

# Państwo i rynek

co wynika z obecnego kryzysu?

Krzysztof Brzeziński

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

I rok studiów magisterskich

kierunek: Ekonomia oraz Metody ilościowe  
w ekonomii i systemy informacyjne

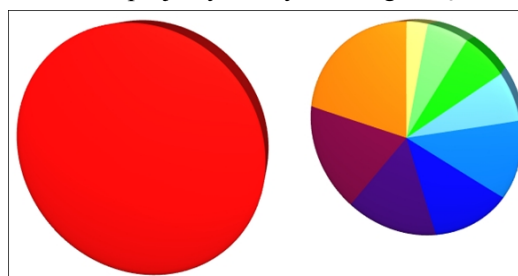
czerwiec 2010

## I Pytania o przyszłość

Dotkliwe kryzysy gospodarcze są tradycyjnie czasem wolty myślowej w ekonomii. Wielkiemu Kryzysowi oraz stagflacji lat 70. ubiegłego stulecia towarzyszyły próby zrozumienia czynników wywołujących nagłe zmniejszenie produkcji oraz pogorszenie innych zmiennych ekonomicznych. Trafna diagnoza przyczyn miała służyć opracowaniu efektywnych metod prewencji i na tym skupiała się większość badań ekonomistów. Do niedawna wydawało się, że starania te zostały zwieńczone sukcesem – okres od początku lat 80. dwudziestego wieku, nazwany Wielkim Uspokojeniem (*The Great Moderation*<sup>1</sup>), był świadectwem powodzenia polityki stabilizacyjnej<sup>2</sup>. Znaczna część badaczy i uczestników rynku uwierzyła, że udało się „wygładzić” cykl koniunkturalny przy pomocy instrumentów polityki (przede wszystkim) monetarnej oraz fiskalnej. Olivier Blanchard, główny ekonomista MFW, w artykule z 2008 r. pisał: „*The state of macro is good*”<sup>3</sup>.

Wtedy nadszedł kolejny globalny kryzys – tym razem finansowy, a jego śladem kryzys fiskalny. Wraz z nimi zwątpienie w neutralność procesów finansowych dla gospodarki w skali makro i konieczność ponownej oceny jakości prowadzonej polityki makroekonomicznej. Mimo, że w 1987 r. Robert Lucas argumentował, że koszt społeczny fluktuacji aktywności gospodarczej jest bardzo niski<sup>4</sup>, skala interwencji Stanów Zjednoczonych w porównaniu do innych wydatków (rys 1.) wskazuje, że ocena rządzących jest w tej kwestii odmienna. Tak duże wydatki budżetowe skłaniają ekonomistów do stawiania pytań o zasadność i ewentualną efektywność ingerencji. Czy rynek potrzebuje

Rys. 1.: Dofinansowanie 2008 i inne duże projekty amerykańskiego rządu.



USD w cenach stałych z XI 2008	
Plan Marshalla	\$115 000 000 000
zakup Luizjany	\$217 000 000 000
wystrzelenie człowieka na Księżyc	\$237 000 000 000
kryzys kas oszczędnościowo-pożyczkowych	\$256 000 000 000
wojna koreańska	\$454 000 000 000
New Deal	\$500 000 000 000
wojna w Iraku	\$597 000 000 000
Wietnam	\$698 000 000 000
NASA (całkowity historyczny budżet)	\$851 000 000 000
<b>RAZEM</b>	<b>\$3 925 000 000 000</b>
dofinansowanie 2008 (XI 2008)	<b>\$4 616 000 000 000</b>

Źródło: www.rybinski.eu

- 1 Por. Stock J., *Has the Business Cycle Changed and Why?*, NBER Working Paper Series, sierpień 2002; w tłumaczeniu Ł. Goczka: Wielkie Umiarkowanie.
- 2 W tej kwestii panuje wśród ekonomistów pewna rozbieżność poglądów odnośnie do ram czasowych tego zjawiska (niektórzy twierdzą, że zaczęło się ono wcześniej, ale zostało przerwane przez nadzwyczaj silne i niespotykane dotąd szoki naftowe lat 70.) oraz przyczyn (jaka część spadku wahań jest rezultatem szczęścia, mniejszych szoków, zmian strukturalnych, a jaka ulepszonej polityki; prawdopodobnie swoją rolę odegrały również usprawnienia w zarządzaniu zapasami, duży wzrost produktywności oraz integracja handlowa Chin i Indii). Podobna wielkość wzrostu cen ropy naftowej w latach 70. i w ostatniej dekadzie potwierdza jednakże hipotezę poprawy jakości prowadzonej polityki makroekonomicznej. Por. Blanchard O., Dell’Ariccia G., and Mauro P., *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, 12 lutego 2010.
- 3 „Stan makroekonomii jest dobry” [tłum. K.B.]. Blanchard O., *The state of macro*, NBER Working Paper Series, 14259, sierpień 2008.

wsparcia ze strony rządu, a jeśli tak, to kiedy i w jakiej formie można jej dostarczyć, aby osiągnąć jak najlepsze efekty jak najniższym kosztem?

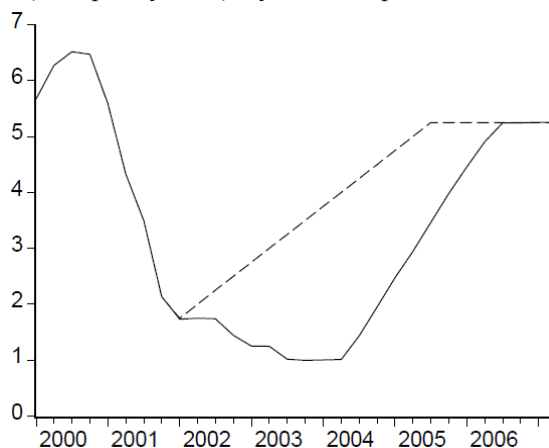
Na światło dzienne wyszła krytyka metodologii ekonomii, której zarzucono „fundamentalizm rynkowy”<sup>5</sup> oraz nierozpoznanie symptomów nadchodzącego spowolnienia gospodarczego. Paul Krugman pisał o swoich kolegach po fachu: „*the economics profession went astray because economists, as a group, mistook beauty, clad in impressive-looking mathematics, for truth*”<sup>6</sup>. Czołowi europejscy politycy wydają się iść w swojej krytyce jeszcze dalej. Prezydent Sarkozy gościł byłego premiera Blaira w Paryżu na sympozjum „Nowy świat, nowy kapitalizm”, na którym rozważano alternatywną wersję kapitalizmu. Angela Merkel przedstawiła niemiecką koncepcję rynku "socjalnego", ograniczonego pakietem konsensusów.<sup>7</sup> Czy potrzebujemy więc „nowego kapitalizmu”?

Niniejszy esej jest próbą odpowiedzi na postawione wyżej pytania o związek państwa z rynkiem. Próba ta jest o tyle trudna, o ile odnosi się do wciąż trwających i dynamicznie zmieniających się procesów, czym należy usprawiedliwić ogólność niektórych z zaleceń. Ze względu na ograniczoną objętość nie jest to także analiza wyczerpująca temat, ale jedynie sygnalizująca pewne problemy i proponowane rozwiązania.

## II Przyczyny kryzysu

Dobra recepta wymaga trafnej diagnozy. Klasyczne wyjaśnienia powodów kryzysów finansowych wskazują na nadmiar – najczęściej natury czysto pieniężnej – prowadzący do ożywienia i nieuchronnego załamania (tzw. *boom and bust*). Rys. 2. przedstawia decyzje Banku Rezerwy Federalnej USA w latach 2000-06. Wynika z niego, że decyzje dotyczące poziomu stóp procentowych doprowadziły ich poziom znacznie niżej niż zalecałaby reguła Taylora, która sprawdziła

Rys. 2: Stopa procentowa funduszy federalnych – przebieg rzeczywisty (linia ciągła) i scenariusz alternatywny (linia przerywana) wyrażone w procentach.



Źródło: Taylor J. B., *Housing and Monetary Policy*, referat wygłoszony w Jackson Hole w sierpniu 2007.

4 Lucas R. E. Jr., *Models of Business Cycles*, Blackwell, Oxford, 1987.

5 Termin używany m.in. przez Georga Sorosa i Josepha Stiglitz.

6 „Ekonomia zoczyła z drogi, ponieważ ekonomiści jako grupa pomylili piękno odziane w imponującą matematykę z prawdą” [tłum. K.B.]. Krugman P., *How Did Economists Get It So Wrong?*, „The New York Times”, 2 września 2009.

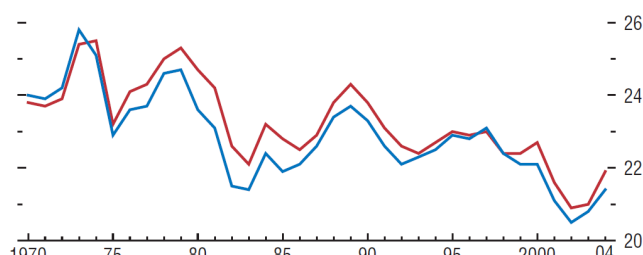
7 Sen A., *Capitalism Beyond the Crisis*, „The New York Review of Books”, przedruk i tłumaczenie: *I rynek i państwo*, tłum. Kowalski S., „Gazeta Wyborcza”, 6 kwietnia 2009.

[http://wyborcza.pl/1,76842,6463889,I\\_rynek\\_i\\_panstwo.html?as=1&startsz=x](http://wyborcza.pl/1,76842,6463889,I_rynek_i_panstwo.html?as=1&startsz=x)

się historycznie jako wskazówka (początkowo normatywna, ale jak się później okazało również pozytywna) do prowadzenia polityki monetarnej w czasach Wielkiego Uspokojenia. John B. Taylor w odniesieniu do okresu po pęknięciu bańki internetowej zwraca uwagę, że „nie widziano większego lub bardziej trwałego odchylenia rzeczywistej polityki banku od tej reguły od burzliwych dni w latach 70”<sup>8</sup>. Uzasadnieniem tej uznaniowej decyzji Fedu, odbiegającej od dotychczasowej polityki był strach przed deflacją podobną do japońskiej z lat 90. Trudno stwierdzić, na ile realne było to zagrożenie w tym okresie, jeszcze trudniej jednak oprzeć się wrażeniu, że wiążący się z niskimi stopami procentowymi tani kredyt podsycał bańkę na amerykańskim rynku nieruchomości<sup>9</sup>. To właśnie jej pęknięciu towarzyszyły perturbacje na światowych rynkach finansowych, a bezpośrednim następstwem tego zdarzenia był spadek produkcji w wielu krajach rozwiniętego świata. Szybka propagacja kryzysu ze Stanów Zjednoczonych jest konsekwencją roli największej gospodarki świata w dokonującej się w ostatnich latach globalizacji i integracji rynków finansowych<sup>10</sup>.

Alternatywne wytłumaczenie kryzysu postuluje istnienie światowego nawisu oszczędności, tj. ich nadmiaru, który miałby wywrzeć presję na obniżenie światowych stóp procentowych. Luka między oszczędnościami a inwestycjami nie może istnieć z przyczyn czysto rachunkowych – cena kapitału będzie dostosowywać się tak, by rynek oszczędności i inwestycji się czyścił. Rys. 3. pokazuje ponadto, że w wyniku zmniejszania się stopy oszczędności krajów rozwiniętych, zmniejsza się też globalna stopa oszczędności. Konsumujące Stany Zjednoczone inwestowały więcej niż oszczędzały, co było równoważone przez rosnące oszczędności Chin i Indii. Obserwowany spadek zasobu oszczędności prowadziłby raczej do wzrostu stopy procentowej, co ostatecznie obala tę hipotezę.

Rys. 3: Światowe oszczędności i inwestycje jako procent światowego PKB.



Źródło: Taylor J. B., 2007, *op. cit.*

Inne banki centralne na początku dekady również rozluźniły politykę pieniężną. Rys. 4. pokazuje, że boomy mieszkaniowe były największe w krajach, w których stopy procentowe odchyliły się najbardziej od reguły Taylora. Stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego dla całej strefy euro były tylko lekko poniżej reguły Taylora, ale to odchylenie było znacznie większe dla niektórych krajów. Austria, dla której stopa EBC była najbliższa Taylorowskiej, odnotowała naj-

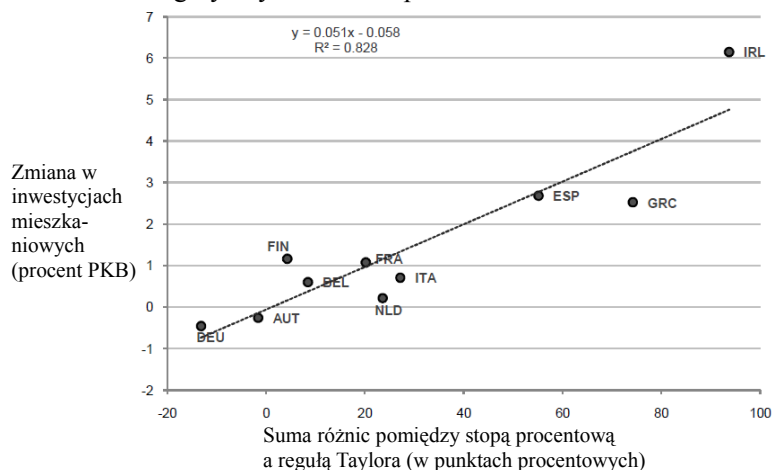
<sup>8</sup> Taylor J. B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, tłum. Goczek Ł., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.

<sup>9</sup> Dane pokazujące boom w liczbie nowych budów domów można znaleźć w Taylor J. B., *Housing and Monetary Policy*, referat wygłoszony w Jackson Hole w sierpniu 2007 (<http://www.stanford.edu/~johntayl/Housing%20and%20Monetary%20Policy--Taylor--Jackson%20Hole%202007.pdf>). Bańkę można było także zaobserwować w cenach nieruchomości.

<sup>10</sup> Światowa Federacja Giełd podaje, że ponad połowa trade value 20 głównych giełd świata przypada dwóm placówkom amerykańskim – NYSE i NASDAQ (<http://www.world-exchanges.org/statistics/ytd-monthly>).

mniejszą zmianę w inwestycjach mieszkaniowych w stosunku do PKB. W Hiszpanii, której odchylenie od reguły było jednym z większych w Europie, pojawił się wyraźny boom mieszkaniowy. Zatem Stany Zjednoczone nie były odosobnione w rozluźnieniu monetarnym i jego późniejszych konsekwencjach. Dane te potwierdzają, że kluczowym czynnikiem, który wywołał kryzys, był nadmiar pieniędzy.

Rys. 4: Inwestycje mieszkaniowe w stosunku do odchylen od reguły Taylora w Europie.



Źródło: Ahrend R., Cournède B. and Price R., *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*, OECD Economics Department Working Paper, Nr 597, 10 marca 2008 r., s 18.

Laik zapytałby gdzie w tym wszystkim podzieli się finansiści, którzy – cytując prezydenta Sarkozy'ego – „zarabiają krocie na operacjach giełdowych, a jednocześnie niszczą miejsca pracy i podważają fundamenty gospodarki rynkowej?”<sup>11</sup>. Wiedząc już o łatwym finansowaniu kredytów przez banki dzięki niskim stopom procentowym w banku centralnym nietrudno odtworzyć bieg wydarzeń. Banki komercyjne działające w silnie konkurencyjnym otoczeniu i odpowiedzialne przed swoimi akcjonariuszami w poszukiwaniu zysków zwiększały akcję udzielania kredytów hipotecznych, obejmując nią coraz szersze grupy społeczne. Gdy tradycyjny rynek stał się nasycony, bankierzy postanowili go rozszerzyć – wiązało się z tym wyższe ryzyko, ale i obietnica zysków była wyższa. Wtedy kredyty hipoteczne zaczęły otrzymywać osoby o niskich dochodach przy założeniu, że będą w stanie spłacić zobowiązania względem banku wzrostem wartości nabytej nieruchomości. Dodatkowo takie pożyczki były wspierane przez programy rządowe skonstruowane w celu upowszechnienia idei posiadania domu na własność.

Prawdopodobnie część zarządzających instytucjami finansowymi widziała rosnące ryzyko, jednak presja konkurencji nie pozwalała nawet na chwilę wytchnienia w pogoni za dobrym wynikiem finansowym i zadowoleniem udziałowców. Z punktu widzenia decydenta w banku komercyjnym zdecydowanie wygodniej jest pomylić się z wszystkimi (tj. z rynkiem), unikając odpowiedzialności, niż ewentualnie pomylić się samotnie i stracić pracę. Na tym etapie zabrakło instytucji lub mechanizmu, który wykryłby powstające ryzyko systemowe i ograniczył zachowania stadne banków. W konsekwencji zwiększenia wolumenu pożyczek obarczonych dużym ryzykiem (*subprime*) bankierzy znowu stanęli przed problemem – chcieli zabezpieczyć się przed ewentualnym brakiem spłaty tych kredytów. Rozwiązaniem okazały się instrumenty finansowe, które pozwoliły

<sup>11</sup> Kläsger M., *Wzrost według Sarkozy'ego*, „Süddeutsche Zeitung”, przedruk i tłumaczenie: <http://biznes.onet.pl/wzrost-wedlug-sarkozyego,18543,3039675,1,prasa-detel>, 30 września 2009.

łączyć ryzyko kredytowe pożyczkobiorców o różnej wiarygodności. Problem nieprzejrzystości i ukrycia rzeczywistego ryzyka został w ten sposób spotęgowany – agencje ratingowe nie posiadały metod efektywnej oceny wartości nowych instrumentów. *Caveat emptor*.

Oliwy do ognia dołączyły też inne działania rządu USA. Półoficjalnie wspierane przez rząd firmy Fannie Mae i Freddie Mac były zachęcane do skupowania obligacji zabezpieczonych pożyczkami hipotecznymi, w tym również tymi skonstruowanymi za pomocą ryzykownych kredytów typu *subprime*. W ten sposób sztucznie zwiększono popyt na produkt niskiej jakości.

### III Reakcja na kryzys

Nieprzypadkowo skupiliśmy się w poprzedniej sekcji na genezie kryzysu. Jej niecelne rozpoznanie przez rząd Stanów Zjednoczonych w 2007 r. spowodowało nieefektywność podjętych środków zaradczych. Rzeczywisty problem tkwił w zwiększeniu ryzyka kredytowego, a nie płynności. Dlatego działania ukierunkowane na zwiększenie płynności poprzez ułatwienia w korzystaniu z okien dyskontowych oraz otwieranie programów pożyczania było w roku 2007 niewłaściwe – należało skupić się raczej na jakości i przejrzystości bilansów banków. Ze względu na dużą liczbę bankructw hipotecznych wraz ze spadkiem cen nieruchomości przejrzystość była kluczowa, gdyż umożliwiała bezpośrednie zajęcie się nimi. Dlatego ułatwienia aukcji terminowych (*term auction facility – TAF*) nie odniosły sukcesu w zmniejszeniu spreadów na rynku pieniężnym.

Kolejną błędną reakcją były przejściowe zasilenia gotówką będące częścią *Economic Stimulus Act of 2008*. Zgodnie z hipotezą dochodu permanentnego jednorazowe zwiększenie dochodów dyspozycyjnych nie spowodowało natychmiastowego pobudzenia konsumpcji.

Dramatyczne zaostrzenie się kryzysu w październiku 2008 r. (rok po jego rozpoczęciu) mierzone różnicą między stopą LIBOR i OIS (*overnight index swap* – miara premii za ryzyko odzwierciedlająca ryzyko bankructwa banków) – jak argumentuje J. B. Taylor<sup>12</sup> – było efektem braku przewidywalnych ram dla interwencji. Po zeznaniu Bena Bernanke i Harry'ego Paulsona w Bankowej Komisji Senatu rynki uświadomiły sobie, że plan interwencji nie jest dobrze przemyślany, a sytuacja jest gorsza niż utrzymywano. Dodatkowo nikt nie był im w stanie wyjaśnić jakimi przesłankami kierują się przy udzielaniu pomocy: dlaczego pomoc otrzymał Bear Sterns, której już nie dostał bank Lehman Brothers, po czym nastąpiła znowu interwencja w przypadku AIG? Akcji wsparcia finansowego nie prowadzono według żadnych zrozumiałych, przejrzystych zasad. Nie wiadomo, co kierowało działaniami programu TARP (*Troubled Asset Relief Program*), w ramach którego przeprowadzono interwencje.

Wymieniliśmy parę przykładów błędnych decyzji władz monetarnych i fiskalnych w USA.

---

12 Taylor J. B., 2010, *op. cit.*, s. 56-57.

Takie błędy pojawiły się również w Europie – głównie w sferze zarządzania państwowymi budżetami. Głównym poszkodowanym w kroczącym za kryzysem finansowym kryzysie fiskalnym została Grecja, która wkrótce po wstąpieniu do strefy euro otrzymała dostęp do kredytu po cenie przysługującej Niemcom – znacznie stabilniejszej i bardziej konkurencyjnej gospodarce. Niski koszt pożyczania wpędził wkrótce Grecję w wysokie zadłużenie, które w 2009 r. wyniosło 113,4% PKB<sup>13</sup>, a projekcje mówią o dalszym wzroście długu do niemal 150% w 2013 r., nawet przyjmując scenariusz wprowadzenia obiecanych UE i MFW oszczędności<sup>14</sup>. Gdy w październiku 2009 r. nowy rząd ujawnił, że deficyt budżetowy tego roku wyniesie 13% PKB<sup>15</sup>, czyli ponad dwukrotnie więcej niż mówiły wcześniejsze prognozy, koszt pożyczania zaczął wyraźnie rosnąć. Grecka opinia publiczna i niektórzy eurokraci obarczyli winą za perturbacje finansowe w strefie euro spekulantów. Ich argument: w USA i Wielkiej Brytanii dług publiczny jako udział PKB będzie wyższy w 2011 r. niż w strefie euro, mimo to wymienione kraje nie są zmuszone płacić tak dużo za swoje zobowiązania. Zapominają jednak, że strefa euro ma miejsca podobne do Grecji, gdzie finanse są w znacznie gorszym stanie niż wskazywałyby na to wartości średnie dla wspólnego obszaru walutowego.

#### **IV Rekomendacje**

Jaka nauka płynie z wydarzeń ostatnich 3 lat dla polityki gospodarczej? Błędem byłaby w tym burzliwym okresie krótkowzroczność i rozpatrywanie odpowiedzi na to pytanie w oderwaniu od wcześniejszych lat. Tak jak argumentowaliśmy wcześniej, lata kryzysu były w dużej mierze efektem poprzedzających je decyzji. Diagnoza przedstawiona w poprzednich sekcjach jest zaskakująca w kontekście powszechnego w opinii publicznej przekonania o odpowiedzialności za kryzys leżącej po stronie – jak to nazwał w kampanii wyborczej senator McCain – „chciwości Wall Street”. Z przytoczonych argumentów wynika, że działania rządu USA w znacznej mierze najpierw doprowadziły do turbulencji na światowych rynkach<sup>16</sup>, a potem poniosły porażkę w skróceniu (by nie powiedzieć: przedłużyły) czasu trwania kryzysu. Pierwszy wniosek z tej analizy jest taki, że rządy powinny dokładnie przemyśleć, czy ich częste i szeroko zakrojone interwencje są jedyną odpowiedzią na bieżące problemy gospodarcze.

##### **W poszukiwaniu kontrpropozycji**

Wracając zatem do naszego pierwotnego pytania o potrzebę budowy „nowego kapitalizmu”, musimy zastanowić się, jaką alternatywę dla statusu quo stanowi ta koncepcja. Wydaje się, że jednym z postulatów jej zwolenników jest zwiększenie roli państwa, które miałyby naprawiać nieefek-

13 *An extreme necessity*, „The Economist”, 23 kwietnia 2010. [http://www.economist.com/node/15980711?story\\_id=15980711](http://www.economist.com/node/15980711?story_id=15980711)

14 Rzońca A., *Jak Grecja padła na popytowym dopingu*, Analiza FOR nr 1/2010.

15 *The spectre that haunts Europe*, „The Economist”, 13-19 lutego 2010, s. 24.

16 Należy wspomnieć, że poglądu tego nie podzielają zarządzający MFW. Por. Blanchard O. i inni, 2010, *op. cit.*

tywne w sensie Pareta alokacje, czyli zawodności rynku<sup>17</sup>. Ich istnienie wynika z istnienia efektów zewnętrznych, powszechnych w dzisiejszym otoczeniu gospodarczym człowieka. Argument ten jest słuszny przy zastrzeżeniu, że dysponujemy miarami pozwalającymi na oszacowanie wielkości tychże efektów. Zazwyczaj jest to zadanie trudne, a nieraz niewykonalne. Jak już wspomnieliśmy, przykłady wymienione wcześniej nie wskazują na problem wynikający z niedoskonałości mechanizmów rynkowych, a wręcz przeciwnie. Teoria ekonomii napotkała trudny problem operacjonalizacji wykrywania bąbli spekulacyjnych i odróżniania ich od racjonalnie niskich premii za ryzyko<sup>18</sup>. Wobec tego trudno też oczekiwać, przy bezradności badaczy, że politycy odnajdą rozwiązanie tych nurtujących ekonomię problemów.

### **Sukcesy Wielkiego Uspokojenia**

Przed sporządzeniem listy koniecznych zmian we wcześniejszym systemie należałoby zidentyfikować te aspekty, które dotychczas funkcjonowały prawidłowo i domagają się szerszego zastosowania w praktyce oraz te, które potencjalnie wymagają ulepszeń. Wraz z nadejściem Wielkiego Uspokojenia udało się grupie krajów G7 jako całości ograniczyć wahania realnego PKB mierzone odchyleniem standardowym o połowę<sup>19</sup>. Trudno uznać za zbieg okoliczności fakt, że w tym okresie rozpoczęto stosowanie w praktyce teorii racjonalnych oczekiwań, podkreślającej wagę systemowego formułowania decyzji politycznych w oparciu o reguły, a nie jednorazowe, dyskrecyjne metody. Potrzebę stosowania takiego podejścia do pomocy finansowej potwierdziły kryzysy krajów rozwijających się w latach 1994-2002. Na początku 2003 r. MFW wprowadziło zestaw reguł nazwany zasadami szczególnego dostępu (*Exceptional Access Framework – EAF*). Ich celem było w myśl słów grupy G7 „zwiększenie przewidywalności i zmniejszenie niepewności co do oficjalnych działań politycznych na rynkach krajów rozwijających się”<sup>20</sup>. Przykład MFW należy traktować jako wzór dla innych istniejących instytucji finansowych i rządów. Utworzenie przewidywalnego zestawu reguł odnośnie do wyjątkowego dostępu do pomocy finansowej dla tych organizacji należy do głównych zadań na przyszłość. Podobne ramy instytucjonalne byłyby pożądane w przypadku wszelkich przyszłych interwencji rządowych, które powinny być opierane na jasno wyrażonej diagnozie problemu i uzasadnieniu dla interwencji. Pozwoliłoby to na redukcję asymetrii informacji i tym samym zmniejszenie niepewności uczestników rynku. Dodatkową korzyścią byłaby możliwość kontroli wielkości fiskalnych pakietów stymulacyjnych przed wystąpieniem spowolnień gospodarczych, w czasie których rządzący mogą ulegać pokusie sięgania po względnie łatwo dostępne środki budżetowe w nadmiarze.

---

17 Tzw. *market failures*.

18 Por. Cochrane J. H., *How did Paul Krugman get it so Wrong?*, 16 września 2009.

[http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/Papers/krugman\\_response.htm](http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/Papers/krugman_response.htm)

19 Taylor J. B., 2010, *op. cit.*, s. 66.

20 *Ibid.*, s. 75.



Kolejnym ważnym postulatem odnoszącym się do dobrych doświadczeń Wielkiego Uspokojenia jest powrót do ówczesnego zestawu reguł ustalania stóp procentowych przy ewentualnym uwzględnieniu proponowanych zmian systemowych, o których mowa będzie później.

### **Podniesienie celów inflacyjnych**

Coraz szerszym echem odbija się również pomysł podwyższenia długookresowych bezpośrednich celów inflacyjnych<sup>21</sup>. Niska inflacja ogranicza użyteczność polityki pieniężnej w sytuacjach, gdy potrzebne są krótkie, ostre cięcia stóp procentowych. Nie można wtedy ich obniżyć poniżej zera (*zero lower bound*)<sup>22</sup>. W 2008 r., gdy zagregowany popyt się załamał, władze monetarne w wielu krajach napotkały tę granicę (zdarzenie, które wcześniej postrzegano jako raczej mało prawdopodobne) – prosta reguła Taylora zalecała cięcia większe, niż te, których mogły dokonać banki centralne. Panujący wśród większości ekonomistów konsensus w kwestii większej efektywności polityki monetarnej niż fiskalnej<sup>23</sup> musiał ustąpić w obliczu wyczerpania się możliwości zastosowania tej pierwszej. Wyższa przeciętna inflacja, a z nią wyższe nominalne stopy procentowe, umożliwiłyby większe cięcia stóp, w ten sposób redukując spadki produkcji i motywacje do używania pakietów stymulacyjnych. Do koncepcji podniesienia celu inflacyjnego należy jednakże podchodzić z rezerwą.

Duże negatywne szoki mogą się zdarzyć i się zdarzają. W przyszłości mogą przyjść z innego, niż finansowy, sektora., np. jako wpływ pandemii na turystykę lub efekt ataków terrorystycznych na duże centra gospodarcze. Trudno ocenić, jakie zniekształcenia może spowodować podniesienie „podatku inflacyjnego” o pozornie mało znaczące dwa punkty procentowe. Osiągnięcie niskiego, stabilnego tempa wzrostu poziomu cen w wielu krajach dzięki niezależności banków centralnych jest osiągnięciem historycznym, zwłaszcza w niektórych krajach rozwijających się. Dlatego decyzja o podniesieniu celów inflacyjnych musi być poprzedzona badaniami szczegółowo analizującymi korzyści i koszty. Wiele ze zniekształceń inflacyjnych pochodzi z systemu podatkowego, który nie jest względem niej neutralny, np. poprzez związanie stawek podatkowych z nominalnymi wartościami. System ten można skorygować, by pozwolić na mniej szkodliwe podniesienie inflacji. Przed związaniem z tym zwiększeniem jej zmienności można uchronić inwestorów poprzez indeksację obligacji. Inne zniekształcenia, jak większe rozproszenie cen względnych i mniejsze zasoby realnego pieniądza będzie trudniej zniwelować. Istnieje także ryzyko, że zwiększona infla-

---

21 Blanchard O. i inni, 2010, *op. cit.*

22 Sformalizowanej analizy problemu osiągnięcia granicy zerowej stopy procentowej dostarcza Walsh C. E., *Using monetary policy to stabilize economic activity*, referat wygłoszony na corocznym sympozjum w Jackson Hole w sierpniu 2009.

23 Blanchard O. i inni, 2010, *op. cit.* przedstawiają słabości pakietów fiskalnych w stosunku do polityki monetarnej: opóźnione oddziaływanie na popyt, podatność na uznaniowe decyzje polityczne, sceptycyzm w odniesieniu do realnych efektów zwiększania wydatków rządowych, gdy konsumenci oczekują zwiększenia podatków w przyszłości (Ekwiwalencja Ricardiańska), przeszkoda na drodze do stabilizacji budżetowej krajów rozwiniętych.

cja może generować zmiany w strukturze gospodarki. Te czynniki sprawiają, że temat ten wymaga osobnej debaty i analizy zysków i strat.

### **Jak przewidzieć nieprzewidywalne, czyli o cenach aktywów**

Jeszcze przed nastaniem kryzysu finansowego William R. White przekonywał, że stabilność cen jako jedyny cel władz monetarnych może nie wystarczać<sup>24</sup>. Jego zdaniem, system finansowy może prowadzić do nadmiernego, procyklicznego wzrostu kredytu i cen aktywów, co może pogłębiać naturalną skłonność uczestników rynków do tego, co Alan Greenspan nazwał „nieracjonalnym entuzjazmem”<sup>25</sup>. Dlatego część ekonomistów opowiedziała się za włączeniem cen aktywów (*implicite* lub *explicite*) do reguł ustalania stóp procentowych. Kryzys dodał nowych kandydatów do listy: od wielkości dźwigni przez stan bieżącego bilansu płatniczego do miar ryzyka systemowego.

Podjęcie to wydaje się jednak złym sposobem na poradzenie sobie z problemem procykliczności cen aktywów. Stopa procentowa jest nieodpowiednim narzędziem do zapobiegania i łagodzenia skutków zbyt dużej dźwigni finansowej, nadmiernego podejmowania ryzyka oraz odchylenia cen aktywów od czynników fundamentalnych. Nawet jeśli wyższa stopa redukuje nadmiernie wysokie ceny aktywów, czyni to prawdopodobnie kosztem zwiększenia luki PKB. Gdyby bank centralny nie miał do dyspozycji innych instrumentów, stałby przed trudnym zadaniem. Jednak do dyspozycji władz monetarnych są też tzw. cykliczne narzędzia regulacyjne<sup>26</sup>. Jeśli dźwignia wydaje się zbyt duża, można podwyższyć wymogi kapitałowe; jeśli brakuje płynności, można wprowadzić minimalne wymogi płynnościowe i w razie potrzeby je podwyższyć; aby stłumić ceny nieruchomości można obniżyć wskaźniki wielkości pożyczek w stosunku do wartości inwestycji; aby ograniczyć wzrost cen akcji można zwiększyć wymagania depozytowe<sup>27</sup>. Wymienione środki nie są oczywiście idealne, ale ich użycie pozwoliłoby na precyzyjniejsze uderzenie w źródło problemu, niż to miałyby miejsce w przypadku stóp procentowych oddziałujących na znacznie szerszą skalę<sup>28</sup>. W świetle powyższych argumentów lepsze wydaje się użycie stopy procentowej jako odpowiedzi na aktywność zagregowaną oraz użycie specyficznych instrumentów w odpowiedzi na specyficzne problemy związane z kompozycją PKB, finansowaniem i cenami aktywów.

Skoro instrumenty polityki pieniężnej mają współdziałać z regulacjami, ich architektura powinna uwzględniać wymiar makroekonomiczny. Zaproponowane barometry koniunktury będą

---

24 White W. R., *Czy stabilność cen wystarcza*, „Materiały i studia”, Zeszyt nr 211, Warszawa, listopad 2006 r.

25 *Irrational exuberance*.

26 Blanchard O. i inni, 2010, *op. cit.*

27 Bank Anglii przeprowadził szczegółową analizę narzędzi, które można by wykorzystać do wsparcia obecnych wskaźników regulacyjnych, by zarządzać zagregowanym ryzykiem w cyklu koniunkturalnym. Por.: Bank of England, *The Role of Macroprudential Policy*, Discussion Paper, November 2009.

28 Walsh C. E., *op. cit.*

musiały być komplementarne względem nadzoru oraz tradycyjnych reguł na poziomie instytucji. Ta zgodność będzie musiała być pielęgnowana przez aktualizacje reguł według regularnych i przewidywalnych (a najlepiej półautomatycznych) zasad. Wiarygodna i zrozumiała polityka to polityka efektywniejsza. Głównym wyzwaniem z tym związanym jest odnalezienie optymalnego konsensusu między systemem wyrafinowanym, świetnie dopasowanym do zmian w ryzyku systemowym, a podejściem bazującym na klarownej komunikacji i łatwych w implementacji zasadach.

### **Dyscyplina przede wszystkim**

Jedną z ważniejszych lekcji wyniesionych z kryzysu powinna być świadomość, że dyscyplina fiskalna w dobrych czasach pozwala na mniej bolesne łagodzenie skutków recesji, gdy te się przydarzają. Wnioskiem dla polityki gospodarczej jest konieczność wykorzystywania czasów ożywienia gospodarczego do redukcji długów publicznych w relacji do PKB, zamiast finansowania w tym czasie zwiększonych wydatków i cięć podatków. Tutaj także potrzeba wiarygodnych zobowiązań oraz reguł fiskalnych (ze specjalnymi zastrzeżeniami na wypadek recesji). Dobrym rozwiązaniem mogłoby być zapewnienie wyraźnego odzwierciedlenia wszystkich wydatków budżetowych w publicznie dostępnych danych.

## **V Podsumowanie**

Wszystko wskazuje na to, że Paul Krugman myli się pisząc, że teoria ekonomii przez ostatnie półwiecze nie dokonała żadnego postępu, a wręcz cofnęła się do XVIII wieku ignorując dorobek myśli keynesowskiej. Ekonomia i polityka gospodarcza raczej czerpie ze swoich korzeni – Adam Smith zalecał gospodarce wielość instytucji i motywacji. To zalecenie należy wciąż wcielać w życie. Kryzys nie pokazał żadnej wrodzonej słabości systemu rynkowego. W związku z tym ogólny sposób prowadzenia polityki gospodarczej po kryzysie powinien zostać niezmienny. Ostatecznymi celami pozostają stabilna luka PKB i stabilny poziom inflacji. W tym sensie rola państwa względem rynku nie zmienia się. Kryzys jednakże pokazał, że rządzący muszą baczenie obserwować wiele celów, jak poziom stosowanej dźwigni finansowej, zachowanie się cen aktywów oraz kompozycja PKB.

Zadaniem dla ekonomistów w nadchodzących latach będzie nie tylko kreatywne tworzenie innowacji w dziedzinie polityki gospodarczej, ale także uświadomienie opinii publicznej trudnych, ale koniecznych reform, które są przed nami.

## Bibliografia

- An extreme necessity*, „The Economist”, 23 kwietnia 2010.  
[http://www.economist.com/node/15980711?story\\_id=15980711](http://www.economist.com/node/15980711?story_id=15980711)
- Ahrend R., Cournède B. and Price R.**, *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*, OECD Economics Department Working Paper, Nr 597, 10 marca 2008 r.
- Cochrane J. H.**, *How did Paul Krugman get it so Wrong?*, 16 września 2009.  
[http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/Papers/krugman\\_response.htm](http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/Papers/krugman_response.htm)
- Blanchard O., Dell’Ariccia G., and Mauro P.**, *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, 12 lutego 2010.
- Blanchard O.**, *The state of macro*, NBER Working Paper Series, 14259, sierpień 2008.
- Kläsgen M.**, *Wzrost według Sarkozy’ego*, „Süddeutsche Zeitung”, przedruk i tłumaczenie:  
<http://biznes.onet.pl/wzrost-wedlug-sarkozyego,18543,3039675,1,prasa-detal,30wrzesnia2009>.
- Kluza S.**, *Nadzór globalny to za mało*, „Obserwator Finansowy”, 3 grudnia 2009.
- Krugman P.**, *How Did Economists Get It So Wrong?*, „The New York Times”, 2 września 2009.
- Rzońca A.**, *Jak Grecja padła na popytowym dopingu*, Analiza FOR nr 1/2010.
- Sen A.**, *Capitalism Beyond the Crisis*, „The New York Review of Books”, przedruk i tłumaczenie:  
*I rynek i państwo*, tłum. Kowalski S., „Gazeta Wyborcza”, 6 kwietnia 2009.  
[http://wyborcza.pl/1,76842,6463889,I\\_rynek\\_i\\_panstwo.html?as=1&startsz=x](http://wyborcza.pl/1,76842,6463889,I_rynek_i_panstwo.html?as=1&startsz=x)
- Stock J.**, *Has the Business Cycle Changed and Why?*, NBER Working Paper Series, sierpień 2002.
- Taylor J. B.**, *Housing and Monetary Policy*, referat wygłoszony na corocznym sympozjum w Jackson Hole w sierpniu 2007 (<http://www.stanford.edu/~johntayl/Housing%20and%20Monetary%20Policy--Taylor--Jackson%20Hole%202007.pdf>).
- Taylor J. B.**, *Zrozumieć kryzys finansowy*, tłum. Goczek Ł., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- The spectre that haunts Europe*, „The Economist”, 13-19 lutego 2010, s. 24.
- Walsh C. E.**, *Using monetary policy to stabilize economic activity*, referat wygłoszony na corocznym sympozjum w Jackson Hole w sierpniu 2009.
- White W. R.**, *Czy stabilność cen wystarcza*, „Materiały i studia”, Zeszyt nr 211, Warszawa, listopad 2006 r.
- Witryna internetowa prof. Krzysztofa Rybińskiego [www.rybinski.eu](http://www.rybinski.eu)
- Witryna internetowa Światowej Federacji Gield  
<http://www.world-exchanges.org/statistics/ytd-monthly>