



Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae

Rok 13, Nr 1/2009

Wydział Zarządzania i Administracji

Uniwersytetu Humanistyczno – Przyrodniczego Jana Kochanowskiego w Kielcach

Gospodarowanie zasobami organizacji w warunkach zagrożeń otoczenia

Wiesław Szczęsny¹

ASPEKTY TEORETYCZNE WSPÓŁCZESNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

Streszczenie

Opracowanie nie stanowi kompleksowego ujęcia zagadnienia, a jedynie refleksje autora dotyczące sytuacji w gospodarce światowej w latach 2007-2009. Za mało jest jeszcze danych, aby można było podjąć gruntowne studia na temat kryzysu finansowego, który ocenia się jako największe załamanie gospodarcze w okresie po drugiej wojnie światowej. Dobór narzędzi ekonomiczno-administracyjnych wykorzystywanych w celu przezwyciężenia tego kryzysu skłania do dyskusji o roli państwa w gospodarce i skuteczności rynku jako mechanizmu samoregulującego się. W artykule przyjąłem tezę, że obecny kryzys finansowy dowodzi zawodności rynku i zasadności założeń dwóch teorii ekonomicznych: asymetrii informacji i kosztów eksterioryzowanych.

Wstęp

Załamanie gospodarcze w drugiej połowie 2008 roku jest zupełnie nowym doświadczeniem dla polityki gospodarczej. Zarówno jeżeli chodzi o jego przyczyny, jak i skutki. Kryzys na amerykańskim sub-ryнку finansowym doprowadził do strat w sferze realnej nie tylko w gospodarce amerykańskiej, ale także europejskiej. Według danych Eurostatu eksport w całej UE zmniejszył się w pierwszym kwartale 2009 roku w ujęciu rocznym o 15,3 proc. a inwestycje o 10,1 proc. Produkt krajowego brutto w strefie euro zmniejszył się w tym czasie o 4,6 proc. a w UE-27 o 4,6%. Jedne z ostatnich danych Eurostatu wskazują na istotny wzrost bezrobocia. W ujęciu rocznym czerwiec 2009 do czerwca 2008 bezrobocie wzrosło z 7,5% do

¹ prof. dr hab. Wiesław Szczęsny, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski.

9,7%. Spadły także wskaźniki koniunktury w czołowych gospodarkach europejskich, w szczególności w Niemczech. Produkt krajowy brutto w tej największej gospodarce UE zmniejszył się w pierwszym kwartale 2009 roku w porównaniu do 2008 roku o 6,9 proc.

Szybko postępujące procesy globalizacyjne i związane z tym perturbacje na rynkach finansowych stały się okazją do dyskusji nad paradygmatem współczesnej gospodarki i roli narzędzi interwencyjnych państwa. Pojawiają się tu trzy ważne kwestie;

- Po pierwsze kryzys finansowy lat 2007-2009 pokazał, że gospodarka jest systemem naczyń połączonych. Zjawiska finansowe w jednym z jego elementów wpływają na pozostałe obszary gospodarki. Spadek produktu krajowego w wielu rozwiniętych gospodarkach świata oznacza, że kryzys na rynku finansowym miał poważny wpływ na sferę realną. Skłania to do refleksji na temat hipotezy efektywności rynków, na którą powołują się apologeti samoregulującego się mechanizmu gospodarczego.
- Po drugie, wydatki publiczne (w tym na pokrycie strat wywołanych kryzysem finansowym) przekraczają możliwości budżetu w większości rozwiniętych państw. Według Jamesa Tobina niewiele zagadnień w ekonomii wywołało tak wiele dyskusji jak skala wydatków publicznych i ich wpływ na politykę gospodarczą. Teoria zrównoważonego budżetu lansowana przez ekonomię neoklasyczną jest w kontekście współczesnej polityki gospodarczej co najmniej dyskusyjna. Jak przewiduje Komisja Europejska, do końca 2009 roku aż ok. 20 państw z 27 państw członkowskich UE może zostać objętych procedurą nadmiernego deficytu. Oznacza to, że państwa te nie spełniają kryteriów ekonomicznych zawartych w Pakcie Stabilności i Wzrostu.
- Po trzecie, zaczyna się zacierać „linia demarkacyjna” między dobrami publicznymi i prywatnymi. Trudno dzisiaj przyjąć jednoznaczne kryterium, które wskazywałoby na charakter dobra. Coraz więcej dóbr ma cechy zarówno dóbr prywatnych, jak i publicznych. Wpływa na to złożoność procesów gospodarczych i współistnienie własności prywatnej i publicznej. Przykładem niech będą dobra pojawiające się w wyniku partnerstwa publiczno-prywatnego, czy też wydatki publiczne na infrastrukturę i ochronę środowiska naturalnego. W wyniku pojawienia się tego typu dóbr wartość dobra prywatnego, jakim jest prywatna nieruchomość rekreacyjna, stacja benzynowa czy obiekt turystyczny rośnie bez jakichkolwiek nakładów prywatnych z tym związanych. Podobny charakter mają wydatki publiczne łagodzące konsekwencje kryzysu i mające na celu szybsze jego przezwyciężenie. Zaliczyć do nich można dobra, jakie powstają w wyniku decyzji amerykańskiego banku centralnego Wymienię tylko kilka rodzajów tego typu dóbr: pożyczki banku centralnego skierowane do banków komercyjnych, które de facto stały się substytutem rynku pożyczek międzybankowych; pakiet ratunkowy dla finansowego koncernu AIG; pomoc dla funduszy inwestycyjnych umożliwiającą im umarzanie jednostek uczestnictwa; gwarancje

dla banków komercyjnych (m. in.: Citigroup i Bank of America) obejmujące tzw. aktywa toksyczne.

W kwestii dobra publicznego

Warto przypomnieć, że to James M. Buchanan zwrócił uwagę, że w rozwoju gospodarczym nie tylko chodzi o sumę dóbr i usług w sensie ich wolumenu ale także ich społeczną użyteczność (*social utility*). Maksymalizacja tej użyteczności jest wypadkową dóbr prywatnych i publicznych. Efekt wypierania dóbr prywatnych (*crowding out*) przez dobra publiczne może być – jak podkreślał – zrekomensowany wyższą użytecznością dóbr publicznych w porównaniu z użytecznością takiej samej ilości dóbr prywatnych. Ocena użyteczności dóbr publicznych w dużej mierze zależy od tradycji narodowych i historii, wyznawanych wartości a także od partycypowania w ich konsumpcji. Dlatego też skala wydatków publicznych jest różna w różnych krajach. Niektóre wydatki mają charakter trwałych wartości cywilizacyjnych a inne zmieniają się w zależności od bieżącej polityki gospodarczej rządów. Jednak w dłuższym okresie występuje wyraźna korelacja wydatków publicznych ze wzrostem produktu krajowego brutto². Skala wydatków publicznych pozostaje więc na względnie stałym poziomie. Okazuje się, że wzrost produktu krajowego i tym samym coraz lepsze zaspokojenie potrzeb indywidualnych nie zmniejsza zapotrzebowania na dobra publiczne.

Reakcja krajów rozwiniętych na załamanie gospodarcze była na ogół zgodna, mimo różnych polityk gospodarczych i różnych relacji między sektorem publicznym a sektorem prywatnym. Wprawdzie nie podjęto ponadnarodowej wspólnej polityki jako globalnej odpowiedzi na globalny kryzys, to wiele krajów zdecydowało się na działania, które z punktu widzenia poglądów neoliberalnych mogły gospodarce tylko zaszkodzić. Interwencje rozpoczął rząd amerykański. Zaczęło się od realizacji tzw. planu Paulsona zakładającego wsparcie banków amerykańskich funduszami publicznymi o niespotykanej wielkości 700 miliardów dolarów. W kolejce po miliardy dolarów z funduszy publicznych stanęła m. in. sztandarowa korporacja USA General Motors oraz jedna z największych grupa finansowych Citi-group. Ta ostatnia otrzymała także gwarancje rządowe wartości 300 miliardów dolarów. Kolejną spektakularną interwencją była decyzja FED-u z listopada 2008 roku o wykupieniu papierów dłużnych instytucji finansowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi na sumę 800 miliardów dolarów. W ślad za USA również rządy krajów europejskich podjęły działania wspierające sektor prywatny, w szczególności banki. Z danych Komisji Europejskiej wynika, że fundusze publiczne wyasygnowane w tym celu w Wielkiej Brytanii sięgnęły 26,8% PKB tego kraju, w Belgii 26,7%, w Holandii 25,4%. W Niemczech i we Francji, z uwagi na wysoki PKB w ujęciu nominalnym, relacja ta ukształtowała się na niższym poziomie i wyniosła odpowiednio 9,1% i 5,6%³. Z analiz Banku Anglii wynika, że łączna pomoc rządów najbogatszych krajów świata dla prywatnego sektora finansowego

² Por. K. Polarczyk, *Wydatki publiczne w Polsce na tle Unii Europejskiej*, Biuro Analiz Sejmowych, listopad 2007.

³ Dane Komisji Europejskiej, cyt. za: Rzeczpospolita-Gospodarka, 27 sierpnia 2009, B3.

(włączając gwarancje) przekroczyła do października 2008 kwotę 7 bilionów dolarów⁴. Szacuje się, że w połowie 2009 kwota ta wzrosła do ponad 8 bilionów dol. Uważam, że dane statystyczne za rok 2009, a może i za rok 2010 ujawnia paradoks współczesnych gospodarek. Przy apologetyce efektywności rynku udział wydatków publicznych wzrośnie. Stopa redystrybucji PKB zwiększy się a główną tego przyczyną będzie rozwój rynków finansowych.

Pierwsze pytanie jakie tu się pojawia, to pytanie o charakter dobra, które powstaje dzięki wsparciu finansowemu sektora prywatnego przez fundusze publiczne. Jeżeli przyjmiemy kryterium finansowania jako podstawę systematyki dóbr w gospodarce⁵, to coraz więcej produktów sektora prywatnego traci cechy dobra prywatnego. Prywatne usługi bankowe oferowane przez banki wsparte funduszami publicznymi stają się w części dobrami publicznymi, bo w części zostały sfinansowane ze środków publicznych. Można też uznać, że usługi tych banków są dobrami prywatnymi, bo istnieje zasada wyłączenia, natomiast dobrem publicznym jest sama interwencja państwa. Takie rozumowanie jest jednak zbyt daleko idące, ponieważ wiele dziedzin gospodarki jest wspierane bezpośrednio lub pośrednio funduszami publicznymi. W konsekwencji należałoby wytyczyć granicę między interwencją, która zmienia charakter dobra z publicznego na prywatne i interwencją, która tego charakteru nie zmienia. Pozostaje jeszcze jedna możliwość, która w moim przekonaniu wydaje się najbardziej logiczna. Otóż Joseph E. Stiglitz wprowadził do literatury pojęcie *merit good*. Tym terminem określa dobra, które nie są czystymi dobrami publicznymi (*pure public good*), nie są też dobrami prywatnymi, ale są dobrami, które można rozumieć jako dobra należne społeczeństwu ze względu na ich zalety i funkcje jakie spełniają. Sądzę, że taki charakter ma pomoc publiczna skierowana do organizacji i instytucji prywatnych. Potrzeba takiej właśnie interwencji wynika z przekonania, że czas wychodzenia z kryzysu zostanie znacznie skrócony, co zredukuje jego negatywne konsekwencje w postaci mniejszego popytu globalnego i perturbacji na rynku pracy. Dowodzi to w moim przekonaniu zjawiska względnego zmniejszenia zakresu dóbr typowo prywatnych na rzecz *merit good*. Przez dobra typowo rynkowe rozumiem dobra, które pojawiają się na rynku bez bezpośredniego wsparcia ze strony sektora publicznego.

Pojawia się tu kolejne pytanie, czy mamy do czynienia z jednorazową interwencją, czy też z pakietem rozwiązań, którego celem jest wzmocnienie nadzoru finansowego i szerszej kontroli państwa nad sektorem prywatnym. Pytanie to wydaje się uzasadnione w kontekście samych przyczyn kryzysu finansowego a także narzędzi interwencji państwa, jakie zostały uruchomione w krajach o ugruntowanej przecież gospodarce rynkowej. Mówiąc o przyczynach kryzysu finansowego chciałbym powiązać je z dwoma znanymi teoriami ekonomicznymi, które w moim przekonaniu dotyczą źródeł współczesnego załamania gospodarczego.

W kwestii asymetrii informacji

Światowy kryzys finansowy przełomu lat 2008/2009 a wcześniej spektakularne

⁴ Cyt. za: K. Rybiński, *Czy wlatujący orzeł złapie amerykańską grypę*, ref. wygłoszony w PTE, 27.11.2008.

⁵ Por. S. Owsiak, *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, PWN, Warszawa 2005, s. 34.

upadki wielkich korporacji amerykańskich potwierdziły to, co już dużo wcześniej dostrzegała część środowiska ekonomicznego związanego z nurtem neokeynesowskim. Teoria J. M. Keynesa jest powszechnie znana jako koncepcja kwestionująca efektywność rynku. Mniej znane są zapewne jego poglądy na rodzący się wówczas rynek kapitałowy, w których dostrzegał niebezpieczeństwo, że spekulacja na giełdzie weźmie górę nad przedsiębiorczością. Dostrzegał przy tym różnice w zachowaniach amerykańskich i europejskich. Amerykanin, nabywając akcję, przywiązuje większą wagę do zmian umownej ceny waloru niż do dochodu jaki ten walor zapewnia. Oznacza to, że jest on spekulantem. Spekulanci mogą być nieszkodliwi, gdy są dodatkiem do przedsiębiorczości. Sytuacja staje się poważna, gdy zachowania spekulacyjne zaczynają dominować nad przedsiębiorczością, to jest „gdy przedsiębiorstwo jest już tylko bańką powietrzną w wirze spekulacji”. Keynes porównywał rynek akcji, a więc zachowania inwestorów do konkursu na najpiękniejszą twarz. W całej tej zabawie nie tyle chodzi o to, która twarz jest najpiękniejsza, ale o to, która za taką zostanie wybrana. Tylko wówczas można otrzymać nagrodę. Podobnie jest na rynku kapitałowym akcji. Inne – może bardziej przekonujące – porównanie jaki użył to takie, że trafność prywatnej inwestycji polega w rzeczywistości na tym, „by puścić swego konia do startu nieco przed sygnałem, by przechytrzyć tłum...”⁶.

Znaczące badania dotyczące funkcjonowania rynku w warunkach asymetrii informacji podjęto już w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych XX wieku. Można tu wymienić prace laureatów nagrody Nobla – J.A. Mirrlessa i R.E. Lucasa. Podkreślali oni, że podmioty gospodarcze działają w warunkach niepewności, niedoskonałej informacji i przy wysokich kosztach jej pozyskania. Ich decyzje inwestycyjne nie zawsze są racjonalne z uwagi na trudności z odczytaniem sygnałów rynkowych spowodowane asymetrycznością informacji. W takiej sytuacji nie są spełnione warunki działania *niewidzialnej ręki* rynku. Byłyby spełnione, gdyby informacja była doskonała i dostępna dla wszystkich uczestników rynku. Wprawdzie badania te koncentrowały się początkowo na gospodarce realnej, to problem informacji nabrał szczególnego znaczenia w czasach globalizacji i silnego rozwoju rynków finansowych.

Problematyka ta znalazła wyraz w pracach J.E. Stiglitz. Według niego założenie ekonomii klasycznej, że konkurencyjność rynków jest wystarczającym warunkiem efektywnej alokacji zasobów jest błędne, gdyż nie uwzględnia kosztów pozyskiwania informacji. Jeżeli ceny, w tym także ceny instrumentów finansowych opierają się na informacjach świadomie kształtowanych w imię partykularnych interesów, to nie będzie to służyć rozwojowi gospodarki a jedynie interesom wąskiej grupy osób uprzywilejowanych. J. Stiglitz nazywa tę grupę „graczami giełdowymi” lub po prostu „tymi z Wall Street” i w tym też duchu zadaje sobie następujące pytanie: dlaczego uczestnicy rynku marnują pieniądze, płacąc innym ludziom za dobór akcji? Skoro wszelkie informacje znajdują odbicie w cenach, to racjonalnie postępujący inwestorzy nigdy nie wydawaliby pieniędzy za zbieranie informacji,

⁶ J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 2003, s. 137 i nast.

uzyskiwaliby je bez wydawania grosza. Okazuje się, że na rynku kapitałowym występuje asymetria informacji, tzn. menedżerowie dysponują informacjami, których nie posiadają inni uczestnicy rynku, głównie akcjonariusze i udziałowcy funduszy inwestycyjnych. W świecie dużej asymetryczności informacji nawet najbardziej poinformowani inwestorzy znajdują się w niekorzystnej sytuacji. Dlatego korzystają z usług wewnętrznych analityków, żeby pomogli im przeistoczyć się w wewnętrznych inwestorów⁷.

Odnosząc to do obecnego kryzysu oczywistym staje się, że podstawą tych usług a także sukcesu na rynkach finansowych jest posiadanie informacji, której nie posiada inny uczestnik rynku. Asymetria informacji jest więc najbardziej czytelnym przejawem niedoskonałości rynku. Czynnikiem sprzyjającym takiej sytuacji była „wiera w teorię niewidzialnej ręki rynku”. Podpowiadała ona dyrektorom banków, menedżerom a nawet współpracującym z nimi analitykom finansowym, że robiąc dobrze dla siebie, czynią dobrze dla społeczeństwa⁸.

Jakie warunki powinny być spełnione, aby rynek kapitałowy był efektywny?:

- akcjonariusze mają swobodny dostęp do pełnej informacji finansowej i inwestycyjnej,
- nie występują koszty transakcyjne, które uniemożliwiłyby pozyskanie tych informacji,
- istnieje pełna substytucyjność aktywów na rynku finansowym,
- istnieje dostateczna liczba uczestników rynku wykluczająca możliwość kształtowania stóp zwrotu przez kogoś z nich.

Współczesny rynek kapitałowy daleki jest od spełnienia tych oczekiwań, czego najlepszym przykładem są regulacje ustawowe, zostały wprowadzone już w czasie pierwszego wielkiego kryzysu gospodarczego w pierwszej połowie XIX wieku. Po odkryciu wielkiej fali oszustw na amerykańskim rynku kapitałowym uchwalona została w 1933 r. ustawa o papierach wartościowych oraz powołano *Security and Exchange Commission*. Zamierzeniem SEC było ujawnienie przez emitentów papierów wartościowych nie tylko informacji finansowych ale także ograniczenie procederu zwanego *insider trading*, polegającego na wykorzystywaniu przez największych akcjonariuszy korporacji (dzisiaj także przez menedżerów korporacji) poufnych informacji przy podejmowaniu decyzji na rynkach papierów wartościowych. Regulacje te miały chronić inwestorów przed niektórymi nadużyciami, głównie przed manipulowaniem ceną akcji⁹.

Do grupy uczestników rynku *insiders* zalicza się dzisiaj:

- menedżerów i członków zarządu korporacji,
- menedżerów instytucji finansowych, głównie banków i biur maklerskich organizujących operacje giełdowe,

Te dwie grupy są uprzywilejowane w dwojaki sposób. Posiadają informacje, których nie posiadają inni uczestnicy rynku zwani *outsiders* a po drugie są instytu-

⁷ Por. J. E. Stiglitz, *Szalone lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa 2006, s. 90.

⁸ Tamże, s. 156.

⁹ F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 79.

cjami pośredniczącymi w obrocie papierami wartościowymi.

Wykorzystywanie asymetrii informacji jest szczególnie ułatwione w warunkach obrotu instrumentami rynku finansowego, które nie mają materialnej postaci a transakcje nimi opierają się na przyrzeczeniu pewnych korzyści przez emitenta tych instrumentów. Jak pisze Z. Polański jest to krucha podstawa transakcji, która sprawia, że rynek finansowy jest bardzo podatny na niestabilność i wahania cen notowanych na nim aktywów¹⁰. Dodajmy, że jest to czynnik wadliwej alokacji kapitału. Obnażył to obecny kryzys na rynkach finansowych, na których nie tylko ceny akcji ale także innych aktywów były dalekie od rzeczywistości.

Spektakularnym przykładem asymetrii informacji były na rynku amerykańskim tzw. opcje zakupu akcji dla kadry zarządzającej po cenach preferencyjnych. Istota tkwiła w tym, że rynek takich informacji nie posiadał a standardy rachunkowości, dokładniej mówiąc FASB, nie zobowiązywały do uwzględnienia tego faktu w finansach firmy. Wiedzieli natomiast ci, którzy je otrzymali i w okresie koniunktury na giełdzie realizowali opcje, mimo że związek wartości akcji w czasie hossy niewiele miał wspólnego z ich pracą. Ponieważ wraz z przyznaniem opcji zakupu akcji wiąże się konieczność wyemitowania nowych akcji, to wartość dotychczasowego kapitału akcyjnego relatywnie maleje. Cała operacja odbywa się więc kosztem dotychczasowych akcjonariuszy. Jest też druga strona medalu. Otóż menedżerowie odnosili największą korzyść, gdy wartość rynkowa akcji była wysoka. Zatem podejmowali w tym kierunku wszelkie działania wykorzystując przewagę, jaką było posiadanie informacji. Rozbieżność między ceną realną a wirtualną instrumentu finansowego skomentował R.A. Haugen następująco: koncepcję zakładającą, że ceny akcji odzwierciedlają jakimś sposobem wszystko, co na ich temat wiadomo i co ich dotyczy – znaną jako hipoteza efektywnego rynku – można nazwać fantazją. W rzeczywistości rynek kapitałowy jest nieefektywny i nadreaktywny¹¹. Podsumowując ten fragment artykułu warto zwrócić uwagę na analizę kryzysu, jaką zaprezentował F. Fukuyama. Główną jego przyczyną była deregulacja rynku finansowego i zmniejszenie roli państwa jako wynik polityki R. Regana. Państwo dopuściło do powstania sektora finansowego niepodlegającego żadnemu nadzorowi, w przekonaniu że wytworzą się na rynku finansowym mechanizmy samokorygujące¹². Liberalizacja rynków finansowych okazała się już wcześniej niebezpieczna, chociażby w latach 1977-1988 podczas kryzysu azjatyckiego. Sygnały te zlekceważono, gdyż nie wyobrażano sobie, że coś podobnego może się wydarzyć w Stanach Zjednoczonych.

W kwestii kosztów eksterioryzowanych

Pojęcie efektów zewnętrznych wprowadzone zostało do literatury ekonomicznej przez Arthura C. Pigou. Zjawisko to polega na przeniesieniu skutków transakcji rynkowych na osoby trzecie, które nie są podmiotami tych transakcji. Mogą one mieć charakter negatywnych lub pozytywnych efektów zewnętrznych. W

¹⁰ Z. Polański, *System finansowy w Polsce*, tom 1, PWN, Warszawa 2008, s. 25.

¹¹ R. A. Haugen, *Nowa nauka o finansach; Przeciw efektywności rynku*, 1999, WIG-Press, s. 1 i 11.

¹² F. Fukuyama, *A New Era*, *The American Interest Magazine*, cyt. za: *Dziennik-Europa*, 31.01.-1.02.2009

przypadku efektów negatywnych mamy do czynienia z kosztami zewnętrznymi. Są to koszty eksterioryzowane, inaczej mówiąc koszty przenoszone na zewnątrz. Wprawdzie analiza tego zjawiska sprowadzała się początkowo do problematyki ochrony środowiska i zrównoważonego rozwoju (w koncepcji ekonomii dobrobytu), to sądzę, że problem kosztów zewnętrznych staje się aktualny również w kontekście kosztów społecznych obecnego kryzysu finansowego. Podam kilka przykładów na poparcie takiego stanowiska.

Pierwszy znaczący pakiet pomocowy rządu amerykańskiego opiewający na prawie 800 miliardów dolarów finansowany jest w części emisją zadłużenia w postaci obligacji rządowych, która wymaga dodrukowania pieniędzy przez bank centralny (FED). Działania te nazywane są eleganckim terminem *quantitative easing*. Koszty kryzysu wywołane działalnością wielkich prywatnych korporacji finansowych pokryte więc zostaną nie tylko przez podatników amerykańskich ale także międzynarodowych inwestorów. Ocenia się, że co drugi dolar pożyczony przez rząd amerykański pochodzi z zagranicy. Same tylko Chiny mają zainwestowane swoje oszczędności w obligacjach amerykańskich na sumę 802 miliardów dolarów. Zmniejszenie wartości dolara na rynkach międzynarodowych w wyniku emisji pustego pieniądza jest więc metodą przeniesienia ciężaru kryzysu „na zewnątrz”. Według agencji Bloomberg strumień „pustego pieniądza” ma osiągnąć 300 miliardów dolarów z przeznaczeniem na wykup aktywów finansowych, w tym obligacji¹³.

Druga strona tego samego medalu to tzw. bonusy i premie przyznawane pracownikom instytucji finansowych, które powszechnie obarcza się o wywołanie kryzysu. Wielkie banki amerykańskie, które nie upadły dzięki dotacjom rządowym wypłaciły swoim maklerom 32 miliardów dolarów¹⁴. Przykładowo Citigroup miała w 2008 roku prawie 28 miliardów strat i przetrwała dzięki wsparciu rządowemu wielkości 45 miliardów dol. W tym czasie zarządy banków wchodzących w skład Citigroup przyznali sobie 5 miliardów dol. premii, a 738 pracowników otrzymało poza normalną pensją bonusy przekraczające milion dolarów na osobę. Podobna sytuacja była w innych wielkich grupach finansowych. Bank of America, Goldman Sachs, Merrill Lynch i Morgan Stanley otrzymały w formie pakietu ratunkowego 100 miliardów dolarów. W Goldman Sachs, w czasie gdy fundusze publiczne ratowały ten bank przed upadłością wypłacono premie warte 27 miliardów dolarów. Nie jest to przypadek wyłącznie gospodarki amerykańskiej. Podobne praktyki ujawnione zostały w sponsorowanych przez fundusze publiczne banki francuskie: BNP Paribas i Societe Generale.

Opisując gospodarkę światową lat dziewięćdziesiątych J. Stiglitz zwrócił uwagę na pewien systematyczny wzorec błędów w polityce gospodarczej. Jego zdaniem „nadmiernym zaufaniem obdarzono mądrość rynków finansowych, odstąpiono zaś od stosowania normalnych mechanizmów zapewnienia równowagi”¹⁵.

¹³ Dane agencji Bloomberg, cyt. za: GW-Gospodarka z 11. sierpnia 2009.

¹⁴ Dane ujawnione przez prokuratora generalnego NY A. Cuomo, cyt. za: Dziennik-Świat, 7 sierpnia 2009 oraz The Wall Street Journal. Polska, 14-15. marca 2009.

¹⁵ J. E. Stiglitz, op. cit., s. 101.

Mechanizmy te to system regulacji, którego celem jest zmniejszenie kosztów zewnętrznych. Tego mechanizmu zabrakło w wielu dziedzinach gospodarki, a szczególnie w obrocie instrumentami finansowymi. Na ten aspekt kryzysu coraz mocniej zwracają uwagę nie tylko ekonomiści, ale także przedstawiciele innych nauk społecznych. G. Sorman pisze, że racjonalne indywidualne decyzje na rynkach finansowych mogą wywołać negatywne skutki o zasięgu globalnym¹⁶.

W tym kontekście zwraca uwagę treść jednego z ostatnich tygodników *The Economist*. Na teoretycznym założeniu o efektywności rynków zbudowano najbardziej ezoteryczne instrumenty finansowe na Wall Street z przekonaniem, że rynki uregulują się same. Tak się jednak nie stało, ekonomię trzeba po części wymyślić na nowo. Wielka depresja zrodziła keynesizm, a stagflacja lat siedemdziesiątych wywołała kontrreakcję w postaci nurtu neoliberalnego. Dziś twórcza destrukcja, jak pisze *The Economist* już się rozpoczęła¹⁷. W tym samym jednakże artykule eksponuje się tezę, że kryzys finansowy spowodowali *insiders* i w żadnym wypadku nie jest to „porażką ekonomicznego liberalizmu”. „Wolnorynkowy paradygmat” zasługuje na zdecydowaną obronę.

Logika tego wywodu jest w gruncie rzeczy tożsama z innymi poglądami, według których to banki komercyjne lub fundusze inwestycyjne lub fundusze ubezpieczeniowe lub inne grupy finansowe, takie jak „piramida” Madoffa stały się zarzewiem kryzysu. Spróbuję to wyjaśnić na przykładzie banku komercyjnego. Banku komercyjnego nie można rozumieć jako budynku, gmachu, który dobrze funkcjonuje bo dobrze osiada w gruncie po niedawnym jego zbudowaniu. Bank dobrze funkcjonuje, jeżeli ludzi w nim pracujący podejmują racjonalne decyzje. Dlatego bank jest dla mnie zinstytucjonalizowanym zespołem ludzi, dodatkowo obdarzonych społecznym zaufaniem – wszak banki uważane są za instytucje zaufania publicznego, funkcjonujących na rynku finansowym. Są elementem rynku finansowego, tak samo jak fundusze inwestycyjne Madoffa. Wyalienowanie z rynku osób podejmujących na nim decyzje jest próbą nadania rynkowi cech poza społecznych.

Największy przekręt w USA polegał na tym, że powołany do życia przez B. Madoffa *Investment Securities LCC* kusił wielkimi zyskami inwestorów, a później spłacał ich za pomocą kapitału pozyskanego od kolejnych inwestorów. Działalność ta trwała ponad 20 lat. W momencie gdy grupa inwestorów chciała wycofać swój kapitał (w grudniu 2008), okazało się, że jest to niemożliwe. Pieniądze były wirtualne a nie realne. Straty inwestorów szacowano wówczas na ponad 50 miliardów dolarów. Inwestorami-ofiarami tej „działalności”, oprócz osób fizycznych byli także instytucjonalni uczestnicy rynku finansowego, m. in.: Fairfield Greenwich Advisors (7,5 mld dol.), Tremont Group Holdings (3,3 mld dol.), bank hiszpański Santander S.A. (2,9 mld dol.), bank austriacki Medici A.G.¹⁸.

Początki pieniądza wirtualnego, wówczas tzw. pochodnego sięgają 17 wieku, kiedy to pojawiły się w Europie pierwsze banknoty. Ich ojczyzną była Szwecja,

¹⁶ G. Sorman, *Oswajanie globalnego ryzyka*, cyt. za: Dziennik-Europa, 22-23 sierpnia 2009.

¹⁷ *Nędza współczesnej ekonomii*, *The Economist*, Newspaper Limited, July 2009, cyt. za: Rzeczpospolita, 20 lipca 2009.

¹⁸ Na podstawie *The Wall Street*; Polska, 23.12.2008.

która po licznych wojnach była bardzo zadłużona. Szwedzi wymyślili, by do systemu pieniądza kruszcowego, dotychczas opartego na srebrze i złocie, włączyć trzeci kruszec – miedź. Pomysł wydawał się znakomity, miedzi nie brakowało i można było zwiększyć ilość pieniądza w obiegu. Ale w systemie pieniądza kruszcowego wartość metalu zawarta w monecie musiała odpowiadać jej nominalowi. A ponieważ miedź była tania, to monety z niej bite (tzw. platmynty) miały monstrualne rozmiary i ważyły około 20 kg. Dlatego w 1668 r. powstał Szwedzki Bank Państwowy, w którym można było deponować owe platmynty. W zamian otrzymywano kwity, którymi posługiwano się jak prawdziwymi pieniędzmi¹⁹.

Dopóki banki komercyjne jako instytucje monetarne kreują pieniądź pochodny (kredytowy), którego siłę nabywczą w jakim sensie zabezpiecza obowiązkowa rezerwa gotówkowa, to wpływ tych instytucji na gospodarkę jest pozytywny. Ale w miarę rozwoju rynków finansowych pieniądź pochodny zaczęto wykorzystywać w kolejnych transakcjach rynkowych (wszelkie instrumenty pochodne, sekurytyzacja aktywów itp.), tworząc podstawę dalszej kreacji pieniądza wirtualnego. Szacuje się, że dzienne obroty na światowym rynku pieniężnym sięgają 1,8 biliona dol., z czego tylko 5% jest konsekwencją realnych ruchów towarów i usług. W przeciwieństwie do ruchu towarów i usług, który jest monitorowany w czasie rzeczywistym, rynki finansowe kreują nieustannie kontrakty wirtualne, których ani wielkość ani konsekwencje nie są znane samym pomiotom tych kontraktów²⁰. niespotykany wzrost obrotów na światowych rynkach finansowych przypomina efekt kuli śnieżowej, która obrasta nowymi warstwami pieniądza do momentu, gdy ktoś nie zechce sprawdzić ich realnej wartości. Na całym tym procederze korzystają ci, którzy – jak określił P.A. Samuelson – te nowe frankensteinowskie wynalazki specjalistów od inżynierii finansowej uczynili przedmiotem rynkowych transakcji²¹. Koszty tego proceduru nie pokrywane są z ich dochodów, tylko przerzucone zostały zgodnie z teorią kosztów eksterioryzowanych na sektor publiczny.

Ryzyko jakie towarzyszy gospodarce rynkowej może oczywiście wpływać na podejmowanie błędnych decyzji inwestycyjnych lub operacyjnych. Należy jednak odróżnić upadłość przedsiębiorcy od kryzysu w skali światowej, który zawsze jest wyrazem skali decyzji nieracjonalnych. Skoro te decyzje podejmowane są na rynku finansowym i tworzą ten rynek to trudno mówić o efektywności rynku finansowego. Można też przyjąć, że w wyniku samoregulującego się mechanizmu rynkowego takie transakcje zostały właśnie zidentyfikowane. Jednak skala tych transakcji świadczy o tym, że jeżeli mechanizm ten w ogóle działa, to działa ze zbyt dużym opóźnieniem – w przypadku Madoffa opóźnienie to jest kilkunastoletnie. Dzięki polityce interwencyjnej państwa koszty kryzysu są w części rekompensowane. Brak tej polityki mogłoby spowodować straty nieporównywalnie większe.

¹⁹ W. Morawski, *Banknoty polskie*, Wyd. AGORA SA., nr 1/2006.

²⁰ T. Gruszecki, *Kryzys amerykański a przyszłość dolara jako waluty światowej*, tekst złożony do druku, Lublin-Warszawa 2009, s. 2.

²¹ P. A. Samuelson, Tribune Media Services, Inc., 2008, *Kompromis przede wszystkim*, tłum.: Dziennik-Europa, 27-28 grudnia 2008.

Podsumowanie

W zakończeniu chciałbym zwrócić uwagę na te kierunki w myśli ekonomicznej, które w moim przekonaniu wychodzą naprzeciw skomplikowanym procesom gospodarczym współczesnego świata i z którymi w pełni się identyfikuję. W cytowanym artykule, który ukazał się w *Tribune Media Services* P. Samuelson wskazuje, że lekarstwem na kryzys może być tylko rozsądna, centrowa polityka ekonomiczna. Centryści są skazani na kompromisy. W czasach dobrej koniunktury sztuczne podtrzymywanie przy życiu koncernów motoryzacyjnych z Detroit może być głupotą – J. Schumpeter nazywał to „kapitalizmem w namiocie tlenowym” – ale kiedy bezrobocie przekracza 10 proc., taka decyzja bywa uzasadniona. Systemy rynkowe mogą nam zapewnić dostatek i postęp pod warunkiem wszakże, że wprowadzone zostaną skuteczne regulacje. Nieregulowane rynki mogą doprowadzić same siebie do upadku. Mylą się zarówno monetaryści nawołujący do jak najbardziej ograniczonych działań, jak i zwolennicy nadmiernych regulacji i pomocy ze strony państwa. Należy pamiętać, że państwowa pomoc łatwo uzależnia i może uczyć ekonomicznej nieodpowiedzialności tych, którzy nazbyt chętnie z niej korzystają.

Pogląd ten nawiązuje do szerszej dyskusji na temat zdolności rynku do samo-regulacji i roli państwa. Na długo przed tym kryzysem dyskusję taką zaprezentowali autorzy angielskiego podręcznika *Ekonomii*²². Omawiając różne nurty ekonomiczne opowiedzieli się za tymi ekonomistami, których można nazwać eklektycznymi keynesistami. Ekonomisci ci opowiadają się za aktywną polityką stabilizacyjną, uznając jednocześnie niezbywalną rolę rynku w dłuższych okresach. Rozwój gospodarki światowej pokazuje, że nie ma uniwersalnych i zawsze skutecznych narzędzi polityki gospodarczej. Z analizy tego rozwoju wynika, że mamy do czynienia zarówno z niedoskonałością rynku, jak i niedoskonałością sektora publicznego. Dlatego przesłanie P. Samuelsona ma głęboki sens.

Bibliografia

1. Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Economics*, Warszawa 1992.
2. Economist, *Nędra współczesnej ekonomii*, Wyd. Rzeczpospolita, 2009.
3. Fukuyama F., *A New Era*, The American Interest Magazine, Wyd. Dziennik-Europa, 2009.
4. Gruszecki T., *Kryzys amerykański a przyszłość dolara jako waluty światowej*, Lublin-Warszawa 2009.
5. Haugen R. A., *Nowa nauka o finansach; Przeciw efektywności rynku*, Warszawa 1999.
6. Keynes J. M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 2003.
7. Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002.
8. Morawski W., *Banknoty polskie*, Wyd. AGORA SA., nr 1/2006.
9. Owsiak S., *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, PWN, Warszawa 2005.
10. Polański Z., *System finansowy w Polsce*, tom 1, Warszawa 2008.

²² D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Economics*, 1984, wyd. polskie, PWE 1992, s. 376-378

11. Polarczyk K., *Wydatki publiczne w Polsce na tle Unii Europejskiej*, Warszawa 2007.
12. Rybiński K., *Czy wlatujący orzeł złapie amerykańską gripę*, Warszawa 2008.
13. Samuelson P. A., *Kompromis przede wszystkim*, Wyd. Dziennik-Europa, 2008.
14. Sorman G., *Oswajanie globalnego ryzyka*, Wyd. Dziennik-Europa, 2009.
15. Stiglitz J. E., *Szalone lata dziewięćdziesiąte*, PWN, Warszawa 2006.
16. Dane statystyczne: Agencja Bloomberg, Dziennik-Świat, Eurostat, Komisja Europejska, The Wall Street Journal-Polska)

Abstract

Theoretical aspects of the financial crisis

The article reveals the author's reflections regarding world economy in 2007-2009 rather than a complex insight the issue. The available data is not sufficient to study thoroughly the financial crisis which is believed to be gravest after second world war. The choice of economic and administrative means by which the problem is to be solved provokes reflections over the role of the state in economy and market effectiveness as a self-regulating mechanism. My thesis is that the present financial crisis proves unreliability market and legitimacy of the assumptions following economy theories: asymmetry of information and external costs.