

# Recepty na kryzys

Światowy kryzys finansowy nie przestaje być przedmiotem uwagi specjalistów, bo jego skala oraz skutki dla realnej gospodarki są coraz bardziej szokujące. O przyczynach kryzysu i kierunkach działań naprawczych rozmawiają: **prof. dr Elżbieta Mączyńska** ze Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, prezes Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, **dr Krzysztof Rybiński**, były wiceprezes NBP, obecnie kierujący zespołem strategii ekonomicznej w Ernst&Young, **Jacek Socha**, były wieloletni przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, a obecnie wiceprezes polskiego oddziału PricewaterhouseCoopers oraz **prof. dr Jan Toporowski** z University of London.



**Adam Cymer:** – Obserwowana w globalnej skali zawierucha na rynkach finansowych i w gospodarce realnej, jest analizowana i opisywana we wszystkich możliwych aspektach, ale z niezwykłą powściągliwością, jeśli chodzi o prognozowanie przyszłości. Pewnie będziemy musieli zacząć tę dyskusję od zastanowienia się, jakie reguły gry zostały złamane, jakie instrumenty finansowe sprawiły, że te kłopoty na taką skalę się pojawiły.

Ale znacznie ważniejsze jest chyba to, co z tego kryzysu wyniknie.

Ważna jest też odpowiedź na pytanie skierowane do środowisk naukowych: jakie wnioski wyciągnąć, jakie korekty muszą być wprowadzone do teorii ekonomicznych albo jakie nowe teorie mogą powstać, żeby spróbować głębiej zrozumieć istotę tego kryzysu?

Kolejne, dość trudne pytanie: jak może wyglądać świat po kryzysie, jaką rolę będą odgrywały światowe instytucje finansowe, instytucje nadzoru, agencje ratingowe i firmy audytorskie? Warto też zastanowić się, jak bardzo ten kryzys dotknie polski rynek finansowy i polską gospodarkę.

**Jacek Socha:** – Rynek kapitałowy, jako pewna część rynku finansowego, z jednej strony jest współwinny tego, co się zdarzyło, a z drugiej jest ofiarą kryzysu, którego genezy należy upatrywać w sektorze bankowym. Dramatycznie spadła wartość indeksów i wartość jednostek uczestnictwa, a brak zaufania do rynku sprawił, że praktycznie zniknęły oferty publiczne. Rynek kapitałowy w tym momencie przestaje pełnić swoje podstawowe funkcje – mobilizacji kapitału, wyceny tego kapitału czy alokacji kapitału do sektorów i spółek o najwyższej efektywności. Ale choć rynek jest w tej chwili mocno osłabiony, wielu inwestorów zostało bardziej czy mniej – użyję takiego sformułowania – „skaleczonych”, nikt na dobrą sprawę nie proponuje zmian o charakterze strukturalnym. Nie ma również żadnego planu szybkiej interwencji, mającej nie dopuścić do załamania rynku kapitałowego. Interwencje, które pojawiły się w sferze realnej, przede wszystkim w sektorze bankowym, wynikają zapewne z przekonania, że należy uniknąć błędu popełnionego w 1930 roku po wybuchu kryzysu, kiedy gwałtowna przecena na rynkach kapitałowych spowodowała, że

instytucje finansowe i banki straciły płynność i upadły. W Stanach Zjednoczonych w 1930 roku przestało istnieć 600 banków, w związku z czym naruszony został nerw czy krwiobieg gospodarki.

Rynek kapitałowy czeka na swoje lepsze czasy, gdy skończy się kryzys w instytucjach finansowych i znowu pojawi się do nich zaufanie.

**Elżbieta Mączyńska:** – Powiedział pan na wstępie, że winę za kryzys ponoszą banki. I to właściwie pokrywa się z tzw. austriacką teorią cyklu koniunkturalnego, w której mówi się, że cykliczne kryzysy gospodarcze wywoływane są przez sektor finansowy, a dokładniej – przez politykę pieniężną stosowaną przez banki. Banki centralne przede wszystkim, ale również banki komercyjne, poprzez nadmierne poluzowanie polityki pieniężnej powodują sztuczne podkręcanie koniunktury, w wyniku czego dochodzi do różnego rodzaju baniek spekulacyjnych. Gdy te pękają, banki zastrzegają politykę, a jej restrykcyjność prowadzi do różnego rodzaju problemów w gospodarce.



**Jan Toporowski:** – Chciałbym dodać do tego, że w latach 30. w Stanach Zjednoczonych odbyła się szeroka dyskusja dotycząca nie tylko austriackiej teorii cyklu, ale też regulacji systemu bankowego. Chciałbym powiedzieć również o różnicy sytuacji amerykańskiej w porównaniu z Europą. W latach 30. ub.w. w Stanach Zjednoczonych banki upadły i zaistniał powszechny kryzys bankowy, co – z wyjątkiem upadku Kreditanaltu – nie zdarzyło się w tym okresie w Europie. Ani we Francji, ani w Anglii, ani nawet w Polsce nie było żadnego wielkiego upadku banku. To doprowadziło do bardzo szczegółowej dyskusji na temat regulacji banków. I wtedy Henry Simons, który był przedstawicielem szkoły chicagowskich noeliberałów stwierdził, że jedynym wyjściem jest, aby bank centralny podlegał autorytetowi Skarbu Państwa, bo tylko Ministerstwo Finansów może prowadzić taką politykę finansową, która może ustabilizować system bankowy.

**E. Mączyńska:** – Ale to podważa niezależność banku centralnego.

**J. Toporowski:** – Tak. Simons twierdził również, że banki powinny podlegać bardzo ściślej regulacji, a reszta gospodarki może być zliberalizowana. Natomiast Friedman odwrócił tezę tego planu chicagowskiego i stwierdził, że to rząd, ministerstwo skarbu i bank centralny muszą być pod bardzo ścisłą kontrolą w zakresie emisji zobowiązań, a banki powinny być zliberalizowane. Wydaje mi się, że to jest zasadniczy teoretyczny punkt wyjścia do zrozumienia obecnego kryzysu.

Zgadzam się z tym, co powiedział pan Socha o rynku papierów wartościowych jako ofierze kryzysu bankowego. To samo mówiło się w Anglii około trzech miesięcy temu. Ale w tle kryzysu bankowego leżą też pewne związki między rozwojem kredytu a inflacją aktywów finansowych i rynków nieruchomości. Moim zdaniem, tych rzeczy nie można rozłączyć.

**Krzysztof Rybiński:** – Na spotkaniu Rady Naukowej PTE przedstawiłem w sześciu punktach teorię powstania kryzysu. Jednym z powodów jest na pewno globalizacja przepływów kapitałów. Reinhart i Rogoff pokazują w jednym z artykułów z 2008 roku, że każdy kryzys w historii był poprzedzony silną liberalizacją przepływów kapitałowych. Drugą przyczyną to globalizacja handlu i wielki przepływ siły roboczej. Chiny, Indie i kraje kosmopolityczne weszły na globalny rynek pracy, zarzuciły świat tanimi towarami, a więc można było obniżyć stopy procentowe. Niskie stopy procentowe sprzyjały temu, żeby Chiny, a potem Arabowie, zbywały nadwyżkę handlową do Stanów Zjednoczonych, potęgując narastanie baniek spekulacyjnych, a na to nałożyła się zła polityka pieniężna. Kolejny powód to brak regulacji lub złe regulacje, a następny to złe bodźce. Banki nie musiały szacować ryzyka kredytowego, bo zdawały się na oceny agencji ratingowych, a te miały bodźce, żeby nie oceniać rzetelnie tych papierów, bo na tym zarabiała pieniądze. Nawet powyżej 50 proc. wszystkich przychodów pochodziło z ratingów pochodnych instrumentów kredytowych.

► Rynek kapitałowy z jednej strony jest współwinny tego, co się zdarzyło, a z drugiej jest ofiarą kryzysu, którego genezy należy upatrywać w sektorze bankowym.

I ostatnia rzecz, najważniejsza: komputerowe technologie, przydatne do systemów liniowych, nie mogą z natury rzeczy szybko reagować w sytuacji kryzysowej. Rynki są ściśle powiązane, coś się dzieje w jednym miejscu i nagle w zupełnie innym miejscu wyskakuje reakcja łańcuchowa. Trzeba wprowadzić mechanizmy przerywania tych ścisłych powiązań, zmniejszyć dźwignię finansową oraz zredukować złożoność rynków finansowych.

**J. Socha:** – Podpisuję się pod tym, co tu zostało powiedziane. Nie ma możliwości przzerwania funkcjonowania rynku. Nawet w dzisiejszym świecie kryzysu nikt nie mówi o tym, żeby zamknąć banki i domy maklerskie i poczekać, aż uporządkujemy rynek i wprowadzimy jakieś regu-

lacje. One byłyby pewnie też ułomne, jak Sarbanes-Oxley Act po 2002 roku, kiedy było wyraźne „przeziębienie” i okazało się, że amerykańska giełda przez lata później miała znacznie wyższy koszt wejścia, a tym samym mniejsze zainteresowanie wśród potencjalnych firm, które chciałyby zrobić oferty publiczne. Ale jakieś regulacje na pewno się pojawiają.

Chciałbym dopowiedzieć, dlaczego uważam, iż kryzys to wina sektora bankowego. Moim zdaniem, ryzyko przyznawania zdolności kredytowej poszło zbyt daleko i do pracy wzięli się wówczas różni inżynierowie rynku finansowego i, jak powiedział pan profesor, stworzyli różnego rodzaju instrumenty, które uciekły spod kontroli i możliwości oceny ryzyka. Tak, ale słusznie też zostało powiedziane o owej błędnej polityce monetarnej, która spowodowała, że było za dużo pieniędzy.

**E. Mączyńska:** – Każdy chwyta szansę i okazję, żeby zarobić. Ale kredytobiorcy zachowali się nieracjonalnie, bo źle ocenili swoją zdolność kredytową. Tylko czy na pewno na nich można złożyć tę odpowiedzialność?

**J. Socha:** – Kredytobiorca ma taką odpowiedzialność, jaką mu się przypisze. Ja bym raczej uznał, że kredytodawcy oceniali tych kredytobiorców zbyt optymistycznie, okazało się, że błędnie. Ale na dobrą sprawę, kiedy pojawiły się wielopiętrowe sekurytyzowane instrumenty i na bazie tego różnego rodzaju instrumenty pochodne, gdzie rzeczywiście trudno było dokonać analizy i oceny, ale można na nich zarobić, to jest to – powiedziałbym – zachowanie właściwe. Niezależnie od tego, czy wykreowanie zbyt ryzykownych, ze zbyt dużą dźwignią finansową instrumentów finansowych było prawidłowe. Ale jest to naturalne dostosowywanie się do sytuacji rynkowej. Jeśli jest dużo pieniędzy na rynku, to trzeba w stosunku do nich wykreować odpowiednie instrumenty finansowe. I tu pojawia się wątpliwość i pytanie: czy ktokolwiek mógł i czy teraz należałoby wprowadzić regulacje, które wchodziłyby głęboko w analizę instrumentów finansowych i dawałyby regulatorowi narzędzie do oceny ryzyka związanego z tymi instrumentami. Uważam, że nie, dlatego że, po pierwsze, prawdopodobnie niemożliwa byłaby umiejętna ocena tego ryzyka i nawet nie wiem, jakie mechanizmy należałoby zastosować i ile by to kosztowało, żeby agencje ratingowe i audytorzy tak głęboko wchodzili w strukturę bilansów. Każda kontrola kosztuje, na każdym poziomie tworzenia jakichś ponadnarodowych struktur, wyposażeń krajowych regulatorów w instrumenty oceniające ryzyko związane z kreowaniem instrumentów rynku kapitałowego. Teoretycznie, wszystko można zrobić. Należy jednak raczej szukać takich mechanizmów, które zapobiegłyby możliwości powstawania łańcuszków ryzykownych instrumentów. Zamiast zaczynać od końca, czyli podejmowania bardzo głębokich analiz, na przykład przez Komisję Nadzoru Finansowego w Polsce, SEC w Stanach Zjednoczonych czy jakąś ponadnarodową strukturę, która miałaby sprawdzać, czy w funduszach inwestycyjnych czy np. w aktywach banku znajdują się wyrafinowane instrumenty stworzone przez banki inwestycyjne i jakie to gene-



ruje ryzyko. W to nie chce mi się wierzyć, bo to będzie zbyt daleko idące, zbyt kosztowne i chyba nieefektywne.

**K. Rybiński:** – Ja się z tym zgadzam. Konieczny jest powrót do podstaw, a nie próba nałożenia regulacji na to, co istnieje. Chciałbym powiedzieć, że zarządzania ryzykiem powinniśmy uczyć się od najlepszych, tzn. od karaluchów. Bo one przetrwały zlodowacenia, ocieplenia, burze itd. One mają tylko jeden sposób na przetrwanie – karaluch, kiedy czuje, że skądś wieje, to się odwraca i zwiewa w przeciwnym kierunku. Nie reaguje na żadne inne bodźce. Dlaczego o tym mówię? Dlatego że, próbując stworzyć bardzo skomplikowane mechanizmy kontroli ryzyka, gubimy się w tym wszystkim, a czasami najgorsze jest nie to ryzyko, o którym wiemy, że istnieje, ale to, o którym nie wiemy. Przecież modele istniejące w bankach nie uwzględniały właściwie ryzyka płynności ani ryzyka korelacji. W takiej sytuacji, jeśli nie wiemy jakie ryzyko ma się pojawić, czasami bardzo groźne, należy stosować proste systemy monitorowania ryzyka. Warto uczyć się od najlepszych, więc „uczmy się od karaluchów”.



**J. Toporowski:** – Problemem w tym wszystkim jest to, że w teorii ryzyko to jest coś obliczalnego i można je zmniejszyć. Patrząc na minione doświadczenia angielskie i amerykańskie, widzę, że te systemy finansowe były bardzo stabilne, bo odziedziczyły po wojnie ogromną liczbę rządowych papierów wartościowych. I wiadomo było zawsze, że bank centralny jest gotowy kupić rządowy papier wartościowy za dobrą cenę, więc wiadomo było, że portfele są płynne i że zawsze mogą pieniądze wydobyć, nie sprzedając akcji na rynku, tylko sprzedając rządowy papier wartościowy. I to zapewniało pewną płynność. Pod wpływem teorii Markowitza to się później zmieniło. Dodawano do portfeli więcej aktywów, rozszerzano je. W praktyce, moim zdaniem, te teorie były mało używane, ale dawały takie psychologiczne zapewnienie, że jeśli coś można zrobić w portfelu, to można lepiej zapewnić sobie bezpieczeństwo portfela. To wpływało na płynność rynku. I nie racjonalizacja składu portfeli, ale płynność jest obecnie zasadniczym problemem na rynkach finansowych. Jestem przekonany, że będą kontrole międzynarodowych przepływów kapitałowych, nie w Europie, ale poza nią, ponieważ wiadomo, że Międzynarodowy Fundusz Walutowy nie ma dosyć pieniędzy, żeby uratować sytuację we wszystkich krajach, a jego programy wsparcia mogą funkcjonować w systemie, w którym są kontrole nad międzynarodowymi przepływami kapitałowymi. Co się stanie, jeżeli na przykład bank Santander, mający filie w Argentynie i Brazylii, zacznie skupować tam dolary od Federal Reserve za pośrednictwem brazylijskiego banku centralnego, żeby wspierać swoje filie? To są zasadnicze praktyczne problemy, które można rozwiązać tylko przez ogólny, globalny układ zabezpieczenia płynności rynków kapitałowych albo przez utrzymanie kontroli nad międzynarodowymi przepływami kapitałowymi. I to jest dla mnie następna faza reakcji na kryzys.

**E. Mączyńska:** – Myślę, że został podniesiony kapitalny problem wymagający głębszej refleksji – globalizacja a ryzyko. Nowe instrumenty finansowe, innowacje finan-

sowe umożliwiają wypychanie ryzyka, przemieszczanie go w skali ponadnarodowej, globalnej. W warunkach globalizacji ryzyko przemieszcza się z jednego kraju do drugiego. Wobec tego, przy braku rozwiązań globalnych, bez regulacji globalnych, problem ten może się zaostrzać. Powstaje zarazem pytanie, kto ponosi tego największe konsekwencje? Na ogół ponoszą je najsłabsi. Stąd waga środków przeciwdziałających absorpcji kryzysu i ryzyka. Jest to niezwykle ważne dla Polski i niezbędne są przedsięwzięcia ukierunkowane na to, żeby kryzys światowy w jak najmniejszym stopniu nas dotknął. Prezes Rybiński pisze o czterech węzłach gordyjskich globalnego świata. W przypadku Polski do tych czterech węzłów należałoby, moim zdaniem, dodać jeszcze jeden, mianowicie gordyjski węzeł niezgody politycznej. Poziom tej niezgody i marginalizowania kwestii merytorycznych na rzecz argumentacji czysto politycznej i krótkookresowych, wąskich interesów politycznych jest obecnie w Polsce szczególnie niebezpieczny.

Można zakładać, że kryzys dotknie Polskę tym bardziej, im bardziej skłóceni będą główni decydenci gospodarczy. Według moich obserwacji, poziom niezgody, niestety, mimo kryzysu, nie maleje. W zdrowych społeczeństwach, mówi się: „jak trwoga, to do Boga”, czyli jeśli występuje jakieś zagrożenie, to pojawia się tendencja do łączenia sił, aby przeciwdziałać złu. I Polacy z tego byli znani, że sprawdzali się właśnie w warunkach zagrożenia. Wobec tego należałoby apelować do „władców gospodarki”, do czołowych decydentów w kraju, żeby teraz, wobec zagrożenia kryzysowego, na bok odsunęli wszelkie anse i spory polityczne. Istotna jest zwłaszcza konstruktywna współpraca między bankiem centralnym i rządem oraz prezydentem, Ministerstwem Finansów i Komisją Nadzoru Finansowego. Krótko mówiąc, uważam, że Polska mogłaby się obronić przed kryzysem, a przynajmniej istotnie złagodzić jego następstwa, jeśli zostałaby podjęta konstruktywna, antykryzysowa współpraca na różnych szczeblach władzy.

Dotychczas warunek ten nie jest spełniony. Istotne jest ponadto myślenie perspektywiczne i przeciwdziałanie syndromowi politycznego cyklu wyborczego. Fundamentalne znaczenie ma ponadto podjęcie działań ukierunkowanych na maksymalne wykorzystanie funduszy UE, które stanowią ważną antykryzysową, propopytową dźwignię finansową.

► Polska mogłaby się obronić przed kryzysem, a przynajmniej istotnie złagodzić jego następstwa, jeśli zostałaby podjęta antykryzysowa współpraca na różnych szczeblach władzy.

Było pytanie o naukę, o środowiska naukowe. Sądzę, że to najtrudniejsze pytanie, jakie padło tu ze strony redaktora Cymera. Moim zdaniem, gdyby nawet nie doszło do banki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w USA, to i tak doszłoby do kryzysu. Dlaczego? Ponieważ mamy do czynienia z kryzysem idei, kryzysem wartości, etyki, przywództwa, kompetencji wyobraźni, a zarazem – co szczególnie ważne – z kryzysem teorii. Przecież to nie przypadek,



że tyłu prominentnych teoretyków obecnie wycofuje się ze swoich wcześniejszych poglądów. Wymienić tu można m.in. tak znanych w świecie ekonomistów, jak Jeffrey Sachs, Paul Samuelson czy nawet guru monetarystów – Miltona Friedmana, który w końcowej fazie swojego życia doszedł do wniosku, że teraz inaczej budowałby swoje teorie. Czy to jest przypadek, że ci ekonomiści wycofywali się ze swych wcześniejszych poglądów, zanim doszło do kryzysu globalnego? Moim zdaniem, ma to związek z przełomem cywilizacyjnym, jakiego obecnie doświadcza świat. Stanowi to trudne wyzwanie dla nauki, stare teorie bowiem wymagają gruntownej weryfikacji w dostosowaniu do nowej cywilizacji, która wypiera cywilizację industrialną. Stare teorie, dostosowane do modelu industrialnego, przestają się sprawdzać w modelu postindustrialnym. Moim zdaniem, stanowi to obecnie jeden z najtrudniejszych problemów i wyzwań dla ekonomistów.

**A. Cymer:** – Pojawił się tu kontekst realnej gospodarki. A może z tym kryzysem na rynku kapitałowym, na rynku finansowym jest też tak, że tam była kreacja pieniądza dla samego pieniądza. Związek tego kreowanego pieniądza z realną gospodarką najczęściej był żaden. Jakie znaczenie miał „rozjazd” globalnego pieniądza z realnym światem gospodarczym?

**K. Rybiński:** – W latach 70. udział globalnych wzajemnych zobowiązań finansowych banków do światowego PKB to było 9 proc., wobec 60 proc. w ostatnich latach. W Stanach Zjednoczonych w latach 80. ub.w. udział banków w kapitalizacji wynosił około 5 proc., w zeszłym roku 25 proc. W tym okresie zyski banków w USA stanowiły około 10 proc. zysków przedsiębiorstw, w 2007 roku ten odsetek wzrósł do 40 proc. To pokazuje, jak bardzo rozrósł się sektor finansowy w stosunku do PKB. W kraju, który pierwszy zbankrutował, w Islandii, stosunek wolumenu kredytów do wolumenu depozytów wynosił 400 proc. Skąd wzięli pieniądze na dofinansowanie? Pożyczyli na rynkach finansowych. Być może, to dobrze, że sektor bankowy się kurczy, bo tak duży rozmiar sektora finansowego w stosunku do reszty gospodarki jest nieoptymalny. Choć sam jestem wychowany w liberalnej teorii, bardzo stanowczo teraz twierdzę, że jest miejsce na mądrą interwencję państwa. Bo gdyby zostawił ten „bajzel” wolnemu rynkowi, to szybko byśmy z tego nie wyszli. Tylko musi być mądra.

**J. Socha:** – W sytuacji, w której jesteśmy, nikt nie wie, jakie narzędzia zastosować. W związku z tym szuka się na żywym organizmie rozwiązania, które pomogłoby wyjść z tego kryzysu, bo nie jest w stanie zrobić tego cała teoria ekonomii, wszystkie szkoły w Stanach Zjednoczonych. Bo tworzy się zupełnie nowa jakość, która gdzieś na końcu wykreuje nowy paradygmat ekonomii, która będzie odejściem od szkoły racjonalnych oczekiwań, zamykania świata w modelach ekonometrycznych czy finansowych. Dużo mówimy o różnych konsekwencjach i o tym, co trzeba by zrobić, a ja ciągle zadaję pytanie – co wykreowało kryzys? Czy gdyby była racjonalna polityka monetarna i nie byłoby dużej ilości pieniądza na początku tej dekady, czyli kryzys inaczej kształtowałby stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych, czy nie byłoby takiego stopnia finansjalizacji i czy nie byłoby kryzysu?

**E. Mączyńska:** – Warto jednak zauważyć, że nowa teoria ekonomii, nowa szkoła już się właściwie pojawia. Świadczą o tym chociażby wyniki badań prowadzonych w USA przez uczonego o polskich korzeniach – Romana Frydmana. Badania te stały się podstawą koncepcji ekonomii wiedzy niedoskonałej (*Imperfect Knowledge Economics*). Frydman wskazuje na zawodność modeli matematycznych, podkreśla, że rzeczywistość tak szybko się zmienia, że po prostu trzeba uznać globalnie wszechogarniającą nas niepewność i w tej niepewności, w tej ciemności, próbować szukać światła. R. Frydman wraz z M.D. Goldbergiem zaproponowali nowy sposób budowania modeli ekonomicznych, dowodząc, że kto szuka uniwersalnej pewności, ten z natury rzeczy skazany jest na porażkę. /.../ Nawet najwybitniejsi eksperci nie uwolnią nas od niepewności.



**J. Toporowski:** – Trzeba pamiętać, że Greenspan działał w takim okresie postmonetarystycznym. My byliśmy przyzwyczajeni, przekonani przez Friedmana, że istnieje zasadniczy związek między kreowaniem kredytu, pieniądza i cenami. A teraz przeszliśmy przez długi okres, kiedy nie było żadnej inflacji, a sam monetarizm się zdyskredytował, bo wiadomo było, że ilość

pieniędzy w obiegu wiecznie wzrastała i nikt nie wiedział, co się z nimi dzieje. Ale nie można rozumować w kategoriach tradycyjnych, według których istnieje proporcja między ilością pieniądza na rynku i cenami. Dziś wiemy, co się stało z tymi pieniędzmi – weszły do tej bańki finansowej. Teraz trzeba wszystko przemyśleć na nowo. Myślę o relacji świata finansów do realnej gospodarki.

W Polsce natomiast trzeba zbadać, gdzie są słabe punkty. Należy do nich deficyt w handlu zagranicznym, deficyt, który dotychczas się nie liczył i nikt nie zwracał uwagi na to, bo był przyływ kapitału. Ale co się stanie, kiedy tego przyływu nie będzie? Druga słabość, dotychczas uważana za siłę w systemie finansowym, to udział banków zachodnich w polskim sektorze. Mówiono, że one przyniosły nową technologię, nowe sposoby szacowania ryzyka itd. To prawda. Ale teraz cały system bankowy jest uzależniony od banków zachodnich i od ich oceny sytuacji w Polsce. Niedawno brałem udział w dyskusji z ekonomistami z banków. Oni nie patrzyli, jaka jest płynność w firmach, w bankach, tylko na to, że Polska ma deficyt w handlu zagranicznym. To jest problem. W Polsce większość pożyczek na zakup mieszkań banki udzielały we frankach szwajcarskich. I to dla nich wydaje się problemem. Pytali, jak go rozwiązać, bo oni nie mają żadnego pomysłu. To jest słabość polskiej gospodarki, bo to nie jest pod kontrolą polityki pieniężnej banku centralnego ani rządu, ale pod kontrolą banków zachodnich.

**K. Rybiński:** – Chciałbym jeszcze wrócić do kwestii regulacji. Wydaje mi się, że istnieje potrzeba lepszej wiedzy o przepływach transgranicznych i, powiem szczerze, że Międzynarodowy Fundusz Walutowy nie jest właściwym, globalnym policjantem. Z tego prostego powodu, że urzędnicy MFW przyjeżdżają do danego kraju i mówią, że najlepszym lekarstwem jest głęboka recesja. W ostatnich dwudziestu latach istniało wiele bardzo złych programów

naprawczych, zaleconych przez MFW w różnych krajach. Potwierdzeniem tego jest fakt, że na przykład kraje arabskie odmówiły funduszowi MFW udzielenia 100 milionów dolarów pożyczki. Należy więc odejść od polityki i pomyśleć o instytucji, która miałaby globalny mandat i była bardzo skuteczna. Można byłoby zbudować zręby instytucji, która najpierw byłaby globalnym koordynatorem, a potem wręcz podejmowałaby decyzje, dlatego że dwie rzeczy są dzisiaj globalne: inflacja i stabilność finansowa. Badania pokazują, że w większości krajów około połowy inflacji to jest inflacja wynikająca z czynników globalnych, poza kontrolą banku centralnego w danym kraju. I są wyniki badań pokazujące, że jeżeli mamy kilka dużych krajów, które ze sobą współpracują, a pojawi się jeden duży bank centralny, który jest nieodpowiedzialny, to wystarczy, żeby zdestabilizował całą sytuację globalną. Cała odpowiedzialna reszta nie wystarczy, żeby ustabilizować sytuację. Dlatego potrzebna jest lepsza koordynacja polityki pieniężnej w skali globalnej. A główną rolę powinien pełnić bank centralny, odpolityczniony tak bardzo, jak tylko się da. To jest, moim zdaniem, właściwy kierunek działań przeciwdziałający kryzysom w przyszłości.

**E. Mączyńska:** – Sądę, że ta koordynacja w warunkach narastającej globalizacji i globalnego „usieciowienia” gospodarki musi pójść jeszcze szerzej. Jednym z ważnych problemów jest regulacja dotycząca banków, a zwłaszcza funduszy inwestycyjnych i nowych produktów finansowych. Istotne są też globalne regulacje dotyczące upadłości przedsiębiorstw, zwłaszcza wobec występowania globalnego efektu domina w bankructwach. To uboczne, niechciane następstwo globalizacji. Jeśli banki i inne instytucje, przedsiębiorstwa są zglobalizowane, to bankructwo banku czy innego podmiotu w jednym kraju może pociągać bankructwa w innych krajach. Tymczasem, niestety, prawo upadłościowe w kontekście globalnym to kompletnie zaniedbany temat. Dotyczy to przede wszystkim Unii Europejskiej, w której nie zrobiono prawie nic dla ucwilizowania prawa upadłościowego i naprawczego. W przypadku bankructw bardzo trafna jest gorzka konstatacja „wpadłeś w dół, sięgaj po łopatę lub wołaj po grabarza”. Zawodzi prawo naprawcze i problem ten wymaga starannego rozważenia w skali globalnej.

Niebagatelną kwestią jest też zanik kultury myślenia strategicznego. Zaniedbywanie kwestii programowania strategicznego, czyli myślenia długookresowego, brak wizji strategicznej nie sprzyjają wyobraźni ekonomicznej i wczesnemu ostrzeganiu przed zagrożeniami. Wolny rynek jest wspaniałym narzędziem, ale wymaga inteligentnego sterowania. Wizja strategiczna i wyobraźnia, a także etyka i odpowiedzialność są tu niezbędne. Żeby zapobiec efektowi domina bankructw, niezbędna jest parę lat wcześniej refleksja i analiza, czy i dlaczego może w ogóle do tego dojść.

**J. Toporowski:** – Jeśli chodzi o taką organizację, która mogłaby regulować system globalny, to zwracam uwagę, że Międzynarodowy Fundusz Walutowy nie ma prawa emisji. I to jest problem, bo to musi być instytucja międzynarodowa, która może emitować dolary. W Azji, na przykład, próbowano stworzyć azjatycki fundusz walutowy, Amerykanie

się sprzeciwiali, ale był inny, zasadniczy problem – polityczny. Ten fundusz musiałby trzymać rezerwy w jakiejś walucie. Jeżeli miałaby to być waluta chińska, to wtedy wiadomo, że Chiny miałyby decydujący wpływ, jeżeli waluta japońska – to Japonia. W Azji zdecydowano się w końcu trzymać rezerwy w dolarach. Z tym, że nie kontrolowano emisji dolarów. I to przypomina mi bardzo ciekawą dyskusję w amerykańskim kongresie na początku lat 90. ub.w. Pewnego urzędnika zapytano, jaka instytucja powinna być regulatorem międzynarodowym i on powiedział, że tylko jedna instytucja może nim być – to jest Federal Reserve (FED). Niestety, w systemie, w którym zadłużenie jest w dolarach, tak musi być. Teraz może być inaczej, bo zadłużenie regionalne jest już przeważnie w euro, więc musi to być europejski bank centralny, działający albo bezpośrednio, albo pośrednio, przez banki centralne. Ale to musi być instytucja, która może emitować pieniądze, wymieniać obligacje za pieniądze.

**E. Mączyńska:** – Mam nadzieję, że cały świat wyciągnie z tego kryzysu jakąś lekcję. Chociaż, jak widać po kryzysie amerykańskim, przesądziła wiara w nieustanny wzrost cen ziemi i nieruchomości. Ale ten kryzys na pewno pokazał, jak ważna jest etyka, jak ważny jest kapitał zaufania, którego teraz brakuje, i jak ważna jest edukacja. Im mniej edukacji ekonomicznej, tym łatwiej o stadne reakcje inwestorów. Bo pojawia się następująca teza: niech w końcu ten inwestor sam odpowiada za siebie. Zaciągnął kredyty, nie może go spłacać, to ponosi konsekwencje. I to prawda, tylko że on tym bardziej będzie nieświadomie podejmował różne decyzje, im bardziej będzie niewydukowany ekonomicznie. Co prawda, stopień złożoności tych instrumentów jest taki, że niektórzy złośliwi mówią, że komisja nadzoru też ich nie rozumie. Myślę, że to była jedna z przyczyn tego, że agencje ratingowe tak się dały „wyprowadzić w pole”.

To jest kwestia złożoności nie tylko instrumentów finansowych, ale również złożoności prawa. System stanowienia prawa przypomina „gonienie króliczka”. Prawnicy usiłują nadać za przepisami za rzeczywistością, rzeczywistość im się coraz bardziej wymyka i w momencie, kiedy powstaje prawo, już jest niedostosowane do rzeczywistości. W związku z tym tworzy się coraz więcej aktów prawnych, a system prawa wymyka się spod kontroli. Przychodzi mi na myśl starożytna maksyma: *przy największym państwie nierzędzie, najliczniejsze były prawa*.

**A. Cymer:** – Gdy mówimy o zjawiskach w skali globalnej, nie można uniknąć wątku politycznego. Czy w ogóle możliwe jest jakieś współdziałanie państw? Przecież do tej pory zawsze zwyciężały partykularne interesy państw, a powstające doraźnie grupy – jak ostatnio G-20 – mają charakter dość luźnych forów dyskusyjnych.

**K. Rybiński:** – Nawet obecna grupa G-8 w ogóle nie ma sensu, bo jaki wkład w dyskusję o globalnej stabilności finansowej mogą mieć Włosi albo Kanadyjczycy, z całym szacunkiem dla pizzy i hokeja? Ja proponuje zamianę. Dla mnie G-20 to jest taki patchwork, w którym pozbierano kraje z różnych kontynentów i on może nawet ciekawie wyglądać, ale to będzie kakofonia głosów. Wydaje się, że po-

*Dokończenie na str. 14*

## Recepty na kryzys

Dokończenie ze str. 9

trzebne jest nowe przywództwo strategiczne, nowa grupa G-8, czy G-10, z jednym krzesłem za stołem dla Unii Europejskiej.

Dzisiejsi wielcy tego świata będą szybko tracić na znaczeniu. Dyskusja o tym, czy Francja i Wielka Brytania mają prawo siedzieć wśród ośmiu największych krajów, może dzisiaj wydawać się absurdalna, ale za 30 czy za 50 lat, być może, Korea Południowa, Meksyk albo Indonezja będą miały większe prawo do wypowiedzania się w sprawach globalnych niż Francja czy Wielka Brytania. Potrzebne jest nowe globalne myślenie strategiczne o geopolityce i o światowych finansach. Obserwujemy zblokowanie polityczne w tej dyskusji, dlatego że każdy ma swoje interesy do ugrania i to jest wtedy gra o sumie ujemnej. Mogę podać wiele przykładów decyzji, w których globalnie zgadzaliśmy się jeszcze dwa-trzy lata temu. I okazuje się, że nieprzewidziane efekty tych decyzji powodują olbrzymie straty i cofają inne polityki o lata wstecz, np. biopaliwa pogłębiają problem głodu w Afryce.

► **Potrzebna jest lepsza koordynacja polityki pieniężnej w skali globalnej, a główną rolę powinien pełnić odpolityczniony bank centralny.**

Można zdefiniować, jakie cele chcemy osiągnąć w sposób spójny, ale do tej dyskusji muszą usiąść naprawdę potęgi XXI wieku: Unia Europejska, Stany Zjednoczone, Chiny, Indie, Brazylia, Rosja, Japonia, być może, Indonezja, a w przyszłości Nigeria. To są kraje, które powinny współdecydować o tworzeniu strategicznej wizji dla świata. Jeśli do stołu usiądzie Francja, Wielka Brytania, Włochy, Kanada i Australia, to będzie to ich wizja świata. To będzie wizja przeszłości, a nie wizja na miarę wyzwań przyszłości. Ale to jest już domena polityków. Część jest w stanie wznieść się ponad podziały i kłótnie. Tutaj widzę wielką szansę w postaci Baracka Obamy, który jest mniej zanurzony w establishmentie niż poprzedni prezydent. Być może, będzie szansa na nowe otwarcie. B. Obama nie może wystąpić z pozycji hegemonu – jak George W. Bush występował przez 8 lat, prawdopodobnie najgorszy prezydent w historii Stanów Zjednoczonych – tylko musi wystąpić z dużą dozą empatii dla zrozumienia kultury, sposobu działania innych krajów, które nie muszą podzielać naszego systemu wartości. Co może być przykre dla wychowanych w kręgu cywilizacji zachodniej, ale tak to już, niestety, jest, że dzisiaj musimy budować świat oparty na wielu różnych wartościach, a nie narzucać innym konsensus waszyngtoński i demokrację.

**J. Socha:** – Z wielką satysfakcją słucham prezesa Rybińskiego i jego świetnego wywodu i podpisuję się pod tym, co mówi. Będzie musiała powstać nowa koncepcja, ponieważ nie ma odwrotu od tego, co kreuje globalizacja. Globalizacja nie jest żadnym procesem, który istnieje, dla-

tego że ktoś wymyślił globalizację. To jest konsekwencja istotnych zmian, które wprowadzamy od lat, od technologii począwszy do paradygmatu liberalnego i liberalnego przepływu kapitału, od czego – moim zdaniem – nie będzie odejścia. Mamy daleko posuniętą unifikację świata finansów, bycie innym jest dodatkowym kosztem, w związku z czym na przykład Unia Europejska całą strategię lizbońską oparła na konieczności zbudowania jednej podstawy regulacyjnej i – w moim przekonaniu – to jest właśnie ten kierunek. Oprócz tego, oczywiście, na świecie powstaną nowe globalne ciała, które będą miały istotne znaczenie i będą mogły podejmować decyzje w skali globalnej. Ale jeżeli rozmawiamy o kryzysie, to jednak ja uważam, że to, co było złe, było nie na skalę makro, globalną, a na skalę konkretnej mikroekonomii. Konkretnie mikrodecyzje, podejmowane w różnych krajach, wykreowały ten kryzys. I do tego trzeba będzie powrócić. W związku z tym powstanie konieczność określenia nowych standardów, na przykład dla agencji ratingowych i firm audytorskich. Uzgodnione zasady muszą być rygorystycznie przestrzegane. Ja, mimo wszystko, cały czas jestem zwolennikiem zażegnania istniejącego kryzysu poprzez lepszą organizację świata finansów w skali mikro, a nie od razu w skali globalnej. Pracowałem w różnych strukturach międzynarodowych i nie wyobrażam sobie utworzenia europejskiego nadzorca nad rynkiem kapitałowym. Przedstawiciele Banku Światowego parę lat temu jeździli po świecie i namawiali do integracji nadzorów. Polska też przyjęła zintegrowany model nadzorczy. Uważam, że może on funkcjonować, natomiast – jak się bardzo szybko okazało – nie może działać w izolacji od decyzji zarówno rządowych, jak i banku centralnego. Uważam, że instytucje międzynarodowe powinny bardzo dokładnie i pieczołowicie wrócić do poziomu bazowego, czyli poziomu mikro w ustalaniu standardów funkcjonowania rynku finansowego.

**E. Mączyńska:** – W sytuacji kryzysu Komisja Nadzoru Finansowego będzie z pewnością skłonna do restrykcji i zastrzeżenia regulacji finansowych, ale istotne jest, żeby to nie przełożyło się szkodliwie na gospodarkę. To trudna kwestia symbiozy liberalizmu z regulacjami. Liberalizm to piękna i szlachetna idea. Klasyczny liberalizm bazował na idei wolności, wolnego rynku, ale i etyce oraz odpowiedzialności. Wystarczy tu przypomnieć teorię uczuć moralnych klasyka liberalizmu, Adama Smitha. Niestety, w neoliberalizmie tego zabrakło. Ktoś dowcipnie skonał, że w Nowym Jorku obok statuy wolności powinna stanąć statua odpowiedzialności, odpowiedzialności, której w neoliberalizmie zabrakło.

**J. Toporowski:** – Jeśli chodzi o regulacje, zgadzam się z panem Sochą, że będą zmiany na szczeblu globalnym i międzynarodowym, ale – praktycznie rzecz biorąc – najważniejszy będzie czynnik regionalny. Widać już, że Stany Zjednoczone załatwiają stabilizację dla swoich własnych państw-klientów, takich jak Brazylia, Korea Południowa, Meksyk czy Singapur. W Europie tak samo będzie się zachowywał Europejski Bank Centralny. Czy i jak dojdzie do jakiegoś globalnego porozumienia, trudno teraz przewidzieć. Bo ten kryzys na pewno szybko nie minie, przejdzie go gospodarki realnej i to dopiero zmieni sytuację polityczną.

Dyskusję opracował ADAM CYMER  
Zdjęcia Jacek Barcz