

Andrzej Sopoćko

POLITYKA PIENIĘŻNA I REALNA GOSPODARKA

Ostatni, globalny kryzys gospodarki postawił organa regulacyjne bezradnymi wobec pytania: jak wejść na ścieżkę wzrostu. Kiedy kryzys sięgał dna, zastosowano to, co powinno się robić dla zahamowania recesji. Uruchomiono ogromną pomoc państwa i jednocześnie obniżono stopy procentowe. Dało to pozytywne rezultaty w sferze realnej. Gospodarka przestała się kurczyć, notuje się nawet pewien wzrost. I na tym koniec. Wyjście z kryzysu nie przeszło w fazę rozwoju. Ledwie dostrzegalny przyrost PKB w istocie dalej jest balansowaniem na skraju załamania. Rządy krajów rozwiniętych próbują znaleźć drogę wyjścia z impasu poprzez modyfikację polityki monetarnej i innych elementów systemu finansowego. Angażują ekonomistów do odpowiedzi na pytanie: co należy poprawić, aby przywrócić zrównoważony wzrost gospodarki.

Odpowiedzi nie ma i trzeba sobie odważnie powiedzieć – nie może być. Poprawianie nic tu nie da, trzeba zmienić politykę monetarną u samych jej podstaw, u samych jej założeń. Jak dalej jest wykazywane, nie da się (długookresowo) uzyskać zrównoważonego wzrostu w oparciu o relacje ukształtowane procesami sektora prywatnego. Sektor publiczny co prawda w tym modelu jest obecny, gra jednak rolę wtórną w tworzeniu popytu wewnętrznego. Ogólnie bowiem można przyjąć, że obecnie konsumpcja ze środków publicznych jest częścią przetransformowanych wydatków prywatnych, które zostały odebrane przez państwo.

Do takiego sposobu pojmowania ekonomii jesteśmy przyzwyczajeni od co najmniej dwustu lat. A przecież nie zawsze tak było. Bezpośrednie wydatki państwa, nie pochodzące z podatków (a więc wynikające z uszczuplenia konsumpcji), ale pokrywane dochodami senioratu, były w średniowieczu zjawiskiem normalnym i ważnym dla popytu wewnętrznego. W Europie skutki tego były różne, ale np. w Chinach w początkowym okresie dynastii Tang, a później przez cały okres rządów dynastii Ming był to ważny element skutecznej polityki gospodarczej tego wówczas największego, najbardziej rozwiniętego i zrównoważonego kraju świata.

Nie wszystko, co było w przeszłości, musi należeć tylko do niej. Niektóre rozwiązania trzeba było odrzucić ze względu na trudności w opanowaniu zbudowanych na nich mechanizmów. Tak było przecież z koncepcją latającego skrzydła; nie dawała się ona skutecznie urzeczywistnić bez zastosowania komputerów sterujących awioniką, co zrealizowano ostatecznie w produkcji bombowca B2. Kreowanie dochodów senioratu w niestabilnej Europie średniowiecza, a później – renesansu i oświecenia, prowadziło do licznych błędów, ponieważ nie potrafiono

określić rzeczywistego, zmiennego zapotrzebowania na pieniądź w przeplatających się okresach wojen i pokoju.

Teraz jego określenie nie jest problemem. Ograniczenia doktrynalne nie pozwalają jednak na racjonalne kierowanie jego strumieni. Dochody senioratu praktycznie nie istnieją¹.

1. Pieniądz bankowy. Zamknięta pętla

Obecnie w rozwiniętych krajach popyt wewnętrzny jest zbyt niski, by wykorzystać przyrost potencjału wytwórczego, przede wszystkim – wydajności pracy. Ta rośnie nieprzerwanie, ale wyprodukowanych dzięki niej nowych partii dóbr i usług nie bardzo jest jak sprzedać. Zapotrzebowanie na dobra i usługi zwiększa się, ale wyraźnie wolniej niż możliwości ich wytwarzania.

Jeśli wydajność pracy rośnie, a nie zwiększa się zbyt, trzeba zwalniać ludzi, a przynajmniej – nie zatrudniać nowych. Statystyki w tym zakresie są równie dobrze znane co frustrujące. Wpadałoby w takim razie kontynuować zarówno wsparcie ze strony polityki pieniężnej, jak też ze środków publicznych po to, by wzrost gospodarczy zaabsorbował rosnący potencjał pracy. Tyle że tradycyjne metody wsparcia z tych dwu kierunków praktycznie się wyczerpały.

Na początku zabrakło środków publicznych, które pozyskiwano w takich sytuacjach ze zwiększonej emisji długu publicznego. Wydaje się, że na tej płaszczyźnie kraje rozwinięte dotarły do granic możliwości, to znaczy do granicy dopuszczalnego ryzyka wejścia w pułapkę kredytową. Obecnie, przy skrajnie niskich stopach procentowych, ciężar obsługi długu, nawet przekraczającego wartość rocznego PKB, jest jeszcze do utrzymania. Jednak już bardzo niewielki wzrost stóp procentowych może spowodować ruinę finansów publicznych.

Na nieszczęście, drugi filar inicjowania wzrostu gospodarki, czyli zwiększone jej zasilanie w pieniądź przez Bank Centralny, okazuje się także wyjątkowo niewydajny. Pieniądza emitowanego przez Bank Centralny przybywa, ale procesy wytwórcze bynajmniej nie przyspieszyły.

W tej sytuacji nie należy ulegać złudzeniu, że obecny model regulacji ma jeszcze rezerwy, po które można sięgnąć, aby wydobyć gospodarkę światową z pełzania tuż nad przepaścią następnego kryzysu. W tradycyjnym arsenale instrumentów regulacyjnych nie ma już skutecznych narzędzi stymulujących wzrost. Ściślej rzecz biorąc – te, które dotąd stosowano, zostały stępione na tyle, że praktycznie nie działają. Zarówno te należące do sfery monetarnej, jak i fiskalno-budżetowej. Warto je omówić osobno.

Tani pieniądź Banku Centralnego powinien zasilać gospodarkę i pomóc jej uzyskać wyższe obroty towarami i usługami. Jeszcze nie dawno (przed kryzysem) udawało się ten cel osiągnąć, w dzisiejszych realiach jednak ta metoda nie sprawdza się. Bank Centralny generuje pieniądź, ten jednak grzęźnie gdzieś

¹ W dalszej części artykułu wskazano, że tego rodzaju środki bynajmniej nie muszą być generowane przez suwerena (rząd), ale pozostawać dalej pod pełną kontrolą Banku Centralnego.

w systemie finansowym lub po prostu wraca do Banku Centralnego. Ponieważ nie ma popytu na towary i usługi, brak popytu na pieniądź.

Istniała dotąd prosta droga zwiększania zapotrzebowania na pieniądź w sektorze nie bankowym, tj. obniżanie stopy referencyjnej. Obecnie jednak, w USA, Europie i w Japonii niewiele da się obniżyć. Stawki (czerwiec 2013) odpowiednio: 0,25%, 0,5%, 0,05-0,1% pozostawiają znikome pole manewru. Japonia zresztą w zakresie redukcji stop procentowych podjęła szczególne wysiłki, przez co i długookresowe stopy zwrotu (YTM) osiągnęły niebywale niski poziom. Wskaźnik ten dla 10-letnich obligacji skarbowych wyniósł 0,88%².

Mimo takiej polityki popyt w gospodarce światowej wzrasta wielce niezadowolająco. Prawdopodobnie byłby większy, gdyby zastosować stopy ujemne nominalnie. Popyt na pieniądź pewnie by wzrósł, chyba jednak głównie nie u tych, co trzeba. Wówczas bowiem, przynajmniej w sektorze finansowym, prawdopodobnie przełamana zostałaby psychologiczna „linia wsparcia” dla operacji spekulacyjnych. I tak uważa się je obecnie za zbyt duże, wtedy jednak wzrosłyby jeszcze bardziej, być może – skokowo³. Operacje: pożycz – kup – sprzedaj (domy, akcje, złoto itp.) byłby wówczas faktycznie dotowane.

Nie wydaje się wcale, że ostatni kryzys oddalił niebezpieczeństwo banki spekulacyjnej. Procesy toczące się po stronie dochodowej wydają się wręcz to niebezpieczeństwo powiększać, o tym jednak dalej. Z kolei odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku oszczędzania, szczególnie długookresowego. Przy ujemnych, nawet tylko realnie, stopach zwrotu, takie oszczędzanie nie ma w ogóle sensu. Odkładanie pieniędzy na starość np. oznaczałoby praktycznie subwencjonowanie bieżącej konsumpcji innych, biorących finansowany oszczędnościami kredyt. Przy stracie tylko jednego procenta rocznie, po 40 latach wartość odłożonej sumy skurczy się o 1/3, a przy niecałych dwu – do połowy. Można więc uznać że obecne obniżki stóp procentowych osiągnęły, a w zasadzie – przekroczyły granice zdrowego rozsądku.

Jak na razie, brakuje spójnych koncepcji konstruowania strategii rozwojowej opartej na ujemnej (nominalnie) stopie referencyjnej. Nie można, co prawda, wykluczyć, że podejmowane będą próby ich tworzenia i wdrażania, na razie jednak wydaje się to zbyt ryzykowne. Można więc przyjąć, że dyskusja nad takimi pomysłami jest przedwczesna, przynajmniej z punktu widzenia użyteczności rozważań. Polityka monetarna stoi bowiem nie tylko stopą procentową, a w każdym razie – stać nią nie musi. Do przemyślenia są inne sposoby kierowania strumieni pieniądza, w tym prawdopodobnie i te, które zostały skazane na całkowitą banicję w okresie nadzwyczajnej prosperity gospodarki światowej i zagrożenia hiperinflacją. Choć więc poziomy stóp procentowych zbliżają się do samego końca skali (od dołu), dywagacje o tym, co byłoby w warunkach jej

² Za Federal Bank of St. Louis June 14, 2013, Bank of Japan, *Minutes of the Monetary Policy Meeting on May 21 and 22, 2013* http://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/ minu_2013/g130522.pdf

³ O tym niebezpieczeństwie wielokrotnie wspomina w swoich komentarzach Nouriel Roubini, np. "Dr. Doom Has Some Good News", *The Atlantic magazine*, July/August, 2009.

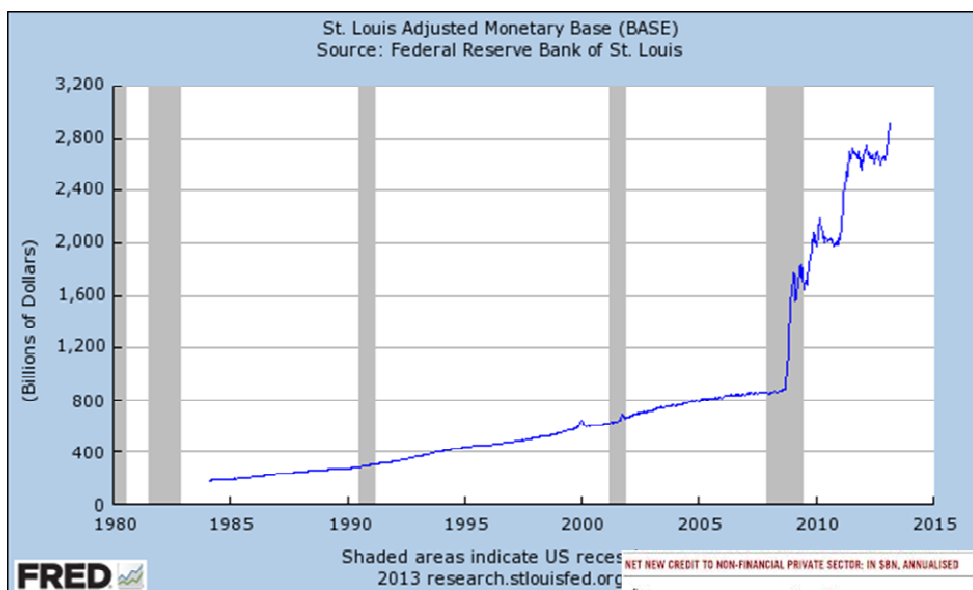
przekroczenia, wydają się, jak na razie przedwczesne. Przynajmniej dopóki nie spróbowano innych, będących do dyspozycji metod działania.

Na razie warto zdiagnozować obecną sytuację globalnego systemu finansowego, odpowiadając na pytanie: jakie są rezultaty uporczywego zwiększania płynności sektora finansowego. A więc - co się dzieje na linii: emisja pieniądza Banku Centralnego – kredyty dla gospodarki.

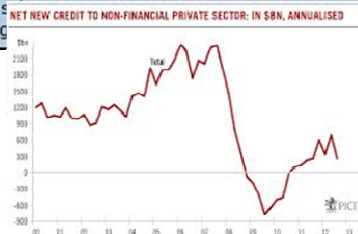
Na przedstawionych poniżej wykresach widać paradoksalne zjawisko. Taniejącemu i coraz obfitszemu strumieniowi pieniądza bankowego towarzyszy spadek, lub co najwyżej stabilizacja pieniądza trafiającego ku procesom wytwarzania.

Sytuacja przedstawia się jak na wykresach.

Wykres 1. Baza monetarna i kredyty dla gospodarki w USA



Źródło: Federal Reserve Bank of St. Louis

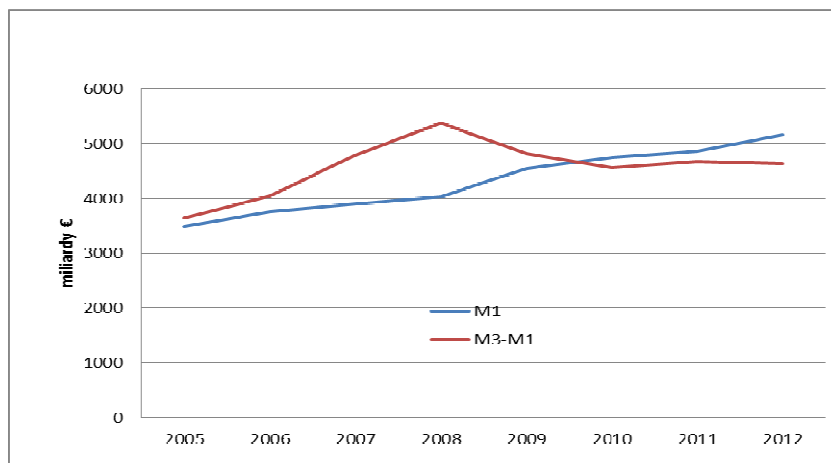


Jak widać z tego wykresu, można zapomnieć o stabilnym wzroście, realizowanym przez stabilną politykę monetarną. Dotychczasowa korelacja między jednym i drugim całkowicie zanikła. Widać to także w Europie.

Na następnym wykresie nie można odtworzyć na naszym kontynencie pozycji USA. Wiele krajów europejskich nie prowadzi statystyki agregatu M0. Pozostało zilustrować problem rozejścia się strumienia pieniądza Banku Centralnego z pieniądzem trafiającym poza sektor finansowy, stosując inne relacje.

Agregat M0 jest mocno związany z pieniądzem M1. Jest to M0 plus wkłady na żądanie. M1 generuje pozostałą część agregatu M3 (a przynajmniej tak powinno być). Jeśli ta druga część nie wzrasta proporcjonalnie, to jednak powinna być przynajmniej pozytywnie skorelowana z M1. Ale to nie wychodzi, jak widać na wykresie.

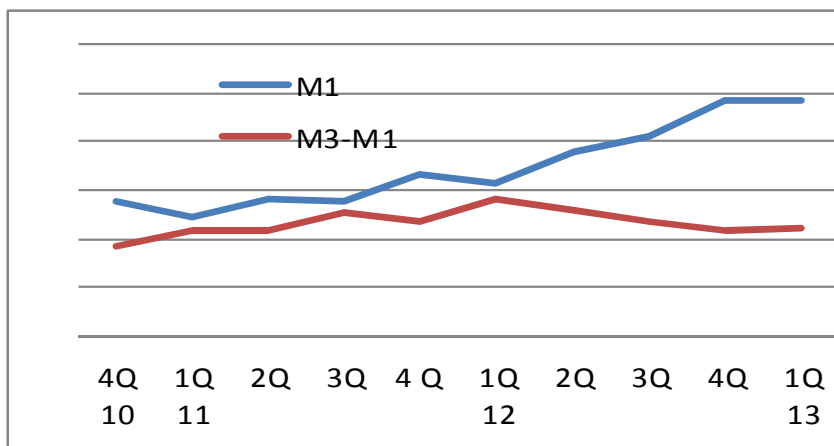
Wykres 2. Pieniądz M1 i pozostała część agregatu M3 w Strefie Euro w latach 2005-2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostatu

Rozejście to jest wyraźniejsze w ostatnich trzech latach, warto więc przedstawić bardziej szczegółową prezentację.

Wykres 3. Pieniądz M1 i pozostała część agregatu M3 w strefie Euro w latach 2010-2013, kwartalnie



Źródło: jak wyżej

Nieco od ponad roku rysuje się wyraźna tendencja do rozejścia się obu pozycji. Jak widać, wzrostowi pieniądza bankowego (reprezentowanego tu pośrednio przez agregat M1) towarzyszy nawet spadek kredytu dla sektora niefinansowego (reprezentowanego przez różnicę M3-M1). Co więc dzieje się z tym pieniądzem?

Na początku trzeba zaznaczyć, że pieniądz emitowany przez Bank Centralny to tylko część (mniejsza) pasywów całego systemu bankowego. Podstawowa część to oszczędności. Obie te części trzeba tu traktować razem, pytanie więc wypada postawić nieco inaczej. Otóż, jeśli pasywa rosną, to aktywa muszą przyrastać w tej samej wysokości. Kredyty dla sektora prywatnego i publicznego są, co prawda, podstawową częścią aktywów systemu bankowego, ale jednak nie jedynym. Podobnie jest z zyskami. Już przed kryzysem ok. 40% przychodów banków pochodziło z operacji innych niż depozytowo-kredytowe⁴. Jakie są główne pozycje aktywów, poza kredytami? Są to przede wszystkim:

- papiery długu publicznego,
- depozyty zabezpieczające operacji spekulacyjnych,
- gotówka, utrzymanie płynności i „parkujący pieniądz”,
- depozyty w Banku Centralnym.

W przypadku papierów skarbowych zachodzi klasyczny mechanizm wypychania. Jeszcze parę lat temu wydawało się, że efekt ten należy już do historii. Do momentu kryzysu integracja rynku finansowego powodowała, że niedostatek środków krajowych, wynikający z nadmiernej ekspansji długu publicznego, był rekompensowany ich napływem z zagranicy. Zasoby każdego kraju (z wyjątkiem USA) były nieporównywalne z zasobami całego, globalnego systemu. Zniknięcie więc granic wędrówek kapitału spowodowało, że lokalne zjawiska „crowding out” przestały istnieć. Sytuacja zmieniła się jednak, gdy zjawisko skokowego zwiększania się zadłużenia objęło cały wyżej rozwinięty świat. O ile przed kryzysem zadłużenie sektora publicznego w UE wynosiło ok. 2/3 PKB, to pod koniec 2012 roku było to już w zasadzie 100%⁵. W USA, gdzie znajduje się ok. 1/3 aktywów finansowych świata, PKB wynosi ok. 13 bln USD, dług przysroś w tym czasie z niecałej 1/3 PKB do również 100%.

Zjawisko wypychania wystąpiło więc na poziomie całego światowego systemu finansowego. Zaabsorbowane przez dług publiczny środki w krajach zadłużonych nie mogły być uzupełnione z zewnątrz. Takich zasobów nie było, wszystkie gospodarki zadłużały się w niespotykanym dotąd tempie.

Istotne jest także pewnego rodzaju unieruchomienie pasywów w postaci wzrostu współczynnika adekwatności kapitałowej. Przed kryzysem jego minimalna wartość wynosiła, w stosunku do kredytów komercyjnych, 8%, obecnie – co najmniej 12%. W obu okresach kapitał własny i stosowane rezerwy były wyższe niż wartości wymagane przez ten współczynnik, co nie zmienia istoty

⁴ DeYoung R, Rice T. „Noninterest Income and Financial Performance at U.S. Commercial Banks”, *Financial Review*, 4 July 2006.

⁵ Eurostat podaje 99,6% http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-EK-13-001/EN/KS-EK-13-001-EN.PDF

rzeczy. A rzecz w tym, że zaostrzona tym sposobem polityka ostrożnościowa istotnie obcięła możliwości udzielania kredytów przez bank. Możliwości angażowania się w kredyty i inne aktywa obciążone ryzykiem zmalały prawie o połowę. Na szczęście dla banków wzrost zadłużenia publicznego pozwolił na lokowanie środków bez konieczności zwiększania tym celu kapitałów własnych i rezerw.

W skali całego świata oznaczało to zwiększenie zapotrzebowania na pieniądze znacznie powyżej przyrostu PKB. Bank Światowy podaje, że w krajach wysoko rozwiniętych kredyty udzielone sektorowi prywatnemu wynoszą ok 103% PKB⁶. Relacja kredytów do dochodu narodowego nie zmniejszyła się. Wzrost więc współczynnika adekwatności kapitałowej wymagał środków odpowiadających wartości całego przyrostu PKB w tym okresie. W rachunku nominalnym oznacza to, że wartość dodatkowych środków ulokowanych na pasywach banków komercyjnych była (wartościowo) większa niż całość przyrostu PKB. Gdyby Bank Centralny nie zdecydował się na bardzo ekspansywną emisję pieniądza, gospodarki tych krajów, wyłącznie z powodu konieczności zwiększania rezerw bankowych upadłyby pod wpływem zatorów płatniczych.

Wzrost funduszy zabezpieczających przed ryzykiem kredytowym można potraktować jako operację jednorazową. Proces ten w zasadzie ma się ku końcowi, można więc liczyć, że proces gromadzenia pieniądza w systemie bankowym z tego tytułu ustabilizuje się i będzie rósł porównywalnie do PKB, a nie, jak ostatnio – wielokrotnie szybciej.

Pewną korzystną właściwością procesu narastania rezerw w systemie bankowym jest stałe pozostawanie pod kontrolą Banku Centralnego. Nie da się tego jednak powiedzieć o innym obszarze absorpcji pieniądza, który jest, przynajmniej bezpośrednio, niezależny od polityki banków centralnych. Można powiedzieć, że jest konsekwencją nie jednego procesu, ale całkowitych przemian w systemie finansowym.

Przeprowadzenie obniżek stóp procentowych miało za zadanie zwiększyć popyt wewnętrzny. Jak wspomniano poprzednio, dotknięto tu granic (dolnych) pola manewru. Działania te jednak wywołały znamienne efekty uboczne, które można określić jako co najmniej dyskusyjne.

Obniżki były nieuniknione, jednak temu procesowi towarzyszy spadek zainteresowania tradycyjnymi lokatami bankowymi czy quasi-bankowymi (fundusze rynku pieniężnego). Lokaty bankowe, czy podobne im inwestycje, mają tę zaletę, że są obciążone znikomym ryzykiem strat, oferują jednak relatywnie niski zarobek. Przy bardzo niskich stopach realnych istnieje naturalna skłonność do podejmowania działań obciążonych ryzykiem. Psychologicznie bowiem zauważalny spadek dochodów z lokat jest traktowany jako strata. Wybór jest następujący: czy stracić ryzykując, czy nic nie robić, ale też ponieść stratę, trzymając pieniądze na bezpiecznym koncie. Ta druga możliwość będzie skłaniać do przeniesienia zainteresowania na inne niż dotychczasowe sposoby lokowania

⁶ World Bank Global financial Development Report 2013, <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTGLOBALFINREPORT/0,,contentMDK:23268788~pagePK:64168182~piPK:64168060~theSitePK:8816097,00.html>

środków. Ma to szczególne znaczenie ze względu na fakt, że większość oszczędności lokuje się w górnych decylach dochodowych społeczeństwa. Co prawda znaczna część tej grupy społecznej pieniądze odziedziczyła, jednak istotna jej część uzyskała je dzięki dobrej ocenie rzeczywistości i właśnie dzięki zdolności do podejmowania ryzyka. Nawet, jeśli chęć do takich operacji osłabła (zdecydowana większość oszczędności należy do osób starszych), to jednak nie zmieniła się z pewnością w awersję do nich.

Niskie stopy procentowe motywują też rozmaite instytucje, jak banki, fundusze inwestycyjne, do zwiększenia aktywności w operacjach obciążonych ryzykiem. W ten sposób bronią się one przed spadkiem dochodów, a ich pracownicy, dilerzy i analitycy – przed utratą miejsca pracy.

W rezultacie, bardziej restrykcyjna polityka banków oraz gwałtownie malejące stopy procentowe wywołują skłonność inwestorów do bardziej energicznych działań, indywidualnych i instytucjonalnych, ponieważ renta kapitałowa z bezpiecznych lokat w takiej sytuacji zbyt głęboko osłabia oczekiwania. Szczególnym powodzeniem cieszyły się tu inwestycje w instrumenty pochodne. Choć prawdę mówiąc, bardziej odpowiednim określeniem jest tu „gra instrumentami pochodnymi”.

Problem leży nie tylko w zainteresowaniach klientów indywidualnych. Istotna jest tu także strona podaźowa, a więc aktywność instytucji komercyjnych dla sprostania tym zapotrzebowaniem.

Na nowe potrzeby rynek odpowiada nowymi ofertami. Jeśli dotychczasowe rozwiązania lokacyjne stały się mało satysfakcjonujące, powstają nowe, bo taka jest natura rynku. Niskie przychody z lokat także są problemem dla pośredników czy samych banków. Odpływ klientów skutkuje obniżeniem dochodów. Trzeba się starać o ich zatrzymanie czy nawet przyciągnięcie hasłem nowoczesnych rozwiązań finansowych. Wielka fala ofert syntetycznych instrumentów finansowych (zwanych strukturyzowanymi lub po prostu „strukturami”) niewątpliwie z tego się bierze.

W pewnym stopniu nowe rekomendacje ostrożnościowe nasiliły presję na nowe instrumenty nie tylko z powodu samego zaostrzenia zasad udzielania kredytów. Rozszerzyły one zakres oceny zabezpieczeń i pozwoliły na kompleksowe ich potraktowanie z uwzględnieniem komplementarności pokrycia ryzyka. Uwzględniają one możliwość obniżenia rezerw na ryzyko przy tzw. instrumentach hybrydowych, czyli składających się najmniej z dwu instrumentów, w których jeden zabezpieczał drugi. Przedtem trzeba było je traktować oddzielnie, co oczywiście było niezgodne z ich działaniem. Konstruowane są one bowiem jako pewien nierozdzielny układ. Nowy system, zwłaszcza – metoda ratingów wewnętrznych, umożliwił traktowanie tych instrumentów łącznie.

Po zmianach, jakie zaszły w wyniku nowych rekomendacji, emitowanie tych instrumentów stało się dla banków bardzo korzystnym rozwiązaniem. Po pierwsze – zaczęto je traktować jako relatywnie mało ryzykowne, co zmniejszyło konieczność odkładania zysków na fundusze rezerwowe i kapitały własne. Po drugie – dawały one możliwość dodatkowego zarobku. Połączenie bowiem tych instrumentów nie oznacza bynajmniej, że nie można na każdym z nich określić

wyznaczonej z góry marży. Pozwalały zarobić na jednej i na drugiej części hybrydowego instrumentu. I to niemało.

Instrumenty hybrydowe są dość ciekawym i pożytecznym rozwiązaniem, jednak dość problematycznym z punktu widzenia konkurencji. O nią właśnie w tym przypadku trudno. Wynika to przede wszystkim z istnienia ogromnych możliwości konstrukcyjnych. Możliwych kombinacji rodzajów instrumentów, terminów ich zapadnięcia, cen realizacji itp. jest praktycznie nieograniczona ilość. Nie jest więc żadnym ewenementem to, że na skądinąd bardzo dużym rynku finansowym emitent danego instrumentu nie napotka w ogóle konkurencji. Trudno więc w tym przypadku o poszukiwanie na rynku ceny godziwej. Co prawda, daje się ją wyliczyć w oparciu o teoretyczne modele (w innym razie emitent nie wiedziałby, jakie są potencjalne korzyści i zagrożenia), mało kto jest w stanie je zrozumieć i zastosować.

W tych warunkach emitenci instrumentów hybrydowych (syntetycznych) znajdują się w pozycji jeśli nie monopolistycznej, to w każdym razie na tyle silnej w stosunku do swoich partnerów, że nałożone marże mogą być bardzo wysokie. I są takie. Stanowią więc bardzo wydajne źródło zysków sektora bankowego i parabanków. Można tu liczyć na spektakularne skoki przychodów. Tak np. w kierowanej przez W. Buffeta Bershire Hathaway zyski z tych instrumentów wzrosły w czwartym kwartale 2012 roku o 49%⁷.

Dzieje się tak nie dlatego, że instytucje finansowe grają, tj. są finalnymi inwestorami na rynku pochodnych. Na tym wiele się nie zarobi. Oni przede wszystkim aktywnie pośredniczą w tym procesie. Polega to na wymyśleniu skomplikowanego instrumentu, wycenie jego wartości (dla siebie) a następnie tzw. otwarciu pozycji (analogia do sprzedania względnie kupienia). Pozycję tę szybko się zamyka, tj. jak „sprzedano” – „odkupuje”, jak „kupiono” – „odsprzedaje”, dbając cały czas o pobranie solidnej marży.

Operacje spekulacyjne, przynajmniej na pochodnych, mają w zasadzie postać nierzeczywistą. Przepływy pieniężne występują przy zamknięciu transakcji. Na pierwszy rzut oka nie powodują zwiększonego zapotrzebowania na pieniądź, ponieważ strata jednego z partnerów wynosi dokładnie tyle, ile zysk drugiego. Kontrakty są więc wirtualne, realne są tylko wypłaty. Aby sprzedać kontrakt forward, np. na 100 tys. euro, nie trzeba bynajmniej mieć pieniędzy, zarówno w złotych czy w tejsze walucie. Posiadać i wydać je będzie trzeba w sytuacji, gdy kurs euro wzrośnie. Do rozliczenia trzeba dokonać teoretycznej operacji: kupić euro po wyższej cenie i odsprzedać po niższej, tj. tej po jakiej zawarto kontrakt. Jeśli kupi się drożej, a sprzedaje taniej, trzeba się pogodzić z wydatkiem na pokrycie straty.

⁷ Bloomberg News, 2 March 2013. W przypadku tych instrumentów nie sposób podać stopy zwrotu, ponieważ ich generowanie praktycznie nic nie kosztuje. Teoretycznie gra na tych instrumentach powinna dać ostatecznie wynik zerowy, dzieje się tak jednak tylko wtedy, gdy transakcje odbywają się po tzw. cenie *fair*, bardzo trudnej do wyliczenia. Banki kwotują więc ceny i znacznie korzystniejsze dla siebie, tj. z kilkunastoprocentowymi marżami. Nie do wykrycia przez nieprofesjonalistów. Także ci ostatni zwykle nie dysponują niekwestionowanymi modelami wyceny.

Jednak w operacjach na pochodnych nie da się ograniczyć procedury transakcyjnej wyłącznie do momentu ostatecznego rozliczenia. Występująca tu dźwignia finansowa generuje wysokie ryzyko kredytowe. Można bardzo dużo zarobić, ale i stracić. Niechęć tracących duże pieniądze do ich oddania jest zjawiskiem naturalnym, egzekwowanie należności bywa trudne. Stąd zjawiskiem w zasadzie nie do pominięcia jest składanie depozytów zabezpieczających. Te wymagają jednak już realnych pieniędzy – i to w formie gotówkowej – które czekają aż do momentu zamknięcia kontraktu.

Nie przy wszystkich kontraktach depozyty są wymagane i stosowane. Z reguły depozytów nie stosuje się przy wszelkiego rodzaju swapach i forwardach na stopę procentową. O wprowadzeniu takich zabezpieczeń na CDS (Credit Default Swap) dopiero się dyskutuje. One zaś stanowią większość kontraktów. Z danych BIS (Bank of International Settlement) o rynku OTC wynika, że udział kontraktów pochodnymi, gdzie stosuje się depozyt, wynosi ok. 20% (opcje, forward walutowe, towarowe i inne)⁸

Na giełdach zabezpieczenie jest obowiązkowe. Dane BIS informują, że na tym rynku w marcu 2013 r. było kontraktów futures za ok. 26 bln USD, opcji 36 bln USD⁹. W porównaniu z danymi sprzed kryzysu, giełdy są w trakcie odtwarzania poziomu obrotów z tamtego okresu. Ale tempo tego odtwarzania jest trzeci rok na tyle wysokie, że w pod koniec 2013 poziom ten zostanie prawdopodobnie przekroczony.

Z tych dwu rynków rynek pozagiełdowy (OTC) wykazuje znacznie większą dynamikę; przyrost absorpcji gotówki w okresie (2008-2013) wskazuje na niego jako na ważniejszy czynnik zasysania pieniądza. To są jednak niemałe środki. Według BIS wartość kontraktów w 2008 roku wynosiła 600 bilionów dolarów¹⁰, wzrastając w 2013 do 1000 bilionów¹¹. Przyjąwszy, że tylko 1/5 z tego przyrostu wymaga kilkuprocentowych depozytów, przyrost zaabsorbowanej tu sumy można oszacować na poziomie obecnego PKB Niemiec (ok. 5 bilionów USD).

Dokładniejsze szacunki byłyby bardzo trudne, ponieważ nie wszystkie obroty pochodnymi dają się ująć w oficjalnych statystykach, nie zawsze istnieje w tej sprawie obowiązek składania raportów. W danych BIS dotyczy to ok. 10% wolumenu derywatów. Sam fakt jednak trudności szacunku, wysoka a jednocześnie niestabilna dynamika wzrostu oraz łatwość zawierania kontraktów pochodnymi stwarza polityce monetarnej spore kłopoty. Budzi to bowiem sporą niepewność co do szacowania potrzeb płynnościowych rynku finansowego.

⁸ BIC, OTC derivatives market activity in the second half of 2008, s. 7.

⁹ Derivative financial instruments traded on organised exchanges, BIS, http://www.bis.org/statistics/r_qa1306_hanx23a.pdf

¹⁰ Ibidem.

¹¹ Zdaniem brytyjskiego analityka finansowego: “While there’s no way of knowing for sure, estimates of the face value of all derivatives outstanding tops a quadrillion (1,000 trillion) dollars, or more than 14 times the entire world’s annual GDP” Sivy M. *Why Derivatives May Be the Biggest Risk for the Global Economy*. Time, 27.03.2013.

Znaczenie tego problemu prawdopodobnie będzie coraz większe w warunkach utrzymywania się niskich stóp zwrotu. Klasyczne aktywa stają się bardzo nieatrakcyjne, przejście na pochodne wydaje się naturalną kolejną rzeczą ze strony wszystkich inwestorów. Wspomniana poprzednio łatwość narzucania wysokich marż w obrocie tymi instrumentami naturalnie zwiększy aktywność pośredników i inwestorów indywidualnych. Wzrasta nie tylko zapotrzebowanie na grę finansową ze strony inwestorów, ale również zainteresowanie tworzeniem warunków do tej gry przez tworzenie płaszczyzn obrotu, a przede wszystkim pośrednictwa między partnerami w grze, przynoszącego niespotykane gdzie indziej zyski.

Kolejnym zjawiskiem absorbującym pieniądź jest „parkowanie” ich na rachunkach bieżących. Posiadanie, czasem dość znacznych, kwot gotówki jest niezbędne zarówno w gospodarstwach domowych, jak i w przedsiębiorstwach. Zwiększenie płynności jednak w niektórych z nich przeszło wszelkie oczekiwania.

Z badań nad gospodarką USA wynika, że bardzo szybkie jest tempo wzrostu gotówki w aktywach przedsiębiorstw. Dane Fed podają liczbę 1,7 bln USD, która zresztą uważana jest często za zaniżoną. Badania przeprowadzone w prawie tysiącu największych firm USA (prawie połowa gotówki przedsiębiorstw) pokazały, że w ciągu 10 lat wzrosły one czterokrotnie, osiągając poziom 7,5% aktywów w ogóle¹².

Duże przedsiębiorstwa absorbują zaskakująco dużo gotówki, małe jednak już niekoniecznie. Jeśli porównać te dane z wykresem przedstawiającym wzrost gotówki w całej gospodarce amerykańskiej, to można dojść do wniosku, że zasoby płynnych aktywów przesuwają się do wielkich korporacji. Tempo wzrostu zasobów gotówkowych w komercyjnym sektorze finansowym rosło znacznie wolniej. Wynosiło ono bowiem ogólnie w tym czasie o około 70%.

Z punktu widzenia polityki monetarnej ważne jest, że proces gromadzenia gotówki nabiera tempa. Zaczęło się to z początkiem lat 90. Lata kryzysu wywołały pewien regres, jednak obecnie trend ten wydaje się być kontynuowany.

¹² Hoarding Cash– Corporations Stashing Billions: Accumulating Massive Amounts of Cash Reserves– Caution, Fear, Greed... [Bizshifts-Trends](http://bizshifts-trends.com/2013/03/21/hoarding-cash-corporations-stashing-trillions-accumulating-massive-amounts-of-cash-reserves-caution-fear-greed/), March 21, 2013, <http://bizshifts-trends.com/2013/03/21/hoarding-cash-corporations-stashing-trillions-accumulating-massive-amounts-of-cash-reserves-caution-fear-greed/>

Wykres 3. Zasoby gotówkowe przedsiębiorstw w USA¹³

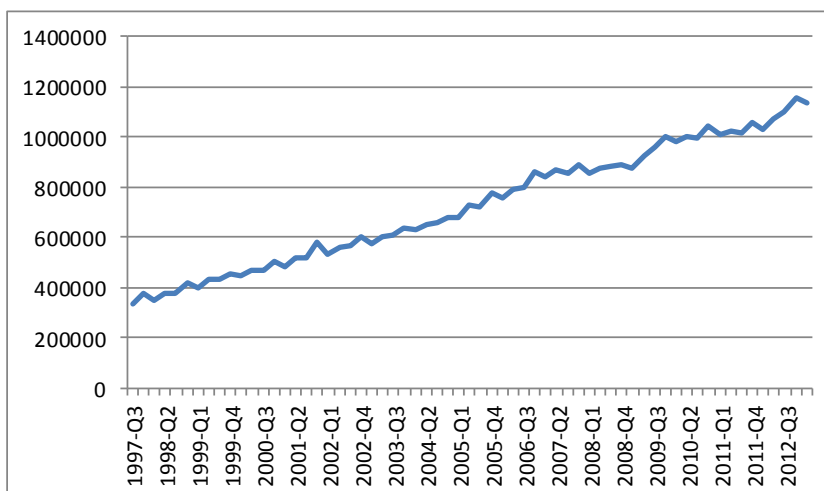


Jak widać, załamanie systemu płatności, fala bankructw w ciągu pierwszego, kryzysowego roku, zmniejszyło zasoby gotówkowe. W czasie gdy w pełnym tego słowa znaczeniu „gotówka była królem” (*cash was the king*), znikają one z rachunków. Wyjście z kryzysu jednak spowodowało szybkie odtworzenie tych zasobów. Nie inwestycje więc zostały odtworzone, ale rezerwy gotówkowe.

W tej sytuacji można pokusić się o tezę, że oczekiwania wzrostu popytu mają długofalową tendencję malejącą. Przedsiębiorstwa bardziej obawiają się tego, że mogą mieć kłopoty z płynnością, niż że ulegną w walce z konkurencją ze względu na niedoinwestowanie lub przejęcie rynku przez bardziej ekspansywne firmy. Z kryzysu gospodarka światowa zamierza zatem wychodzić nie poprzez działania nakierowane na rozwój, ale – zwiększające bezpieczeństwo finansowe. Czy w ten sposób uda się rzeczywiście dokonać znaczącego kroku dla stabilizacji globalnego systemu gospodarczego – można mieć wątpliwości.

Zjawisko szybkiego wzrostu depozytów przedsiębiorstw występuje także w strefie euro. Tutaj ten proces jest jeszcze bardziej stabilny. Zakłócenie trendu w okresie kryzysu było stosunkowo niewielkie i szybciej zostało wyrównane niż w USA. Widać jednak, że w tym regionie świata także ostrożność przegrywa z rozwojem. Prawdopodobnie nie jest to więc cecha regionu świata, ale poziomu rozwoju gospodarczego. USA i Strefa Euro to przecież kraje o podobnym PKB na mieszkańca. Nieco różnią się jednak statystyki. Wykres 4 nie jest do końca analogiczny do poprzedniego, ale ilustruje tę samą tendencję.

¹³ Za „Financial Times”, 10 June 2010, patz też Traders Narrative, 23.06.10, <http://www.tradersnarrative.com/is-the-massive-corporate-cash-stash-bullish-or-bearish-4304.html>

Wykres 4. Overnight depozyty jednostek sektora niefinansowego, mln EUR


Źródło: ECB Statistics¹⁴.

Trzeba też powiedzieć, że w jednym i drugim regionie świata wartości pozostałych aktywów bynajmniej nie spadają. Uwaga ta jest o tyle ważna, że w okresach kryzysowych trwałe aktywa tanieją ponieważ słabnie zapotrzebowanie na tego rodzaju dobra. Tabela 1 wskazuje jednak, że zjawisko to, choć miało miejsce w okresie kryzysu, ani przedtem, ani później nie odgrywało większego znaczenia.

Dla zilustrowania tego problemu użyto danych przedstawiających relacje amortyzacji do PKB, co wydaje się dobrym odwzorowaniem wartości środków trwałych. Gotówki ani walorów finansowych się nie amortyzuje, przedstawione więc liczby nie obejmują aktywów pieniężnych. Chociaż jak widać w tabeli, relacja: amortyzacja/PKB nieco spadła, nie był to spadek znaczny. W zasadzie nie spadł także PKB. Mimo tego więc, że pewne przesunięcia w struktury aktywów wskutek zmian ich wyceny miały, być może, miejsce, nie daje to podstaw do twierdzenia, że tak duży (70%) wzrost udziału gotówki w aktywach był rezultatem przeceny środków trwałych jako miernika majątku. Po prostu wzrosły znacznie zasoby gotówki, z którą przedsiębiorstwa nie bardzo wiedziały co zrobić. Pamiętać przecież trzeba, że w tym czasie bardzo mocno obniżyły się stopy procentowe. Dla wkładów gotówkowych avista były one prawie równe zero. Utrzymywano je więc nie dlatego, że taki był wybór, ale że wyboru nie było. Ten pieniądz był zaparkowany na lepsze okazje.

¹⁴ http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=2116081&FREQ=Q&BS_ITEM=L21&sf15=3&sf11=3&sf14=4&DATASET=0&sf13=4

Tabela 1: Relacja amortyzacji do PKB w wybranych krajach (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
USA	18	19	20	20	19	18	14	15	15
Niemcy	18	18	17	18	19	19	16	17	18
W. Brytania	17	17	17	17	18	17	14	15	15

Źródło: World Bank Data, Gross capital formation (% of GDP)

Być może, warto byłoby spróbować osiągnąć większą precyzję w określaniu dynamiki wzrostu wkładów gotówkowych przedsiębiorstw. Dla zasadniczych wniosków co do polityki monetarnej nie będzie to miało znaczenia. Nie może to zmienić podstawowego stwierdzenia, że jest to proces wieloletni i stały, niewynikający bynajmniej z okresowych perturbacji. Szczególnie tego, że nie został on wywołany przez kryzys. Jest to zjawisko trwałe, mające swoje źródła w długoletnim trendzie hamowania popytu w gospodarce światowej.

Depozyty w Banku Centralnym są praktycznie niemożliwe do oceny w długim okresie. Poza stałymi, wymaganymi zresztą nie we wszystkich krajach, obowiązkowymi rezerwami bankowymi pozostają w tej sferze depozyty overnight. Historyczna analiza tych instrumentów musi być jednak nieco bardziej rozbudowana. Wartość środków, jakie banki w nich ulokowały, nie jest bowiem zmienną niezależną, ale skutkiem polityki pieniężnej. Lokaty w te instrumenty są skutkiem nadpłynności sektora bankowego, który jest regulowany zgodnie z celami polityki monetarnej. Nadpłynność jest zmniejszana operacjami Banku Centralnego, sama zatem nie może być ilustracją tego problemu. Jego znaczenie daje się więc przedstawić nie tyle w postaci rosnących zasobów, ile poprzez prezentację środków zastosowanych właśnie po to, by one nie rosły. Nie podtrzymuje się stóp procentowych, by pieniądze jak rzeka wpływały na rachunek Banku Centralnego.

Bank Centralny ma za zadanie walczyć ze wzrostem cen i utrzymywać niezbędną płynność sektora banków komercyjnych. Wielkość tej nadpłynności jest więc rezultatem dokonanej przez niego oceny presji cenowej oraz potrzeb obrotu pieniężnego. Jeśli zatem inflacji praktycznie nie ma, jak to się dzieje obecnie, nie ma powodu do tworzenia warunków do parkowania pieniądza w Banku Centralnym. ECB w drugim kwartale, poza bardzo niską stawką operacji na tygodniowych bonach pobieżnych (0,2% w ciągu roku) wręcz stara się zniechęcić do tego kierunku lokowania, wprowadzając zerową stawkę na lokatach overnight. Chodzi tu o zwiększanie zainteresowania lokatami poza sektorem finansowym.

Te działania przynoszą natychmiastowy skutek. Obniżenie do zera stawki O/N w ECB spowodowało, że przestała ona być przedmiotem poważnego zainteresowania. Następnego dnia po obniżce z 0,25% do zera wielkość lokat spadła z 103 do 72 mld euro (na początku roku było to 280 mld euro)¹⁵. Istotna

¹⁵ „Financial Times” 13 July 2013.

jest więc nie tyle wielkość parkujących pieniędzy w Banku Centralnym, ile stopy procentowe z tym związane. Zerowe stopy procentowe O/N oznaczają jednak, że:

- osiągnięto granice w obniżaniu stóp referencyjnych Banku Centralnego (tu musiałyby zejść poniżej zera);
- banki nie znajdują rentownych lokat nie tylko w realnej gospodarce, ale także w systemie finansowym.

Jak widać z przedstawionych danych, mamy niewątpliwie do czynienia z dwoma ostatnimi przypadkami. Wykresy 1 i 2 pokazują, że pieniądza Banku Centralnego przybywało (realnie) jak nigdy dotąd w historii. Nie da się też obronić teza, że choć przyrost ten był tak wielki, to i tak za mały ze względu na nadzwyczajne potrzeby systemu. Jako przyczyny wymieniono bardzo duże zaangażowanie środków w rosnący dług publiczny oraz rosnące depozyty w bujnie rozwijającej się grze finansowej. Te dwa czynniki niewątpliwie zasysają pieniądź, nie na tyle jednak, by spowodować jego niedostatek dla sektora wytwórczego. Jak wspomniano poprzednio, przedsiębiorstwa potrzebują go i tak mniej, niż faktycznie mają do dyspozycji. W samej gospodarce jest go coraz więcej, mimo zerowych stawek za jego deponowanie. Gdyby gra finansowa i potrzeby finansowania długu publicznego tworzyły nadmierny popyt, nie byłoby sensu trzymać gotówki na depozytach niedających praktycznie żadnego przychodu. W jakiś sposób, zapewne za pośrednictwem instytucji sektora finansowego, byłyby one lokowane w innych obszarach, z pożytkiem dla właścicieli.

Mimo tego więc co dzieje się w komercyjnym systemie finansowym i finansowaniu długu publicznego, nie brakuje taniego pieniądza dla sektora wytwarzającego dobra i usługi materialne. Okazuje się, że tani pieniądź, w istocie – tani do granic możliwości, nie jest w stanie wprowadzić gospodarkę na ten poziom wzrostu, który nadałaby za wzrostem jej potencjału określonego wzrostem wydajności pracy. Jest on nadal wyższy niż popyt wewnętrzny, co powoduje utrzymywanie się niespotykane wysokiego bezrobocia w krajach rozwiniętych.

Można z tego wysunąć jeden wniosek. Mianowicie tradycyjna polityka pieniężna, polegająca jedynie na kontrolowaniu płynności sektora finansowego, a przez to – zasilanie wzrostu gospodarczego, wyczerpała swoje możliwości. Wynika to nie tyle z ostatniego kryzysu finansowego, co z długoletnich procesów toczących się w gospodarce światowej przynajmniej od końca XX wieku.

2. Wydajność pracy versus popyt

Wydajność pracy, przynajmniej od ostatnich czterdziestu lat ma jednoznacznie charakter liniowy. Widać to zarówno z analizy szeregów danych dotyczących tzw. potencjalnego tempa wzrostu PKB w USA¹⁶, jak i dynamiki paten-

¹⁶ Patrz tekst autora *Pieniądz nie bankowy. Czy istnieją możliwości powrotu*. „Studia Ekonomiczne” nr 1, 2013.

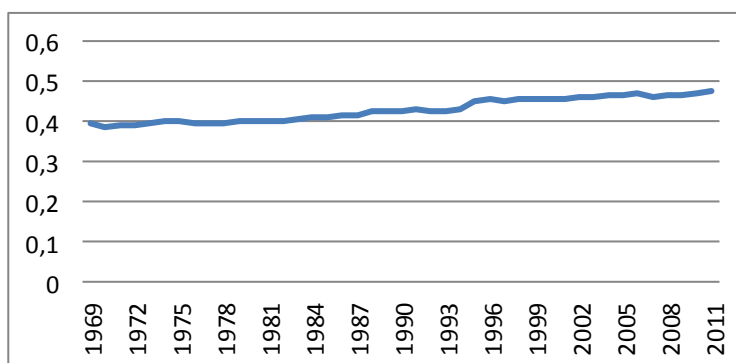
tów w tym kraju.¹⁷ Ta jest również liniowa, co sugeruje, że tempo usprawniania gospodarki jest jednorodne. Intensywności pracy w wiodących krajach świata nie bardzo daje się zwiększyć, wydajność pracy rośnie więc dzięki usprawnieniom systemu wytwarzania. Natomiast teza o liniowości konsumpcji jest nie do obrony. Gdyby tak było, udział oszczędności we wszystkich grupach dochodowych byłby taki sam. Jak wiadomo, jest inaczej. Im wyższa grupa dochodowa, tym ich udział jest nieproporcjonalnie wyższy. Zatem lepiej zarabiający mają mniejszą skłonność do konsumpcji wraz z rosnącym dochodem.

Na świecie panuje tendencja do zwiększania dysproporcji dochodowych. Tylko z tego wynika, że zapotrzebowanie na produkt końcowy gospodarki wysoko rozwiniętych krajów będzie mniejsze niż jego przyrosty, wynikające ze wzrostu wydajności pracy. Cokolwiek by powiedzieć o reszcie świata, to raczej nie ma szans na zaabsorbowanie przez nią nadwyżek. Do wyścigu gospodarczego włączyły się przeciw Chin, które swoim eksportem konkurują z największymi gospodarkami świata.

W Chinach także zachodzą procesy koncentracji dochodu w najbogatszych grupach dochodowych (Indeks Giniego – 0,49%). Ta potężna gospodarka dołącza do innych wielkich gospodarek będących w stanie produkować więcej niż konsumują. Jak na razie więc, wygląda na to, że proces bogacenia się najbogatszych w społeczeństwie nie ulega tam zahamowaniu.

W Europie i USA jest to już długoletni trend. Przedstawiają to wykresy:

Wykres 5. Współczynnik Giniego w USA w latach 1969-2011



Źródło: DeNavas-Walt C., D. Proctor B., Smith J.C *Issued Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States: 2011* Current Population Reports. U.S. Department of Commerce Economics and Statistics Administration U.S. CENSUS BUREAU census.gov

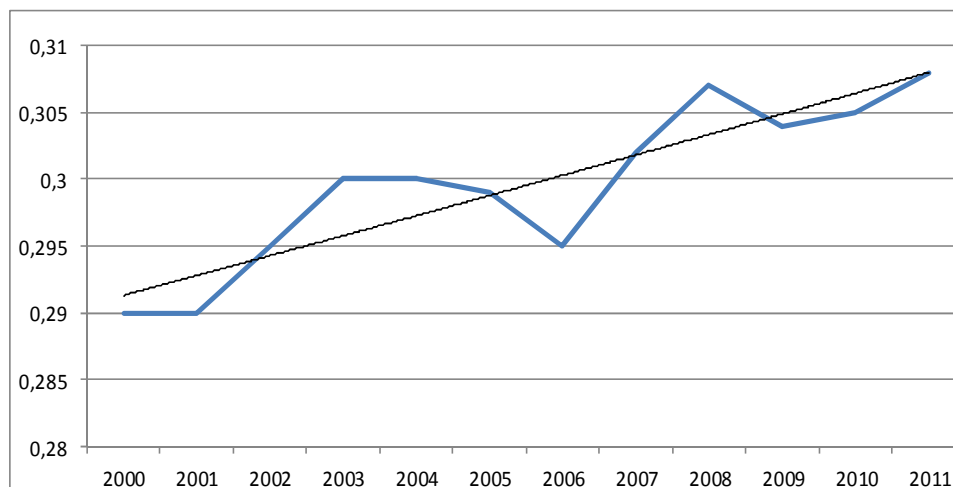
Wzrost współczynnika koncentracji dochodów jest dość stabilny. Podobne zjawisko występuje w krajach Europy Zachodniej, w każdym razie, jeśli chodzi o trend. Występują tu pewne wahania, co należy uznać za rezultat nie-

¹⁷ Patrz A Sopoćko *Gra finansowa – stagnacja czy wzrost bogatego świata*, „Ekonomista” nr 4, 2012.

jednorodności tych krajów i procesów adaptacyjnych wewnątrz tej grupy. Musiało to wpłynąć także na zmienność rozkładów dochodowych.

Zróżnicowanie dochodowe w tym regionie świata przedstawia się następująco:

Wykres 6. Współczynnik Giniego w krajach EU 15 w latach 2000-2011



Źródło: Eurostat¹⁸

Tłumaczenie pojawiania się bariery popytowej w wysoko rozwiniętych krajach tylko zwiększającym się zróżnicowanie dochodowym byłoby znacznym uproszczeniem. Niewątpliwie jednak takie przesunięcie dochodów ogranicza możliwości wzrostu popytu (im ktoś bogatszy, tym bardziej oszczędza), hamuje rozwój gospodarki. Pieniądże przechodzą bowiem do tych, którzy kupowaniem dóbr i usług są relatywnie, w stosunku do reszty społeczeństwa, mniej zainteresowani.

Powstaje jednak pytanie, co by było, gdyby ten współczynnik dalej nie rósł. Czy to dałoby szanse wzrostu popytu odpowiadającego wzrostowi wydajności pracy. Otóż wydaje się, że na dłuższą metę nie stanowiłoby to również rozwiązania sprawy. Nie wydaje się bowiem, aby zjawisko nasycenia konsumpcją można było wiązać wyłącznie z przesunięciem pieniędzy do najwyższych grup dochodowych. Wielką przesadą byłoby wiązanie obecnego kryzysu popytu tylko ze zmianami struktury dochodowej. Gdyby się ona nie zmieniała, problem i tak by istniał, tkwi on bowiem w wysokim zaspokojeniu potrzeb konsumpcyjnych w ogóle. Można więc powiedzieć, że przesunięcie dochodów ku najbogatszym jedynie przyspiesza to, co i tak jest nieuchronne. Mianowicie – tempa wzrostu wydajności pracy i konsumpcji, tak czy inaczej, muszą stać się rozbieżne.

Im bogatsze i mniej zróżnicowane dochodowo jest społeczeństwo, tym więcej osób osiągnęło już taki poziom konsumpcji, którego dalsze podnoszenie

¹⁸ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tessi190&plugin=0>

(w sensie posiadania rzeczy lub korzystania z usług) nie jest już dla nich specjalnie atrakcyjne. Sam jednak poziom uśrednionego bogactwa ma wpływ na dochodową elastyczność popytu ogółem.

Można sobie wyobrazić gospodarstwo dwuosobowe, które dysponuje domem z pełnym wyposażeniem, dwoma wygodnymi samochodami, a właściciele dwa razy w roku wyjeżdżają na wakacje do czterogwiazdkowego hotelu. Co będzie, jeśli ich dochód zwiększy się o 50%. Raczej tylko nieliczni będą zmieniali dom na lepszy czy ładniej położony, dokupią trzeci samochód, czwartą lodówkę itp. Prawdopodobnie zainwestują w dzieła sztuki lub inne dobra rzadkie. Są to jednak już istniejące składniki majątku, trudno je określić jako dodatkowe, zmaterializowany w tej postaci produkt narodowy. Natomiast na pewno bardzo znaczenie zwiększą swoje oszczędności.

Opisany wyżej standard jest dla prawie całego świata marzeniem. Jednak dla najbogatszych krajów świata są to realia klasy średniej, i to wcale nie najwyższego jej przedziału. Jeśli więc ich dochód zwiększy się o połowę, co wymaga np. ośmioletniego przyrostu netto na poziomie 5%, nie wpłynie to raczej na istotny przyrost ich popytu. Będzie on prawdopodobnie większy tylko o ułamek przyrostu dochodu. Reszta znajdzie się w oszczędnościach, a jeśli stopy procentowe będą dalej tak niskie – w spekulacjach.

Problem jest w tym, że 5-procentowe tempo wzrostu wydajności pracy jest realne. Tak przyjęli zresztą twórcy kryteriów Maastricht. Limity deficytu budżetowego i zadłużenia bazują bowiem na takich właśnie przyrostach PKB. W bogatych krajach zatem nie ma praktycznie możliwości, by popyt końcowy, prezentowany przez gospodarstwa domowe, nadążał za możliwościami wzrostu wydajności pracy. Uwzględnienie eksportu niewiele tu zmieni, w każdym razie w tzw. europejskim kręgu kulturowym.

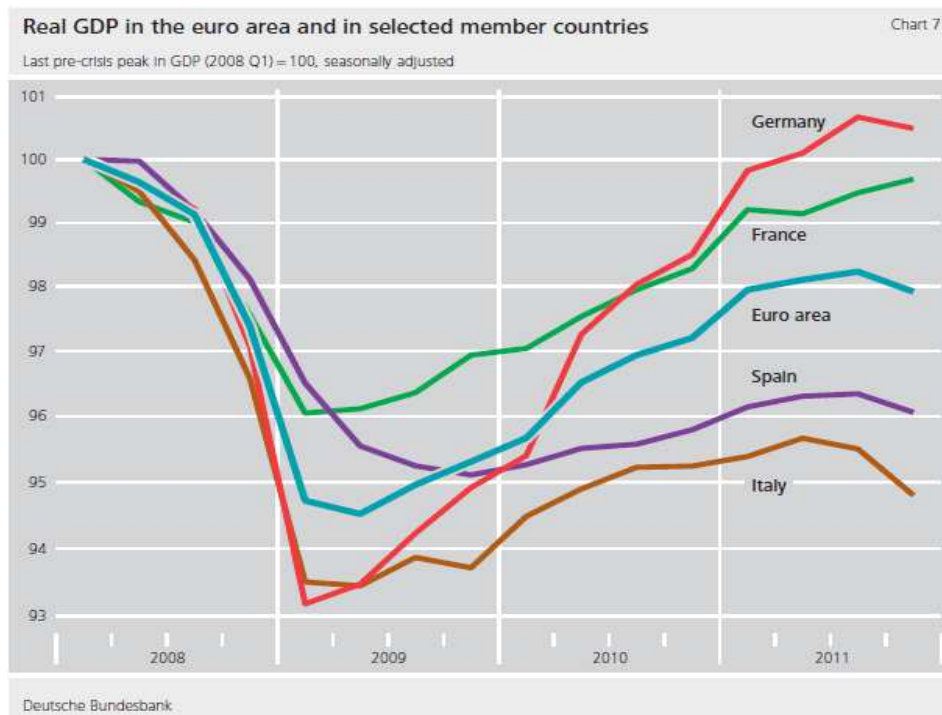
Ta sytuacja wskazuje, że konsumpcja prywatna przestaje być lokomotywą rozwoju gospodarczego, przynajmniej w wysoko rozwiniętych krajach. Jedyną szansą, by popyt wewnętrzny rósł tak, jak dyktuje mu to tempo rozwoju czynników wytwórczych, jest zwiększanie konsumpcji publicznej. Popyt, który może ona stworzyć, wydaje się praktycznie nieograniczony. Wystarczy wymienić tu np. ochronę środowiska, nowe metody wytwarzania energii, ochronę zdrowia, zbrojenia, badania naukowe, infrastrukturę komunikacyjną. Zaspokojenie potrzeb w każdej z tych dziedzin, jeśli w ogóle jest możliwe do osiągnięcia, to na pewno dopiero w perspektywie pokoleń, a nie nawet najdalszego horyzontu planistycznego.

To, że popyt tworzony ze środków publicznych jest w stanie istotnie poprawić wyniki gospodarcze wydaje się zrozumiałe z czysto logicznych przesłanek. Jeśli ludzie za mało kupują, to niezbędną ilość dóbr i usług dokupuje państwo, choć są to oczywiście dobra inne, niż przydatne dla konsumpcji indywidualnej. Zbiorowa wydajność pracy ma swoje ujście w postaci dodatkowego, publicznego źródła zapotrzebowania.

Otóż takie wydajne źródło dodatkowego popytu potrzebne jest od zaraz. Bez niego po prostu gospodarka się dusi jak bezodpływowe jezioro, w którym zbyt intensywnie zakwitło życie biologiczne.

Dobrym przykładem jest tu gospodarka Niemiec, która w krajach Europy Zachodniej osiągnęła relatywnie najwyższe tempo wzrostu, jednocześnie najintensywniej zwiększając wydatki publiczne. Dla przedstawionego rozumowania jest to istotne, ponieważ Niemcy to najbogatszy kraj Strefy Euro, któremu jednocześnie udało się uzyskać najwyższe tempo wzrostu PKB. Przyczynę tego przedstawia wykres 8. Otóż efekt ten ma ścisły związek ze zwiększeniem wydatków publicznych, przekraczających wydatki na konsumpcję prywatną w tym kraju.

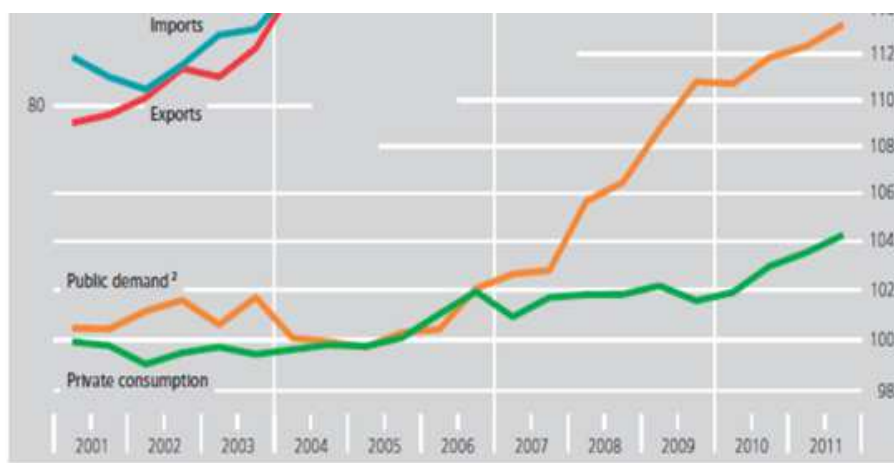
Wykres 7. PKB wybranych krajów Europy Zachodniej



Źródło: Deutsche Bundesbank, Annual Report 2012

Do roku 2012 PKB Niemiec rośnie najszybciej, znacznie przewyższając nie tylko przyrosty w tzw. krajach PIGS, ale i średnią, którą kształtują przede wszystkim kraje północnej części Strefy Euro.

Przedstawiony poniżej wykres 8, przynajmniej statystycznie, potwierdza tezę, że w bardzo bogatych krajach konsumpcja publiczna jest w istocie motorem wzrostu. Zarówno sama w sobie, jak też poprzez związane z nią efekty mnożnikowe.

Wykres 8. Wydatki publiczne i prywatne w Niemczech w latach 2001-2011


Źródło: jw.

Pod koniec 2012 r. jednak możliwości stymulowania gospodarki niemieckiej ze środków publicznych, ze względu na szybko rosnący dług publiczny, wyczerpały się. Dług ten, po niewielkim spadku w 2011 (w relacji do PKB), znowu osiąga apogeum z 2010 roku, wynoszące wówczas 82,5% PKB.

Relacją długu do PKB (240%) nie przejmują się Japonia, gdzie Bank Centralny, wykupując obligacje skarbowe, obniża stopy procentowe praktycznie do zera. Planuje on wyemitować na to środki rzędu 50 bln jenów (ok. 0,5 bln USD)¹⁹. Pozwoliło to Japonii w pierwszym kwartale 2013 r. osiągnąć rekordowy w ostatnim 10-leciu wzrost PKB o 3,5%. Wzrost ten bynajmniej nie dokonał się kosztem zwiększania inflacji. Jej wskaźnik nadal wykazuje wartości ujemne²⁰.

Japoński przykład pokazuje, że w warunkach pokryzysowych sama wielkość emisji pieniądza nie musi mieć znaczenia dla równowagi finansowej. Mimo tak wysokiego zadłużenia zdecydowano się na dalsze jego zwiększenie. Jego przyrost, łącznie z niewielką obniżką stóp procentowych, pozwoliły zwiększyć inwestycje publiczne w tym okresie (Q₁13/Q₁12) o ponad 13%, przekraczając kilkakrotnie poziom tego rodzaju wydatków z okresu tuż przed, w czasie i po kryzysie.

Przykład Niemiec i Japonii pokazuje, że kryzysu przyrostu popytu nie da się przezwyciężyć narzędziami monetarnymi. Te bowiem, w istocie, skierowane są do sektora prywatnego, któremu zaś z kolei przyświeca wizja docelowej konsumpcji, a ściślej – jej wzrostu. Jak się jednak okazuje, ów wzrost jest coraz słabszym atraktorem dla gospodarstw domowych o wysokim standardzie.

¹⁹ *Bank of Japan. Minutes of the Monetary Policy Meeting on May 21 and 22, 2013.* Łącznie z innymi operacjami emisja pieniądza ma zwiększyć się o 60 -70 bln jenów. http://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/mini_2013/g130522.pdf

²⁰ *Bank of Japan Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments June 2013.*

Przyrost zakupów jest mniejszy, niż wynika to z potrzeb stale rosnącej wydajności pracy.

Gospodarka jest układem naczyń połączonych, jednak na końcu tego układu musi być ujście dla wytwarzanej substancji materialnej. Im społeczeństwo jest bogatsze, a przy okazji – bardziej zróżnicowane dochodowo – tym owo ujście staje się węższe, nieodpowiadające wewnętrznemu ciśnieniu. Powoduje to co najmniej dysfunkcje, jeśli nie katastrofalne załamania systemu.

Z przedstawionych statystyk wynika, że utrzymanie dobrej kondycji rozwiniętych gospodarek świata wymaga stałego wzrostu konsumpcji finansowanej ze środków publicznych. Jednak kwestia: jak to zrobić, nie jest bynajmniej prosta. Wydaje się wręcz nie do rozwiązania w obecnym, tzw. nowożytnym systemie zasilania gospodarki w pieniądzu.

Generalnie, z formalnego punktu widzenia, ten system ma charakter zamknięty. Jego sercem jest bilans Banku Centralnego, który po stronie pasywów ma zobowiązania w stosunku do banków i gotówkę, po drugiej – aktywa w postaci papierów i kredytów rynku finansowego. W bardzo dużym uproszczeniu zasilanie gospodarki w pieniądzu odbywa się poprzez wzrost aktywności pożyczkowej tego banku. Rozmiary tego rodzaju pożyczek zależą od popytu na nie, tym większego, im niższe są stopy procentowe.

W Europie i wielu innych krajach wprowadzono ostatnio, co prawda podważaną, zasadę, że tą drogą finansuje się tylko sektor prywatny. Rząd nie może bezpośrednio pożyczać w żaden sposób, od Banku Centralnego. Może to robić za pośrednictwem banków komercyjnych.

Ten, wydawałoby się gwarantujący właściwy rozwój gospodarki kanon polityki pieniężnej wprowadzono po okresach inflacyjnych tsunami. Towarzyszyło mu jednocześnie, kluczowe dla ekonomii „głównego nurtu”, przekonanie, że tylko sektor prywatny i jego potrzeby napędzają wzrost gospodarczy. Fakty ostatnich lat niewątpliwie podważają tę koncepcję. Nie oznacza to jednak, by przegrała ona na forum politycznym. Ponadto, choć wielu teoretyków nie przeczy, że jest to koncepcja schyłkowa, na razie brak jest spójnej jej następczyni.

Głównym problemem są konsekwencje wysokiego zadłużenia skarbu państwa. Przy relacji długu do PKB w stosunku 1:1 lub wyższej, polityka sterowania, a szczególnie – ewentualnego wyhamowania popytu prywatnego jest zablokowana z powodu dużej skali negatywnych skutków dla sektora budżetowego.

Sfera wytwarzania reaguje na zmiany rzędu 0,5-1%. Na mniejsze ruchy stopy procentowej reaguje w zasadzie tylko sektor finansowy. Aby dać wyraźne bodźce sferze wytwórczej, potrzebne są korekty rzędu jednego procenta. Przy wspomnianym jednak stopniu zadłużenia operacje te oznaczają konieczność wycinania z finansowania budżetowego prawie całych pozycji wydatkowych. Na przykład w Polsce na naukę nie wydaje się więcej niż jeden procent.

Stabilność gospodarki jest nie tylko funkcją bieżących reakcji na ruchy wewnątrz systemu finansowego. Wiele zależy również od stabilności zasilania pewnych podstawowych jej obszarów, w szczególności tych charakteryzujących się długim odroczeniem efektów w stosunku do nakładów. Dotyczy to w zasadzie wszystkich pozycji polityki społecznej. Fluktuacje zasilania nie służą do-

brze także obronności, służbie zdrowia, nauce itp. W każdym razie oszczędności w tych sferach powinny dokonywane być małymi krokami, określone wieloletnimi programami. Ma się to nijak do potrzeb równoważenia systemu finansowego, gdzie decyzje muszą być podejmowane z perspektywą nie wieloletnią, ale wielomiesięczną. Słuszne w tym układzie decyzje Banku Centralnego rozbijają całą politykę budżetową. W tych warunkach nie można tworzyć długoletnich programów rozwoju państwa i jego systemów, ale trzeba stale wybierać, co utrzymać, a co ciąć do granic racjonalności. W obecnym systemie więc niezbędne, elastyczne działania regulujące równowagę rynku finansowego będą destabilizować równowagę budżetową, co jest prawie jednoznaczne z destabilizacją polityczną.

Jak się wydaje istnieje konieczność stworzenia całkiem nowej koncepcji polityki monetarnej, według której następuje oderwanie procesu regulowania komercyjnego sektora gospodarki od kształtowania racjonalnej polityki finansowania konsumpcji publicznej. W tych dwu sferach obowiązuje i musi nadal obowiązywać odmienna perspektywa czasowa i inne instrumenty. Nie można stosować rozwiązań, zgodne z którymi równoważenie jednej z tych sfer musi rujnować stabilność pozostałych.

Należy więc stwierdzić jednoznacznie: bieżące operacje na stopach procentowych nie mogą spychać polityki społecznej i inwestycji publicznych z toru, na który je wprowadzono. Nie znaczy to, że powinno się całkowicie poddawać jego inercji, jednak – *proportion gardée*. Samochodem można manewrować na kilkudziesięciu metrach, dużym tankowcem – najmniej na kilkunastu kilometrach. Potrzeby rynku finansowego to obszar bliższy temu pierwszemu przykładowi. Z kolei polityka społeczna i inwestycje publiczne odpowiadają drugiemu. Jeśli zgodzić się z tą tezą, to utrzymując elastyczność działań w stosunku do komercyjnej części gospodarki, jednocześnie trzeba szukać nowego sposobu stabilizacji zasilania budżetu.

Podstawowym źródłem zasilania są i zapewne będą dochody podatkowe. Nie są one stałe ani całkiem przewidywalne. Aby utrzymać niezbędną stabilność wydatków budżetowych, zaciąga się dług publiczny. Możliwe jest to jednak do czasu, gdy koszty obsługi długu stają się krytyczną pozycją wydatków i Bank Centralny ma do wyboru: ratować równowagę sektora komercyjnego kosztem załamania finansów publicznych albo odwrotnie.

Żaden z tych wariantów nie jest racjonalny, trzeba szukać innej metody. W nowożytnej polityce pieniężnej takiej metody jednak się nie znajdzie. Co nie znaczy, że jej w ogóle nie ma. Występowała ona wcześniej i pełniła kluczową rolę w gospodarce. Jej skuteczność była różna, ale przeważnie wątpliwa. Wydaje się jednak, że nie wynikało to z samej metody, co z zasadniczych trudności rozznania warunków, określających racjonalną siłę jej użycia.

Chodzi tu o wspomniane dochody senioratu, wynikające z bicia pieniądza kruszcowego i emisji monety zdawkowej. Otóż w czasach, gdy była to istotna pozycja budżetowa, nie dało się policzyć, ile tego pieniądza powinno być, a więc o ile nominalnie może przekroczyć wartość kruszcową i ile potrzeba „drobnych monet”. Było to wówczas podwójnie skomplikowane. Po pierwsze – nie było

jeszcze możliwości liczenia PKB, występował więc niebagatelny problem rachunkowy: ile go potrzeba przy tym poziomie gospodarki, bo tego ostatniego nie sposób było określić. Po drugie – co kilkanaście lat występowały wahania w podaży kruszcu albo w wartości produktu narodowego. Wahania te były nie-małe, i to zarówno w górę jak i w dół wskutek licznych wojen, rujnujących i zwycięzców, i zwyciężonych. W tych warunkach każda polityka monetarna z czasem musiała się okazać nietrafna.

Obecnie nie ma żadnego z tych problemów. Pieniądz, jak słusznie twierdzi noblista Thomas J. Sargent, ma charakter żetonu²¹, wahania poziomu podaży złota i srebra oraz spekulacje tymi metalami mają na niego znikomy wpływ. Dochód narodowy i potrzeby obrotu dają się określić. W zasadzie więc, na poziomie czystej teorii, nie ma przeszkód, żeby ustanowić dochody senioratu tak, aby zapewniały niezbędną stabilizację dochodów publicznych, niezależnie od operacji równoważenia całego sektora komercyjnego.

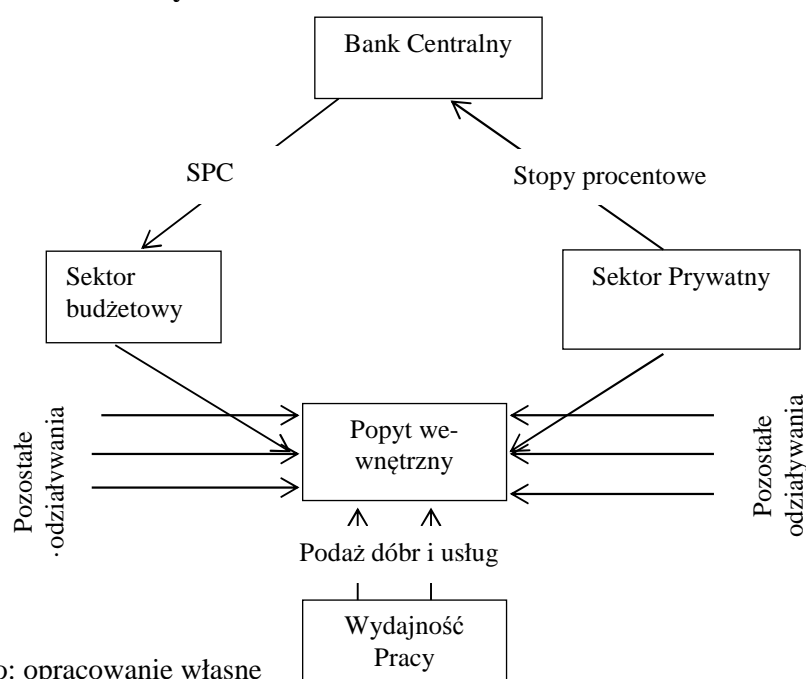
Niestety, warstwa formalna systemu regulacji nie daje w istocie żadnych możliwości kreowania dochodów z senioratu. Określa się je bowiem jako przychody z kreacji pieniądza. To pojęcie traci jednak sens, jeżeli pieniądz ma charakter żetonu albo wręcz jest tylko zapisem w pamięci systemu informatycznego. Obecnie potrzebne jest innego rodzaju wykreowanie środków płatniczych, którymi dysponuje rząd celem pokrycia pewnej części niezbędnych wydatków.

Najprostszym rozwiązaniem byłoby stworzenie w Banku Centralnym pozycji mniej więcej odpowiadającej SDR (Special Drawings Rights), czyli generowanie pewnej ilości środków do dyspozycji budżetu centralnego, przeznaczonych głównie na inwestycje publiczne. Wielkość tych środków musiałaby być wypadkową dwu czynników: sytuacji w obszarze komercyjnym (jak recesja to więcej, jak hossa – mniej) ale jednocześnie potrzebom stabilizacji budżetowej.

Trzeba zdać sobie sprawę, że takie rozwiązanie obala całkowicie dotychczasowe koncepcje przywracania równowagi gospodarczej. Ponadto wymaga zmiany prawa na poziomie wręcz konstytucyjnym. To są oczywiście jego wielkie wady, ale być może jedyne. Gdyby Bank Centralny miał możliwość operowania rozmiarami „SDR” (określmy je spolszczonym skrótem – SPC) zwiększyłyby swoje zdolności sterowania, szczególnie w okresie stagnacji, bez wpędzania się w nieracjonalną i niebezpieczną pułapkę zerowych stóp procentowych. Jak widać na przykładzie ostatnich doświadczeń, gospodarkę pobudzają wydatki i inwestycje publiczne, a nie uporczywe próby zwiększania płynności systemu. Zresztą tak, czy inaczej, lepiej mieć dwa skuteczne instrumenty sterowania niż jeden. Nie ma bowiem narzędzia dobrego w każdej sytuacji. Jeżeli mają one odmienną naturę, w pewnych okolicznościach trzeba polegać na jednym z nich, w innych – na drugim. Schemat działania Banku Centralnego, jako kreatora i regulatora polityki pieniężnej byłby następujący:

²¹ Stwierdzenie takie pojawia się wielokrotnie w jego pracy (wspólnie z F.R.Velde „Wielki problem drobniaków”, wydanie polskie Kurhaus, Kraków 2012).

Rysunek 1. Dwukanałowy model regulacji popytu wewnętrznego przez Bank Centralny



Źródło: opracowanie własne

Na rysunku 1 tym Bank Centralny reguluje koniunkturę gospodarczą dwiema ścieżkami. Lewa przedstawia korekty wydatków publicznych przez bezpośrednie przydzielanie środków na użytek budżetu. Prawa – to operacje na stopach procentowych, kształtujące aktywność sektora prywatnego. W sumie oba te oddziaływania powinny korygować popyt wewnętrzny do rozmiarów określonych tempem wzrostu wydajności pracy.

O ile działania po prawej stronie schematu są dobrze znane, to sposoby bezpośredniego (tj. poza pożyczkami) kierowania pieniądza do sektora publicznego są praktycznie nieznanymi. Nie znaczy to, że w obecnych realiach nieistniejące. Propozycje jednak w tym zakresie wymagają odrębnego opracowania.

Konkluzja

Dla przywrócenia zrównoważonego wzrostu w gospodarce światowej konieczne jest przywrócenie kreacji dochodów senioratu, które byłyby uzupełnieniem standardowych operacji stopami referencyjnymi. Doświadczenia historyczne wskazują, że dochody te wynikać powinny nie z założeń polityki suwerena, ale z potrzeb gospodarki dysponującej w danym momencie określonym potencjałem wzrostu. Mimo więc pojęcia „seniorat”, kojarzącego się z władzą publiczną, kreatorem tych dochodów powinna być instytucja, na ile to możliwe, od niej niezależna. Zarówno zatem operacje na stopach procentowych, jak i rozmiary wykreowa-

nego pieniądza „senioralnego” muszą być w całości w gestii Banku Centralnego. Jest to zresztą warunek spójności systemu sterowania finansami.

Bibliografia

Krugman P., *The Conscience of a Liberal* W.W Norton & Company, Inc., New York 2009.

Mishkin F.S., *From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lesson from the Industrialized Countries...*

Roubini N. Uzan, Marc (ed.) (2006-02-28). *New International Financial Architecture*. Edward Elgar Publishing. ISBN 978-1-84376-808-1.

Sopoćko A., *Gra finansowa – stagnacja czy wzrost bogatego świata*, „Ekonomista” nr 4, 2012.

Sargent T.J., F.R.Velde, *Wielki problem drobniaków*, wydanie polskie Kurhaus, Kraków 2012.

Tobin J., *How Dead is Keynes?*, „Economic Inquiry” XV (4) 1977.

The Time Bomb at the Heart of Europe, „The Economist” Nov. 17/2012.

Woodford M., *How important is Money in the Conduct of Monetary Policy*, NBER Working Paper 13325, 2007.