

## Migotanie racjonalnych oczekiwań ekonomicznych

### Wprowadzenie

Zjawisko określone neologizmem „migotaniem racjonalnych oczekiwań ekonomicznych” dotyczy sytuacji, w której gospodarka przechodzi przez punkt zero na przecięciu dwóch osi. Na jednej z nich odnotowywana jest zmiana indeksu cen towarów i usług. Na drugiej tempo wzrostu gospodarczego mierzone rok do roku. Tego typu sytuacja gwałtownego zmieniania kondycji danej gospodarki nie jest czymś mało prawdopodobnym i pozbawionym praktycznego znaczenia. W latach 1960- 2007 było 122 recesji, które trwały przeciętnie cztery kwartały. Recesje powiązane z przeceną aktywów finansowych oraz złymi kredytami były głębsze i trwały dłużej.<sup>1</sup>

System finansowy bywa porównywany do krwioobiegu gospodarki. Dla człowieka migotanie serca stanowi bardzo groźne schorzenie. Migotanie oczekiwań uczestników rynków finansowych dotyczy sytuacji, kiedy presja inflacyjna w gospodarce zmienia się gwałtownie na presję deflacyjną. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia na globalnych rynkach finansowych po pęknięciu „bańki mydlanej” notowań giełdowych internetowych spółek akcyjnych na początku XXI wieku.

Specyfika obecnego globalnego kryzysu finansowego polega na nałożeniu się na wahania notowań giełdowych, gwałtownej zmiany koniunktury gospodarczej z prosperity na stagnację. Celem opracowania stanowiącego wprowadzenie do dyskusji na Forum Bankowym 2009 jest przeanalizowanie możliwości wystąpienia i następstw ponownego migotania oczekiwań ekonomicznych z inflacyjnych na deflacyjne oraz z stagno-inflacyjnych na stagno-deflacyjne.

Racjonalne oczekiwania ekonomiczne są to wyobrażenia podmiotów gospodarczych dotyczące przyszłego kształtowania się różnych wielkości ekonomicznych. Gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa tworzą oczekiwania racjonalne. Mając pewne wyjściowe informacje i oceniając je, podmioty te podejmują decyzje. Może się zdarzyć, że informacje będą zinterpretowane błędnie. Błąd może się zdarzyć tylko raz. Następnym razem informacje podobnego rodzaju będą zinterpretowane poprawie.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Stijn Claessens, M.Ayhan Kose, Marco E. Terrones, When Crises Collide, Finance and Development, December 2008 s. 26-28

<sup>2</sup> S.M. Sheffrin, *Rational expextations*, Cambridge Univ. Press, Cambridge 1996

Hipoteza racjonalnych oczekiwań ekonomicznych przypomina, że trendy w globalnej gospodarce rodzą się od dołu w górę, w następstwie zachowań licznych podmiotów gospodarczych. Jest to zarazem pośrednie ogniwo transformacji polityki stóp procentowych banku centralnego na zachowania podmiotów gospodarczych.

Oczekiwania ekonomiczne mogą dotyczyć różnych zjawisk. Globalna (nie) równowaga gospodarcza powstaje pod wpływem wielu czynników. Analitycznie wyodrębniono:

- Popyt efektywny zgłaszany przez gospodarstwa domowe bogatej Północy,
- Podaż tanich, dobrych jakościowo i zaawansowanych technologicznie towarów i usług z biednego Południa i wschodzących rynków BCIR,
- Kulturowo zdeterminowany bardzo wysoki poziom oszczędności gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych krajów Azji,
- Zdeterminowany kapitałem wiedzy i kapitałem społecznym poziom inwestycji w energooszczędne i nieszkodliwe dla środowiska technologie Zachodu; zatrzymane zyski korporacji ponadnarodowych są wyższe od ich inwestycji rozwojowych.

Aktualny punkt równowagi popytu i podaży oraz inwestycji i oszczędności wskazuje na powstanie oczekiwań deflacyjnych oraz na spowolnienie wzrostu gospodarczego świata. W tym makroekonomicznym środowisku powstają racjonalne oczekiwania, które kształtują tendencje na rynku nieruchomości, w tym w Polsce.

Tablica 1. Racjonalne oczekiwania ekonomiczne i prognozy inflacji

Racjonalne oczekiwania	Kompetentne finansowo gospodarstwa domowe	Niekompetentne finansowo gospodarstwa domowe
Wysokie nominalnie stopy procentowe lata 70	Oczekują wysokiej inflacji, zapożyczają się i kupują domy	Uznają realną stopę procentową za wysoką i oszczędzają
Niskie nominalnie stopy procentowe	Oczekują niskiej inflacji i postrzegają realną stopę procentową za wysoką i oszczędzają	Postrzegają realną stopę procentową za niską pożyczają na kupno domu

Źródło: Asset Prices and Monetary Policy, ed. John Y Campbell, The University of Chicago Press, Chicago 2008 s.149

Nakładanie się na siebie błędu prognozy i błędu poznawczego w skali masowej prowadzi do zaburzeń w funkcjonowaniu globalnego rynku finansowego. Najbardziej znaczące błędy dotyczą prawdopodobieństwa wystąpienia presji deflacyjnej lub inflacyjnej.

W punkcie pierwszy opracowania zasygnalizowano argumenty na rzecz oczekiwania deflacji. Punkt drugi krytycznie ocenia oczekiwania na szybkie przesilenie w globalnym kryzysie

finansowym. Całość rozważań zamyka próba sformułowania wniosków poznawczych i praktycznych adresowanych do uczestników rynków finansowych.

### 1. Racjonalne oczekiwania deflacji

Punktem wyjścia analizy migotania oczekiwań ekonomicznych jest jesień 2002 roku, kiedy publicznie wyrażane były obawy, że zagrożenia deflacyjne są większe w gospodarce światowej niż niebezpieczeństwo odbicia inflacyjnego.<sup>3</sup> Po 18 miesiącach deflacja zniknęła z ekranów systemów monitorowania stabilności finansowej Stanów Zjednoczonych. Co spowodowało tak gwałtowną zmianę percepcji tych samych zjawisk ekonomicznych? Czy możliwe jest powtórzenie sytuacji sprzed blisko siedmiu lat ?

Należy pamiętać, że deflacja lat 1930-1932 nastąpiła po okresie relatywnej stabilności cen usług i towarów. W tym okresie prosperity nastąpiła kumulacja zadłużenia, które pod wpływem impulsu deflacyjnego z nominalnego zamieniło się w realne. Impulsu dostarczyła polityka stóp procentowych amerykańskiego banku centralnego. Określenie w grudniu 2008 r. podstawowej stopy fed na poziomie 0,25 % jest desperackim staraniem o pobudzenie gospodarki amerykańskiej. Może być równocześnie impulsem do uruchomienia spirali złej deflacji.

Presja deflacyjna i inflacyjna dotyczy odmiennych grup cen. Deflacja jest kojarzona ze spadkiem cen nieruchomości, spadkiem cen surowców oraz przeceną nagromadzonych zapasów oraz gwałtownym moralnym zużyciem oferowanych towarów i usług. Inflacja jest opisywana jako efekt Capuccino, wzrost cen towarów i usług życia codziennego.

Tradycyjnie rozróżnia się dobrą i złą deflację. Pierwsza dotyczy spadku indeksu cen towarów i usług realnego sektora gospodarki, druga obejmuje gwałtowną przecenę aktywów finansowych. Podział na dobrą wytwórczość i złą sferę finansową stanowi reperkusję teorii Veblena klasy próżniaczej. Veblen dostrzegł dychotomię między produkcją dóbr dla ludzi i działaniem dla zysku. Klasa próżniacza mnoży pieniądze, klasa pracująca wytwarza dobra zaspakajające potrzeby prostych ludzi. Gdy w cyklu koniunktury klasa próżniacza pożegna się ze spekulacyjnym dobrobytem zaczynają się trudności w szybkiej sprzedaży aktywów przedsiębiorstw wytwórczych. Wówczas na rynku pojawiają się oczekiwania deflacyjne.

Inne wyjaśnienie źródeł oczekiwań deflacyjnych przedstawił Fisher. Wiązał on ich wystąpienie z iluzją pieniężną, a więc posługiwaniem się w kalkulacjach ekonomicznych wartościami nominalnymi a nie realnym oraz skłonnością uczestników rynku kapitałowego do nadmiernej spekulacji na giełdzie. Ona prowadzi do przeinwestowania w gospodarce

---

<sup>3</sup> Jan K. Solarz, *Deflacja*, Instytutu Bankowości i Pieniądza Fundacji Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa 1999

realnej. Dla Schumpetera ta faza cyklu koniunkturalnego zaczyna się z pojawieniem się na rynku fali innowacji produktowych i technologicznych. Zanikają roboty budowlane i montażowe. Spłacane są z renty nowości kredyty. Podaż pieniądza maleje. Popyt spada. Pojawia się deflacja kredytowa. W gospodarce rozpowszechniają się oczekiwania deflacyjne. Schumpeter winą za deflację lat 1930-1932 obarczył amerykański system małych, nieefektywnych banków.

W teorii Minskyego każdy wybuch oczekiwań deflacyjnych jest inny, odbywa się w innych warunkach instytucjonalnych z wykorzystaniem innych instrumentów finansowych. W zwalczaniu oczekiwań deflacyjnych pomocna jest odpowiednia mieszanka polityki pieniężnej i fiskalnej. Ona może skutecznie zapobiegać powstaniu i rozpowszechnieniu się oczekiwań deflacyjnych. Sprzymierzeńcem władzy monetarnej w tym zakresie były korporacje ponadnarodowe pełniące role liderów cenowych. Wraz z globalizacją gospodarki światowej ten hamulec wobec oczekiwań deflacyjnych przestał działać.<sup>4</sup>

Podstawową przesłanką powrotu oczekiwań deflacyjnych jest wejście na globalny rynek pracy wielkiej rzeszy pracowników z BCIR. Obecne odrodzenie się presji deflacyjnej ma silniejszy związek z podażą towarów i usług niż zmianami w popycie na nie. Pojawienie się nowych producentów i usługodawców ma bezpośrednio związek z przyspieszeniem moralnego ich zużycia a nie presją na obniżkę cen. Tego typu deflacja jest rzadko obserwowanym zjawiskiem. Jeśli ludzie oczekują na dalszy spadek cen w wyniku innowacji produktowych i technologicznych to powstrzymują się od kupna towarów i usług poddanych moralnemu zużyciu.

Globalizacja wytwarzania zwiększa wydajność pracy i obniża koszty poprzez:

- Obniżkę kosztów transportu i komunikowania się,
- Produkcja może być wytwarzana w dowolnym czasie i miejscu, nie zależy od podaży miejscowego rynku pracy,
- Potencjalna konkurencja nie zna granic i produkcja może być przeniesiona w dowolne miejsce na świecie,
- Specjalizacja wewnątrz branży podnosi wydajność pracy,
- Korzyści skali prowadzą do obniżenia jej kosztu jednostkowego,
- Korzyści zakresu prowadzi do dalszego obniżenia kosztów jednostkowych,
- Pojawienie się nowych uczestników rynku,
- Dyfuzję wiedzy wolnej,

---

<sup>4</sup> J.Patrick Rainer, Charles G.Leathers, *Debt, Innovations, and Deflation. The Theories of Veblen, Fisher, Schumpeter, and Minsky*, Edward Elgar, Cheltenham, 2008

- Dostęp do lepszej jakości życia.<sup>5</sup>

Globalizacja wytwarzania wymaga powstania rynku zbytu na nową generację towarów i usług. W latach 1990-2005 funkcję konsumenta ostatniej instancji pełniły Stany Zjednoczone. Globalny kryzys finansowy może utrudnić Stanom Zjednoczonym pełnienie funkcji bufora nadmiaru podaży Chin i presja deflacyjna szybciej niż to się można spodziewać się rozleje się szeroko po światowym rynku towarów i usług.<sup>6</sup>

## 2. Oczekiwania szybkiego przesilenia globalnego kryzysu finansowego

Wiara w oczyszczającą moc globalnego kryzysu finansowego wynika z przekonania o sile samoregulacji rynkowej lub skuteczności socjotechniki rządzących. W jednym i drugim przypadku metodą sterowanego szoku pragnie się doprowadzić do zmiany stosunku sił między odgórnymi reformatorami a oddolną obroną status quo.<sup>7</sup>

Małe i zepchnięte ma margines amerykańskiego systemu finansowego banki bronią się przed dokonywanym wbrew ich woli dokapitalizowaniem systemowo ważnych banków. Sytuacja decyzyjna jest definiowana w kategoriach utraty zaufania i przywrócenia płynności na rynku międzybankowym. Należy podkreślić, że utrata zaufania dotyczy w równym stopniu nadzoru nad rynkiem kapitałowym i bankami inwestycyjnym jak i audytorów oraz działań władzy monetarnej. Pakiet pomocy dla sektora finansowego zakłada wykupienie z środków publicznych toksycznych aktywów na łączną kwotę 700 mld \$. Doświadczenia Japońskie w tym zakresie pokazują, że środki publiczne muszą być dobrze zaadresowane i dotrzeć do konkretnych banków, a nie zwiększyć agregatowy dostęp banków do pieniądza publicznego<sup>8</sup>. Jakość zarządzania ryzykiem w instytucjach kredytowych staje się ważnym wymiarem prowadzenia polityki pieniężnej. Sprzężenie zwrotne między płynnością rynku międzybankowego a efektem mnożnikowym zmiany stóp procentowych banku centralnego jest ważnym kanałem transformacji impulsów polityki pieniężnej do sfery realnej gospodarki.<sup>9</sup>

Zarządzanie ryzykiem w instytucjach finansowych przestało być działalnością wspomagającą decyzje strategiczne. Wycena ryzyka stała się nie mniej ważna od strategii rozwoju instytucji kredytowych. Transmisja impulsów polityki stóp procentowych banku centralnego odbywa się nie tylko przez pion głównego ekonomisty banku, jakość zarządzania ryzykiem staje się

---

<sup>5</sup> Annual Report Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas 2006

<sup>6</sup> Joshua Aizenman, Yothin Jinjarak, *The US as the "demander of last resort" and its implications on China's current account*, NBER Working Paper 14453/2008

<sup>7</sup> Michael Bordo, *Growing up to financial stability*, Bank of Greece, Working Paper 85/2008, s.23

<sup>8</sup> Takeo Hoshi, Anil K.Kashyap, *Will The Tarp succeed? Lessons from Japan*, NBER Working Paper 14401/2008

<sup>9</sup> Claudio Borio, Harbin Zhu, *Capital regulation, risk-taking and monetary Policy: a missing link In the transmission mechanism?*, BIS Working Papers no268/2008

przedmiotem zainteresowania członków rad nadzorczych i zarządów bankowych spółek akcyjnych.

W dającej się przewidzieć przyszłości polityka stóp procentowych banku centralnego odbywać się będzie w warunkach przemiennej pojawiania się stagnacji połączonej z niską deflacją i stagnacji połączonej z niską inflacją. Presja deflacyjna ujawni się z całą mocą, gdy miliardy ludzi na całym świecie rozpoczną próbę ryglowania osiągniętego poziomu jakości życia. Nikt nie będzie chciał zrezygnować z dotychczasowych przyzwyczajzeń i nie będzie rezygnował z odrobiny luksusu. Wydatki na żywność i artykuły pierwszej potrzeby będą utrzymane na realnie niezmiennym poziomie, kosztem wydatków luksusowych. Konkurencja będzie miała charakter jakościowy a nie cenowy, co oznacza, że będzie postępowało bardzo szybkie zużycie moralne towarów i usług. W efekcie te podmioty, które nie będą w stanie sprostać konkurencji jakościowej i innowacyjnej będą poddane bardzo silnej presji na obniżkę cen. Presja deflacyjna będzie dotyczyła finansów codzienności oraz aktywów finansowych i surowców.

Punktem wyjścia racjonalnych oczekiwań inflacyjnych są zmiany demograficzne powodujące wydłużenie długości życia i zwiększenie liczby mieszkańców globu. Popyt na nośniki energii strukturalnie przewyższa ich podaż. Ta dysproporcja prowadzi do wzrostu cen na świecie.

Innym źródłem racjonalnych oczekiwań inflacyjnych jest pragnienie zminimalizowania obciążenia budżetu państwa obsługą zadłużenia powstałego, jako koszt opanowania globalnego kryzysu finansowego. W przypadku nowych państw członkowskich UE oraz wschodzących gospodarek rynkowych samodzielnym źródłem presji inflacyjnej jest efekt Ballasa-Samuelsona. Jego skalę ocenia się na 1,2% wzrostu cen rocznie. Równocześnie różnica między indeksem towarów i usług GUS a zharmonizowanym indeksem towarów i usług statystycznego europejczyka wynosi 1,0%. Tym samym efekt szybszego rozwoju krajów doganiających czołówkę gospodarki światowej nie jest istotny dla możliwości sprostania kryterium stabilności cen przy wstępowaniu do Unii Gospodarczej i Walutowej.

Polityka zerowych nominalnych stóp procentowych nakierowana na pobudzenie gospodarki może spowodować zatrzaśnięcie się pułapki stagnacji połączonej z deflacją tak jak to miało miejsce w gospodarce Japonii ostatniej dekady XX wieku. Wiara, że istnieje skala emisji pieniądza banku centralnego, przy której zostanie przywrócony płynny obrót gospodarczy jest pozbawiona racjonalnych podstaw.

Japońska lekcja oznacza, że w warunkach migotania racjonalnych oczekiwań gospodarczych należy wyjść poza konwencjonalne instrumenty polityki fiskalnej i pieniężnej.<sup>10</sup> Za niekonwencjonalne przyjmuje się poluzowanie polityki pieniężnej. Nacisk położony jest na dostępność pieniędzy na restrukturyzację instytucji finansowych oraz rynku nieruchomości a nie poziom cen na rynku pieniężnym i kapitałowym. W innym nurcie niekonwencjonalnych działań proponuje się wprowadzenie nowej wspólnej waluty opartej o narodowe waluty G-20 i powrót do kursów sztywnych, co pozwoli na odbudowę mechanizmów samodzielnego przywracania równowagi makroekonomicznej charakterystycznych dla systemu waluty złotej.

Do niekonwencjonalnych działań powinna skłaniać decydentów świadomość, że muszą postrzegać sytuację decyzyjną taką, jaka jest, a nie taką, jaka wynika z ich osobistej lub politycznej odpowiedzialności.<sup>11</sup>

Najtrudniejszym zadaniem polityki monetarnej w warunkach oczekiwań deflacyjnych jest przekonanie uczestników rynku, że ceny będą rosły w dającej się przewidzieć przyszłości. Inflacja na poziomie 0,5 % jest sygnałem ostrzegawczym, że pułapka deflacyjna się zamyka. Nie wynika ona ze spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego, lecz uruchomienia dźwigni finansowej w odwrotnym kierunku, na potęgowanie strat, a nie zysków. Wiele ukrytych mnożników finansowych zaczyna uruchamiać oczekiwania deflacyjne. Są one założone w strategiach inwestycyjnych funduszy hedgingowych, w instrumentach finansowych typu futures. Nie działały one sprawnie na wiele lat przed ujawnieniem się globalnego kryzysu finansowego. Mimo gigantycznego napływu środków publicznych na rynki międzybankowe oczekiwane ułatwienie dostępu do kredytu nie miało miejsca. Narastała pokusa dalszego zwiększania długu publicznego kosztem podatników i przyszłych oraz obecnych emerytów.<sup>12</sup>

Globalne spowolnienie gospodarki ma wiele hipotez wyjaśniających. Pierwsza wiąże to zjawisko z globalizacją systemu finansowego. Ujemne sprzężenia zwrotne między sektorem finansowy a realną sferą gospodarki nabierają globalnego charakteru. Jednym z przejawów tego sprzężenia jest ograniczenie akcji kredytowej przez globalne banki. Druga mówi, że rewolucja technologii telekomunikacyjnej i informatycznej przenosi panikę inwestorów giełdowych i apetyty na ryzyko kredytodawców z szybkością światła w światłowodowych sieciach Internetu. Kooperacja wewnątrz-gałęziowa prowadzi do błyskawicznego ograniczenia popytu i produkcji. Trzecia hipoteza dotyczy zarażania się lękiem przed

---

<sup>10</sup> Alan Ahearne, Joseph Gagnon, Jane Haltmaier, Steve Kamin, *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s*, International Finance Discussion Papers 729/2002

<sup>11</sup> Manmohan S.Kumar, Taimur Baig, Joerg Decressin, Christ Faulkner-Mac Donach, Tarhan Feyzioglu, *Deflation. Determinants, Risks, and Policy Options*, International Monetary Fund, Occasional Paper 221/2003

<sup>12</sup> Naohiko Baba, Shinichi Nishioka, Nobuyuki Oda, Masaaki Shirakawa, Kazuo Ueda, Hiroshi Ugai, *Japan's deflation, problems In the financial system and monetary Policy*, BIS Working Papers 188/2005

niepewnością i mechanizmu samospełniającej się przepowiedni załamania się rynku. Nie wiadomo, która z tych hipotez jest prawdziwa oraz czy występują one samodzielnie czy w pewnym zestawie syndromu globalnego kryzysu finansowego. Tak czy inaczej powodują, że spowolnienie ma szeroki zasięg i brak jest centrów wzrostu.<sup>13</sup>

Elementem łączącym scenariusz stagnacji z oczekiwaniami deflacyjnymi i oczekiwaniami inflacyjnymi jest gwałtowny wzrost bezrobocia. Deflacja radykalizuje związki zawodowe w obronie poziomu wynagrodzeń. Inflacja pobudza związki zawodowe do walki o istniejące miejsca pracy. Tak czy inaczej rosną koszty społeczne funkcjonowania nie odpowiedzialnej społecznie gospodarki rynkowej.

#### Podsumowanie

Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem kolejnego stadium globalnego kryzysu finansowego w centrach finansowych świata i na peryferiach międzynarodowego systemu finansowego, w tym w Polsce będzie presja deflacyjna i spowolnienie gospodarki. W tych warunkach postuluje się:

1. Uchwalenie przez parlament ustawy analogicznej do amerykańskiej ustawy z 1977 r. dotyczącej restrukturyzacji finansowej regionów strukturalnie zacofanych. W tych regionach pozyskane oszczędności muszą być na zasadach biznesowych i w warunkach swobody umów reinwestowane w rozwój regionu, z którego zostały pozyskane. Nad przestrzeganiem tej ustawy czuwa system ilościowego pomiaru wiarygodności kredytowej dokonywany w formie punktowej przez rządowe agencje.
2. Powrót do tradycyjnej roli Banku Gospodarstwa Krajowego z okresu międzywojennego i przekształcenie tej Monetarnej Instytucji Finansowej w bank centralny rozwoju regionalnego. Bufor środków publicznych powinien być skoncentrowany w jednym banku publicznym. Środki te mogą być dyskretnie wykorzystane na rzecz odblokowywania mechanizmów rynkowych w sektorze finansowym.
3. Przejście na trzyletnie planowanie zadaniowe budżetu w euro. W ten sposób sektor finansów publicznych miałby zabezpieczenie przed wahaniami kursu wymiennego złotego i euro. Jedynie działanie w ramach strefy euro pozwoli na zwiększenie popytu dla krajowych producentów towarów i usług. Strategia poszukiwania rynków niszowych pozwoli na eksport i zwiększenie rezerw dewizowych, które są warunkiem koniecznym, ale nie wystarczającym przetrwania globalnego kryzysu finansowego.

---

<sup>13</sup> Masaaki Shirakawa, *Globar Financial Crisis and Policy Responsem by the Bank of Japan*, Tokio 2008



4. W okresie pozostawania poza Unią Gospodarczą i Walutową niezbędne jest prowadzenie polityki stóp procentowych NBP w bezpiecznej odległości od „zera”. Zbyt duży rozstęp stóp procentowych NBP i EBC grozi napływem kapitału spekulacyjnego, lecz dekada doświadczeń w jego sterylizacji powinna skutecznie zapobiec tego typu niebezpieczeństwom.
5. Komitet Nadzoru Finansowego powinien podwyższyć minimalny poziom współczynnika adekwatności kapitałowej dla banków licencjonowanych w naszym kraju do 10 %. Bufor kapitałowy pozwoliłby na zamortyzowanie niespodziewanych ryzyk związanych z nakładaniem się presji deflacyjnej na odczuwalne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce.
6. Celowe jest uruchomienie szerokiego programu badań nad finansami codzienności, aby określić empirycznie racjonalne oczekiwania ekonomiczne podmiotów gospodarczych. Jedynie badania pozwolą określić czy i na ile spowolnieniu i stagnacji naszej gospodarki będą towarzyszyć oczekiwania inflacyjne czy oczekiwania deflacyjne. Nikt nie powinien a priori wyrokować, że wie lepiej od milionów podmiotów gospodarczych, czego się obawiają i czego chcą uniknąć przez swoje działanie.
7. Stosunkowo chłodna reakcja krajowych gospodarstw na zagrożenia wynikające z globalnego kryzysu finansowego ma źródło w niskiej kompetencji finansowej ludności oraz braku bezpośredniego kontaktu z osobami dotkniętymi przez kryzys finansowy. Gdy więcej niż 5 procent osób z rodziny i najbliższych przyjaciół i znajomych uzna się za ofiary globalnego kryzysu finansowego wybuchnie panika.
8. Do czasu pojawienia się paniki bankowej uregulowane powinny być ustawowo sprawy odpowiedzialności członków Komitetu Stabilności Finansowej oraz statusu Banków Spółdzielczych i Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych. Nie można tolerować sytuacji, kiedy to samo ryzyko jest zabezpieczone inną ilością kapitałów własnych instytucji finansowych.
9. Istotą globalnego kryzysu finansowego jest brak nowych źródeł kapitału na zastąpienie kapitału zużytego na pokrycie strat. Wszelkie drogi prowadzące do zwiększenia kapitału banków zasługują na poparcie, m.in. ograniczenie wysokości rezerw obowiązkowych.

## BIBLIOGRAFIA

- Ahearne A., Joseph Gagnon, Jane Haltmaier, Steve Kamin, *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s*, International Finance Discussion Papers 729/2002
- Aizenman J., Yothin Jinjarak, *The US as the "demander of last resort" and its implications on China's current account*, NBER Working Paper 14453/2008
- Annual Report Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas 2006
- Baba N., Shinichi Nishioka, Nobuyuki Oda, Masaaki Shirakawa, Kazuo Ueda, Hiroshi Ugai, Japan's deflation, problems in the financial system and monetary Policy, BIS Working Papers 188/2005
- Bordo M., *Growing up to financial stability*, Bank of Greece, Working Paper 85/2008, s.23
- Borio C., Harbin Zhu, *Capital regulation, risk-taking and monetary Policy: a missing link in the transmission mechanism?*, BIS Working Papers no268/2008
- Claessens S., M. Ayhan Kose, Marco E. Terrones, *When Crises Collide*, Finance and Development, December 2008
- Kumar M.S., Taimur Baig, Joerg Decressin, Christ Faulkner-Mac Donach, Tarhan Feyzioglu, *Deflation. Determinants, Risks, and Policy Options*, International Monetary Fund, Occasional Paper 221/2003
- Rainer P.J., Charles G. Leathers, *Debt, Innovations, and Deflation. The Theories of Veblen, Fisher, Schumpeter, and Minsky*, Edward Elgar, Cheltenham, 2008
- Sheffrin S.M., *Rational expectations*, Cambridge Univ. Press, Cambridge 1996
- Shirakawa M., *Global Financial Crisis and Policy Responses by The Bank of Japan*, Tokio 2008
- Solarz J.K., *Deflacja*, Instytutu Bankowości i Pieniądza Fundacji Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa 1999

## Streszczenie

Globalny kryzys finansowy powoduje, że gospodarki wielu krajów gwałtownie hamują i przekraczają punkt określany mianem recesji. Równocześnie w innym wymiarze racjonalne oczekiwania inflacyjne szybko zmieniają się na oczekiwania deflacyjne. Jednoczesne przechodzenie gospodarek przez zero wzrostu cen i zero wzrostu gospodarczego zostało nazwane migotaniem racjonalnych oczekiwań ekonomicznych.

Tezą wiodącą opracowania jest, że migotanie racjonalnych oczekiwań ekonomicznych jest bardzo niebezpieczne, wprowadza niepewność do kalkulacji ryzyka podmiotów gospodarczych i zmniejsza skuteczność tradycyjnych środków przywracania stabilności w systemie finansowym.

Oczekiwania deflacyjne są w teoriach Veblena, Fishera, Schumpetera i Minskyego stałym elementem kryzysów. Trzeba się ich spodziewać i zabezpieczyć przed popełnianiem starych błędów. Japońskie doświadczenia z likwidowaniem zatorów płatniczych w systemie finansowych stanowią ostrzeżenie przed zwiększaniem płynności rynku międzybankowego kosztem pomocy adresowanej do wybranych instytucji finansowych.

Oczekiwanie na odbicie inflacyjne towarzyszy polityce pieniężnej NBP od bez mała dekady. Są one racjonalne tak długo jak długo pozostajemy poza Unią Gospodarczą i Walutową. Osadzona w czasie wola polityczna zamiany złotego na euro pozwoliłaby na utrzymanie stabilnych cen w całym dającym się przewidzieć okresie. Byłaby instrumentem zabezpieczenia się przed negatywnymi następstwami migotania racjonalnych oczekiwań ekonomicznych.

Nałożenie się stagnacji z inflacją jest równie prawdopodobne jak łączne wystąpienie presji deflacyjnej i stagnacji gospodarczej. O tym, który scenariusz rozwoju sytuacji kryzysowej jest bardziej prawdopodobny zadecyduje zachowanie podmiotów gospodarczych w Brazylii, Chinach, Indiach, Rosji. Będziemy odbiorcami sygnałów płynących od wschodzących gospodarek rynkowych a nie samodzielnie podmiotami polityki pieniężnej lub gospodarczej. Nasza uwaga powinna być skoncentrowana na finansach codzienności. Tam rodzą się megatrendy systemu finansowego Polski.

## Informacja o autorze

Jan K. Solarz jest prorektorem do spraw badań w Akademii Finansów w Warszawie. Specjalizuje się z zarządzaniu ryzykiem systemu finansowego. Odznaczony odznaką honorową Związku Banków Polskich.