

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Państwo i rynek – co wynika z obecnego kryzysu?

Paweł Maryniak

Kierunek: Finanse i Rachunkowość

Rok: II studiów stacjonarnych

1. Wprowadzenie

Kształt relacji pomiędzy państwem a rynkiem to podstawowe zagadnienie polityki gospodarczej. Stosunek do tej relacji jest również podstawowym wyznacznikiem podziału poszczególnych nurtów w teorii ekonomii. Przedstawiciele nurtów klasycznych czy monetarystycznych skłaniają się ku niemal całkowitemu wyeliminowaniu wpływu państwa na rynek, podczas gdy przedstawiciele keynesizmu wskazują na konieczność podejmowania przez państwo interwencji w celu sterowania wielkością popytu w gospodarce.

Bodźcem do zmiany postrzegania tychże relacji była zwykle bieżąca sytuacja gospodarcza. Tak też w wyniku Wielkiego Kryzysu w latach 30. XX wieku panujący nurt klasyczny został zastąpiony przez keynesizm. Keynesizm nie przetrwał jednak próby czasu i w latach 80. można było zaobserwować powrót do idei wolnorynkowych za sprawą Ronalda Reagana i Margaret Thatcher. Obecny kryzys również skłania ekonomistów do zrewidowania i przemyślenia swoich poglądów na relacje państwo-rynek. Jest to niezbędne w celu uniknięcia popełnienia tych samych błędów w przyszłości. Co więcej postępująca globalizacja i skomplikowanie rynków finansowych stawiają przed polityką gospodarczą nowe wyzwania, którym trzeba sprostać. Ponowne przemyślenie polityki gospodarczej nie powinno jednak oznaczać powrotu do dawnych koncepcji, których skuteczność rynek zdołał już skutecznie obalić.

2. Źródła kryzysu

Obecnie polityka gospodarcza państw o gospodarce opartej o wolny rynek jest wypadkową swoistego kompromisu. Nie jest to polityka ściśle monetarystyczna, jednocześnie jednak nie jest ona również polityką stricte keynesowską. Sytuacja ta wynika bezpośrednio z ustroju demokratycznego, który siłą rzeczy zmusza do zawierania kompromisów pomiędzy środowiskami o często skrajnie odmiennych poglądach. Taki kształt polityki gospodarczej determinuje kłopoty w identyfikacji źródeł kryzysu. Nie jest to bowiem sytuacja czysto modelowa.

Kryzys finansowy już z natury samych rynków finansowych jest zjawiskiem bardzo złożonym. Biorąc pod uwagę ilość czynników oddziałujących w sposób pośredni i bezpośredni na rynki finansowe pełna i szczegółowa identyfikacja jego źródeł jest niemal niemożliwa. Jedyne co pozostaje to identyfikacja pojedynczych czynników, które miały wpływ na jego powstanie.

Obecny kryzys, choć ma charakter globalny dotyczy głównie Stanów Zjednoczonych, gdzie de facto powstał. Oczywiście niedługo potem ze względu na ponadnarodowe powiązania instytucji finansowych rozprzestrzenił się na kolejne kraje, jednakże jego źródła winno się poszukiwać przede wszystkim w USA.

Kryzys rozpoczął się na rynku kredytów hipotecznych typu subprime. Jego geneza sięga jeszcze zamachu na WTC w 2001 roku, po którym to FED drastycznie obniżył stopy procentowe. Stopa referencyjna w grudniu 2001 roku wyniosła 1,75%, podczas gdy jeszcze w styczniu tego samego roku wynosiła ona 6%. Polityka niskich stóp procentowych była kontynuowana w kolejnych latach. W listopadzie 2002 stopa referencyjna została ponownie obniżona do poziomu 1,25%, a w czerwcu 2003 do 1%. Dla porównania w latach 2002-2003 inflacja w USA wyniosła odpowiednio 1,6 i 2,3 procenta. Oznacza to, że przez okres ten stopy procentowe znajdowały się poniżej poziomu inflacji! Stopa referencyjna kształtowała się poniżej poziomu inflacji jeszcze w roku 2004, kiedy FED rozpoczął sukcesywnie podwyższać stopy procentowe. Nic dziwnego zatem, że poziom oszczędności (wg danych MFW) w USA spadł z 18% PKB w roku 2000 do niecałych 14% w roku 2003 czyli o prawie 4% w ciągu zaledwie 3 lat. Było to również przyczyną dynamicznych wzrostów cen na rynku nieruchomości napędzanych tanimi kredytami hipotecznymi. Zgodnie z Tabelą 1 poziom tempa wzrostu cen nieruchomości w USA systematycznie rósł już od roku 1997 przy czym od czasu obniżenia stóp procentowych przez FED zaczął rosnać w sposób drastyczny. W kontekście wszystkich stanów o prawie 3% w ciągu 3 lat (2001-2004), a w przypadku stanu Kalifornia wzrósł ponad dwukrotnie do wręcz horrendalnych 24% w skali roku w 2004.

Rok	USA	Kalifornia
1991	1,97%	-0,96%
1992	1,43%	-5,43%
1993	3,82%	-5,17%
1994	2,48%	-3,01%
1995	3,30%	-1,35%
1996	2,75%	-0,36%
1997	4,03%	7,09%
1998	5,78%	10,31%
1999	6,37%	10,89%
2000	6,96%	14,28%
2001	6,59%	11,42%
2002	7,65%	17,35%
2003	8,02%	19,32%
2004	9,23%	24,07%
2005	8,68%	13,33%
2006	2,71%	-5,09%
2007	-3,65%	-20,73%
2008	-7,06%	-22,06%
2009	-3,11%	2,77%

Tabela 1: Tempo wzrostu cen (HPI)

Źródło: Oprac. własne na podstawie danych FHFA

Taki stan rzeczy przyczynił się do oferowania kredytów na kwoty często przekraczające wartość nieruchomości ze względu na oczekiwane utrzymanie znacznego trendu wzrostowego. Jednak w momencie, gdy FED uzmysłowił sobie, iż utrzymywanie stóp procentowych na sztucznie niskim poziomie jest w dalszej perspektywie niemożliwe i rozpoczął podwyższanie stóp na ratunek dla rynku było już za późno. Podwyższanie stóp spowodowało, że coraz większa grupa kredytobiorców zaczęła mieć problemy ze spłacaniem kredytów. Doprowadziło to następnie do przejmowania przez banki nieruchomości stanowiących zabezpieczenie kredytów, co wytworzyło dodatkową podaż na rynku nieruchomości i w efekcie doprowadziło do dalszego spadku cen. Dalej pociągnęło to za sobą reakcję łańcuchową zwieńczoną upadkiem Lehmann Brothers i ogromnymi problemami instytucji finansowych na całym świecie.

Niski poziom stóp procentowych był niewątpliwie jednym ze źródeł bańki spekulacyjnej od strony popytowej. Nie był to jednak jedyny czynnik oddziałujący od strony popytowej. Równie istotnym jeżeli nie istotniejszym czynnikiem było znaczące obniżenie standardów kredytowych. Udzielanie kredytów klientom popularnie znanym jako *NINJA* (ang. No Income, No Job & Assets czyli bez dochodów, pracy i zabezpieczenia), a także inne popularne praktyki jak piggybacking (czyli udostępnianie przez podmiot posiadający zdolność kredytową swojej linii kredytowej kredytobiorcy bez zdolności kredytowej), liar loan (czyli udzielanie kredytów bez weryfikacji danych o dochodach) czy ARM 2/28 (czyli

kredyty, w których pierwsze dwa lata były objęte stałym oprocentowaniem, a kolejnych 28 zmiennym). Te praktyki spowodowały, że po stronie popytowej pojawiło się wielu klientów, którzy w racjonalnych realiach nie mieliby możliwości na zakup nieruchomości.

Wśród ekonomistów pojawiły się głosy, iż winą za taki stan rzeczy należałoby obarczyć Community Reinvestment Act. Ustawę przyjętą w 1977 roku zobowiązującą niejako banki do udzielania kredytów hipotecznych klientom o małym i średnim dochodzie. Zwolennicy tej teorii wskazują, iż w okresie sprawowania rządów przez administrację prezydenta Clintona pojawiły się duże naciski na wykorzystywanie CRA. Sceptycy wskazują jednak, że w okresie rządów prezydenta Busha naciski te zdecydowanie zelżały, a ponadto udział kredytów udzielanych przez instytucje objęte CRA w ogóle kredytów subprime wynosił zaledwie 9%¹. Tak niski udział instytucji podlegających CRA w rynku kredytów subprime nie musi jednak oznaczać, iż pozostały one całkowicie bez wpływu na pojawienie się bańki spekulacyjnej. Przede wszystkim istnieje spore prawdopodobieństwo, że CRA przesunęło granicę kredytowania przez niezależne podmioty hipoteczne. Jako że klienci o niskich dochodach mogli liczyć na uzyskanie kredytu w banku na podstawie CRA instytucje te zostały niejako zmuszone do poszukiwania kredytobiorców wśród klientów wysokiego ryzyka. Oczywiście nie usprawiedliwia to ich działań, natomiast wskazuje na fakt, iż interwencja państwa mogła w tym wypadku zaburzyć prawidłowe działanie rynku. Nie można również nie wspomnieć przy tej okazji tzw. GSE (ang. Government-sponsored enterprise) czyli instytucji finansowych wspieranych przez państwo (częściowo zwolnionych z podatku dochodowego) takich jak Freddie Mac czy Fannie Mae, które również zwiększały sukcesywnie podaż na rynku kredytów hipotecznych, co wpływało bezpośrednio na zwiększenie konkurencji na tym rynku i w efekcie doprowadziło do obniżenia standardów kredytowych.

Niektórzy autorzy wskazują jednak na przyczyny tkwiące po stronie podażowej. Randal O'Toole argumentuje tę tezę wskazując, iż powstanie bańki spekulacyjnej można było zaobserwować głównie w stanach, w których funkcjonowały restrykcyjne przepisy urbanistyczne tzw. *growth management*, które ograniczały rozwój budownictwa i limitowały podaż nieruchomości, co z kolei nadmiernie windowało ceny na tym rynku. Oczywiście nie należy zapominać, że przepisy urbanistyczne są wprowadzane w konkretnym celu i w miejscach gdzie jest to niezbędne, zatem dopóki ograniczenie podaży wynika z czynników obiektywnych jest jak najbardziej uprawnione. Przepisy te obowiązują w stanach takich jak

1 Park K., *Subprime Lending and the Community Reinvestment Act*, Joint Center for Housing Studies Harvard University, Listopad 2008.

Kalifornia, Floryda, Hawaje, Rhode Island, Maryland, które rzeczywiście były stanami, w których bańka spekulacyjnej została „nadmuchana” najmocniej. Jednakże trzeba również pamiętać, że są to stany o dużej gęstości zaludnienia, toteż niekontrolowany rozwój budownictwa mógłby je doprowadzić do urbanistycznej katastrofy. Ponadto gęste zaludnienie samo w sobie tworzy spory popyt na nieruchomości, a w połączeniu z niskimi stopami procentowymi i obniżonymi standardami kredytowania są gotową receptą na windowanie cen drastycznie w górę. Nie da się jednak ukryć, że w połączeniu z limitowaną podażą efekt ten jest dodatkowo potęgowany, a bańka spekulacyjna może urastać do niebezpiecznych rozmiarów.

Warto również zastanowić się nad tym, co skłoniło instytucje finansowe do nadmiernego gromadzenia ryzykownych aktywów. Wydaje się, że na taki stan rzeczy wpłynęło kilka czynników. Najważniejszym z nich był najprawdopodobniej nadmierny optymizm. Jeszcze niedawno, bo przy okazji uchwalania ustawy budżetowej w 2007 roku Gordon Brown jeszcze jako Kanclerz Skarbu mówił „już nigdy nie powrócą dawne cykle koniunkturalne”. Z dzisiejszej perspektywy brzmi to nieco zabawnie, jednakże takie zapewnienia ze strony polityków, ekspertów i analityków były fundamentalne dla zbudowania na rynku pewności co do niekończącej się kontynuacji wzrostów. Znamienne są tu słowa pochodzące z korespondencji pomiędzy jednym z szefów Paulson & Co. z jednym z pracowników Goldmana Sachsa ujawnione przy okazji afery Abacusa: „To prawda, że rynek nie wycenia scenariusza katastrofy na rynku kredytów subprime. Według mnie wynika to z faktu, że agencje ratingowe, menadżerowie transakcji CDO oraz poręczyciele – wszyscy posiadają zachęty, aby ta gra toczyła się nadal, podczas gdy inwestujący „prawdziwe pieniądze” nie posiadają ani analitycznych narzędzi, ani instytucjonalnych ram potrzebnych do podjęcia decyzji zanim straty, możliwe do przewidzenia na podstawie newsów, zaczną się realizować(...)”². Tekst ten, napisany w styczniu 2007 roku świetnie pokazuje chorą sytuację panującą ówczesnie na rynku, w której to utrzymywanie nieracjonalnej bańki spekulacyjnej na rynku było na rękę instytucjom finansowym, gdyż taki stan rzeczy pozwalał im zarabiać. Tym bardziej nie dziwi, że aktywa, które otrzymywały od agencji ratingowych „potrójne A” w ciągu kilku miesięcy okazywały się być toksyczne. Zastanawiającym jest już fakt, w jaki sposób instrument podwyższonego ryzyka może otrzymać tak wysoką ocenę, a kompletnie niewytłumaczalnym jest, iż częstokroć instrument będący paczką zbudowaną z kredytów

2 Complaint: Goldman Sachs & Co. and Fabrice Tourre, s. 6, www.sec.gov/litigation/complaints/2010/comp-pr2010-59.pdf.

typu subprime był oceniany lepiej aniżeli jego poszczególne składowe osobno. W tych warunkach nasuwa się pytanie o odpowiedzialność agencji ratingowych za wystawiane ratingi, a także o funkcjonowanie nadzoru ze strony państwa. Zapytać można również co z odpowiedzialnością biegłych rewidentów, którzy zatwierdzali sprawozdania finansowe firm, które ukrywały w swoich bilansach ryzykowne bądź toksyczne aktywa. Pojawia się również pytanie na ile agencja ratingowa działająca na zasadach komercyjnych i czerpiąca korzyści z tytułu wystawianych ratingów może być miarodajnym źródłem informacji, w szczególności jeżeli chodzi o informacje kluczowe dla spełnienia różnego rodzaju norm jak chociażby adekwatność kapitałowa.

Wszystkie te fakty wyłoniły nowy, bardzo istotny, szczególnie z punktu widzenia państwa, kryzys – kryzys nadzoru. Problem ten w sposób najbardziej wyrazisty ukazała słynna piramida Madoffa. Jeszcze na długo przed jej spektakularnym upadkiem Harry Markopolos wykazywał przed SEC, że jej działanie nie ma matematycznego uzasadnienia, a jednak mimo to schemat ten oparty na klasycznym oszustwie Ponziego funkcjonował przez lata pod „czujnym” okiem SEC. Wskazuje to na poważne problemy w instytucjach nadzoru ze strony rządowej, które podobnie jak agencje ratingowe pozwoliły sobie na oderwanie się od fundamentów ekonomicznych.

Do powstania kryzysu nadzoru przyczyniło się postępujące zaawansowanie rynków finansowych tworzących coraz to bardziej skomplikowane instrumenty finansowe, których kontrola stawała się coraz to trudniejsza. Przykładem tego jest chociażby wspomniana już afera Goldmana Sachsa, która pokazała, iż nawet same instytucje finansowe nie były do końca świadome tego w co inwestują. Z jednej strony powstała pewność, co do tego, że zdobycze nowoczesnej inżynierii finansowej pozwolą na uniknięcie ryzyka, z drugiej natomiast towarzyszący jej brak zrozumienia stworzonych za jej pomocą instrumentów.

Źródłem problemu można się również dopatrywać w uchwalonej w 1999 roku Gramm-Leach-Bliley Act, która znosiła obowiązkową separację banków inwestycyjnych i depozytowo-kredytowych. Wywołało to falę fuzji i przejęć poczynając od połączenia Citicorp z Travelers Group w 1998 (de facto zalegalizowanej przez GLBA), poprzez fuzję JP Morgan z Chase, a następnie z Bank One czy też poczynionych przez Bank of America przejęć FleetBoston Financial Corp. oraz MBNA Corporation. O tym jak w ciągu tych kilku lat od uchwalenia GLBA umocniła się pozycja banków na arenie międzynarodowej świadczyć może chociażby lista Global 500 publikowana regularnie przez Financial Times. Jeszcze w roku 2000 w jej pierwszej setce mieściło się 12 banków, podczas gdy w roku 2006 było ich już 20. Takie umocnienie pozycji sektora bankowego oraz wzrastająca

koncentracja doprowadziły do powstania toksycznej filozofii *too big to fail* (ang. zbyt duży by upaść). Zakładała ona, iż ogromne instytucje finansowe nie mogą upaść, gdyż wiązało by się to ze zbyt poważnymi konsekwencjami dla gospodarki. Takie poczucie bezpieczeństwa niewątpliwie przyczyniło się do przyjmowania przez te instytucje większego ryzyka i obniżania standardów kredytowych.

Być może takiej sytuacji dałoby się uniknąć, gdyby nie to, że instytucje nadzorcze najwyraźniej nie były przygotowane na tak daleko idące zmiany. Co prawda administracja prezydenta Busha podniosła wydatki na SEC niemal dwukrotnie (z 357 milionów \$ w 2000 roku do 629 milionów \$ w roku 2008), a liczba pracowników SEC wzrosła o ponad 25%. Nie przyniosło to jednak najwyraźniej skoku jakościowego w oczekiwanym wymiarze i nie uchroniło od finansowej katastrofy.

Nadzór ze strony instytucji rządowych stał się tym bardziej ważny, że jak zauważa Robert Gwiazdowski³ z Centrum Adama Smitha, na Wall Street spadło znaczenie nadzoru właścicielskiego. Mocno rozproszony akcjonariat powoduje, że brak jest „właściciela”, który mógłby pełnić właściwy nadzór nad działalnością danej instytucji. Należy również zauważyć, że rosnące znaczenie inwestorów instytucjonalnych zwiększyło jednocześnie ryzyko tzw. pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*). Z jednej strony związane jest to ze wspomnianym już pojawieniem się koncepcji *too-big-to-fail*, z drugiej natomiast z samej natury działalności inwestorów instytucjonalnych, którzy często występują jedynie w roli powiernika środków, co pozwala im przenieść ryzyko utraty środków na klientów, przy jednoczesnym czerpaniu korzyści z ewentualnych zysków.

Źródła kryzysu można dopatrywać się w oderwanej od fundamentów, prowadzonej w sposób arbitralny polityce monetarnej, która przyczyniła się do wytworzenia nadmiernego popytu. Popyt był również wzmagany przez inne działania państwa jak chociażby te wynikające z CRA. Jednocześnie istniały silne ograniczenia po stronie podażowej w postaci prawa lokalnego tzw. *growth management*. Nie ulega jednak wątpliwości fakt, iż głównym winowajcą były same instytucje finansowe, które obniżyły standardy kredytowe i podejmowały nadmierne ryzyko. Do takiej sytuacji przyczynił się jednak również aparat państwowy, który z jednej strony zliberalizował system bankowy (GLBA), z drugiej jednak nie zapewnił wystarczającej kontroli nad powstałymi w jej wyniku finansowymi gigantami. Problem nadzoru zarówno ze strony aparatu państwowego, jak i prywatnych audytorów bądź agencji ratingowych okazał się bardzo poważny czego najlepszymi przykładami są spektakularny upadek piramidy Madoffa czy głośny ostatnimi czasy Abacus. Nadzór

³ Korporacyjny socjalizm czy wolny rynek - wywiad z dr hab. Robertem Gwiazdowskim, <http://tinyurl.com/25gef2m>

najwyraźniej nie nadażył za postępującymi innowacjami rynku finansowego, z czego należy wyciągnąć wnioski na przyszłość.

Na tej podstawie można stwierdzić, iż działaniom aparatu państwowego potrzeba zdrowego rozsądku, którego w tej sytuacji najwyraźniej zabrakło. Świadczą o tym przytoczony już cytat z wypowiedzi Gordona Browna, czy też wypowiedzi Alana Greenspana przed komisją senacką. Jeżeli aparat państwowy ulega utopijnym wizjom niepoohamowanego wzrostu dobrobytu nie mającego podstaw fundamentalnych nie należy się dziwić, że sytuacja kończy się globalnym kryzysem finansowym.

Podsumowując część dotyczącą źródeł kryzysu należy stwierdzić, iż został on wywołany przez szereg różnych czynników. Wybitni ekonomiści prowadzą zażarte spory w kwestii tego co stało się przyczyną kryzysu, a chcąc zminimalizować powstały dysonans poznawczy często posuwają się do stwierdzeń bliskich demagogii marginalizując znaczenie jednych czynników kosztem innych.

3. Efekty kryzysu

Obecny kryzys nie zakończył się na poziomie kryzysu na rynku kredytów subprime. Co więcej zachwiał w podstawach całą polityką gospodarczą. Jak się bowiem okazało panujące dotychczas przekonanie o niepodważalnej skuteczności polityki monetarnej legło w gruzach. W warunkach obecnego kryzysu polityka monetarna okazała się nieskuteczna, a przynajmniej skuteczna nie na tyle, aby uchronić gospodarkę od skutków załamania na rynku finansowym. Zmusiło to niejako państwa do interwencji fiskalnej – jej rozmiar i zasadność jest kwestią dyskusyjną nie ulega jednak wątpliwości, iż była ona wynikiem braku efektów ze strony polityki monetarnej.

W pierwszej kolejności należałoby się zastanowić z jakiego powodu polityka monetarna przestała działać. Osobiście uważam, iż było to wynikiem destabilizacji systemu finansowego, który to uniemożliwił prawidłową transmisję bodźców polityki monetarnej. System finansowy obciążony nadmiernym ryzykiem, które w dodatku zaczęło się materializować nie był w stanie realizować swoich podstawowych funkcji. Ciężko było również ratować system na drodze polityki monetarnej, gdyż jak wskazywał chociażby Milton Friedman oddziałuje ona z pewnym opóźnieniem. Natomiast polityka prowadzona przez FED w latach 2000-2006 zdaje się nie uwzględniała tych mechanizmów, a przynajmniej nie przewidywała ich finalnych efektów. Toteż z sytuacją kryzysową ciężko było się uporać poprzez zabiegi czysto monetarne.

Oczywiście możliwym było pozostawienie instytucji finansowych bez pomocy i pozwolenie im na bankructwo, jednakże taka sytuacja mogłaby skłonić klientów do masowego wycofywania środków na czym ucierpiałyby również te instytucje, które nie posiadały toksycznych aktywów. Co więcej destabilizacja systemu finansowego jaką mogłyby wywołać spektakularne upadki finansowych gigantów, mogłaby na lata pogrążyć gospodarkę w recesji i zmusić do budowania systemu od zera.

Co więcej jak wskazują eksperci MFW⁴ w 2008 roku FED obniżył stopy procentowe do zera, podczas gdy z prawa Taylora wynikałoby, że niezbędne byłoby obniżenie stóp jeszcze o dodatkowe 3 do 5 procent. Było to jednak niemożliwe, gdyż w takim wypadku stopy procentowe musiałyby być ujemne. Dlatego też eksperci ci wskazują, iż warto zastanowić się czy cel inflacyjny nie powinien zostać ustalony na wyższym poziomie, by w przyszłości mieć możliwość podjęcia bardziej zintensyfikowanej interwencji monetarnej.

Jednocześnie zastanawiającym jest fakt, iż polityka monetarna prowadzona przez Alana Greenspana, uważanego przez lata za guru ekonomistów poniosła tak spektakularne fiasko. W obliczu tych faktów należałoby się zastanowić, czy rzeczywiście ustalanie stóp procentowych w sposób arbitralny nawet przez najznamienitszych ekonomistów jest zasadne w warunkach gospodarki rynkowej i czy polityka banku centralnego nie powinna zostać bardziej „urynkowiona”. Oczywiście brzmi to jak wizja utopijna natomiast nie ulega wątpliwości, że w obliczu tak kardynalnych błędów ze strony ekonomistów najwyższej klasy pojawia się pytanie na ile można im powierzać decydowanie o kształtowaniu się stóp procentowych.

Jak zauważają w swoich badaniach Reinhart i Rogoff kryzysy finansowe wiążą się z określonymi skutkami w zakresie gospodarki realnej. Wedle ich badań w wyniku kryzysu zaobserwować można wzrost bezrobocia przeciętnie o 7% i spadek PKB o 9,3%. Istotny jest również wzrost długu publicznego, który wedle opinii wspomnianych badaczy wynosił przeciętnie 86% w ciągu 3 lat od rozpoczęcia kryzysu. Analogiczną sytuację obserwujemy również obecnie, czego najlepszym przykładem głośne ostatnimi czasy problemy krajów grupy PIIGS. Jak wynika z danych Eurostatu stosunek długu publicznego do PKB w ciągu 2 lat (2009 do 2007) wzrósł o odpowiednio: 13,2% w Portugalii, 12,3% w Włoch, 39% w Irlandii (wzrost ponad dwukrotny!), 19,4% w Grecji i 17% w Hiszpanii. Jednocześnie we wszystkich z nich przekroczył poziom 50%, a w przypadku Grecji i Włoch mocno przekroczył 100%, co doprowadziło Grecję niemalże do bankructwa.

⁴ Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P., Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note SPN/10/03, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.

Sytuacja ta wskazuje na kolejny bardzo ważny problem, który kryzys unaoczniał, a który zauważają również autorzy wspomnianego już raportu MFW. Mianowicie bardzo istotnym jest utrzymywanie niskiego poziomu długu publicznego w okresie prosperity, aby w czasach kryzysu mieć margines możliwej interwencji. W przeciwnym razie sytuacja może skończyć się tak jak chociażby w przypadku greckim.

Paul Krugman jeden z artykułów na swoim blogu zatytułował „Deficyty budżetowe: wydawajmy teraz, oszczędzajmy później” i argumentował w nim, jakoby to należało pobudzać gospodarkę na drodze interwencji fiskalnych teraz, a oszczędzać wtedy, gdy powróci ona na drogę wzrostu. Wydaje się jednak, że ten wybitny ekonomista nie wyciągnął wniosków z historii gospodarczej Japonii, która w latach 90. postępowała dokładnie tak jak chciałby tego rzeczony ekonomista, jednakże niestety okres prosperity nigdy już dla niej nie nadszedł. Co więcej od lat boryka się ona ze sporymi problemami w postaci deflacji i słabego wzrostu gospodarczego. Dlatego też takie podejście zdaje się być równie naiwne jak wizja Alana Greenspana zakładająca, że każdego Amerykanina stać będzie na posiadanie własnego domu. Tym bardziej, że dotychczas ekonomistom nie udało się odpowiedzieć na pytanie czy to podaż tworzy popyt jak postulował Say, czy też, jak zakładałby w tym wypadku Krugman, na odwrót. Poza tym zadłużenie wielu krajów już jest na tyle duże, że jego dalszy wzrost może je doprowadzić do katastrofy podobnej do tej jaka nie tak dawno miała miejsce w Argentynie, a nadal grozi Grecji, jak i pozostałym krajom grupy PIIGS.

4. Podsumowanie

Reasumując, obecny kryzys zweryfikował przesadnie optymistyczne wizje wielu polityków i ekonomistów. Wielu ekonomistów jak i polityków, a także opinia publiczna zaczęły się skłaniać ku powtórnemu przemyśleniu polityki gospodarczej. Jest to niewątpliwie zjawisko dobre, gdyż polityka monetarna jak i fiskalna w dotychczasowym kształcie musiała wreszcie upaść. Istotnym jest jednak, aby nie stało się to przyczynkiem do powrotu do dawnych zweryfikowanych już negatywnie koncepcji. Postęp technologiczny i rozwój rynków finansowych, zmusza do szukania nowych rozwiązań, szczególnie w kwestiach nadzorczej funkcji państwa. Jednocześnie kryzys wykazał w sposób dość przejrzysty, że prawidłowe działanie mechanizmów zarówno polityki fiskalnej jak i monetarnej wymaga rozważnego jej prowadzenia zarówno w czasach dobrej jak i złej koniunktury, oraz pozostawienia pewnego marginesu bezpieczeństwa dla zabezpieczenia ich działania również w sytuacji drastycznego krachu.

Bibliografia:

1. Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P., *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note SPN/10/03, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf> .
2. Broome L., Markham J., *The Gramm-Leach-Bliley Act: An Overview*, www.symtrex.com/pdfdocs/glb_paper.pdf.
3. *Budget 2007: Gordon Brown's speech in full*, <http://www.epolitix.com/latestnews/article-detail/newsarticle/budget-2007-gordon-browns-speech-in-full/>.
4. *Complaint: Goldman Sachs & Co. and Fabrice Tourre*, <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2010/comp-pr2010-59.pdf>.
5. Gustavson M., *Globalny kryzys długu*, <http://mises.pl/wp-content/uploads/2010/04/Gustavson-globalny-dlug.pdf>.
6. Jachimiak K., *Kierunki ewolucji systemu bankowego Stanów Zjednoczonych*, Bank i Kredyt - nr 10/2004.
7. Korporacyjny socjalizm czy wolny rynek - wywiad z dr hab. Robertem Gwiazdowskim, <http://tinyurl.com/25gef2m>.
8. O'Toole R., *How Urban Planners Cause the Housing Bubble*, Policy Analysis no. 646, Cato Institute, Washington 2009.
9. Parker K., *Subprime Lending and the Community Reinvestment Act*, Joint Center for Housing Studies Harvard University 2009, http://www.jchs.harvard.edu/publications/governmentprograms/n08-2_park.pdf.
10. Reinhart C., Rogoff K., *The Aftermath of Financial Crises*, The American Economic Society, San Francisco 2009, www.economics.harvard.edu/files/faculty/51_Aftermath.pdf.
11. *The CRA and Subprime Lending: Discerning the Difference*, Banking and Community Perspectives Issue 1 2009, Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas 2009.