

GOSPODARKA NARODOWA

11-12
(267-268)
Rok LXXXIII/XXIV
listopad-grudzień
2013
s. 5-21

Andrzej WOJTYNA*

Kontrowersje wokół charakteru ożywienia po kryzysie finansowym i recesji**

Streszczenie: W dyskusji nad wychodzeniem gospodarki światowej z obecnego kryzysu występuje pewien paradoks. Z jednej strony, z przeprowadzonych już badań teoretycznych, a przede wszystkim empirycznych, wynika dosyć jasno, że proces ten jest zdecydowanie dłuższy w tych przypadkach, gdy recesję poprzedza kryzys finansowy i gdy ma on charakter globalny. Z drugiej strony, od co najmniej trzech lat formułowane były opinie o wejściu gospodarki światowej w fazę ożywienia, które to oceny okazywały się w następnych kwartałach wyraźnie przedwczesne. Nasuwa się więc pytanie, dlaczego wbrew wnioskom z badań, formułowane są – i to w sposób systematyczny – optymistyczne, mało realistyczne oczekiwania co do przyszłego stanu koniunktury.

Celem artykułu jest próba bliższego naświetlenia wskazanego paradoksu. Chodzi więc o próbę pokazania, w jakim stopniu najnowsze badania nad podobnymi epizodami z przeszłości oraz nad obecnym kryzysem pomagają określić warunki sprzyjające wystąpieniu w najbliższych latach trwałego ożywienia. Naturalnym punktem wyjścia jest nawiązanie do niektórych przynajmniej aspektów dyskusji nad charakterem współczesnego cyklu koniunkturalnego. Ten szerszy kontekst, obejmujący też doświadczenia obecnego kryzysu, pozwoli bardziej precyzyjnie przedstawić różne sposoby rozumienia ożywienia gospodarczego. Posłuży to następnie do przedstawienia: a) wyników badań ukierunkowanych na uchwycenie specyficznych cech ożywienia następującego po kryzysach finansowych oraz b) kierunku badań nad możliwością wystąpienia tzw. ożywienia bezkredytowego (*creditless recovery*).

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, recesja, ożywienie, ożywienie bezkredytowe

Kody JEL: E32, E47, F44

Artykuł wpłynął do druku 23 października 2013 r.

* Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Makroekonomii, e-mail: wojtyna@uek.krakow.pl

** Artykuł jest fragmentem pracy zbiorowej, powstałej w ramach badań statutowych prowadzonych przez Katedrę Makroekonomii w Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie. Książka ukaże się nakładem PWE w 2014 r.

Uwagi wstępne

W dyskusji nad wychodzeniem gospodarki światowej z obecnego kryzysu występuje pewien paradoks. Z jednej strony, z przeprowadzonych już badań teoretycznych, a przede wszystkim empirycznych, wynika dosyć jasno, że proces ten jest zdecydowanie dłuższy w tych przypadkach, gdy recesję poprzedza kryzys finansowy i gdy ma on charakter globalny. Z drugiej strony, od co najmniej trzech lat formułowane były opinie o wejściu gospodarki światowej w fazę ożywienia, które to oceny okazywały się w następnych kwartałach wyraźnie przedwczesne. Nasuwa się więc pytanie, dlaczego wbrew wnioskom z badań, formułowane są – i to w sposób systematyczny – optymistyczne, mało realistyczne oczekiwania co do przyszłego stanu koniunktury. Jednym z powodów może być przekonanie, że obecny kryzys jest jednak wyjątkowy lub – by posłużyć się tytułem książki Reinhart i Rogoffa [2009] – „tym razem jest inaczej”. Jeśli tak, to być może niezależnie od skali załamania, wystąpi taki splot korzystnych czynników i okoliczności, który przywróci poprzednie tendencje wzrostowe. Kształtowaniu się takiego przekonania sprzyja dodatkowo bardzo trudna sytuacja, w jakiej znalazła się ekonomia jako dyscyplina naukowa. Jeśli ekonomia ma nadal poważne trudności z wyjaśnieniem mechanizmów obecnego kryzysu, to prawdopodobnie jest ona jeszcze mniej przydatna w zrozumieniu przesłanek ożywienia gospodarczego.

Celem artykułu jest próba bliższego naświetlenia wskazanego paradoksu. Chodzi więc o próbę pokazania, w jakim stopniu najnowsze badania nad podobnymi epizodami z przeszłości oraz nad obecnym kryzysem pomagają określić warunki sprzyjające wystąpieniu w najbliższych latach trwałego ożywienia. Naturalnym punktem wyjścia jest nawiązanie do niektórych przynajmniej aspektów dyskusji nad charakterem współczesnego cyklu koniunkturalnego. Ten szerszy kontekst, obejmujący też doświadczenia obecnego kryzysu, pozwoli bardziej precyzyjnie przedstawić różne sposoby rozumienia ożywienia gospodarczego. Posłuży to następnie do przedstawienia wyników badań ukierunkowanych na uchwycenie specyficznych cech ożywienia następującego po kryzysach finansowych. Kolejna część jest poświęcona węższemu, ale intrygującemu i obiecującemu kierunkowi badań nad możliwością wystąpienia tzw. ożywienia bezkredytowego (*creditless recovery*). Zakończenie zawiera główne wnioski.

Charakter współczesnego cyklu koniunkturalnego

Można zasadniczo uznać, że do obecnego kryzysu badania nad wahaniami koniunkturalnymi były prowadzone dwutorowo. Z jednej strony, dotyczyły one gospodarek wschodzących dotkniętych różnymi rodzajami kryzysów finansowych (kryzys meksykański, kryzys azjatycki, kryzys rosyjski, kryzys argentyński, kryzys turecki i inne). Ze względu na odmienne przyczyny i uwarunkowania poszczególnych kryzysów, każdy z nich był traktowany jako odrębny epizod, który próbowano wyjaśnić za pomocą kolejnych generacji modeli ekonomicznych. Za takim podejściem przemawiało dodatkowo to, że kraje należące do

tej grupy przechodziły proces daleko idących zmian instytucjonalnych i strukturalnych, co bardzo utrudniało powiązanie modeli kryzysów finansowych z tradycyjnymi teoriami cyklu koniunkturalnego. Z drugiej strony, w krajach wysoko rozwiniętych, ze względu na ciągłość i stabilność rozwiązań instytucjonalnych oraz ograniczone znaczenie czynników finansowych w powstawaniu i przebiegu recesji (zresztą płytkich), badania nad wahaniami koniunkturalnymi koncentrowały się tradycyjnie na sektorze realnym.

Ta dychotomia w badaniach znajdowała wyraźne odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu. Jeśli spojrzymy na typową pracę przeglądową poświęconą teorii cyklu koniunkturalnego sprzed około dziesięciu lat (np. [Arnold, 2002]), to właściwie nie znajdziemy tam żadnych odniesień do zmiennych finansowych i do kryzysów finansowych. Omawiane są w niej poglądy pięciu głównych szkół współczesnej makroekonomii, a odniesienia do czynników finansowych (w postaci pewnych niedoskonałości rynku) występują tylko w przypadku nowej ekonomii keynesistowskiej. I odwrotnie, w pracach z tamtego okresu poświęconych modelom kryzysów finansowych, rzadko podejmowana jest próba wkomponowania ich w tradycyjne teorie cyklu koniunkturalnego. Należy jednak zwrócić uwagę, że w niektórych pracach powstałych przed obecnym kryzysem, także polskich autorów, obydwa te główne wątki badań były ujmowane łącznie [Lubiński 2006]¹.

Po wybuchu obecnego kryzysu w 2007 r., a szczególnie po jego wejściu rok później w ostrą fazę po upadku banku Lehman Brothers, stało się jasne, że współczesna ekonomia nie dysponuje teorią, która potrafiłaby wyjaśnić w sposób całościowy skomplikowane relacje, jakie w czasie kryzysu zachodzą między sektorem realnym i sektorem finansowym. Jak zauważa Caballero [2010], ekonomia dysponowała co prawda już całkiem sporą wiedzą cząstkową na temat poszczególnych aspektów tych relacji, ale pochodziła ona z „obrzeży”, a nie z „rdzenia” badań prowadzonych w ramach głównego nurtu. Inaczej mówiąc, słabość polegająca na zbyt słabym uwzględnianiu w analizie makroekonomicznej czynników finansowych dotyczyła w podobnym stopniu wszystkich wiodących szkół współczesnej makroekonomii.

Ze względu na małą przydatność dominujących współcześnie teorii oraz strategii modelowania zjawisk makroekonomicznych w wyjaśnieniu przebiegu obecnego kryzysu, uwaga badaczy w naturalny sposób zwróciła się w kierunku wcześniejszych teorii cyklu koniunkturalnego². Biorąc pod uwagę zakres i charakter załamania jest zrozumiałe, że sięgnięto przede wszystkim do koncepcji powstałych w reakcji na Wielki Kryzys lat 30. XX wieku. W swojej wartościowej pracy Kaletsky [2010, s. 112-120] dokonuje przeglądu starszych i nowszych teorii pod kątem ich przydatności w zrozumieniu obecnego kryzysu. Autor ten

¹ Charakterystyczne jest to, że ta dwutorowość badań w dużej mierze nadal się utrzymuje. Goldstein i Razin [2013] dokonując przeglądu najnowszych badań teoretycznych nad kryzysami finansowymi nie podejmują próby powiązania ich z bardziej ogólną teorią wahań koniunkturalnych.

² Część znanych badaczy głównego nurtu podjęła oczywiście intensywne próby wzbogacenia dominujących modeli o zmienne finansowe (zob. szerzej [Woodford, 2010]).

wyróżnia trzy główne grupy teorii, a w ich ramach pewne węższe koncepcje. Do pierwszej grupy określanej jako inwestycyjna teoria cyklu (*investment-led cycles*) zalicza on teorię szkoły austriackiej oraz teorię Keynesa³. Druga grupa obejmuje teorie akcentujące rolę czynników psychologicznych i niepewności (*cycles driven by investor psychology and uncertainty*). Do tej grupy zaliczona została teoria Minsky'ego, teoria Sorosa, teoria finansów behawioralnych oraz teoria chaosu. Natomiast w trzeciej grupie znalazły się teorie post-keynesistowskie i neo-marksistowskie, które źródła wahań cyklicznych upatrują w podziale dochodu narodowego (*cycles driven by income distribution*).

Zdaniem Kaletsky'ego, dla wyjaśnienia mechanizmu całego cyklu finansowego, najbardziej przydatny jest „amalgamat teorii austriackiej, Sorosa i Minsky'ego” (s. 120), choć zwraca on jednocześnie uwagę, że w odniesieniu do określonych aspektów cyklu bardziej adekwatne mogą być inne spośród wyróżnionych teorii. Przeprowadzona szczegółowa analiza przydatności poszczególnych teorii prowadzi dlatego autora do sformułowania ważnego ogólnego wniosku. Otóż według niego, w obecnej fazie kapitalizmu, określanej przez niego jako „Kapitalizm 4.0), każda poważna teoria próbująca wyjaśnić istotę obecnego kryzysu musi wystrzegać się pretensji do bycia tą jedyną prawdziwą. Na bardziej pełne wyjaśnienie muszą składać się różne teorie, nawet jeśli istnieje wrażenie, że wzajemnie się wykluczają (s. 112-113).

Należy zwrócić uwagę, że choć Kaletsky próbuje uwzględnić w analizie przede wszystkim te teorie, które akcentują interakcje między czynnikami sektora realnego oraz sektora finansowego, to jednak nie odnosi się bezpośrednio do kwestii, w jakim stopniu czynniki finansowe modyfikują przebieg współczesnego cyklu koniunkturalnego. Kwestii tej poświęcony jest artykuł Sinaia [2010]. Wyróżnia on „pięć cech lub istotnych zmian, które przemawiają za ponownym przemyśleniem i przeanalizowaniem cyklu koniunkturalnego”: 1) „czynnik finansowy” w cyklu koniunkturalnym⁴; 2) gospodarka dóbr a gospodarka usług; 3) rynek pracy; 4) globalizacja oraz 5) psychologia i oczekiwania. Pozycja 1 i 5 są przy tym traktowane jako cechy, które zawsze występują, ale znaczenie których nie zawsze jest doceniane, natomiast pozycje 2), 3) i 4) reprezentują zjawiska, które zmieniły strukturę gospodarki. Istotną zaletą przeprowadzonej przez Sinaia analizy zmian w przebiegu cyklu koniunkturalnego jest to, że znaczenie „czynnika finansowego” nie zostało w niej sztucznie wyeksponowane pod wpływem obecnego kryzysu.

Pojawienie się i wzrost znaczenia nowych czynników oddziałujących na przebieg wahań koniunkturalnych oznacza też konieczność poszukiwania nowych

³ Najnowszą interpretację sporu między Hayekiem i Keynesem oraz analizę jego wpływu na późniejszy rozwój ekonomii, a także przydatności obydwu tradycji myślowych w zrozumieniu obecnego kryzysu zawiera praca Wapshotta [2011].

⁴ „Czynnik finansowy”, którego znaczenie w cyklu Sinai uwzględniał już w swoich pracach sprzed dwudziestu lat obejmuje: „system finansowy w jego interakcjach z realną gospodarką, zachowanie instytucji finansowych (...), zasoby i strumienie aktywów i pasywów według sektorów i pozycji bilansowych, ryzyko finansowe różnych sektorów i jego wpływ na ryzyko oraz kredyt, niestabilność finansową i kryzysy finansowe”.

wskaźników, które mogą pomóc podmiotom gospodarczym w podejmowaniu lepszych decyzji. Jeden z interesujących kierunków badań w tym zakresie polega na stworzeniu ram umożliwiających „monitorowanie zjawisk makroekonomicznych w czasie rzeczywistym” (zob. szerzej [Aruoba, Diebold, 2010]).

Część autorów zintensyfikowała ostatnio próby zmierzające do przezwyciężenia dwutorowości badań i pełniejszego uwzględnienia czynników finansowych w cyklu koniunkturalnym. Jednym z autorów, którzy – podobnie jak wspomniany wcześniej Caballero – są mocno przekonani o konieczności radykalnej zmiany w ujmowaniu przez makroekonomię zjawisk finansowych, jest Borio [2012]⁵. Trudno się oczywiście dziwić, że próba podjęta przez tego autora w odniesieniu do problemu cyklu koniunkturalnego przyniosła jak dotąd umiarkowane rezultaty, szczególnie od strony teoretycznej. Wydaje się jednak, że podejście autora nie jest do końca konsekwentne już na poziomie samej klasyfikacji cykli koniunkturalnych. Wychodzi on od tego, że chociaż historycznie rzecz ujmując, pojęcie cykli finansowych (*financial cycles*) jest wcześniejsze od pojęcia cykli koniunkturalnych (*business cycles*), to badania nad tym pierwszym znalazły się stopniowo poza głównym nurtem ekonomii. Można by się więc spodziewać, że podejmowana próba powinna zmierzać w kierunku zbudowania jednolitej, spójnej teorii uwzględniającej interakcje czynników sektora realnego i finansowego. Zamiast tego, przyjęta przez Borio perspektywa polega raczej na przywróceniu cyklom finansowym należnej im pozycji, czyli jej wzmocnieniu w stosunku do tradycyjnych cykli koniunkturalnych. Tak więc dychotomia między dwoma rodzajami cykli i odnoszącymi się do nich teoriami zostaje właściwie utrzymana.

Należy jednak podkreślić, że przyjęta przez Borio strategia badawcza ma przede wszystkim charakter empiryczny i jej głównym celem jest uchwycenie „podstawowych stylizowanych cech” odróżniających cykl finansowy od „tradycyjnego” cyklu koniunkturalnego⁶. Podobną strategię przyjmuje zresztą obecnie większość badaczy, o czym będzie jeszcze mowa w dalszej części rozdziału. Oceniając więc ogólnie badania nad wahaniami koniunkturalnymi można stwierdzić, że główny wysiłek jest obecnie skoncentrowany na analizach empirycznych, natomiast postęp w badaniach teoretycznych jest jeszcze dosyć ograniczony. Na obecnym etapie trudno jest powiedzieć, czy w przyszłości uda się zbudować jednolitą teorię wahań uwzględniających zarówno czynniki realne, jak i finansowe. Nie wiadomo zresztą, czy poszukiwanie takiej teorii będzie znajdować uzasadnienie. Być może znajdzie dosyć jednoznaczne potwierdzenie

⁵ W omawianej pracy Borio pisze, że „makroekonomia bez cyklu finansowego jest jak <Hamlet> bez Księża”.

⁶ Borio analizuje pięć wyróżnionych przez siebie cech cyklu finansowego: 1) jest on najlepiej charakteryzowany przez zachowanie cen kredytu i nieruchomości; 2) ma on znacznie niższą częstotliwość niż tradycyjne cykle koniunkturalne; 3) szczyty cyklu są ściśle powiązane z kryzysami finansowymi; 4) pozwala uchwycić ryzyko wystąpienia napięć finansowych z dużym wyprzedzeniem w czasie rzeczywistym i 5) jego długość i amplituda zależą od systemu polityki ekonomicznej.

teza, że w gospodarce występują dwa rodzaje cykli o odrębnych mechanizmach, które w pewnych okresach wchodzą w bardziej burzliwe interakcje.

Mimo trudności, są jednak podejmowane próby zsyntetyzowania tych poglądów przeciwstawnych szkół współczesnej makroekonomii, które uwzględniają już dotychczasowe lekcje z obecnego kryzysu. Jedną z najbardziej oryginalnych i obiecujących prób zawierają prace Farmera [2010a, 2010b]⁷. Autor ten przyjmuje bardzo pragmatyczne stanowisko. Ogólnie rzecz biorąc, wyraźnie bliższa jest mu tradycja keynesistowska w ekonomii, ale jednocześnie dostrzega wyraźnie jej słabe punkty zarówno w wymiarze teoretycznym, jak i empirycznym. Z drugiej strony dostrzega on bardzo znaczące dokonania przedstawicieli tradycji neoklasycznej, które mimo obecnego kryzysu w dużej mierze zachowują swą ważność. Aby wyjaśnić istotę i usytuowanie w historii myśli ekonomicznej swojego własnego pomysłu na „zakopanie rowu” między obydwoma tradycjami, autor przywołuje koncepcję Minsky’ego. Zdaniem Farmera [2010a, s. 92-93], koncepcja Minsky’ego, który był kontynuatorem myśli Keynesa, daje dużo bardziej prawdziwy obraz funkcjonowania gospodarki niż perspektywa neoklasyczna. Co jednak istotne, Minsky’emu nie udało się pogodzić teorii Keynesa z teorią neoklasyczną. Farmerowi chodzi o to, że Minsky nie wyjaśnił, w jaki sposób powiązać zmiany bezrobocia z bardzo silnymi fluktuacjami na rynku kapitałowym, przy jednoczesnym utrzymaniu założenia, że poszczególne podmioty działają w sposób racjonalny. Istota proponowanego przez Farmera rozwiązania tego problemu jest następująca. Rynek kapitałowy podlega silnym fluktuacjom, ponieważ jest wiele możliwych stanów równowagi bezrobocia zgodnych z konkurencyjnymi rynkami i z racjonalnymi zachowaniami inwestorów, a inwestorzy nie wiedzą w danym okresie, jakie decyzje zostaną podjęte przez inwestorów w przyszłości. Bezrobocie nie oscyluje wokół stałego poziomu naturalnej stopy bezrobocia, lecz wokół zmieniającego się celu, który może pozostawać pod wpływem polityki banku centralnego. Zmiany w bezrobociu pozostają przy tym pod zwrotnym wpływem zmian na rynku kapitałowym, które zależą od wahań poziomu zaufania inwestorów [Farmer, 2010a, s. 92-93].

W innym miejscu [Farmer, 2010a, s. 112-113] autor wyjaśnia bliżej, w jaki sposób jego propozycja pomaga przezwyciężyć istotne różnice w poglądach na temat zachowania rynku kapitałowego (giełdy). Przypomina, że w teorii neoklasycznej ceny aktywów są określane przez racjonalne oczekiwania dotyczące przyszłych fundamentów firmy, podczas gdy keynesiści podkreślają kluczowe znaczenie panującego na rynku zaufania inwestorów⁸. Pogodzenie tych stanowisk uważa za możliwe, jeśli uzna się, że zaufanie inwestorów jest odrębnym niezależnym fundamentem, podobnie jak preferencje, wyposażenie w czynniki produkcji oraz technologia. Jego zdaniem, przyjmowana w tradycji neoklasycznej definicja fundamentów jest niekompletna, ponieważ jeśli nie występuje

⁷ W pierwszej z książek Farmer [2010a] przedstawia swoje poglądy w sposób popularny, natomiast w drugiej koncepcję swoją prezentuje w postaci sformalizowanej. Koncepcja ta jest rozwinięciem ustaleń zawartych w ważnej wcześniejszej książce autora [Farmer, 2003].

⁸ Zarzut keynesistów ma w dużej mierze charakter empiryczny. Zwracają oni uwagę, że wahania na giełdzie są dużo silniejsze niż wynikałoby to ze zmian w fundamentach.

jeden tylko, wynikający z fundamentów stan równowagi bezrobocia, to nie ma także jednego tylko, opartego na fundamentach poziomu ceny akcji. Tak więc przyjęcie tego dodatkowego fundamentu pozwala utrzymać spójność teorii, w której wszystkie wielkości, także ceny akcji, określane są przez fundamenty. Jak podkreśla, wówczas „zaufanie jest niezależnym fundamentem stanowiącym siłę napędową cyklu koniunkturalnego” (s. 113).

Propozycja Farmera idzie znacznie dalej niż inne próby syntetyzowania dorobku różnych szkół. Zazwyczaj propozycje ograniczają się bowiem do ponownego odkrycia poglądów wybitnego ekonomisty i do ewentualnego uwypuklenia innej ich części, bądź też do próby nadania jego dorobkowi innej interpretacji (obecny „renesans” Keynesa, Minsky’ego czy szkoły austriackiej). Czasem niektórym autorom udaje się uogólnić istniejącą teorię poprzez uzupełnienie jej o pewne istotne brakujące elementy. Przykładem może być koncepcja recesji bilansowej (*balance-sheet recession*) Koo [2008] wzbogacająca teorię keynesistowską o mechanizmy zachowań podmiotów gospodarczych, które pozwalają lepiej wyjaśnić przebieg spadkowej fazy w czasie Wielkiego Kryzysu lat 30., stagnacji Japonii po pęknięciu bańki spekulacyjnej w 1993 r., a także powolne wychodzenie z obecnego kryzysu. Trudno jednak uznać, że ta skądinąd interesująca i wartościowa koncepcja przyczynia się w istotny sposób do syntezy dorobku tradycji neoklasycznej i keynesistowskiej.

Różne sposoby rozumienia ożywienia

Wskazane poważne kontrowersje wokół samego charakteru współczesnego cyklu koniunkturalnego oznaczają siłą rzeczy, że trudności interpretacyjne muszą dotyczyć też poszczególnych jego faz. Jest zrozumiałe, że w sytuacji przedłużających się tendencji recesyjnych przedmiotem szczególnego zainteresowania stają się czynniki warunkujące przejście gospodarki do fazy ożywienia. Okazuje się jednak, że w warunkach tak skomplikowanych kryzysów, jak obecny, trudno jest jednoznacznie zdefiniować istotę samego ożywienia. Przejawem tych trudności jest częste występowanie tego pojęcia w połączeniu z różnymi dodatkowymi określeniami sugerującymi określone cechy – np. ożywienie o dwóch prędkościach (*two-speed recovery*), ożywienie kruche (*fragile recovery*) lub anemiczne (*anemic*), ożywienie stopniowe i nierówne (*gradual and uneven recovery*), ożywienie trwałe (*sustained recovery*), ożywienie zrównoważone (*balanced recovery*) ożywienie normalne a bezkredytowe (*normal vs. creditless recovery*), a nawet takie, jak „spowalniające tempo i tak już wolnego ożywienia” (*the slowing of the pace of an already slow recovery*). Często jest też używanie pojęć bardziej lub mniej zbliżonych – np. wychodzenie z kryzysu, niemrawy i wyboisty wzrost (*sluggish and bumpy growth*) czy „niedokończona recesja”. Można wreszcie spotkać się z używaniem na określenie tego samego zjawiska dwu całkiem przeciwstawnych pojęć – przedłużający się kryzys można przecież traktować jako opóźniające się ożywienie. Osobnym interesującym aspektem jest „miękkie” przechodzenie od jednego pojęcia do drugiego bez wyraźnego wskazania, jakimi konkretnymi zjawiskami w sytuacji koniunkturalnej

ralnej zostało to podyktowane. Przykładem mogą być raporty MFW „World Economic Outlook” – numerze kwietniowym z 2011 r. wyraźnie dominuje pojęcie „ożywienie”, natomiast w październikowym już pojęcie „ekspansja”, choć ożywienie w tym roku okazało się „anemiczne”.

Biorąc pod uwagę wspomnianą wcześniej dwutorowość w analizowaniu wahań koniunkturalnych, bardzo istotne staje się rozróżnienie między ożywieniem w sektorze realnym a ożywieniem na rynkach finansowych. Przyjmując, że w tym przypadku ważnym kryterium jest szybkość wychodzenia z kryzysu, to za pokrewne, choć zdecydowanie bardziej obrazowe można przyjąć rozróżnienie między ożywieniem V-kształtnym a „długą i krętą drogą do pełnej normalizacji” [Filardo, 2012]. Przy takich określeniach wątpliwości interpretacyjne przesuwają się oczywiście na pojęcie „pełna normalizacja”.

Trudności ze sprecyzowaniem zakresu znaczeniowego pojęcia „ożywienie” nie pojawiły się oczywiście dopiero w związku z obecnym kryzysem. Podobny problem wystąpił już w badaniach nad charakterem ożywienia po kryzysie azjatyckim. Analizując tę kwestię Cerra i Saxena [2003] przypominają, że we wcześniejszych badaniach ekonometrycznych nad właściwościami cyklu koniunkturalnego w Stanach Zjednoczonych wyodrębniły się dwa stanowiska odzwierciedlające specyfikę zastosowanych dwu typów modeli. Koszty recesji są w każdym z tych typów modeli wyraźnie odmienne, co ma istotne konsekwencje dla sposobu rozumienia ożywienia. W pierwszym z nich (typu Hamiltona), zmianie „reżimu”, z dodatniego na ujemny, podlega stopa wzrostu tzw. trwałego komponentu stochastycznego trendu produkcji. Dlatego przejście gospodarki do „stanu” z ujemnym tempem wzrostu oznacza trwały ubytek PKB. Natomiast w drugim z nich (typu Friedmana), zmiana „reżimu” dotyczy tzw. komponentu przejściowego. Po ustąpieniu silnego ujemnego szoku przejściowego, produkcja powraca do trendu w trakcie ożywienia cechującego się wysokim tempem wzrostu. W przypadku recesji tego typu ubytek PKB ma więc charakter przejściowy⁹. Zdaniem Cerry i Saxeny, chociaż w obydwu przypadkach ożywienie jest V-kształtne, to z modelu typu Friedmana wynika, że w fazie ożywienia tempo wzrostu powinno być szybsze niż w trakcie normalnej ekspansji.

Należy zwrócić uwagę, że w odniesieniu do tak poważnych kryzysów, jak obecny, dylematy interpretacyjne stają się jeszcze poważniejsze, ponieważ bardzo realna staje się trzecia możliwość, a mianowicie, że po kryzysie gospodarka nie powróci do poprzedniego długookresowego tempa wzrostu niezależnie od tego, czy ubytek PKB związany z samym kryzysem będzie mieć charakter trwały czy przejściowy. Można wskazać na kilka możliwych przyczyn spowolnienia długookresowego tempa wzrostu (zob. szerzej [BIS, 2009, s. 70-71]). Teoretycznie możliwa, choć mniej prawdopodobna, jest też oczywiście sytuacja odwrotna.

⁹ Uprzedzając w tym wypadku omówienie wyników innych badań empirycznych, warto w tym miejscu zauważyć, że we wszystkich badanych przez autorów sześciu krajach (Filipiny, Hong Kong, Indonezja, Korea Płd., Malezja i Singapur) skutkiem kryzysu azjatyckiego był trwałego ubytek poziomu PKB.

Stanie się tak wówczas, jeśli efektem kryzysu będzie nasilenie reform instytucjonalnych, które trwale zwiększą efektywność funkcjonowania gospodarki.

Kluczowe znaczenie przy ocenie charakteru ożywienia ma kwestia, w jakim stopniu i w jaki sposób jego charakter zależy od charakteru kryzysu. Można wskazać na kilka szczegółowych aspektów tej zależności:

- czy charakter kryzysu ma silniejszy wpływ na przebieg ożywienia niż cechy instytucjonalne i strukturalne danej gospodarki?
- czy jeśli kryzys dotyka w pierwszej kolejności sektor finansowy a potem sektor realny, to czy podobna sekwencja zdarzeń występuje też w fazie ożywienia?
- czy po nietypowym kryzysie może nastąpić typowe ożywienie?
- czy w ożywieniu po nietypowym kryzysie wkład poszczególnych sektorów jest bardziej zróżnicowany, czyli czy jest ono mniej zrównoważone, nawet jeśli siła ożywienia jest podobna jak w typowym kryzysie?
- czy kanały transmisji impulsów koniunkturalnych między krajami wysoko rozwiniętym a gospodarkami wschodzącymi działają podobnie w fazie recesji lub kryzysu i w fazie ożywienia?
- czy potencjał gospodarek wschodzących jest na tyle silny, aby im zapewnić trwałe ożywienie, nawet jeśli kraje rozwinięte pozostaną w recesji lub stagnacji?
- w jakim stopniu większa odporność gospodarki na niekorzystne szoki pomaga w fazie ożywienia, nawet jeśli siłą rzeczy jest ono wówczas mniej spektakularne?
- czy ożywienie po silnym spowolnieniu wzrostu przebiega odmiennie niż po recesji przy analogicznym osłabieniu wzrostu mierzonym w punktach procentowych?
- w jakim stopniu ożywienie jest wywoływane i podtrzymywane przez antycykliczną politykę makroekonomiczną (a w tym przez efekty mnożnikowe)?
- czy narzędzia polityki, które w największym stopniu przyczyniają się do zakończenia kryzysu to te same, które najlepiej służą trwałemu ożywieniu?

Niezależnie od wskazanych kwestii utrudniających trafną interpretację charakteru ożywienia, w badaniach empirycznych konieczne staje się jego jednoznacznie zdefiniowanie. Ceną tego są ograniczenia w porównywalności uzyskanych wyników przez różnych autorów wynikające z arbitralności przyjętych definicji oraz wykorzystanych w analizie wskaźników koniunktury. W pracy Cerry, Panizy i Saxeny [2009] ożywienie jest na przykład definiowane poprzez liczbę lat od dna recesji, w których tempo wzrostu jest wyższe niż w późniejszej fazie ekspansji.

Czynniki wpływające na charakter ożywienia

Mimo że obecny kryzys był dla ekonomistów bardzo dużym zaskoczeniem, to szybko zdali sobie sprawę, że konieczne jest podjęcie szybkich i zdecydowanych działań, nawet przy bardzo niepełnym zrozumieniu jego przyczyn i mechanizmów. Zachowanie polityków gospodarczych było bardzo pragma-

tyczne i miało niewiele wspólnego z dominującymi teoretycznymi poglądami głównego nurtu ekonomii na temat wahań koniunkturalnych i zasad dobrej polityki makroekonomicznej. Pragmatyzm polegał w tym przypadku głównie na poszukiwaniu porównywalnych doświadczeń z przeszłości. Ponieważ tym razem kryzys finansowy wystąpił w krajach wysoko rozwiniętych, to właściwie jedynym historycznym punktem odniesienia mógł być tylko Wielki Kryzys lat 30. Stąd sięgnięcie do dorobku stanowiącego teoretyczne uogólnienie doświadczeń tamtego kryzysu i tym samym do narzędzi obiecujących ograniczenie możliwych skutków kryzysu.

Jak wynika z wcześniejszych rozważań, trudno jest oczekiwać szybkiego przełomu w badaniach teoretycznych, który mogłyby zaowocować nową ogólną teorią nie tylko syntetyzującą dorobek tradycji neoklasycyzmu i keynesistowskiej, ale również uwzględniającą najbardziej wartościowe elementy szkół spoza głównego nurtu. W tej sytuacji, nie czekając na przełom teoretyczny i zdając sobie sprawę, że adekwatność i przydatność lekcji z Wielkiego Kryzysu jest jednak ograniczona, ekonomiści skierowali główny wysiłek na porównawcze badania empiryczne. Szybkiemu rozwojowi tych badań sprzyjało przede wszystkim to, że kryzys nie tylko się przedłużał wchodząc w kolejne fazy i obejmując kolejne sektory, ale także rozprzestrzenił się na inne grupy krajów. W miarę upływu czasu ujawniały się więc specyficzne cechy przebiegu kryzysu w poszczególnych krajach, co tym bardziej zwiększało zainteresowanie badaniami o charakterze porównawczym.

Mimo stosunkowo krótkiego okresu pojawiło się już wiele wartościowych publikacji starających się pokazać, od jakich czynników zależy szybkość i siła ożywienia. Wyniki tych badań można próbować przedstawić na dwa sposoby. Pierwszy polegałby na wyszczególnieniu czynników wpływających na ożywienie i następnie na omówieniu w odniesieniu do każdego z nich wyników badań prowadzonych przez różnych autorów. Drugie i przyjęte poniżej rozwiązanie polega na omówieniu wyników badań prowadzonych przez poszczególnych autorów i pokazaniu, jakie było relatywne znaczenia analizowanego czynnika lub czynników. Za przyjęciem tego drugiego rozwiązania przemawia przede wszystkim wspomniana już różnorodność stosowanych podejść, która utrudnia porównywalność rezultatów odnoszących się do danego czynnika.

Poniższy przegląd wyników prowadzonych badań ma w dużym stopniu selektywny charakter. Choć nie zawsze możliwe i zasadne jest oddzielenie badań nad kryzysem czy recesją od badań nad ożywieniem, to wybrane zostały te opracowania, które wyraźnie koncentrują się na fazie ożywienia¹⁰. Starano się też uwzględnić głównie te badania, które pokazują specyficzne cechy ożywienia w gospodarkach wschodzących. Część tych badań rzuca też światło na charakterystyczne cechy obecnego ożywienia. Badania koncentrujące się

¹⁰ Jest oczywiście wiele prac, w których w ślad za monumentalnym dziełem Reinhart i Rogoffa [2009], podejmowana jest próba oceny, w jakim stopniu wystąpienie kryzysu finansowego przedłuża i pogłębia recesję w sektorze realnym. Jednym z przykładów odnoszących się do gospodarek wschodzących jest książka Kose'go i Prasada [2010].

na ważnym aspekcie obecnego ożywienia, a mianowicie na roli, jaką odgrywają w nim trudności w dostępie do kredytu, przedstawione zostaną osobno, w następnym podrozdziale.

W badaniach nad ożywieniem ważne miejsce zajmują prace Cerry i Saxeny, autorów systematycznie zajmujących się tą problematyką. W tym miejscu warto przybliżyć pracę, w której autorzy (wraz z innym współpracownikiem), próbują pokazać na dużej próbie krajów¹¹, że polityka makroekonomiczna oraz struktura gospodarki oddziałują na szybkość ożywienia oraz pozwalają ograniczyć uporczywość w oddziaływaniu szoku [Cerra, Panizza, Saxena, 2009]. Ogólnie okazuje się, że tempo wzrostu jest w latach ożywienia wolniejsze niż w późniejszych latach ekspansji. Różnica ta jest największa w krajach rozwiniętych i wynosi 1 pkt proc., a w krajach rozwijających się (bez subsaharyjskich) wynosi ona 0,75 pkt. proc. Oznacza to, że trudno w tych krajach mówić o wyraźnym „odbiciu” wzrostu po recesji. W odniesieniu do roli polityki makroekonomicznej w ożywieniu autorzy uzyskali następujące wyniki:

- ekspansywna polityka pieniężna jest bardzo silnym narzędziem ożywienia w krajach rozwiniętych, ale nie w rozwijających się;
- ekspansywna polityka fiskalna wywiera silny wpływ na ożywienie zarówno w krajach rozwiniętych, jak i w rozwijających się (poza subsaharyjskimi)¹², natomiast w tych ostatnich wyjście z recesji przyspiesza pomoc zagraniczna.

Między innymi ze względu na występujące w Polsce kontrowersje wokół kosztów i korzyści przystąpienia do strefy euro, interesujące są uzyskane przez autorów rezultaty dotyczące wpływu, jaki na przebieg ożywienia ma obowiązujący system kursowy (kurs płynny, stały lub pośredni). Okazuje się, że system kursu płynnego ułatwia wyjście z recesji, mimo że nie jest on najbardziej korzystny dla wzrostu w długim okresie. Stopa wzrostu w trakcie ożywienia jest przy tym systemie o 1 pkt. proc. wyższa niż przy dwu pozostałych systemach. Różnica między krajami rozwiniętymi a rozwijającymi się dotyczy tego, że w przypadku tej drugiej grupy krajów silny niekorzystny wpływ na przebieg ożywienia występuje przy pośrednim systemie kursowym, co wydaje się potwierdzać znaną tezę o przewadze rozwiązań krańcowych¹³. Co istotne, rezultatu ten zachowuje swą ważność także po uwzględnieniu przypadków recesji i ożywienia związanych z występowaniem kryzysów walutowych.

Stosunkowo niewielki wpływ na przebieg ożywienia okazały się mieć zmienne charakteryzujące strukturę rynku pracy oraz stopień liberalizacji obrotów kapitałowych. Natomiast zaskakujący wynik dotyczy wpływu otwartości

¹¹ Badaniem objętych zostało 197 krajów w okresie 1960-2005, co daje łącznie 5482 obserwacji. Kraje zostały podzielone na trzy podgrupy: kraje rozwinięte, kraje rozwijające się bez krajów Afryki Subsaharyjskiej oraz kraje Afryki Subsaharyjskiej. Najwięcej badań autorzy przeprowadzili na „ulubionej podgrupie”, która pomija kraje poniżej miliona mieszkańców, ponieważ kraje te cechują najsilniejsze wahania. W tej podgrupie było 550 epizodów ożywienia, z czego 63 w krajach rozwiniętych, 258 w innych krajach rozwijających się oraz 229 w krajach Afryki Subsaharyjskiej.

¹² Wzrost deficytu budżetowego o 1% PKB zwiększa odbicie wzrostu po recesji o 0,12 pkt. proc.

¹³ Zależności tej autorzy nie stwierdzili w odniesieniu do krajów rozwiniętych.

gospodarki mierzonej relacją obrotów handlowych do PKB. Z analizy wynika, że wzrost tej relacji o 10 pkt. proc. obniża tempo ożywienia o 0,17 pkt. proc. Ta niekorzystna zależność utrzymuje się także po uwzględnieniu wpływu wzrostu gospodarczego u partnerów handlowych oraz możliwości, że gospodarki bardziej otwarte przechodzą przez bardziej łagodnie recesje i dlatego też ożywienie jest tam wolniejsze. Możliwe wyjaśnienie autorzy upatrują w niższej skuteczności polityki fiskalnej (słabszego efektu mnożnikowego) w gospodarce otwartej.

Natomiast z punktu widzenia oceny charakteru obecnego kryzysu najważniejsza jest ta część analizy, w której autorzy porównują szybkość ożywienia po recesjach powiązanych z występowaniem kryzysów bankowych z pozostałymi przypadkami recesji. Podobnie jak w przypadku wpływu systemu kursowego, tak i tutaj rysuje się wyraźna różnica między wpływem na długookresowy wzrost i na przebieg ożywienia. Występowanie kryzysu bankowego obniża statystycznie znacząco wzrost długookresowy w krajach uprzemysłowionych, choć nie w krajach rozwijających się. Natomiast w tej drugiej grupie krajów (bez krajów subsaharyjskich) tempo wzrostu w trakcie ożywienia po recesji powiązanej z kryzysem bankowym jest o 1,25 pkt. proc. niższe niż w zwykłych recesjach.

Uwzględnienie kryzysów bankowych modyfikuje też wnioski dotyczące skuteczności polityki makroekonomicznej. Wzrasta dodatkowo skuteczność (o 0,3 pkt. proc.) polityki fiskalnej, ale ten korzystny efekt dotyczy przede wszystkim krajów uprzemysłowionych. Natomiast w krajach rozwijających się jeszcze silniejszy niż w typowych recesjach staje się korzystny wpływ płynnego kursu na przebieg ożywienia.

Dużą zaletą omawianej pracy jest to, że jej autorzy próbują uchwycić kilka czynników, od których może zależeć przebieg ożywienia i porównują ich oddziaływanie w odniesieniu do dwu rodzajów kryzysu. W pracy tej nie został jednak objęty analizą obecny kryzys i początki następującego po nim ożywienia. Z kolei w pracy Tsangaridesa [2010], uwaga jest skoncentrowana co prawda na jednym, ale bardzo ważnym dla gospodarek wschodzących aspekcie – na znaczeniu przyjętego przez nie systemu kursowego. Dzięki skoncentrowaniu się na jednym czynniku można było przyjąć bardziej szczegółową typologię systemów walutowych i to w odniesieniu do bardziej jednorodnej grupy 50 krajów. Uwzględniony mógł też zostać początkowy okres ożywienia po obecnym kryzysie.

Główny wniosek z analizy Tsangaridesa dotyczy asymetrii cechującej związek między rodzajem systemu kursowego a wzrostem gospodarczym w czasie kryzysu i w trakcie ożywienia. W czasie kryzysu kraje ze stałym kursem osiągnęły podobne wyniki w zakresie wzrostu jak kraje z kursem płynnym. Natomiast w okresie ożywienia lat 2010-2011 wyraźnie lepszą sytuację miały kraje z kursem płynnym. Istotną rolę w ożywieniu odegrał też wzrost w krajach będących ważnymi partnerami handlowymi. Wyjaśnienia zaobserwowanej asymetrii autor dopatruje się głównie w tym, że w początkowym okresie ożywienia nie mogły się jeszcze ujawnić skutki podjętych fiskalnych działań dostosowawczych, w związku z czym główna rola przypadła czynnikowi kursowemu. Na uzyskane wyniki miało też wpływ to, że po wybuchu kryzysu znaczna część krajów uela-

styczeń w różny sposób system kursowy, co komplikuje zaklasyfikowanie ich do właściwej grupy¹⁴. Asymetrii nie stwierdzono natomiast w odniesieniu do roli kanałów międzynarodowych. Powiązania handlowe i finansowe z zagranicą wzmacniały co prawda niekorzystne tendencje w zakresie wzrostu, ale w okresie ożywienia przyczyniały się do jego szybszego tempa.

Dotychczas omówione w tym podrozdziale badania dotyczyły bądź doświadczeń historycznych, bądź tylko początków ożywienia po obecnym kryzysie. Jak wspomniano jednak w uwagach wstępnych, nadejście ożywienia wyraźnie się opóźnia. Łatwo więc zrozumieć, że zainteresowanie badaczy kieruje się coraz bardziej w stronę poszukiwania specyficznych czynników, które pomogłyby wyjaśnić to zjawisko. Jedną z pierwszych prób w tym zakresie jest praca Blooma, Kose'a i Terronesa [2013]. Autorzy ci wychodzą od stwierdzenia, że obecne ożywienie jest zaskakująco słabe, nawet jeśli uwzględni się bariery, na które wskazują prowadzone badania: oddłużanie się podmiotów, słabą ekspansję kredytową utrzymujące się problemy na rynku nieruchomości. Dodatkowego wyjaśnienia dostarcza według nich specyficzna cecha obecnego ożywienia, a mianowicie okresy istotnego wzrostu niepewności, która ogranicza aktywność gospodarczą. W przypadku przedsiębiorstw niepewność ta dotyczy przede wszystkim przyszłego kształtu otoczenia fiskalnego i regulacyjnego, prowadząc do odsuwania w czasie inwestycji oraz rekrutacji pracowników. Zdaniem autorów, choć trudno jest ustalić kierunek zależności przyczynowej między niepewnością a cyklem koniunkturalnym oraz oszacować sam poziom niepewności, to jednak są już wyniki badań, które pokazują jej istotny wpływ na procesy wzrostu. Okazuje się, że nawet stosunkowo niewielkiemu wzrostowi niepewności (o jedno odchylenie standardowe) towarzyszy obniżenie tempa wzrostu gospodarczego o 0,4-1,25 pkt. proc. (w zależności od przyjętej miary niepewności makroekonomicznej). Prowadzone badania wskazują też, że recesje, którym towarzyszy wysoki poziom niepewności są często głębsze niż typowe recesje. Analogiczna zależność występuje w okresach ożywienia – przy wyższej niepewności są one wyraźnie słabsze. Od początku obecnego kryzysu mierniki niepewności odnoszące się do polityki ekonomicznej utrzymują się w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro na „uparcie wysokim” poziomie, co zdaniem autorów, pomaga wyjaśnić, anemiczność obecnego ożywienia.

Próby uchwycenia specyfiki obecnego ożywienia w późniejszej już fazie podejmują też Loungani, Kose i Terrones [2012]. Ich zdaniem, ożywienie w gospodarce światowej ma podobny przebieg jak w poprzednich epizodach, mimo że recesja w 2009 r. była wyjątkowo silna. Zwracają jednak uwagę, że ten ogólny obraz maskuje bardzo istotne różnice między przebiegiem obecnego ożywienia w krajach rozwiniętych i w gospodarkach wschodzących. Z przeprowadzonych przez autorów badań wynika, że w tej pierwszej grupie krajów

¹⁴ Autor zwraca uwagę, że jeśli kursy stałe są powiązane z powstaniem bańki na rynku aktywów, która następnie pęka, powodując załamanie koniunktury i jednocześnie przejście na kurs płynny, to byłoby błędem przypisywanie zmianie systemu kursowego winy za słaby wzrost gospodarczy.

jest ono najsłabsze w porównaniu z wcześniejszymi epizodami, natomiast w tej drugiej – najsilniejsze¹⁵. Główna przyczyna różnic między krajami polega na tym, że w okresie przed kryzysem gospodarki wschodzące przyjęły odpowiednie instytucjonalne ramy polityki makroekonomicznej oraz podjęły reformy strukturalne, dzięki czemu miały przestrzeń dla zastosowania działań antycyklicznych.

Hipoteza ożywienia bezkredytowego

W badaniach nad czynnikami warunkującymi przebieg ożywienia część ekonomistów wyodrębnia i uwypukla rolę kredytów i w ślad za tym wprowadza do dyskusji pojęcie ożywienia bezkredytowego (*creditless recovery*). Można zastanawiać się, czy wyodrębnienie tej kategorii jest rzeczywiście uzasadnione, jako że zachowanie się kredytu zajmuje zazwyczaj kluczowe miejsce w wyjaśnianiu przebiegu obecnego kryzysu. Niektórzy autorzy używali nawet określenia „wielki kryzys kredytowy”, by oddać istotę obecnego kryzysu [Almunia *et al.*, 2009], a inni traktują rolę kredytu jako w zasadzie najważniejszą jego przyczynę¹⁶. Są jednak dosyć istotne argumenty przemawiające za wyodrębnieniem tego kierunku badań. Jednym z nich jest prowadzenie analizy przebiegu kryzysu i ożywienia na poziomie sektorów gospodarki, które różnią się między sobą pod względem zakresu korzystania z kredytu.

Dwie prace można uznać za reprezentatywne dla badań nad „ożywieniem bezkredytowym”. Abiad, Dell’Ariccia i Li [2011] wychodzą od tego, że ożywienie może mieć taki charakter, ponieważ barierą jest albo dostępność kredytu, albo brak popytu na kredyt. Obydwa te zjawiska wywołują różne skutki na poziomie mikro- i makroekonomicznym, przy czym tylko w pierwszym przypadku oznacza to nieefektywność w funkcjonowaniu rynków. W przeprowadzonej analizie empirycznej, autorzy definiują ożywienia bezkredytowe jako epizody, w których wzrost realnego kredytu jest ujemny w trzech pierwszych latach po recesji. Okazuje się, że tak zdefiniowane zjawisko nie jest bardzo rzadkie – występuje ono po 1/5 recesji w przyjętej szerokiej próbce obejmującej 48 krajów w okresie 1964-2004. Ważny wniosek dotyczy związku częstotliwości występowania tego typu ożywienia z charakterem poprzedzających go zjawisk. Z analizy wynika, że częstotliwość ta ulega podwojeniu zarówno w przypadku wcześniejszego boomu kredytowego, jak i kryzysu bankowego. Natomiast gdy obydwie te zjawiska współwystępują, to wystąpienie ożywienia bezkredytowego jest prawie pewne. Kryzysy walutowe i zadłużeniowe mają mniejszy wpływ, a ich współwystępowanie z kryzysem bankowym nie zwiększa znacząco prawdopodobieństwa tego typu ożywienia. Okazuje się także, zgodnie zresztą z przewidywaniem, że jeśli przyczyną ożywienia bezkredytowego są zaburzenia w pośrednictwie

¹⁵ Wyjątkiem są „europejskie gospodarki wschodzące”, w których przebieg ożywienia jest podobny do krajów rozwiniętych.

¹⁶ M.in. Taylor [2012] dowodzi, że boom kredytowy jest ważniejszym predyktorem kryzysów finansowych (także obecnego) niż stany globalnej nierównowagi, a Duncan [2012] w nadmiernej akcji kredytowej upatruje główną przyczynę problemów współczesnego kapitalizmu.

finansowym, to ich skutki są nieproporcjonalnie silniej odczuwane przez sektory, które polegają silniej na finansowaniu zewnętrznym.

Choć objęty analizą okres nie obejmuje obecnego kryzysu, to zdaniem autorów, z przeprowadzonego badania płyną wnioski na temat charakteru przewidywanego po nim ożywienia. Ponieważ w obecnym kryzysie zakres niekorzystnych zjawisk finansowy jest bardzo duży, to można oczekiwać, że w kilku krajach wystąpi ożywienie bezkredytowe. To z kolei oznacza, że ożywienie będzie powolne.

Do podobnych wniosków dochodzi też Kannan [2010]. Również przeprowadzona przez niego analiza pokazuje, że sektory w większym stopniu uzależnione od kredytu osiągają słabszy wzrost w trakcie ożywienia, jakie następuje po kryzysie bankowym. Wniosek ten ma jednak charakter mniej uniwersalny, ponieważ badanie to przeprowadzone zostało tylko na próbie krajów rozwiniętych.

Uwagi końcowe

Omówione kierunki prowadzonych badań pozwalają sformułować kilka uwag:

1. Mimo pewnego postępu w badaniach, ciągle brak jest ogólnych ram teoretycznych pozwalających zsyntetyzować tradycyjny kierunek badań nad cyklem koniunkturalnym, koncentrujący się głównie na sektorze realnym, z badaniami nad kryzysami finansowymi i nad cyklami finansowymi. Trudności te wynikają w dużej mierze z bardziej ogólnej słabości współczesnej makroekonomii, polegającej na wysoce niepełnym uwzględnianiu w dominującej klasie modeli zmiennych odzwierciedlających funkcjonowanie sektora finansowego. Ciągle niewielki jest też stopień inkorporowania przez główny nurt osiągnięć szkół nieortodoksyjnych i to nawet tych, które bardzo znacząco przyczyniły się do zrozumienia charakteru obecnego kryzysu.
2. Stosunkowo niewielki postęp w badaniach teoretycznych nad wahaniami koniunkturalnymi nie okazał się jak dotąd poważną barierą dla rozwoju badań empirycznych nad przebiegiem obecnego kryzysu. Nastąpiła wręcz eksplozja tych badań, a dzięki zastosowaniu pomysłowych strategii badawczych udało się uzyskać ważne poznawczo rezultaty, szczególnie w analizach porównawczych. Jeśli jednak nie nastąpi w najbliższym czasie istotny przełom w badania teoretycznych, to coraz trudniej będzie nadać wynikom badań empirycznych pogłębioną interpretację, która mogłaby się okazać pomocna w zapobieganiu poważnym kryzysom w przyszłości.
3. Trudności w wyjaśnieniu opóźniającego się ożywienia po obecnym kryzysie dowodzą dosyć dobitnie, że praktyczna przydatność bardzo skądinąd interesujących rezultatów rozległych badań empirycznych jest dosyć mała, jeśli tylko w ograniczonym stopniu służą one testowaniu alternatywnych hipotez teoretycznych pozwalających zrozumieć mechanizmy wahań koniunkturalnych.

Bibliografia

- Abiad A., Dell'Ariccia G., Li B., [2011], *Creditless Recoveries*, IMF Working Paper WP/11/58.
- Almunia M., Bénéntrix A.S., Eichengreen B., O'Rourke K.H., Rua G., [2009, November], *From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons*, NBER Working Paper No. 15524.
- Arnold L.G., [2002], *Business Cycle Theory*, Oxford University Press, Oxford.
- Aruoba S.B., Diebold F.X., [2010], *Real-Time Macroeconomic Monitoring: Real Activity, Inflation, and Interactions*, „American Economic Review”, No. 2.
- BIS, [2009, 29 June], *79th Annual Report*, Bank for International Settlements, Basel.
- Bloom N., Kose M.A., Terrones M.E., [2013, March], *Held Back by Uncertainty*, „Finance & Development”.
- Borio C., [2012, December], *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?*, BIS Working Paper No. 395.
- Caballero R.J., [2010], *Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome*, „Journal of Economic Perspectives”, No. 4.
- Cerra V., Saxena S.C., [2003], *Did Output Recover from the Asian Crisis?*, IMF Working Paper WP/03/48.
- Cerra V., Panizza U., Saxena S.C., [2009], *International Evidence on Recovery from Recessions*, IMF Working Paper No. WP/09/183.
- Duncan R., [2012], *The New Depression. The Breakdown of the Paper Money Economy*, Wiley, Singapore.
- Farmer R.E.A., [2003], *The Macroeconomics of Self-fulfilling Prophecies*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Farmer R.E.A., [2010a], *How the Economy Works. Confidence, Crashes and Self-fulfilling Prophecies*, Oxford University Press, Oxford.
- Farmer R.E.A., [2010b], *Expectations, Employment and Prices*, Oxford University Press, Oxford.
- Filardo A., [2012, April], *Ensuring Price Stability in Post-crisis Asia: Lessons from the Recover*, BIS Working Paper No. 378.
- Goldstein I., Razin A., [2013, January], *Review of Theories of Financial Crises*, NBER Working Paper No. 18670.
- Kaletsky A., [2010], *Capitalism 4.0. The Birth of a New Economy*, Bloomsbury, London.
- Kannan P., [2010, March], *Credit Conditions and Recoveries from Recessions Associated with Financial Crises*, IMF Working Paper No. WP/10/83.
- Koo R., [2008], *The Holy Grail of Macroeconomics. Lesson's from Japan's Great Recession*, Wiley, Singapore.
- Kose M.A., Prasad E.S., [2010], *Emerging Markets. Resilience and Growth Amid Global Turmoil*, Brookings Institution Press, Washington, D.C.
- Loungani P., Kose M.A., Terrones M.E., [2012, 24 April], *Divergence of Fortunes in Recoveries*, „Vox” (www.voxeu.org/article/divergence-fortunes-recoveries).
- Lubiński M., [2006], *Teoria cyklu koniunkturalnego a kryzysy finansowe*, [w:] R. Barczyk, L. Kąsek, M. Lubiński, K. Marczewski, *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*, PWE, Warszawa.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S., [2009], *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Sinai A., [2010], *The Business Cycle in a Changing Economy: Conceptualization, Measurement, Dating*, „American Economic Review”, No. 2.
- Taylor A.M., [2012, December], *External Imbalances and Financial Crises*, NBER Working Paper No. 18606.
- Tsangarides C., [2010], *Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Countries*, IMF Working Paper No. WP/10/242.
- Wapshott N., [2011], *Keynes – Hayek. The Clash That Defined Modern Economics*, Norton, New York.
- Woodford M., [2010], *Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis*, „Journal of Economic Perspectives”, No. 4.

CONTROVERSY OVER THE NATURE OF RECOVERY FROM FINANCIAL CRISIS AND RECESSION

Summary

The article focuses on the ongoing debate about whether or not the global economy has already started to recover from the latest financial crisis.

On the one hand, the author says, both theoretical and empirical work suggests that the process of recovery usually takes much longer when a recession is preceded by a financial crisis and when it is a global phenomenon. On the other hand, for at least three years, various experts have been pointing to signs of recovery in the global economy even though quarterly statistics do not confirm that recovery is indeed around the corner. Why has this optimistic and unrealistic assessment of the situation prevailed despite hard data to the contrary? – Wojtyna asks.

The article attempts to shed light on this paradox. The author's aim is to show how recent research on similar historical episodes and on the latest crisis can help identify the necessary conditions for a sustainable recovery. The author starts out with a discussion of selected aspects of contemporary business fluctuations. In this broad context, which also includes the latest crisis, Wojtyna compares different definitions of the recovery phase. Against this background, he discusses selected research efforts aimed at identifying specific features of recovery from a financial crisis. These efforts include a promising line of research on what has become known as "creditless recovery."

Keywords: financial crisis, recession, recovery, creditless recovery

JEL classification codes: E32, E47, F44
