

*Janina Godłów-Legiędz\**

**FUNKCJE PAŃSTWA I RYNKU  
Z PERSPEKTYWY KRYZYSU FINANSOWEGO**

Współczesny kryzys finansowy, którego pierwsze wyraźne symptomy wystąpiły w 2007 roku w Stanach Zjednoczonych, spowodował nasilenie dyskusji wokół roli państwa i rynku. Dla jednych kryzys ten jest dowodem narastających ułomności rynku, błędności neoliberalizmu i słuszności teorii Keynesa, inni przyczyny kryzysu wiążą z nadmierną podażą pieniądza i polityką podtrzymywania koniunktury będącą w dużym stopniu efektem keynesowskiej ideologii. Celem artykułu jest analiza i próba oceny argumentów tych przeciwstawnych stanowisk. Rozważania skoncentrowane są wokół trzech hipotez. Hipoteza pierwsza: kryzys ujawnia, że dominacja krótkookresowych celów ekonomicznych i politycznych oraz innowacje finansowe zmieniają zasadniczo rolę mechanizmu cenowego. Hipoteza druga: błędne jest przeciwstawianie rynku i regulacji. Hipoteza trzecia: u podstaw kryzysu leży pogwałcenie klasycznych zasad gospodarowania, które ma źródła zarówno w polityce, jak i metodologii współczesnej ekonomii.

**INFORMACYJNA I MOTYWACYJNA FUNKCJA CEN  
Z PERSPEKTYWY KRYZYSU FINANSOWEGO**

Analiza przyczyn współczesnego kryzysu finansowego ujawnia z wielką ostrością słabości mechanizmu cenowego, które występowały zawsze oraz pokazuje nowe zagrożenia sprawności informacyjno-motywacyjnej cen wynikające z głębokich zmian zachodzących w systemach gospodarczych, takich jak innowacje finansowe, przekształcenia struktury własnościowej, brak regulacji nowych przedmiotów transakcji, osłabienie kontroli podaży pieniądza przez banki centralne. Immanentną i raczej niedocenioną w ortodoksyjnej teorii ekonomii słabością mechanizmu cenowego jest to, iż informacyjna funkcja cen ulega zakłóceniu w fazach drastycznych spadków i wzrostów aktywności uczestników gry rynkowej. Ma to szczególne znaczenie na rynku papierów

---

\* Profesor nadzw. UŁ, Katedra Makroekonomii, Uniwersytet Łódzki.

wartościowych. To, iż cel uczestników gry giełdowej – zysk wynikający z różnicy kursu kupna i sprzedaży – jest funkcją zmieniających się periodycznie oczekiwań dotyczących kursów papierów wartościowych powoduje, że na rynkach finansowych zwykle nie działa prawo popytu, przywracające równowagę, lecz paradoks spekulacyjny kumulujący nierównowagę. Ceny na tych rynkach pełnią zatem funkcję informacyjną w szczególności sposób: informując o względnej rzadkości przedmiotów transakcji, oddają głównie stan nastrojów gospodarczych, wykazujących tendencję do irracjonalnej kumulacji. Jeżeli znaczenie i udział rynków finansowych w systemie gospodarczym rośnie, słabną siły przywracające równowagę, system ekonomiczny staje się bardziej podatny na zakłócenia. Skalę wzrostu udziału rynków finansowych we współczesnych gospodarkach w ostatnich dwóch dziesięcioleciach ilustruje stosunek wartości aktywów finansowych do PKB (tab. 1 i 2).

**Tabela 1****Rozwój rynków finansowych na świecie**

	<b>1990</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
PKB w bln \$	21,2	56,8	60,7
Aktywa finansowe w bln \$	48	194	178
Aktywa finansowe jako % PKB	227	343	293

Źródło: *Global capital markets: Entering a new era*, Mc Kinley Global Institute, 2009, s. 9.

**Tabela 2****Aktywa finansowe jako % PKB w wybranych krajach i regionach**

<b>Kraj/region</b>	<b>% PKB w 2008</b>
USA	385
Strefa euro	314
Wielka Brytania	326
Japonia	533
Chiny	276
Europa Wschodnia	99
Rosja	68

Źródło: *Global capital markets: Entering a new era*, Mc Kinley Global Institute, 2009, s. 27.

Konieczność nowego spojrzenia na funkcje cen wynika także z wprowadzenia do obrotu pochodnych instrumentów finansowych i ze skali wykorzystywania dźwigni finansowej. W roku 2007 średnie współczynniki lewarowania osiągnęły w Japonii wartość 18, w Europie 34. W Stanach Zjednoczonych w ostatniej fazie ekspansji cyklu 2001–2007 średni współczynnik dźwigni finansowej wzrósł z 21 do 30. Instytucje finansowe nie tylko na wielką skalę stosują lewarowanie, ale ponadto ich postępowanie w tym zakresie jest procykliczne. W listopadzie 2007 r., gdy odnotowano w Stanach Zjednoczonych spadek wartości aktywów wskutek ostrego spadku cen nieruchomości, średni współczynnik dźwigni finansowej zmniejszył się z 30 do 24. Współczynnik korelacji między trendem lewarowania a zmianami PKB w Stanach Zjednoczonych w latach 2001–2008 wynosił 0,73<sup>1</sup>. Stosowanie dźwigni finansowej potęguje procesy, które sprawiają, że ceny odzwierciedlają głównie nastroje, a rynki finansowe w coraz mniejszym stopniu pełnią funkcje ważne z punktu widzenia sfery realnej – funkcje dostarczania kapitału wynikającego z oszczędzania i pośredniczenia między oszczędzającymi a inwestującymi. Te „naturalne” funkcje rynków finansowych zdominowane zostały przez funkcje spekulacyjne, co jest wyrazem powszechnej, zarówno w sferze prywatnej jak i publicznej, tendencji do realizacji celów krótkoterminowych. Realny proces tworzenia kapitału, czyli tworzenie kapitału przez ograniczanie bieżącej konsumpcji zastępowany przez proces tworzenia pieniądza.

Innowacje na rynkach finansowych i niezwykle rozwój tych rynków sprawia, że krytycznie spojrzeć należy nie tylko na informacyjną funkcję samych instrumentów finansowych, ale także cen takich strategicznych dóbr, jak ropa naftowa. Tradycyjna doktryna przedstawia mechanizm cenowy jako oszczędny mechanizm przekazywania informacji. Rozwijając epistemologiczną argumentację za rynkiem Hayek podkreślał, że w systemie rynkowym wystarczy niewiele wiedzy, by jego uczestnicy mogli podejmować właściwe decyzje. System cenowy pozwala na rozszerzenie zakresu wykorzystania zasobów poza obszar kontroli jednostkowego umysłu, uwalnia system ekonomiczny od potrzeby świadomej kontroli i tworzy bodźce skłaniające ludzi do podejmowania właściwych działań bez konieczności wydawania im poleceń.

„jest rzeczą cudowną, – pisał Hayek – że w przypadku niedoboru surowca tysiące ludzi bez żadnego nakazu i mimo nieznajomości przyczyn widząc wzrost ceny zaczyna surowiec oszczędzać”<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> E. P. Caldentey, D. Titelman, R. Pineda, The current global financial crisis: What was really „purely prime”?, ECLAC, 2009, s. 20-22.

<sup>2</sup> F. A. Hayek, *Indywidualizm i porządek ekonomiczny*, Wydawnictwo Znak, Kraków 1998, s. 100.

Zmiany ceny ropy naftowej na rynku światowym w 2008 pokazują jednak, że ceny nie zawsze są wyrazem zmian stosunku między podażą dobrą, a zapotrzebowaniem na to dobro wynikającym z potrzeb produkcji. Ceny nie pełnią właściwie funkcji informacyjnej niezależnie od zasad zawierania transakcji, bo rynek nie jest abstrakcyjnym instrumentem, którego działanie jest niezależne od celów i zasad ludzkiego działania. Funkcje i skutki rynku rozumianego jako splot transakcji będących przejawem dążenia ludzi do zaspakajania potrzeb, wśród których jest także dążenie do zysku, mogą zmieniać się wskutek wprowadzenia nowego przedmiotu obrotu takiego, jak transakcje terminowe. Jeżeli przedmiotem transakcji może być nie tylko ropa naftowa, ale także prawo do nabycia określonej ilości tego produktu po określonej cenie, cena ropy nie informuje wprost o rzadkości tego produktu, ale głównie o nastrojach i nasileniu działań spekulacyjnych. Paradoks polega na tym, że instrumenty, które rozwinięto w odpowiedzi na dużą zmienność cen dóbr, stóp procentowych i kursów walut w celu zmniejszenia ryzyka, wykorzystywane są w celach spekulacyjnych, co wpływa na informacyjną funkcję cen i przyczynia się do ogromnego wzrostu ryzyka w skali całego systemu.

Ceny ropy naftowej charakteryzuje z jednej strony tendencja wzrostowa, z drugiej zaś wielkie fluktuacje. Tendencja wzrostowa znajduje racjonalne wyjaśnienie we wzroście zapotrzebowania na ropę naftową wynikającym z dynamicznego wzrostu gospodarki chińskiej i indyjskiej. Ale te fundamentalne czynniki wzrostu ceny nie mogą wyjaśniać fluktuacji, które ujawniają zarówno średnie ceny roczne w okresach kilkuletnich, jak i gwałtowne zmiany obserwowane w bardzo krótkich okresach. Najbardziej drastycznym przykładem był rok 2008. W styczniu średnia cena tego strategicznego surowca wynosiła w Stanach Zjednoczonych 87\$ za baryłkę, w lipcu osiągnęła cenę 128\$, a w grudniu obniżyła się do 36,8\$<sup>3</sup>. Fluktuacje te należy wiązać nie tyle ze zmianami realnych warunków gospodarowania, co ze zmianami nastrojów gospodarczych, których znaczenie potęgowane jest przez możliwości, które stwarzają kontrakty terminowe. To, iż można wykorzystać zmiany koniunktury gospodarczej do maksymalizacji zysków spekulacyjnych bez dokonywania realnych transakcji (wiążących się z koniecznością ponoszenia kosztów transportu i magazynowania) musi wpływać na częstotliwość operacji spekulacyjnych. To, iż rozwój rynku instrumentów pochodnych zmniejszając koszty transakcyjne oddala rynki finansowe od procesów realnych i zwiększa skłonność do spekulacji, uświadamia, iż zmniejszanie kosztów transakcji może być zjawiskiem negatywnym. Wzmacnia to argumenty za opodatkowaniem transakcji finansowych.

---

<sup>3</sup> Energy Information Administration. *Official Energy Statistics from the US Government*, [http://www.eia.doe.gov/pub/oil\\_gas/petroleum/data\\_publications/petroleum\\_marketing\\_annual/historical/2008/pdf/pmatab1.pdf](http://www.eia.doe.gov/pub/oil_gas/petroleum/data_publications/petroleum_marketing_annual/historical/2008/pdf/pmatab1.pdf) [dostęp: lipiec 2010].

Do rozwoju dyskusji wokół opodatkowania transakcji finansowych przyczyniła się bezpośrednio propozycja podatku Jamesa Tobina. Wcześniej jednak propozycję podatku, który zmniejszałby skłonność do spekulacji i działał dzięki temu stabilizująco na koniunkturę, wysunął John Maynard Keynes. Szczególnej aktualności w obecnej sytuacji nabrały następujące spostrzeżenia zawarte w *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza*:

W miarę ulepszania organizacji rynków występuje istotne niebezpieczeństwo, że spekulacja jednak weźmie górę nad przedsiębiorczością. (...). Spekulanci mogą być nieszkodliwi, gdy są niczym piana na spokojnych wodach przedsiębiorczości. Ale sytuacja staje się poważna, gdy przedsiębiorczość zaczyna być pianą na wodach przedsiębiorczości. Gdy akumulacja kapitału w jakimś kraju staje się ubocznym produktem gry hazardowej, wyniki zawsze będą opłakane (...) Uważa się zazwyczaj, że w interesie publicznym leży, by domy gry były niedostępne i kosztowne. To samo słuszne jest, być może, w odniesieniu do giełd (...). Gdy chodzi o ukrócenie przewagi spekulacji nad przedsiębiorczością w Stanach Zjednoczonych, bardzo celowa reformą może okazać się wprowadzenie znacznego podatku państwowego od transakcji giełdowych<sup>4</sup>.

Spekulacja wpływa nie tylko na informacyjną funkcję cen, ale także na nie mniej ważną z punktu widzenia ideologii gospodarki rynkowej funkcję motywacyjną. Niezmiernie ważnym kryterium oceny gospodarki rynkowej jest jej zdolność do tworzenia instytucji motywujących do twórczości i wysiłków prowadzących do wzrostu produkcji służącej poprawie warunków ludzkiego bytu, do zwiększenia rzeczywistego bogactwa, a nie do przechwytywanie tego bogactwa od innych. Jak to obrazowo wyraził Douglass North: „Jeżeli matryca instytucjonalna lepiej wynagradza piractwo (czy bardziej ogólnie: działania prowadzące do redystrybucji) niż działalność produkcyjną, wtedy uczenie się przyjmie formę uczenia się, jak być lepszym piratem”<sup>5</sup>.

Na ogół skupiamy się na zagrożeniach wynikających z redystrybucji będącej skutkiem podatków i polityki socjalnej. Ceny kształtujące się na wolnych rynkach traktowane są jako instrument motywacji służący wzrostowi produktywności. Kryzys pokazuje, że należy poddać krytycznej analizie ceny instrumentów finansowych z punktu widzenia ich funkcji redystrybucyjnej. Należy także zauważyć, że działania podejmowane w celu podtrzymania dobrej koniunktury i powstrzymania kryzysu służą zachowaniu zysków

---

<sup>4</sup> J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 139-141. Por. T. Kowalik, *Kapitalizm kasyna*, [w:] *Kryzys. Przewodnik Krytyki Politycznej. Przyczyny, analizy prognozy*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2009, s. 68.

<sup>5</sup> D. C. North, *Institutions, Organizations and Market Competition*, s. 10, <http://129.3.20.41/eps/eh/papers/9612/9612005.pdf> [dostęp: wrzesień 2009].

spekulacyjnych. Innymi słowy, państwa powstrzymujące kryzysy promują spekulację i przyczyniają się do redystrybucji dochodów w kierunku sprzecznym z wymogami sprawiedliwego i służącego rozwojowi podziału dochodów<sup>6</sup>. W „normalnych” czasach niedostateczna uwaga poświęcana jest redystrybucji bogactwa poprzez system współczesnych rynków finansowych.

### REGULACJA JAKO PRZESŁANKA MECHANIZMU RYNKOWEGO

Spory między zwolennikami rynku i państwa w znacznej mierze są konsekwencją błędnego, dychotomicznego pojmowania mechanizmu rynkowego i państwowej regulacji. Sam język sporu, używanie pojęć ułomności rynku, ułomności regulacji, czy państwa – świadczy o zakorzenieniu w świadomości uczestników polemiki wokół rynku i liberalizmu takiego dychotomicznego ujęcia. Tymczasem uzasadnione jest tylko przeciwstawianie rynku i centralnego planowania, które oznacza bezpośrednią regulację produkcji (zastępowanie decyzji prywatnych przedsiębiorców decyzjami centralnego urzędu planowania). Zresztą nawet to przeciwstawianie ma sens jedynie w ujęciu modelowym. Doświadczenie historyczne dowiodło, że nawet w krajach, w których władze sprawowały partie komunistyczne, systemy regulacji zawierały elementy regulacji rynkowej, a zakres wpływu mechanizmu popytu i podaży zależał od dziedzictwa historyczno-kulturowego. Jeżeli zaś rozpatrujemy konkretne systemy gospodarki rynkowej, to w każdym przypadku podstawą działania mechanizmu rynkowego są określone reguły dotyczące praw własności, zawierania i egzekwowania umów, w tym także określenie tego, co może być przedmiotem umów. Ta konieczność regulowania działalności gospodarczej w sensie określania podstaw prawnych gry rynkowej jest głęboko zakorzeniona w ideologii klasycznego liberalizmu. Potrzebę regulacji podstaw gospodarki rynkowej, czyli własności prywatnej i zakresu wolności oraz znaczenie zaufania do sprawiedliwości władzy podkreślał już Adam Smith:

„W państwie, gdzie nie ma regularnego wymiaru sprawiedliwości, gdzie ludność nie ma zapewnionej ochrony mienia, a prawo nie gwarantuje wykonania umów i gdzie wreszcie władza państwowa nie czuwa nad tym, by należności od osób, które są w stanie je uiścić, egzekwowano regularnie, tam handel i przemysł wkrótce podupadnie. Krótko mówiąc, handel i przemysł nie mogą rozwinąć się w żadnym państwie, gdzie nie ma zaufania do sprawiedliwości władz”<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Por. M. Thornton, *Who Predicted the Bubble? Who Predicted the Crash?*, „The Independent Review” 2004, nr 1, s. 15.

<sup>7</sup> A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. II, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 609.



Sprzeciw zwolenników gospodarki rynkowej i liberalizmu wobec interwencji państwa był głównie sprzeciwem wobec działań arbitralnych oraz nakazów i zakazów, które uprzywilejowywały poszczególne jednostki, grupy, czy sektory gospodarki. Nie było to odrzucanie zgodnej z zasadą rządów prawa regulacji mającej na celu tworzenie jednakowych dla wszystkich ram transakcji rynkowych. Podkreślał to, znany ze swej bezkompromisowej krytyki socjalizmu i wierności wobec wolnego rynku, Friedrich von Hayek. Znamienna i ważna z punktu widzenia współczesnych sporów o regulację rynków finansowych jest następująca jego wypowiedź:

„Z pewnością być może przesadą, lecz nie bez uzasadnienia można by stwierdzić, że uznanie za fundamentalną zasadę liberalizmu braku aktywności państwa, nie zaś polityki świadomie przyjmującej za swe porządkujące reguły konkurencję, rynek i ceny oraz wykorzystującej egzekwowane przez rząd ramy prawne w celu spowodowania, by konkurencja była tak efektywna i dobroczynna, jak to tylko możliwe – z uznaniem jej tam i tylko tam, gdzie nie da się jej usprawnić - jest za upadek konkurencji odpowiedzialne w równym stopniu co aktywne wsparcie, jakiego rządy bezpośrednio czy pośrednio udzielały rozrostowi monopoli. (...). Tradycyjna debata staje się wysoce niezadowolająca wszędzie tam, gdzie sugeruje się, że wraz z uznaniem zasad prywatnej własności i swobody zawierania umów, które rzeczywiście każdy liberał musi uznawać, wszystko jest rozwiązane – jak gdyby prawa własności czy umów były nam dane raz na zawsze w swej ostatecznej i najwłaściwszej postaci, to znaczy w postaci pozwalającej na możliwie najlepsze funkcjonowanie rynku. Dopiero jednak wtedy, gdy zgodzimy się co do tych zasad, zaczynają się prawdziwe problemy”<sup>8</sup>.

Regulacje formalne (prawo) i nieformalne (zasady moralne, zwyczaje i wartości) leżą u podstaw sprzyjającego efektywności gospodarowania funkcjonowania rynku. Z tej perspektywy zamiast przeciwstawiać rynek i regulacje, i rozpatrywać odrębnie ułomności rynku i państwa, należy skupić uwagę na dwóch problemach: na tym, jak regulować transakcje, aby ceny dobrze pełniły funkcję informacyjną i motywacyjną i na tym, jak regulować działalność gospodarczą w długofalowym interesie ogólnym, unikając zagrożeń wynikających z dążenia do realizacji interesów krótkookresowych i pokusy nadużycia, które występują zarówno w świecie biznesu, jak i polityki.

Przeciwstawianie ułomności rynku i regulacji związane jest z błędem myślenia nazwanym przez Harolda Demsetza sofizmatem nirwany (*nirvana fallacy*). Demsetz wskazał na niebezpieczeństwa wynikające z analizy i oceny rzeczywistości gospodarczej opartej na konfrontacji z idealnym wzorcem. Ci, którzy przyjmują taki punkt widzenia (*nirvana approach*) poszukują różnic między rzeczywistością a ideałem i kiedy znajdują odstępstwa od ideału

---

<sup>8</sup> F. A. Hayek, *op. cit.*, s. 125.

wyciągają wniosek, że proces ekonomiczny charakteryzuje nieefektywność<sup>9</sup>. Z jednej strony mamy do czynienia z identyfikacją wad rynku i przekonaniem, że rząd zawsze może istniejący stan udoskonalić – tak czynią bezkrytyczni zwolennicy zwiększania ingerencji państwa; z drugiej strony, bezkrytyczni zwolennicy rynku wskazują często wady polityki w taki sposób, jakby istniał „magiczny rynek”, który wszystkie problemy rozwiąże w doskonały sposób. Bardziej owocną metodą oceny i doskonalenia systemów gospodarczych jest komparatywna analiza instytucjonalna, której podstawą jest empiryczne badanie różnych układów instytucjonalnych.

### CZY U PODSTAW KRYZYSU LEŻY LIBERALIZM?

Aby zająć stanowisko w dyskusji na temat znaczenia ideologii liberalnej w procesach podejmowania decyzji, które ostatecznie doprowadziły do kryzysu finansowego, należy najpierw określić, co rozumiemy pod pojęciem liberalizmu i liberalnej ekonomii. Jeżeli pod pojęciem liberalizmu ukrywa się wyobrażenie, że wolność transakcji dążących do zysku ludzi zapewnia stabilny wzrost gospodarczy niezależnie od jakości systemu pieniężnego i formalnych zasad, które wyznaczają ramy tych transakcji, to na postawione pytanie należy odpowiedzieć twierdząco. Jednak takie rozumienie liberalizmu jest błędne, choć niestety odpowiada ono nie tylko wyobrażeniu publicystów, ale także polityków i ekonomistów, nawet tak wpływowej postaci, jak Alan Greenspan<sup>10</sup>.

Poszukując winnych kryzysu należy przypomnieć, że liberalizm to doktryna wyrastająca z ekonomii klasycznej, w której akcentowano następujące zasady i ograniczenia w procesie gospodarowania:

- bogactwo powstaje w sferze realnej, a nie pieniężnej,
- podstawą racjonalnej gospodarki jest równowaga między dochodami i wydatkami,
- inwestowanie wymaga oszczędzania, czyli ograniczenia bieżącej konsumpcji,
- nadzieja wysokich zysków związana jest z wysokim ryzykiem,

---

<sup>9</sup> H. Demsetz, *Information and efficiency: another viewpoint*, [w:] *Market Failure or Success. The New Debate*, T. Cowen, E. Crampton, E. Elgar (red.), Cheltenham-Northampton 2002, s. 107.

<sup>10</sup> Swoje pojmowanie gospodarki rynkowej i ideologii liberalnej A. Greenspan ujawnił w trakcie przesłuchiwania go przez Komitet Nadzoru Bankowego Izby Reprezentantów Stanów Zjednoczonych. Zob. *Moja ideologia jest błędna*, [w:] *Kryzys. Przewodnik Krytyki Politycznej*, (ed.) *op. cit.*, s. 228.



–popyt na dobra tworzą w istocie inne dobra, a nie pieniądź (prawo Say'a). Podstawową funkcją pieniądza jest zatem funkcja środka wymiany, a nie pobudzanie koniunktury.

Analiza przyczyn kryzysu prowadzi do wniosku, że powyższe zasady nie były respektowane. Zgodnie akcentuje się przecież, że do kryzysu przyczynił się niekontrolowany rozwój bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości i na rynku kapitałowym oraz dostrzega się związek tych procesów z polityką pieniężną, brakiem regulacji nowych instrumentów finansowych oraz niedostatecznym nadzorem systemu bankowego. Kryzys związany jest także z ogromną nierównowagą międzynarodowych przepływów kapitałowych i rosnącym zadłużeniem gospodarki amerykańskiej<sup>11</sup>. Wśród przyczyn kryzysu wymienia się z jednej strony brak regulacji, z drugiej zaś brak dyscypliny rynkowej. O ile to pierwsze oznacza niewywiązywanie się państwa z funkcji instytucjonalno-prawnej, to drugie przejawia się w tym, że podmioty transakcji rynkowym lekcewały swoje ograniczenia budżetowe i nie potrafiły właściwie oszacować ryzyka, które niosły ich decyzje dotyczące konsumpcji, inwestycji i korzystania ze środków obcych.

Błędy popełniane zarówno przez podmioty odpowiedzialne za regulację, jak i banki oraz ich klientów były konsekwencją tego, że nikt nie był w stanie przewidywać ryzyka, które kumulowane było w całym systemie ekonomicznym wskutek błędnej polityki pieniężnej, rosnących nierównowag makroekonomicznych, rozwoju nowych instrumentów finansowych i niekontrolowanego wykorzystania dźwigni finansowej. Rosnąca kapitalizacja rynkowa, tworząc złudzenie rosnącego bogactwa podtrzymywała konsumpcję, a hojny system bankowy dostarczał środków realizacji inwestycji na rynku mieszkaniowym i kapitałowym. Postępowano tak, jakby sfera finansowa mogła być stałą podstawą wzrostu bogactwa i dobrobytu.

Konfrontacja zasad klasycznego liberalizmu gospodarczego i przyczyn kryzysu prowadzi do wniosku, że zamiast pytać, czy winowajcą jest liberalizm, lepiej postawić pytanie, kto zawiódł bardziej: uczestnicy gry rynkowej, czy twórcy reguł tej gry, albo jakie błędy popełniali jedni i drudzy.

Podstawowe błędy twórców reguł to błędna polityka pieniężna i brak regulacji rynków nowych instrumentów finansowych. Z jednej strony niskie stopy procentowe sprzyjały rozwojowi akcji kredytowej i podtrzymywały boom na rynku nieruchomości i na rynkach finansowych, z drugiej brak ograniczeń w tworzeniu nowych instrumentów finansowych przyczynił się do powstania nowej maszyny tworzenia pieniądza w oparciu o proces sekurytyzacji. Sekurytyzacja - jako tworzenie nowych aktywów finansowych w oparciu

---

<sup>11</sup> 3 lipca 2010 dług publiczny wyniósł ponad 13 bilionów dolarów. Od 28 września 2007 jego średni dzienny wzrost to 4,14 mld dolarów. Zob. U.S. National Debt Clock [http://www.brillig.com/debt\\_clock/](http://www.brillig.com/debt_clock/) [dostęp 3.07.2010].

o przyszłe strumienie należności z tytułu udzielonych kredytów, głównie hipotecznych, a następnie wykorzystywanie uzyskanych środków do kontynuowania akcji kredytowej - oznaczała przerwanie długookresowego powiązania między bankiem a pożyczkobiorcą i zanik bodźców do monitorowania wiarygodności pożyczkobiorców przez cały okres umowy<sup>12</sup>. Taki sposób finansowania oznaczał wzrost podaży pieniądza pozostający w części poza władzą banku centralnego. W całym systemie rosła ilość pieniądza nie tylko wskutek świadomej decyzji władz monetarnych (niskie stopy procentowe), ale także w wyniku powiększania bazy dalszej akcji kredytowej będącego poza władzą banku centralnego (sekurytyzacja). Jednocześnie w całym systemie ekonomicznym rosło ryzyko. Proces mający na celu zmniejszenie ryzyka przez jego rozproszenie, w istocie przyczyniał się do zwiększenia ryzyka<sup>13</sup>. Do wzmocnienia akcji kredytowej i tworzenia pustego pieniądza przyczyniał się także wzrost konkurencji w sektorze finansowym będący skutkiem zmniejszenia władzy banków centralnych wskutek deregulacji rynków finansowych, która zaznaczyła się z początkiem lat 80.

Obecny stan niepewności w gospodarce światowej potwierdza newralgiczną rolę pieniądza w systemie gospodarczym. Najważniejsze kryzysy finansowe dwu minionych dekad charakteryzował wzrost płynności w okresie bezpośrednio poprzedzający wybuch kryzysu. Podczas kryzysu azjatyckiego współczynnik kredytu do PKB w ciągu pięciu lat poprzedzających wybuch kryzysu w Tajlandii wzrósł z 98 do 147 %, a w Malezji z 143 do 187 % PKB. Boomowi internetowemu w USA towarzyszył wzrost współczynnika kredytu z 135 do 170% PKB, a ostatni kryzys wiązany głównie z kredytami *subprime* poprzedził wzrost kredytowania z poziomu 169% PKB w 2002 roku do 209% PKB w 2006<sup>14</sup>. W tym ostatnim przypadku napływ pieniądza kredytowego żywiącego spekulacyjną bańkę był wzmagany poprzez proces sekurytyzacji oparty w ogromnej mierze na kredytach o niskiej jakości<sup>15</sup>. Jest to nie tylko przykład niszczącej siły pustego pieniądza, ale także przykład tego, jak innowacje finansowe i deregulacja sektora finansowego osłabia kontrolę banku centralnego i prowadzi do wzmocnienia akcji kredytowej.

Błędy polityki pieniężnej i brak regulacji sprzyjały błędnym decyzjom uczestników gry rynkowej: błędnej ocenie własnych możliwości i ryzyka,

---

<sup>12</sup> O sekurytyzacji zob. W. Buiter, *Lesson from Global Crisis for Social Democrats*, s. 6; K. Ortyński, *Wpływ światowego kryzysu finansowego na ubezpieczenia*, s. 104-107.

<sup>13</sup> W. H., Buiter, *Lesson from Global Crisis for Social Democrats*, European Institute, London School of Economics and Political Sciences, CEPR and NBR, 2009. [www.nber.org/~wbuiter/uyl.pdf](http://www.nber.org/~wbuiter/uyl.pdf) [dostęp: lipiec 2010].

<sup>14</sup> E. P. Caldentey, D. Titelman, R. Pineda, *op. cit.*, s. 5-6.

<sup>15</sup> O skali tworzenia pieniądza w oparciu o aktywa o bardzo niskiej wiarygodności świadczy to, iż w latach 2001–2006 udział sekurytyzowanych kredytów *subprime* w ogólnej wartości kredytów *subprime* wzrósł z 50 do 80,5%. *Ibidem*, s.17.

nadmiernej skłonności do konsumpcji, uleganiu spekulacyjnej gorączce, krótkookresowej perspektywie podejmowanych decyzji, niedostatecznemu poczuciu osobistej odpowiedzialności. Błędem uczestników rynku sprzyjała także panująca ideologia ekonomiczna. Z jednej strony, błędne rozumienie filozofii rynkowej, z drugiej nadmierna skłonność do konsumpcji związana z oddziaływaniem ekonomii keynesowskiej. To ostatnie oznacza groźbę długookresowego zachwiania równowagi między konsumpcją teraźniejszą i przyszłą, a tym samym sprawiedliwości międzypokoleniowej. Z tej perspektywy kryzys można pojmować także jako szansę odejścia od niebezpiecznych tendencji.

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ EKONOMISTÓW

Kryzys finansowy, kryzys zaufania do rynku i trudność sformułowania programów naprawczych to także oznaki kryzysu panującej ekonomii neoklasycznej. Dysproporcjonalny rozwój sektora finansowego, nasilenie działalności spekulacyjnej – to nie są zjawiska, które można wytłumaczyć na gruncie teorii racjonalnych oczekiwań, czy innej wersji koncepcji racjonalnych podmiotów gospodarczych. Krótkowzroczne, a zatem nieracjonalne okazały się nie tylko jednostki funkcjonujące na rynkach finansowych. Ujawniła się także krótkowzroczność polityki najwyższych organów władzy ekonomicznej w Stanach Zjednoczonych. Spekulacyjny rozrost sektora finansowego umożliwiony został nie tylko przez deregulację rynków finansowych, ale także przez kierowaną obawą przed osłabieniem wzrostu politykę łatwego pieniądza. Zadziwiające jest, że tak ekspansywna polityka pieniężna mogła być prowadzona w kraju, w którym doradcą prezydentów był Milton Friedman i kraju postrzeganym jako ostoja konserwatywnych idei ekonomicznych. Jest to element szerszego zjawiska, którym jest rozbieżność między praktyką życia ekonomicznego a stanem wiedzy ekonomicznej i propagowaną ideologią. Zważywszy niemalejący udział państwa w gospodarce, wydatki na świadczenia socjalne, stopy zastąpienia płac świadczeniami socjalnymi, czy wreszcie rosące w wielu krajach deficyty budżetowe, to wydaje się, że tzw. rewolucja monetarystyczna nie miała realnych konsekwencji w postaci odwrótu od polityki państwa dobrobytu. Rodzi się zatem pytanie, w jaki sposób stan wiedzy ekonomicznej wpływa politykę ekonomiczną, realizowane strategie rozwoju i wreszcie na decyzje graczy rynkowych.

W świetle kryzysu na rynkach finansowych najszybciej nasuwa się odpowiedź odnośnie wpływu idei ekonomicznych na zachowania instytucji i jednostek zaangażowanych w działania spekulacyjne. Zastosowanie nowych instrumentów finansowych i form inwestowania (fundusze hedgingowe,

instrumenty strukturyzowane) opartych na osiągnięciach matematyki finansowej, przede wszystkim na nowych metodach wyceny ryzyka, świadczy o tym, że najnowsze wyniki badań naukowych znajdują szybkie zastosowania i oddziałują na bieg wydarzeń. Niestety, wpływ ten okazał się negatywny i są powody, aby z doświadczenia związanego z zastosowaniem inżynierii finansowej wyprowadzić bardziej ogólne wnioski dotyczące metodologii badań naukowych w dziedzinie ekonomii.

Rola, którą odegrało w rozwoju sytuacji kryzysowej wykorzystanie nowych instrumentów finansowych, może uzasadniać tezę, że takie podstawy współczesnej ekonomii, jak koncepcja racjonalności jako maksymalizacji, niedocenywanie problemu instytucji i koordynacji w połączeniu z fascynacją ideą kontroli i wiarą w możliwości tkwiące w narzędziach matematycznych – to źródła fałszywego myślenia i działania, które można uznać za nowy typ krytykowanej przez Friedricha Hayeka inżynierii społecznej. Spektakularnego przykładu zawodności tego sposobu podejścia do problemów ekonomicznych dostarczyli laureaci Nagrody Nobla z 1997 roku, nagrodzeni za opracowanie metody wyceny instrumentów pochodnych: Myron S. Scholes i Robert C. Merton. Przekonywali oni, że instrumenty pochodne przyczyniają się do rozwiązania problemu asymetrii informacji i że dzięki nieregulowanemu obrotowi tymi instrumentami klienci otrzymują lepsze usługi finansowe niższym kosztem. Scholes w swym wykładzie powiedział m. in.: „Banki inwestycyjne już nie tylko organizują transakcje i pełnią funkcje doradcze, ale przyjęły nowe podejście i zaczęły świadczyć usługi bardziej zintegrowane, skierowane na rozwiązywanie złożonych problemów swoich klientów na całym świecie. Dynamiczny rozwój teorii finansów sprawił, że instytucje finansowe mogą zaspakajać te wyrafinowane potrzeby efektywniej i niższym kosztem niż było to możliwe wcześniej. Mariaż szkół i instytutów ekonomicznych z inżynierami, matematykami, fizykami i informatykami doprowadził do skuteczniejszych i tańszych technik finansowych umożliwiających rozwiązywanie problemów klientów”<sup>16</sup>.

Stosowanie inżynierii finansowej i jej skutki są także ważnymi argumentami w dyskusji o aplikacyjnych wartościach teorii ekonomicznych. Rola

---

<sup>16</sup> M. S. Scholes, *Derivatives in a Dynamic Environment*, Nobel Lecture, December 9, 1997, s. 141. [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1997/scholes-lecture.pdf](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1997/scholes-lecture.pdf) [dostęp: październik 2009].

Z punktu widzenia opisanego podejścia interesujące jest stanowisko Aleksandra Jakimowicza. Rozważając nowe możliwości, które otwiera teoria chaosu, pisze on, że z teorii tej wynika niemożliwość przewidywania przyszłości i że teoria ta oznacza fiasko długofalowych metod sterowania gospodarką oraz zakwestionowanie znacznej części dotychczasowego dorobku ekonomii. Mimo to autor uważa, że sytuacja nie jest beznadziejna, o czym świadczą spektakularne sukcesy specjalistów od chaosu (fizyków) na rynkach finansowych. Okazało się bowiem, że chaos może być kontrolowany”. Zob. A. Jakimowicz, *Od Keynesa do teorii chaosu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 405.

instrumentów pochodnych w kryzysie uzasadnia zarzut wobec autorów abstrakcyjnych modeli matematycznych, że nie ujawniają w dostatecznym stopniu założeń swych modeli, a w efekcie ograniczeń ich zastosowań. Klasyczne rozwiązanie dotyczące cen opcji Blacka-Scholesa-Mertona wymaga spełnienia tak rygorystycznych założeń jak zerowe koszty transakcji, brak korelacji czasowych, gaussowski charakter fluktuacji. Ponieważ żadne z tych założeń na rynkach finansowych nie jest spełnione strategia unikania ryzyka oparta na tym modelu musi zawodzić<sup>17</sup>.

Odpowiedzialność ekonomii za kryzys związana jest nie tylko ze skłonnością do formalizmu, ale także z panującą ideologią wzrostu gospodarczego i wiarą w możliwości polityki stabilizacyjnej. Przekonanie, że wzrost mierzony produktem krajowym brutto, jest niekwestionowanym celem oraz że odpowiednia polityka pozwala uniknąć okresów spowolnienia aktywności gospodarczej – to podstawowe przesłanki skłonności rządów do stosowania w całym cyklu metod pobudzania gospodarki, które Keynes zalecał w okresie kryzysu. Nawiązując obecnie do nauk Keynesa należy uwzględnić nie tylko nieuchronność polityki dyskrejonarnej w kryzysie, ale także wpływ idei autora *Ogólnej teorii* na stosowanie ekspansywnej polityki monetarnej i fiskalnej w okresach spowolnienia wzrostu oraz na kształtowanie postaw konsumpcyjnych i niebezpieczne zmniejszenie skłonności do oszczędzania. Niezwykle trafną diagnozę tendencji panującej w myśleniu ekonomicznym teoretyków, polityków i zwykłych ludzi w II poł. XX wieku przedstawił już na początku lat osiemdziesiątych Knut Borchardt. Zauważył on, że dążenie do unikania kryzysów i obietnica stabilnego wzrostu w niebezpieczny sposób zmienia prywatną i publiczną moralność wszystkich uczestników życia gospodarczego, a w konsekwencji ich zachowania. „Stabilność uznano za „dobro publiczne”, którym darmo dysponować mogą wszyscy. (...) Na podobnej zasadzie przedsiębiorcy w swoich planach inwestycyjnych wyzybywali się w coraz większym stopniu obaw. Skoro nie miało więcej dojść do powszechnego kryzysu, ryzyko inwestycji kapitału zdawało się mniejsze. Dlaczego zatem nie pogodzić się z wyższym zadłużeniem? I dla banków niemal pewnikiem stało się przekonanie, że ogłaszanie upadłości w stylu wczesnych lat trzydziestych nie powtórzy się nigdy, ponieważ centralny bank emisyjny wypełni oczywiście funkcję *lender of last resort*. Dlaczego zatem nie obniżyć stale udziału własnego kapitału?”<sup>18</sup>. Przedstawiona opinia może ilustrować

---

<sup>17</sup> Nowe nadzieje i spojrzenie związane jest z wprowadzeniem metod fizyki do inżynierii finansowej. Z. Burda, *Fizyka i zarządzanie ryzykiem finansowym*, <http://postepy.fuw.edu.pl/zjazdy/2005-Warszawa/PF-2006-3-Burda.pdf> [dostęp: 10.10.2009].

<sup>18</sup> K. Burchardt, *Przemiany w myśleniu o kryzysach gospodarczych*, [w:] *O kryzysie. Rozmowy w Castel Gandolfo*, Instytut Nauk o Człowieku, w Wiedniu, Res Publica, Warszawa 1990, s. 126.

pogląd, że wartość nauk społecznych opiera się na wyjaśnianiu biegu wydarzeń i ogólnych prognozach jakościowych, a prognozowanie ilościowe jest raczej skazane na niepowodzenie. Przedstawiona opinia uświadamia także znaczenie przekonań i systemów wartości zarówno podmiotów życia gospodarczego, jak i jego badaczy, co jest argumentem przeciwko panującej pozytywistycznej wizji ekonomii.

*Janina Godłów-Legiędź*

**FUNCTIONS OF THE MARKET AND STATE  
FROM THE PERSPECTIVE OF THE FINANCIAL CRISIS**

(Summary)

The perennial conflict between the supporters of market solutions and interventionism is based on contrasting the market with regulation. The aim of this article is to analyze the opportunities and threats faced by alternative regulation mechanisms from the perspective of the crisis in the global economy, as well as to give an account of contemporary economics from this angle. The article is focused around three hypotheses. First, development of the modern financial sector has changed functions of market prices. Second, it is a mistake to put the market system and regulation in opposition to each other. Third, the underlying cause of the crisis is the violation of classical rules of rational economy. The last one results both from politics and the methodology of contemporary economics.