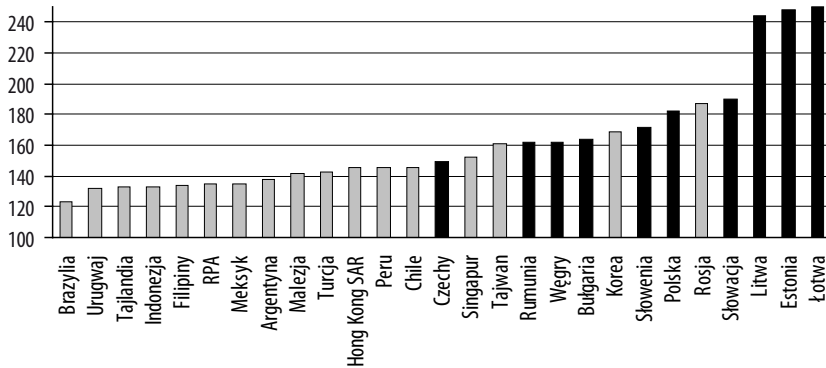
2. WZROST GOSPODARCZY DO CZASU WYBUCHU ŚWIATOWEGO KRYZYSU

Przez ostatnie kilkanaście lat kraje UE-10 były jednym z najszybciej rozwijających się regionów świata. W latach 1995–2008, kiedy wszystkie kraje UE-10 na dobre zaczęły wychodzić z potransformacyjnej depresji, a oficjalne statystyki stały się międzynarodowo porównywalne, PKB *per capita* wzrósł najbardziej wśród gospodarek świata na porównywalnym poziomie rozwoju, zarówno tych z Ameryki Łacińskiej, jak i z krajów Azji Południowo-Wschodniej (rysunek 14.1). Kraje UE-10 okazały się prawdziwymi gospodarczymi tygrysami.

Dzięki tak szybkiemu rozwojowi kraje UE-10 w ciągu zaledwie kilkunastu lat dokonały historycznego skoku, jeśli chodzi o poziom PKB na głowę w porównaniu z UE-15: w 2008 roku dochód ten osiągnął najwyższy poziom od ponad stu lat w większości krajów regionu (rysunek 14.2).

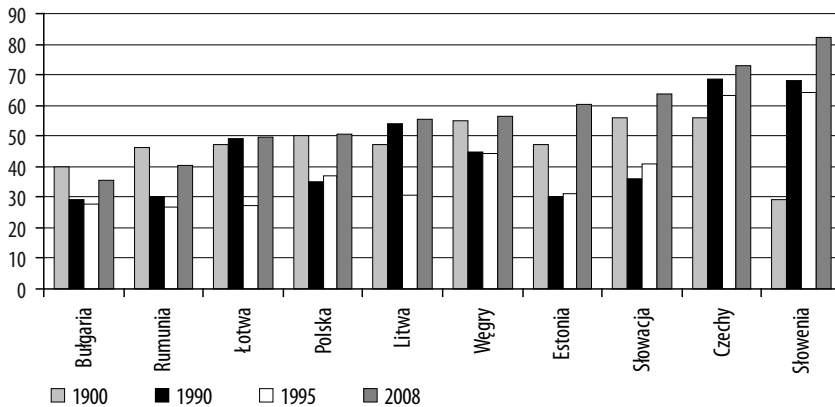
Według szacunków Maddisona (2010) pod koniec 2008 roku Słowenia, Czechy i Słowacja osiągnęły najwyższy poziom PKB *per capita* w porównaniu z Europą Zachodnią od 1500 roku, kiedy to średnie PKB dla regionu wynosiło około 62% dochodu Europy Zachodniej. Również polski PKB na

głowę na poziomie 54% średniej UE-15 był tylko minimalnie poniżej regionalnej średniej sprzed ponad 500 lat².



Rysunek 14.1. Zmiany PKB *per capita* w latach 1995–2008, 1995=100

Źródło: MFW, baza danych *World Economic Outlook*, kwiecień 2010.



Rysunek 14.2. PKB na głowę w krajach UE-10, 1900–2008, PPS, UE-15=100

Uwagi: dla roku 1900 Czechy i Słowacja jako Czechosłowacja; kraje nadbałtyckie jako średnia dla całej Europy Wschodniej (Albania, Bułgaria, Czechosłowacja, Węgry, Polska, Rumunia, Jugosławia). Słowenia jak Jugosławia. Dane dla roku 1990: Bułgaria 1991, Estonia 1993, Węgry 1991, Słowacja 1992. Dla lat 1500–1900 średnia dla 12 krajów Europy Zachodniej. PPS – Purchasing Power Standard, czyli parytet siły nabywczej według definicji Eurostatu.

Źródło: Maddison (2010) dla roku 1900, Eurostat dla lat 1990–2008.

² Wójtowicz i Wójtowicz (2009) szacują wyższe historyczne poziomy dochodu w Polsce niż te bazujące na średniej Maddisona (2010) dla całego regionu. Według nich w 1580 roku polskie PKB *per capita* osiągnęło około 71% średniej w Europie Zachodniej. Podobnie jednak jak Maddison autorzy ci wskazują na gospodarczą degrengoladę Polski w następnych stuleciach do poziomu dochodu około 31,5% w 1991 roku.

Prognozy na kolejne lata zakładały kontynuację szybkiego wzrostu regionu. Jeszcze na jesieni 2008 roku, już po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers, Komisja Europejska (2008) prognozowała, że wszystkie kraje regionu, z wyjątkiem Łotwy i Estonii, będą dalej szybko rosnąć. Dla przykładu, PKB Słowacji, regionalnego lidera wzrostu, miał zwiększyć się o 4,9%. Tymczasem w rzeczywistości spadł o 4,7%. Podobnego zdania były Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy i wszystkie znaczące ośrodki badawcze, chociaż nie brakowało ostrzeżeń przed m.in. zbyt dużym uzależnieniem regionu od napływu kapitału z zagranicy (Schadler et al. 2006, Bank Światowy 2007). Mimo tych zagrożeń światowy kryzys miał obok krajów UE-10 przejść bokiem.

3. WZROST W CZASIE KRYZYSU

Niestety, optymistyczne prognozy nie sprawdziły się. Światowy kryzys, u którego źródła leżały zarówno bezpośrednie błędy w polityce gospodarczej, jak i głębokie problemy strukturalne i systemowe (Piątkowski 2009c, Kołodko 2008, Kowalik 2009, Johnson 2009, Rajan 2010), uderzył w kraje UE-10 z dużą siłą. Załamanie się światowego handlu, panika na rynkach finansowych i zanik apetytu na ryzyko doprowadziły do nagłego odpływu kapitału, drastycznego spadku wartości lokalnych walut, obniżki obrotów handlowych i bezprecedensowego pogorszenia się oczekiwań co do rozwoju sytuacji gospodarczej w regionie. Pod koniec 2008 i na początku 2009 roku otwarcie mówiło się o możliwym bankructwie całego regionu, zadłużonego w zagranicznych bankach na setki miliardów dolarów. Region UE-10 z dnia na dzień stał się „Eastern European sub-prime”. Tylko nieliczni mieli odmienne zdanie (np. Piątkowski, Rybiński 2009a).

Dlaczego kryzys tak mocno uderzył w nasz region? Istnieje coraz bogatsza literatura (Mitra, Selowsky, Zalduendo 2009; Piątkowski 2009a; Cihak, Fonteyne 2009, Berglōf et al. 2009), podkreślająca słabości regionu, takie jak: bezprecedensowo duże nierównowagi na rachunku bieżącym, spekulacyjne banki na rynku nieruchomości, znaczne zadłużenie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w zagranicznej walucie, zbyt szybka realna aprecjacja walut podcinająca konkurencyjność eksportu, sztywne kursy walutowe, luźna polityka fiskalna i brak możliwości powstrzymania zbyt szybkiego wzrostu wartości udzielanych kredytów przez działające w regionie banki zagraniczne, które w pogoni za, wydawało się, łatwym zyskiem, rozdawały kredyt „na lewo i prawo” w iście amerykańskim stylu.

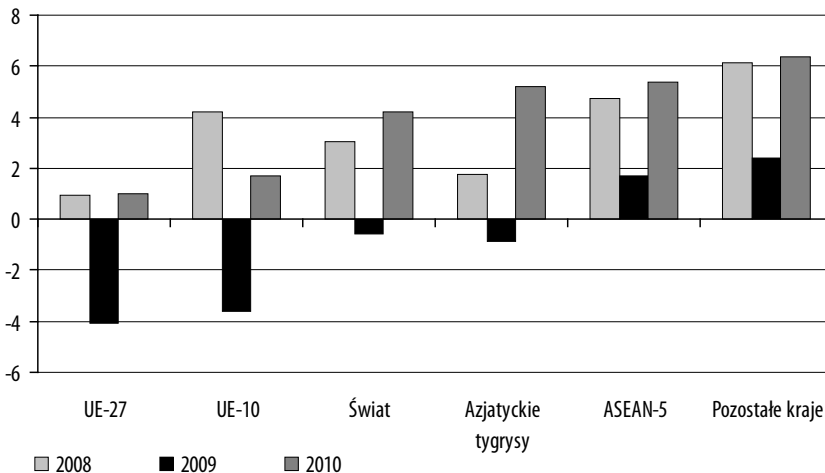
Słabości regionu nie były jednak rozłożone równomiernie: kryzys uderzył w kraje nadbałtyckie, Bułgarię i Rumunię o wiele mocniej niż w Polskę, Czechy czy Słowację – kraje, w których przedkryzysowe nierównowagi makroekonomiczne były znacznie mniejsze (Darvas 2010).

W 2009 roku PKB całego regionu UE-10 spadło o prawie 4%, i to mimo że Polska, największa gospodarka regionu z prawie 40% udziałem w jego PKB,

uniknęła recesji. W krajach nadbałtyckich – do niedawna pokazywanych jako wzór sukcesu neoliberalnej polityki opartej m.in. na podatku liniowym – PKB spadł o kilkanaście procent (na Łotwie aż o 18%). Cały region odczuł kryzys o wiele mocniej niż pozostałe regiony świata, w tym szczególnie Azja i Ameryka Południowa, które przez kryzys w dużym stopniu przeszły bezboleśnie (MFW, 2010).

W regionie UE-10 mogło być jeszcze gorzej, gdyby nie interwencja Unii Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz postawa zagranicznych banków, które zdecydowały się nie wycofywać swoich kapitałów. W ten sposób odkupiły one część winy za prowadzoną wcześniej nierozważną politykę kredytową, która była jednym z powodów przelania się światowego kryzysu na region. Duże znaczenie miał również lobbing banków zagranicznych, wspieranych przez rządy ich krajów macierzystych, szczególnie w stosunku do Komisji Europejskiej i MFW³.

Na początku 2010 roku cały region znowu zaczął rosnać, ale ożywienie gospodarcze jest o wiele słabsze niż w krajach Azji i Ameryki Południowej znajdujących się na podobnym poziomie rozwoju (rysunek 14.3). W pierwszym kwartale tego roku PKB krajów UE-10 wzrósł tylko o 0,8%, podczas gdy pozaeuropejskie kraje gospodarek wschodzących rozwijały się w tempie przekraczającym 4% (MFW, 2010; Bank Światowy, 2010).



Rysunek 14.3. Zmiany PKB w latach 2008–10, w %

Uwagi: Prognozy dla roku 2010. Azjatyckie tygrysy: Hong Kong, Korea Południowa, Tajwan, Singapur. ASEAN-5: Tajlandia, Indonezja, Malezja, Filipiny i Wietnam.

Źródło: MFW, baza danych *World Economic Outlook*, kwiecień 2010 i Bank Światowy dla UE-10.

³ Lobbing banków zagranicznych może też częściowo wyjaśnić o wiele bardziej wyrozumiałe traktowanie regionu UE-10 przez MFW w czasie tego kryzysu niż krajów Azji Południowo-Wschodniej w czasie kryzysu w 1997 roku.

Ożywienie gospodarcze jest szczególnie słabe w tych krajach UE-10, w których nierównowagi makroekonomiczne przed kryzysem osiągnęły największe rozmiary: w krajach nadbałtyckich, Rumunii i Bułgarii. Podobnie niski wzrost notują również te gospodarki na świecie, w których przed kryzysem doszło do podobnego przegrzania koniunktury (MFW, 2010). Wzrost gospodarczy najbardziej przyspiesza w Polsce i na Słowacji, w krajach, w których przedkryzysowe nierównowagi były jednymi z najmniejszych w regionie.

4. WPŁYW KRZYŻYSU NA WZROST GOSPODARCZY W PRZYSZŁOŚCI.

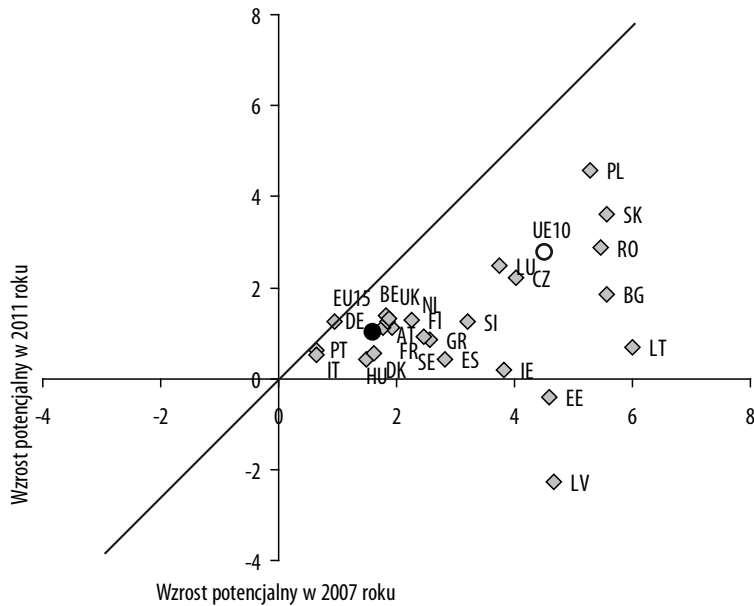
Światowe kryzysy, szczególnie te finansowe, negatywnie wpływają na fundamenty gospodarczego rozwoju. Historyczna analiza wcześniejszych kryzysów gospodarczych wskazuje, że po kryzysie tempo wzrostu gospodarczego spada na skutek wyższego kosztu kapitału, niechęci banków do udzielania kredytów, konieczności spłaty zaciągniętych przed kryzysem długów, słabych perspektyw co do wzrostu popytu, wyższego strukturalnego bezrobocia i wolniejszego postępu technologicznego. Nie inaczej będzie i tym razem.

Komisja Europejska (2009) prognozuje, że z powodu kryzysu wzrost potencjalny w Unii Europejskiej spadnie w latach 2009–20 o 0,5 punktu procentowego w stosunku do tego prognozowanego przez kryzysem i wyniesie tylko 1,5% rocznie.

Spadek tempa wzrostu potencjalnego w krajach UE-10 ma być jeszcze większy i sięgnąć w najbliższych latach prawie 2 punktów procentowych rocznie, głównie za sprawą spadku tempa potencjalnego wzrostu w krajach nadbałtyckich (rysunek 14.4).

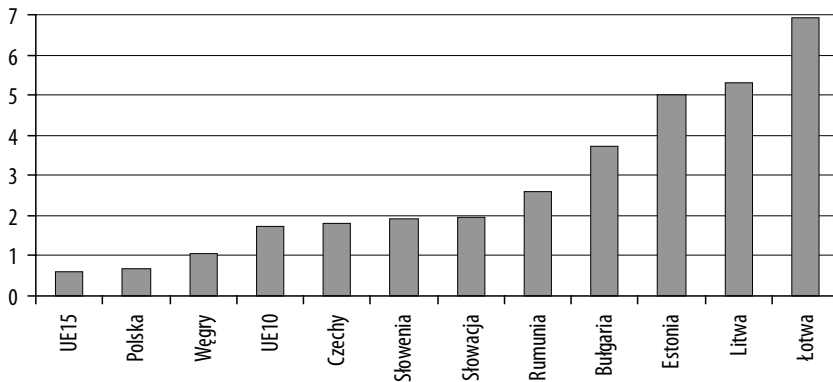
Niższe tempo wzrostu w regionie ma być wynikiem słabszego tempa wzrostu inwestycji prywatnych, spowodowanego wyższym kosztem kapitału, niższą rentownością przedsiębiorstw i słabszymi perspektywami wzrostu popytu, spadku podaży siły roboczej oraz niższego wzrostu łącznej produktywności czynników produkcji, tzw. *total-factor productivity* (TFP), z powodu m.in. niższych prywatnych i publicznych wydatków na B+R. Wzrost TFP może być dodatkowo mniejszy z powodu negatywnego wpływu kryzysu na relatywnie nowsze, bardziej innowacyjne firmy niż na firmy starsze, głównie z powodu gorszego dostępu do kredytu i osłabienia tempa wzrostu importowanych z zagranicy technologii, których absorpcja jest głównym źródłem poprawy produktywności w regionie. Niższe tempo wzrostu potencjalnego doprowadzi do rosnącej wartości bezpowrotnie straconego przez region PKB.

Prognozowany spadek tempa wzrostu potencjalnego PKB będzie szczególnie dotkliwy dla tych krajów UE-10, w których przed kryzysem doszło do przegrzania koniunktury. I tak, w przypadku Łotwy szacowany wzrost potencjalny ma spaść o prawie 7 punktów procentowych, podczas gdy potencjalny wzrost Polski ma spaść tylko o 0,6 punktu (rysunek 14.5).



Rysunek 14.4. Potencjalny wzrost PKB w 2007 i 2011 roku w krajach UE-27

Źródło: Bank Światowy (2010) na podstawie bazy danych Ameco.



Rysunek 14.5. Zmiana prognozowanej stopy wzrostu potencjalnego PKB w latach 2007 i 2011, UE-10

Źródło: Bank Światowy (2010) na podstawie bazy danych Ameco.

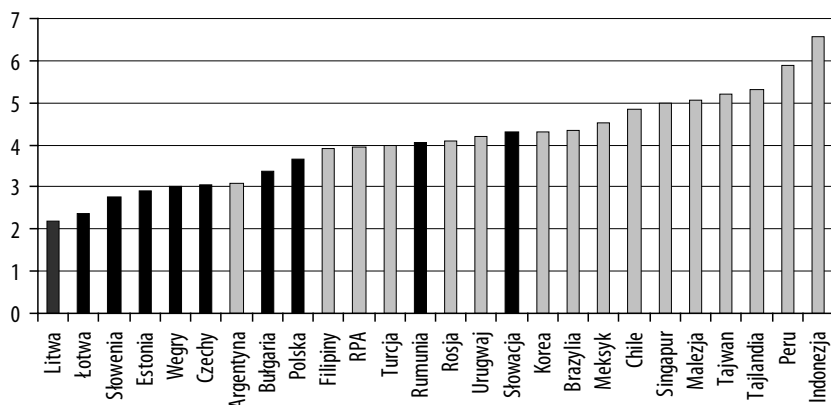
Spadek wzrostu potencjalnego w krajach UE-10 byłby jeszcze większy, gdyby nie pozytywne efekty rosnącego napływu funduszy europejskich. OECD (2010) szacuje dla Polski, że rosnące wykorzystanie funduszy UE (na poziomie 3,3% PKB rocznie) może przyspieszyć wzrost gospodarczy z około 1 przed kryzysem do około 1,5 punktu procentowego po kryzysie (w latach 2009–15). Finansowane przez Unię wydatki na infrastrukturę

– drogi, koleje i lotniska – mają być szczególnie wydajne. Ponadto wzrost kosztu zagranicznego finansowania może okazać się mniejszy aniżeli prognozowany w przypadku takich krajów UE-10, jak Estonia, Słowacja, Słowenia, Polska i Czechy, których ryzyko niewypłacalności, zwłaszcza w porównaniu z niektórymi krajami strefy euro, jest relatywnie niskie.

Trzeba również pamiętać o tym, że poziom wydajności wszystkich krajów UE-10 jest nadal daleki od światowego lidera, Stanów Zjednoczonych, co powinno stymulować dalszy wzrost wydajności pracy przez import technologii i napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W 2009 roku poziom wydajności pracy na godzinę w krajach UE-10 jako procent wydajności pracy w USA wahał się między 27% w Bułgarii, 49% w Polsce po 56% w przypadku Słowacji i Słowenii (i 85% w przypadku UE-15).

Wreszcie, modele prognozujące zmiany tempa wzrostu produktu potencjalnego często nie w pełni odzwierciedlają bezprecedensową poprawę jakości kapitału ludzkiego w regionie, najlepiej widoczną we wzroście wskaźników skolaryzacji, często przewyższającą średnią dla UE-15, która to poprawa dopiero zacznie przynosić gospodarcze efekty. Wejście kolejnych krajów UE-10 do strefy euro, w tym od 2011 roku Estonii, również powinno pozytywnie wpłynąć na ich wzrost gospodarczy⁴.

Pomimo tych pozytywnych czynników, pokryzysowy wzrost gospodarczy w regionie będzie wolniejszy niż przed kryzysem. Ma być on też niestety słabszy niż w krajach Azji i Ameryki Południowej. Według prognoz MFW do 2015 roku wzrost PKB w większość krajów UE-10 ma pozostawać daleko w tyle za innymi krajami gospodarek wschodzących (rysunek 14.6).

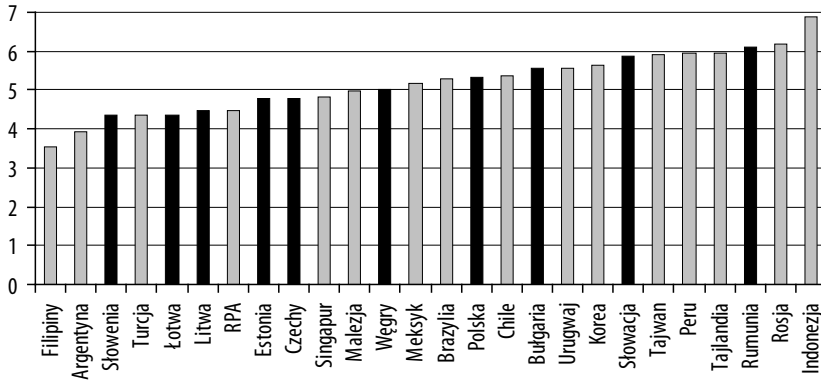


Rysunek 14.6. Prognozowany średni roczny wzrost PKB w latach 2010–15, w %

Źródło: MFW, *World Economic Outlook*, kwiecień 2010.

⁴ Według badań NBP (2008) wejście Polski do strefy euro mogłoby przyspieszyć wzrost gospodarczy o nawet 0,6 punktu procentowego rocznie w przeciągu pierwszych dziesięciu lat. Oczywiście końcowy efekty zależą będzie od konkurencyjności kursu walutowego kraju w momencie wejścia do strefy euro.

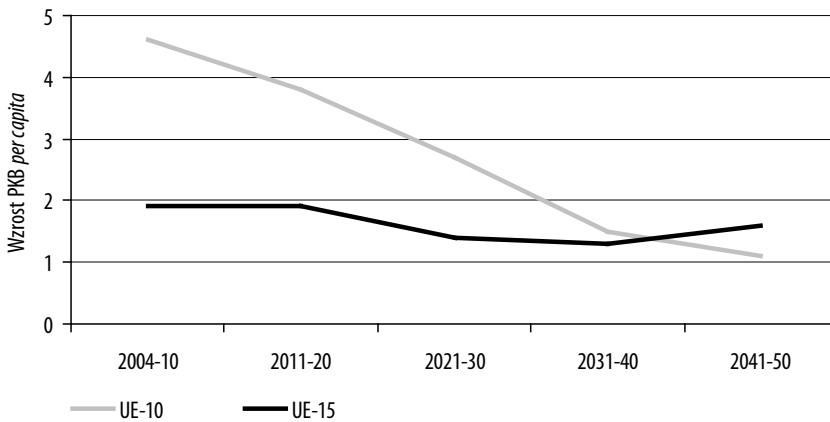
Region wszakże wygląda o wiele lepiej w klasyfikacji opartej na wzroście PKB (PSN) *per capita* (rysunek 14.7).



Rysunek 14.7. Prognozowany średni wzrost PKB *per capita* w latach 2010–15, PPP, w %

Źródło: MFW, *World Economic Outlook*, kwiecień 2010.

Lepsza pozycja wynika jednak głównie z powodu prognozowanego spadku populacji w krajach UE-10, co w dłuższej perspektywie będzie miało negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarczego i spadku znaczenia regionu w światowej gospodarce (Piątkowski 2009a).



Rysunek 14.8. Prognozowany wzrost PKB *per capita* w latach 2004–50, w %

Źródło: Carone et al. (2006).

To właśnie głównie z powodu prognozowanego spadku populacji i szybkiego starzenia się społeczeństw tempo wzrostu gospodarczego w UE-10 w dłuższej perspektywie ma coraz szybciej spadać, chociaż dalej będzie szybsze niż w krajach UE-15. Według dokonanych na zlecenie Komisji Europejskiej szacunków tempo wzrostu PKB *per capita* w regionie UE-10

ma w kolejnych dekadach szybko spadać (rysunek 14.8). W latach 2041–50 nasz region, co trudno sobie dzisiaj wyobrazić, ma rosnąć wolniej niż UE-15. Przedstawione szacunki zostały jednak dokonane jeszcze przed kryzysem: dzisiaj te same prognozy dla całej UE i dla krajów UE-10 byłyby jeszcze bardziej pesymistyczne.

5. CZY UE-10 JEST POTRZEBNY NOWY MODEL GOSPODARCZY?

Tak silny wpływ kryzysu na kraje UE-10 i słabsze niż w innych regionach świata perspektywy rozwoju w krótkiej i średniej perspektywie wskazują, że wiarygodność dotychczasowego modelu rozwoju, opartego na postępującej integracji z krajami Unii została mocno nadszarpnięta. Dotyczy to przede wszystkim krajów nadbałtyckich, Bułgarii i Rumunii, które dopuściły do powstania znacznych nierównowag makroekonomicznych przed kryzysem, ale również krajów takich jak Czechy, Słowenia czy Słowacja, które mimo zachowania makroekonomicznej dyscypliny przed kryzysem zostały przez niego uderzone bardziej niż porównywalne kraje w innych regionach świata. Nawet Polska, którą światowy kryzys dotknął w najmniejszym stopniu, ma się w najbliższych latach rozwijać wolniej niż np. Meksyk, Brazylia, Singapur czy Korea Południowa.

Model rozwoju regionu trzeba będzie więc zmodyfikować, chociaż nie ma potrzeby fundamentalnie go zmieniać. Dalsza integracja w ramach UE pozostanie dla regionu korzystna. Kraje UE-10 i tak zresztą nie mają za bardzo wyboru: z geograficznych, politycznych, gospodarczych i kulturowych względów ich los jest nierozłącznie powiązany z losami całej Europy.

Zakres modyfikacji modelu rozwoju będzie jednak różny w poszczególnych krajach regionu. W przypadku krajów nadbałtyckich, Bułgarii i Rumunii, zmiany modelu rozwoju będą musiały iść najdalej⁵.

Co więc trzeba zrobić? Model rozwoju regionu najlepiej byłoby zmodyfikować tak, aby bazował on jednocześnie na najlepszych cechach dotychczasowego modelu rozwoju – otwartości na handel międzynarodowy, wolnym przepływie siły roboczej, skutecznym wykorzystaniu funduszy europejskich, wysokiej jakości kapitale ludzkim, coraz mocniejszych europejskich instytucjach, niskich nierównościach społecznych – i azjatyckiego modelu rozwoju, opartego na znacznie wyższych stopach oszczędności, zdywersyfikowanym eksporcie, mieszanej własności, mocnym nadzorze nad rynkami finansowymi i kontrolowaną aprecjacje walut.

⁵ Landesmann (2010), Bruegel i WIIW (2010) i Darvas (2010) wyraźnie rozgraniczają obydwie grupy krajów, chociaż nie jest jasne, czym dokładnie mają się różnić proponowane przez nich nowe modele rozwoju dla obydwu grup, z wyjątkiem konieczności przesunięcia alokacji inwestycji w krajach nadbałtyckich w kierunku sektorów eksportowych. Zob. też: Bower, Lendvai, Turrini (2010) i Fabrizio, Leigh, Mody (2009).

Kraje UE-10 będą dalej importować oszczędności z zagranicy. To całkiem naturalne, bo stopy zwrotu z kapitału w naszym regionie są wyższe niż w krajach rozwiniętych. Trzeba się będzie jednak tym razem upewnić, że napływ zagranicznych oszczędności jest odpowiednio kontrolowany. Kluczowe znaczenie będzie miało wzmocnienie nadzoru na działającymi w regionie bankami zagranicznymi, które przed kryzysem były głównym kanałem importu zagranicznych oszczędności. To m.in. ich nierozważna polityka kredytowa, słaba ocena ryzyka i nacisk na ekspansję wysokomarżowych kredytów w walutach doprowadziły do pogłębienia kryzysu w regionie. Część regulacji będzie można wzmocnić na poziomie pojedynczych krajów, tak jak z powodzeniem zrobiła to Polska, wprowadzając jeszcze przed kryzysem obostrzenia w udzielaniu kredytów walutowych (Rekomendacja S).

Krajowe regulacje jednak nie wystarczą. Wiele mniejszych krajów w regionie, na czele z krajami nadbałtyckimi, bez powodzenia starało się wcześniej zatrzymać kredytowe szaleństwo. Ważne więc będzie wzmocnienie nadzoru na poziomie całej Unii Europejskiej. Najlepszym rozwiązaniem byłoby powołanie jednolitego, europejskiego nadzoru, w którym bilansowałyby się interesy dostawców i odbiorców kapitału. Takiemu kierunkowi zmian kraje UE-10 powinny sprzyjać.

Trzeba też odejść od ortodoksyjnego podejścia do kwestii własności banków. Jak pokazał kryzys, zagraniczna własność wcale nie chroni przed kryzysem. Przeciwnie, do tego kryzysu sama może prowadzić. Kapitał okazał się też mieć narodowość, bo w czasie kryzysu zagraniczne banki wyraźnie preferowały swoje macierzyste rynki. Warto mieć pragmatyczne podejście, traktujące jednakowo krajowy i zagraniczny kapitał. Przypadek państwowego banku PKO BP, który w czasie kryzysu okazał się jednym z najbardziej stabilnych banków w regionie i na świecie, powinien w tej kwestii dać wiele do myślenia. Trzeba też zmniejszyć wartość kredytów w walucie obcej i pomóc bankom pozyskać stabilne finansowanie, oparte na rodzimych depozytach.

Importując oszczędności z zagranicy, kraje UE-10 powinny jednak równocześnie dążyć do wzrostu stopy rodzimych oszczędności, by zmniejszyć skalę uzależnienia regionu od napływu kapitału z zewnątrz. Sektor publiczny powinien wreszcie zacząć oszczędzać. W czasach koniunktury sektor publiczny we wszystkich krajach regionu powinien zacząć notować budżetowe nadwyżki, czego nie udało się do tej pory osiągnąć wielu krajom w regionie przez cały okres transformacji (*vide* Polska czy Węgry). Warto też zwiększyć bodźce dla kreacji oszczędności prywatnych. Kluczowe w tej kwestii będą dalsze reformy systemów emerytalnych.

Cały region musi wykazać większy pragmatyzm w kwestii zarządzania realnym kursem walutowym. Zbyt szybka aprecjacja walut przed kryzysem doprowadziła do osłabienia bodźców dla rozwoju sektora eksportowego. W największym stopniu dotyczyło to krajów nadbałtyckich, w przypadku których nadmierna aprecjacja walut, wynikająca częściowo ze sztywnego kursu walutowego, doprowadziła do importowego boomu i przesunięcia

alokacji inwestycji w kierunku sektorów nieeksportowych, w tym szczególnie nieruchomości.

Konkurencyjny kurs walutowy jest najlepszym sposobem na rozwój mocnego sektora eksportowego. Świadczą o tym przykłady Japonii, Chin, Korei Południowej i innych azjatyckich tygrysów. Nie sposób zresztą znaleźć kraj, który osiągnął długotrwały sukces w rozwoju przy niekonkurencyjnym poziomie kursu walutowego (Rodrik 2009). Ma to jasne implikacje dla krajów UE-10: kraje z płynnymi kursami walutowym powinny nimi pragmatycznie zarządzać, nie zapominając jednak o inflacji. Kraje ze sztywnymi kursami walut bądź już w strefie euro powinny zaś starać się, aby tempo wzrostu wynagrodzeń nie przewyższało tempa wzrostu wydajności pracy.

Żaden nowy model rozwoju nie będzie efektywny bez znacznego podniesienia stopy zatrudnienia. Biorąc pod uwagę szybkie starzenie się społeczeństw w krajach UE-10 i pogłębiającą się regresję demograficzną, żeby zwiększać dobrobyt, pracować będą musieli prawie wszyscy. W 2009 roku średnia stopa zatrudnienia w krajach UE-10 była na poziomie około 65%, 5 punktów poniżej średniej dla UE-15 i 10 punktów poniżej celu sformułowanego w ramach unijnej strategii EU 2020 (Piątkowski 2010). Najbardziej odstają Węgry i Rumunia, gdzie poziom zatrudnienia ledwo przewyższa 60%. W najlepszej sytuacji są Czechy i Słowenia, które mogą pochwalić się stopą zatrudnienia wyższą niż unijna średnia, ale nawet im wciąż daleko do osiągnięcia 75% stopy zatrudnienia w grupie wiekowej 20–64 lata. Podniesienie zatrudnienia do tego poziomu do 2020 roku przyspieszyłoby wzrost w Polsce o prawie 0,8 punktu procentowego rocznie; podobnie w innych krajach regionu. Podniesienie poziomu zatrudnienia wymagać będzie dalszego podwyższenia efektywnego wieku emerytalnego, poprawy zasięgu i jakości kształcenia ustawicznego oraz wprowadzenia bodźców dla zwiększenia popytu na starszych pracowników na rynku pracy.

Jednakże wobec skali zbliżającej się demograficznej zapaści regionu nawet znaczne podniesienie stopy zatrudnienia nie wystarczy do zapewnienia długofalowego rozwoju. Wcześniej bowiem wzrost w regionie zahamuje pod ciężarem coraz większych kosztów związanych ze starzeniem się społeczeństw. Jedynym rozwiązaniem będzie otwarcie granic dla imigracji i przygotowanie się na napływ imigrantów, bo wraz z rosnącym relatywnym dochodem nasz region będzie coraz bardziej dla nich atrakcyjny. Przykłady Hiszpanii z połowy lat 90. czy Czech, gdzie w ostatnich latach imigracja znacznie wzrosła, wskazują, że napływ imigrantów znacząco rośnie po przekroczeniu przez dany kraj poziomu 70% średniego PKB *per capita* w UE-15. Wiele krajów UE-10 osiągnie go w ciągu najbliższych kilkunastu lat.

Kryzys postawił również pod znakiem zapytania zalety koncentracji eksportu krajów UE-10 w ramach UE i uzależnienia koniunktury od kilku przemysłów, w tym głównie motoryzacyjnego. Mimo naturalnej koncentracji swej sprzedaży zagranicznej na rynkach Europy Zachodniej, kraje UE-10 powinny dążyć do wyjścia poza europejskie opłotki, zwłaszcza na

rynki krajów Azji i Ameryki Łacińskiej (Kołodko 2010). Mogą w tym pomóc historyczne doświadczenia z czasów socjalizmu, kiedy eksport z naszego regionu do tak szybko rozwijających się krajów jak Indie, Wietnam czy Chiny, był często większy niż teraz. Dobrym pomysłem mogłyby być porozumienia partnerskie, które krajom pozaeuropejskim dawałyby lepszy dostęp do unijnego rynku w zamian za wspólne inwestycje na obszarze krajów UE-10.

Ważnym celem reform powinno być też wejście do strefy euro, po korzystnym kursie i w warunkach optymalnych dla zachowania konkurencyjności gospodarek UE-10 w długiej perspektywie. Ważne będzie wprowadzenie instrumentów umożliwiających zapobieganie powstawaniu baniek spekulacyjnych po wejściu do strefy euro w przypadku spadku realnych stóp procentowych do niższego poziomu niż teraz. Trzeba będzie spełnić wszystkie kryteria z Maastricht, chociaż kraje członkowskie strefy euro powinny elastycznie je interpretować. Nie można zapominać, że strategicznym celem euro, mimo obecnych kłopotów, jest przejęcie od dolara roli wiodącej waluty świata (Piątkowski, Rybiński 2009b).

Krajom UE-10 brakuje wreszcie myślenia strategicznego. Jego niedostatek jest bez wątpienia jedną ze słabości demokracji żyjącej wyborczym cyklem. Nie wyklucza to jednak prowadzenia ponadpartyjnej polityki rozwojowej, której celem powinien być – i to bez względu na różnice ideologiczne – cywilizacyjny skok całego regionu.

Na koniec, *last but not least*, stale aktualna pozostaje agenda reform strukturalnych, których celem powinno być podniesienie jakości otoczenia biznesowego, wspieranie innowacji, zwiększenie efektywności systemu edukacji i w konsekwencji podniesienie tempa wzrostu wydajności pracy.

Czego natomiast nie warto zmieniać? Na pewno dalej warto promować wewnątrz europejską integrację, wzmacniać rządy prawa i stabilność polityczną, czym nasz region już obecnie zdecydowanie się wyróżnia na tle świata, utrzymywać zdrowy bilans między wzrostem PKB a podniesieniem poziomu ogólnie pojmowanego dobrobytu, który obejmuje nie tylko wytworzony dochód, lecz także długość życia, jakość środowiska naturalnego, niski poziom nierówności społecznych czy demokrację. Trzeba pamiętać, że żyje się nie tylko PKB (Kołodko 2008).

Taki zmodyfikowany model rozwoju mógłby śmiało konkurować z modelem azjatyckim. Bądź co bądź, region UE-10 w ostatnich kilkunastu latach rozwijał się szybciej od azjatyckich „tygrysów”. Model azjatycki też ma bowiem swoje słabości. Przede wszystkim będzie trudniej o rozwój oparty prawie wyłącznie na eksporcie, bo czasy rozrzutności amerykańskich konsumentów sprzed kryzysu mogą się już długo nie powtórzyć. Eksporterom będzie więc trudniej. Żeby podtrzymać szybki rozwój, kraje azjatyckie będą musiały go coraz bardziej opierać na popycie wewnętrznym, co stwarza nowe zagrożenia, m.in. w formie powstawania bąbli spekulacyjnych i pogłębienia się nierówności społecznych (Aziz 2009, Shang-Jin Wei 2009; Prasad 2009).

Dla dalszego rozwoju Azji ważne byłoby przyspieszenie procesu regionalnej integracji, która do tej pory posuwała się do przodu z dużym oporem. Kluczowe będzie też utrzymanie stabilności politycznej, o co niełatwo, biorąc pod uwagę skalę społecznych nierówności i różnorodność etniczną, religijną, językową oraz kulturową regionu. Wyzwaniem też będzie zachowanie w regionie pokoju w długim terminie w obliczu historycznie bezprecedensowo szybkiej zmiany układu sił w Azji, szczególnie za sprawą rosnącej potęgi Chin. Kraje UE-10 wyglądają z tej perspektywy o wiele stabilniej (Piątkowski 2009b).

6. PODSUMOWANIE I WNIOSKI

Celem tego rozdziału była analiza wpływu światowego kryzysu na tempo wzrostu gospodarczego w krajach UE-10. Sformułowana została teza, że wzrost potencjalny w regionie w ciągu najbliższych lat znacznie się obniży, powodując rosnące straty dochodu w porównaniu ze scenariuszem wzrostu sprzed kryzysu. Aby mieć szansę powrócić na wyższą ścieżkę wzrostu, kraje regionu powinny zmodyfikować dotychczasowy model rozwoju gospodarczego, który – jak pokazał kryzys – nie do końca spełnił pokładane w nim oczekiwania.

Kryzys nie zatrzyma jednak procesu wydostawania się krajów UE-10 z europejskich peryferii. Region UE-10 będzie się dalej szybko rozwijał, choć już nie w takim tempie jak przed kryzysem. Do 2020 roku praktycznie wszystkie kraje regionu osiągną najwyższy w swojej historii dochód na głowę mieszkańca w porównaniu z Europą Zachodnią. Jakość życia i ogólnie pojmowany dobrobyt podobnie będzie też o wiele wyższy, niż wskazywałby na to tylko poziom dochodu. XXI wiek zapowiada się więc na prawdziwy złoty wiek regionu, chociaż nie osiągnie się go bez dalszych reform.

BIBLIOGRAFIA

- Aziz, Zeti Akhtar (2009). *Asia's New Development Strategy: Where Now?*, prezentacja na ASEM Conference on Beyond the Global Crisis: A New Asian Growth Model?, Kuala Lumpur, 19 października.
- Bank Światowy (2010). *EU10 Regular Economic Report*, lipiec.
- Bank Światowy (2007). *Credit Expansion in Emerging Europe: A Cause for Concern?* EU10 Regular Economic Report, Part II: Special Topic, styczeń.
- Bower, Uwe, Julia Lendvai i Alessandro Turrini (2010). Can the Baltic economies adjust and grow? *Vox.eu*, 21 lipca.
- Bruegel i WIIW Report (2010). *Whither Growth in Central and Eastern Europe? Policy lessons for an integrated Europe*, Torbjörn Becker, Daniel Daianu, Zsolt

- Darvas, Vladimir Gligorov, Michael Landesmann, Pavle Petrovic, Jean Pisani-Ferry, Dariusz Rosati, André Sapir, Weder Di Mauro, w druku w serii Bruegel Blueprint.
- Berglöf, Erik, Yevgeniya Korniyenko, Alexander Plekhanov i Jeromin Zettelmeyer (2009). Understanding the crisis in emerging Europe. *EBRD Working Paper*, No. 109.
- Carone, Giuseppe, Cécile Denis, Kieran McMorrow, Kieran Mourre, Gilles i Röger Werner (2006). *Long-Term Labour Productivity and GDP Projections for the EU25 Member States: A Production Function Framework*, http://mpr.aub.uni-muenchen.de/744/1/MPRA_paper_744.pdf.
- Cihák, Martin i Wim Fonteyne (2009). Five years after: EU membership and macro-financial stability in the new member states. *IMF Working Paper 09/68*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Darvas, Zsolt (2010). Global Financial Crisis and Growth Prospects. *World Bank EU10 Regular Economic Report*, lipiec.
- Fabrizio, Stefania, Daniel Leigh i Ashoka Mody (2009). The Second Transition: Eastern Europe in Perspective. *IMF Working Paper 09/43*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Johnson, Simon (2009). The Quiet Coup. *The Atlantic*, maj.
- Kołodko, Grzegorz W. (2008). *Wędrujący świat*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Kołodko, Grzegorz W. (2010). Dwie dekady ustrojowej transformacji – i co dalej? *Ekonomista*, nr 4.
- Komisja Europejska (2010). *European Economic Forecast – Spring 2010*, European Economy 2/2010 (released on 5 May 2010). Directorate-General Economic and Financial Affairs of the European Commission.
- Komisja Europejska (2009). *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, European Economy 7, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Bruksela.
- Komisja Europejska (2008). *European Economic Forecast – Autumn 2009*. Directorate-General Economic and Financial Affairs of the European Commission.
- Kowalik, Tadeusz (2009). *Systemowe źródła obecnego kryzysu światowego*, referat przedstawiony w czasie seminarium Krytycznej Teorii Organizacji, Akademia Leona Koźmińskiego, 22 maja.
- Landesmann, Michael (2010). Which Growth Model for Central and Eastern Europe after the Crisis? *FTW Policy Brief No. 4*, Research Center International Economics.
- MFW (2010). *World Economic Outlook*. Washington D.C.: International Monetary Fund, kwiecień.
- Mitra, Pradeep, Marcelo Selowsky i Juan Zalduendo (2009). *Turmoil at Twenty: Recession, Recovery, and Reform in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union*. Bank Światowy, listopad.
- Maddison, Angus (2010). *Historical Statistics of the World Economy: 1-2008 AD*, www.ggdc.net/maddison.
- Narodowy Bank Polski (2008). *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*. Warszawa.
- OECD (2010) *OECD Country Surveys: Poland 2010*. Paris: OECD.

- Piątkowski, Marcin (2009a). Czy nadchodzi nowy Złoty Wiek Nowej Europy? W: Grzegorz W. Kołodko i Jacek Tomkiewicz (red.), *20 lat transformacji. Osiągnięcia, problemy, perspektywy*. Warszawa: ALK/WAiP.
- Piątkowski, Marcin (2009b). The Coming Golden Age of New Europe. *Central European Policy Analysis Report*, nr 26, październik.
- Piątkowski, Marcin (2009c). Źródła światowego kryzysu. Wnioski na przyszłość. *Master of Business Administration*, nr 5(100), wrzesień/październik.
- Piątkowski, Marcin (2010). *Growth in Poland after the Global Economic Crisis. The Macroeconomic Setting*. Bank Światowy, w druku.
- Piątkowski, Marcin, Krzysztof Rybiński (2009a). *Irrational Exuberance about Central and Eastern Europe's Sovereign Risk*. Eurointelligence, 20 lutego.
- Piątkowski, Marcin, Krzysztof Rybiński (2009b). Let's roll out the euro to the whole Union. *Financial Times*, 12 czerwca.
- Prasad, Eswar (2009). Rebalancing growth in Asia. *IZA discussion paper 4298*.
- Rajan, Raghuram (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton: Princeton University Press.
- Rodrik, Dani (2009). Growth after the Crisis. *CEPR Discussion Paper 7480*.
- Schadler, Susan, Ashoka Mody, Abdul Abiad i Daniel Leigh (2006). Growth in the central and in Eastern European countries of the European Union. *IMF Occasional Paper No. 252*, MFW.
- Shang-Jin Wei (2009). *Trade Openness and Leapfrogging: Some Reflections and Evidence on the Asian Growth Model*, ASEM Conference: *Beyond the Global Crisis: A New Asian Growth Model?*, Kuala Lumpur 18–20 października.
- Wójtowicz, Grzegorz i Anna Wójtowicz (2009). *Dlaczego nie jesteśmy bogaci? Dystans gospodarki polskiej od zachodnioeuropejskiej*. Warszawa: CeDeWu.pl.

PERSPEKTYWY STEROWANIA GOSPODARKĄ ŚWIATOWĄ PO KRYZYSIE

Gospodarka światowa definiowana jest często jako historyczny system pewnych trwałych powiązań ekonomicznych między państwami, regionami, kontynentami. Przez owe powiązania należy rozumieć przepływ kapitału i osób, handel międzynarodowy, jak również różnego rodzaju więzi finansowe, informacyjne, technologiczne i instytucjonalne (Skodlarski, Matera 2005: 9). Geneza gospodarki światowej sięga tysięcy lat przed naszą erą, kiedy to cywilizacje starożytne oddziaływały za pośrednictwem handlu dalekosiężnego na rozległe obszary. Kontakty międzynarodowe zdominowane były wówczas przez zaborczą ekspansję, grabieżę i arbitralne narzucanie warunków handlowych krajom podbitym.

Chociaż już w połowie XIX wieku można było zaobserwować nasilenie procesów charakterystycznych dla gospodarki światowej, a od początku XX wieku możemy mówić o jej powstaniu¹, po dziś dzień nie udało się stworzyć mechanizmów, za których pomocą można by nią efektywnie sterować. Wspólnym mianownikiem większości zarówno systemowych, jak i strukturalnych przyczyn kryzysu gospodarczego, który wstrząsnął gospodarką światową na początku XX wieku, był właśnie brak koordynacji procesów globalnych na szczeblu ogólnoswiatowym (Szymański 2009: 16). Chcąc zapobiec kolejnym podobnym kryzysom i podjąć próbę zmierzenia się z negatywnymi aspektami globalizacji, należy rozważyć możliwość stworzenia mechanizmu (instytucji), który będzie miał na celu koordynację

¹ Początek istnienia gospodarki światowej na przełom XIX i XX wieku datuje Rondo Cameron, argumentując tym, że każda zaludniona część świata miała wtedy choćby minimalny udział w gospodarce światowej (Cameron 1996: 295).

procesów zachodzących w gospodarce światowej. Żeby jednak zrozumieć, w jaki sposób można sterować gospodarką światową, należy najpierw przyjrzeć się samej globalizacji.

*

Znaczeń słowa „globalizacja” jest wiele, a formułowanie poszczególnych definicji zależy od dziedziny nauki, do której się odnosi. Definiując globalizację w nurcie ekonomicznym, można ją określić jako „historyczny i spon-taniczny proces liberalizacji i postępującej wraz z nią integracji rynków towarów, kapitału, siły roboczej, technologii i informacji w jeden współ-zależny rynek światowy” (Kołodko 2009: 98). Należy zauważyć, że wska-zane rynki funkcjonowały i (niektóre, takie jak na przykład rynek pracy) stale funkcjonują w odosobnieniu i mimo postępującej integracji są ze sobą luźno powiązane. Dlatego też nie możemy mówić o jednym rynku globalnym. Rynki możemy podzielić na krajowe i regionalne natomiast, wciąż nie istnieje jeden rynek ogólnoswiatowy. Globalizacja jest bez wątpienia skomplikowanym i rozbudowanym mechanizmem współzależności, mają-cych wymiar ekonomiczny i choć sam kształt i przebieg procesu globali-zacji narzucony jest przede wszystkim przez swobodny przepływ kapitału (Szymański 2007: 15), to jego konsekwencje oddziałują zarówno na pozostale rynki, jak i na aspekty polityczne.

Globalizacja nie jest zatem procesem skończonym, kompletnym, gdyż za globalizacją ekonomiczną nie podąża globalizacja polityczna (Szymański 2009: 20). A, jak to podkreśla to Jürgen Habermas: „Polityka powinna nadążać za rozwojem rynków globalnych” (Habermas 2001). Brak koordynacji politycznej powoduje m.in. osłabienie państwa. Swobodny przepływ kapitału wymusza otwieranie granic i stawia państwa w pozycji podrzędnej. To państwo musi starać się, żeby kapitał został ulokowany właśnie na jego terenie. Musi zapewnić odpowiednie warunki – niskie podatki, tanią siłę roboczą, sprzyjające regulacje prawne – bo w przeciwnym razie kapitał zostanie przemieszczony w inne miejsce na mapie świata. Coraz mniejsze znaczenie dla siły państwa ma wielkość terytorium czy też siła militarna; najważniejsza staje się zdolność podporządkowania się interesom kapitału (Szymański 2007: 76). Skutkuje to tym, że koordynacja na poziomie gospodarek narodowych zostaje zaburzona, a jednocześnie brakuje nie tylko instytucji czy też konkretnych działań, lecz także nawet zasad, reguł postępowania, za których pomocą można by sterować gospodarką światową.

Niekompletność globalizacji jest widoczna również w samym wymia-rze ekonomicznym. Można mówić o swobodnym przepływie kapitału, nie wprowadzono jednakże całkowicie swobodnego przepływu siły roboczej. Ludziom wciąż stwarza się różnego rodzaju ograniczenia w poszukiwaniu i podejmowaniu pracy tam, gdzie chcieliby się zatrudnić. Następuje to nie tylko w skali globalnej, lecz również w tak mocno zintegrowanych

organizacjach jak Unia Europejska². Należy przy tym zauważyć, że ograniczenia przepływu siły roboczej dotyczą przede wszystkim pracowników o niskich kwalifikacjach, natomiast migracja pracowników wykwalifikowanych z państw rozwijających się do rozwiniętych jest jak najbardziej pożądana³. Głównymi oponentami całkowitego otwarcia granic są kraje rozwinięte, które obawiają się o własny rynek pracy, a także o zbyt duży odsetek imigrantów w stosunku do rodzimych obywateli. Nie oznacza to jednak, że siła robocza jest cichym obserwatorem gwałtownego ataku kapitalistycznej globalizacji (Munck 2004: 5). Pomimo ograniczeń *exodus* z krajów Południa do krajów Północy ciągle nasila się i wydaje się, że demokratycznymi i pokojowymi metodami nie uda się go powstrzymać. Zapobieżenie dalszemu nasileniu się fal migracyjnych możliwe jest jedynie przez stworzenie odpowiednich warunków życia i pracy w krajach Południa (Kołodko 2009: 99). Wymagałoby to jednak gruntownych zmian w gospodarce światowej, szczególnie w sposobie postrzegania kwestii długofalowego rozwoju. Do przeprowadzenia działań zmierzających do przyspieszenia tempa rozwoju w krajach biedniejszych konieczna jest ich koordynacja na etapie najwyższym, czyli globalnym⁴.

Drugim rynkiem, na którym niekompletność globalizacji ekonomicznej jest szczególnie widoczna, jest rynek rolny. Liberalizacja rynków rolnych doprowadziłaby w szybkim tempie do marginalizacji rolnictwa w krajach rozwiniętych. Sprzeciwiając się otwarciu sektora rolnego i subsydując produkcję rolną, państwa Północy blokują międzynarodową konkurencję na tym polu, co skutkuje ciągle wysokimi cenami produktów rolnych i żywności w krajach Północy oraz biedą w krajach Południa.

*

Globalizację możemy postrzegać jako swego rodzaju grę ekonomiczną, w której pojawiają się nie tylko dodatkowe szanse, lecz także dodatkowe zagrożenia (Kołodko 2007: 32). Dzięki niej udało się m.in. zdynamizować gospodarkę, zwielokrotnić handel, podnieść wynagrodzenia. Pozytywne skutki globalizacji są odczuwalne szczególnie w krajach bogatych, gdzie swobodny przepływ kapitału, technologii i wiedzy doprowadziły do wzrostu płac i podniesienia standardu życia. W znacznie mniejszym stopniu beneficjentami globalizacji są natomiast kraje rozwijające się, które przede

² W Traktacie Akcesyjnym z 1 maja 2004 roku niektóre państwa członkowskie UE zagwarantowały sobie tak zwane okresy przejściowe ograniczające swobodę przepływu osób.

³ Szerzej: Banerjee, Goldfield (2008).

⁴ Osobny problem stanowią pogarszające się wskutek procesów globalnych warunki i standardy pracy.

wszystkim tracą na niekompletności globalizacji (ograniczenie swobody przepływu osób i przedłużający się proces liberalizacji sektora rolnego).

Spontaniczność i chaotyczność procesów globalizacji niesie za sobą coraz więcej zagrożeń. Poza już wspomnianymi należą do nich jeszcze: międzynarodowy terroryzm, ocieplanie się klimatu, głód, bieda, wykluczenie społeczne, bezrobocie, powtarzające się kryzysy gospodarcze o implikacjach transnarodowych.

Istotnymi cechami problemów globalnych są ich złożoność i współzależność; w związku z tym efektywne sterowanie globalizacją wymaga stworzenia odpowiedniego, nowego ładu instytucjonalnego na potrzeby ery globalizacji. Należy odrzucić koncepcję pozostawienia globalizacji „samej sobie”, czyli niepodejmowania działań zmierzających do jakiegokolwiek regulowania problemów globalnych. Pogląd ten charakteryzuje przekonanie, że postępujące procesy globalizacji doprowadzą samoczynnie do wykształcenia się zasad postępowania, które nie będą hamować pozytywnych skutków globalizacji. Szanse na zrealizowanie takiej koncepcji są nikłe. Należy zgodzić się z Josephem E. Stiglitzem, że niepodejmowanie działań mających na celu efektywniejsze sterowanie światowymi finansami i światową gospodarką może doprowadzić do zwiększenia ilości kryzysów, których skutki będą zdecydowanie bardziej dotkliwe niż dotychczas (Stiglitz 2010: 211).

Nadszedł zatem czas na zmiany reguł i zasad rządzących gospodarką światową. Należy zastanowić się, kto i w jaki sposób powinien podejmować decyzje na poziomie międzynarodowym. Joseph E. Stiglitz sugeruje, żeby zaprzestać przypisywania tak dużego znaczenia ideologii, a szczególną uwagę zwracać na to, co jest skuteczne (Stiglitz 2007: 36). Należy zatem zastanowić się, jak ten nowy globalny ład instytucjonalny powinien wyglądać. Zasadniczo można rozważyć co najmniej cztery koncepcje: rządu światowego, forum współpracy organizacji regionalnych, powierzenia kluczowych kompetencji jednej już istniejącej organizacji międzynarodowej lub też forum konsultacyjno-doradczemu, takiemu jak G8 czy G20.

Utworzenie „rządu światowego”, który ustanawiałby i wprowadzał w życie regulacje obejmujące cały świat, wydaje się koncepcją utopijną. Model taki zakładałby uczynienie ze świata państwa uniwersalnego (Skudrzyk 1992) lub też uniwersalnego państwa homogenicznego (Fukuyama 1996). Świat jest jednak zbyt zróżnicowany, zbyt skłócony, by można było nim rządzić (Kołodko 2007: 45). Powołanie jednego światowego rządu, prezydenta, ministra finansów wydaje się w obecnych czasach – i w dającej się przewidzieć przyszłości – pomysłem nierealnym.

Z kolei koncepcja zakładająca współpracę organizacji regionalnych wydaje się możliwa do zrealizowania, jednak dopiero w dłuższej perspektywie czasowej. Pierwszym etapem tworzenia takiego modelu jest ustanowienie zinstytucjonalizowanych, a więc opierających się na wspólnym i zwanym systemie regulacji, organizacji regionalnych. Następnie organizacje

powinny podjąć próbę koordynacji polityk między sobą, a więc już w skali ogólnoświatowej.

Problemy dotyczące danego regionu rozwiązywane byłyby w ramach danej organizacji, a problemy globalne, dotyczące wszystkie lub większość państw świata, podejmowane byłyby na forum zrzeszającym przedstawicieli wszystkich organizacji regionalnych. Koncepcja ta ma wiele zalet. Łatwiej jest wypracować stanowisko na dany temat w gronie podobnych pod względem ekonomicznym czy kulturowym kilku czy kilkunastu państw niż od razu na forum ogólnoświatowym. Funkcjonowanie takiego modelu pozwoliłoby również na wypróbowanie nowych rozwiązań instytucjonalnych, najpierw na gruncie regionalnym, a dopiero potem – o ile okażą się skuteczne – wprowadzenie ich na forum globalne (Kołodko 2009: 348).

Dotychczasowe procesy integrowania się sąsiadujących ze sobą kilku czy kilkunastu krajów przebiegają odmiennie w różnych częściach świata. Na najbardziej zaawansowanym etapie tworzenia jest ład instytucjonalny Unii Europejskiej składającej się obecnie z 27 państw. Organizacje regionalne funkcjonujące w innych częściach (Ameryka: MERCOSUR, NAFTA; Afryka: SADC, ECOWAS; Eurazja: WNP; Azja: ASEAN, SAARC, GCC, SOW) charakteryzują się zdecydowanie luźniejszymi powiązaniem międzypaństwowymi i, co za tym idzie, mniej zaawansowaną instytucjonalizacją⁵. Dodatkowe problemy wyłaniają się, gdy jakieś państwo jest członkiem więcej niż jednej organizacji, a przez to jego interesy są reprezentowane przez więcej niż jedną organizację. Dzieje się tak choćby na forum G20.

Czwarty model zakłada powierzenie funkcji wprowadzenia i egzekucji reguł funkcjonowania istniejącym już organizacjom. Można rozważyć powierzenie tej roli organizacjom międzynarodowym o bez mała wszechświatowym zasięgu (Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy) lub też nieformalnym organizacjom konsultacyjno-doradczym, jak G8 czy G20, które już po części posiadają prerogatywy decyzyjne, przynajmniej pośrednio.

MFW i BS są bez wątpienia organizacjami gospodarki światowej. Istnieją już od sześćdziesięciu pięciu lat, choć atrybutów organizacji ogólnoświatowej nabrały w latach 90., kiedy przystąpiły do nich wszystkie już tym razem kraje posocjalistyczne i gospodarki tzw. rynków wschodzących z grona krajów pokolonialnych. Jednakże ich znaczenie w latach poprzedzających obecny kryzys uległo zmniejszeniu. Stało się tak na skutek nieskutecznej polityki obu organizacji w zakresie zapobiegania i zwalczania kryzysów gospodarczych, jak również sprzeniewierzenia się misji, do której

⁵ Pamiętać należy, że proces tworzenia silnych regionalnych organizacji jest długotrwały (Traktat Paryski, na mocy którego została powołana Europejska Wspólnota Węgla i Stali, został podpisany w 1951 roku, a procesy zarówno poszerzania, jak i pogłębiania integracji w Unii Europejskiej trwają do chwili obecnej).

realizacji zostały powołane⁶. Ponadto sposób głosowania i wybierania osób kierujących MFW i BŚ zdecydowanie od lat faworyzuje kraje rozwinięte, pomimo że na gospodarkę światową coraz bardziej znaczący wpływ mają kraje rozwijające się.

Ale już od 2007 roku MFW wydaje się iść w dobrym kierunku. Dyrektorem zarządzającym został Dominique Strauss-Kahn, ideowo związany z myślą Johna M. Keynesa. Przystąpił on do energicznej reformy polityki makroekonomicznej i kredytowej funduszu. Ograniczył również zatrudnienie i w porównaniu z poprzednikami jest zdecydowanie bardziej otwarty na postulaty krajów rozwijających się. Z jego inicjatywy utworzono elastyczną linię kredytową (*Flexible Credit Line*), z której jako pierwszy skorzystał na początku 2009 roku Meksyk. Jednak nie należy zapomnieć, że mimo wszystko MFW nie podjął odpowiednich działań, aby zapobiec kryzysowi gospodarczemu, a wręcz przyczynił się do jego powstania (Stiglitz 2010: 214–215). Jeśli MFW chciałaby zyskać wiarygodność, musi w najbliższym czasie przejść dalsze strukturalne przeobrażenia tak, by podział głosów i udziałów odzwierciedlał interesy i wkład państw rozwijających się (Rubini, Mihm 2010).

Najbardziej racjonalna wydaje się zatem koncepcja powierzenia koordynacji gospodarki światowej nieformalnemu forum, składającemu się z odpowiednio dobranych państw. Możliwości jest bardzo dużo. Funkcje „regulatora” gospodarki światowej może objąć któraś z już istniejących instytucji doradczo-konsultacyjnych, jak G24, G8 czy G20. Można również rozważyć utworzenie zupełnie nowej struktury.

Najpierw wszakże należałoby zastanowić się, jakie kryteria powinny zostać spełnione, aby takie rozwiązanie było funkcjonalne. Wen Jiabao w 2005 roku stwierdził, że „należy rozwijać nowe narzędzie i metody tak, aby skutecznie móc zająć się pojawiającymi się globalnymi problemami. Żeby to osiągnąć, musi powstać forum, w skład którego wejdzie szeroka reprezentacja światowych liderów, którzy będą mogli wspólnie podejmować decyzje w imieniu dużych grup ludności”⁷. W ślad za premierem Chin można stwierdzić, że fundamentem dla takiego forum musi być odpowiedni dobór państw, a także właściwa organizacja spotkań na poziomie szefów rządów i głów państw. Decyzje wypracowywane przez taką strukturę, dotyczące problemów globalnych, powinny być zatem podejmowane na najwyższym poziomie, czyli przez liderów. W związku z tym, że stanowisko liderów państw ma bezpośrednie przełożenie na rząd i inne państwowe instytucje, obietnice, które składają na forum globalnym mają szansę wejść w życie na poziomie krajowym. Ustalanie konkretnych rozwiązań na tak wysokim szczeblu wpływa na zdecydowane przyspieszenie tempa procesu decyzyjnego (w porównaniu na przykład z decyzjami podejmowanymi na poziomie ministerialnym) i zwiększa rangę podjętych ustaleń. Na nieformalnych

⁶ Więcej na ten temat zob. Stiglitz (2007).

⁷ Cytat ze strony L20 www.l20.org.

spotkaniach, z dala od mediów, łatwiej jest też poruszać drażliwe, trudne kwestie.

Utworzenie zupełnie nowej struktury, składającej się z kilkunastu czy kilkudziesięciu państw, która miałaby na celu sterowanie gospodarką światową, jest procesem czasochłonnym, wymagającym szerokich konsultacji. Godny rozważenia projekt takiej organizacji został przygotowany przez Centrum Studiów Globalnych (CFGS) i Międzynarodowe Centrum Zarządzania Innowacjami i znany jest pod nazwą L20 (Leaders 20). Zgodnie z założeniami L20 to nieformalne forum liderów, które ma na celu osiągnięcie pragmatycznych rozwiązań dla najważniejszych problemów globalnych. Jednakże spotkania liderów w ramach L20 miałyby być poświęcone tylko najważniejszym kwestiom politycznym.

Autorzy projektu szeroko opisują proces wyboru problemów, które miałyby być podejmowane przez L20. W jednym z punktów wyraźnie zaznaczają, że nowe forum będzie wypracowywać rozwiązania tych spraw, które nie są przedmiotem dyskusji na innych międzynarodowych forach, zwłaszcza G8, G20, MFW⁸. Nerozwiązaną ciągle kwestią pozostaje przy tym dobór państw, które miałyby wejść w skład takiego forum.

Warto zwrócić uwagę szczególnie na dwie koncepcje, które zostały zaproponowane m.in. przez CFGS (Centre of Global Studies)⁹. Po pierwsze: L14, która miałaby obejmować państwa członkowskie G8 i sześć państw rozwijających się: Chiny, Indie, Meksyk, Brazylię, Republikę Południowej Afryki i Egipt. Wybór tych właśnie państw został dokonany na podstawie kryteriów geograficznego (po dwa państwa z każdego regionu, poza Europą, która w G8 jest nadmiernie reprezentowana) i ekonomicznego (PKB).

Koncepcja L14 (a właściwie Group 14) pojawiała się już niejednokrotnie w wypowiedziach liderów G8. Na szczycie w L'Aquili w 2010 roku prezydent Francji Nicolas Sarkozy i premier Włoch Silvio Berlusconi postulowali rozmowy dotyczące ważnych kwestii globalnych w nowym, szerszym gronie, G14, w którego skład miałyby wejść, poza państwami G8, również państwa rozwijające się, które zostały zaproszone na szczyt we Włoszech¹⁰. Prezydent Francji zadeklarował nawet, że podczas francuskiej prezydencji w G8 w 2011 roku zorganizuje szczyt G14. Poza wskazanymi państwami w skład L20 miałyby wejść jeszcze sześć państw. Ich członkostwo nie byłoby jednak stałe. Kryterium doboru państw opierałoby się na poruszanych na danym szczycie tematach i zapraszane byłyby te państwa, których bezpośrednio dotyczą poruszone na danym spotkaniu problemy.

System rotacji nie jest jednak najefektywniejszym rozwiązaniem, czego przykładem może być chociażby funkcjonowanie Rady Bezpieczeństwa ONZ. Drugą, wartą rozważania koncepcją jest oparcie L20 na zrewidowanym

⁸ Strona internetowa L20 <http://www.l20.org/findings.php>.

⁹ <http://www.l20.org/about.php>

¹⁰ Na szczyt G8 we Włoszech zaproszeni zostali przywódcy Chin, Indii, Meksyku, RPA, Egiptu i Brazylii.

G20. Rewizja miałaby polegać na konsolidacji członkostwa państw Unii Europejskiej. Obecnie niektóre państwa członkowskie Unii Europejskiej reprezentowane są podwójnie. Niemcy, Wielka Brytania, Włochy i Francja są członkami G20, a jednocześnie ich interesy reprezentuje UE. Powoduje to swoistą nadreprezentację krajów europejskich. Zwolnione w ten sposób miejsca byłyby przeznaczone dla innych znaczących gospodarek z pozostałych kontynentów. Taka rewizja jest oczywiście bardzo trudna do przeprowadzenia i na pewno spotkałaby się z dużym oporem czołowych europejskich potęg gospodarczych.

Zarówno oparcie globalnego zarządzania na porozumieniu regionalnych organizacji, jak i utworzenie zupełnie nowego forum to procesy, które są realne, ale w przyszłości. Żeby jednak nie dopuścić do kolejnych kryzysów gospodarczych, kluczowe działania trzeba podjąć już teraz. Najlepszym rozwiązaniem byłoby zatem przejście sterowania gospodarką światową przez którąś z już istniejących struktur doradczo-konsultacyjnych. Mając na uwadze fakt, że najważniejszy jest odpowiedni dobór państw tworzących taką strukturę – tak ze względu na imperatyw reprezentatywności, jak ze względu na wymóg w miarę powszechnej, wszechświatowej akceptowalności – należałoby brać pod uwagę forum, które jest najbardziej zdysyfyfikowane.

Fora krajów rozwijających się – G24, G77, G110 – nie wydają się odpowiednio z dwóch powodów: po pierwsze, reprezentują interesy tylko państw rozwijających się i, po drugie, są zbyt liczne. Rozstrzygnięcie kluczowych problemów globalnych bez udziału krajów rozwiniętych, a szczególnie bez USA i UE, jest niemożliwe. Funkcjonowanie Organizacji Narodów Zjednoczonych pokazuje natomiast, że wypracowanie konsensusu w gronie prawie dwustu państw, jest procesem długotrwałym, niekiedy wręcz nieosiągalnym, a często cząstkowym czy też spóźnionym.

Wartą rozważania koncepcją jest podniesienie do rangi G2 spotkań przywódców USA i Chin, które w obliczu kryzysu gospodarczego szczególnie nabrały znaczenia. Nawet Prezes Banku Światowego Robert Zoellick podkreśla, że G20 bez chińsko-amerykańskiego G2 może zawieść, gdyż tylko przez niespotykaną dotąd, tak silną współpracę bilateralną możliwe jest uzdrowienie gospodarki światowej. Trudno nie zgodzić się, że dla gospodarki światowej, szczególnie w tak niepewnych momentach jak kryzys gospodarczy, zacieśnienie współpracy dwóch państw o najwyższych dochodach narodowych ma zasadnicze znaczenie. Podczas szczytu USA–Chiny w listopadzie 2009 podjęto wiele dwustronnych inicjatyw w zakresie nowych technologii, klimatu i energii. Symptomatyczne było – a niektórzy (przesadnie) traktują to nawet jako dotkliwy cios dla Unii Europejskiej (Świeboda 2010: 41) – wypracowanie przez te państwa standardów dotyczących samochodów elektrycznych. Do tej pory to Unia Europejska była potęgą regulacyjną, a Chiny przyjmowały wypracowane już standardy.

Utworzenie silnego, po części sformalizowanego i zinstytucjonalizowanego partnerstwa chińsko-amerykańskiego może doprowadzić do tego, że

stosunki USA z innymi sojusznikami z regionu azjatyckiego, w tym z Japonią, Tajlandią, Koreą Południową czy Indiami, miałyby status drugorzędny (Borger 2009, http). Indyjski ambasador M.K. Bhadrakumar podkreślił, że przez panującą w USA „chinomanię” stosunki amerykańsko-indyjskie weszły w fazę uśpienia (Bhadrakumar 2009, http).

Zaniepokojeni faktem przesuwania się środka ciężkości interesów gospodarczych USA z Europy do Chin są również przywódcy europejscy. Minister spraw zagranicznych Wielkiej Brytanii David Miliband stwierdził, że w interesie europejskim leży, aby zagwarantować Unii Europejskiej miejsce u boku Chin i USA, tworząc wraz z nimi G3 (Borger 2009, http). W interesie Europy leżą przecież uczestniczenie i wzmacnianie organizacji multilateralnych, bo w przeciwnym razie będzie mieć ona coraz mniejszy wpływ na politykę światową. Forum składające się z Chin, USA i Unii Europejskiej reprezentowałoby tylko 31% ludności świata, ale jednocześnie 44% Produktu Światowego Brutto. Można stwierdzić, że G3 ma większą legitymację do działania niż G8, gdyż w skład jego wchodzi nie tylko kraje rozwinięte, lecz także rozwijające się.

Do tej pory rolę lidera *global governance* odgrywało G8. Przez komunikat z Brimingham z 1998 roku państwa członkowskie podkreśliły, że „naszym wyzwaniem jest budowanie i umacnianie procesu globalizacji oraz zapewnienie, że korzyści z niego wynikające będą rozdysponowane szerzej, tak aby poprawić jakość życia ludzi na całym świecie. Musimy również zapewnić, by nasze instytucje i struktury tworzone na całym świecie nadążały za szybkimi gospodarczymi i technologicznymi postępami”¹¹.

Jednakże na tej samej podstawie co fora krajów rozwijających się, należałoby odrzucić również G8. Poza Japonią skupia ono państwa położone tylko na dwóch kontynentach, w Europie i Ameryce Północnej, i reprezentuje zaledwie 13% ludności świata. Na rzecz G8 przemawiają w zasadzie dwa argumenty: wysoki PKB (stanowiący powyżej 55% Produktu Światowego Brutto) oraz ostatnie otwarcie na państwa rozwijające się. Pierwszy krok w stronę zintensyfikowania współpracy G8 z innymi krajami poczyniła prezydencja japońska, kiedy na szczyt w 2000 roku zaprosiła również trzech prezydentów państw afrykańskich: Thabo Mbekiego (RPA), Olusegunu Obasanjo (Nigeria) i Abdelaziza Bouteflikę (Algieria). Przedstawili oni członkom G8 plan ekonomicznego i politycznego rozwoju Afryki. Zapraszanie państw, których problemy były poruszane na forum G8, stało się niemal tradycją¹². Na szczyt G8 w L’Aquila w 2009, który był poświęcony kryzysowi gospodarczemu, zostali zaproszeni przywódcy kluczowych gospodarek z poszczególnych regionów świata dotkniętych kryzysem (Chin, Indii, Brazylii, Meksyku, Egiptu i RPA).

Jednak przez kryzys gospodarczy państwa rozwijające wzmocniły swoją pozycję. Oczywiście stało się, że wszystkie istotne decyzje dotyczące gospodarki

¹¹ Komunikat ze szczytu G7 w Birmingham 15–17 maja 1998 roku.

¹² Więcej informacji o szczytach G8 <http://www.g8.utoronto.ca/summit/index.htm>.

światowej będą od tej pory podejmowane na forum szerszym niż G8 (Kołodko 2009; Stiglitz 2010: 212). Wzrosło tym samym zapotrzebowanie na organizację, w której państwa rozwijające będą uczestniczyć na prawach pełnego członka, a nie, jak dotąd, *ad hoc*. Poza tym G8 zaczęło być krytykowane również ze względu na niską efektywność w implementowaniu swoich własnych decyzji oraz niedostatku kompetencji, żeby rozwiązać kluczowe problemy globalne (Schneckener 2009: 1).

*

Pierwsze sygnały, świadczące o tym, że centrum *global governance* zaczyna przesuwać się od G8 do G20, zaczęły pojawiać się pod koniec 2008 roku, kiedy to prezydent USA George W. Bush¹³ zaprosił przywódców państw członkowskich G20 na spotkanie w Waszyngtonie. To spotkanie liderów miało na celu analizę przyczyn kryzysu gospodarczego i postępów dokonanych w jego zwalczaniu. Przywódcy państw podjęli również próbę sformułowania głównych założeń reformy sektora finansów publicznych.

W miarę nasilania się kryzysu kraje rozwinięte coraz bardziej zdawały sobie sprawę, że nie uda im się wypracować efektywnych rozwiązań na forum G8. Na spotkaniu ministrów finansów i szefów banków centralnych państw G8 w Rzymie włoski minister Giulio Tremonti oznajmił, że na stosowne kroki reformujące finanse międzynarodowe będzie trzeba poczekać do szczytu G20 w Londynie. Kilka miesięcy później na szczycie G8, w lipcu 2009 w L'Aquila, prezydent USA Barack Obama oznajmił: „Przekonanie, że możemy zajmować się tymi [globalne ocieplenie i kryzys] globalnymi wyzwaniem przy nieobecności wielkich potęg, jak Chiny, Indie czy Brazylia, wydaje się błędne” (*Zmierzch G8...*, [http](http://)).

Z powyższych rozważań wynika zatem, że to G20 na poziomie liderów jest organizacją, która może podjąć próbę koordynacji gospodarki światowej. Warto zatem przyrzeć się dokładniej G20 i ocenić rolę tego forum w sterowaniu gospodarką światową podczas i po kryzysie globalnym.

*

Za datę powstania Grupy 20 uważa się 18 czerwca 1999 roku. Mając na uwadze konsekwencje kryzysu azjatyckiego, obradujące na szczycie w Kolonii państwa członkowskie G8 podjęły zobowiązanie do utworzenia nieformalnej grupy współpracy ekonomicznej i finansowej, w której skład weszłyby również państwa rozwijające się (Kirton, [http](http://)). Konkretnie decyzje zostały podjęte kilka miesięcy później, 25 września 1999 roku, kiedy to w Waszyngtonie ministrowie finansów G8 zapowiedzieli utworzenie nowego

¹³ Niektóre źródła podają, że inicjatorami spotkania byli prezydenci Włoch i Francji.

forum mającego na celu poszerzenie dialogu międzynarodowego w kluczowych kwestiach dotyczących gospodarki i polityki finansowej oraz podjęcie współpracy prowadzącej do osiągnięcia stabilnego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego (*Oświadczenie ministrów finansów...*, http). Chociaż nie zostały ustalone formalne kryteria, na podstawie których określone państwa zostaną zaproszone do G20, przyjęto zasadę, że powinny to być kraje istotne dla gospodarki światowej (*systemically significant economies*), a skład całej grupy powinien być regionalnie zrównoważony.

Od lipca do września 1999 roku trwały rozmowy w ramach G8, dotyczące wyboru państw, które, poza członkami G8 i Unią Europejską, miałyby wejść w skład nowego forum¹⁴. Ostatecznie członkostwo zaproponowano: Argentynie, Brazylii, Meksykowi, Korei Południowej, Chinom, Indiom, Indonezji, Arabii Saudyjskiej, Republice Południowej Afryki, Australii i Turcji. Kryterium geograficzne nie zostało jednak spełnione. Europa, w przeciwieństwie do Afryki, jest wyraźnie nadreprezentowana. Pomimo tego wydaje się, G20 w takim składzie jest dobrze przygotowana do rozmów o sprawach finansowych, długach, handlu, i główni partnerzy gospodarczy mogą usiąść przy jednym stole (Martinez-Diaz 2007).

Warto zaznaczyć również, że G20 jest zróżnicowana również pod innymi względami. Należą do niej wielopartyjne państwa demokratyczne, monarchie i tzw. komunistyczne Chiny. Kraje te przedstawiają również skrajnie różne poglądy na temat interwencjonizmu państwowego – od liberalnych Stanów Zjednoczonych przez bardziej angażujące państwo do gospodarki Południową Koreę i Brazylię aż po interwencjonistyczne Chiny z wciąż znacznym sektorem państwowym.

Tworząc Grupę Dwudziestu, państwa G8 planowały powierzyć jej większość spraw ekonomicznych, w tym opracowanie porozumień na rzecz wzrostu gospodarczego, zmniejszenia nadużyć systemu finansowego, przeciwdziałania kryzysom finansowym, zwalczania terroryzmu finansowego. Celem G20 było opracowanie wspólnego stanowiska dotyczącego ewolucji gospodarki światowej i mechanizmów finansowych. Wiązały się z tym reformy kluczowych organizacji międzynarodowych, zwłaszcza Banku Światowego i Międzynarodowego Funduszu Walutowego, oraz tworzenie wiarygodnych analiz dotyczących kluczowych kwestii globalnych, w tym zmian demograficznych oraz postępów w procesach integracji regionalnych (Heap 2008).

Przewodnictwo w G20 zmienia się z początkiem każdego roku kalendarzowego według ustalonego na szczycie w Kanadzie w 2001 roku klucza (tabela 15.1). Pomysłodawcą takiego rozwiązania był pierwszy przewodniczący G20, kanadyjski premier Paul Martin, który na szczycie G20 zaproponował również, żeby rotacja przewodnictwa odbywała się według kryterium geograficznego (*The Group of Twenty...*, http). Dodatkowo przyjęto zasadę, aby po G8 przewodnictwo będzie pełnił kraj rozwijający się.

¹⁴ Więcej o procesie wybierania członków G20 zob. Kirton (2001), jak również *The group of...*, http, s. 21.

Podzielono zatem państwa członkowskie na pięć grup. Do 2010 rotacja przebiegała po kolei od grupy 1 do grupy 5. W Oświadczeniu Liderów G20 z Pittsburgha wskazano, że po Korei Południowej (2010) prezydencję w 2011 będzie pełnił Francja (grupa 4), a w Deklaracji ze Szczytu w Toronto¹⁵ prezydencję w 2012 przyznano Meksykowi. Zmiana kolejności nie wpłynęła jednak na realizację podstawowych założeń systemu rotacji.

Tabela 15.1. Prezydencja w G20

| Grupa 1 | Grupa 2 | Grupa 3 | Grupa 4 | Grupa 5 |
|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| Rok przewodnictwa 2001, 2006,... | Rok przewodnictwa 2002, 2007,... | Rok przewodnictwa 2003, 2008,... | Rok przewodnictwa 2004, 2009,... | Rok przewodnictwa 2005, 2010,... |
| Kanada (2001) | Indie (2002) | Meksyk (2003, 2012) | Niemcy (2004) | Chiny (2005) |
| Australia (2006) | RPA (2007) | Brazylia (2008) | Wielka Brytania (2009) | Korea Południowa (2010) |
| Arabia Saudyjska | Rosja | Argentyna | Francja (2011) | Japonia |
| USA | Turcja | – | Włochy | Indonezja |

Źródło: The Group of Twenty: A History <http://www.g8.utoronto.ca/g20/docs/g20-history.pdf>.

Ciągłość prezydencji w G20 zapewnia tzw. Trojka, czyli organ, w którego skład wchodzi trzy państwa: państwo sprawujące prezydencję, państwo, które bezpośrednio przed nim sprawowało tę funkcję oraz państwo, które będzie sprawować ją w następnym roku. Uprawnienia Trojki są typowo organizacyjne: ustalanie agendy szczytu, wybranie osób odpowiedzialnych za kontakty z państwami członkowskimi, kwestie logistyczne spotkań itd. System Trojki, który bywa rzadko praktykowany w organizacjach międzynarodowych¹⁶, ma jednak wiele zalet. Przede wszystkim wzmacnia ciągłość grupy i daje pewność, że w składzie grupy przygotowującej prezydencję jest przynajmniej jeden kraj reprezentujący państwa rozwijające się.

Kryzys gospodarczy po raz kolejny zmobilizował kluczowe gospodarki świata do podjęcia konkretnych działań dotyczących współpracy gospodarczej. Wcześniejsze kryzysy finansowe (meksykański z grudnia 1994, azjatycki, który rozpoczął się w Indonezji, Korei Południowej i Tajlandii w 1997 i swoim zasięgiem objął wszystkie „tygrysy azjatyckie”, rosyjski

¹⁵ *The G20 Toronto Summit Declaration*, Toronto, 27 czerwca 2010.

¹⁶ Trojka jest stosowana także w UE, gdzie Polska będzie sprawować prezydencję w drugiej połowie 2011 roku.

z 1998 roku) były bezpośrednią przyczyną powstania Grupy Dwudziestu. Przez dziesięć lat corocznych obrad G20 wypracowała wiele deklaracji, które nie wpłynęły znacząco na sposób funkcjonowania instytucji gospodarki światowej, ani też nie doprowadziły do sformułowania i wdrożenia w życie zasad i reguł, na których gospodarka światowa miałaby się opierać.

Nie może dziwić zatem fakt, że w momencie wybuchu kolejnego kryzysu gospodarczego ze strony krajów rozwiniętych znów pojawia się propozycja zmian dotychczasowej formuły współpracy. Aż do początku kryzysu gospodarczego w 2008 spotkania G20 odbywały się na poziomie ministrów finansów i prezesów banków centralnych. Od listopada 2008 G20 funkcjonuje na dwóch poziomach: spotkań ministrów i szefów banków centralnym oraz szczytów z udziałem liderów państw. Specjalny szczyt przywódców państw członkowskich G20 odbył się w dniach 14–15 listopada 2008 roku. Kolejne odbyły się 1–2 kwietnia 2009 w Londynie, 24–25 września 2009 w Pittsburghu i 26–27 czerwca 2010 w Toronto. Następny szczyt odbędzie się w listopadzie 2010 w Seulu. Po raz pierwszy organizatorem spotkania na poziomie liderów będzie Korea Południowa, państwo z grupy krajów rozwijających się¹⁷.

W agendzie szczytów waszyngtońskiego i londyńskiego znalazło się pięć identycznych punktów. Były to kwestie szczególnie istotne w kontekście sytuacji gospodarczej na świecie. Na szczycie w Waszyngtonie powołano pięć grup roboczych, których zadaniem było szczegółowe opracowanie poniższych kwestii, tak by na szczycie w Londynie można było przyjąć konkretne rozwiązania (Kirton 2009: 2), takie jak:

1. Regulacja i nadzór nad systemem finansowym i przemysłem, a szczególnie wzmocnienie instytucji finansowych.
2. Osiągnięcie wzrostu w gospodarce światowej przez bodźce fiskalne i monetarne.
3. Reforma międzynarodowych instytucji finansowych, szczególnie Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Banku Światowego i Forum Stabilności Finansowej (FSF), tak żeby mogły zaradzić obecnemu kryzysowi i przeciwdziałać następnym.
4. Rozwój krajów biednych przez dystrybucję dostępnych zasobów za pomocą instytucji finansowych.
5. Liberalizacja handlu i inwestycji przez zapobieganie protekcjonizmowi i zakończenie negocjacji Rundy Doha (WTO)¹⁸.

¹⁷ Więcej o pozytywnych aspektach organizacji szczytu G20 przez Koreę Południową: Lee Myung-bak (prezydent Korei Południowej), *The G20: A Timely Forum...*, [http](http://www.g20.org).

¹⁸ *Declaration summit on financial markets and the World Economy*, Washington, DC, 15 listopada 2008; *The Global Plan for Recovery and Reform*, London, 2 kwietnia 2009.

Przed szczytem w Londynie premier Gordon Brown dołożył do agendy jeszcze dwa punkty: miejsca pracy, szkolenia i integrację społeczną oraz zmiany klimatyczne. Dodatkowo musiał postarać się o zrównoważenie interesów USA i państw europejskich. Kwestią sporną między nimi było to, które sprawy mają być na londyńskim szczyście traktowane priorytetowo. Prezydent USA Barack Obama chciał położyć szczególny nacisk na problematykę wzrostu gospodarczego, a, co za tym idzie, skłaniał się ku rozwiązaniom mającym na celu stymulację rynków finansowych. Natomiast przywódcom Francji i Niemcom przede wszystkim zależało na przyjęciu silnych międzynarodowych regulacji dla całego sektora finansowego (Kirtton 2009: 2).

Szczyt w Londynie niewątpliwie zakończył się sukcesem. Podjęto decyzje obejmujące najbardziej newralgiczne w czasie kryzysu obszary. Liderzy państw przeznaczyci 1,1 bln dolarów na programy wspierające koniunkturę. Wybór instytucji, która ma rozdzielać środki pieniężne nie był trudny, jednakże budził wiele wątpliwości. Rolę tę powierzono Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu, który był o tyle kontrowersyjny, że nie tylko nie podjął zawnazsu skutecznych działań, aby zapobiec kryzysowi, lecz także prowadził politykę deregulacji, która wręcz przyczyniła się do kryzysu i jego szybkiego rozprzestrzenienia na świecie (Stiglitz 2010: 214–215).

W ślad za podjętymi postanowieniami przeznaczono 500 mld dolarów na zasilenie MFW (podnosząc w ten sposób kwotę zasobów funduszu do 750 mld dolarów) i zwiększono do 250 mld dolarów wysokość linii kredytowej udostępnionej przez MFW dla krajów, które kryzys dotknął najmocniej. Chiny zgodziły się na te postulaty pod warunkiem, że do początku 2012 roku MFW zostanie tak zreformowany, aby większy wpływ na jego funkcjonowanie i podejmowanie decyzji miały kraje rozwijające się. Państwa G20 przyjęły *Deklarację o wzmocnieniu systemu finansów*, w której najważniejszych postanowień należały:

- przekształcenie Forum Stabilności Finansowej (FSF) w Radę Stabilności Finansowej (FSB), w której skład weszły wszystkie państwa członkowskie G20, członkowie FSF, Hiszpania i Komisja Europejska;
- podjęcie działań przeciwko rajom podatkowym (liderzy ogłosili, że „Era tajemnicy bankowej została zakończona”);
- rozszerzenie regulacji i nadzoru na wszystkie instytucje finansowe, w tym również, po raz pierwszy w historii, na fundusze hedgingowe.

Rada Stabilności Finansowej i Międzynarodowy Fundusz Walutowy zostały upoważnione do monitorowania postępów wdrażania powyższej deklaracji. Istotne postanowienia zapadły również w dziedzinie handlu. Grupa G20 zobowiązała Światową Organizację Handlu do monitorowania tych państw, które uciekają się do protekcjonizmu. Liderzy państw zadeklarowali również sfinalizowanie negocjacji handlowych w ramach Rundy z Doha. Podkreślili przy tym, że światowa gospodarka zyskałaby na tym około 150 mld USD rocznie.

Z raportu Banku Światowego przygotowanego na spotkanie ministrów finansów G20 wynika, że trzy tygodnie po szczycie w Londynie dziewięć państw członkowskich naruszało ustalenia dotyczące protekcjonizmu (Kirtton 2009: 8). Jednakże w ciągu tych trzech tygodni cztery kraje podjęły środki mające na celu wykonanie postanowień w tym zakresie. Przyjęty na szczycie w Londynie plan ożywienia gospodarki światowej i reform jej instytucji jest dowodem na to, że w odpowiedzi na globalny kryzys najważniejsze państwa gospodarki światowej są w stanie przejść ponad partykularnymi interesami i dojść do konsensu. Szczegółowy raport z implementacji poszczególnych decyzji podjętych na szczytach liderów G20 w Londynie i Waszyngtonie przedstawiono 5 września 2009 roku (*Progress report...*, [http](#)). Wynika z niego, że państwa członkowskie poważnie potraktowały wspólne ustalenia i zmierzają do ich pełnej realizacji.

Na szczycie w Pittsburghu podjęto decyzje, że G20 zostanie przekształcone w główne forum międzynarodowej współpracy gospodarczej¹⁹. Tym samym G20 stało się strukturą, w ramach której podejmowane będą najbardziej istotne kwestie dotyczące gospodarki światowej. Oznacza to również degradację G8, które będzie dalej funkcjonować, jednakże sprawy gospodarcze będą poza zakresem działalności tego forum. Przełożyło się to na kolejny szczyt G8, który odbył się w czerwcu 2010 roku w Huntsville. Agenda tego szczytu obejmowała nie gospodarcze, lecz głównie polityczne kwestie bezpieczeństwa międzynarodowego. Zaproszenia na szczyt nie otrzymali tym razem przedstawiciele krajów rozwijających się, którzy wchodzi w skład G20.

W deklaracji ze szczytu w Pittsburghu liderzy G20 wyrazili zadowolenie z postępów w realizacji postanowień poprzednich szczytów. Dzięki pakietom stabilizacyjnym uzgodnionym przez państwa G20 udało się wyhamować recesję. Przywódcy podkreślili jednak, że na tym etapie „poczucie normalności nie powinno prowadzić do samozadowolenia”. Zgodnie z deklaracją każde państwo G20 do końca roku ma przedstawić, jak zamierza kontrolować instytucje finansowe w swoim kraju. Ustanowione zostały „ramy dla silnego, trwałego i zrównoważonego wzrostu”, w których zawarto postanowienia dotyczące współpracy gospodarczej i koordynacji. Punkt ciężkości obrad został przeniesiony z postanowień mających na celu walkę z kryzysem na konkretne decyzje prewencyjne, które mają zostać wykonane w uzgodnionych terminach.

Ważnym punktem agendy była również reforma międzynarodowych organizacji gospodarczych, a zwłaszcza zmiana systemu podziału głosów w MFW i BS. Wzrosnąć ma liczba głosów przypadająca na kraje rozwijające się i przechodzące transformację systemową. Odpowiednie zmiany w systemie głosowania w Banku Światowym zostały wdrożone z końcem kwietnia 2010.

¹⁹ *G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit*, 24-25 września 2009, Pittsburgh.

Na czerwcowym szczycie w Toronto państwa G20 po raz pierwszy obradowały jako główne forum współpracy gospodarczej²⁰. Liderzy wskazywali na konieczność koordynacji poszczególnych gospodarek w skali światowej, jednak nie byli zgodni co do metod, tempa i zakresu niektórych działań mających na celu reformę gospodarki światowej (Gradziuk, Koczor 2010). Podczas szczytu wyraźnie uwidoczniły się dwie wizje wychodzenia z kryzysu: amerykańska i europejska. Prezydent USA Barack Obama sugerował, że kluczem do wzrostu gospodarczego jest wdrażanie kolejnych pakietów stymulacyjnych, podczas gdy przywódcy państw europejskich opowiadali się za programami oszczędnościowymi i ograniczeniem deficytów budżetowych. W deklaracji z Toronto uzgodniono rozwiązanie spełniające postulaty każdej ze stron. Przyjęto co prawda zobowiązanie o redukcji deficytów budżetowych o połowę do 2013 roku oraz zmniejszeniu lub ustabilizowaniu długu publicznego do 2016 roku, ale zapisano również, że podejmowanie konkretnych działań mających na celu osiągnięcie trwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego powinno być dostosowane do specyfiki gospodarki każdego kraju. Konsolidacja fiskalna powinna być również „przyjazna dla wzrostu”, w związku z czym tempo jej wdrażania należy uzależnić od stanu wychodzenia z kryzysu w poszczególnych państwach.

Wymieniając niepowodzenia szczytu w Toronto, należy wspomnieć przede wszystkim trzy. Po pierwsze, nie doszło do przyjęcia zapowiadanych zarówno przez państwa europejskiej, jak i przez USA wspólnych strategii przyspieszenia rozwoju oraz określenia kluczowych środków preferencji przed kolejnymi kryzysami. Po drugie, nie wdrożono uzgodnionych na szczycie w Pittsburghu reform MFW, które dotyczą zmiany sposobu głosowania i podziału kwot oraz przyjęcia bardziej przejrzystych zasad obsadzania najwyższych stanowisk w tej organizacji. Po trzecie, nie wyznaczono terminu zakończenia Rundy z Doha, co zdecydowanie osłabia szansę zakończenia w najbliższym czasie negocjacji w sprawie dalszej liberalizacji handlu, zwłaszcza w odniesieniu do produktów rolniczych i usług.

Duże nadzieje pokładane są w listopadowym szczycie w Korei Południowej. G20 powinna podjąć decydujące kroki w kierunku długoterminowej koordynacji polityki, a tym samym zbudować platformę stałej współpracy gospodarczej, dzięki której uda się zapewnić ciągły i zrównoważony wzrost gospodarki światowej.

*

Bez wątpienia nowy ład instytucjonalny gospodarki światowej będzie się rodził powoli, jako wypadkowa gry interesów. Utopijna byłaby wiara w to, że uda się go z góry zaprojektować, a potem wdrożyć do praktyki (Kołodko

²⁰ The G20 Toronto Summit Declaration, 27 czerwca 2010.

2009: 344). W deklaracji G20 ze szczytu w Londynie liderzy państw członkowskich przyznali rzecz już chyba oczywistą prawie dla wszystkich, a mianowicie, że „Globalny kryzys wymaga globalnych rozwiązań”. Wprowadzenie istotnych zmian w funkcjonowaniu gospodarki światowej jest nie tylko pożądane, lecz także niezbędne. Reformy te powinny umożliwić krajom rozwijającym się skuteczny wpływ na sprawy dotyczące ich rozwoju w zglobalizowanej gospodarce (Rubini, Mihm 2010: 267).

Najbliższe lata pokażą, czy G20 rzeczywiście uda się przeprowadzić niezbędne reformy. Pomimo odłożenia kluczowych decyzji na szczyt w Seulu, nie sposób zgodzić się z opinią, że mało prawdopodobne jest ustalenie pakietu reform globalnych, które stworzyłyby nowy ład ekonomiczny (Orłowski 2010: 41). Ryzyko, jakim jest kolejny, bardziej brzemienny w skutkach kryzys, oddziałuje mobilizująco na przywódców państw członkowskich G20. Istnieje również duże prawdopodobieństwo, że pozytywna ocena efektywności działania Grupy Dwudziestu w zakresie gospodarki światowej wpłynie na rozszerzenie jej działalności o kolejne ważne zagadnienia, takie jak zmiany klimatyczne, pomoc rozwojowa czy też bezpieczeństwo międzynarodowe. W ten sposób zostałaby wzmocniona pozycja tej grupy jako centralnej instytucji rodzącego się *global governance*.

BIBLIOGRAFIA

- Banerjee, Debdas i Michael Goldfield (red.) (2008). *Labour, Globalization and the state: workers, women, migrants confront neoliberalism*. New York: Routledge.
- Bhadrakumar, M.K. (2009). India frets over Obama's Chinamania. *Asia Times*, http://www.atimes.com/atimes/South_Asia/KC14Df01.html.
- Borger, Julian (2009). David Miliband: China ready to join US as world power. *The Guardian*, 17 maja 2009, <http://www.guardian.co.uk/politics/2009/may/17/david-miliband-china-world-power> (10.08.2010).
- Cameron, Rondo (1996). *Historia gospodarcza świata. Od paleolitu do czasów najnowszych*. Warszawa: Książka i Wiedza.
- Fukuyama, Francis (1996). *Koniec historii*. Poznań: Zysk i S-ka.
- Gradziuk, Artur i Marcin Koczor (2010). Wyniki szczytu G20 w Toronto. *Biuletyn Polskiego Instytutu Spraw Międzynarodowych*, nr 100.
- Habermas, Jürgen (2001). *The Postnational Constellation: Political Essays*. Cambridge: MIT Press.
- Heap, Peter C. (2008). *Globalization and summits reform. An Experiment in International Governance*. Ottawa: Springer.
- Kirton, John (2001). Guiding Global Economic Governance: The G20 to G7, and the International Monetary Fund at Century's Dawn. W: John Kirton i George M. von Furstenberg, *New Directions in Global Economic Governance: Managing Globalization in Twenty First Century*. Ashgate, s. 143–167.

- Kirton, John (2009). *The Implications of the G20' London Summit for International Banking*, www.g7.utoronto.ca/scholar/kirton-iba-090515.pdf (09.08.2010).
- Kirton, John (2010). *What is the G20?*, <http://www.g20.utoronto.ca/g20whatisit.html> (24.08.2010).
- Kołodko, Grzegorz W. (2007). *Polska z globalizacją w tle. Instytucjonalne i polityczne aspekty rozwoju gospodarczego*. Toruń: TNOiK.
- Kołodko, Grzegorz W. (2008). *Wędrujący świat*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Kołodko, Grzegorz W. (2010). *Świat na wyciągnięcie myśli*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Martinez-Diaz, L. (2007). *The G20 after 8 years: How effective a vehicle for developing-country influence*. Washington: The Brookings Institution.
- Munck, Ronaldo (2004). *Labour and globalisation: results and prospects*. Liverpool: Liverpool University Press.
- Myung-bak, Lee (2010). *The G20: A Timely Forum*, <http://www.g8.utoronto.ca/newsdesk/g8g20/g8g20-lee-en.html> (03.08.2010).
- Orłowski, Witold M. (2010). Jakie szanse na nowy ekonomiczny porządek świata? W: Roman Kuźniar (red.), *Rocznik strategiczny 2009/2010*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar, s. 38–41.
- Progress report on the actions of the London and Washington G20 summits*, http://g20.org/Documents/20090905_G20_progress_update_London_Fin_Mins_final.pdf (09.08.2010).
- Rubini, Nouriel i Stephan Mihm (2010). *Crisis economics. A crash course in the future of finance*. New York: The Penguin Press.
- Schneckener Ulrich (2009). The Opportunities and Limits of Global Governance by Clubs. *SWP Comments*, nr 22.
- Skodlarski, Janusz i Rafał Matera (2005). *Gospodarka światowa. Geneza i rozwój*. Warszawa: WN PWN,
- Skudrzyk, Piotr (1992). *Losy cywilizacji według Arnolda J. Toynbee'ego*. Katowice: Towarzystwo Zachęty Kultury.
- Stiglitz, Joseph E. (2010). *Freefall*. New York: W.W. Norton & Company.
- Stiglitz, Joseph E. (2007). *Globalizacja*. Warszawa: WN PWN.
- Szymański, Władysław (2007). *Czy globalizacja musi być irracjonalna?* Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.
- Szymański, Władysław (2009). *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*. Warszawa: Difin.
- Świeboda, Paweł (2010). G-3 czy G-2? Europejskie połykanie żaby. Jakie szanse na nowy ekonomiczny porządek świata? W: Roman Kuźniar (red.), *Rocznik strategiczny 2009/2010*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar, s. 47–50.
- The Group of Twenty: History*, Excerpt from the closing address of President Mbeki of South Africa to G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 18 November 2007, Kleinmond, Western Cape, <http://www.g8.utoronto.ca/g20/docs/g20history.pdf> (24.07.2010).

Dokumenty

Komunikat ze szczytu G7 w Birmingham 15–17 maja 1998.

Oświadczenie ministrów finansów i prezesów banków centralnych G7, 25 września 1999, Waszyngton.

Oświadczenie Dana Perino rzecznika prasowego Białego Domu z dnia 28 października 2008 roku.

Declaration on the G20 Summit of Financial Markets and the World Economy, 15 listopada 2008.

G20 Action Plan for Recovery and Reform, Londyn, 2 kwietnia 2009.

G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit, 24–25 września 2009, Pittsburgh.

The G20 Toronto Summit Declaration, 27 czerwca 2010.

CIA World Factbook 2010.

Ryszard Michalski

GLOBALNY KRYZYS FINANSOWO-GOSPODARCZY A ZMIANA UKŁADU SIŁ W GOSPODARCE I FINANSACH ŚWIATA

Pierwsze symptomy globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego (GKFG) lat 2008–10 można znaleźć w sierpniu 2007 roku, kiedy na rynku amerykańskim zostały ujawnione nieprawidłowości związane z udzielaniem na dużą skalę kredytów hipotecznych poniżej standardu i sposobem ich finansowania. W połowie września 2008 roku, ponad rok po pęknięciu bańki spekulacyjnej na amerykańskim rynku nieruchomości i kredytów hipotecznych *subprime*, w wielu ważnych krajach doszło do istotnego zaostrzenia kryzysu finansowego. Zakłócenia wynikające z coraz gorszego poziomu spłat należnych rat i odsetek z tytułu tych kredytów nie ograniczyły się do bankowości hipotecznej i inwestycyjnej oraz powiązanych z nimi ubezpieczeń – niepowstrzymane w porę rozlały się w następnych kwartałach na kolejne rynki i regiony świata.

GKFG przeszedł przez dwie fazy – pierwszą, dotyczącą nadbudowy finansowej, i drugą, ogarniającą także sferę realną gospodarek wielu państw świata. Pierwsza faza polegała na załamaniu płynności najpierw wielu instytucji finansowych, a następnie niefinansowych. Dla przeciwdziałania narastaniu braku płynności w gospodarce władze wielu krajów podjęły ekspansję wydatków budżetowych i politykę łatwego pieniądza. Można w przybliżeniu przyjąć, że pierwsza faza trwała do jesieni 2009 roku. Następnie przeszła w drugą fazę, która oznaczała już trudności z utrzymaniem wypłacalności dużej liczby firm, a w końcu pogrążonych w rosnących deficytach państw.

I. PRÓBA DIAGNOZY

1. O ile w 2007 roku i w pierwszych trzech kwartałach 2008 roku perturbacje na rynkach finansowych nie miały praktycznie negatywnych skutków dla sfery realnej, w tym wzrostu światowej gospodarki (z wyjątkiem USA), o tyle w ostatnich miesiącach 2008 oraz w 2009 roku finansowy kanał przenoszenia impulsów recesyjnych coraz bardziej negatywnie oddziaływał na sferę realną w miarę nasilania się trudności w dostępie do źródeł kredytowania i związanego z tym nieuniknionego wzrostu kosztów bieżącego finansowania produkcji i obrotu, jak też zaciągania długu. Prowadziło to do załamania popytu, a za nim produkcji i zatrudnienia w skali zarówno poszczególnych krajów, jak i świata. Mimo że w roku 2010 obserwujemy stopniowe wychodzenie z recesji różnych składowych gospodarki światowej i ich dostosowywanie do zmienionych przez kryzys warunków gospodarowania, trudno mówić o definitywnym przezwyciężeniu kryzysu. Niewykluczone, że przynajmniej niektóre gospodarki mogą w niedalekiej przyszłości podlegać nawrotowi zjawisk kryzysowych (groźba tzw. *double dip*).

Poza zasięgiem i uporczywością wyjątkowość GKFG polega na tym, że pojawił się po kilkunastu latach bezprzykładnego rozwoju gospodarki światowej i jej różnych części składowych, zagrażając dalszemu istnieniu dotychczasowego systemu współpracy i płatności międzynarodowych. Ubocznym skutkiem kryzysu światowych finansów i gospodarki są szok i dezorientacja w warstwie ideologicznej, ponieważ okazało się, że neoliberalna doktryna społeczno-ekonomiczna, oparta na tzw. Konsensusie Waszyngtońskim, panująca prawie niepodzielnie od czasów prezydenta Ronalda Reagana i premier Margaret Thatcher, nie jest w stanie intelektualnie i praktycznie podołać wyzwaniom wszechogarniającego kryzysu¹.

Początkowo kryzys sprowadzał się do ujawnienia w znacznej mierze wirtualnego, a nawet oszukańczego charakteru wielomiliardowych operacji na instrumentach pochodnych, powiązanych z kredytami hipotecznymi przez mechanizm sekurytyzacji. Następnie nieprawidłowości czy wręcz nadużycia na rynku instrumentów pochodnych szybko przełożyły się na poważne zaburzenia na rynku kredytowym, w tym na trudności z płynnością na rynku międzybankowym, co doprowadziło do gwałtownego spadku wzajemnego zaufania wśród uczestników obrotu finansowego, załamania rynku operacji pieniężnych i kapitałowych oraz realnej groźby bankructw instytucji finansowych. Najpierw w krajach anglosaskich, a później w Europie kontynentalnej wystąpiła drastyczna przecena wartości aktywów banków i towarzystw ubezpieczeniowych (zjawisko złych, a nawet toksycznych aktywów), a zaistniałe straty na skutek procesu delewarowania znacząco zmniejszyły kapitały (pasywa) zaangażowanych instytucji finansowych.

¹ Zob. na ten temat Kołodko (2010: R IV).

W trakcie narastania zaburzeń zaznaczył się zdecydowanie różny rozwój sytuacji gospodarczej krajów rozwiniętych i rozwijających się, przede wszystkim ze względu na relatywny niedorozwój systemów finansowych tych ostatnich, ich mniejsze zaangażowanie w operacje na ryzykownych instrumentach pochodnych i opóźnienia w transmisji impulsów finansowych do sfery realnej. „Pokusa nadużycia” związana z innowacjami finansowymi, a wraz z nią proliferacja finansowych instrumentów pochodnych, nie wystąpiła w krajach „wschodzących” rynków i rozwijających się, a to w znaczącej skali wskutek niedorozwoju ich wewnętrznych systemów bankowych i ubezpieczeniowych. Bankowość tych krajów cechuje *en bloc* dominacja działalności detalicznej przy wyraźnym niedorozwoju bankowości inwestycyjnej (korporacyjnej), co z kolei wynika ze strategii realizowanej przez na ogół zagranicznych właścicieli większości znaczących instytucji finansowych. W powiązaniu z niską zazwyczaj monetyzacją gospodarek państw rozwijających się i z reguły dość konserwatywną polityką kredytową działających w nich banków nie doszło do nadmiernego zadłużenia przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz pojawienia się spekulacyjnej bańki kredytowej.

Wszystkie te odmienności stały się zarzewiem ożywionej debaty² na temat ewentualnego rozdzielenia (ang. *decoupling*) ścieżek rozwojowych różnych grup krajów i mniejszej podatności wschodzących rynków na kryzys finansowy, co ostatecznie okazało się iluzją.

2. Niewątpliwie kryzys lat 2008–10 przejdzie do nowożytnej historii gospodarczej jako okres nieortodoksyjnych rozwiązań i swoistej hiperaktywności zarówno rządów, jak i władz monetarnych krajów rozwiniętych. W ramach walki z brakiem płynności, a tym samym popytu w gospodarce te pierwsze zdecydowały się na bezprecedensowy wzrost wydatków budżetowych, dopuszczając do rekordowych deficytów sektora publicznego i wzrostu długu publicznego. Te drugie za wszelką cenę dążyły do podtrzymania akcji kredytowej banków, wykupując od nich złe aktywa, udzielając gwarancji pożyczkowych i bezpośrednio je dokapitalizowując³. Banki centralne krajów rozwiniętych zaczęły wręcz występować w roli banków komercyjnych, bezpośrednio finansując instytucje niefinansowe. Warto podkreślić, że mimo deklarowanej niezależności poszły na daleko posuniętą

² Krytyczne omówienie hipotez, iż nie dojdzie do eskalacji kryzysu ze sfery finansowej do sfery realnej gospodarki oraz że państwa „wschodzących rynków” i także kraje strefy euro są immunizowane na kryzys amerykański zawiera Rozdział 1 raportu *World Economic Outlook. Housing and the Business Cycle* (2008).

³ Szczególnie aktywne na polu zasilania banków komercyjnych w pieniądź okazały się System Banków Rezerwy Federalnej (Fed) oraz Bank Anglii, co bezpośrednio wiązało się z ogromną rolą systemu bankowego w anglosaskim modelu gospodarczym. Panujący w nim mit wielkich banków jako instytucji zbyt dużych, by upaść (ang. *too big to fail*), nie do końca został przewyciężony, zwłaszcza po bolesnym doświadczeniu z bankrutstwem Lehman Brothers.

współpracę z władzą wykonawczą (budżetową), finansując szybko rosnące deficyty budżetowe przez masowe zakupy skarbowych papierów wartościowych. Było to równoznaczne z gwałtownym zwiększaniem podaży pieniądza. Wszystkie te nieortodoksyjne posunięcia banków centralnych krajów wysokorozwiniętych (z pewnym wyjątkiem Banku Kanady) oznaczały gwałtowny przyrost ich aktywów, przede wszystkim Fed-u i Banku Anglii. Europejski Bank Centralny (EBC) także dokonywał iniekcji dodatkowego pieniądza do banków krajów strefy euro, ale na dużo mniejszą skalę.

Światowy kryzys finansowy zrodził się w USA i innych najbardziej rozwiniętych krajach z tej prostej przyczyny, że ich zaawansowany system bankowy i ubezpieczeniowy w warunkach globalizacji i liberalizacji obrotu, przy braku właściwej kontroli i regulacji rynku instrumentów pochodnych oraz rozlicznych mankamentach zarządzania uległ na dużą skalę pokusie nadużycia (ang. *moral hazard*). Nieprzypadkowo sektor finansowy w poszczególnych krajach od kilkunastu lat charakteryzował się najwyższymi stopami zwrotu i poziomem wynagrodzeń kadr zarządzających. Obecny kryzys unaoczniał, że deregulacja finansów tak międzynarodowych, jak krajowych wcale nie zmniejsza zapotrzebowania na klarowne, obligatoryjnie przestrzegane reguły uczciwego postępowania i zasady racjonalnego funkcjonowania na rynkach finansowych.

W 2009 roku kryzys nabrał wszechogarniającego charakteru, dotykając całej przestrzeni gospodarowania. Przy okazji pojawia się ważna kwestia terminologiczna, czy GKFG należy zaliczyć do kategorii recesji (spowodowanych błędami polityki makroekonomicznej, głównie w sferze finansowej), czy depresji (wynikających z narastania i przekłuwania bąbli spekulacyjnych z wszystkimi negatywnymi konsekwencjami dla sfery realnej). Specyfika kryzysu lat 2008–10 polega m.in. na tym, że doprowadziły do niego oba typy zaburzeń. W jego rezultacie rok 2009 okazał się pierwszym od zakończenia II wojny światowej, w którym doszło do zmniejszenia produktu globalnego brutto (o 0,6%) w połączeniu ze znaczącym regresem handlu międzynarodowego towarami i usługami (spadek o 10,7%)⁴.

Jedną z istotnych przyczyn ogólnoświatowego kryzysu było niewątpliwie to, że w ciągu ostatnich paru dekad ani państwa, ani ich organizacje nie zdołały zapewnić warunków sprawnego i bezpiecznego obrotu finansowego w skali tak globalnej, jak poszczególnych państw. Brak właściwej regulacji i należytego nadzoru międzynarodowych operacji finansowych można w sposób cząstkowy tłumaczyć faktem, że w dynamicznie różniącej się zbiorowości państw przeważały na ogół postawy zachowawcze, nastawione głównie na osiągnięcie i obronę własnych, partykularnych interesów. GKFG boleśnie obnażył niedostosowanie do wymogów współczesności obecnej architektury finansowej świata, a szczególnie mechanizmu zapobiegania i przeciwdziałania brakowi płynności czy niewypłacalności ważnych uczestników rynku międzynarodowego. Kryje się za tym

⁴ Por. *World Economic Outlook. Rebalancing Growth* (2010: 2).

trudny do rozwiązania problem głębokiej nierównowagi zewnętrznej (bilansu płatniczego) u najważniejszych uczestników międzynarodowego obrotu gospodarczego i finansowego, który manifestuje się dużymi deficytami/nadwyżkami ich bilansów płatniczych.

II. FUNDAMENTALNE PRZYCZYNY

1. Powojenny ład walutowy świata, zwany powszechnie Bretton Woods I, został ustanowiony w drodze porozumienia suwerennych państw, zawartego latem 1944 roku po blisko dwuletnich merytorycznych przygotowaniach⁵. W warstwie intelektualnej wynikał z krytycznych przemyśleń doświadczeń dwudziestolecia międzywojennego, w szczególności traumy wielkiego kryzysu lat 1929–33. W warstwie politycznej stanowił odzwierciedlenie nowego układu sił na arenie międzynarodowej, jaki ukształtował się w wyniku II wojny światowej – rosnącej hegemonii (przede wszystkim gospodarczej, politycznej i wojskowej) Stanów Zjednoczonych Ameryki oraz ogólnej degradacji – ekonomicznej, w tym zwłaszcza finansowej, politycznej, militarnej, a nawet kulturalnej – wyniszczonej wojną Europy, z nominalnie zwycięską Wielką Brytanią na czele. Przyjęte w jego ramach rozwiązanie miały mocno kompromisowy i jednocześnie połowiczny charakter, w czym kryły się zarodki przyszłych zaburzeń i upadku tego systemu⁶. Niemniej jednak porozumienie z Bretton Woods, do którego sukcesywnie dołączały kolejne kraje, na okres blisko ćwierćwiecza zapewniło stabilizację kursów walut i doprowadziło do stopniowego rozszerzenia ich wymiarności, stwarzając tym samym przesłanki szybkiego rozwoju handlu międzynarodowego, a wraz z nim wzrostu dobrobytu społecznego. Stanowiło też dobry przykład w miarę dużej skuteczności współpracy międzynarodowej w ważnej dla świata dziedzinie finansowo-walutowej. Podstawowy mankament systemu z Bretton Woods, polegający na tym, że waluta jednego kraju – dolar USA – była głównym składnikiem rezerw walutowych innych krajów i że wobec tego wzrost tych rezerw był możliwy tylko wtedy, gdy Stany Zjednoczone osiągały deficyt płatniczy⁷, przesądził o jego podatności na wstrząsy i ostatecznym upadku.

Gwoli ścisłości należy stwierdzić, że po dziś dzień nie wykształcił się efektywny sposób zapobiegania powstawaniu nierównowagi zewnętrznej (płatniczej) w skali tak poszczególnych krajów, jak ich grup czy regionów. Brak skutecznego, powszechnie akceptowanego mechanizmu zapobiegania

⁵ Jego sygnatariuszami były 44 narody zjednoczone walczące z państwami „osi”, które postanowiły zbudować sprawny mechanizm międzynarodowej współpracy gospodarczej i finansowej.

⁶ Powszechnie przyjmuje się, że system Bretton Woods I trwał do końca 1971 roku.

⁷ Było to równoznaczne z udzieleniem przez te kraje kredytu Stanom Zjednoczonym Ameryki. Por. Rączkowski (1984: 277–78).

nierównowadze płatniczej, a w wypadku jej wystąpienia wyrównywania bilansów płatniczych różnych państw stanowił i ciągle stanowi główną przyczynę okresowego pojawiania się zaburzeń, szoków i kryzysów finansowych, z reguły negatywnie oddziałujących na sferę realną gospodarki. Można w związku z tym postawić tezę, że reżim pieniądza fiducjarnego (ang. *fiat money*), panujący w finansach światowych od początku lat 70., nie jest w stanie zapewnić sprawnego mechanizmu dyscyplinującego podmioty gospodarujące do bilansowania ponoszonych wydatków z osiąganymi dochodami zarówno w długim, jak i przede wszystkim w krótkim okresie⁸. Z tego powodu, przy braku dostatecznie silnych hamulców finansowych, w ramach międzynarodowych stosunków finansowych trwale pojawiają się kraje strukturalnie deficytowe i nadwyżkowe. Co więcej, jest to także podstawowa przyczyna pogłębiania globalnej nierównowagi płatniczej. W ciągu ostatnich lat amplituda tej nierównowagi niebezpiecznie narastała⁹, rodząc kryzys lat 2008–10.

2. To, że po roku 1971 nie doszło do wykształcenia się nowego, zwartego systemu finansów światowych, spowodowało, iż z jednej strony na zasadzie inercji i nie zawsze świadomej kontynuacji, z drugiej zaś wskutek działania żywiołu rynku wykształcił się przejściowy, niespójny i przez to kryzysogenny układ walutowo-finansowy. Podlegał on jednak co najmniej dwóm istotnym modyfikacjom, które umożliwiły w miarę sprawne, blisko czterdziestoletnie funkcjonowanie i niekwestionowany rozwój gospodarki światowej, w tym zwłaszcza handlu i finansów międzynarodowych.

Po pierwsze, w latach 70. i 80. w roli międzynarodowego pieniądza rezerwowego obok dolara amerykańskiego pojawiły się marka niemiecka i jen japoński oraz, w mniejszym zakresie, funt brytyjski, frank francuski i frank szwajcarski. Oznaczało to wykryształizowanie się wielowalutowego systemu i było związane z liberalizacją obrotu dewizowego w skali świata. Trzeba jednak pamiętać, że dolar amerykański utrzymał i nadal utrzymuje pozycję czołowej waluty świata. W dolarze USA wciąż są utrzymywane pokaźne rezerwy dewizowe (zwłaszcza w krajach azjatyckich)¹⁰ oraz kwotowane są ceny ważnych surowców mineralnych i roślinnych. Z tych chociażby względów na Stanach Zjednoczonych spoczywa największa odpowiedzialność za stan finansów międzynarodowych, a nawet więcej – obowiązek ich sanacji.

⁸ Pisze o tym przekonująco, rozprawiając się z hipotezą efektywnego, samoregulującego się rynku finansowego, Cooper (2008).

⁹ Por. *World Economic Outlook* (2009: 34–8).

¹⁰ W skali świata wciąż około 65% oficjalnych rezerw dewizowych jest utrzymywane w dolarach amerykańskich. Według *International Financial Statistics* (2009: 33–4), światowe rezerwy dewizowe (bez złota monetarnego) wyniosły na koniec 2008 roku 4,049 mld SDR, z czego na Chiny kontynentalne przypadło 967 mld, tj. 29%, na Japonię 600 mld, tj. 15%, a na Rosję 295 mld, tj. 7%. W ciągu 2008 roku rezerwy dewizowe liczone w SDR-ach wzrosły w przypadku świata o około 12%, Chin kontynentalnych aż o około 30% i Japonii o 8,6%, natomiast Rosji spadły o około 7%.

Ważne dla międzynarodowego obrotu finansowego stało się wyłonienie w latach 70. grupy krajów naftowych z ich zasobami petrodolarów, do dziś głównie lokowanych na rynku amerykańskim. W latach 80., w warunkach międzynarodowego kryzysu zadłużenia, ostro zarysował się konflikt między bogatą „Północą” – wierzycielskimi krajami rozwiniętymi – a biednym „Południem”, czyli zadłużonymi krajami Trzeciego Świata, który okazał się bezlitosnym sprawdzianem efektywności i skuteczności działania, przede wszystkim dla Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), najważniejszej instytucji finansowej świata. Od początku lat 90. notujemy przyspieszony rozwój państw „wschodzących rynków”, zwłaszcza krajów Azji Południowo-Wschodniej, które po kryzysie azjatyckim lat 1997–98 stały się prawdziwymi potęgami finansowymi¹¹.

W ramach europejskiej integracji walutowej pod koniec zeszłego wieku pojawił się najpoważniejszy jak dotąd konkurent dolara do roli najważniejszej waluty świata: euro – jednolity pieniądz europejski, o porównywalnym z amerykańskim potencjale stojących za nim gospodarek¹². Obecnie blisko 20% rezerw dewizowych świata jest utrzymywane w walucie europejskiej. Na koniec 2007 roku prawie połowa wszystkich papierów dłużnych w międzynarodowym obrocie była nominowana we wspólnej walucie europejskiej¹³. Euro stało się również coraz częściej stosowaną walutą transakcji w handlu międzynarodowym.

Przed wybuchem GKFg wydawało się, że w nadchodzącej dekadzie głównym konkurentem dolara USA pozostanie euro – wspólna waluta Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), a to ze względu na porównywalny łączny potencjał gospodarczy krajów strefy euro i ich dominujący udział w wymianie międzynarodowej. Jednak w II połowie 2008 roku, dziesiątym roku swojego istnienia, euro zaczęło tracić na wartości w stosunku do dolara i japońskiego jena, uznanych za bardziej bezpieczne i wiarogodne waluty ze względu na ostrożny charakter i opóźnienia antykryzysowych

¹¹ The World Factbook Centralnej Agencji Wywiadowczej podaje, że pod koniec 2009 roku wśród pięciu krajów o największych rezerwach walut obcych i złota monetarnego znalazło się tylko jedno państwo wysoko rozwinięte – Japonia z 1,024 bln USD zasobów na miejscu drugim. Pozostałe kraje to Chiny (2,422 bln), Rosja (439 mln), Arabia Saudyjska (410 mln) i Tajwan (353 mln). W kolejnej piątce pojawiają się jeszcze dwa kraje rozwinięte – Korea Południowa (7. miejsce) i Singapur (10. miejsce), które także wywodzą się z kręgu azjatyckich *emerging markets*.

¹² W tym kontekście interesująco wygląda kształtowanie się relacji wymiennej euro do dolara. W ciągu trzech pierwszych lat funkcjonowania waluty europejskiej doszło do silnej aprecjacji dolara względem euro – o ponad 25%, do poziomu bliskiego 0,8 dolara za 1 euro. Od 2002 roku postępowała deprecjacja kursu dolara względem euro, która w II połowie 2007 roku i pierwszych miesiącach roku 2008 uległa wyraźnemu przyspieszeniu. 22 kwietnia 2008 roku kurs waluty europejskiej osiągnął historyczne maksimum – poziom 1,6 dolara, by wobec zaostrzenia kryzysu spaść w połowie grudnia o ponad 30 centów. Wprawdzie w ciągu kryzysowego 2009 roku euro nieco odzyskało utraconego pola, ale w pierwszym półroczu 2010 roku ponownie zaczęło się deprecjonować, by w lipcu tego roku spaść poniżej 1,2 dolara, a następnie powoli aprecjonować.

¹³ Por. Kester (2007).

posunięć Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Z prawdopodobieństwem graniczącym z pewnością można było doszukiwać się w tym elementach świadomej polityki EBC, by poprawić międzynarodową konkurencyjność gospodarek Eurolandii i w ten sposób wspomóc jej eksporterów oraz przyspieszyć proces wychodzenia z recesji.

Po drugie, zasadniczo zmieniła się geografia przepływów netto kapitału na rynku międzynarodowym. Do strukturalnie nadwyżkowych krajów, takich jak Niemcy, Japonia, Szwajcaria czy Holandia, wskutek kryzysów naftowych lat 70. na trwałe dołączyli wielcy producenci i eksporterzy paliw węglowodorowych. Ich łączne nadwyżki dewizowe pozwalały finansować nie tylko deficyty amerykańskie czy brytyjskie, lecz także ambitne programy inwestycyjne krajów Trzeciego Świata tak w latach 70., jak 90. Jeśli chodzi o te ostatnie, w obu przypadkach doszło do przeinwestowania i wystąpienia pułapki zadłużenia zagranicznego – światowego kryzysu zadłużeniowego lat 80. oraz azjatyckiego kryzysu finansowo-gospodarczego lat 1997–98. Pokłosiem negatywnych doświadczeń krajów rozwijających się, zwłaszcza z kręgu wschodzących rynków, z wykorzystaniem finansowania zewnętrznego było powszechne obranie ścieżki proeksportowego rozwoju (tzw. modelu japońskiego), co w ciągu ostatnich kilku lat doprowadziło do wypracowania przez nie dużych nadwyżek handlowych.

Nadwyżki te, przekształcone w pokaźne rezerwy walutowe, stanowią twardy argument przemawiający za zwiększeniem roli krajów „wschodzących rynków” w kształtowaniu światowego ładu finansowego. Dotyczy to zwłaszcza Chińskiej Republiki Ludowej, której rezerwy dewizowe, przekraczające na koniec 2008 roku kwotę 2 bln dolarów, już dzisiaj pozwalają na osiągnięcie pełnej wymienialności renminbi i uczynienie zeń poważnego konkurenta dolara i euro w roli pieniądza międzynarodowego. Zmiany zachodzące w ciągu ostatnich dekad znalazły daleko niedostateczne odbicie w organizacji i sposobie funkcjonowania światowych organizacji finansowych, powstałych po II wojnie światowej. Organizacje te wymagają pilnie głębokiej reformy, ich skostnienie i niereprezentatywność bowiem w znacznym stopniu przyczyniły się do wystąpienia GKFG. Nie jest rzeczą przypadku, że to właśnie ze strony Chin, Rosji i Brazylii pojawiają się coraz głośniejsze postulaty gruntownej przebudowy międzynarodowego systemu walutowego.

3. Emitowanie pieniądza międzynarodowego jest przywilejem niewielu krajów¹⁴, które dysponują dostatecznie silną i sprawną (konkurencyjną) gospodarką, mają dobrze rozwinięty system bankowo-finansowy z liczącymi się międzynarodowymi centrami finansowymi oraz wykazują się

¹⁴ Należy do nich dołączyć Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który jako uniwersalna organizacja finansowa uzyskał ten przywilej na początku lat 70. dzięki konsensusowi państw członkowskich wyrażonemu przyjęciem I poprawki do statutu Funduszu w 1969 roku.

znaczącym udziałem w obrotach pieniężnych i kapitałowych świata. By nie utracić tego przywileju, kraje-emitenci pieniądza międzynarodowego muszą prowadzić odpowiedzialną i wyważoną politykę, zorientowaną nie tylko na wzrost, ale przede wszystkim na utrzymanie równowagi wewnętrznej i zewnętrznej, co wiąże się z określonym wysiłkiem i kosztami gospodarowania. Warto je ponosić, gdyż emisja pieniądza międzynarodowego daje wymierne korzyści w postaci tzw. senioratu (ang. *seignorage*) oraz możliwości utrzymywania stosunkowo nieznacznych rezerw dewizowych¹⁵. Co bardzo istotne, w stosunkach zewnętrznych do pewnego stopnia zmiekcza, a nawet zawiesza twarde ograniczenie budżetowe, jakim w rynkowym (kapitalistycznym) modelu gospodarowania powinny podlegać wszystkie – bez wyjątku – podmioty ekonomiczne. W związku z tym należy pamiętać, że emitowanie waluty międzynarodowej dość łatwo rodzi pokusę nadużycia – swoisty hazard moralny. Polega on na życiu ponad stan (na kredyt) kosztem innych partnerów międzynarodowej współpracy gospodarczej, czyli na skłonności do nadmiernych wydatków w stosunku do uzyskiwanych dochodów, która pojawia się wśród podmiotów gospodarujących kraju-emitenta: gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, instytucji finansowych i skarbu państwa. Można tym zjawiskiem tłumaczyć w znacznej mierze utrzymywanie się w ostatnich latach uporczywie wysokich deficytów budżetowych i obrotów bieżących w krajach takich jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania oraz ich nasilanie się w coraz większej liczbie członków Unii Gospodarczej i Walutowej – kolektywnego emitenta euro.

4. Osiąganie i dążenie do utrzymania dużych nadwyżek handlowych przez kraje wschodzących rynków i dodatkowo przez państwa naftowe są zjawiskami niekiedy nadużywanyymi przez kraje rozwinięte dla wyjaśnienia przyczyn obecnego kryzysu. Argumentuje się oto, że do ekscesów w sferze bankowości i finansów Ameryki Północnej i Europy Zachodniej oraz do powstania strukturalnych deficytów budżetowych i obrotów bieżących w niektórych gospodarkach świata rozwiniętego, z amerykańską na czele, doszło wskutek kumulowania przez kraje rozwijające się dużych rezerw walutowych, co doprowadziło do nadmiaru płynności w obrocie międzynarodowym i zbyt łatwego finansowania długu w skali świata. Z kolei gwałtowny wzrost konsumpcji na kredyt w państwach rozwiniętych ma rzekomo wynikać z zalewu rynków przez tanie towary eksportowane przez kraje rozwijające się, zwłaszcza wschodzące rynki, których zbyt wysoka konkurencyjność jakoby bierze się głównie z nieuczciwych praktyk produkcyjnych i handlowych, w tym z notorycznego zaniżania

¹⁵ Zob. Dorosz (2008). Według *International Financial Statistics* (2009: 33), na koniec 2008 roku całkowite rezerwy dewizowe bez złota monetarnego, liczone w SDR-ach, wynosiły w przypadku USA tylko 32,2 mld, krajów strefy euro (łącznie z EBC) 131,1 mld i Wielkiej Brytanii 27 mld, podczas gdy Japonii aż 651,6 mld. Te ostatnie mimo swej imponującej wielkości i tak były dwukrotnie mniejsze od rezerw dewizowych Chin Ludowych.

kursów ich walut¹⁶. O ile można doszukać się prawdy w twierdzeniu, że łatwo dochodzi do deficytów tak wewnętrznych, jak zewnętrznych, kiedy nie ma większych problemów z ich finansowaniem, o tyle trudno winić kraje rozwijające się za sukcesy ich ekspansji eksportowej¹⁷.

Po pierwsze, wzrost oparty na eksporcie (ang. *export-led growth*) okazał się w ostatnim ćwierćwieczu bardzo skuteczną strategią rozwojową, pozwalającą przewyciężyć zacofanie gospodarcze oraz zapóźnienie cywilizacyjne wielu krajów. Taka strategia była wierną kopią wcześniejszych dokonań państw dzisiaj uznawanych za rozwinięte, które nie tylko przyzwalały na nią, lecz także często zachęcały do jej obrania.

Po drugie, z powodzeniem można dowodzić odwrotnej zależności: to luźna polityka monetarna i fiskalna czołowych krajów rozwiniętych torowała drogę do ekspansji eksportu z krajów rozwijających się. Co więcej, duża konkurencyjność cenowa tego eksportu w ciągu ostatnich kilkunastu lat uchroniła świat od nasilenia zjawisk inflacyjnych.

Można również dowodzić, że polityka proeksportowego rozwoju i akumulowania dużych rezerw dewizowych przez kraje rozwijające się stanowi ich odpowiedź na trwające od przełomu lat 60. i 70. niedostatki wielostronnej współpracy walutowo-finansowej, a także coraz bardziej widoczna niewydolność i anachronizm głównego koordynatora tej współpracy – Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Nie jest też rzeczą przypadku, że pod koniec 1999 roku powstała Grupa Dwudziestu (G20) – nowe forum debat i koordynacji globalnej polityki finansowej między najważniejszymi przedstawicielami świata rozwiniętego i rozwijającego się, które wyraźnie uaktywniło się podczas kryzysu lat 2008–10.

III. KRÓTKOFALOWE SKUTKI

1. GKFG dotknął zarówno państwa wysokorozwinięte, jak i rozwijające, w tym kraje rynków wschodzących, ale w odmienny sposób. Te pierwsze doświadczyły kryzysu dość podobnie ze względu na zbliżony poziom rozwoju, hipertrofię własnych systemów finansowych, silnie powiązanych między sobą oraz duże uzależnienie od wymiany międzynarodowej dóbr, usług i kapitału. Te drugie reagowały na globalny kryzys w sposób bardzo zróżnicowany, co bezpośrednio wynikało z wielkiej różnorodności ich sytuacji społeczno-gospodarczej. Dodatkowym czynnikiem różnicującym, zwłaszcza w odniesieniu do krajów rynków wschodzących, okazał się model rozwoju realizowany przez poszczególne kraje.

¹⁶ Por. *When a flow becomes a flood* (2009: 70–2).

¹⁷ W sytuacji globalnego kryzysu, objawiającego się m.in. ogólnym spadkiem popytu zewnętrznego, silne uzależnienie wzrostu gospodarczego od eksportu może obrócić się przeciw tym krajom. Zob. na ten temat artykuły *Asia's suffering* oraz *Troubled tigers* z „The Economist” (2009).

W odróżnieniu od krajów rozwiniętych, z wyjątkiem Japonii i Niemiec, w państwach rozwijających się, w tym we wschodzących rynkach, głównym czynnikiem spowalniającym wzrost czy wręcz prorecesyjnym stał się pod koniec 2008 i w 2009 roku mechanizm handlu międzynarodowego, a dopiero w drugiej kolejności rynek finansowy. Ten pierwszy mechanizm był głównie odpowiedzialny za dostosowania podażowe do zmian w otoczeniu, przy czym między poszczególnymi grupami krajów występowały znaczne opóźnienia czasowe (rzędu nawet trzech, czterech kwartałów). Zmiany zachodzące na globalnym rynku finansowym z kolei przesądzały o dostosowaniach popytowych, dość szybko przekładając się na wielkość produkcji i zatrudnienia.

W państwach wschodzących rynków jako całości w trakcie GKFG nastąpiło jedynie znaczące spowolnienie tempa wzrostu – z 6,1% w 2008 roku do 2,4% w 2009 roku. Warto podkreślić, że za regres (bezwzględny spadek) gospodarki światowej i przede wszystkim handlu międzynarodowego w 2009 roku odpowiadały w pierwszej kolejności kraje rozwinięte. Ich załamanie (spadek łącznego PKB o 3,2%¹⁸) oddziaływało na kraje rozwijające się nie tylko przez redukcję popytu na ich eksport, lecz także wskutek ograniczenia oraz zaostrzenia warunków zewnętrznego finansowania. Dotyczyło to zwłaszcza tych krajów, które swoją strategię rozwoju oparły przede wszystkim na wykorzystaniu kapitałów płynących z zagranicy, a nie mobilizacji krajowych oszczędności.

Wśród strategii rozwoju gospodarczego realizowanych przez państwa wschodzących rynków wyraźnie zarysowują się trzy modele. Pierwszy, jak dotąd najskuteczniejszy w przyspieszaniu wzrostu gospodarczego, opiera się na ekspansji eksportowej. Został z powodzeniem zaadaptowany przez kraje Azji Dalekowschodniej, z Chinami i Koreą Południową na czele. Jego stosowanie nieuchronnie prowadzi do akumulowania dużych rezerw walutowych, które okazały się błogosławieństwem w okresie pogorszenia czy wręcz załamania koniunktury.

Drugi model, oparty na mobilizacji własnych zasobów, charakteryzuje przede wszystkim niektóre państwa Ameryki Łacińskiej. Ze względu na słabą bazę kapitałową i niedostatecznie rozwinięte rynki wewnętrzne nie uchronił on tych krajów od kryzysowych spadków produkcji i dochodu.

Trzeci model rozwojowy, przyjęty przez kraje postsocjalistyczne, w tym Polskę, został oparty w znacznej mierze na zewnętrznym finansowaniu konsumpcji i inwestycji krajowych. Okazał się dość skuteczny w warunkach ciągle rosnącego, bezproblemowego napływu oszczędności z zagranicy. Powstaje pytanie, na ile jest to model bezpieczny i możliwy do kontynuowania w sytuacji kryzysowych zaburzeń i zmniejszenia międzynarodowych przepływów kapitałowych.

¹⁸ Zob. *World Economic Outlook* (2010: 2).

2. W dobiegającej końca dekadzie okazało się, że liberalizacja i globalizacja światowych obrotów kapitałowych ułatwiają niezbędne przepływy finansowe nie tyle z krajów bogatych do biednych, ile z nadwyżkowych państw Trzeciego Świata do głęboko deficytowych Stanów Zjednoczonych i innych krajów rozwiniętych, głównie europejskich. W dzisiejszym świecie typowa stała się sytuacja, pod koniec ubiegłego wieku zyskująca miano paradoksu Lucasa, w której zarówno głęboki deficyt bilansu płatniczego najbogatszej gospodarki świata – Stanów Zjednoczonych, jak i deficyty takich państw jak Hiszpania, Włochy, Grecja, Wielka Brytania czy Australia są w znacznej mierze finansowane przez o wiele uboższe kraje „wschodzących rynków”.

Kryzys lat 2008–10 jeszcze bardziej spotęgował przepływy kapitału z nadwyżkowych państw wschodzących rynków do głęboko deficytowych Stanów Zjednoczonych i innych państw rozwiniętych¹⁹. Deficytowe kraje rozwinięte stały się w skali świata największymi importerami netto kapitału, przy czym na same Stany Zjednoczone od kilku lat przypada ponad 40% importowanego w skali świata kapitału. W roku 2009 wśród krajów będących największymi importerami kapitału netto w pierwszym rzędzie uplasowały się USA, na które przypadało 41,7% światowego importu kapitału netto, następnie Hiszpania (7,3%), Włochy (7%), Francja (3,9%), Australia (3,7%), Kanada (3,6%) i Grecja (3,5%). Z kolei po stronie eksporterów kapitału netto na pierwszym miejscu po raz kolejny znalazły się Chiny z udziałem 23,4% ogólnego wywozu netto kapitału, następnie Niemcy (13,3%), Japonia (11,7%), Norwegia (4,8%), Rosja (4,7%), Szwajcaria (3,6%), Korea (3,5%) i Tajwan (3,5%)²⁰. Na uwagę zasługuje fakt, że w porównaniu z rokiem 2008 zmniejszyły się udziały w światowym imporcie kapitału netto Hiszpanii (o 2,5 punktu proc.) i Stanów Zjednoczonych (o 1,3 punktu proc.), a wzrósł zaś udział Włoch (o 2,3 punktu proc.). Co ciekawe, w globalnym eksporcie kapitału netto w tym czasie zwiększył się znacząco udział Japonii (o 3,1 punktu proc.), a spadł udział Arabii Saudyjskiej (aż o 5,6 punktu proc.), Kuwejtu (o 1,1 punktu proc.) i Rosji (o 0,9 punktu proc.).

Paradoksalnie, kryzys lat 2008–10 spowodował, że zewnętrzny popyt na amerykańskie aktywa nasilił się wskutek wystąpienia na dużą skalę syndromu „bezpiecznego portu”. Nie znaczy to jednak, że szybko powiększające się zadłużenie zagraniczne Stanów Zjednoczonych nie wywołuje u ich partnerów zaniepokojenia, co w perspektywie najbliższych dwu – trzech lat musi doprowadzić do prób ograniczenia ekspozycji dolarowej i tym samym osłabienia kursu dolara amerykańskiego. Nadal w mocy

¹⁹ Można w związku z tym postawić tezę, że w wyniku GKFG paradoks Lucasa, czyli proces przepływ netto kapitału z krajów mniej do bardziej rozwiniętych, przestał być paradoksem i stał się normą. Jest to także wynik wyrównywania się stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału w skali globalnej – efekt procesów globalizacji ostatnich lat.

²⁰ Por. *Global Financial Stability Report* (2010: Figure 1).

pozostaje przekonanie, że przezwyciężenie stanu obecnej globalnej nierównowagi bilansów płatniczych wymaga z jednej strony stopniowego osiągnięcia sytuacji, w której wewnętrzny popyt USA, podobnie jak w innych deficytowych krajach, będzie rósł dużo wolniej niż PKB, a z drugiej – odwrotnej sytuacji w krajach nadwyżkowych²¹.

W krótkim okresie przezwyciężenie dzisiejszego stanu chronicznej nierównowagi płatniczej świata wymaga dostatecznie wysokiego zasilania międzynarodowego systemu płatności w środki finansowe i właściwego ich rozdziału. Pojawia się tu istotny problem swoistego wypychania (ang. *crowding out*) z dostępu do środków krajów słabszych ekonomicznie przez państwa silniejsze, zwłaszcza emitujące pieniądź międzynarodowy. Objawia się to z jednej strony przez znaczące podwyższenie kosztu zaciągania długu, szczególnie widoczne w przypadku krajów o niższych ratingach kredytowych, a z drugiej zaś przez fizyczny brak wolnych środków na rynkach finansowych.

3. Przy okazji GKFG okazało się, że chociaż strefa euro jako całość wykazuje się o wiele większym stopniem zrównoważenia niż gospodarki Wielkiej Brytanii czy nawet Stanów Zjednoczonych, to jej poszczególne części składowe, przede wszystkim kraje śródziemnomorskie oraz Irlandia (tzw. PIIGS), na skutek zbyt ekspansywnej, nieliczącej się z ograniczeniami zewnętrznymi polityki makroekonomicznej, a zwłaszcza braku należytej dyscypliny fiskalnej, dopuściły do pojawienia się nadmiernych deficytów tak wewnętrznych, jak zewnętrznych²², które przerodziły się w groźbę kryzysu zadłużenia tych krajów, a konsekwencji całej Unii Gospodarczej i Walutowej. W czasie kryzysu w strefie euro wystąpiło rosnące różnicowanie się sytuacji budżetowej i płatniczej poszczególnych krajów członkowskich. Jest to bardzo niebezpieczna tendencja z punktu widzenia trwałości UGW, a tym samym przyszłości jednolitej waluty europejskiej, głównie ze względu na słabość instrumentów i mechanizmów dyscyplinujących niezależne polityki fiskalne jej członków.

Wybuch kryzysu greckiego na przełomie kwietnia i maja 2010 roku ujawnił głębsze, strukturalne przyczyny słabości jednolitej waluty europejskiej²³. Kryzys niewypłacalności, jaki dotknął Grecję i zagroził kilku kolejnym państwom członkowskim UGW, obnażył podstawową słabość wielkiego eksperymentu, jakim jest jednolita waluta europejska – tę mianowicie, że aczkolwiek stoi za nią wspólna, ponadnarodowa polityka pieniężna, to nie jest ona wspierana i zabezpieczana przez odpowiednio duży

²¹ Szerzej traktuje o tym Rozdział IV *World Economic Outlook* (2010: 109–135), pod znamienym tytułem *Getting the Balance Right: Transitioning out of Sustained Current Account Surpluses*.

²² Jest rzeczą niezwykłą, że wśród kryteriów zbieżności nominalnej obowiązujących pretendentów i uczestników UGW zabrakło równowagi bilansu płatniczego, np. w postaci granicy 5% udziału deficytu obrotów bieżących w PKB danego kraju.

²³ Por. Wolf (2010: 11).

wspólny budżet w ramach bardzo zróżnicowanej struktury społeczno-gospodarczej. Innymi słowy, kryzys unaoczniał tę prawdę, że dla powodzenia jednolitej waluty niezbędna jest nie tylko centralna władza monetarna prowadząca racjonalną politykę pieniężną, lecz także efektywna władza wykonawcza zdolna narzucić zintegrowaną politykę fiskalną i wymusić dyscyplinę wydatków budżetowych oraz sensowne masowe zachowania podmiotów gospodarujących.

Warto w tym miejscu przypomnieć, że w teorii optymalnych obszarów walutowych istnienie takiego budżetu, który byłby zdolny do świadczeń kompensacyjnych na rzecz regionów dotkniętych szokami asymetrycznymi, stanowi ważne kryterium optymalności unii walutowej. Jego brak wraz z ujawnieniem się silnych odrębnych interesów narodowych krajów członkowskich tłumaczy olbrzymie trudności z zorganizowaniem stosownej pomocy przez samą UGW dla coraz bardziej pogrążającej się w kryzysie niewypłacalności Grecji oraz konieczność zawiazania awaryjnego aliansu z Międzynarodowym Funduszem Walutowym w celu wyasygnowania kwot odpowiednich rozmiarów dla ratowania niezbyt przecież ważnego członka ugrupowania integracyjnego, generującego zaledwie około 2,5% PKB strefy euro. Co gorsza, zwłoka w pomocy dla Grecji wystawiła na ciężką próbę innych wysokozadłużonych członków unii walutowej, stawiając poważne pytania dotyczące jej trwałości, co w konsekwencji wywołało potrzebę stworzenia nowego gigantycznego europejskiego mechanizmu stabilizacyjnego, także współfinansowanego przez MFW²⁴.

Osią sporu był – jak zwykle – podział obciążeń finansowych związanych z ratowaniem bliskich bankructwa członków UGW, za którym kryje się o wiele poważniejszy problem. Dla przetrwania strefy euro kluczowe staje się zbudowanie skutecznych barier zapobiegających na przyszłość narastaniu nierównowag w krajach członkowskich i nadmiernemu różnicowaniu ich konkurencyjności międzynarodowej, których skutkiem jest dywergencja procesów realnych, w tym nasilanie się różnic w poziomie dochodów. To ostatnie rodzi silną pokusę nadużycia nie tylko wśród konsumentów i producentów, lecz także wśród państw, w postaci życia ponad stan, kosztem innych (tzw. *free riding*), grożąc przez efekt naśladownictwa dezintegracją całego ugrupowania integracyjnego.

Perturbacje w strefie euro z kwietnia i maja 2010 roku nie tylko podkopały międzynarodową pozycję jednolitej waluty europejskiej, lecz także zwróciły uwagę na fatalny stan finansów publicznych, głębokie deficyty płatnicze i szybko rosnące zadłużenie wielu krajów świata, co łącznie łatwo może przerodzić się w globalny kryzys niewypłacalności. W pierwszej kolejności dotknąby on rynki finansowe, grożąc zapaścią na zglobalizowanym rynku akcji i obligacji oraz światowym kryzysem walutowym.

²⁴ Inicjalny pakiet pomocowy dla Grecji z maja 2010 roku opiewał na 110 mld euro, w tym 40 mld euro wkładu MFW, zaś mechanizm stabilizacyjny strefy euro ma w sumie wynieść 750 mld euro, w tym 250 mld euro kontrybucji Funduszu.

IV. DŁUGOOKRESOWE WYZWANIA

1. W wyniku GKFG dla wszystkich uczestników obrotu międzynarodowego oczywista stała się potrzeba reformy porządku finansowego świata, stabilizującej warunki współpracy handlowej i inwestycyjnej. W systemie pieniądza papierowego powodzenie wysiłków na rzecz wzmocnienia bezpieczeństwa i sprawności obrotu płatniczego w skali świata zależy głównie od jakości rozwiązań instytucjonalnych. W pierwszej kolejności odnosi się to do międzynarodowych organizacji finansowych wywodzących się z systemu Bretton Woods I²⁵ ze względu na ich uniwersalistyczny charakter.

Jak dotychczas, próby zreformowania Międzynarodowego Funduszu Walutowego ograniczyły się do kwestii od dawna postulowanego zwiększenia emisji specjalnych praw ciągnięcia (ang. Special Drawing Rights - SDRs) i wyposażenia Funduszu w dodatkowe środki działania. Po 28 latach od poprzedniej alokacji, na wniosek grupy G20 MFW dokonał nowych przydziałów kreowanych przez siebie międzynarodowych aktywów rezerwowych: w sierpniu 2009 roku kwoty 161,2 mld SDR wszystkim państwom członkowskim proporcjonalnie do wysokości ich kwot i we wrześniu 2009 roku sumy 21,4 mld SDR na specjalnych zasadach grupie ponad 40 krajów (w tym Polsce), które przystąpiły do Funduszu po 1981 roku. Tym samym zasób wyemitowanych SDR-ów powiększył się ponaddziewięćipółkrotnie, osiągając wartość 204 mld SDR. Z kolei w celu zwiększenia swych możliwości pożyczkowych w listopadzie 2009 roku Fundusz zawarł ze starymi i nowymi członkami *New Arrangements to Borrow* – porozumienie o rozszerzenie wartości kwot stawianych do jego dyspozycji do poziomu 600 mld dolarów.

W koncepcjach MFW pojawiły się pod presją kryzysu pierwsze oznaki odchodzenia od neoliberalnej ortodoksji. Nadal jednak praktycznie niezmiennione pozostały sposoby podejmowania decyzji i warunki udzielania pomocy finansowej, schemat organizacyjny Funduszu, struktura i wysokość kwot udziałowych oraz rozdział SDR-ów, nieoddające aktualnego układu sił w światowych finansach, gospodarce i handlu. By je gruntownie zmienić, musi nastąpić usunięcie głównej przeszkody niezbędnych zmian – bezwzględnej przewagi w mechanizmie decyzyjnym i władzach MFW wysokorozwiniętych krajów Ameryki Północnej i Europy Zachodniej oraz Japonii, którym przewodzi grupa G7.

Druga najważniejsza instytucja współczesnych finansów międzynarodowych – Międzynarodowy Bank Odbudowy i Rozwoju, powszechnie zwany Bankiem Światowym – zdaje się o wiele lepiej radzić z wyzwaniami kryzysu. Nie tylko zwiększyła w 2010 roku po raz pierwszy od ponad 20 lat

²⁵ Nie znaczy to, że inne międzynarodowe instytucje finansowe nie borykają się z problemami niedostatecznej reprezentatywności i skuteczności działania. Wystarczy tutaj wspomnieć wyzwania, przed jakimi stoi Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) czy Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS).

swój kapitał o 86,2 mld dolarów i przygotowała nową, pokryzysową strategię działania, lecz także zwiększyła siłę głosów krajów rozwijających się i transformujących (przede wszystkim Chin) do poziomu 47,19%. Od 2008 roku odbyło się to w postaci dwóch podwyżek ich udziału – łącznie o 4,59 punktów procentowych – co mniej więcej oddaje obecną wagę tych krajów w światowym produkcie brutto.

Dalsze reformowanie MFW musi odnieść się do sposobów podejmowania decyzji i warunków udzielania pomocy finansowej, narastającego kryzysu przywództwa, schematu organizacyjnego, nieoddającego aktualnego układu sił w światowych finansach, gospodarce i handlu oraz nadal wysoce niesprawiedliwego rozdziału SDR-ów. W pierwszej kolejności chodzi o głęboką reformę systemu kwot udziałowych, która pozwoliłaby na zasadniczą przebudowę dotychczasowych 24 konstytuant, lepiej oddającą aktualny układ sił w globalnej gospodarce, a zwłaszcza w handlu i finansach międzynarodowych. Usunięcie głównej przeszkody niezbędnych zmian – bezwzględnej przewagi we władzach Funduszu wysokorozwiniętych krajów Ameryki Północnej i Europy Zachodniej²⁶ – może być się tak trudne, że w ramach programu gruntownej przebudowy systemu finansowo-walutowego świata zostanie zbudowana nowa centralna instytucja zarządzająca finansami międzynarodowymi na zasadach odmiennych w stosunku do MFW zwłaszcza pod względem reprezentatywności, z siedzibą najprawdopodobniej w Azji Dalekowschodniej. Nie można wykluczyć, że w skrajnym przypadku byłaby to organizacja konkurencyjna wobec Funduszu. Na dłuższą metę trudno jednak sobie wyobrazić współistnienie dwóch instytucji zawiadujących sprawami finansowymi świata, które w sumie stanowią nierozzerwalną całość. Dlatego też najbardziej praktycznym i pożądanym rozwiązaniem wydaje się takie przekształcenie Międzynarodowego Funduszu Walutowego, które z jednej strony nie zaprzepaściłoby sprawdzonego dorobku (na przykład w dziedzinie wymienialności walut czy stabilizowania ich kursów), a z drugiej znacząco wzmocniłoby jego wpływ na globalny obrót finansowy.

2. Prawdopodobnie najistotniejsze i najbardziej dalekosiężne skutki GKFG przyniósł w układzie sił między państwami i ich ugrupowaniami na arenie międzynarodowej. Losy gospodarki i finansów świata przestały być w dominujący sposób przesądzone w trójkącie Ameryka Północna – Europa Zachodnia – Japonia, który w nieco węższym składzie: USA – strefa euro (UGW) – Japonia, nazywany bywa grupą G3, i w coraz większym stopniu zależą od poczynań triady: Pekin–Tokio–Seul. Stosunki między światem rozwiniętym a krajami wschodzących rynków i rozwijającymi

²⁶ Szczególnie istotne jest pozbawienie USA (najlepiej w drodze świadomej rezygnacji z ich strony) ryglowej pozycji w procesie podejmowania najważniejszych decyzji w ramach Funduszu, która staje się coraz większym anachronizmem w szybko zmieniającym się świecie.

się nabrały bardziej zrównoważonego, niekiedy wręcz partnerskiego charakteru²⁷. Co ciekawe, państwa wschodzących rynków wyraźnie się emancypują, a niektóre z nich (na przykład kraje Azji Dalekowschodniej) tworzą kręgi zdolne do samodzielnego funkcjonowania w dziedzinach nie tylko produkcji, inwestycji i wymiany międzynarodowej, lecz także ich finansowania, wykazując się wysoką stopą własnych oszczędności.

Ciągle jednak skala i szybkość zmian zachodzących w finansach międzynarodowych w dużym stopniu zależą od rozwoju sytuacji w największej i najważniejszej gospodarce świata, jaką stanowią Stany Zjednoczone. Szczególne znaczenie ma tu polityka gospodarcza prowadzona przez administrację amerykańską oraz polityka pieniężna Systemu Banków Rezerwy Federalnej. Trwające dwa lata nadzwyczajne poluzowanie polityki monetarnej Fed-u, w połączeniu z ekspansywną polityką budżetową administracji amerykańskiej, każą z niepokojem patrzeć w przyszłość i stawiać zasadnicze pytanie, czy gospodarce amerykańskiej nie grozi wystąpienie za dwa–trzy lata stagnacji na niskim poziomie aktywności, co przy utrzymujących się wielkich deficytach może pogрузić dolara jako czołową walutę międzynarodową. Paradoksalnie taki rozwój wypadków może ułatwić wdrożenie niezbędnych zmian, zwiększając determinację amerykańskiego establishmentu do ich przeprowadzenia. Poza zaangażowaniem USA w reformę obecnego systemu dla jej powodzenia nieodzowna będzie wszakże zgoda i współdziałanie innych ważnych uczestników światowego obrotu finansowego.

Od początku kryzysu lat 2008–10 najważniejszym forum dyskusji i negocjacji na temat nowego porządku finansowego świata stała się grupa G20. Obejmuje ona zarówno największe kraje rozwinięte²⁸ i Unię Europejską jako całe ugrupowanie, reprezentowane przez państwo członkowskie aktualnie sprawujące prezydencję, jak i wiodące państwa wschodzących rynków²⁹. Powstaje zasadnicze pytanie, czy Grupa Dwudziestu jest równie reprezentatywna i predestynowana do wypracowania nowego ogólnoswiatowego porządku finansowego jak kraje-sygnatariusze porozumienia z Bretton Woods z 1944 roku. Można mieć co do tego dwojaki wątpliwości.

Po pierwsze, nie do końca są jasne kryteria przesądzające o składzie grupy. Nie jest nim na pewno osiągnięty przez poszczególne kraje potencjał

²⁷ Jest rzeczą niezwykle znamionną, że 14 kwietnia 2010 roku w Woodrow Wilson Center for International Scholars w Waszyngtonie Robert B. Zoellick, prezydent grupy Banku Światowego, proklamował koniec pojęcia „Trzeci Świat”. Zob. jego wykład *The End of the Third World? Modernizing Multilateralism for a Multipolar World* (<http://web.worldbank.org>). W związku z tym warto również przywołać felieton Schumpetera (2010), w którym autor dowodzi, że Zachód ciągle nie uświadamia sobie znaczenia zachodzących zmian. Już przed paru laty podobnie twierdził Kołodko (2008).

²⁸ Chodzi tu o państwa grupy G7 oraz Australię i Koreę Południową.

²⁹ W ich skład wchodzi państwa BRICs, Arabia Saudyjska, Argentyna, Indonezja, Meksyk, RPA i Turcja.

gospodarczy. Można bowiem argumentować, że Hiszpania dysponuje gospodarką porównywalną z koreańską, na pewno lepiej rozwiniętą od kanadyjskiej czy tym bardziej australijskiej. Podobnie na liście państw *emerging markets* dziwi brak Iranu czy Polski, których gospodarki są większe od Arabii Saudyjskiej, RPA czy pogrążonej od lat w strukturalnym kryzysie Argentyny. Również nie stanowi takiego kryterium zasada terytorialnej reprezentatywności, ponieważ, dla przykładu, Ameryka Łacińska ma w G20 trzech reprezentantów, a Afryka tylko jednego. Trudno też uznać Rosję za wyraziciela interesów Europy Środkowo-Wschodniej albo Chiny za rzecznika ASEAN-u.

Po drugie, dość mgliście rysuje się w Grupie Dwudziestu kwestia przywództwa i egzekutywy uzgodnionych wspólnie ustaleń. Można wprawdzie twierdzić, że w samym podziale uczestników grupy na państwa rozwinięte i wschodzące rynki kryje się przesłanka dwubiegunowego przywództwa ze strony Stanów Zjednoczonych Ameryki i Chińskiej Republiki Ludowej, co samo w sobie może świadczyć o powstawaniu bipolarnego układu sił w gospodarce i finansach świata oraz wyłanianiu się grupy G2, na którą już za kilkanaście lat będzie przypadać ponad połowa globalnej wytwórczości.

Trudno jednak nie zauważyć, że G20 stanowi swego rodzaju mutację grupy G7 i mimo znaczącego poszerzenia składu członkowskiego wciąż daleko jej do zadowalającej reprezentatywności i skuteczności działania. Co gorsza, przejmuje wszystkie słabości i ograniczenia Grupy Siedmiu. Kierowanie pracami grupy odbywa się na zasadzie rotacyjnej prezydencji, przy czym kraj ją sprawujący zapewnia obsługę sztabowo-logistyczną. Ścisły zarząd Grupy Dwudziestu sprawuje tzw. trojka – kraje poprzedniej, bieżącej i przyszłej prezydencji (w 2010 roku są to Wielka Brytania, Korea Południowa i Francja). Brak stałego aparatu merytoryczno-administracyjnego powoduje, że praktyczne wdrożenie przyjętych postanowień wymaga albo zaangażowania samych państw, albo wykorzystania struktur systemu z Bretton Woods, w których głos przesadzający wciąż posiada Grupa Siedmiu.

Co więcej, ze względu na znaczące różnice stanowisk, płynące z rozbieżnych interesów narodowych, w ramach grupy G20 jeszcze trudniej o konsensus niż w grupie G7. Dlatego też dotychczasowy dorobek G20 jest dość skromny. Grupa zaangażowała się w realizację bezprecedensowych pakietów polityki antykryzysowej na szczeblu poszczególnych krajów, włącznie z ekspansją fiskalną rządu 5 bln USD w skali świata. Rozwinęła dialog na temat regulacji finansowych w ramach specjalnie powołanej w tym celu Izby Finansowej Stabilności (ang. *Financial Stability Board*), była też inicjatorką finansowego wzmocnienia międzynarodowych instytucji finansowych, włączając w to zwiększenie ich zasobów i uproszczenie procedur pożyczkowo-pomocowych.

3. Pojawiające się nowe wyzwania i zagrożenia wymagają pilnego wdrożenia dalszych niezbędnych zmian w międzynarodowym systemie finansowym, jako że dotychczas dokonane kroki stanowią dopiero początek drogi do lepiej zorganizowanego i bezpieczniejszego obrotu pieniężnego i kapitałowego. Wiele pozostaje do zrobienia w dziedzinie regulacji rynków finansowych oraz funkcjonowania instytucji kredytowych i ubezpieczeniowych³⁰. Prawie nietknięte zostały całe rewiry obrotu instrumentami pochodnymi, zapalnego ogniska kryzysu lat 2008–10. Co istotne, poza stosunkowo krótkim wyjątkiem zapaści przełomu lat 2008–09 wielkie instytucje finansowe utrzymały swą wyjątkową, uprzywilejowaną pozycję na rynku mimo licznych zapowiedzi specjalnego opodatkowania ich ponadprzeciętnych zysków oraz prób ograniczenia wypłat wysokich apanaży ich managementu. Proponowane restrykcyjne posunięcia wobec banków wynikają z przeświadczenia szerokiej opinii publicznej o moralnej odpowiedzialności kół finansowych krajów rozwiniętych, zwłaszcza anglosaskich, za wywołany kryzys, a dodatkowo są uzasadniane faktem gigantycznej pomocy publicznej udzielonej zagrożonym bankom komercyjnym i towarzystwom ubezpieczeniowym. Jak dotąd, pozostały na papierze i nie zaowocowały efektywnymi regulacjami zarówno na szczeblu poszczególnych krajów, jak i w skali międzynarodowej wobec potężnego oporu lobby finansowego oraz braku determinacji ze strony kręgów decyzyjnych, przede wszystkim w państwach wschodzących rynków.

Jedno pozostaje pewne: konsekwentne przeprowadzenie zasadniczej reformy finansów międzynarodowych daje szansę na skuteczniejsze zapobieganie w przyszłości kryzysom finansowo-gospodarczym i ograniczanie ich niszczących konsekwencji, natomiast próba kontynuowania dotychczasowego *status quo* będzie oznaczać nieuchronną recydywę zaburzeń. Szczególnie niebezpieczne mogłoby okazać się narastanie kryzysu niewypłacalności państw. W pierwszej kolejności dotknąłby on rynki finansowe, grożąc zapaścią na zglobalizowanym rynku akcji i obligacji oraz kryzysem walutowym. Przelewając się do systemów bankowych kolejnych krajów, mogłoby zagrozić rysującemu się coraz wyraźniej wzrostowi ich sfery realnej.

Groźba takiego rozwoju sytuacji każe zastanowić się nad celowością kontynuowania programów nadzwyczajnej stymulacji aktywności gospodarczej podjętych w ramach walki z recesją, które doprowadziły do ostrych nierównowag (zwłaszcza w krajach rozwiniętych). Niektóre kraje już rozpoczęły realizację tzw. strategii wyjścia, zaostrzając swą politykę monetarną i budżetową³¹. W pierwszej połowie 2010 roku najważniejsze rozwinięte kraje świata wciąż jednak trwały przy rozbudowanych pakietach bodźców fiskalnych i pieniężnych mających przywrócić i podtrzymać trwały wzrost gospodarczy, a tym samym zmniejszać niebezpiecznie wysokie bezrobocie.

³⁰ Zob. na ten temat *Briefing. Reforming banking. Base camp Basel* (2010).

³¹ Zob. *Briefing. Tightening economic policy. Withdrawing the drugs* (2010).

Odejście od nich wiąże się z licznymi czynnikami ryzyka, zarówno politycznego (na przykład w postaci utraty poparcia wyborców), jak i ekonomicznego.

Zbyt wczesna rezygnacja ze specjalnych stymulacji grozi recydywą recesji, zbyt późna natomiast zaostrzeniem nierównowag, przeciwdziałanie którym z kolei może wymagać nadzwyczajnego zaostrzenia przyszłej polityki ekonomicznej, czyli tak zwanego zaciskania pasa. Jest to prawdziwy dylemat każdej polityki antykryzysowej, obecnie wyostrowany olbrzymimi i uporczywymi deficytami. Z kolei wymuszona nadzwyczajnymi okolicznościami twarda polityka zaciskania pasa zakłada sama w sobie spowolnienie z trudem przywróconego wzrostu. Jeśli nie zostanie należycie skoordynowana w skali międzynarodowej, może oznaczać pojawienie się tendencji deflacyjnych i groźby długotrwałej stagnacji w gospodarkach zarówno poszczególnych krajów, jak i całego świata.

BIBLIOGRAFIA

- Asia's suffering (2009) *The Economist*, 31 stycznia.
- Briefing. Reforming banking. Base camp Basel (2010) *The Economist*, 23 stycznia.
- Briefing. Tightening economic policy. Withdrawing the drugs (2010) *The Economist*, 13 lutego.
- Cooper, George (2008). *The Origin of Financial Crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*. Petersfield: Harriman House.
- Dorosz, Andrzej (2008). *Partycypacja w renie z emisji waluty międzynarodowej*, referat na VIII Konferencję Forum Spraw Publicznych *Polska w Europie jutra*, Akademia Finansów w Warszawie, październik 2008.
- Global Financial Stability Report. Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System (2010). Washington, D.C.: IMF, kwiecień 2010.
- International Financial Statistics (2009). IMF, luty.
- Kester, Anne Y. (2007). Euro Holdings Rise in Emerging Markets. *IMF Survey Magazine*, 12 września.
- Kołodko, Grzegorz W. (2008). *Wędrujący świat*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Kołodko, Grzegorz W. (2010). *Świat na wyciągnięcie myśli*. Warszawa: Prószyński i S-ka.
- Rączkowski, Stanisław (1984). *Międzynarodowe stosunki finansowe*. Warszawa: PWE.
- Schumpeter, Joseph (2010). An emerging challenge. *The Economist*, 17 kwietnia.
- Troubled tigers (2009). *The Economist*, 7 lutego.
- The World Factbook*, CIA.
- When a flow becomes a flood (2009) *The Economist*, 24 stycznia.

- Wolf, Martin (2010). The eurozone stumbles into a beggar-my-neighbour policy. *Financial Times*, 19.05.2010.
- World Economic Outlook. Housing and the Business Cycle (2008). IMF, Washington D.C., kwiecień.
- World Economic Outlook. Crisis and Recovery (2009). IMF, Washington D.C., kwiecień.
- World Economic Outlook. Rebalancing Growth (2010). IMF, Washington D.C., kwiecień.
- Zoellick, Robert, B., *The End of the Third World? Modernizing Multilateralism for a Multipolar World*, <http://web.worldbank.org>. euro.

SPIS TABEL

| | | |
|--------------------|--|-----|
| Tabela 1.1. | Współczynnik Giniego dla dochodów w USA | 22 |
| Tabela 1.2. | Maksymalne krańcowe stopy podatkowe w podatku od dochodów indywidualnych w wybranych krajach | 23 |
| Tabela 1.3. | Wartość obrotów na rynkach finansowych USA (w mld dolarów) | 29 |
| Tabela 1.4. | Bilans płatniczy Polski 2001–09 (mld zł) | 39 |
| Tabela 7.1. | Zestawienie głównych przyczyn i podmiotów kryzysu finansowego w USA | 137 |
| Tabela 7.2. | Analiza PEST – makrootoczenie rozwoju sektora bankowego w Polsce | 144 |
| Tabela 7.3. | Scenariusze rozwoju bankowości w Polsce | 146 |
| Tabela 8.1. | Wyniki testów przyczynowości Grangera dla zmiennych kredytowych i cen aktywów w strefie euro | 165 |
| Tabela 8.2. | Wyniki estymacji modelu (1a) | 166 |
| Tabela 8.3. | Wyniki testów przyczynowości Grangera dla zmiennych kredytowych i cen aktywów w strefie euro | 169 |
| Tabela 9.1. | Tempo wzrostu eksportu wybranych krajów w latach 2008–09 | 198 |
| Tabela 9.2. | Tempo wzrostu PKB wybranych krajów w latach 2008–09 | 200 |
| Tabela 9.3. | Tempo wzrostu konsumpcji indywidualnej w wybranych krajach w latach 2008–09 | 202 |
| Tabela 9.4. | Tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwale w wybranych krajach w latach 2008–09 | 204 |
| Tabela 9.5. | PKB i popyt krajowy w latach 2008–09 | 206 |
| Tabela 9.6. | Tempo wzrostu eksportu i importu Polski w latach 2008–09 | 206 |

| | | |
|---------------------|---|------------|
| Tabela 10.1. | Saldo rachunku bieżącego i zadłużenie zagraniczne w nowych krajach członkowskich UE na koniec lat 2007–09 (w % PKB) | 220 |
| Tabela 11.1. | Skumulowany wzrost jednostkowych kosztów pracy (ULC) w okresie 1999–2007 | 242 |
| Tabela 15.1. | Prezydencja w G20 | 309 |

SPIS RYSUNKÓW

| | | |
|---------------------|--|-----|
| Rysunek 1.1. | Zmiany w strukturze instrumentów <i>futures</i> | 32 |
| Rysunek 1.2. | Zyski sektora finansowego (<i>finance</i>) i przedsiębiorstw przemysłowych (<i>manufacturing</i>) (% PKB) | 33 |
| Rysunek 6.1. | Wzrost kredytów hipotecznych w USA, 1975–2007, w % | 106 |
| Rysunek 6.2. | Dynamiczna równowaga na rynku kredytów | 111 |
| Rysunek 6.3. | Poziom oprocentowania (w %) i wielkość kredytu hipotecznego (stosunek zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów hipotecznych do indywidualnego dochodu rozporządzalnego – KH/IDR) w USA w latach 1975–2007 | 112 |
| Rysunek 6.4. | Zmiany realne indywidualnego dochodu rozporządzalnego i stopy oszczędności gospodarstw domowych w USA, 1975–2008, w % na rok | 115 |
| Rysunek 6.5. | Stopy procentowe w USA w latach 1985–2008, w % | 116 |
| Rysunek 6.6. | Ceny nieruchomości w USA (<i>S&P/Case-Shiller</i> <i>Home Price Index</i> , styczeń 2000=100) | 117 |
| Rysunek 6.7. | Napływ kapitału portfelowego i krótkoterminowych lokata bankowych (<i>portfolio</i>) i bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI) do Stanów Zjednoczonych, 1997–2007, mld dolarów | 119 |
| Rysunek 8.1. | Nominalna stopa refinansowa EBC a cykle na rynkach aktywów i PKB w strefie euro | 164 |
| Rysunek 8.2. | Dopasowanie reguły Taylora dla strefy euro | 167 |
| Rysunek 8.3. | Dynamika cen aktywów oraz dynamika kredytu oraz roczna inflacja i dynamika PKB w strefie euro | 171 |
| Rysunek 8.4. | Trendy na rynku akcji (S&P500) w fazach <i>bessy</i> | 173 |

| | |
|---|-----|
| Rysunek 8.5. Zmiany cen wybranych aktywów i stopy procentowe w USA i strefie euro | 173 |
| Rysunek 8.6. 3M LIBOR – OIS spread w USA, strefie euro i Polsce | 175 |
| Rysunek 8.7. Dynamika wzrostu pieniądza M3 | 176 |
| Rysunek 8.8. Wzrost kredytu dla sektora prywatnego | 176 |
| Rysunek 8.9. Aktywa Rezerwy Federalnej | 177 |
| Rysunek 8.10. Aktywa EBC | 178 |
| Rysunek 8.11. Dynamika wzrostu pieniądza M1 | 179 |
| Rysunek 11.1. Zmienność kursu złotego i korony słowackiej względem euro (indeks ERV) | 245 |
| Rysunek 14.1. Zmiany PKB <i>per capita</i> w latach 1995–2008, 1995=100 | 284 |
| Rysunek 14.2. PKB na głowę w krajach UE-10, 1900–2008, PPS, UE-15=100 | 284 |
| Rysunek 14.3. Zmiany PKB w latach 2008–10, w % | 286 |
| Rysunek 14.4. Potencjalny wzrost PKB w 2007 i 2011 roku w krajach UE-27 | 288 |
| Rysunek 14.5. Zmiana prognozowanej stopy wzrostu potencjalnego PKB w latach 2007 i 2011, UE-10 | 288 |
| Rysunek 14.6. Prognozowany średni roczny wzrost PKB w latach 2010–15, w % | 289 |
| Rysunek 14.7. Prognozowany średni wzrost PKB <i>per capita</i> w latach 2010–15, PPP, w % | 290 |
| Rysunek 14.8. Prognozowany wzrost PKB <i>per capita</i> w latach 2004–50, w % | 290 |

INDEKS

A

ABS (Asset-Based Securities) 107, 108, 120
Adam Applegarth 139
Adrian Tobias 161, 183
Afryka 183, 302, 334
agencje ratingowe 108, 123, 124, 128, 193, 219
AIG (American International Group) 109, 139
Akademia Leona Koźmińskiego 65
akcje 31, 50, 117, 128, 149, 158, 159
Akerlof George 128
aktywa
 finansowe 27, 50, 52, 55, 170, 203
 „toksyczne” (*toxic assets*) 108
aktywność redystrybucyjna 30
Algeria 306
American Dream 191, 192
Ameryka
 Łacińska 94, 96, 155, 283, 294, 327
 Południowa 286
amerykanizacja 58
Applegarth Adam 139
aprecjacja złotego 218
Arabia Saudyjska 10, 309, 333
Argentyna 94, 142, 155, 308, 333
armii modernizacja 226
ASEAN (Association of South East Asian Nations – Stowarzyszenie Narodów Azji Południowo-Wschodniej) 286, 302, 334,
asset stripping 30
Atlantyck 8, 52
Austria 23, 240, 241

Azja 52, 53, 108, 163, 263, 269, 283, 286, 289, 294, 295, 302, 323, 327, 332, 333
 Południowo-Wschodnia 283, 286, 323
azjatyckie tygrysy 286

B

badania i rozwój (B+R) 145, 287
badania naukowe 221
Bank
 Anglii (Bank of England) 31, 139, 176, 179, 319
 Kanady 320
 Medici 136
 of America 109
 Światowy (World Bank – WB) 35, 285, 286, 288, 295, 296, 297, 302, 331
banki hipoteczne 47, 105, 127, 128, 195
bankokracja 150
bankowość inwestycyjna 27, 51, 319
Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG) 151
Bank Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements – BIS) 124, 190, 331
bankructwo 12, 46, 49, 109, 129, 275, 330
Bank Rozliczeń Międzynarodowych 107
bańki spekulacyjne 156, 157, 158, 159, 162, 163
Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (Basel II) 127
Bear Stearns 125, 139, 200

Belgia 23, 241, 276
 Berlusconi Silvio 304
 Bernanke Ben 60, 162, 189
 bezpośrednie inwestycje zagraniczne 219
 bezrobocie 49, 64 91
 Bhadrakumar M.K. 306, 314
 Big Bang 26
 blairyzm 94
 Bogle John C. 22, 24, 30, 34, 36, 37, 43
 Boni Michał 65, 67, 69
 bony pieniężne 207
 Bordo Michael 161, 172, 183
 Botzen Wouter J. 168
 Bouteflika, Abdelaziz 306
 Bradford & Bingley 139
 Brazylia 10, 90, 94, 151, 291, 304,
 307, 309
 Bretton Woods 63, 80, 81, 82, 90, 321,
 331, 333, 334
 BRIC (Brazylia, Rosja, Indie, Chiny)
 10, 333
 Birmingham 306
 Brown Gordon 100, 134, 139, 311
 Brus Włodzimierz 65
 budownictwo mieszkaniowe 65, 210, 224
 Buffett Warren 139
 Bułgaria 199, 217, 219, 220, 282, 284
 Bush, George W. 51, 139, 191, 307

C

Cameron, Rondo 298
 Carter Jimmy 81
 Case-Shiller, wskaźnik 116, 117
 Cassano Joseph 139
 Cayne Jimmy 139
 CDS (Credit Default Swap) 51
 Centralna Agencja Wywiadowcza (CIA)
 323
 Centralny Bank Światowy 63
 Centrum Studiów Globalnych (Centre
 for Global Studies – CFG) 304
 Chakravaty Mint 61
 Chicago 59, 70, 124, 132, 154, 184
 Chimeryka 53
 Chiny 10, 50, 53, 58, 78, 79, 82, 84,
 97, 119, 144, 151, 259, 264, 304,
 305, 307, 308, 309, 311, 322, 323,
 328, 334
churning 34
 Cioffi, Ralph 139
 Citigroup 136, 139
 Clinton Bill 58, 139
 clintonizm 94

Cohen Abby 139
 Collateralized-Debt Obligations (CDO)
 107
 Corbet Kathleen 139
 Countrywide Financial 139
 Crawshaw Steve 139
credit crunch 110
 Cristiano Lawrence 162
 cybermigracja 82
 Cynceron (Marcus Tullius Cicero) 152
 Czechy 65, 217

D

Daleki Wschód 50
 Dania 23
 deficyt
 budżetowy 17, 51, 60, 212, 213, 215,
 217, 264, 265, 266
 publiczny 77
 w handlu 28
 deflacja 21, 161, 180, 181, 274, 280
 Dekalog 20
 dekonjunktura 21, 160, 203
 delewarowanie 55, 318
 depozyty w bankach 50
 deprecjacja złotego 190, 206, 207,
 241, 266
 deregulacja stóp procentowych 26
 derogacja 231
 derywaty 106, 137
 dług publiczny 45, 217, 232, 267,
 279, 280
 dochody
 netto 24
 niepodatkowe 42
 Dodd Christopher 103, 139
 dot.com 47, 155
double dip 318
 DWS 28
 dyscyplina finansowa 19, 77, 265
 dyspersja zmian cen 21

E

ECOWAS (Economic Community of
 West Africa States – Wspólnota
 Gospodarcza Państw Afryki
 Zachodniej) 302
 edukacja 41
 Edward III, król Anglii 155
 Egipt 10, 304
 Einstein Albert 85
 Eismann Stephen 139
 ekologia 85

- ekonomia 7, 8, 11, 12, 13, 18, 19, 20,
 21, 22, 35, 60, 94, 99, 135, 141,
 158, 178, 211, 217, 267, 270
 nowa ekonomia 18, 19, 22
 ekonomia podaży 18
comparative economics 58
e-economy 63
 wiedzy niedoskonałej (*imperfect
 knowledge economics*) 141
 eksport netto 78, 205, 206, 207
 emerytalne przywileje 226
 emigracja zarobkowa 64
 ERM-2 232, 233, 245, 246, 247, 248,
 249, 250, 251, 253, 254
 Estonia 211, 217, 219, 231, 243, 248,
 261, 285, 289
 etyka 37, 54, 67, 153
 Euro 2012 212
 Europa Środkowo-Wschodnia 48, 334
 Europejska Wspólnota Węgla i Stali 302
 Europejski Bank Centralny (European
 Central Bank – ECB) 80, 163, 164,
 165, 166, 167, 168, 170, 171, 172,
 176, 177, 178, 179, 180, 181, 182,
 233, 245, 246, 260, 262, 263, 270,
 272, 280, 320, 324, 325, 341, 342
 Europejski Mechanizm Stabilizacyjny
 179
 Europejski Program Stabilizacyjny 258
 Europejski System Banków Centralnych
 (European System of Central Banks
 – ESCB) 233
 Eurostat 171, 260, 284
- F**
- faszyzm 8, 11
 Federacja Rosyjska 119
 Fed (Federal Reserve – System Rezerwy
 Federalnej Stanów Zjednoczonych)
 25, 31, 47, 50, 51, 69, 108, 113, 118,
 126, 131, 137, 139, 161, 170, 172,
 174, 176, 177, 179, 180, 182, 271,
 319, 320, 333
 Fernandez Adriana 170, 183
 FHLMC (Federal Home Loan Mortgage
 Corporation – „Freddie Mac”) 107,
 195, 345
 Filardo Andrew J. 162, 183
 Filipiny 286
 Financial Services Authority 139
 finansjeryzacja zob. finansyzacja
 gospodarki
 finansyzacja gospodarki 27, 32, 60, 138
- Finch Julia 139, 153
 Finlandia 23, 241
 Floryda 116
 fluktuacja rynku akcji 27
 FNMA (Federal National Mortgage
 Association – „Fannie Mae) 107,
 120, 121, 125, 137, 159, 193, 195
 Forum Stabilności Finansowej (FSF)
 310, 311
 Francja 23, 164, 198, 200, 202, 204,
 240, 241, 263, 305, 309, 328, 334
 Frankel Jeffrey A. 163, 184, 253
 frank
 francuski 246, 322
 szwajcarski 218, 322
 Frasyniuk Władysław 63, 69
 Friedman George 18, 141
 Friedman Milton 18
 Fuld Dick 139
 fundusze
 emerytalne 31, 36, 121, 191, 196
 hedgingowe 24, 28, 84
 inwestycyjne 107, 191
 rynku pieniężnego 191
 strukturalne 146, 147, 263, 212,
 288
 Fundusz Spójności 263
 funt
 brytyjski 322
 irlandzki 246
- G**
- G2 305, 334
 G3 306, 332
 G7 175, 306, 314, 316, 331, 333, 334
 G8 301, 302, 303, 304, 306, 307, 308,
 312
 G14 304
 G20 17, 36, 53, 75, 146, 147, 301, 302,
 303, 304, 305, 307, 308, 309, 310,
 311, 312, 313, 314, 315, 316, 326,
 331, 333, 334, 340
 G24 303, 305
 G77 305
 G110 305
 GCC (Gulf Cooperation Council – Rada
 Współpracy Zatoki Perskiej) 302
 Geithner Tim 150
 Gerlach-Kristen, Petra 168, 184
 Gertler, Mark 162, 183
 giełda
 nowojorska (New York Stock
 Exchange) 45

Papierów Wartościowych
w Warszawie (GPW) 31
w Bratysławie (SAX) 240
giełdyzacja 60, 71, 83
gospodarki światowej 63
Giniego, współczynnik 22, 24, 65, 339
global governance 63, 306, 307, 314
Główny Urząd Statystyczny (GUS) 66,
206, 213, 214, 228
GNMA (Government National
Mortgage Asociacion
– „Ginnie Mae”) 193, 195
Goldman Sachs 74, 87, 136, 139, 154
Golinowska Stanisława 65
Goodwin Fred 139
Gorter, Janko 168, 184
gospodarka
globalna 72, 73, 76
oparta na wiedzy 9
społeczna rynkowa 59, 67, 94
światowa 10, 49, 60, 63, 76, 78, 97,
144, 146, 147, 199, 200, 258, 259,
298, 302, 303, 305, 306, 307, 308,
310, 312, 313, 314, 318, 322, 327
Government-Sponsored Enterprises
(GSE) 107
Gramm Phil 26, 120, 139
Grangera testy przyczynowości 164,
168
Grauwe de Paul 270, 276, 281
Grecja 17, 23, 199, 233, 235, 240, 241,
242, 247, 261, 266, 269, 328
„Hank” Greenberg 139
Greenspan Alan 136, 139, 192,
193, 209
Group 14 zob. L14
Gwatemala 10

H

Haan de Jakob 168, 184
Haarde Geir 139
Habermas Jürgen 299, 314
Halifax 139
Hanke Steve 170, 184
Harris Ethan S. 60
Harvey David 30, 34, 43, 95, 99
Haubrich Joseph G. 161, 172, 183
Hausner Jerzy 59, 228
Hayek Friedrich August von 18, 158,
159
Hayford Marc D. 170, 184
Hegel Georg Wilhelm Friedrich 152
historia myśli ekonomicznej 58

Hiszpania 23, 164, 199, 240, 241, 248,
259, 265, 269, 272, 311, 328, 334
Hodricka-Prescottta filtr 163
Holandia 23, 240, 241, 324
Hongkong 155
Hornby Andy 139
HSBC 24, 44
Huntsville 312

I

idle balances 25
idle cash 25
Ilut Cosmin 162, 183
imperializm 8, 58
import 24, 60, 78, 79, 206, 207, 213,
214, 223, 246, 268, 292, 328, 339
indeks
Dow Jones 89, 149, 174
Stoxx 168
zmiennosc kursu walutowego
(ERV – Exchange
Rate Volatility) 245
Indie 10, 58, 90, 151, 294, 304, 306,
307, 309
Indonezja 10, 286, 309, 333
industrializacja 8
inflacja 21, 27, 30, 37, 46, 47, 49, 54, 61,
62, 81, 95, 160, 162, 163, 164, 166,
168, 170, 171, 174, 181, 182, 219,
225, 231, 244, 266, 271, 272, 275,
277, 280, 293, 341
infrastruktura teleinformatyczna 221
innowacja finansowa 30
innowacyjność 46, 237, 264
instrumenty
futures 28, 29, 31, 32, 41, 341
instrumenty pochodne 50, 52, 96,
120, 124
kredytowe pochodne (syntetyczne)
107
sekurytyzacyjne rynku hipotecznego
34
Instytut Badań Rynku, Konsumpcji
i Koniunktur 213
International Financial Statistics 322,
325, 336
internet 8, 47, 95, 135
interwencjonizm państwa 18, 104
inwestycje portfelowe 219
Irak 51
Irlandia 23, 164, 199, 240, 241, 248,
261, 269, 272, 329
Islandia 40, 139

Izba Finansowej Stabilności
(Financial Stability Board) 334
Izrael 23

J

Jacobs Jan 168, 184
Japonia 23, 50, 278, 279, 280, 306, 309,
323, 324, 328, 332
jednostkowe koszty pracy
(UCL – Unit Labor Costs) 242
Jelcyn Borys 96
jen japoński 239, 322
Jiabao Wen 303
J.P. Morgan 200
juan 85
Jugendamt 35

K

Kaczyński Lech 234
Kahn George A. 156, 170, 184, 303
Kaldemorgen Klaus 28
Kalecki Michał 62, 69, 70, 72
Kanada 23, 84, 309, 328
kapitalizm 13, 60, 61, 67, 86
kapitał
 ludzki 9
 „nomadyczny” 35
 portfelowy 75, 119, 341
 spekulacyjny 75
Karpiński Andrzej 66
kartel 36
keynesizm 8, 11, 63, 72, 80
Keynes, John Maynard 18, 34, 43, 57,
70, 72, 80, 81, 83, 100, 132, 152, 184
King Mervyn 139
Kissinger Henry 58
klientelizm 65
Koenig Evan 170, 183
Kohl Helmut 18
koincydencji teoria rozwoju 37, 99
kolonializm 8, 38
Kolonia 307
Kołakowski Leszek 64, 70
Komisja Europejska 223, 263, 265
Komisja Nadzoru Finansowego 151
koncepcja
 całkowitej deregulacji 20
 krótkiej sprzedaży 34
 krzywej Laffera 20
 „pieniądza i kredytu”
 von Misesa-Hayeka 158
Konsensus Waszyngtoński 94, 318
konserwatyzm 84, 140

Konstytucja RP 66, 67, 233
konsumpcja 25, 53, 78, 84, 201, 202,
203, 207
Korea Południowa 155, 306, 327
korona słowacka 239, 240
korupcja 65
Kosaty, Jarosław 156, 168, 170, 184
kraje
 pokolonialne 302
 rozwijające się 48, 55, 90, 155, 303,
305, 306, 310, 312, 324, 326, 332
 kraje śródziemnomorskie 49, 329
kreatywna księgowość 236, 242
kredyty
 denominowane 218
 hipoteczne 17, 26, 48, 104, 106,
112, 113, 114, 115, 116, 117, 118,
120, 121, 193, 194, 195, 196, 197,
201, 207, 218
 państwowe 142
 prime 123, 127, 175, 285
 subprime 40, 47, 51, 62, 97, 105,
122, 123, 126, 127, 137, 174, 190,
192, 193, 194, 195, 196, 317
Kristol Irving 19, 43
Krugman Paul 152, 154, 178, 184, 189,
209, 347
kryzys
 azjatycki 155
 ekologiczny 85
 grecki 77, 79, 329
 moralności 38
 naftowy 81
 stagflacyjny 18
kształcenie ustawiczne 293
Kuba 10
Kuroń Jacek 68, 70
kurs walutowy 21, 95, 199, 246, 259,
260, 293

L
L14 304
L20 (Leaders 20) 303, 304
Lahde Andrew 139
Lange Oskar 59
L'Aquila 304, 306, 307
Lehman Brothers 47, 48, 109, 129,
130, 136, 139, 172, 174, 175, 177,
178, 180, 182, 207, 208, 239, 285,
319
lewarowanie 123, 181
liberalizacja rynku 46, 191
liberalizm

- ekonomiczny 81
 gospodarczy 80
 limit poręczeń 210
 lir włoski 272
 Litwa 217, 220, 282
 lobbying 35, 286
 Londyn 312, 316
 Lucas Robert 189
 Lucasa paradoks 328
- Ł**
- ład korporacyjny 54
 łagodzenie ilościowe
 (*quantitative easing*) 172, 177, 180
 Łotwa 217, 220, 282
- M**
- Maastricht, kryteria z 219, 266
 macdonaldyzacja 58
 Maddison Angus 52, 56, 283, 284, 296
 Madoff Bernard Lawrence 136, 150
 Malezja 286
 Malliaris A.G. 170, 184
 Malthus Thomas 83
 Marey Philips 168
 marka niemiecka 322
 Marks Karol 152, 348
 Martin Paul 308
 mass media 12, 35, 135, 137
 Mazowiecki Tadeusz 63
 Mbeki Thabo 306
 MBS (Mortgage-Based Securities) 26,
 107, 108, 109, 119, 120, 121, 122,
 123, 124, 125, 127, 128, 129, 177,
 179, 192, 194, 195, 196
 Meade James 58, 59
 Meksyk 10, 291, 303, 304, 309, 333
 Mendicino Caterina 162, 184
 MERCOSUR (Mercado Común del
 Sur – Wspólny Rynek Południa) 302
 Merkel Angela 57
 Merrill Lynch 109, 139
 Metoda VaR (Value-at-Risk
 – wartość zagrożona ryzykiem) 122
 Międzynarodowy Fundusz Walutowy
 (IMF, International Monetary Fund)
 35, 48, 88, 89, 90, 100, 126, 160, 161,
 163, 171, 175, 184, 236, 240, 262,
 263, 283, 284, 285, 286, 287, 289,
 290, 296, 297, 302, 303, 304, 311,
 312, 313, 323, 324, 330, 331, 332
 Miami 116
- Międzynarodowe Centrum Zarządzania
 Innowacjami 304
 Międzynarodowy Bank Odbudowy
 i Rozwoju (International Bank
 for Reconstruction and Development)
 zob. Bank Światowy
 Miliband David 306, 314
 Ministerstwo Finansów RP 210, 222,
 225, 229, 253
 Ministerstwo Spraw Zagranicznych RP
 63
 Minsky Hyman P. 110, 132, 158, 184,
 270, 281
 Mises von Ludwig 158, 184
 monetaryzm 18, 81
 Mongolia 10
 Moody's 123, 193
 Motto Roberto 162, 183
 Mozilo Angelo 139
 Mumbai (Bombaj) 57
 Myanmar 10
 Myung-bak Lee 310, 315
- N**
- nadwyżki kapitału 50, 53, 55
 NAFTA (North American Free Trade
 Agreement – Północnoamerykański
 Układ Wolnego Handlu) 302
 NAIRU (Non-Accelerating Inflation
 Rate of Unemployment) 47, 56
 Narodowy Bank Polski (NBP) 39,
 151, 198, 207, 208, 209, 214, 218,
 219, 220, 221, 228, 229, 234, 240,
 251, 253, 267, 289
 narzędzia finansowego sterowania
 (*financial controllers*) 27
 NASDAQ 137
 „nawis popytowy” 115
 nazizm 8
 neokeynesiści 264
 neokeynesizm 93
 neokolonializm 58
 neoliberalizm 13, 18, 21, 26, 27, 35, 36,
 38, 40, 42, 95
 Nepal 10
 New Deal (Nowy Ład) 8, 52
 „New York Times” 149, 154
 Niemcy 23, 259, 260, 263, 270, 271,
 272, 273, 274, 277, 278, 279, 305,
 309, 324, 328
 nierówności w gospodarce 38
 nierówność dochodowa 65
 nierównowaga budżetowa 61

niewypłacalność 77, 263
 Nigeria 10, 306
 Nikolsko-Rzhevskyy Alex 170, 183
 NINJA (No Income, No Job, No Assets)
 127, 137
 Nixon Richard 81
 Northern Rock 139
 Norwegia 23, 328
 nowy pragmatyzm 98, 99
 NYSE 137

O

Obama Barack 57, 136, 307, 311, 313,
 314
 Obasanjo Olusegun 306
 obligacje 27, 31, 47, 49, 50, 114, 117,
 124, 159, 175, 179, 192, 262, 280
 rządowe 114, 124
 stanowe i municypalne 29
 odnawialne źródła energii 221
 OECD (Organisation for Economic
 Cooperation and Development
 – Organizacja Współpracy
 Gospodarczej i Rozwoju) 56, 76,
 89, 155, 223, 235, 258, 260, 288,
 297, 331
 OFE (Otwarte Fundusze Emerytalne)
 35, 218
 Oksford 62
 O’Neal Stan 139
 opcje
 CALL (opcje zakupu euro
 za złote) 239
 PUT (opcje sprzedaży euro
 za złote) 239
 OPEC 259
 ONZ (Organizacja Narodów
 Zjednoczonych, UN,
 United Nations) 304, 305
 outsourcing 258

P

Pakt Północnoatlantycki 226
 Pakt Stabilizacji i Wzrostu 258, 264,
 265
 Panzner, Michael 17, 43
 państwo opiekuńcze 59, 65
 papiery wartościowe 27, 32, 62
 parytet siły nabywczej 90, 283, 284, 342
 Paulson Henry 109
 Paulson John 24, 139
 pauperyzacja 65
 pay-as-you-go 35

PDI (*personal disposable income*
 – indywidualny dochód
 rozporządzalny 117
 pension fund capitalism 62
 Pew 91
 pieniądz fiducyjny (*fiat money*) 322
 PIGS (Portugal, Italy, Greece, Spain)
 269, 329
 PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece,
 Spain) 329
 Pinochet Augusto 18
 piramidy finansowe 30
 Pittsburgh 309, 312, 316
 PKO BP 292
 Platforma Obywatelska (PO) 248
 podatek
 CIT 212
 dochodowy 23, 46
 dochodowy od osób fizycznych 203,
 211
 liniowy 38, 286
 PIT 211, 212
 pośredni 23
 Tobina 41, 63
 VAT 211, 212, 273
 raje podatkowe 311
 polityka
 fiskalna 51, 79, 170, 260, 264, 279, 285
 gospodarcza 11, 98, 144, 146, 147,
 333
 pieniężna 51, 118, 131, 132, 159,
 161, 162, 163, 168, 170, 171, 180,
 181, 182, 192, 240, 265, 329, 333
 Polskie Stronnictwo Ludowe (PSL) 248
 pomoc socjalna 65
 popyt
 globalny 76
 inwestycyjny 211, 212
 konsumpcyjny 83, 203, 204, 207,
 211, 213, 258, 259
 Porsche 28, 44
 Portugalia 23, 65, 199, 240, 241, 269
 prawa człowieka 81
 Prawo i Sprawiedliwość (PIS) 234
 preferencja płynności 83
 premia
 za płynność 177
 za ryzyko 55, 113, 114, 123, 240
 Prince Chuck 139
 procent składany 85, 86
 progresja podatkowa 38
 protekcjonizm 84, 311, 312
 prywatyzacja 19, 21, 42, 95

przedsiębiorczość 12, 18, 20, 34, 35,
46, 52, 94
przemysł motoryzacyjny 90, 211
przepływy kapitałowe 71, 81, 82, 84,
237, 238, 327
przetwórstwo żywności 90
Przystupa Jan 214, 229

Q

q Tobina 160

R

Rada Bezpieczeństwa ONZ 304
Rada Ecofin 233
Rada Polityki Pieniężnej (RPP) 208,
223, 244
Rada Stabilności Finansowej (FSB) 311
rady nadzorcze 54
Rajan Raghu 88, 100, 124, 132,
285, 297
Ranieri Lewis 139
rating AAA 124
reaganomics 63, 96
Reagan Ronald 18, 52
realny socjalizm 65
recesja 17, 48, 49, 200, 219, 235, 259
Reder Melvin 59, 70
reformy systemu emerytalnego 35
regulacja rynków finansowych 63
regulacyjna rola państwa 54
reguła
 McCalluma 160
 Taylora 156, 160, 161, 162, 163,
 165, 167, 168, 170, 182, 341
renminbi 324
renty 227
repo 208
Republika Południowej Afryki 304, 306,
309, 333, 334
Reuters 251, 350
rewolucja
 informacyjna 65
 naukowo-techniczna 9
RMB (Residential Mortgage-Backed
Security) 175
Roosevelt Franklin Delano 8
Rosja 10, 90, 309, 323, 328
Rostagno Mascimo 162, 183
Rothbard Murray N. 152
Roubini Nouriel 46, 56, 139
Royal Bank of Scotland 139
równowaga budżetowa 19, 21, 42, 266
Rumunia 217, 220, 282, 284, 293

Rundy z Doha 311, 313

rynek

 akcji 29, 174
 długów korporacji 29
 futures 29
 hipoteczny 29
 instrumentów pochodnych 51, 123,
 318, 320
 kapitałowy 27, 75
 opcji 29
 papierów skarbowych 29
 subprime 30, 97, 123, 193
 walutowy 29, 241
rynki wyłaniające/wyłaniające się 8, 35,
90, 94, 95, 323

S

SAARC (South Asian Association
for Regional Cooperation
– Południowoazjatyckie
Stowarzyszenie Współpracy
Regionalnej) 302
SADC (Southern African Development
Community – Wspólnota Rozwoju
Afryki Południowej) 302
saldo
 błędów i opuszczeń 39
 dochodów 39
 obrotów towarowych 39
 transferów bieżących 39
 usług 39
Sarkozy Nicolas 57, 89, 304
Savings and Loans Associations
189
Schularick Moritz 161, 185
Schumpeter Joseph Alois 216, 336
sektor
 budownictwa 108
 finansowy 18, 27, 28, 33, 34, 35,
 36, 40, 52, 54, 61, 91, 93, 96, 142,
 143, 180, 190, 191, 194, 196, 197,
 199, 200, 253, 258, 311, 341
 przetwórczy 33
 publiczny 41
 rolny 300, 301
sekurytyzacja 103, 104, 106, 107, 115,
120, 121, 122, 123, 126, 130, 131,
139, 192, 196, 318
Senegal 10
seniorat (*seignorage*) 325
Shiller Robert 116, 117, 118, 124, 132,
190, 209, 341
Skandynawia 95

- skarbowe papiery wartościowe (SPW) 216, 217, 218, 222
- Skarb Państwa 210, 211, 221
- Skidelsky Robert 93, 100, 104, 132, 137, 138, 139
- Słowacja 65, 198, 200, 201, 202, 204, 220, 233, 239, 282, 283, 284, 289, 291
- Słowenia 65, 94, 250, 289
- Smith Adam 18
- Société Générale 150
- Sojusz Lewicy Demokratycznej (SLD) 68
- Song Shin Hyun 161, 183
- Soros George 139, 154
- SOW (Szanghajska Organizacja Współpracy) 302
- spadek dochodów realnych 24
- specjalne prawa ciągnięcia (Special Drawing Rights, SDRs) 331
- spekulacja 12, 26, 30, 31, 34, 82, 84, 96, 130, 131, 141, 152, 157, 158, 159, 262
- społeczeństwo obywatelskie 54
- sprawiedliwość społeczna 66, 68
- stagflacja 46
- stalinizm 8
- Standard & Poor's 117, 123, 139
- Stark Jürgen 270
- Steindl Joseph 62, 70
- Stiglitz Joseph E. 20, 31, 44, 46, 51, 54, 56, 57, 58, 64, 70, 88, 89, 93, 100, 110, 133, 154, 301, 303, 307, 311, 315, 351
- Strategia dla Polski* 94
- Strauss-Kahn Dominique 303
- swapy 29, 208, 235, 239
- szkoła
chicagowska 18
monetarystyczna 18
- Sztompka Piotr 148, 149, 154
- Szwecja 23
- Ś**
- Światowa Organizacja Handlu (WTO – World Trade Organisation) 310, 311
- Światowe Forum Społeczne 57
- T**
- Tajlandia 286, 306
- Tannin Matthew 139
- TARP (Troubled Assets Relief Program) 109
- Taylor Alan M. 139, 154, 156, 161, 183, 184, 185, 351
- teoria
export-led-growth 148
inflacji rynku kapitałowego 61
- Tetlow Robert J. 160, 162, 185
- Thatcher Margaret 18, 25, 26, 58, 60, 63, 318
- thatcheryzm 63
- „The Economist” 12, 148, 149, 326
- „The Guardian” 139
- Tiner John 139
- Toporowski Jan 27, 44, 61, 62, 70
- Toronto 17, 75, 309, 310, 313, 314, 316
- total-factor productivity* (TFP) 287
- traktat
akcesyjny 231, 300
Maastricht, z 219, 266
Paryski 302
Ustanawiający Wspólnotę (TWE) 233
- transformacja ustrojowa 63, 94, 96, 205
- Tremonti Giulio 307
- Trichet Jean-Claude 36
- trojka 309, 334
- Trybunał Konstytucyjny 66, 68, 70
- Trzeci Świat 323, 324, 328
- Turcja 309, 333
- Tusk Donald 233
- tygrysy azjatyckie 78, 309
- U**
- ubezpieczenia społeczne 41
- ubóstwo 64, 66, 268
- UE-10 6, 282, 283, 284, 285, 286, 287, 288, 289, 290, 291, 292, 293, 294, 295, 342
- UE-15 283, 284, 289, 290, 291, 293, 342
- UE-27 288, 342
- ulgi inwestycyjne 210, 221
- Unia Gospodarcza i Walutowa (UGW) 230, 323
- Uniwersytet Chicago 124
- ustawa
Glassa-Steagalla (*Glass-Steagall Act*) 26, 27, 40, 128, 191
Gramma, Leacha i Blileya (*Gramm-Leach-Bliley Act*) 120

V

„Vanguard” 24
Volkswagen 28

W

Wallerstein Immanuel 140, 141, 154
Wall Street 34, 43, 45, 47, 69, 91, 109,
131, 136, 139, 149, 154
Waszyngton 307, 316
Węgry 65, 198, 200, 202, 204, 217, 220,
239, 282, 284, 292, 293
Whitney Meredith 139
Wielka Brytania 18, 23, 198, 200, 202,
204, 279, 305, 309, 325, 328, 334
Wielki Kryzys 7, 8, 11, 22, 45, 46, 155,
161, 163, 191, 194
Wietnam 258, 286, 294
więziennictwo 20
WIG20 31
Włochy 23, 198, 200, 202, 204, 240, 241,
242, 272, 305, 309, 328
Wspólnota Niepodległych Państw
(WNP) 93, 302
wojna
z terroryzmem 51
IV światowa 11
II światowa 8, 136, 320, 321

I światowa 10

zimna 11
wojny napoleońskie 155
Wolf, Martin 60, 76, 80, 87, 329,
337

Woodrow Wilson Center for
International Scholars 333
Wójtowicz Anna 284
Wójtowicz Grzegorz 284

Z

zadłużenia rządów 49, 77
zastaw hipoteczny 26
Zatoka Perska 119
zaufanie społeczne 11
Zdziennicki Bohdan 68, 70
Zieliński Tadeusz 66
Zimbabwe 10
Zintegrowany Indeks Pomyślności
(ZIP) 88
złoto 31, 81
Zoellick Robert 305, 333, 337
zrównoważony
budżet 21, 95
rozwój 12
Zurych 147
Związek Radziecki 8

INFORMACJA O AUTORACH

Prof. JAN CZEKAJ, członek Rady Polityki Pieniężnej (od 2003 roku). Wiceminister przekształceń własnościowych w latach 1994–96. W latach 2002–03 wiceminister finansów, pełniący równocześnie funkcję wiceprzewodniczącego w Komisji Nadzoru Bankowego oraz Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

Prof. STANISŁAW FLEJTERSKI, kierownik Katedry Bankowości i Finansów Porównawczych Uniwersytetu Szczecińskiego. W latach 1991–99 menedżer w bankach komercyjnych (PEKAO SA, BIG SA, Bank Austria Creditanstalt SA). Przewodniczący rad nadzorczych w instytucjach parabankowych. Członek Komitetu Nauk Ekonomicznych i Komitetu Nauk o Finansach PAN; www.flejterski.pl.

Dr hab. KRZYSZTOF KALICKI, profesor w w Katedrze Finansów Akademii Leona Koźmińskiego. Od 1 stycznia 2003 roku Prezes Zarządu Deutsche Bank Polska SA oraz Country Manager Grupy Deutsche Bank w Polsce. Wiceprezes Zarządu Polsko-Niemieckiej Izby Przemysłowo-Handlowej.

Prof. GRZEGORZ W. KOŁODKO, dyrektor Centrum Badawczego Transformacji, Integracji i Globalizacji TIGER w Akademii Leona Koźmińskiego. Wicepremier i minister finansów w latach 1994–97 i 2002–03. Członek Europejskiej Akademii Nauki, Sztuki i Literatury.

Prof. TADEUSZ KOWALIK, profesor ekonomii i nauk humanistycznych w Instytucie Nauk Ekonomicznych PAN oraz Wyższej Szkoły Społeczno-Ekonomicznej w Warszawie. Współzałożyciel Unii Pracy i Fundacji Polska Praca. Ostatnia książka: www.PolskaTransformacja.pl.

ARKADIUSZ KRZEŚNIAK, główny ekonomista Deutsche Bank Polska SA (od 2001 roku). W latach 1993–99 pracownik naukowo-dydaktyczny na Wydziale Nauk Ekonomicznych UW. W latach 1999–2001 główny ekonomista WBK i Banku Zachodniego WBK.

Prof. KAZIMIERZ ŁASKI, prof. emer. Uniwersytetu w Linz, były naukowy dyrektor Wiedeńskiego Instytutu Międzynarodowych Porównań Gospodarczych. W latach 1950–68 w SGPiS.

Prof. WITOLD MAŁECKI, profesor w Wyższej Szkole Finansów i Zarządzania w Warszawie. Doradca ministra finansów w latach 1994–97 i 2002–03, członek Rady Banku WBK SA w latach 1991–99 oraz członek rady Głównej Szkoły Szkolnictwa Wyższego w latach 1999–2001.

Dr hab. RYSZARD MICHALSKI, profesor Akademii Finansów w Warszawie, od 2007 roku dyrektor Instytutu Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktur.

Prof. WITOLD M. ORŁOWSKI, dyrektor Szkoły Biznesu Politechniki Warszawskiej i współzałożyciel Niezależnego Ośrodka Badań Ekonomicznych NOBE. Główny doradca ekonomiczny PricewaterhouseCoopers Polska.

Prof. JERZY OSIATYŃSKI, wykładowca Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów w Bielsku-Białej oraz przewodniczący Rady Naukowej Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN, redaktor *Dzielt* Michała Kaleckiego (polska edycja, 6 tomów, PWE, Warszawa, angielska – 7 tomów, Cambridge University Press).

SYLWIA PARA, doktorantka w Instytucie Stosunków Międzynarodowych Uniwersytetu Warszawskiego. Absolwentka stosunków międzynarodowych ISM UW (2008) oraz prawa na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego (2010).

Dr MARCIN PIĄTKOWSKI, pracownik naukowy w Akademii Leona Koźmińskiego, adiunkt w Centrum Badawczym TIGER i starszy ekonomista w Banku Światowym w Warszawie. Wcześniej główny ekonomista PKO BP i ekonomista MFW w Waszyngtonie. W latach 2002–03 doradca premiera i ministra finansów.

Dr hab. LEON PODKAMINER, od 1994 roku związany z Wiedeńskim Instytutem Międzynarodowych Porównań Gospodarczych. Pełnił funkcje doradcze – m.in. w trakcie obrad Okrągłego Stołu. Profesor w Wyższej Szkole Administracji w Bielsku-Białej.

Prof. DARIUSZ ROSATI, kierownik Katedry Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych w Uczelni Łazarskiego, wykładowca Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Minister spraw zagranicznych (1995–97), od 2004 do 2009 poseł do Parlamentu Europejskiego.

Prof. WŁADYSŁAW SZYMAŃSKI, kierownik Katedry Analizy Rynków i Konkurencji w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

Dr JACEK TOMKIEWICZ, pracownik naukowy w Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie. Dyrektor ds. Naukowych Centrum Badawczego Transformacji, Integracji i Globalizacji TIGER. W latach 2002–03 doradca ministra finansów.

Dr hab. JERZY ŻYŻYŃSKI, prof. nadzw. na Wydziale Zarządzania UW w Katedrze Gospodarki Narodowej, kierownik Zakładu Gospodarki Publicznej.

Historia nie tylko się nie skończyła, lecz jej bieg jakby znowu się zaognił. Trudno oprzeć się wrażeniu, że w ferworze nieustannych sporów ideologicznych, politycznych i ekonomicznych tak naprawdę toczy się wielka światowa wojna pomiędzy ideami, poglądami, a przede wszystkim interesami. Jaki będzie ostateczny efekt tego starcia, nie wiadomo. Nie dojdzie ani do tak skrajnej polaryzacji politycznej i ustrojowej, jak stało się to wskutek poprzedniego Wielkiego Kryzysu, ten obecny bowiem nie przyniesie ludzkości takich paskudztw jak faszyzm, ani takich dobrodziejstw jak keynesizm, choć bez wątplenia pojawi się nowy paradygmat i nowe teorie oraz inna niż ostatnio dominująca aksjologia. Co zaś trwające starcie przyniesie, zależy przynajmniej po części od tego, jak rozprawi się ze współczesnym kryzysem i sama z sobą ekonomia. Sama z sobą, bo niepozbawiony podstaw jest pogląd, że ta dyscyplina wiedzy też znajduje się w zapaści, podobnie jak gospodarka, którą usiłuje objaśnić i zmienić.

Grzegorz W. Kołodko
(fragment I rozdziału)



AKADEMIA
LEONA KOŹMIŃSKIEGO

www.poltext.pl

ISBN 978-83-7561-116-8



9 788375 611168 >

Cena 49 zł
P12060401