

*Mateusz Machaj\**

## KILKA WYZWAŃ DLA TEORII EKONOMII PO KRYZYSIE

Kryzys finansowy roku 2008 jest kryzysem wyjątkowym w ciągu ostatnich kilkadziesiąt lat, ponieważ nie tylko stanowi swoiste przesilenie gospodarcze, ale także w przeciwieństwie do innych recesji z niedawnego okresu rzuca poważne wyzwania teoretyczne wielu obszarom nauk makroekonomicznych. Celem niniejszego artykułu jest sformułowanie listy najważniejszych z tych wyzwań, których powinien być świadom „pokryzysowy” ekonomista po gospodarczym, a zatem i teoretycznym szoku 2008 roku. Moim zadaniem nie jest zajmowanie konkretnego stanowiska w sprawie tych kwestii, lecz podkreślenie tych elementów teorii ekonomii, które w wyniku pojawienia się obecnego kryzysu należy ponownie przedyskutować.

### WYZWANIE PIERWSZE: RÓWNOWAGA MAKROEKONOMICZNA I TEORIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Pierwszy dylemat, który pojawił się w czasie obecnego kryzysu, nie jest problemem nowym, ponieważ dotyczy wielokrotnie dyskutowanych kwestii równowagi makroekonomicznej i związanej z nią teorii prowadzenia polityki monetarnej. Większość makroekonomistów uznaje bowiem konsens w tej kwestii, twierdząc, że priorytetem prowadzenia polityki pieniężnej powinna być enigmatycznie pojmowana „stabilność cen”, wyrażana jako stabilność *wybranego* koszyka dóbr konsumpcyjnych.

---

\* Katedra Ekonomii i Zarządzania na Uniwersytecie Przyrodniczym we Wrocławiu, e-mail: mateusz.machaj@up.wroc.pl

Owa stabilność jest nie tylko woli politywnie dobranym normatywnym celem polityki makroekonomicznej, lecz pojmowana jest jednocześnie przez teorie makroekonomiczne jako pożądana z punktu widzenia stabilności gospodarczej.

A zatem dwa powszechnie uznawane twierdzenia z zakresu polityki makroekonomicznej są następujące: 1) celem polityki pieniężnej jest przede wszystkim utrzymywanie „stabilnych cen” (inną kontrowersyjną kwestią jest to, że z różnych przyczyn „stabilne ceny” oznaczają tak naprawdę ceny rosnące o 2%); 2) ze względu na domniemane sztywności cenowe osiągnięcie tego stanu stanowi wyraz dojścia do swoistej równowagi (*equilibrium*) makroekonomicznej, która chociaż nie odzwierciedla stanu idealnego, to oznacza jednak w miarę optymalny stan gospodarki, jaki w danej chwili jest do osiągnięcia [Friedman 1968, s. 13].

Tymczasem przez lata poprzedzające wystąpienie kryzysu 2008 roku mogliśmy mówić o osiągnięciu satysfakcjonujących wyników w zakresie stabilizacji cenowej statystycznego koszyka konsumpcyjnego. Ceny, co prawda, systematycznie rosły od 1971 roku, niemniej jednak nie były to wzrosty radykalne, a wpisywały się w ogólną koncepcję pożądanego polityki pieniężnej i osiąganego dzięki niej stabilizacji. Niestety, jak się okazało parę lat później, była to stabilizacja pozorna, ponieważ mimo osiągnięcia stabilności wybranego koszyka konsumpcji gospodarka może nie tylko nie osiągnąć pożądanego równowagi, lecz może nawet znajdować się w stanie poważnej *nierównowagi (disequilibrium)*, która łatwo wepchnie ją na drogę poważnego kryzysu.

Na przekór tendencjom do skupiania się na niedawnych publikacjach mogliśmy przytoczyć koncepcję z prac Friedricha von Hayeka, który otrzymał Nagrodę Nobla w 1974 roku za „przełomowe prace w teorii pieniądza i fluktuacji gospodarczych”. Prace tego noblisty wyróżniały się i do dzisiaj się wyróżniają na tle opracowań innych naukowców tym, że w kontekście dyskusji makroekonomicznych podkreślają mikroekonomiczny charakter systemu cenowego w ramach zdezagregowanej struktury kapitałowo-produkcyjnej. Zdaniem Hayeka w analizie zjawiska cyklu koniunkturalnego, czy wahań i gospodarczych kryzysów nie powinno się przywiązywać nadmiernie uwagi do agregatowej wielkości „ogólnego poziomu cen”. Wynika to z faktu, że ogólny poziom cen jest tylko średnią wynikającą ze stanu gospodarczego. W poziomie cen nie ma odzwierciedlonych decyzji producentów ani indywidualnych transakcji, które się między nimi dokonują.

Przykładowo w analizie zjawiska Wielkiego Kryzysu przeprowadzonej przez Milтона Friedmana punktem centralnym jest zachowanie ogólnego poziomu cen (i spadku podaży pieniądza, który go powodował). Tymczasem Hayek, doceniając ten aspekt, stwierdzał, iż zdecydowanie ważniejsze jest to, jak zachowują się poszczególne *ceny względne*, a nie bezwzględne, ujęte w koszyku dóbr konsumpcyjnych. Innymi słowy, ważne dla niego było nie to, czy wszystkie ceny spadają (lub rosną) średnio o 10%, lecz to, czy ceny w początku stadiów produkcji spadają (lub rosną) w szybszym tempie, a czy w dalszych stadiach w wolniejszym, a także na skutek czego ten spadek (lub wzrost) występuje. W istocie o to Hayekowi chodziło, gdy recenzując książkę Keynesa zarzucał mu zbyt makroeko-

nomiczne podejście, pisząc o tym, że stosowane agregaty „maskują najbardziej podstawowe mechanizmy zmiany” [Hayek, 1932, s. 434]<sup>1</sup>.

Zjawisko cyklu koniunkturalnego, czy też może fluktuacji gospodarczych, nie wynika, jak się wydaje, ze zmienności średnich statystycznych, a raczej z wyborów producentów w poszczególnych stadiach produkcji, których decyzje ujawniają w momencie recesji całe sektory błędów. Błędy te stanowią koordynacyjne porażki, których nie sposób wytłumaczyć zmiennością cen dóbr konsumpcyjnych, a przynajmniej nie sposób ich tłumaczyć wyłącznie czy głównie tą zmienną<sup>2</sup>.

Nie oznacza to, że „ogólny poziom cen” jest koncepcją nieprzydatną i niepotrzebną. Wprost przeciwnie, jest dobrym miernikiem wskazującym ogólnie, jak bardzo ekspansywna jest prowadzona polityka pieniężna. To jednak nie oznacza, że miernik ten jest w stanie dobrze przedstawić głębokość istniejącego cyklu koniunkturalnego. Analogicznie podana średnia temperatura dla Polski może pokazywać, jak ciepło czy zimno jest w tym kraju, ale nie pokazuje jeszcze temperatur w poszczególnych miastach czy dzielnicach, domach i pomieszczeniach. A ta może być bardzo ważna dla działań podejmowanych przez ludzi, podobnie jak różnice cenowe na poziomie mikro są niejednokrotnie ważniejsze niż ogólny poziom cen wyliczony przez główne urzędy statystyczne.

Jak pokazywał w swoich pracach Hayek (w opracowaniach niestety zapomnianych i dzisiaj niedocenianych)<sup>3</sup>, w ramach osiągnięcia stabilności koszyka konsumpcyjnego przez politykę pieniężną stosowaną przez bank centralny może dojść do rozpoczęcia serii projektów inwestycyjnych, które będą prowadzić do systemowej nierównowagi i nie będą mogły być kontynuowane [Hayek, 1933]. W efekcie, *stabilność cen* będzie osiągnięta, ale za cenę braku *stabilności makroekonomicznej*.

Stąd kryzys zachęca nas do ponownego postawienia pytania o cele polityki pieniężnej, a w zasadzie do sformułowania fundamentalnego pytania teoretycznego: czy stabilność cen oznacza stabilność makroekonomiczną, czy też może stabilność cen okupowana jest brakiem stabilności makroekonomicznej? Wyjścia z tego impasu wydają się dwa: albo w ogóle zaprzeczyć związkowi polityki pieniężnej z obecnym kryzysem i uznać ją za bardzo dobrą (co robią niektórzy, na przykład Henderson i Hummel [2008]), albo odrzucić tezę, że „stabilność cen” to niepodważalny priorytet prowadzenia tej polityki, może bowiem być niezwykle zwodniczy zarówno w teorii jak i praktyce<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Mimo że Hayek wysunął ten zarzut do Keynesa, to stosuje się on w takim samym stopniu do Milтона Friedmana, który opiera się na podobnych agregatach.

<sup>2</sup> Hayek [1931, s. 246, 262] pokazuje, że w cyklu dużo ważniejsze są różnice cenowe niż ogólny poziom cen.

<sup>3</sup> Hayek jest ekonomistą, który niestety jest znany ze swoich prac polityczno-społecznych, takich jak *Droga do zniewolenia* czy *Konstytucja wolności*. „Niestety”, ponieważ przez to Hayek jest bardziej znany jako ideolog niż ekonomista. Większość jego prac ekonomicznych, a szczególnie tych z makroekonomii, do dzisiaj nie jest przetłumaczona na język polski.

<sup>4</sup> Najślynniejsza obecnie reguła polityki monetarnej, reguła Taylora, poza stabilnością cen wprowadza do modelu zmienną lukę PKB (*output gap*). Ta dodatkowa zmienna również zdaje się nie odzwierciedlać stabilności makroekonomicznej.

## WYZWANIE DRUGIE: TEORIA STÓP PROCENTOWYCH I TEORIA KAPITAŁU

Wyzwanie drugie można by teoretycznie dołączyć do wyzwania pierwszego, ponieważ dotyczy problematyki kształtowania się stóp procentowych, a te dzisiaj, jak wiadomo, są ustalane przez banki centralne tak, aby osiągać makroekonomiczny cel cenowej stabilności. Niemniej jednak warto by to wyzwanie wyodrębnić z dwóch przyczyn. Po pierwsze, w „syntezie neoklasycznej” teoria stopy procentowej jest niespójna. Po drugie, priorytet osiągania stabilności cenowej wcale nie musi się dokonywać za pomocą bezpośredniej manipulacji stopami procentowymi (na przykład w klasycznym programie monetarystycznym stabilność cen jest osiągana za pomocą manipulacji agregatami pieniężnymi [Friedman, 1969, s. 45–48]).

Z czego wynika teoretyczna niespójność powszechnego mechanizmu stóp procentowych? Prawdziwym wyzwaniem syntezy neoklasycznej była próba połączenia obowiązującej teorii mikroekonomicznej, budowanej na stanach stacjonarnych konkurencji doskonałej, monopolistycznej i monopoli, wraz z makroekonomiczną teorią Keynesowską, która oddzielała sfery indywidualnych warunków rynkowych od osiągania stabilności gospodarczej w skali makro [Coddington, 1976, s. 1258 i nast.]. Od lat 70. literatura nowokeynesowska i nowoklasyczna uczyniła bardzo wiele dla zbudowania w ramach tej syntezy „mikropodstaw” makroekonomii, wbudowując w swoje modele prywatne podmioty wraz z ich indywidualnymi ograniczeniami, użytecznościami i oczekiwaniami, które na przykład mogą wyprzedzać zachowania instytucji rządowych<sup>5</sup>.

Niemniej jednak w syntezie tej pojawia się konflikt stóp procentowych jako ceny, która miałaby być determinowana na płaszczyźnie mikroekonomicznej przez podmioty rynkowe i ich zasoby kapitałowe, a stóp procentowych, które są makroekonomicznym dekretem ze strony państwowej instytucji. Tę teoretyczną lukę tradycja syntezy neoklasycznej nie zdołała usunąć. W mikroekonomii ceny regulowane są za pomocą indywidualnych warunków popytu i podaży, to znaczy zależą od rzadkości dostępnego zasobu i od zgłaszanego zapotrzebowania na ten zasób. To samo zdaje się dotyczyć stopy procentowej, która jest ceną regulującą poziom oszczędności i inwestycji, godzącą indywidualne preferencje czasowe właścicieli z dostępnym poziomem kapitału w ramach istniejącej krzywej możliwości produkcyjnych [Garrison, 2001, s. 62]. W makroekonomii natomiast stopa procentowa staje się agregatową „wajchę”, która służy do stymulowania aktywności gospodarczej i osiągania „stabilności” cen dóbr konsumpcyjnych (rosnących o 2%), w zasadzie w zupełnym oderwaniu od tych indywidualnych rynków i fundamentów kształtowania się tej stopy na poziomie mikro<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> To główna zasługa rewolucji „racjonalnych oczekiwań”, które są obecne zarówno w modelach nowego klasycyzmu jak również nowego keynesizmu.

<sup>6</sup> Zapewne jest to skutek Keynesowskiego przewrotu: „To oszczędności i inwestycje są determinowane przez system, a nie na odwrót” [Keynes, 2003, s. 162].

Innymi słowy stopa procentowa jest w makroekonomii (pomijając modele neoklasyczne bez istnienia pieniądza) ceną odgórnie dekretowaną, regulatorem polityki makroekonomicznej, a nie ceną rynkową, wynikającą z mikroekonomicznych decyzji.

Krzywa możliwości produkcyjnych jest dobrym przykładem rozbieżności mikro i makroekonomii mimo istnienia „syntezy neoklasycznej”. W mikroekonomii krzywa ta obrazuje wymiennosc między inwestycjami a konsumpcją, więc te wielkości poruszają się w *przeciwным* kierunku. Czynnikiem koordynującym te decyzje jest stopa procentowa wynikająca z preferencji podmiotów i posiadanych przez nich zasobów. Natomiast w modelach krótkookresowych wahań (które nie opierają się na makroekonomii bez pieniądza, jak teoria realnego cyklu) krzywa możliwości produkcyjnych przestaje odgrywać tę rolę, ponieważ inwestycje i konsumpcja poruszają się w *tym samym* kierunku (rosną i spadają razem), a stopa procentowa, będąc pochodną decyzji państwa a nie podmiotów na rynku, je styluluje<sup>7</sup>.

Pomostem na tej luce wydaje się twierdzenie Wicksella, sformułowane przez niego jeszcze przed czasem arbitralnego podziału na mikro i makroekonomię [Wicksell, 1936]. Zdaniem Wicksella, stopa procentowa faktycznie jest istotnym mechanizmem regulującym czasową alokację kapitału między poszczególne stadia produkcji. Odpowiada bowiem za rozmieszczenie środków między dłuższe i krótsze procesy. Większa dostępność kapitału (oszczędności) prowadzi do obniżenia stopy i przez to umożliwia finansowanie dodatkowych procesów produkcji. Jeśli kapitał i oszczędności są rzadsze, wtedy fakt ten zostaje odzwierciedlony w wyższej stopie procentowej. Stopa zatem powinna osiągać równowagowy (stabilny dla gospodarki) poziom, gdy „popyt na kapitał” zostaje zrównany z „podażą kapitału” [Wicksell, 1936, s. 103, 106].

Niestety, bez względu na to jak dobrze brzmią terminy „popyt na kapitał” i jego „podaż”, są to pojęcia nieempiryczne, to znaczy nie sposób je bezpośrednio powiązać z rzeczywistością gospodarczą. Kapitał jest heterogeniczny i rozmieszczony w poszczególne stadia produkcji – nie podlega zatem prostej agregacji i wyliczeniom, z czego doskonale zdawał sobie sprawę Wicksell. A zatem postanowił odwrócić swoją uwagę od tego problemu i *przyjął*, że osiągnięcie równowagowej stopy procentowej (zrównanie popytu i podaży kapitału) następuje wraz z osiągnięciem stabilności koszyka cenowego [Wicksell, 1936, s. 109–110]. I stąd widzimy, jak nasze drugie wyzwanie dla teorii ekonomii łączy się z pierwszym wyzwaniem, co jest efektem prac Knuta Wicksella. Jeśli „równowagowa” stopa procentowa (wyznaczająca stabilność gospodarczą) nie współwystępuje ze stabilnością koszyka konsumpcji, to teoria makroekonomii staje przed kolejnym dyle-

---

<sup>7</sup> Pojawia się pytanie, skoro inwestycje i konsumpcja mogą rosnąć razem, to gdzie jest granica tego procesu? Dla większości ekonomistów granicą jest „pełne zatrudnienie” (*nota bene* termin enigmatyczny). Dla samego Keynesa granicą był moment, w którym zostanie zniesiona „niedostateczność kapitału” wraz z osiągnięciem „eutanzji rentiera” [Keynes, 2003, s. 344]. O utopijnych w tym względzie poglądach Keynesa, które wynikają z niechęci do oszczędzania i tradycyjnych wartości, zobacz: Garrison [1993] oraz Salerno [1992].

matem – wyjaśnienia zjawiska stopy procentowej. Rozwiązanie tej łamigłówki wymagałoby powrotu do momentu, w którym Wicksell porzucił swoje rozważania na rzecz *przyjęcia*, moim zdaniem, błędnego założenia, które z jednej strony pozornie rozwiązało problem, a z drugiej otworzyło furtkę dla wygodnych modeli prowadzenia polityki pieniężnej, jakie w ostatnim czasie zawiodły.

Odpowiedź na pytanie o cenową naturę stopy procentowej wymagałaby również powrotu do teorii kapitału, rozumianego jako szereg stadiów produkcji z heterogenicznymi dobrami, które nie podlegają prostemu sumowaniu i kalkulacjom w ramach funkcji produkcji [Lachmann, 1941, s. 362–367]. Tak rozumiane dobra kapitałowe nie są idealnie substytucyjne i łatwo komplementarne, a przy błędnej wycenie (nierównowagowej stopie procentowej manipulowanej przez bank centralny) będą otwierać procesy produkcji, których wartość i spójność mogą zostać w przyszłości podważone. Większość modeli makroekonomicznych przyjmuje w swoich modelach za kapitał zmienną  $K$ , która reprezentuje niejako kapitał elastyczny niczym plastelina, mogący łatwo przystosować się do zmieniających warunków [Robinson, 1953, s. 81 i nast.]. Realistyczne ujęcie kapitału nakazywałoby raczej porzucenie tej wizji<sup>8</sup>.

Prowadzona przez amerykański bank centralny polityka monetarna korzyściła z obowiązującej ortodoksji, zbudowanej, nazwijmy to kolokwialnie, na „Wicksellowskiej omyłce”, sprowadzającej stopę do roli narzędzia regulacji cenowego koszyka. Owszem, modele polityki pieniężnej poza cenowym koszykiem uwzględniały również zmienną *output gap*, która ma pokazywać odchylenie realnej produkcji od jej potencjalnego („optymalnego”) poziomu [Taylor, 1993, s. 202]. Niemniej jednak, podobnie jak ogólny poziom cen, jest to zmienna agregatowa, wyliczana na podstawie uśrednionych statystyk, która nie uwzględnia i ze względu na swój makrocharakter nie będzie w stanie uwzględnić problemu koordynacji *między* podmiotami rynkowymi<sup>9</sup>. Przywiązując wagę do tych agregatowych zmiennych, koszyka cen i *output gap*, System Rezerwy Federalnej obniżył radykalnie stopy procentowe na początku XXI wieku, przez co uruchomił procesy inwestycyjne, które od roku 2007 zaczęły być rozpoznawane przez rynek jako fiasko, mimo że na poziomie makromodeli gospodarka mogła się wydawać stabilna<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> Dużym krokiem naprzód w głównym nurcie był model Kydlanda i Prescottta [1982], w którym zajmowali się „czasem budowy”, co stanowiło wyłom od neoklasycznej teorii kapitału (mimo że ci autorzy wydają się najbliżsi tej neoklasycznej teorii, w której kapitał jest traktowany niczym plastelina). Jeśli w teorii makroekonomii pojawia się „międzyokresowa substytucja pracy”, to dlaczego by nie zacząć wprowadzać pojęcia „międzyokresowej substytucji dóbr kapitałowych”? Zobacz również Montgomery [2006].

<sup>9</sup> *Output gap* może być wyliczane na podstawie: funkcji Cobba-Douglasa, agregatowych danych o zatrudnieniu, prawa Okuna, krzywej Phillipsa, modeli ekonometrycznych i wcześniejszych trendów PKB. Wszystkie te metody, mimo ogromnych różnic między nimi, są w swoim charakterze „makroekonomiczne” (tutaj przymiotnik ten ma akurat zabarwienie pejoratywne), to znaczy nie odzwierciedlają koordynacji między stadiami produkcji, ponieważ te stadia zostają w zmiennej *output gap* uśrednione, a zależności między nimi przepadają.

<sup>10</sup> Taylor [2007] uważa, że FED nie podązał za jego regułą. Innego zdania był przedstawiciel FED, David Altig [2005]. Wydaje się, że wszystko zależy od tego, jakie zmienne zostaną dobrane.

Wobec powyższego, jeśli stopa procentowa jest ceną podobną do wszystkich innych cen na rynku, a być może nawet ceną ważniejszą, ponieważ koordynującą wszystkie inne ceny, wtedy teoria musi odpowiedzieć na pytanie, jak stopa się kształtuje i jaki ma związek z równowagą gospodarczą, skoro sama stabilność cen konsumpcyjnych nie jest wystarczająca do określenia jej naturalnego poziomu?

W wieku XIX zażarte spory na temat natury kapitału prowadzili między sobą Boehm-Bawerk i John Bates Clark. W podobnej tradycji nawiązywali do nich uczestnicy sporu z lat 30.: Nicolas Kaldor, Frank Knight, Fritz Machlup i Friedrich Hayek. Być może teoria makroekonomii po 2008 roku powinna powrócić do tej tradycji i zacząć na nowo dyskutować teorię kapitału i nieodłącznie z nią powiązaną mikroekonomiczną teorię stopy procentowej.

### WYZWANIE TRZECIE: NIESTABILNOŚĆ SYSTEMÓW BANKOWYCH I WALUTOWYCH

W trakcie kryzysu nie mogła umknąć uwadze chwiejność obowiązujących systemów pieniężnych, zarówno na ich krajowym poziomie, gdy chodzi o system bankowy, jak również na płaszczyźnie międzynarodowej w wymiarze płynnych kursów walutowych. Te wydarzenia pozwalają nam zakwestionować po raz kolejny korzyści wynikające z płynnych kursów walut narodowych, a także wierę w to, że współczesny system bankowy jest doskonale chroniony przed groźbą całkowitego załamania.

Przez pewien czas mogliśmy obserwować swoisty konsens w kwestii porządków walutowych i ich wzajemnej relacji. Wielu ekonomistów uznawało płynne kursy walutowe za coś naturalnego, korzystnego i pożądanego [Johnson, 1969; Dornbush, Krugman, 1976, s. 537; Friedman, 1953]. Wszelkie dostosowania przepływu dóbr i kapitału mogą się dokonywać za pomocą mechanizmu kursu walutowego bez nieuniknionych w innym wypadku bolesnych dostosowań cenowych. Niestety, co pokazała niedawna praktyka, dostosowania kursu walutowego mogą być daleko bardziej bolesne aniżeli dostosowania cenowe. Stąd z biegiem lat ekonomiści różnych nurtów zaczęli podchodzić do kursów płynnych z coraz większą rezerwą.

Z postawieniem na reżim płynnych kursów walutowych wiąże się nieodłącznie zjawisko namnożenia się krótkoterminowych przepływów kapitałowych i nieuchronnej wymiany walut, która w świadomości społecznej funkcjonuje jako nieproduktywna „spekulacja”, mimo że tak naprawdę jest niezbędnym dostosowaniem do zmieniających się warunków. Nie oznacza to jednak, iż takowa spekulacja i papierowe z pozoru przepływy kapitałowe nie mogłyby zostać zlikwidowane. Mogłyby, aczkolwiek musiałoby to się odbyć nie w wyniku zakazów i ograniczenia przepływu kapitału (gdyż to zrodziłoby dodatkowe koszty i straty), lecz musiałoby to wynikać z gruntowej reformy światowego ładu walutowego, w ramach któ-

---

Ich spektrum jest tak duże, że równie duże jest spektrum możliwych konkluzji z reguły Taylora, które prowadziłyby do radykalnie odmiennych zaleceń w kwestii polityki pieniężnej.

rego krajowe waluty byłyby pokryte i zdefiniowane w powszechnym pieniądzu towarowym, np. kruszcu [Mundell, 1969, s. 645–648].

Takim systemem miał być w teorii system Bretton Woods (i jego poprzednie formy, szczególnie system dewizowo-złoty), w którym kursy walutowe były sztywne, a tak naprawdę w ogóle miały nie istnieć, ponieważ waluty były sprowadzane do wspólnego mianownika, co zapewniało ich wypłacalność i stabilność. Problem jednak z tymi porządkami (co doprowadziło do ich nieefektywności i nieuchronnego upadku) był taki, że definiując walutę w rzadkim towarze, którego podaż nie może być dowolnie zwiększana, nakłada się również ograniczenia na kreację pieniądza, z której korzystają zarówno banki komercyjne jak i rządy. Stąd nawet uznając korzyści systemu pieniądza towarowego, który zlikwidowałby płynne kursy i wprowadził stabilny światowy pieniądz, problemem praktycznym jest nacisk ze strony państw i banków, którym bardzo zależy na tym, aby takiego ograniczenia na kreację nie wprowadzać<sup>11</sup>. Nacisk ten w przeszłości doprowadził do upadku takich systemów i w efekcie ustanowienia ich naturalnej konsekwencji: płynnych kursów [Mundell, 2000; Rothbard, 2004]<sup>12</sup>.

Oczywiście sama płynność kursu walutowego *per se* nie stanowi jeszcze o chwiejności finansowego ładu świata. Gdybyśmy mieli bowiem system płynnych kursów, w którym jest pełna państwowa kontrola przepływów kapitału, jak również pełna nacjonalizacja sektora bankowego, wtedy system płynnych kursów nie stanowiłby źródła poważnej destabilizacji. Problem jednak polega na tym, że taki ład oznaczałby *de facto* zniesienie mechanizmu rynkowego zysków i strat, który umożliwia w ogóle porządkowanie procesów gospodarczych pod względem ich efektywności. A zatem wątpliwa korzyść takiego „stabilnego systemu” byłaby tak wielka, jak korzyść z braku bezrobocia i bankructw w systemach socjalistycznych. Owszem, był to ład przewidywalny i uporządkowany, w którym dyrektywy polityczne określały decyzje gospodarcze. Niestety cierpiałby na poważną wadę w postaci ukrytego chaosu gospodarczego. Podobnym efektem skończyłaby się zapewne nacjonalizacja banków i kontrola przepływu kapitału – wahania walutowe już nie byłyby tak bolesne, ale wraz z ich brakiem pojawiłby się chaos na rynkach czynników produkcji i towarów taki, jak w krajach realnego socjalizmu.

Stąd niestabilność walutowa i moc jej oddziaływania łączy się z systemami bankowymi, które we wszystkich krajach zachodnich mają podobną strukturę.

---

<sup>11</sup> Oprócz tego, rzecz jasna, wysuwane są dwa poważne argumenty makroekonomiczne przeciwko pieniądzu towarowemu: 1) nie prowadzi do osiągnięcia stabilności cen w rozumieniu cen koszyka rosnącego o 2% rocznie, 2) ogranicza masę kredytu, która może być źródłem wzrostu, do jakiego nie dojdzie. Argument pierwszy może być kwestionowany tak jak w pierwszej sekcji prezentowanego tekstu: wbrew obowiązującej ortodoksji stabilność cen nie musi być pożądana ani gospodarczo korzystna. Argument drugi wymagałby wyjaśnienia, jaka masa kredytu jest optymalna, bowiem w każdej gospodarce (poza gospodarką hiperinflacyjną) zawsze znajdują się ludzie, którzy nie dostają kredytu. Jak ustalić, co jest ekonomicznie optymalną granicą przyznawania kredytu? Takiej analizie póki co brak, a również byłaby przydatna, aby podprzeć tezy głównego nurtu.

<sup>12</sup> O tym, jak funkcjonowałby międzynarodowy standard uniwersalnego pieniądza pokrytego towarem i w czym przewyższałby sztywne kursy manipulowane lub kursy w pełni płynne, zobacz: Hayek [1937].

Charakteryzuje się ona kilkoma istotnymi elementami: jest to bankowość oparta na rezerwach cząstkowych, na ograniczonej osobowości prawnej i parasolu ochronnym państwa (asypcie banku centralnego i rządowej gwarancji depozytów), co w efekcie prowadzi do skrajnej luki płynnościowej między aktywami i pasywami banków, która jest nieznaną w innych sektorach działalności gospodarczej [Heffernan, 2007, s. 46]. Wszelkie patologie takiego systemu bankowego w sposób kolosalny nasiliły się w ostatnim czasie.

Te patologie jednak nie powinny być traktowane jako przypadki szczególne czy przypadkowe wyjątki w obecnym systemie, lecz raczej jako jego naturalna konsekwencja. Ryzykowne inwestowanie przez banki mogło się odbywać nie tylko przez bankowość opartą na rezerwach cząstkowych, lecz również przez to, że bank centralny jest w stanie im ciągle dostarczać płynności, a rząd gwarantuje pokrycie depozytów w wypadku wystąpienia problemu. Z jednej strony wydaje się to dobrym czynnikiem przynoszącym stabilizację, ale z drugiej otwiera furtekę do pokusy nadużycia i nieodpowiedzialnego inwestowania. Gdy dodamy do tego naturę prawną banków jako spółek z ograniczoną odpowiedzialnością ze szczególnymi przywilejami nadawanymi przez licencjodawcę, wtedy jasne są zjawiska prywatyzacji zysków i uspołeczniania strat widoczne szczególnie w przypadku planów pomocowych, które prowadzą do wypłacania bonusów zarządom i które nie wiadomo nawet, jak zostały zaksięgowane i na co dokładnie poszły.

Oprócz tego niezbędne jest pytanie, jak częściowy sektor rynku mieszkaniowego w Stanach Zjednoczonych mógł wstrząsnąć całym światem. Zazwyczaj „banki” spekulacyjne prowadzą do strat ludzi bezpośrednio związanych z sektorem, w którym pojawia się „bańka”. Jeśli ktoś założy spółkę inwestującą w trefny sektor, wtedy sam poniesie tego konsekwencje, ale nie obciążą to wysokimi kosztami całego społeczeństwa. Zupełnie inaczej jest w przypadku nieodpowiedzialności banków, która powoduje wzrost kosztów dla całej gospodarki. Nie wynika to z immanentnej cechy *jakiegokolwiek* kredytowania. Na przykład, weksel również jest formą kredytowania, a błędne inwestycje w weksle nie są w stanie wprowadzić całej gospodarki w kryzys tak jak błędne decyzje kredytowania w systemie bankowym. Stąd jest coś odmiennego, charakterystycznego w *kredycie bankowym*, odróżniającego go od *innych form kredytu*, co sprawia, że oparcie go na błędnych inwestycjach będzie prowadzić do rozlania się kryzysu na całą gospodarkę. A tym czynnikiem jest bankowość oparta na rezerwach cząstkowych, w którym depozyty finansują długoterminowe projekty i w którym luka płynności osiąga rekordowe rozmiary. To sprawia, że upadek jednego z banków stanowi zagrożenie dla całości systemu. W ramach stuprocentowego pokrycia depozytów takie rozlanie ryzyka na całą gospodarkę nie byłoby możliwe, tak jak nie jest możliwe, aby niespłacenie kilku weksli stanowiło globalne zagrożenie dla całego systemu wekslowego i ogółu gospodarki.

W dzisiejszym świecie powszechności i normalności częściowej rezerwy bankowej, dla większości współczesnych teoretyków bankowości rozważania o stuprocentowym standardzie bankowym z pewnością wydają się futurystyczne. W wieku XIX i na początku wieku XX takie rozważania były jednak częścią

realnego dyskursu między ekonomistami [Skousen, 1977, s. 24–42], skoro standard stuprocentowy stanowi doskonałe zabezpieczenie przed kryzysami bankowymi i walutowymi<sup>13</sup>. W niektórych publikacjach za takimi rozwiązaniami opowiadali się nobliści tacy jak James Tobin [1985, s. 25–26]<sup>14</sup> i Maurice Allais [1989]<sup>15</sup>. Sympatycznie również mówili o nim Milton Friedman [1962]<sup>16</sup> i Friedrich Hayek [1933, s. 296]<sup>17</sup>.

Podjęcie wyzwania, jakie rzuca obecny kryzys w sprawie niestabilności walutowo-bankowej, wymaga powrotu do tych pytań o istotę bankowości i dyscypliny walutowej. Być może warto ją wprowadzić, przywracając pełne zabezpieczenie walut rezerwą i osiągając przy tym naturalną sztywność kursów walutowych.

## WYZWANIE CZWARTE: ROLA BANKÓW CENTRALNYCH

Powyższe rozważania obejmujące wskaźniki makroekonomiczne, takie jak inflacja i PKB oraz system pieniężny, prowadzą nas do współczesnej instytucji, która jest z nimi nierozłączna – banku centralnego. Obecne czasy wymagają jednak rewizji przestarzałej teorii działań banku centralnego. Zgodnie z ahistoryczną<sup>18</sup> koncepcją roli banków centralnych makroekonomicznym celem ich istnienia jest „stabilizacja” cen (czyli cen rosnących o 2%). „Stabilizacja” ta ma odbywać się za pomocą operacji otwartego rynku, w ramach których bank centralny ma przede wszystkim handlować niezwykle bezpiecznymi, łatwo upłynnianymi papierami wartościowymi. Do nich zaliczają się oczywiście obligacje rządowe postrzegane słusznie przez graczy rynkowych jako w zasadzie zawsze wypłacalne ze względu na monopol podatkowy i menniczy państwa.

Oprócz priorytetu stabilizacji cen bank centralny ma ochraniać również system bankowy przed krótkoterminowymi destabilizacjami, to znaczy ma być pożyczkodawcą ostatniej instancji. W swoich interwencjach ma wspomagać banki

<sup>13</sup> Jak wspomniano wyżej, przeciwko takiemu systemowi wysuwa się „tylko” argumenty makroekonomiczne o konieczności stymulowania wzrostu cen i wskaźnika PKB. Nikt nie kwestionuje stabilności takiego systemu.

<sup>14</sup> „Być może potrzebujemy czegoś takiego jak gotówkowy system płatności, ale bez jego defektów. Deponowanej gotówki – depozytów z rezerwą stuprocentową – wypłacanych w banknotach albo monetach na żądanie, transferowalnych do stron trzecich, zabezpieczonych przed zgubieniem lub kradzieżą, które byłyby *perfekcyjnym środkiem zachowania wartości* jednostki rozliczeniowej” (kursywa dodana MM). Zwróćmy uwagę, że Tobin napisał ten tekst o świcie „finansowych innowacji”. Jeśli teza szkodliwości rezerw cząstkowych jest prawdziwa, to wprowadzenie jego planu w tamtym czasie oznaczałoby zabezpieczenie przed pojawieniem się kryzysu.

<sup>15</sup> Huerta de Soto [2009, s. 551].

<sup>16</sup> A także inni przedstawiciele szkoły chicagowskiej, tacy jak Henry Simons i późny Irving Fisher.

<sup>17</sup> Niedawno na rynku polskim ukazała się wnikliwa analiza Huerty de Soto [2009], która mogłaby nosić tytuł „Prawny i ekonomiczny manifest przeciwko bankowości rezerw cząstkowych”.

<sup>18</sup> Jest to koncepcja ahistoryczna, ponieważ nigdzie nie powoływano banku centralnego, aby stabilizować ceny, lecz po to, aby ratować upadające banki (lub temu zapobiegać).

tylko w „płynność”, czyli w razie wystąpienia krótkoterminowego braku środków. W żadnym wypadku bank centralny nie powinien manipulować swoimi operacjami tak, aby wpływać na dochodowość, która powinna być rezultatem zdrowo prowadzonej działalności inwestycyjnej banku w długim okresie.

Niestety, jednak w praktyce nie zawsze łatwo jest odróżnić „dochodowość” od „płynności”, co jest podkreślane przez wielu obserwatorów. Wpływanie przez banki centralne na płynność banków połączone z gwarancjami depozytów i ograniczoną odpowiedzialnością będzie zmieniać zachowania banków dotyczące dochodowości, dźwigni finansowej i długoterminowego inwestowania<sup>19</sup>. W efekcie również manipulowanie krótkoterminowymi stopami procentowymi tak, jak robi to bank centralny, będzie wpływać na zakres ekspansji kredytu. Choć Alan Greenspan, szef Systemu Rezerwy Federalnej (FED), obniżył na początku XXI wieku *krótkoterminowe* stopy procentowe do jednego procenta, doprowadziło to do agresywnej ekspansji kredytu, która spowodowała sztuczny boom inwestycyjny w sektorze nieruchomości związany z *długoterminowymi* zobowiązaniami.

Można zatem zadać pytanie, czy banki centralne są w stanie być *tylko* pożyczkodawcą ostatniej instancji, który nie wypacza funkcjonowania rynku bankowego i międzybankowego, czy też jego gotowość do asystowania przy kłopotach i dostarczania płynności będzie wpływała na długoterminowe zachowania podmiotów gospodarczych?

Na tym jednakże rola banków centralnych się nie kończy, ponieważ w momencie pojawienia się kryzysu zakres ich interwencji został powiększony w sposób rewolucyjny, co zresztą w zasadzie umknęło uwadze opinii publicznej. Otóż operacje otwartego rynku nie są już tylko dokonywane na rynku bezpiecznych papierów wartościowych, ponieważ w tej chwili banki centralne zakupują papiery wartościowe sektora prywatnego<sup>20</sup>. Amerykański FED uruchomił kilka nowych programów, kryjących się między innymi pod określeniami *Term Auction Credit* i *Term Securities Lending Facility*. W ramach tych działań bank centralny nie tylko wspiera prywatne podmioty, ale *de facto* staje się właścicielem prywatnego sektora [Stella, 2009].

Patrząc na bilans księgowy FED, można stwierdzić, że jego sytuacja wydaje się poważna, ponieważ jego aktywa urosły do ponad dwóch bilionów dolarów ([FED, 2009]; zauważmy, iż znacznie przerasta to plan pomocy za 700 miliardów). Na naszych oczach dokonała się wobec tego ogromna instytucjonalna rewolucja, nieprzewidziana i nieopisana nawet przez najbardziej drobne niuansy teorii prowadzenia polityki pieniężnej. A zatem wpływanie na dochodowość przez bank centralny stało się faktem, mimo że tak naprawdę wcześniej również występowało, chociaż teoretycznie nie powinno.

<sup>19</sup> Zobacz na ten temat Heffernan [2007], s. 570–575 i literaturę tam wymienioną. Ponieważ przyszłość jest zawsze niepewna, nie można odpowiedzieć, że spadek wartości aktywów w danym momencie na pewno minie i wróci do poprzedniego poziomu.

<sup>20</sup> Chodzi o operacje takimi instrumentami pochodnymi jak: *Mortgage-Backed Securities*, *Assets-Backed Securities* czy ogólnie *Collateralized Debt Obligations*.

FED przestaje wobec tego pełnić rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji – staje się tak naprawdę kreatorem rynku ostatniej instancji, podbijając ceny aktywów, które zgodnie z recesyjną wyceną powinny stracić na wartości. Bank centralny zarządza zatem ryzykiem sektora prywatnego i polityki fiskalnej [Stella, 2009, s. 25 i nast.]. Ta socjalizacja rynku finansowo-kapitałowego daleko odbiega od tradycyjnej roli, którą teoria makroekonomii przypisuje bankom centralnym. Stąd czas obecnego kryzysu i następujących w nim interwencji jest dobrym momentem na rewizję teoretycznej analizy ich funkcjonowania.

## WYZWANIE PIĄTE: TEORIA WYCENY RYZYKA

Obecny kryzys wynikający z błędów inwestycyjnych nie dotyczy, rzecz jasna, tylko bankierów i inwestorów, którzy chronieni parasolem ochronnym instytucji publicznych nie obawiali się brania na siebie większego ryzyka. Okazuje się bowiem, że ogólnie pomiar ryzyka i próba wyceny takiego ryzyka zawiodły. Nassim Taleb, wybitny teoretyk i praktyk ryzyka, nie mógł wybrać lepszego momentu na publikację swojej książki *Black Swan* („Czarny łabędź”) niż 2007 rok. Nazwa „czarny łabędź” oznacza niespodziewaną łamigłówkę w rozumieniu paradygmatów Thomasa Kuhna – nowe nieprzewidziane wcześniej przez obowiązującą teorię zdarzenie, które podważa jej rzekomą zdolność do opisu rzeczywistości.

Taleb kwestionuje w swojej książce obowiązujące zasady mierzenia ryzyka, które są stosowane przez podmioty działające na współczesnym rynku finansowym<sup>21</sup>. Wiara w skuteczność podobnych kompletnych modeli wystąpiła już w historii wielokrotnie i podobnie wielokrotnie została podważona przez doświadczenie. Dobrym tego przykładem jest historia funduszu *Long-Term Capital Management*, który nie tylko stosował nagrodzone Nagrodą Nobla modele Scholesa, Blacka i Mertona, lecz nawet zaangażował do swojej działalności twórców tego modelu. Podobnie stało się z modelami szacowania ryzyka, które w zasadzie marginalizowały możliwość wystąpienia tak poważnego kryzysu jak w 2008 roku<sup>22</sup>; kryzysu, który okazał się owym „czarnym łabędziem”.

Z punktu widzenia typowego podejścia do ryzyka naturalne jest traktowanie tego kryzysu jako swoistej anomalii, niemożliwości wręcz niemal tak dużej jak szansa na to, że w ciągu najbliższych dziesięcioleci wszystkie noworodki będą rudymi chłopcami. Jednakże traktowanie takiego kryzysu jako praktycznej niemożliwości wynika z celowego wybrania takiego, a nie innego sposobu podejścia do ryzyka, które zakłada możliwość pomiaru, opiera się na historycznym danych i pomija wpływ instytucjonalnych czynników na zachowania podmiotów rynkowych.

<sup>21</sup> Zob. ich świetne opracowanie: Jajuga 2007.

<sup>22</sup> Całą historię sukcesu i spektakularnej porażki LTCM opisuje wydana na polskim rynku książka Dunbara [2000].

Taleb w swojej opozycji do głównego nurtu teorii ryzyka i tak okazuje się nie być wystarczająco radykalny, ponieważ kwestionuje możliwość idealnego poznania rozkładu prawdopodobieństw. Tymczasem jego krytyka mogłaby pójść zdecydowanie dalej – być może w ogóle rozkład prawdopodobieństwa nie istnieje i być może wcale nie da się zmierzyć ryzyka działań podejmowanych przez ludzi.

Jedną z najważniejszych zasług Franka Knighta dla teorii ekonomii było wprowadzenie rozróżnienia na ryzyko i niepewność. Ryzyko oznacza mierzalne prawdopodobieństwa wybranych klas zdarzeń, które podlegają matematycznemu rachunkowi. Niepewność natomiast opiera się na prawdopodobieństwie jednostkowym, niemierzalnym, wynikającym z tego, że badane zdarzenia mają charakter niepowtarzalny i unikalny. Stąd nie sposób ich poddać matematycznym kalkulacjom [Knight, 1971, s. 213 i passim]. Działanie gospodarcze z reguły podlega pod kategorię niepewności, a nie ryzyka. Mimo to współczesne modele traktują działania człowieka tak, jakby było możliwe jego ujmowanie w kategorii prawdopodobieństw<sup>23</sup>.

Takie podejście wynika z teoretycznej obawy przed porzuceniem modelowania. Widać to w przekroju głównych nurtów makroekonomii. Robert Lucas i Paul Samuelson uważają, że uznanie istnienia klasycznej Knightowskiej niepewności stanowi zagrożenie dla nauki ekonomii. Obaj uznają, że porzucenie matematycznego rachunku prawdopodobieństwa będzie oznaczało podważenie w ogóle teorii ekonomii i brak jakichkolwiek systematycznych praw funkcjonowania gospodarki [Lucas, 1977, s. 223; Samuelson, 2008, s. 113–114]. Tymczasem Knight i jego kontynuatorzy nie podzielali takiej opinii. Uznawali bowiem, że mimo iż w świecie występuje klasyczna niepewność i brak w nim stacjonarnej dystrybucji prawdopodobieństwa uniemożliwiającej proste modelowanie wydarzeń, nie oznacza to, że o gospodarce nie można nic powiedzieć.

Rozróżnienie ryzyka i niepewności oznacza rozdział na prawdopodobieństwo kardynalne i porządkowe. W przypadku niepewności nie jesteśmy w stanie liczbowo opisać rozkładu przyszłych i potencjalnych wydarzeń. Możemy jednak wskazać na wydarzenia *mniej* lub *bardziej* prawdopodobne, nawet jeśli nie jesteśmy w stanie opisać tego za pomocą funkcji.

Uwzględniając w swojej analizie czynniki instytucjonalne, takie jak istnienie banku centralnego i promowanej przez niego ekspansji kredytowej przez banki komercyjne oparte na rezerwie częściowej, można było przewidzieć, że poprowadzi to do rozpoczęcia submarginalnych procesów inwestycyjnych, które bez podjęcia operacji banku centralnego nie zostałyby rozpoczęte. Co więcej, ponieważ były to inwestycje nieopłacalne, można również próbować przewidywać wystąpienie zdarzeń mało oczekiwanych przez kardynalne modele prawdopodobieństw oparte na danych historycznych. Można stwierdzić przy użyciu analizy *jakościowej*, że w takich warunkach prawdopodobne jest wystąpienie kryzysu finansowo-gospodarczego, który, mimo że przez oficjalne modele postrzegany

<sup>23</sup> Już Edgeworth pisał, że „prawdopodobieństwo jest podstawą bankowości” [Edgeworth, 1888, s. 113]. Pytanie tylko, czy w ogóle można wprowadzić w bankowości prawdopodobieństwo *kardynalne*.

jest jako „czarny łabędź”, ramach jakościowej analizy instytucjonalnej wydaje się raczej naturalną konsekwencją, a nie niespodziewaną anomalią. Prostem dowodem na to jest fakt, że wielu ekonomistom udało się przewidzieć pojawienie kryzysu (i wbrew pozorom nie takich, którzy co chwilę przewidują jakieś nadchodzące załamanie i akurat teraz im się udało). Choć nie ma co ukrywać, że w przewidywaniu tego nie pomogła im metoda *wartości zagrożonej* (VaR). Dlatego pojawienie się kryzysu każe nam na nowo postawić pytania o rolę rachunku prawdopodobieństwa w teorii ekonomicznej i zastosowania go w praktyce podmiotów gospodarczych.

## WYZWANIE SZÓSTE: KRYZYS NADZORU I REGULACJI

W świetle powyższych chorób światowego systemu pieniężnego zasadne jest poruszenie sprawy działań instytucji publicznych, które mają te problemy diagnozować i odpowiednio im zapobiegać. A zatem ostatecznym wyzwaniem jest kwestia konstrukcji właściwych regulacji, które byłyby odpowiedzią na pojawiające się problemy lub w ogóle miałyby zapobiec ich pojawieniu. Wbrew pozorom sektor bankowy nie jest sektorem zderegulowanym i niepodlegającym nadzorowi instytucji publicznych. Sektor bankowy pozostaje bowiem częścią gospodarki, która jest w najwyższym stopniu licencjonowana i monitorowana przez nadzór rynku finansowego. Wydaje się, iż jest to jeden z nielicznych, jeśli nie jedyny sektor, w którym regulacja działalności podmiotów przez władze sprowadza się nawet do wnikania w dokładną strukturę bilansu firmy.

Chęć dokładnego prześwietlenia i regulacji działalności banków ma swoje poważne uzasadnienie, które wypływa częściowo z powyższego opisu. Otóż ze względu na chwiejność systemu bankowego opartego na rezerwach częściowych i mocno ochranianego przez instytucje państwa, wśród podmiotów bankowych pojawia się naturalna pokusa do bardziej ryzykownego inwestowania, które nie tylko może przynieść poważne straty większości uczestników rynku pieniądza, lecz również nałożyć dodatkowe koszty na podatnika. Stąd wydawałoby się naturalny odruch władzy do skrupulatnego kontrolowania zachowań banków.

Niestety, istniejące zaawansowane regulacje bankowe nie były w stanie zapobiec pojawieniu się masy błędnych inwestycji, które zaczęły być upłynniane w 2007 roku. Wynika to z faktu, że pojawienie się nadzoru nad bankami wymusza na nich spełnienie regulacji, ale wcale nie musi prowadzić do rzeczywiście rozsądnego zarządzania ryzykiem. Jako dobry przykład może posłużyć stosowany w regulacjach współczynnik kapitałowy („kapitał” podzielony przez „aktywa ważone ryzykiem”). W celu spełnienia kryterium regulacyjnego banki muszą pozyskiwać odpowiedni zasób kapitału, albo rozkładać dobrze ryzyko w posiadanych przez siebie aktywach. Problem jednak polega na tym, że obydwie z tych wielkości mogą być w pewnym zakresie manipulowane.

„Kapitał” może być powiększany dodatkową emisją w ramach korzystnej umowy z innym bankiem. Przede wszystkim jednak „aktywa wazone ryzykiem” są wielkością enigmatyczną, ponieważ aktywa muszą być wycenione (jeśli wycena opiera się na zasadzie *mark to market*, to tym bardziej jest nieścisła), a ich ryzyko musi zostać oszacowane. Z kolei jak widzieliśmy powyżej, w działalności gospodarce nie istnieje obiektywny i niepodważalny pomiar ryzyka. Tak jak nie są w stanie wykonać go banki, również nie potrafią tego zrobić instytucje publiczne [Jabłecki, Machaj, 2009, s. 325].

Dowodem na nieskuteczność obowiązującej regulacji i rozległego nadzoru jest to, że w trakcie kryzysu banki amerykańskie spełniały kryteria narzucone na nich przez kontrolerów. A jednak spełnienie tych kryteriów nie było w stanie zapobiec kryzysowi. Stąd obowiązujący nadzór nie wyeliminował systemowej niepewności i nie zmniejszył zagrożenia, które wiąże się z istnieniem parasola ochronnego dla bankowości opartej na rezerwach częściowych. Można nawet rzec, że regulacje bankowości nie mogły wyeliminować pokusy nadużycia, a tylko zdołały skanalizować ją w inny sposób i wepchnąć ją do gospodarki za pomocą innych narzędzi przy jednoczesnym spełnieniu papierowych standardów narzuconych przez państwo.

Dopuszczalne jest również postawienie tezy, iż zawodność regulacji była historycznym incydentem. Najwyraźniej skoro *te* regulacje zawiodły, potrzebne będą jakieś *inne* regulacje, które należy wprowadzić i które następnym razem nie zawiodą<sup>24</sup>.

Czy jednak tak rzeczywiście jest? Być może problem tkwi zdecydowanie głębiej – w sercu systemu finansowego, a jeśli tak, to jego rozwiązania należy również tam szukać. Dopóki występuje jakaś swoboda banków w zarządzaniu środkami i dopóki uzyskują specjalne przywileje, dopóty banki będą miały bodziec do tego, aby działać mniej rozważnie niż w innym wypadku. Trzeba o tym pamiętać także przy regulowaniu ich działalności, gdyż przy pewnej swobodzie będą mogły te regulacje obchodzić i dostosowywać się do nich<sup>25</sup>. Należy w tej sytuacji postawić także pytanie, czy regulacje i państwowa kontrola mogą być efektywne w zapobieganiu takim kryzysom.

---

<sup>24</sup> Ponieważ współczynnik kapitałowy i próba szacowania ryzyka zawiodły, pojawiają się już kolejne propozycje regulacji i kontroli. Jedną z nich jest próba regulowania bezpośrednio dźwigni. Ta jednak również może być obchodzona za pomocą manipulacji księgowych. Dobrym przykładem jest wspomniany LTCM, który choć na papierze miał dźwignię 27, to szacuje się, że w rzeczywistości mogła ona osiągać nawet wielkość 250 [Edison, Luangaram, Miller, 2000, s. 329–330].

<sup>25</sup> W proceder ekspansji błędnych inwestycji w Stanach Zjednoczonych zaangażowany był również kartel agencji ratingowych NRSRO, sterowany przez państwową komisję Securities and Exchange Commission, który wystawiał zawyżone oceny ratingowe i zaniżał ryzyko inwestycji [White, 2009]. Stąd jednym z pobocznych wyzwań teorii ryzyka byłaby również próba rekonstrukcji roli agencji ratingowych. Niestety w dzisiejszym systemie pieniężnym zdominowanym przez emisję długu rządu dłużnik. Dlatego dłużnik płaci za ratingi i stąd naturalna tendencja do korupcji. Gdyby w systemie nie dominował dług, wtedy płacącym za rating byłby inwestor (oszczędzający).

## PODSUMOWANIE

Obecny kryzys nie może, w przeciwieństwie do niedawnych recesji, wpisać się w tradycyjne i obowiązujące modele cyklu koniunkturalnego, ponieważ podobnie jak przesilenie lat 70. czy lat 30. jest kryzysem nie tylko gospodarczym, ale również kryzysem teorii ekonomii, który nieuchronnie stawia przed ekonomistą poważne pytania o wiele aspektów obowiązującej ortodoksji. Nie powinno być wątpliwości, że gospodarka w końcu z tego kryzysu wyjdzie – pytanie tylko, czy teoria ekonomii będzie w stanie w tej mierze jej dorównać i czy poradzi sobie z wyżej wymienionymi problemami, które do tej pory często ignorowała.

## BIBLIOGRAFIA

- Allais M. [1989], *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Hermann Éditeurs, Paris.
- Altig D. [2005], *What's The Fed Up To?*, Part 2, [http://macroblog.typepad.com/macroblog/2005/06/whats\\_the\\_fed\\_u\\_1.html](http://macroblog.typepad.com/macroblog/2005/06/whats_the_fed_u_1.html).
- Coddington A. [1976], *Keynesian Economics: The Search for First Principles*, "Journal of Economic Literature", Vol. 14, No. 4.
- Dornbusch R., Krugman P. [1976], *Flexible Exchange Rates in the Short Run*, "Brookings Papers on Economic Activity", No. 3.
- Dunbar N. [2000], *Alchemia pieniądza. Historia Long-Term Capital Management i mitów z nim związanych*, Liber, Warszawa.
- Edgeworth F.Y. [1888], *Mathematical Theory of Banking*, "Journal of Royal Statistical Society", Vol. 51, No. 1.
- Edison H. J., Luangaram P., Miller M. [2000], *Asset Bubbles, Leverage and 'Lifeboats': Elements of the East Asian Crisis*, "The Economic Journal", Vol. 110, No. 460.
- FED [2009], *Federal Reserve Statistical Release*, October 22nd, <http://www.federalreserve.gov/RELEASES/H41/Current/>
- Friedman M. [1953], *The Case for Flexible Exchange Rates* (w:) Friedman M. [1953], *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman M. [1962], *How 100% Reserves Would Work* (w:) Yeager L. [1962], *In Search of a Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Friedman M. [1968], *The Role of Monetary Policy*, "The American Economic Review", Vol. 58, No. 1.
- Friedman M. [1969], *The Optimum Quantity of Money* (w:) Friedman M. [1969], *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine Publishing Company, Chicago.
- Garrison R. [1993], *Keynesian Splenetics: From Social Philosophy to Macroeconomics*, "The Critical Review", Vol. 6, No. 4.
- Garrison R. [2001], *Time and Money. The Macroeconomics of Capital Structure*, Routledge, London.
- Hayek F.A. von [1931], *Prices and Production* (w:) Hayek [2008], *Prices and Production and Other Works*, LvMI, Auburn, Al.
- Hayek F.A. von [1933], *Monetary Theory of the Trade Cycle* (w:) Hayek [2008].

- Hayek F.A. von [1937], *Monetary Nationalism and International Stability* (w:) Hayek [2008].
- Heffernan S. [2007], *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Henderson D.R., Jeffrey R.H. [2008], *Greenspan's Monetary Policy in Retrospect. Discretion or Rules?*, "Cato Institute Briefing Papers", No. 109.
- Huerta de Soto J. [2009], *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, IM, Warszawa.
- Jabłocki J., Machaj M. [2009], *The Regulated Meltdown of 2008*, "Critical Review", Vol. 21, No. 2–3.
- Jajuga K. [2007], *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Johnson H.G. [1969], *The Case for Flexible Exchange Rates*, "Federal Reserve Bank of St. Louis Review", Vol. 51.
- Keynes J.M. [2003] *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa.
- Knight F. [1971], *Risk, Uncertainty and Profit*, University of Chicago Press.
- Kydland F.E., Prescott E.C. [1982], *Time to Build and Aggregate Fluctuations*, "Econometrica", Vol 50, No. 6.
- Lachmann, L.M. [1941], *On the Measurement of Capital*, "Economica", New Series, Vol. 8, No. 32.
- Lucas R.E. [1977], *Understanding Business Cycles* (w:) Lucas R.E. [1983], *Studies in Business-Cycle Theory*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Montgomery M. [2006], *Austrian Persistence? Capital-Based Business Cycle Theory and the Dynamics of Investment Spending*, "Review of Austrian Economics", Vol. 19, No. 1.
- Mundell R. [1969], *Toward a Better International Monetary System*, "Journal of Money, Credit and Banking", Vol. 1, No. 3.
- Mundell R.A. [2000], *A Reconsideration of the Twentieth Century*, "The American Economic Review", Vol. 90, No. 3.
- Robinson J. [1953], *Production Function and the Theory of Capital*, "Review of Economic Studies", Vol. 21, No. 2.
- Rothbard M. [2004], *Złoto, banki, ludzie – krótka historia pieniądza*, Fijorr Publishing, Warszawa.
- Salerno J. [1992], *The Development of Keynes's Economics: From Marshall to Millennialism*, "The Review of Austrian Economics", Vol. 6, No. 1.
- Samuelson P. [2008], *Assymetric or Symmetric Time Preference and Discounting in Many Facets of Economic Theory: A Miscellany*, "Journal of Risk and Uncertainty", Vol. 37, No. 2/3.
- Skousen M. [1977], *Economics of a Pure Gold Standard*, LvMI, Auburn, Al.
- Stella P. [2009], *The Federal Reserve System Balance Sheet: What Happened and Why it Matters*, "IMF Working Paper".
- Taleb N.N. [2007], *The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable*, Random House, New York.
- Taylor J.B. [1993], *Discretion versus Policy Rules in Practice*, "Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy", No. 39.
- Taylor J.B. [2007], *Housing and Monetary Policy*, Presented at the 2007 Jackson Hole Conference, August.

- Tobin J. [1985], *Financial Innovation and Deregulation in Perspective*, "Bank of Japan Monetary and Economic Studies", Vol. 3, No. 2.
- White L.J. [2009], *The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle*, "Critical Review", Vol. 21, No. 2–3.
- Wicksell K. [1936], *Interest and Prices*, Sentry Press, New York.

## STRESZCZENIE

Artykuł przedstawia sześć wyzwań, z jakimi musi się zmierzyć w następnych latach teoria ekonomii po kryzysie 2008 roku. Pierwsze wyzwanie stawia pytanie o kompatybilność gospodarczej stabilności i stabilności cen koszyka konsumpcji. Drugie kwestionuje obowiązującą teorię stopy procentowej i jej związek z teorią kapitału. Trzecie dotyka problemu niestabilności bankowości i systemów walutowych. Czwarte łączy te zagadnienia z rolą banków centralnych. Piąte wyzwanie pojawia się w związku z nierealistyczną oceną ryzyka, stosowaną w modelach głównego nurtu. Szóste natomiast opisuje płonne nadzieje związane z idealnymi mechanizmami regulacji, które miałyby zapobiec tego typu kryzysom w przyszłości.

**Słowa kluczowe:** kryzys ekonomiczny, stopa procentowa, bankowość oparta na cząstkowych rezerwach, niepewność, ryzyko, banki centralne, Wicksell, stabilność cen, regulacje.

## CRASH GENERATED CHALLENGES TO ECONOMIC THEORY

The article presents six challenges confronting economic theory after 2008 crash, which should be addressed by economists in next few years. The first challenge raises the question regarding compatibility of economic stability with consumer price stability. The second one questions the existing theory of interest rates and its relation to capital theory. The third one touches upon the problem of unstable banking and currency systems. The fourth one combines those issues and relates them to the role of central banks. The fifth challenge is due to unrealistic risk assessments used by the mainstream models. And the sixth challenge is due to forlorn hopes of perfect regulatory mechanisms to prevent those types of crashes from happening.

**Key words:** economic crisis, interest rate, fractional reserve banking, uncertainty, risk, central banks, Wicksell, price stability, regulations.