

---

Witold MAŁECKI\*

## Finansjalizacja cykli koniunkturalnych i jej konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej<sup>1</sup>

---

**Streszczenie:** Celem artykułu jest wyjaśnienie zjawiska finansjalizacji cykli koniunkturalnych, wskazanie jego konsekwencji w postaci niezbędnych, zasadniczych zmian w sposobie prowadzenia polityki stabilizacyjnej i wreszcie nakreślenie dalszych, pożądanych kierunków badań, zarówno dotyczących teorii cyklu koniunkturalnego, jak i odnoszących się do gospodarki polskiej.

Dla zrealizowania tego celu najpierw wyjaśnione zostaną pojęcie, geneza i przejawy finansjalizacji cykli koniunkturalnych, a następnie – opierając się na krytycznej analizie zarówno dotychczasowej polityki stabilizacyjnej, jak i pojawiających się w ostatnich latach propozycji jej zmian – podjęta zostanie próba zaproponowania „nowej” polityki stabilizacyjnej, uwzględniającej już w pełni zjawisko finansjalizacji cyklu koniunkturalnego.

Finansjalizacja cykli koniunkturalnych oznacza radykalny wzrost znaczenia czynników finansowych w generowaniu i przebiegu wahań koniunktury gospodarczej. Z kolei spośród licznych wniosków dotyczących polityki stabilizacyjnej trzy wydają się najistotniejsze. Po pierwsze, najważniejszą funkcją polityki stabilizacyjnej powinna być prewencja w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego, polegająca na zapobieganiu boomom kredytowym prowadzącym do powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach nieruchomości i/lub innych aktywów. Po drugie, w fazie recesji kluczowe znaczenie ma prawidłowe rozpoznanie charakteru tej recesji, gdyż od tego zależy, jak prowadzona powinna być polityka stabilizacyjna. Zwłaszcza tzw. recesje bilansowe wymagają specyficznych działań stabilizacyjnych. Po trzecie, polityka stabilizacyjna powinna być rozumiana szerzej niż to się tradycyjnie przyjmuje, tak iż powinno się mówić raczej o polityce gospodarczej.

**Słowa kluczowe:** finansjalizacja, cykle koniunkturalne, cykle finansowe, polityka stabilizacyjna

---

\* Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Katedra Finansów Publicznych i Międzynarodowych; e-mail: wmalecki@op.pl

<sup>1</sup> Artykuł jest efektem projektu „Finansjalizacja – wpływ na gospodarkę i społeczeństwo” – konferencja międzynarodowa, realizowanego przez Wyższą Szkołę Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie z Narodowym Bankiem Polskim w ramach programu edukacji ekonomicznej.

Kody klasyfikacji JEL: E32, E52, E58, E61, E62, E64, H30

Artykuł nadesłany 1 marca 2016r., zaakceptowany 6 lipca 2016r.

## Wstęp

Tematem artykułu jest stosunkowo nowe i jeszcze nie w pełni rozpoznane zjawisko, jakim jest finansjalizacja cykli koniunkturalnych. Terminem tym określa się radykalny wzrost znaczenia czynników finansowych w generowaniu i przebiegu wahań koniunktury. Coraz powszechniejszy staje się pogląd, iż nie sposób jest już zrozumieć współczesnych cykli koniunkturalnych bez zrozumienia cykli finansowych i bez uznania finansowej natury współczesnej gospodarki. System finansowy już nie tylko pośredniczy, ale żyje własnym życiem i sam może generować rozmaite szoki.

Oprócz Wstępu artykuł składa się z trzech części i Posumowania. W części pierwszej przedstawione zostały pojęcie, geneza i przejawy finansjalizacji cykli koniunkturalnych. Do najistotniejszych z tych przejawów należą nasilające się interakcje między cyklami finansowymi i cyklami koniunkturalnymi oraz zjawiska określane jako recesje bilansowe (*balance-sheet recessions*) i finansowe cykle koniunkturalne (*financial business cycles*).

Część druga poświęcona jest konsekwencjom finansjalizacji cykli koniunkturalnych dla polityki stabilizacyjnej. Najpierw wyjaśnione zostało, dlaczego dotychczasowa polityka stabilizowania koniunktury, zarówno ta prowadzona przed współczesnym globalnym kryzysem finansowo-gospodarczym, jak i ta podejmowana już w jego trakcie, okazały się całkowicie zawodne. Następnie zaprezentowane zostały spotykane w najnowszej literaturze propozycje zmian w sposobie prowadzenia polityki stabilizacyjnej, uwzględniające już zjawisko finansjalizacji cykli koniunkturalnych. Krytyczna analiza tych propozycji pozwoliła na sformułowanie wstępnych wniosków odnośnie do właściwego kształtu „nowej” polityki stabilizacyjnej w warunkach strukturalnych zmian współczesnego cyklu koniunkturalnego.

W części trzeciej nakreślone zostały pożądane kierunki dalszych badań tej problematyki. Niezbędne jest zarówno kontynuowanie badań empirycznych, jak i podjęcie prac nad zbudowaniem spójnej teorii cyklu koniunkturalnego, adekwatnej do zmian strukturalnych, jakie zaszły we współczesnej gospodarce. Ponadto dotychczasowe badania empiryczne, a także propozycje modyfikacji polityki antycyklicznej odnosiły się prawie wyłącznie do gospodarek najwyżej rozwiniętych. Tymczasem gospodarka polska charakteryzuje się wyraźną specyfiką, zarówno jeśli chodzi o przebieg wahań koniunkturalnych, jak i stopień finansjalizacji. Dlatego też potrzebne są badania empiryczne cykli finansowych i ich interakcji z cyklami koniunkturalnymi, aby zweryfikować w naszych realiach przydatność rekomendacji formułowanych dla gospodarek wysoko rozwiniętych.

Najważniejsze wnioski zostały ujęte w Podsumowaniu.

## Finansjalizacja cykli koniunkturalnych

### Pojęcie i geneza

Przez finansjalizację cyklu koniunkturalnego rozumie się, przez analogię do ogólnej definicji finansjalizacji, radykalny wzrost znaczenia czynników finansowych w generowaniu i przebiegu wahań koniunktury. Doprowadziły do tego głębokie przemiany strukturalne, jakie dokonały się w ciągu ostatnich 30–40 lat w gospodarce światowej. Największe znaczenie spośród nich miało niewątpliwie zjawisko finansjalizacji gospodarki, a w drugiej kolejności procesy globalizacji finansowej.

Zjawisku finansjalizacji poświęcono już wiele pozycji w literaturze światowej [Stockhammer, 2004; *Financialisation...*, 2006; Palley, 2007; *The Future...*, 2010], a także już kilka w literaturze polskojęzycznej [Żyżyński, 2006; Barczyk, Lubiński, Małecki, 2014]. Najogólniej przez finansjalizację (finansyzację), określaną również jako kapitalizm finansowy, rozumie się radykalny wzrost znaczenia sektora finansowego w gospodarce, a także motywacji finansowej w działalności gospodarczej. Proces ten rozpoczął się w latach 70. XXw., po czym nabrał dynamiki, począwszy od lat 80., na fali deregulacji i liberalizacji sektora finansowego.

Finansjalizacja ma wiele wymiarów:

- niezwykle dynamiczny wzrost obrotów na rynkach finansowych, zarówno w wyrażeniu bezwzględnym, jak i w relacji do PKB;
- bardzo znaczny wzrost zadłużenia różnych podmiotów tak prywatnych, jak i publicznych (w tym również i rządów), zarówno niefinansowych, jak i finansowych;
- powstanie ogromnej liczby nowych instrumentów finansowych, często bardzo skomplikowanych;
- znaczny wzrost udziału sektora finansowego w zyskach powstających w gospodarce;
- wciąganie w krąg sfery finansowej rynków i podmiotów gospodarczej ze sfery realnej;
- autonomizacja sektora finansowego, charakteryzująca się oderwaniem zmian cen aktywów finansowych od czynników fundamentalnych [Barczyk, Lubiński, Małecki, 2014, s. 21–22]<sup>2</sup>.

Kolejnym wymiarem tego zjawiska stała się właśnie finansjalizacja cykli koniunkturalnych, co będzie przedmiotem dalszych rozważań.

Na kształt współczesnego cyklu koniunkturalnego istotny wpływ wywarł także inny proces zachodzący w gospodarce światowej, a mianowicie globalizacja finansowa. Jest ona jednym z wymiarów bardziej kompleksowego zjawiska, jakim jest globalizacja gospodarki światowej. Przez globalizację

---

<sup>2</sup> Szczegółowe dane statystyczne ilustrujące wszystkie wymienione wyżej przejawy finansjalizacji można znaleźć w publikacji Barczyka, Lubińskiego, Małeckiego [2014, s. 22–26] czy Turnera [2015, s. 19–33].

finansową rozumie się na ogół procesy umiędzynarodawiania rynków finansowych i nasilania ich wzajemnych powiązań. Oznacza to, że na krajowe rynki finansowe coraz silniej oddziałują zagraniczni inwestorzy i pośrednicy finansowi, obrót zagranicznymi aktywami oraz kształtowanie się sytuacji na rynkach zewnętrznych [Michalski, 2004, s. 11]. Uważa się, iż do globalizacji finansowej prowadzi interakcja dwóch czynników: z jednej strony liberalizacja i deregulacja rynków finansowych, w tym zwłaszcza liberalizacja dewizowa, z drugiej strony postęp technologiczny w zakresie przepływu i przetwarzania informacji, sprawiający, że geograficzna odległość między stronami zawierającymi transakcje przestała mieć znaczenie [Sławiński, 2006, s. 1].

Przedstawione powyżej, w bardzo dużym skrócie, przemiany strukturalne sprawiły, iż coraz szersze uznanie zyskuje pogląd, że nie sposób jest już zrozumieć cykli koniunkturalnych bez zrozumienia cykli finansowych i bez uznania finansowej natury współczesnej gospodarki [Borio, 2012, s. 1]. System finansowy już nie tylko pełni funkcję pośrednika, ale żyje własnym życiem i sam może generować rozmaite szoki.

Gwoli ścisłości trzeba zauważyć, że cykle finansowe, a zwłaszcza następujące po sobie boomy i załamania na rynkach finansowych, nie są czymś, co nie występowało już w przeszłości. Analogicznie rzecz się ma z interakcjami tych cykli z wahaniami koniunktury gospodarczej. W szczególności takie współzależności występowały bardzo wyraźnie w okresie między I i II wojną światową, a przede wszystkim w czasie Wielkiego Kryzysu 1929–1933 i następującej po nim depresji gospodarczej. Również i występowanie rozmaitych szoków finansowych nie jest czymś nowym. Niemniej jednak procesy finansjalizacji i globalizacji finansowej spowodowały, iż już co najmniej od połowy lat 80. XXw. wpływ sfery finansowej na sferę realną gospodarki jest zdecydowanie większy niż kiedykolwiek w przeszłości. Ponadto szoki generowane przez sam system finansowy mogą być zarówno natury wewnętrznej, jak i zewnętrznej.

### **Cykle finansowe a cykle koniunkturalne**

Cykle finansowe pozostają jeszcze względnie słabo rozpoznane, zarówno na gruncie teorii, jak i badań empirycznych. Stanowi to istotną różnicę w porównaniu z cyklami koniunkturalnymi, których badania mają już znacznie dłuższą historię.

Pierwszym problemem, który pojawia się przy badaniu cykli finansowych, to czym je mierzyć. Teoria proponuje dość szeroki wachlarz mierników [Borio, 2012; Drehmann, Borio, Tsatsaronis, 2012; Claessens, Kose, Terrones, 2011a]:

- dynamikę kredytu dla sektora prywatnego (najlepiej z uwzględnieniem struktury podmiotowej),
- relację kredytu do PKB,
- ceny nieruchomości,
- ceny akcji,
- stopy procentowe,
- dynamikę wyników finansowych banków,

- premię za ryzyko,
- udział zagrożonych kredytów w portfelu kredytowym banków,
- poziom stosowanej dźwigni finansowej.

W dotychczasowych analizach empirycznych stosowane były dwa podejścia: albo ograniczano się do jednego miernika albo konstruowano syntetyczne wskaźniki obejmujące kilka mierników. Claudio Borio, Mathias Drehmann i Kostas Tsatsaronis [Borio, 2012; Drehmann, Borio, Tsatsaronis, 2012] uznali, że współczesne cykle finansowe w gospodarkach najwyżej rozwiniętych najlepiej charakteryzuje złożony miernik składający się z dynamiki kredytu, relacji kredytu do PKB i cen nieruchomości. Dokonując takiego wyboru, kierowali się oni takimi kryteriami, jak dostępność odpowiednio długich i wiarygodnych szeregów czasowych danych statystycznych, a także wynikami badań empirycznych zarówno innych autorów, jak i przede wszystkim własnych.

Jeśli chodzi o metody statystyczne stosowane do wyodrębniania cykli finansowych, to na ogół są to te same metody, które wykorzystywane są dla cykli koniunkturalnych. Najczęściej stosowane są różne odmiany metody wyodrębniania punktów zwrotnych cykli oraz tzw. filtry częstotliwościowe. W niektórych badaniach stosowanych jest kolejno kilka metod, po czym ich wyniki są porównywane i uśredniane. Stosowanie analogicznej, albo przynajmniej bardzo podobnej metodyki, jest czynnikiem ułatwiającym analizę współzależności cykli finansowych i cykli koniunkturalnych. Dotychczasowe badania pozwoliły już na sformułowanie pewnych wstępnych wniosków [Borio, 2012; Drehmann, Borio, Tsatsaronis, 2012; Claessens, Kose, Terrones, 2011b].

Po pierwsze, jak była już o tym mowa wyżej, współczesne cykle finansowe najlepiej opisuje syntetyczny wskaźnik obejmujący dynamikę kredytu dla sektora prywatnego, relację kredytu do PKB i ceny nieruchomości. Uwzględnianie innych dostępnych zmiennych, jak na przykład ceny akcji, wyraźnie pogarszało wyniki estymacji.

Po drugie, cykle finansowe charakteryzują się znacznie mniejszą częstotliwością niż tradycyjne cykle koniunkturalne. O ile typowa długość cyklu koniunkturalnego to kilka lat (najwyżej 8), to średnia długość cykli finansowych od lat 60. XX w. do końca pierwszej dekady XXI w. wynosiła kilkanaście lat (16 lat dla grupy siedmiu krajów wysoko rozwiniętych).

Po trzecie, na przestrzeni ostatnich 50 lat amplituda cykli finansowych bardzo wyraźnie zwiększyła się.

Po czwarte, górne punkty zwrotne cykli finansowych ściśle pokrywają się z kryzysami finansowymi. Umożliwia to przewidywanie, z odpowiednim wyprzedzeniem, nadciągających kryzysów finansowych.

Po piąte, recesje, które zbiegają się z kryzysami finansowymi są nie tylko o wiele głębsze (aż o około 50%), ale i znacznie trudniejsze do przezwyciężenia niż pozostałe recesje. Zagadnie to zostanie bardziej szczegółowo omówione w kolejnym punkcie.

Konkludując, w świetle przytoczonych badań, cykle finansowe i cykle koniunkturalne nadal pozostają odrębnymi zjawiskami i nie należy ich utożsamiać.

Jednocześnie jednak występują coraz częstsze i coraz silniejsze interakcje między tymi cyklami.

### Recesje bilansowe

Termin recesji bilansowej (*balance sheet recession*) wprowadził do literatury tajwański ekonomista Richard C. Koo [2003, 2009, 2011, 2013]. Obecnie przejmują go coraz więcej ekonomistów jak na przykład Atif Mian i Amir Sufi [2012, 2013], Claudio Borio [2012], Martin Wolf [2014] czy Andrzej Sławiński [2014].

Mianem recesji bilansowej określana jest recesja spowodowana pęknięciem, finansowanego kredytem, bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości lub aktywów (np. akcji). W konsekwencji dochodzi do załamania się bilansów szerokiej rzeszy podmiotów prywatnych, które zmuszone są do spłacania zaciągniętych długów z bieżących dochodów, co wywołuje chroniczną słabość popytu krajowego. Drastyczne pogorszenie się jakości portfela kredytowego powoduje z kolei problemy bilansowe w bankach, ograniczające ich możliwości rozwijania akcji kredytowej. Richard Koo [2011] podkreśla, że o ile w typowej recesji gospodarczej podmioty nadal kierują się maksymalizacją zysku, to w recesji bilansowej głównym celem staje się zmniejszenie długu, czyli tzw. delewarowanie.

Bardziej szczegółowo genezę, przebieg i skutki recesji bilansowej można opisać za pomocą następującej sekwencji wydarzeń [Koo, 2009, 2011, 2013; Sławiński, 2014, 2015]:

- sektor prywatny zaciąga na dużą skalę kredyty na zakup nieruchomości i/lub aktywów finansowych;
- prowadzi to do narastania bąbli spekulacyjnych na tych rynkach;
- w końcu dochodzi do pęknięcia tych bąbli, a więc gwałtownego załamania się cen nieruchomości i aktywów;
- wobec spadku cen nabytych nieruchomości lub aktywów i braku możliwości refinansowania zaciągniętych kredytów, uczestnicy życia gospodarczego muszą je spłacać z bieżących dochodów, co powoduje chroniczną słabość popytu krajowego;
- pogorszenie się jakości portfela kredytowego banków powoduje ich rosnące straty. Jeżeli banki nie zdołają pozyskać dodatkowego kapitału ze źródeł prywatnych lub publicznych, to zmuszone są do ograniczenia akcji kredytowej nawet dla kredytobiorców, którzy nadal mają zdolność kredytową;
- wzrost oszczędności sektora prywatnego, wymuszony spłatą długów, w połączeniu z ograniczeniem akcji kredytowej banków wpędza gospodarke w recesję, gdyż znaczna część dochodów nie przekształca się w popyt efektywny (środki trafiające do banków ze spłacanych kredytów nie są przez banki pożyczane innym podmiotom);
- w tych okolicznościach nieskuteczna okazuje się konwencjonalna polityka pieniężna prowadzona w czasie typowych recesji. Ani obniżki stóp procentowych czy stopy rezerwy obowiązkowej, ani zwiększenie płynnych

rezerw banków za pomocą operacji otwartego rynku nie przynoszą zamierzonych rezultatów w postaci wzrostu akcji kredytowej banków i podaży pieniądza. Te podmioty, które dążą do minimalizacji długu nie są skłonne do zaciągania nowych kredytów, niezależnie od tego, jak niskie byłoby ich oprocentowanie. Banki natomiast ograniczają akcję kredytową dla poszukujących kapitału wciąż jeszcze wiarygodnych kredytobiorców ze względu na własne problemy bilansowe oraz zmianę percepcji ryzyka kredytowego na znacznie bardziej pesymistyczną;

- o ile nie dojdzie do bardzo zdecydowanej interwencji państwa (o tym jak miałyby ona wyglądać mowa będzie w części drugiej artykułu), to recesja bilansowa może okazać się bardzo długotrwała, gdyż w przypadku pęknięcia spekulacyjnych mega bąbli, zwłaszcza na rynku nieruchomości, proces restrukturyzacji zadłużenia sektora prywatnego może zająć wiele lat (niekiedy nawet kilkanaście);
- grozi to wpadnięciem gospodarki w spiralę deflacyjno-stagnacyjną, co czyni sytuację jeszcze trudniejszą z co najmniej kilku powodów;
- następuje opisane już przez Irvinga Fishera [1933] zjawisko deflacji długu, dodatkowo jeszcze pogarszające sytuację licznych poważnie zadłużonych podmiotów;
- w warunkach utrwalających się oczekiwań deflacyjnych, nawet te podmioty, które nie są zadłużone zaczną odraczać w czasie swoje wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne w oczekiwaniu na niższe ceny w przyszłości. Tym samym następuje dalszy spadek popytu krajowego;
- jeszcze mniej skuteczna staje się konwencjonalna polityka pieniężna, gdyż trudno jest obniżyć nominalne stopy procentowe poniżej zera, a i tak, w wyrażeniu realnym, stopy te są dodatnie;
- w rezultacie może się to przełożyć dla gospodarki dotkniętej taką recesją na straconą co najmniej dekadę, tak jak to miało miejsce w USA w latach 30. XX w. i w Japonii po roku 1990.

Konkludując, zdaniem Richarda Koo, recesje bilansowe są zjawiskiem niezwykle groźnym, ale bardzo rzadkim, występującym nie częściej niż raz na kilkadziesiąt lat. Dzieje się tak, ponieważ trauma po takich recesjach utrzymuje się przez wiele lat. Większość recesji stanowią zatem typowe recesje wynikające z immanentnego dla gospodarki rynkowej mechanizmu cykliczności. Nawet recesje współwystępujące z kryzysami finansowymi nie zawsze są recesjami bilansowymi. Oprócz wymienionych wyżej dwóch najbardziej typowych przypadków recesji bilansowych, Richard Koo dostrzega współcześnie zagrożenie takimi recesjami w co najmniej kilku najwyżej rozwiniętych gospodarkach.

### **Finansowe cykle koniunkturalne**

Autorem terminu finansowe cykle koniunkturalne (*financial business cycles*) jest Matteo Iacoviello [2014]. Pojęcie to wyraża przekonanie, że to raczej szoki finansowe stały się głównym źródłem wahań koniunktury gospodarczej, a nie szoki endogeniczne wywodzące się ze sfery realnej gospodarki

(w duchu keynesowskich teorii cyklu koniunkturalnego), czy szoki technologiczne (w duchu teorii realnego cyklu koniunkturalnego).

M. Iacoviello zmodyfikował standardowy model makroekonomiczny dla gospodarki amerykańskiej przez włączenie do niego także szoków finansowych takich jak spadek zysków banków w następstwie niewypłacalności dłużników, ograniczenie przez banki akcji kredytowej dla sektora prywatnego i zmiany cen nieruchomości (czyli zastawu dla udzielanych przez banki kredytów). W rezultacie stwierdził on, że wymienione wyżej szoki finansowe były odpowiedzialne za ok. 2/3 spadku produkcji, konsumpcji i inwestycji w okresie 2007–2010. Szoki wywodzące się ze sfery realnej gospodarki i szoki technologiczne odpowiadały łącznie tylko za pozostałą 1/3 spadków.

M. Iacoviello stwierdził także, że szoki finansowe odegrały istotną, chociaż już nie tak dużą, rolę w jednej z dwóch wcześniejszych recesji w USA (tej w latach 1991–1992). Wyniki tych badań skłoniły go do sformułowania tezy o przekształceniu się cykli koniunkturalnych w finansowe cykle koniunkturalne.

Zbliżone wyniki otrzymało także kilku innych autorów badań empirycznych opartych na podobnej metodyce [Jerman, Quadrini, 2012; Kaihatsu, Kurozumi, 2010]. Nie posługiwali się oni jednak pojęciem finansowych cykli koniunkturalnych i nie formułowali aż tak radykalnych wniosków.

Przytoczone powyżej wyniki analiz empirycznych potwierdzają tezę o coraz większej roli czynników finansowych w generowaniu i przebiegu wahań koniunktury. Niemniej jednak konkluzja o przekształceniu się cykli koniunkturalnych w finansowe cykle koniunkturalne wydaje się zbyt daleko idąca.

## **Konsekwencje dla polityki stabilizacyjnej**

### **Nieadekwatność dotychczasowej polityki stabilizacyjnej**

Pod koniec wieku XX i na początku obecnego do polityki stabilizowania koniunktury przywiązywano coraz mniejsze znaczenie. Głównym tego powodem było zdominowanie zarówno teorii ekonomii, jak i praktyki gospodarczej przez poglądy neoklasyczne, zakładające dużą zdolność gospodarki do samoregulacji i sceptyczne wobec wszelkich form ingerencji państwa w gospodarkę. Słuszność takiego podejścia wydawał się potwierdzać ponad dwudziestoletni okres tzw. Wielkiej Stabilizacji w krajach wysoko rozwiniętych. Recesje były łagodne, a inflacja pozostawała pod kontrolą. Do poważniejszych kryzysów dochodziło tylko w gospodarkach wschodzących i słabiej rozwiniętych.

W rezultacie całkowicie porzucona została antycykliczna polityka fiskalna typu keynesowskiego. Celem polityki pieniężnej stało się natomiast utrzymywanie niskiej i stabilnej inflacji. Zakładano, że osiągnięcie tego celu stworzy warunki dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego, a także zapewni stabilność finansową.

W większości krajów rozwiniętych dopuszczano jednak wspieranie przez politykę pieniężną wzrostu gospodarczego, o ile nie kolidowało to z podstawowym



celem stabilności cen. Otwierało to drogę do prowadzenia ekspansywnej polityki pieniężnej w okresach recesji.

W fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego celem polityki pieniężnej pozostawało praktycznie wyłącznie stabilizowanie inflacji rozumianej jako wzrost cen towarów i usług. Do tej pory zdecydowana większość banków centralnych ograniczała się do obserwacji zmian cen aktywów finansowych i nieruchomości, nie zaostrzając jednak polityki pieniężnej w odpowiedzi na nawet bardzo znaczne wzrosty tych cen, dopóki niezagrożony pozostawał cel inflacyjny (uwzględniający jedynie ceny towarów i usług). Uważano, że zadaniem polityki pieniężnej powinno być co najwyżej „sprzątanie” po ewentualnym kryzysie finansowym, jeśli już do niego dojdzie [Barczyk, Lubiński, Małecki, 2014, s. 263].

Całkowitej zawodności takiego podejścia do kwestii stabilizowania koniunktury dowiodły najpierw stracone dekady w gospodarce japońskiej (od początku lat 90. XXw.), a następnie globalny kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 r. W przypadku współczesnych kryzysów finansowych strategia „sprzątania po” okazała się nie tylko niezwykle kosztowna, ale i często w ogóle niewykonalna dla polityki pieniężnej.

Przyczyn tej zawodności upatrywać można w błędnych założeniach teoretycznych, rozmiągających się całkowicie z realiami współczesnej gospodarki. Nie uwzględniano w ogóle zjawiska finansjalizacji, a w szczególności finansjalizacji cykli koniunkturalnych, błędnie zakładając także zdolność gospodarki, a w tym również i rynków finansowych, do samoregulacji.

Skala najnowszych kryzysów i ewidentna nieskuteczność dotychczasowej polityki gospodarczej spowodowały podjęcie, najpierw w Japonii, a potem i w innych krajach wysoko rozwiniętych, niekonwencjonalnych działań stabilizacyjnych. Dotyczyło to zarówno polityki fiskalnej, jak i przede wszystkim polityki pieniężnej.

Powrócono do stosowania ekspansywnej polityki fiskalnej. W pierwszej kolejności było to następstwem przyznania ogromnych pakietów ratunkowych dla sektora finansowego. Wyciągając prawidłowe wnioski z Wielkiego Kryzysu lat 1929–1932 uznano, iż nie można dopuścić do załamania się całego systemu finansowego. Nie zważając na koszty, trzeba zatem ratować systemowo ważne instytucje finansowe. Oprócz tego zaczęto prowadzić politykę stymulowania popytu krajowego w duchu keynesowskim.

Znacznie bardziej niekonwencjonalne działania zaczęto podejmować w polityce pieniężnej. Początkowo banki centralne agresywnie obniżały stopy procentowe, nawet do zera (a zdarzały się próby stosowania ujemnych nominalnych stóp procentowych) oraz na ogromną skalę zasilaly banki w płynność za pomocą operacji otwartego rynku. Gdy te działania okazały się nieskuteczne, banki centralne zaczęły stosować tzw. operacje bilansowe [Tymoczko, 2010; Lenza, Pill, Reichlin, 2010; Janus, 2013]. Nazywane są one tak dlatego, że, w odróżnieniu od operacji tradycyjnych, wpływają w sposób względnie trwały na rozmiary i strukturę bilansów banków centralnych.

Do operacji bilansowych zalicza się tzw. luzowanie ilościowe (*quantitative easing*) i luzowanie jakościowe (*qualitative easing*). Głównym składnikiem jest luzowanie ilościowe polegające na bezwarunkowym zakupie od banków określonych papierów wartościowych, przede wszystkim obligacji skarbowych, ale niekiedy również i innych jak na przykład obligacje zabezpieczone hipoteką (MBS-y). Z kolei luzowanie jakościowe polega na rozszerzeniu listy kontrahentów (partnerów) oraz akceptowanych zabezpieczeń w operacjach kredytowych banków centralnych. W następstwie tych operacji znacznie zwiększyły się sumy bilansowe banków centralnych (w niektórych przypadkach nawet dwu- lub trzykrotnie), a ponadto znacząco pogorszyła się jakość ich aktywów.

Jak dotąd ta niekonwencjonalna polityka stabilizacyjna też nie przyniosła zadowalających rezultatów. W Japonii zapaść gospodarcza trwa już ćwierć wieku, a w większości najwyżej rozwiniętych krajów ożywienie po kryzysie lat 2007–2009 pozostaje mizerne i niepewne.

Można wskazać kilka przyczyn tej nikłej skuteczności polityki stabilizacyjnej prowadzonej w czasie współczesnych kryzysów. Po pierwsze, działania te były podejmowane ad hoc, pod presją wydarzeń, bez odpowiedniej podbudowy teoretycznej uwzględniającej zmiany w charakterze współczesnego cyklu koniunkturalnego. Po drugie, wobec braku spójnej koncepcji prowadzenia polityki stabilizacyjnej, zabrakło odpowiedniej koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej. Po trzecie, mechanizm transmisyjny operacji bilansowych banków centralnych pozostaje jeszcze słabo rozpoznany [Joyce, Tong, Woods, 2011; Janus, 2013]. Po czwarte, ekspansywna polityka fiskalna była prowadzona w sposób bardzo niekonsekwentny. Zarówno w Japonii, jak i USA oraz Wielkiej Brytanii, gdy tylko pojawiały się pierwsze symptomy poprawy koniunktury, ekspansja fiskalna była przerywana, by znowu do niej powrócić, gdy ożywienie gospodarcze okazywało się nietrwałe. Niekonsekwencja ta wynikała z oporów znacznej części klasy politycznej wobec zwiększania deficytów budżetowych i długu publicznego [Koo, 2011; Wolf, 2014].

### **Zgłaszane propozycje zmian**

W ostatnich latach zaczęły już pojawiać się propozycje zmian w sposobie prowadzenia polityki stabilizacyjnej uwzględniające, w większym lub mniejszym stopniu, zjawisko finansjalizacji cykli koniunkturalnych. Propozycje takie przedstawili między innymi Richard Koo [2009, 2011, 2013], Nouriel Roubini [2011], Adair Turner [2010, 2015], Tomasz Chmielewski i Andrzej Sławiński [2010], Gabriele Galati i Richhild Moessner [2011], Mathias Drehmann [2012], Claudio Borio [2011, 2012], Kostan Tsatsaronis [2012], Andrzej Sławiński [2014], Martin Wolf [2014]. Propozycje te nie zawsze jednak mają charakter kompleksowy (nie zawsze dotyczą całokształtu polityki stabilizacyjnej i nie zawsze obu faz cyklu koniunkturalnego), a ponadto niekiedy dość znacznie różnią się między sobą. Poniżej omówione zostaną te spośród nich, które wydają się najbardziej godne uwagi.

R. Koo [2009, 2011, 2013] koncentruje się na polityce stabilizacyjnej, która powinna być prowadzona w okresach recesji, ze szczególnym uwzględnieniem recesji bilansowych. Dowodzi on, że w recesjach tego typu ekspansywna polityka pieniężna może być skuteczna tylko w początkowej fazie kryzysu, dla opanowania paniki. Później cały ciężar stabilizacji musi przejąć polityka fiskalna, której zadaniem jest kompensować lukę między dochodami i wydatkami sektora prywatnego, powodowaną procesem delewarowania. Zdaniem R. Koo struktura zwiększonych wydatków budżetowych nie ma większego znaczenia. Niezwykle istotne jest natomiast, aby ekspansja fiskalna była prowadzona na odpowiednio dużą skalę, wprowadzana jak najwcześniej i, przede wszystkim, utrzymywana tak długo, aż nie skończy się proces delewarowania w sektorze prywatnym.

R. Koo odrzuca przy tym zarzuty, że tak duży deficyt budżetowy może się okazać niemożliwy do sfinansowania i że nie wolno dopuszczać do tak znacznego wzrostu długu publicznego. W pierwszej z tych kwestii zauważa on, że w okresach recesji bilansowych nie ma zbyt wielu wiarygodnych pożyczkobiorców oprócz rządów. Jeśli chodzi o dług publiczny, to pora na jego redukcję przyjdzie dopiero po całkowitym przezwyciężeniu recesji bilansowej. Będzie na to wystarczająco dużo czasu, bo recesje takie są zjawiskiem rzadkim i następna nie grozi wcześniej niż za kilkadziesiąt lat.

Kolejna grupa propozycji [Chmielewski, Sławiński, 2010; Sławiński w: *Polityka pieniężna*, 2011; Galati, Moessner, 2011] skupia się dla odmiany na polityce stabilizacyjnej, jaka powinna być prowadzona w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego. Autorzy ci konstatują, iż głównym czynnikiem kryzysogennym okazała się procykliczność sektora bankowego, rozumiana jako funkcjonowanie tego sektora w sposób wzmacniający wahania koniunktury. Polityka stabilizacyjna powinna zatem mieć charakter prewencyjny i przeciwdziałać boomom kredytowym, prowadzącym do powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach nieruchomości i aktywów finansowych.

Wymaga to, aby polityka pieniężna była prowadzona zgodnie ze strategią przeciwstawiania się wiatrowi (*leaning against the wind*), polegającej na przeciwdziałaniu boomom kredytowym i w przypadku ich wystąpienia okresowego podnoszenia stopy procentowej w stopniu większym niż wynikałoby to z samej tylko konieczności stabilizowania inflacji. Do 2007 r. strategię taką stosowało zaledwie kilka banków centralnych. Należały do nich szwedzki Riksbank oraz banki centralne Australii i Nowej Zelandii [*Polityka pieniężna*, 2011].

Sama polityka pieniężna nie byłaby jednak w stanie powstrzymać narastającego boomu kredytowego, gdyż wymagałoby to podwyższenia stóp procentowych w stopniu, który mógłby się okazać zabójczy dla sfery realnej gospodarki. Dlatego też w realizacji tego zadania musi być ona wspierana przez politykę makoostrożnościową.

Polityka makroostrożnościowa jest polityką nadzorczą nad sektorem bankowym. Jednak, w odróżnieniu od dominującego dotąd nadzoru mikroostrożnościowego, polega ona na nadzorze nie nad poszczególnymi bankami, ale

nad całym sektorem bankowym, z uwzględnieniem występujących w nim wewnętrznych powiązań.

Polityka ta operuje dwoma zestawami narzędzi. Pierwszy obejmuje instrumenty oddziałujące na zdolność banków do udzielania kredytów. Należą do nich różne wymogi kapitałowe i płynnościowe oraz pułapy lewarowania. Druga grupa obejmuje instrumenty oddziałujące bezpośrednio na kredytobiorców w postaci współczynników LTV (*loan to value*) i DTI (*debt to income*) określających maksymalną wielkość kredytu w relacji do jego zabezpieczenia (najczęściej do wartości nieruchomości) lub do dochodu kredytobiorcy. Jeżeli w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego pojawiają się oznaki narastania boomu kredytowego, to należy odpowiednio zaostrzyć wszystkie wymienione wyżej wymogi i współczynniki.

Najbardziej kompleksową propozycję „nowej” polityki stabilizacyjnej przedstawił C. Borio [2012]. Propozycja ta obejmuje obie fazy cyklu koniunkturalnego i oba główne filary polityki stabilizacyjnej: politykę pieniężną i politykę fiskalną.

Jeśli chodzi o fazę wzrostową cyklu, to propozycje C. Borio są bardzo zbliżone do przedstawionych powyżej. W szczególności dotyczy to sposobu prowadzenia polityki pieniężnej (strategia „przeciwstawiania się wiatrowi”) i konieczności wspierania jej przez politykę makroostrożnościową. Pewną nowością jest jedynie postulat, aby do przeciwstawiania się nadmiernej ekspansji kredytowej włączyć również politykę fiskalną.

Bardziej oryginalne są poglądy C. Borio na politykę stabilizacyjną w fazie recesji. Pomimo że jego rozważania dotyczą również przede wszystkim recesji typu bilansowego, to jego propozycje tylko w części pokrywają się z tymi, które głosi R. Koo.

Zacznijmy od podobieństw. C. Borio bardzo wyraźnie rozróżnia dwa etapy działań stabilizacyjnych w czasie recesji bilansowej. W pierwszym, określanym jako zarządzanie kryzysem (*crisis management*) chodzi przede wszystkim o opanowanie paniki na rynkach finansowych i niedopuszczenie do załamania się całego systemu finansowego. Na tym etapie agresywnie ekspansywna polityka pieniężna może rzeczywiście okazać się jak najbardziej pożądana. Na etapie drugim, określanym jako przewyciężanie kryzysu (*crisis resolution*), ciężar wyprowadzenia gospodarki z kryzysu musi przejąć polityka fiskalna. Polityka pieniężna przestaje być skuteczna ze względów szczegółowo omówionych już wyżej. C. Borio uważa nawet, że długotrwałe prowadzenie ekspansywnej polityki pieniężnej, zwłaszcza w postaci niekonwencjonalnych operacji bilansowych, może co prawda pozwolić „kupić czas”, ale ma wiele ubocznych skutków negatywnych i na dłuższą metę może tylko utrudnić przezwyciężenie recesji typu bilansowego.

W tym miejscu kończą się już podobieństwa. Po pierwsze, C. Borio proponuje wspieranie polityki fiskalnej przez politykę makroostrożnościową. Zaleca obniżanie wymogów kapitałowych i płynnościowych oraz rozluźnienie regulacji dotyczących lewarowania i współczynników LTV i DTI.

Przed wszystkim jednak C. Borio ma odmienny od R. Koo pogląd na sposób prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej. Uważa on, że typowa ekspansywna polityka fiskalna obliczona na stymulowanie efektywnego popytu może okazać się zawodna z podobnych powodów, o których mowa była w odniesieniu do polityki pieniężnej. Poważnie zadłużone gospodarstwa domowe i podmioty gospodarcze wykorzystują dodatkowe dochody nie na zwiększenie wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych, ale na spłatę zadłużenia. Z kolei banki, też mające poważne problemy bilansowe, nie będą skłonne do pożyczania innym podmiotom otrzymywanych spłat kredytów. W rezultacie znaczna część ekspansji fiskalnej nie przełoży się na wzrost efektywnego popytu i na ożywienie gospodarki. Co prawda pewną korzyścią może być przyspieszenie oddłużania sektora prywatnego, ale w międzyczasie recesja bilansowa będzie się przedłużać, a może nawet pogłębiać ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami.

Dlatego też C. Borio uważa, że zwiększone wydatki budżetowe powinny być w jak największym stopniu ukierunkowane na rozwiązywanie fundamentalnych problemów recesji bilansowych, czyli na naprawę bilansów poważnie zadłużonych podmiotów. W pierwszej kolejności oznaczałoby to pakiety pomocowe dla znajdujących się w trudnej sytuacji instytucji finansowych. Pakiety te mogłyby przybierać formę bezpośredniego dokapitalizowania, przejściowej nacjonalizacji czy odkupienia od banków „złych aktywów”.

Pod uwagę brane mogłyby być także jakieś formy częściowego oddłużenia podmiotów niefinansowych.

Oczywiście takie działania stwarzają bardzo poważne zagrożenie wystąpienia zjawiska pokusy nadużycia. Dlatego też pomoc finansowa dla banków musi być bardzo silnie uwarunkowana przeprowadzeniem przez nie odpowiedniej restrukturyzacji, a ich dotychczasowi właściciele muszą w jak największym stopniu partycypować w kosztach tej restrukturyzacji. Jest to zadanie niewątpliwie trudne, ale wykonalne. Świadczyć o tym może pozytywny przykład krajów skandynawskich, gdzie na przełomie lat 80. i 90. XX w., taka operacja została przeprowadzona z powodzeniem. Jest to zresztą, jak dotąd, jedyny przypadek szybkiego i trwałego przezwyciężenia kryzysu mającego w znacznym stopniu charakter recesji bilansowej.

Szczególnie radykalne propozycje zgłosił A. Turner. Uważa on, że deficyty budżetowe niezbędne dla przezwyciężenia recesji typu bilansowego muszą być tak znaczne i długotrwałe, iż nie da się ich sfinansować przez zwiększanie długu publicznego. Dlatego też postuluje on dopuszczenie w takich przypadkach do finansowania deficytów emisją pieniądza, co w dotychczasowej ekonomii głównego nurtu pozostawało tematem tabu [Turner, 2015].

### **Wnioski dla polityki stabilizacyjnej**

Analiza zmian charakteru współczesnego cyklu koniunkturalnego, dotychczas prowadzonej polityki stabilizacyjnej oraz propozycji jej zmian pozwala na sformułowanie wielu wniosków.

Założenie, że polityka stabilizacyjna nie ma już racji bytu, okazało się całkowicie błędne.

Polityka stabilizacyjna musi uwzględniać zmiany charakteru współczesnego cyklu koniunkturalnego, a w szczególności, to co określa się jako jego finansjalizację.

„Nowa” polityka stabilizacyjna powinna mieć przede wszystkim charakter prewencyjny. Jej podstawowym zadaniem powinno być zapobieganie poważnym kryzysom finansowym. Oczywiście w gospodarce rynkowej nie da się wyeliminować cyklicznych zmian aktywności gospodarczej, a zatem i recesji. Chodzi jednak o to, aby w jak największym stopniu ograniczyć prawdopodobieństwo występowania szczególnie groźnego rodzaju recesji, jakimi są recesje bilansowe.

Dotychczasowe badania empiryczne cykli finansowych pokazują, że obserwacja takich zmiennych jak dynamika kredytu dla sektora prywatnego oraz ceny nieruchomości i ceny aktywów finansowych pozwala z odpowiednim wyprzedzeniem dostrzec zagrożenie powstania bąbli spekulacyjnych na rynku nieruchomości i/lub tych aktywów.

Główny ciężar przeciwstawiania się boomom kredytowym powinna przejąć polityka makroostrożnościowa, wspierana przez politykę pieniężną prowadzoną zgodnie ze strategią „dmuchania przeciwko wiatrowi”.

Ze względu na znaczenie odpowiedniej koordynacji polityki pieniężnej i polityki makroostrożnościowej optymalnym rozwiązaniem wydaje się umieszczenie nadzoru makroostrożnościowego w banku centralnym.

Również i polityka fiskalna powinna uwzględniać narastanie bąbli spekulacyjnych. W warunkach boomu kredytowego, zwłaszcza na rynkach nieruchomości, pozornie bardzo korzystna sytuacja fiskalna jest w znacznym stopniu myląca ze względu na narastającą nierównowagę (przede wszystkim w sektorze finansowym) i związane z tym przyszłe zagrożenia dla budżetu. W ostatnich latach boleśnie doświadczyły tego Irlandia i Hiszpania. Kraje te początkowo szczyciły się znakomitym stanem finansów publicznych (Irlandia miała nawet nadwyżki budżetowe), który jednak dość gwałtownie przekształcił się w głęboki kryzys fiskalny, gdy boom się skończył, a jednocześnie trzeba było ratować za publiczne pieniądze zagrożone bankructwem banki. Dlatego też te przyszłe zagrożenia należy uwzględnić przy prowadzeniu polityki fiskalnej. Tym samym polityka ta powinna być znacznie mniej ekspansywna niż by na to wskazywała sucha analiza salda budżetu i poziomu długu publicznego [Małecki, 2014].

Dla prowadzenia właściwej polityki stabilizacyjnej w fazie recesji kluczowe znaczenie ma prawidłowa diagnoza charakteru tej recesji: czy jest to „normalna” recesja związana z typowymi wahaniami koniunktury w gospodarce rynkowej czy też jej źródłem są szoki finansowe, a w tym drugim przypadku czy mamy do czynienia z recesją typu bilansowego. Każdy z wymienionych przypadków wymaga odmiennej reakcji ze strony polityki stabilizacyjnej.

W przypadku „normalnej” recesji wystarczająca powinna być konwencjonalna, ekspansywna polityka pieniężna, ewentualnie wspierana przez ekspansję fiskalną stymulującą wzrost efektywnego popytu.

Recesje typu bilansowego wymagają odmiennej reakcji. W początkowej fazie celowe jest prowadzenie agresywnie ekspansywnej polityki pieniężnej, aby zapobiec panice na rynkach finansowych i nie dopuścić do załamania się systemu finansowego. W tym celu, w razie potrzeby mogą być stosowane, ale tylko przejściowo, działania niekonwencjonalne w postaci operacji bilansowych banku centralnego.

Jak najwcześniej powinna zostać podjęta ekspansywna polityka fiskalna, która ma do odegrania decydującą rolę w przezwyciężeniu tego typu recesji.

Słuszny wydaje się pogląd C. Borio, iż polityka fiskalna powinna być ukierunkowana przede wszystkim na rozwiązywanie problemów bilansowych, w szczególności instytucji finansowych. Dopóki sektor bankowy nie zacznie ponownie prawidłowo pełnić swojej funkcji pośrednictwa finansowego, polityka fiskalna mająca stymulować efektywny popyt (nawet przysłowiowe rozrzucanie pieniędzy z helikopterów) będzie nieskuteczna.

Środki publiczne powinny być zatem przeznaczone w pierwszej kolejności na uzdrowienie bilansów banków (bezpośrednie dokapitalizowanie, przejściowa nacjonalizacja i/lub odkupienie „złych” aktywów). Dla uniknięcia pokusy nadużycia ta pomoc publiczna musi być bardzo silnie uwarunkowana, a dotychczasowi właściciele muszą ponieść znaczną część kosztów restrukturyzacji.

Dopiero skuteczna restrukturyzacja sektora bankowego, przywracająca jego normalne funkcjonowanie, spowoduje, że typowa, ekspansywna polityka fiskalna znowu zacznie przynosić pewne efekty. Nawet jeśli zadłużone gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa nadal będą wykorzystywać dodatkowe dochody głównie do wcześniejszej spłaty długów, to teraz banki będą już znacznie bardziej skłonne do ponownego pożyczania tych środków innym podmiotom. Pewną skuteczność może odzyskać także konwencjonalna, ekspansywna polityka pieniężna, gdyż znowu zacznie działać tradycyjny mechanizm transmisji jej impulsów.

Ekspansja fiskalna powinna być konsekwentnie utrzymywana aż do rozwiązania problemów bilansowych sektora prywatnego, czyli dopóki nie zostanie tam zakończony proces delewarowania. Dla przyspieszenia tego procesu celowe może być przeznaczenie części środków publicznych na jakąś formę ulg w spłacie zadłużenia przez sektor prywatny.

Politykę fiskalną powinna wspierać polityka makoostrożnościowa, odpowiednio obniżając wymogi kapitałowe i płynnościowe oraz rozluźniając warunki dostępności kredytu (współczynniki LTV i DTI).

Chociaż ekspansywna polityka fiskalna będzie musiała być utrzymywana dość długo, potrzebny będzie wiarygodny program względnie szybkiego obniżenia długu publicznego po wyjściu z recesji. Twierdzenie R. Koo, iż będzie na to dużo czasu, bo recesje bilansowe są zjawiskiem bardzo rzadkim i następna może wydarzyć się nie wcześniej niż za kilkadziesiąt lat, wydaje się

zbyt optymistyczne. Badania empiryczne współczesnych cykli finansowych sugerują, że zagrożenie recesjami bilansowymi może występować częściej, nawet co kilkanaście lat.

Ewentualne dopuszczenie do finansowania, w pewnych okresach i w jakiejś części, deficytów budżetowych emisją pieniądza wymagałoby wypracowania bardzo silnych zabezpieczeń instytucjonalnych, tak aby opcja taka nie mogła być nadużywana przez rządy.

### Pożądane kierunki dalszych badań

Jak była już o tym mowa wyżej, cykle finansowe pozostają jeszcze zjawiskiem stosunkowo słabo rozpoznanym. Badania empiryczne nie są zbyt liczne i dotyczą prawie wyłącznie krajów wysoko rozwiniętych. Nawet jednak w przypadku tych ostatnich wiele aspektów modelowania cykli finansowych pozostaje otwartych.

Największe wyzwania związane są jednak z prawidłowym określeniem interakcji między cyklami finansowymi i cyklami koniunkturalnymi oraz roli szoków finansowych w generowaniu tych ostatnich. Potrzebna jest teoria cyklu koniunkturalnego w pełni uwzględniająca monetarną naturę współczesnej gospodarki.

Warunku tego nie spełniają teorie cyklu koniunkturalnego wywodzące się z głównych nurtów współczesnej ekonomii: keynesizmu i monetaryzmu [Lubiński, 2004; Barczyk, 2004]. W teoriach tych czynnikiem finansowym nie przypisuje się większego znaczenia wobec przekonania, że sfera finansowa spełnia jedynie funkcję pośredniczenia, służebną w stosunku do sfery realnej gospodarki.

Nieco inaczej było tylko w teorii cyklu koniunkturalnego wywodzącej się z tzw. szkoły austriackiej [Mises, 1953; Hayek, 1935; De Soto, 2009], ale i tam uwzględniane czynniki finansowe są już nieadekwatne do stopnia rozwoju, złożoności i znaczenia sfery finansowej we współczesnej gospodarce. Teoria cyklu koniunkturalnego w pełni uwzględniająca takie zmiany strukturalne jak finansjalizacja i globalizacja finansowa wciąż jeszcze nie powstała.

Otwartą kwestią pozostaje także skuteczność „nowej” polityki stabilizacyjnej. Istnieją opinie [Wolf, 2014; Sławiński, 2014; Turner, 2015], że nie przyniesie ona zamierzonych efektów bez głębokich reform strukturalnych gospodarki. W pierwszej kolejności miałyby one dotyczyć sektora finansowego, a ich celem byłoby powstrzymanie postępującej finansjalizacji i, przede wszystkim, ograniczenie procykliczności w funkcjonowaniu sektora bankowego. To właśnie ta procykliczność sektora bankowego uważana jest za największe zagrożenie dla stabilności finansowej.

W wersji radykalnej reformy takie miałyby polegać na zastąpieniu obecnego modelu bankowości opartego na zasadzie rezerwy częściowej przez tzw. wąską bankowość (*narrow banking*) [Kay, 2010; Benes, Kumhof, 2012] lub przez system oparty wyłącznie na różnego typu funduszach inwestycyjnych (*limited*



*purpose banking*) [Kotlikoff, 2010]. W wersji bardziej umiarkowanej polegałyby one na przywróceniu ścisłego podziału na bankowość komercyjną i bankowość inwestycyjną oraz na podziale wielkich konglomeratów finansowych.

Konieczne mogą jednak okazać się jeszcze i inne reformy strukturalne, jak na przykład takie, które zmniejszą rozwarstwienie dochodów. Ten ostatni czynnik bywa uznawany za jedno ze źródeł zarówno boomów kredytowych (kompensowanie kredytem niedostatecznych, w stosunku do aspiracji konsumpcyjnych, dochodów), jak i chronicznej słabości popytu krajowego w okresach recesji.

W Polsce badania nad cyklami finansowymi dopiero zaczynają być podejmowane. Poważnym utrudnieniem w ich prowadzeniu będą niewątpliwie stosunkowo krótkie szeregi czasowe najważniejszych zmiennych wykorzystywanych w takich analizach. Wobec braku badań możliwe jest jedynie formułowanie pewnych hipotez na drodze dedukcji. Przesłanek do takich hipotez mogą dostarczyć dotychczasowe badania cykli koniunkturalnych w gospodarce polskiej i dane wskazujące na stopień finansjalizacji polskiej gospodarki.

Wahania koniunktury gospodarczej w Polsce mają, jak dotąd, stosunkowo łagodny przebieg. Cykl koniunkturalny składa się jedynie z fazy szybszego wzrostu i fazy wolniejszego wzrostu. Nawet w czasie współczesnego globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego w Polsce nie wystąpiła klasyczna recesja w postaci spadku realnego PKB. Co więcej, na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat nie zaobserwowano istotniejszych zmian cech morfologicznych cyklu koniunkturalnego w Polsce, a w szczególności amplitudy wahań czy długości zarówno faz cyklu, jak i całych cykli [Barczyk, Lubiński, Małecki, 2014, s. 277].

Z kolei, pomimo bardzo dynamicznego rozwoju sektora finansowego w Polsce stopień finansjalizacji polskiej gospodarki pozostaje znacznie niższy niż w krajach wysoko rozwiniętych. Można to stwierdzić, porównując najczęściej stosowane mierniki finansjalizacji: relację obrotów na rynkach finansowych do PKB, stosunek kredytu dla sektora niefinansowego do PKB, relację zadłużenia poszczególnych sektorów gospodarki do PKB, stosunek aktywów sektora finansowego do PKB, udział zysków sektora finansowego w zyskach powstających w gospodarce. Dane te pokazują także, że rozmiary sektora bankowego w Polsce pozostają odległe od granicznych poziomów, powyżej których, na podstawie licznych badań empirycznych, przyjmuje się, że sektor bankowy oddziałuje już destabilizująco (w tym i silnie procyklicznie) na gospodarkę [Cecchetti, Kharroubi, 2012]. Jednym z takich kluczowych mierników jest relacja kredytu do PKB, która w Polsce w 2012 r. osiągnęła ok. 60%. Tymczasem dla tego miernika za poziom graniczny przyjmuje się na ogół 90–100% [Barczyk, Lubiński, Małecki, 2014, s. 277]<sup>3</sup>.

Można zatem przypuszczać, że amplituda cykli finansowych w polskiej gospodarce nie jest jeszcze zbyt duża, a ich interakcje z cyklami koniunkturalnymi

<sup>3</sup> Szerzej na temat stopnia finansjalizacji polskiej gospodarki patrz także w publikacji Gołębiowskiego i Szczepankowskiego [2015].

pozostają dość słabe. Oznaczałoby to nie występowanie jeszcze zjawiska finansjalizacji cykli koniunkturalnych lub też dopiero bardzo wczesne jego stadium zbliżone do sytuacji w krajach wysoko rozwiniętych 30–40 lat temu. Hipotezy te jednak oczywiście wymagałyby potwierdzenia za pomocą odpowiednich badań.

Pomimo tego, co zostało powiedziane wyżej, można jednak oczekiwać, że w niezbyt odległej przyszłości omówione w niniejszym artykule tendencje wystąpią również i w gospodarce polskiej. Dlatego też warto wyciągnąć właściwe wnioski z procesów zachodzących w gospodarkach wysoko rozwiniętych i z podejmowanych tam działań.

W szczególności celowe wydaje się jak najszybsze przygotowanie odpowiednich ram instytucjonalnych dla skutecznego prowadzenia polityki makroostrożnościowej, która zapobiegałaby rozwijaniu się boomów kredytowych i powstawaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach nieruchomości i aktywów. W tej akurat kwestii świat nauki przedstawił już bardzo konkretne propozycje zgodne z przedstawionymi wyżej wnioskami [Chmielewski, Sławiński, 2010]. Ich realizacja jednak nie tylko znacznie opóźniła się, ale, co gorsza, przyjęta w końcu w 2015 r. „Ustawa o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym” znacznie odbiega od tych propozycji.

### Podsumowanie

Kolejnym etapem finansjalizacji gospodarki stała się finansjalizacja cykli koniunkturalnych. Terminem tym określa się radykalny wzrost znaczenia czynników finansowych w generowaniu i przebiegu wahań koniunktury gospodarczej.

Badania nad tym stosunkowo nowym zjawiskiem prowadzone są dopiero od niedawna i praktycznie tylko w gospodarkach wysoko rozwiniętych. Niemniej jednak pozwalają one już na sformułowanie pewnych wniosków.

W ostatnich 30–40 latach znacznie zwiększyła się amplituda cykli finansowych, mierzonych najczęściej dynamiką kredytu dla sektora prywatnego, relacją kredytu do PKB i zmianami cen nieruchomości. Co więcej, wyraźnie nasiliły się interakcje tych cykli z cyklami koniunkturalnymi.

Recesje gospodarcze współwystępujące z kryzysami finansowymi są szczególnie głębokie i trudne do przewyciężenia. Za wyjątkowo groźne uważa się tzw. recesje bilansowe będące następstwem pęknięcia, finansowanych kredytem, bąbli spekulacyjnych na rynkach nieruchomości i/lub aktywów finansowych. W konsekwencji dochodzi do załamania się bilansów zarówno szerokiej rzeszy podmiotów prywatnych (zmuszonych do spłacania zaciągniętych długów z bieżących dochodów), jak i dużej części sektora finansowego. Recesje takie, związane z długotrwałym procesem delewarowania, mogą wciągnąć gospodarkę w spiralę deflacyjno-stagnacyjną.

Inny nurt badań wykazuje dominującą rolę szoków natury finansowej w generowaniu wahań koniunktury gospodarczej i w związku z tym wprowadza do literatury pojęcie finansowych cykli koniunkturalnych.

Te zmiany charakteru współczesnych cykli koniunkturalnych spowodowały, że dotychczasowa polityka stabilizacyjna okazała się zupełnie nieskuteczna. Dotyczyło to zarówno polityki prowadzonej przed współczesnym globalnym kryzysem finansowym, jak i niekonwencjonalnych działań podejmowanych ad hoc już w czasie kryzysu. W literaturze pojawiło się już jednak kilka propozycji, jak powinna być prowadzona polityka stabilizowania koniunktury z uwzględnieniem finansjalizacji współczesnych cykli koniunkturalnych. W niniejszym artykule zostały one omówione i skomentowane.

Spośród licznych wniosków trzy wydają się najistotniejsze. Po pierwsze, najważniejszą funkcją polityki stabilizacyjnej powinna być funkcja prewencyjna w fazie wzrostowej cyklu koniunkturalnego. Ma ona polegać na zapobieganiu boomom kredytowym prowadzącym do powstawania bąbli spekulacyjnych na rynkach nieruchomości i/lub aktywów. Główny ciężar realizacji tego zadania powinien spoczywać na polityce makroostrożnościowej wspomaganej przez politykę pieniężną. Po drugie, w fazie recesji kluczowe znaczenie ma prawidłowe rozpoznanie charakteru tej recesji, gdyż od tego zależy, jak powinna być prowadzona polityka stabilizacyjna. Zwłaszcza recesje bilansowe wymagają specyficznych działań stabilizacyjnych. Po trzecie, polityka stabilizacyjna powinna być rozumiana szerzej niż to się tradycyjnie przyjmuje, tak iż powinno się mówić raczej o polityce gospodarczej.

Wiele aspektów finansjalizacji cykli koniunkturalnych wymaga jeszcze dalszych badań. W szczególności dotyczy to gospodarek wschodzących, w tym i polskiej.

## Bibliografia

- Barczyk R. [2004], *Teoria i praktyka polityki antycyklicznej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Barczyk R., Lubiński M., Małecki W. [2014], *Banki a cykle koniunkturalne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Benes J., Kumhof M. [2012], *The Chicago Plan Revisited*, "IMF Working Paper", WP/12/202.
- Borio C. [2011], *Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward*, "BIS Working Papers", no. 354.
- Borio C. [2012], *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?*, "BIS Working Papers", no. 395.
- Cecchetti S.G., Kharroubi E. [2012], *Reassessing the Impact of Finances on Growth*, "BIS Working Papers", no. 381.
- Chmielewski T., Sławiński A. [2010], *Wykorzystanie instrumentów nadzorczych w polityce makro-stabilizacyjnej*, „Zarządzanie Publiczne”, nr 3(13).
- Claessens S., Kose M.A., Terrones M. [2011a], *Financial Cycles: What? How? When?*, "IMF Working Paper", WP/11/76.

- Claessens S., Kose M.A., Terrones M. [2011b], *How do Business and Financial Cycles Interact*, "IMF Working Paper", WP/11/88.
- Drehmann M., Borio C., Tsatsaronis K. [2012], *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term*, "BIS Working Papers", no. 380.
- Financialisation and the World Economy* [2006], red. G..A. Epstein, Edward Elgar.
- Fisher I. [1933], *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, "Econometrica", no. 4.
- Galati G., Moessler R. [2011], *Macroprudential Policy – a Literature Review*, "BIS Working Papers", no. 337.
- Gołębiowski G., Szczepankowski P. [2015], *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, z. 1.
- Hayek F. [1935], *Prices and Production*, Augustus M. Kelly, New York.
- Iacoviello M. [2014], *Financial Business Cycles*, "Review of Economic Dynamics" (w druku).
- Janus J. [2013], *Niekonwencjonalna polityka pieniężna głównych banków centralnych – diagnoza kryzysów i zagrożeń*, referat na IX Kongres Ekonomistów Polskich, 28–29 listopada, Warszawa.
- Jerman U., Quadrini V. [2012], *Macroeconomic Effects of Financial Shocks*, "American Economic Review", no. 102(1).
- Joyce M., Tong M., Woods R. [2011], *The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact*, "Bank of England Quarterly Review", Q3.
- Kaihatsu S., Kurzumi T. [2010], *Sources of Business Fluctuations: Financial or Technological Shocks*, "Bank of Japan Working Paper Series", no. 10-E-12.
- Kay J. [2010], *Should We Have „Narrow Banking“?*, w: *The Future of Finance. And the Theory That Underpins It*, London School of Economics and Political Sciences, London.
- Koo R.C. [2003], *Balance Sheet Recession*, John Wiley & Sons, Singapore.
- Koo R.C. [2009], *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, Updated, John Wiley & Sons, Singapore.
- Koo R.C. [2011], *The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics*, "Real-World Economic Review", no. 58.
- Koo R.C. [2013], *Balance Sheet Recession as the "Other Half" of Macroeconomics*, "European Journal of Economics and Economic Policies", vol. 10, no. 2.
- Kotlikoff L.J. [2010], *Jimmy Stewart is Dead. Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Lenza M., Pill H., Reichlin L. [2010], *Monetary Policy in Exceptional Times*, "European Central Bank Working Paper Series", no. 1253.
- Lubiński M. [2004], *Analiza koniunktury i badanie rynków*, Elipsa, Warszawa.
- Małecki W. [2014], *Przeciwdziałanie procykliczności sektora bankowego*, „Gospodarka Narodowa”, nr 4.
- Mian A., Sufi A. [2012], *What Explain High Unemployment? The Aggregate Demand Channel*, "NBER Working Paper", no. 47830.
- Mian A., Sufi A. [2013], *Household Balance Sheets, Consumption and the Economic Slump*, Oxford University Press.

- Michalski R. [2004], *Finanse Międzynarodowe. Przewodnik programowy*, Wyższa Szkoła Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa.
- Mises L. von [1953], *The Theory of Money and Credit*, Yale University Press, New Haven.
- Palley T.I. [2007], *Financialisation: What is and Why it Matters*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, "Working Papers", no. 153.
- Polityka pieniężna* [2011], red. A. Sławiński, C.H. Beck, Warszawa.
- Roubini N., Mihov S. [2011], *Ekonomia kryzysu*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Sławiński A. [2006], *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa.
- Sławiński A. [2014], *Zmniejszenie się skuteczności polityki pieniężnej w wyniku recesji wywołanej kryzysem bankowym: Przypadek Japonii i strefy euro*, referat na Konferencję Katedr Finansów organizowaną przez Wydział Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Krynica 22–24 września.
- Sławiński A. [2015], *Shielding Money Creation from Severe Banking Crises: How Useful are Proposals Offered by the Alternative Reform Plans?* *Bank i Kredyt*, nr 46(2).
- Soto J.H. De [2009], *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa.
- Stockhammer E. [2004] *Financialisation and the Slowdown of Accumulation*, "Cambridge Journal of Economics", vol. 28, no. 5.
- The Future of Finance. And the Theory That Underpins It* [2010], London School of Economics and Political Sciences, London.
- Turner A. [2010], *What Do Banks Do? Why Do Credit Booms and Bust Occur and What Can Public Policy Do About It?*, w: *The Future of Finance. and the Theory That Underpins It*, London School of Economics and Political Sciences, London.
- Turner A. [2015] *Between Debt and the Devil: Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press.
- Tymoczko D. [2010], *Działania banków centralnych w czasie kryzysu*, Seminarium BRE-CASE, „Banki centralne w zarządzaniu kryzysem – strategie wyjścia”, Warszawa, 25 listopada.
- Wolf M. [2014], *The Shifts and the Shocks. What We've Learned- and Have Still to Learn- From the Financial Crisis*, Allen Lane, London.
- Żyżyński J. [2006], *System finansowy a gospodarka realna: między służebnością a wyobcowaniem*, „Ekonomista”, nr 4.

## THE “FINANCIALIZATION” OF BUSINESS CYCLES AND ITS CONSEQUENCES FOR STABILIZATION POLICY

### Summary

The purpose of this paper is to interpret the phenomenon of “financialization” of business cycles and identify its consequences, which take the form of indispensable, substantial changes in the way stabilization policy is applied. The paper also aims to present further desirable research directions concerned with both the theory of business cycles and the Polish economy.

To this end, the term, origin, and manifestations of financialization of business cycles is illustrated. Next an attempt is made to propose a “new” stabilization policy taking into account the full complexity of the process of financialization of business cycles based on a critical analysis of both the existing stabilization policy and proposals for changes to this policy that have been put forward in the literature in recent years.

The financialization of business cycles means a radical increase in the importance of financial factors in the generation and course of business cycles. Three of the many conclusions regarding stabilization policy seem to be the most significant. First, the most important role of stabilization policy is prevention in the growth phase of the business cycle – based on preventing credit booms that lead to the emergence of speculative bubbles on the real property and/or asset markets. Second, in the recession phase, it is critical to correctly recognize the nature of this recession as this determines the way stabilization policy should be pursued. In particular, balance sheet recessions require specific stabilization-oriented actions to be taken. Third, stabilization policy should be understood in broader terms than it traditionally is; it should rather be seen in terms of economic policy.

**Keywords:** financialization, business cycles, financial cycles, stabilization policy

**JEL classification codes:** E32, E52, E58, E61, E62, E64, H30

---