

GOSPODARKA NARODOWA

9
(241)
Rok LXXX/XXI
wrzesień
2011
s. 1-21

Andrzej WOJTYNA*

Standardowe i niestandardowe działania antykryzysowe w gospodarkach wschodzących**

Uwagi wstępne

Celem artykułu jest omówienie i ocena kierunków najnowszych badań nad polityką stabilizacyjną prowadzoną w czasie obecnego kryzysu przez kraje na średnim poziomie rozwoju. Podjęta jest w nim przede wszystkim próba pokazania, czy i w jakim zakresie polityka ta oparta została na działaniach standardowych (konwencjonalnych, ortodoksyjnych), a w jakim na niestandardowych (niekonwencjonalnych, nieortodoksyjnych). Aby pojęcia te mogły być przydatne w prowadzonej analizie konieczne jest najpierw sprecyzowanie ich zakresu znaczeniowego oraz wskazanie na ich związki z innymi sposobami klasyfikowania działań antykryzysowych, co jest celem drugiej części artykułu¹.

W trzeciej części omówiono niektóre wyniki badań nad odpornością (podatnością) gospodarek wschodzących na kryzys, która to kwestia była głównym przedmiotem zainteresowania w poprzedniej pracy [Wojtyna, 2011]. Za powrotem do tej problematyki przemawiają następujące względy. Po pierwsze, pojawiły się najnowsze publikacje oparte na udoskonalonych metodach analizy i obejmu-

* Autor jest pracownikiem Katedry Makroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, e-mail: wojtynaa@uek.krakow.pl. Artykuł wpłynął do redakcji w sierpniu 2011 r.

** Jest to fragment pracy zbiorowej powstałej w ramach badań statutowych prowadzonych w Katedrze Makroekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, złożonej do druku w Polskim Wydawnictwie Ekonomicznym.

¹ Nacisk został położony na narzędzia i działania niekonwencjonalne. Narzędzia konwencjonalne omawiają m.in. Ishi *et al.* [2009, Annex 1]. W odniesieniu do polityki banków centralnych definiują je oni jako te, które stosowane były zazwyczaj w minionym dwudziestoleciu, gdy upowszechnił się standard wyższej niezależności i przejrzystości ich polityki.

jące dłuższe już szeregi czasowe. Po drugie, te najnowsze badania pogłębiają zrozumienie przyczyn i skutków kryzysu, co pozwala pełniej ocenić adekwatność zastosowanych narzędzi. Po trzecie, wyniki tych badań uwzględniają już częściowo efekty zastosowanej polityki, co stanowi bezpośredni przedmiot zainteresowania niniejszej pracy. W części trzeciej uwaga zostanie też skoncentrowana na wybranych badaniach teoretycznych i empirycznych, z których płyną interesujące wnioski dotyczące wpływu prowadzonej polityki ekonomicznej na odporność gospodarek na kryzys. Uwzględniono specyficzne cechy gospodarek wschodzących, które determinują potrzebę, możliwości oraz efektywność wykorzystania standardowych i niestandardowych działań antykryzysowych. Siłą rzeczy niewiele miejsca zostanie poświęcone tym działaniom w krajach wysoko rozwiniętych. Zostaną one uwzględnione o tyle, o ile warunkują zastosowanie podobnych rozwiązań w krajach na średnim poziomie rozwoju.

Działania standardowe i niestandardowe – kwestie terminologiczne

Zanim bardziej szczegółowo zostaną przedstawione niektóre konkretne definicje i klasyfikacje standardowych i niestandardowych działań antykryzysowych, należy zwrócić uwagę na kilka wątpliwości natury ogólnej. Przede wszystkim, gdy mówi się o obydwu tych rodzajach działań, to najczęściej ma się na uwadze zastosowane narzędzia polityki ekonomicznej. Charakteru narzędzi polityki nie powinno się jednak rozpatrywać w oderwaniu od jej celów oraz od warunków (okoliczności, kontekstu), w jakich jest prowadzona. Każdy z tych trzech elementów może mieć charakter bądź standardowy, bądź też niestandardowy. Pomijając nawet warunki (okoliczności) mamy cztery możliwe przypadki:

1) cel standardowy, narzędzie standardowe	2) cel standardowy, narzędzie niestandardowe
3) cel niestandardowy narzędzie standardowe	4) cel niestandardowy, narzędzie niestandardowe

Można sobie łatwo wyobrazić np. przypadek, w którym do realizacji niestandardowego celu polityki zastosowano narzędzie standardowe (przypadek 3) lub też odwrotnie (przypadek 2). Co więcej, te cztery przypadki można rozpatrywać nie tylko w kategoriach pozytywnych, ale także w kategoriach normatywnych: np. cel standardowy próbowano zrealizować za pomocą narzędzia standardowego, choć do jego osiągnięcia należało wykorzystać narzędzie niestandardowe.

Liczba możliwych przypadków wyraźnie wzrasta (do dziewięciu), jeśli dodatkowo uwzględnimy warunki, w jakich dany cel ma być realizowany za pomocą określonego narzędzia. Można oczywiście założyć, że cele i narzędzia powinny wynikać z tych warunków i być do nich adekwatne. W rzeczywistości jednak, w trakcie kryzysu diagnoza co do jego charakteru może ulec zmianie, podczas gdy określona polityka została już wprowadzona w życie. Tak więc można zastosować standardowe narzędzia do osiągnięcia standardowych celów,

ale z czasem może się okazać, że okoliczności zostały mylnie zdiagnozowane jako standardowe. I tak na przykład King [2010, s. 121] odnosząc się krytycznie do sposobu, w jaki główne banki centralne prowadziły w ostatnich latach politykę pieniężną, doszukuje się analogii do keynesistowskiej polityki zarządzania popytem w latach 70., która „była prowadzona w dobrej wierze, ale która ostatecznie okazała się chybiona”.

Ilustracją może być też recesja, której z czasem zaczynają towarzyszyć oczekiwania deflacyjne przekształcające się następnie w faktyczną deflację, co radykalnie modyfikuje ocenę efektywności zastosowanych narzędzi i wymaga sięgnięcia po inne. Innym przykładem jest analizowana przez Koo [2008] tzw. recesja bilansowa (*balance-sheet recession*), w przypadku której podmioty zachowują się niestandardowo, koncentrując się na redukcji swojego zadłużenia, podczas gdy władze zdiagnozowały ją jako typową recesję i próbują stosować konwencjonalne narzędzia, które okazują się nieskuteczne.

Jeszcze innym przykładem jest sytuacja, gdy początkowo kryzys wydaje się być ograniczony tylko do jednego segmentu rynku aktywów (np. nieruchomości) i zastosowane konwencjonalne narzędzia okazują się nieadekwatne, gdy kryzys „przelewa” się na inne segmenty rynku czy szerzej – także na sferę realną. Kolejne fazy obecnego kryzysu pokazują zresztą dobitnie, jak sukcesywnie uruchamiane grupy narzędzi standardowych, a następnie także niestandardowych, zachowywały się wobec wyzwań wynikających z niestandardowych warunków. Ujmując to trochę inaczej można powiedzieć, że charakter narzędzi zależy od sytuacji – w danych warunkach określone narzędzie można uznać za standardowe, ale w innych – za niestandardowe.

Podobne proste macierze pomagają systematyzować również inne aspekty standardowych i niestandardowych działań antykryzysowych. Możemy na przykład wyróżnić cztery przypadki odnoszące się do tradycyjnej makroekonomicznej *policy mix*:

1) standardowa polityka fiskalna, standardowa polityka monetarna	2) standardowa polityka fiskalna, niestandardowa polityka monetarna
3) niestandardowa polityka fiskalna, standardowa polityka monetarna	4) niestandardowa polityka fiskalna, niestandardowa polityka monetarna

Takie wyszczególnienie przypadków może być dogodnym punktem wyjścia do rozpatrywania komplementarności i substytucyjności działań standardowych i niestandardowych. Można też konkretyzować wyróżnione sytuacje i na przykład w odniesieniu do przypadku 1) wskazywać, że choć narzędzia w ramach każdej polityki są standardowe, to specyficzne ich połączenie jest niestandardowe².

² Jest to oczywiście kwestia bardziej ogólna, wykraczająca poza tradycyjnie rozumianą makroekonomiczną *policy mix*. Taki jest na przykład sens łączenia kilku konwencjonalnych działań w pewien pakiet polityki (*policy package*), którego oddziaływanie ma już charakter niekonwencjonalny.

Podobny prosty schemat klasyfikacyjny można zbudować w odniesieniu do komplementarności i substytucyjności między ogólnym charakterem polityki makroekonomicznej (z pominięciem *policy mix*) oraz charakterem polityki nadzorczej:

1) standardowa polityka makroekonomiczna, standardowa polityka regulacyjna	2) standardowa polityka makroekonomiczna, niestandardowa polityka regulacyjna
3) niestandardowa polityka makroekonomiczna, standardowa polityka regulacyjna	4) niestandardowa polityka makroekonomiczna, niestandardowa polityka regulacyjna

Nasuwa się również pytanie, czy działania niestandardowe można rozumieć jako niezgodne z dominującym w teorii ekonomii paradygmatem. Jeśli by przyjąć, że nadal dominuje tzw. nowa synteza neoklasyczna, to wówczas stosowane obecnie tradycyjne działania typu keynesistowskiego należałoby traktować jako niestandardowe. Z drugiej strony, jeśli przyjąć, że obecny kryzys ma wiele cech wspólnych z Wielkim Kryzysem lat 30., to wówczas narzędzia typu keynesistowskiego należałoby uznać jako *par excellence* standardowe w tym sensie, że są one w pełni adekwatne do sytuacji³.

Dodatkowe komplikacje pojęciowe i klasyfikacyjne pojawiają się wówczas, gdy uwzględnimy rozróżnienie między krajami na wysokim i na średnim poziomie rozwoju. Przede wszystkim, ze względu na różny stopień rozwoju rynków i wynikającą stąd odmienność działania poszczególnych mechanizmów transmisji, te same narzędzia polityki mają w każdej grupie krajów inną skuteczność. Nawet jeśli przyjmie się, że kraje rozwinięte mają „absolutną przewagę” w obydwu rodzajach działań, to i tak można rozważyć, w którym z nich gospodarki wschodzące mogą mieć „przewagę komparatywną”. Kwestię tę można rozpatrywać także w powiązaniu na przykład z podziałem na działania dotyczące zapobiegania kryzysom oraz dotyczące zarządzania kryzysem i zastanawiać się, w którym przypadku gospodarki wschodzące mają przewagę komparatywną. Może się na przykład okazać, że gospodarki te mają przewagę w działaniach standardowych odnoszących się do zapobiegania kryzysom oraz w działaniach niestandardowych odnoszących się do zarządzania kryzysami. Ghosh *et al.* [2009] pokazują na przykład, dlaczego w gospodarkach wschodzących te same standardowe narzędzia mogą mieć wyraźnie niższą skuteczność niż w krajach wysoko rozwiniętych, w związku z czym celowe jest sięgnięcie po środki niekonwencjonalne. Przytaczają oni wyniki badań empirycznych, które dosyć jednoznacznie potwierdzają niższą skuteczność polityki fiskalnej. Jedną z najważniejszych przyczyn są trudności w przekonaniu inwestorów o powrocie do stabilności finansów publicznych. Jeśli inwestorzy mają co do tego wątpliwości, to oddziaływanie mnożników fiskalnych będzie słabsze, ponieważ ekspansja fiskalna prowadzić będzie do wzrostu premii za ryzyko i wzrostu rynkowych stóp procentowych.

³ Aczkolwiek w wyniku obecnego kryzysu ekonomia keynesistowska przeżywa wyraźny renesans w myśleniu o polityce ekonomicznej, to zbyt wcześnie na ocenę, w jakim stopniu oznaczać to będzie trwałe zmiany w strukturze ekonomii jako nauki.

Pojawia się przy tym jeszcze jedna wątpliwość związana z zakresem (stopniem) zastosowania danego narzędzia. Jeśli na przykład przyjąć, że gromadzenie rezerw walutowych jest – szczególnie w krajach na niższym poziomie rozwoju – standardowym narzędziem zapobiegania kryzysom, to czy podwojenie tego poziomu w porównaniu z tym, co sugerują studia teoretyczne lub empiryczne, oznacza, że rezerwy stały się w gospodarkach wschodzących narzędziem niestandardowym? Czy też jest to nadal narzędzie standardowe zastosowane w innej skali ze względu na odmienne, niestandardowe warunki? Podobna wątpliwość dotyczy utrzymywania przez banki centralne stosunkowo długo stóp procentowych na historycznie bardzo niskim poziomie – czy jest to polityka niestandardowa?

Istotną kwestią jest też charakter zależności między zakresem stosowania przez podmioty gospodarcze niestandardowych instrumentów finansowych a koniecznością sięgnięcia po niestandardowe narzędzia polityki antykryzysowej. Przy wychodzeniu z kryzysu pojawia się natomiast bardzo poważny dylemat dotyczący ustalenia sekwencji wycofywania się z poszczególnych działań (*exit strategy*). Można np. sugerować, że powinna być ona lustrzanym odbiciem sekwencji podejmowania określonych działań. Nietrudno jednak wskazać argumenty, że takie symetryczne postępowanie może być suboptymalne, na przykład z punktu widzenia ryzyka powrotu recesji.

Pod wpływem doświadczeń związanych z obecnym kryzysem pojawiły się interesujące próby sklasyfikowania stosowanych działań o charakterze konwencjonalnym i niekonwencjonalnym. Mishkin [2011] koncentruje uwagę na tych działaniach w stosunku do systemu bankowego i finansowego w Stanach Zjednoczonych, które – jego zdaniem – zostały zastosowane z największą siłą. Zalicza do nich konwencjonalną i niekonwencjonalną politykę pieniężną, testy odporności banków na sytuacje kryzysowe oraz ratowanie niektórych instytucji finansowych przed bankructwem. Większość tych działań była podjęta przez System Rezerwy Federalnej (SRF), ale część z nich również we współpracy z rządem. W odniesieniu do polityki pieniężnej za środki niekonwencjonalne Mishkin uznaje dostarczanie płynności oraz zakup aktywów przez SRF (które łącznie zalicza do form „poluzowania ilościowego”), a także zarządzanie oczekiwaniami.

Znacznie pełniejsza próba usystematyzowania niekonwencjonalnych działań polityki pieniężnej została zawarta w pracy Borio i Disyatata [2009]. W tym celu autorzy wprowadzają rozróżnienie między polityką stóp procentowych a polityką bilansową (*balance sheet policies*). Rozróżnienie to jest istotne z instytucjonalnego punktu widzenia, ponieważ bank centralny ma monopol w zakresie ustalania stóp procentowych, ale nie w zakresie polityki bilansowej⁴. Ma to istotne implikacje nie tylko dla podejmowania nowych działań, ale także dla strategii

⁴ Jak piszą autorzy, „w zasadzie każdy rodzaj polityki bilansowej, którą prowadzi bank centralny może lub mógłby być skopiowany przez rząd”. Może to, ich zdaniem, oznaczać wówczas trudne pytania dotyczące koordynacji działań z rządem i podziału odpowiedzialności, co ma znaczenie dla zachowania przez bank centralny operacyjnej niezależności.

wycofywania się z nich. Autorzy wprowadzają pojęcie „zasada rozłączości” (*decoupling principle*), które oznacza, że bank centralny dysponuje zazwyczaj narzędziami, które pozwalają mu zneutralizować wpływ polityki bilansowej na stopy procentowe. Zasada ta oznacza również, że wyjście z polityki zerowych stóp procentowych może zostać przeprowadzone niezależnie od polityki bilansowej. Z punktu widzenia wcześniejszych uwag interesujące jest przyjrzenie się, co zdaniem autorów jest kryterium decydującym o tym, że działania mają charakter niekonwencjonalny. Otóż, według nich, o niekonwencjonalnym charakterze polityki przesądza nietypowy, a w niektórych przypadkach bezprecedensowy wybór rynków, na które jest ona nakierowana. Inaczej mówiąc, nie chodzi w tym przypadku o podejście polegające na oddziaływaniu na określone, inne niż stopy banku centralnego, elementy mechanizmu transmisji.

Dla porównania i oceny różnych rodzajów polityki bilansowej, jakie zostały zastosowane w czasie obecnego kryzysu, Borio i Disyatat konstruują schemat klasyfikacyjny oparty na dwóch kryteriach: a) wpływie tych działań na strukturę bilansów sektora prywatnego i b) segmencie rynku, na który te działania były skierowane. Kryteria te pozwalają im wyróżnić cztery szerokie kategorie polityki bilansowej: 1) politykę kursową; 2) politykę stanowiącą specyficzny rodzaj polityki zarządzania długiem publicznym (*quasi-debt management policy*); 3) politykę kredytową oraz 4) politykę rezerw bankowych. Dzięki temu możliwe jest m.in. bardziej klarowne rozróżnienie między charakterem działań mieszczących się w ramach często stosowanych pojęć „poluzowanie ilościowe” i „poluzowanie kredytowe”. Zbudowany schemat pozwolił też autorom bardziej precyzyjnie zaklasyfikować działania podjęte przez banki centralne krajów G-7. Bardzo wartościowa jest też przeprowadzona przez nich analiza związków, jakie występują między każdym z czterech rodzajów polityki bilansowej, a dwoma kanałami mechanizmu transmisji, poprzez które oddziałuje ona na podmioty gospodarcze – tzw. kanałem sygnalizacyjnym (*signalling channel*) oraz tzw. kanałem równowagi portfela (*portfolio balance channel*).

Lenza, Pill i Reichlin [2010] proponują trochę inny sposób klasyfikowania niestandardowych narzędzi polityki. Przyjmują oni mianowicie, że narzędzia polityki pieniężnej mogą mieć charakter niestandardowy nie tylko ze względu na naturę prowadzonych transakcji, ale również ze względu na podmioty, z którymi są one przeprowadzane. Jest to więc ujęcie w pewnym stopniu zbieżne ze stanowiskiem Borio i Disyatata, ponieważ, jeśli bank centralny zaczyna dokonywać transakcji z podmiotami innymi niż banki, oznacza to też wyjście z operacjami poza tradycyjne rynki lub ich segmenty. Lenza *et al.* wyróżniają „trzy wymiary”, na podstawie których tworzą typologię niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej: a) bezpośredni wpływ zastosowanych środków na bilans banku centralnego, co odzwierciedla specyficzny charakter przeprowadzonych transakcji; b) wybór partnerów dla niestandardowych transakcji banku centralnego, od czego zależy czy przyjęte środki są nakierowane na zastąpienie, czy też reaktywację prywatnego rynku finansowego; i c) intencje leżące u podstaw wyboru narzędzi, a szczególnie to, czy mają one uzupełnić lub wzmocnić konwencjonalne kanały transmisji monetarnej, czy też stworzyć dodatkowe

warunki finansowania ze względu na osiągnięcie przez stopy procentowe dolnej, zerowej granicy. Uwzględniając te „wymiary”, autorzy przyjmują proste, ale przydatne rozróżnienie między poluzowaniem ilościowym i jakościowym. W pierwszym przypadku następuje rozszerzenie bilansu banku centralnego, zwłaszcza bazy monetarnej; nie dochodzi jednak do zmiany struktury aktywów. W drugim przypadku wielkość bilansu nie ulega zmianie, natomiast zmienia się jego struktura – część aktywów konwencjonalnych zostaje zastąpionych przez aktywa niekonwencjonalne⁵.

Z punktu widzenia niniejszego opracowania szczególnie interesujące są te propozycje klasyfikacji zastosowanych działań antykryzysowych, które uwzględniają specyfikę gospodarek wschodzących. Wśród nich najważniejsze są z kolei te, które następnie próbują ocenić skuteczność wyróżnionych narzędzi. Jedną z najważniejszych takich prób zawarta jest w pracy Ishi’ego *et al.* [2009]. Autorzy szukają odpowiedzi na pytanie, czy niekonwencjonalne narzędzia polityki banku centralnego odgrywają taką samą kluczową rolę w gospodarkach wschodzących, jak w krajach wysoko rozwiniętych. Porównując własną propozycję klasyfikacji tych narzędzi z innymi, autorzy wskazują, że cechuje ją bardziej szczegółowy podział tych środków zwiększających płynność, które odzwierciedlają specyfikę gospodarek wschodzących. Polega to przede wszystkim na uwzględnieniu: a) dwu narzędzi poluzowania walutowego (*foreign exchange easing*) – wstrzyknięcia płynności w walutach obcych (*foreign exchange liquidity injection*)⁶ oraz swapów walutowych z innymi bankami centralnymi; b) bezpośrednich narzędzi rynku pieniężnego⁷. Przyjęta przez Ishi’ego *et al.* klasyfikacja jest wykorzystywana również przez innych badaczy (np. [Yehoue, 2009]).

W niektórych przypadkach schematy klasyfikacji odzwierciedlają przekonanie autorów o konieczności przyjęcia w danej fazie kryzysu pewnego pakietu polityki, który obejmuje zarówno działania standardowe, jak i niestandardowe. Przykładem takiego podejścia odnoszącego się bezpośrednio do rynków wschodzących jest propozycja Ghosha *et al.* [2009]. Autorzy ci podkreślają, że niezależnie od przyszłych koniecznych zmian ukierunkowanych na ograniczenie ryzyka wystąpienia podobnego kryzysu w przyszłości, bieżącym priorytetem są działania mające na celu rozwiązanie problemu „nawisu długu” i tym samym

⁵ Z przeprowadzonej przez Lenza *et al.* [2010] analizy empirycznej wynika, że choć ze względu na odmienną strukturę finansową krajów istniały pewne różnice między SRF, EBC i Bankiem Anglii w sposobie reagowania na kryzys finansowy, to jednak przeważały podobieństwa. Rezultaty analizy sugerują, że niestandardowe środki odegrały istotną rolę w stabilizowaniu sektora finansowego i sektora realnego po upadku Lehman Brothers, nawet jeśli okazały się niewystarczające, by zapobiec znaczącemu obniżeniu się aktywności finansowej i gospodarczej. Autorzy wysnuwają stąd wniosek, że w wyjątkowych okresach banki centralne dysponują instrumentami innymi niż stopy procentowe, które pomagają stabilizować system finansowy i całą gospodarkę.

⁶ Ishi *et al.* [2009] powołują się w tym przypadku na ważne rozróżnienie wprowadzone przez G. Calvo między tym narzędziem a interwencjami walutowymi.

⁷ Jest to przykład środków konwencjonalnych, które, ze względu na dużo szerszy niż w przeszłości zakres wykorzystania, autorzy zaliczają do środków niekonwencjonalnych.

uruchomienie bardziej trwałego ożywienia. Proponowany przez nich pakiet składa się z czterech elementów polegających na:

- 1) zwiększeniu zakresu oficjalnego finansowania, co poprzez rozszerzenie dostępnej dla tych krajów „przestrzeni polityki” umożliwi im prowadzenie polityki makroekonomicznej, która sprzyja ożywieniu (m.in. poprzez obniżenie kosztów rekapitalizacji banków związanej z restrukturyzacją zadłużenia), a jednocześnie wzmacnia zaufanie inwestorów, co powinno osłabić presję na kurs walutowy i na ceny innych aktywów;
- 2) ulepszeniu procedur postępowania upadłościowego, dzięki czemu bardziej efektywny staje się proces restrukturyzacji długów będących wynikiem kryzysu;
- 3) poluzowaniu polityki pieniężnej, które pobudza aktywność gospodarczą, ale które nie grozi nadmierną deprecjacją i wynikającymi stąd reperkusjami bilansowymi;
- 4) prowadzeniu ekspansywnej polityki fiskalnej bez naruszania jej wiarygodności oraz trwałości równowagi w finansach publicznych.

Inne systemy klasyfikacyjne są przyjmowane w zależności od szczegółowego celu badań. Detragiache i Ho [2010] interesuje na przykład przede wszystkim to, czy istnieje zależność między wielkością środków budżetowych wyasygnowanych na walkę z kryzysem, a łącznym jego kosztem dla gospodarki. Z tego punktu widzenia istotny staje się podział zastosowanych środków na dwie grupy – te, które wymagają zaangażowania środków publicznych i te, które takiego zaangażowania nie wymagają. Problem ten autorzy odnoszą do dwóch rodzajów polityki: ograniczającej zasięg kryzysu (*containment policy*) oraz ograniczającej skutki kryzysu (*resolution policy*). Szczegółowe narzędzia wiążące się z każdym z tych dwu rodzajów polityki służą konstrukcji indeksu reakcji polityki, przy czym nie jest wprowadzone *explicite* rozróżnienie między środkami standardowymi i niestandardowymi. Następnie analiza regresji służy ocenie, w jakim stopniu wartości indeksu pomagają wyjaśnić przebieg procesów gospodarczych po kryzysie.

Praca Tsangaridesa [2010] pokazuje z kolei, że w czasie kryzysu odmiennego, a więc w pewnym sensie specyficznego i niestandardowego, charakteru może nabrać kombinacja polityki fiskalnej i polityki kursowej (lub reżimu kursowego). Wynika to stąd, że w okresie poważnego kryzysu sytuacja ulega szybkim zmianom, w związku z czym relatywnie wzrasta znaczenie tych działań, które wiążą się z niewielkimi opóźnieniami (*time lags*). Jak wiadomo, opóźnienia te są szczególnie duże w przypadku polityki fiskalnej, co powoduje, że ożywienie koniunktury będzie silnie zależne od dostosowań w kursie walutowym. Ciekawym zagadnieniem jest też to, czy w warunkach silnego kryzysu, tak silnego, jak obecny, utrzymanie przez dany kraj dotychczasowego reżimu kursowego należy traktować jako działanie standardowe czy raczej niestandardowe⁸.

⁸ Tu dobrym przykładem są dylematy krajów nadbałtyckich wynikające z powiązania ich walut z euro.

Spśród specyficznych działań, które mogą nabierać w warunkach kryzysu charakteru niestandardowego, należy też zwrócić uwagę na rolę, jaką może odgrywać ogłaszanie wprowadzenia określonej polityki (*policy announcements*). Znaczenie tego rodzaju działań staje się istotne w sytuacji, gdy zachowania podmiotów gospodarczych pozostają pod silnym wpływem czynników psychologicznych (na przykład tzw. zachowań stadnych), a ich oczekiwania stają się mało stabilne.

W empirycznej analizie tego problemu Ait-Sahalia *et al.* [2010] wprowadzają schemat klasyfikacyjny obejmujący dziesięć kategorii „ogłaszania polityki” w czterech jej obszarach: 1) środków fiskalnych; 2) polityki pieniężnej; 3) podtrzymywania płynności oraz 4) środków odnoszących się do sektora finansowego⁹. Dodatkowo wyróżniony został przez autorów piąty obszar określany jako „niepodejmowanie działań”¹⁰ oraz ratowanie banków podejmowane *ad hoc* (*policy inaction and ad hoc bank bailouts*). Główny kanał oddziaływania powinien w tym przypadku polegać na uspokojeniu rynku pożyczek międzybankowych i obniżeniu premii za płynność. Ogólnie polityka dotycząca sektora finansowego ma zwiększać jego stabilność, natomiast polityka makroekonomiczna ma pomagać w przerwaniu negatywnych sprzężeń między tym sektorem a resztą gospodarki. Ważną rolę w przeprowadzonej przez autorów analizie odgrywa zróżnicowana siła efektu ogłaszania polityki w zależności od bardziej wąsko określonego rodzaju działań. Podają oni kilka przykładów takiego zróżnicowania efektów: a) chociaż zarówno poluzowanie monetarne, jak i fiskalne ma za cel wsparcie aktywności gospodarczej, to w pierwszym przypadku – ze względu na bezpośredni charakter zależności – wpływ na ryzyko kredytowe i płynnościowe będzie silniejszy; b) działania niekonwencjonalne będą mieć prawdopodobnie niewielki wpływ na *spready*, ponieważ trudno jest ocenić ich skutki dla całego systemu (choć niektóre instytucje finansowe mogą odnieść znaczne korzyści); c) choć ogłoszenia dotyczące zasilania w płynność mogą zmniejszać trudności z dostępem do finansowania, to ich ogólny efekt może być trudny do określenia, jeśli rynki nie są pewne, czy ułatwiony dostęp do płynności nie umożliwi zamaskowania problemu niewypłacalności; d) wprowadzenie gwarancji rządowych może mieć silniejszy bezpośredni wpływ na premię za ryzyko na rynku międzybankowym niż zakupy aktywów, ponieważ w tym pierwszym przypadku ryzyko zostaje przeniesione natychmiast z bilansu banku na państwo; oraz e) programy rekapitalizacji banków oparte na zasadach systemowych będą przez rynki oceniane znacznie bardziej pozytywnie niż podejmowane *ad hoc* działania ratunkowe wobec konkretnych banków.

Omawiane dotąd propozycje klasyfikacji działań antykryzysowych były inspirowane przede wszystkim badaniami empirycznymi. Oznacza to, że wyróżnione rodzaje działań są w dużej mierze odzwierciedleniem decyzji faktycznie podejmowanych przez rządy i banki centralne w trakcie obecnego kryzysu

⁹ Wśród tych kategorii znajdują się zarówno środki standardowe, jak i niestandardowe.

¹⁰ Tego typu deklaracja jest bardzo ważna, jeśli władze chcą ograniczyć zakres zjawiska pokusy nadużycia (*moral hazard*).

oraz w mniejszym stopniu – w czasie wcześniejszych kryzysów. Ze zrozumiałych względów ciągle nieliczne są prace teoretyczne, które pozwalają uchwycić główne cechy i mechanizmy obecnego kryzysu i z których można jednocześnie wyprowadzić wnioski dotyczące polityki ekonomicznej. Jedną z pierwszych interesujących prób jest model Krishnamurthy'ego [2010]. W modelu tym autor rozróżnia dwa mechanizmy amplifikacji, w wyniku których niewielkie szoki oddziałujące na sektor finansowy powodują poważne konsekwencje. Pierwszy to mechanizm amplifikacji bilansowej (*balance-sheet amplifiers*), który obejmuje takie czynniki, jak lewarowanie, trudny kredyt czy ograniczony dostęp do kapitału. Drugi to mechanizm amplifikacji informacyjnej (*information amplifiers*) związany z takimi czynnikami, jak nieprzezroczystość, złożoność i niepewność. Zdaniem autora pierwszy mechanizm jest stosunkowo dobrze opisany w literaturze; odegrał on m.in. istotną rolę w wyjaśnieniu przebiegu kryzysu funduszy hedgingowych z 1998 r., którego kulminacją były działania ratujące Long Term Capital Management przed bankructwem. Sam ten mechanizm nie wystarcza jednak do wyjaśnienia obecnego kryzysu, w którym bardzo ważną rolę odegrały, jak wiadomo, innowacje finansowe. Według Krishnamurthy'ego to właśnie innowacje finansowe, które w krótkim czasie zostają zastosowane przez wiele podmiotów, są częstą przyczyną kryzysów płynności. Problem polega na tym, że podmioty muszą w krótkim okresie zbudować modele pozwalające im wycenić nowe produkty oraz sformułować strategię zarządzania ryzykiem i zabezpieczenia się przed nim. Kryzys płynności następuje wówczas, gdy nowe aktywa finansowe zaczynają zachowywać się w sposób nieoczekiwany. Jak pisze autor, „ponieważ podmioty nie mogą wesprzeć się doświadczeniem historycznym, stają wobec ryzyka, którego nie rozumieją i traktują je jako ryzyko w sensie Knighta. Inwestorzy próbują się od niego uwolnić szukając płynnych aktywów, co może zdynamizować zjawiska kryzysowe”.

Wyróżnione w modelu mechanizmy amplifikacji powodują, że dochodzi do ukształtowania się równowagi wielopunktowej¹¹, co uzasadnia interwencję państwa (rządu lub banku centralnego). Model pokazuje, jak skomplikowane są decyzje, które muszą podejmować władze. Choć możliwe jest prowadzenie zarówno polityki *ex ante* (zapobiegawczej), jak i polityki *ex post* (ograniczającej skutki), to między nimi występują istotne „wymienności”. Wynikają one przede wszystkim stąd, że prewencyjne zastosowanie „tępych” narzędzi polityki zmuszających podmioty do utrzymywania większej płynności czy do obniżenia poziomu lewarowania we wszystkich „stanach natury” byłoby bardzo kosztowne, ponieważ zakłócałoby decyzje w sektorze prywatnym w zazwyczaj dominujących „sytuacjach niekryzysowych”. Istotne „wymienności” występują również między poszczególnymi narzędziami polityki *ex post*, co bardzo komplikuje władzom decyzje, szczególnie jeśli kryzys dotyka w zasadzie wszystkie segmenty rynku

¹¹ We współczesnej makroekonomii przyjmuje się, że w zależności od nastrojów lub oczekiwań podmiotów gospodarczych (optymizmu lub pesymizmu) poziom PKB może ustabilizować się na wyższym lub niższym poziomie. W wyniku działań państwa zwiększających stopień zaufania podmiotów gospodarka może znaleźć się na wyższym poziomie.

finansowego. Autor pokazuje również na przykładzie trzech narzędzi (zasilenie kapitałem, kredyt preferencyjny i zakup aktywów), że różnią się one stopniem ryzyka i tym samym mają różny wpływ na bilans sektora rządowego.

Przedstawione w tym podrozdziale sposoby klasyfikowania działań antykryzysowych pokazują, choć w sposób pośredni, że w stosunku do okresu powojennego, w którym występowały typowe recesje a kryzysy finansowe miały znacznie bardziej ograniczony charakter geograficzny i sektorowy, obecny arsenał zarówno dostępnych, jak i faktycznie zastosowanych narzędzi jest zdecydowanie szerszy. Na obecnym etapie wychodzenia z kryzysu nie jest siłą rzeczy jasne, które z narzędzi uznane zostaną za bardziej, a które za mniej efektywne i tym samym, które z narzędzi niestandardowych znajdują się trwale w grupie standardowych. Istotne znaczenie w tym względzie będzie miał przebieg strategii wychodzenia z uruchomionych działań.

Nowe badania dotyczące skutków kryzysu oraz zastosowanych narzędzi polityki makroekonomicznej

Jak podkreślono w uwagach wstępnych, w 2010 r. i na początku 2011 r. pojawiło się wiele nowych prac empirycznych, dzięki którym wiedza na temat przebiegu i skutków obecnego kryzysu znacząco się zwiększyła. Co istotne, najnowsze prace pozwalają już w pewnym zakresie uwzględnić pierwsze efekty zastosowanych narzędzi oraz ocenić ich skuteczność. Warto więc wskazać najciekawsze kierunki i wyniki badań, zwracając uwagę przede wszystkim na te, które uwzględniają gospodarki wschodzące.

Praca Eichengreena [2010] jest interesująca przede wszystkim dlatego, że autor próbuje uogólnić doświadczenia krajów G-20 przez pryzmat wysuwanych przez różnych komentatorów zarzutów wobec zastosowanej polityki. Podkreśla on, że nawet dysponując wiedzą *ex post*, „trudno jest dokładnie powiedzieć, co należało zrobić inaczej”. Ocenę tę uzasadnia, rozpatrując pięć pojawiających się w dyskusji hipotez: 1) rządy powinny być bardziej świadome potencjalnych problemów z utrzymaniem stabilności długu publicznego i dlatego powinny wykazać się większą wstrzeźliwością w stosowaniu pakietów fiskalnych; 2) reakcje fiskalne powinny w większym stopniu uwzględniać specyficzną sytuację budżetową poszczególnych krajów; 3) władze fiskalne powinny bardziej uszczegółowić planowane strategie wyjścia; 4) rządy uczyniły zbyt mało i działały zbyt wolno, aby zrestrukturyzować i zrekapitalize system bankowy, co spowodowało, że problemy zadłużenia prywatnego i publicznego zagroziły stabilności systemu finansowego; 5) kraje powinny polegać bardziej na poluzowaniu monetarnym niż fiskalnym. Autor słusznie zwraca uwagę, że wybór polityki alternatywnej w stosunku do rzeczywiście zastosowanej jest ograniczany przez silnie traumatyczne doświadczenia z przeszłości. Jego zdaniem, w przypadku SRF obecne agresywne poluzowanie ilościowe odzwierciedlało wspomnienia z lat 30. oraz krytyczną ocenę M. Friedmana i A. Schwartz dotyczącą działań banku centralnego w tamtym okresie. Z kolei niechęć EBC

do zastosowania podobnej polityki jest wyrazem pamięci krajów europejskich, szczególnie silnej w Niemczech, o hiperinflacji lat 20.

W odniesieniu do gospodarek wschodzących Eichengreen za zaskakującą uznaje ich szybką i wyraźną reakcję na kryzys. Jego zdaniem, ważną rolę odegrały tu lekcje wyciągnięte z kryzysu końca lat 90.; dzięki nim kraje azjatyckie i latynoamerykańskie poprawiły znacząco sytuację w finansach publicznych. Istotne znaczenie miało też powstanie G-20, co pomogło głównym krajom uzmysłować sobie konieczność skoordynowanej reakcji na kryzys pomagającej uniknąć takich zjawisk, jak „jazda na gapę” czy „polityka zubożania sąsiada”. Uważa jednak, że mechanizmy koordynacji polityki w skali międzynarodowej są nadal nieadekwatne. Jego zdaniem, nadal nie jest też jasne, dlaczego doszło do tak silnego załamania się obrotów handlowych, które było szybsze niż produkcji i szybsze niż w czasie Wielkiego Kryzysu.

Odnosząc się do przyczyn kryzysu Eichengreen dochodzi do wniosku, że choć było ich wiele, to kluczowa rola przypada zbyt liberalnym regulacjom i nadzorowi. Dlatego wysiłki powinny zostać obecnie skoncentrowane na reformie systemu regulacji. Stwierdza jednak, że jak dotąd postęp w tym względzie był niewielki, a w G-20 nadal brak jest porozumienia, co powinno być priorytetem: podatek bankowy, podatek od wynagrodzeń menedżerów, nowe ograniczenia dla działalności funduszy hedgingowych i funduszy *private equity* czy zakaz tzw. krótkiej sprzedaży.

Do dwu podobnych co Eichengreen ogólnych wniosków dochodzą Rose i Spiegel [2011], aczkolwiek zakres i metoda ich analizy są wyraźnie odmienne¹². Pierwszy wniosek dotyczy znaczenia polityki regulacyjnej. Otóż spośród wielu analizowanych zmiennych, które mogły mieć wpływ na przebieg kryzysu w badanej próbie 107 krajów¹³, stopień regulacji rynków kredytowych był jedną z trzech zmiennych (obok tempa wzrostu kredytów i salda obrotów bieżących), które pomagają wyjaśnić intensywność kryzysu. Wniosek ten potwierdza opinię Eichengreena o zbyt liberalnym nadzorze i regulacjach jako głównej przyczynie kryzysu.

Drugi ogólny wniosek dotyczy tego, że nawet *ex post* trudno jest wyjaśnić zróżnicowany przebieg kryzysu w poszczególnych krajach na podstawie ich

¹² Praca stanowi kontynuację wcześniejszych badań autorów, w których próbowali oni znaleźć związek między wskaźnikami makroekonomicznymi w 2006 r. lub w okresie wcześniejszym a różnymi finansowymi i realnymi przejawami kryzysu w 2008 r. W cytowanej pracy wydłużają okres analizy do I kw. 2010 r., a także uwzględniają siedem różnych miar intensywności kryzysów oraz osiem różnych potencjalnych przyczyn kryzysu, jakie pojawiły się w najnowszych strategiach badawczych innych autorów.

¹³ Autorzy objęli analizą wszystkie kraje, które w 2003 r. miały realny PKB *per capita* w wysokości co najmniej 10 tys. USD oraz kraje o realnym PKB co najmniej 4 tys. USD i liczbą ludności wynoszącą co najmniej 1 milion. W analizie regresji uwzględniali też pięć węższych wariantów tej próbki: 1) 51 krajów, które Bank Światowy zalicza do grupy o „wysokich dochodach”; 2) 74 kraje, które przez MFW nie są traktowane jako „gospodarki zaawansowane”; 3) 89 krajów, które nie są głównymi eksporterami ropy; 4) 91 krajów, które nie są małymi centami finansowymi; 5) 51 krajów, które nie należą do grupy o wysokich lub średnio wysokich dochodach, ani też do eksporterów ropy lub centrów finansowych.

sytuacji wyjściowej¹⁴. Autorzy podają dwa przykłady dobrze ilustrujące ten sceptycyzm: „Tempo wzrostu kredytu było wysokie przed 2007 r. w Australii, Kanadzie i RPA, a jednak kraje te, jak się wydaje, obroniły się całkiem dobrze przed kryzysem. Realne ceny domów obniżyły się w Japonii, w Niemczech i w Portugalii znacznie wcześniej niż wystąpił kryzys, a jednak kraje te silnie ucierpiały w jego wyniku” [Rose, Spiegel, 2011, s. 18]. Sceptycyzm wynikający z analizy przyczyn i przebiegu kryzysu autorzy przenoszą na wnioski dotyczące polityki ekonomicznej. Uważają mianowicie, że uzyskane przez nich rezultaty rodzą wątpliwości co do możliwości zbudowania modelu prognostycznego, który mógłby pełnić rolę „systemu wczesnego ostrzegania” przed kolejnymi kryzysami.

Zróznicowany „wzorec wzrostu” w czasie obecnego kryzysu próbują też wyjaśnić Blanchard, Das i Farquee [2010]. Autorzy koncentrują uwagę na gospodarkach wschodzących w „ostrej fazie kryzysu” (IV kw. 2008 – I kw. 2009), a przedmiotem ich szczególnego zainteresowania jest przede wszystkim rola dwu szoków (załamania się obrotów handlu i ostrego spadku przepływów finansowych w skali międzynarodowej) w procesie transmisji kryzysu z krajów wysoko rozwiniętych. Co istotne z punktu widzenia niniejszego opracowania, skonstruowany przez nich model gospodarki otwartej nie tylko uwzględnia niedoskonałą mobilność kapitału i potencjalne recesyjne efekty deprecjacji wynikającej z nadmiernego długu zagranicznego, ale także pozwala analizować wpływ zastosowanej w czasie kryzysu polityki pieniężnej, fiskalnej i kursowej¹⁵.

Choć, jak zauważają sami autorzy, ich model jest „bezwstydnie *ad hoc*, statyczny i z niedużą rolą oczekiwań”, to jego implikacje dla polityki ekonomicznej są dosyć skomplikowane. Obrazują to dwa analizowane przez nich przypadki. W pierwszym, przy braku reakcji polityki, wzrost postrzeganego ryzyka prowadzi do obniżenia przepływów netto kapitału, deprecjacji i obniżenia produkcji. Wówczas jedną z opcji polityki jest podniesienie stopy procentowej banku centralnego, co zmniejsza odpływ kapitału, ale również oddziałuje negatywnie na popyt krajowy. Jeśli elastyczność przepływów kapitału względem zmian stopy procentowej jest niewielka, co często występuje w czasie kryzysów finansowych, to efektem netto będzie raczej spadek niż wzrost produkcji. Deprecjacji można uniknąć, jeśli kraj dysponuje rezerwami walutowymi, które zostaną użyte do zneutralizowania spadku napływu kapitału, co przy interwencji sterylizującej pozwala utrzymać niezmiennione stopy procentowe. Przy recesyjnym (kontrakcyjnym) oddziaływaniu deprecjacji, takie rozwiązanie byłoby korzystne. Bezpośredni negatywny efekt wzrostu postrzeganego ryzyka na rynkowe stopy i na krajowy popyt nadal jednak występuje, co prowadzi do spadku produkcji. Aby produkcja nie spadła, interwencji walutowej musi towarzyszyć ekspansywna polityka fiskalna. Równie skomplikowane zależności występują w drugim przypadku, który odnosi się do skutków spadku produkcji za granicą.

¹⁴ Autorzy sugerują dwie ogólne przyczyny takiego stanu rzeczy: 1) w poszczególnych krajach odmienne były przyczyny kryzysu; 2) specyficzny jest charakter obecnego kryzysu (tu autorzy nawiązują do tytułu znanej książki C. Reinhart i K. Rogoffa *This Time Is Different*.

¹⁵ Tesar [2010] komentując artykuł pisze, że jest to „wysocze stylizowany model IS-LM”.

Analiza obydwu przypadków pozwala uściślić od czego zależy, czy w reakcji na szok właściwym rozwiązaniem jest utrzymanie niezmiennego kursu walutowego. Okazuje się, że ważną rolę odgrywa z jednej strony rodzaj zastosowanego narzędzia (stopa procentowa banku centralnego *versus* zmniejszenie rezerw), a z drugiej – siła efektów bilansowych, których próbuje się uniknąć, a które zależą od poziomu pasywów denominowanych w dolarach. Autorzy zwracają przy tym uwagę, że dług zagraniczny oddziałuje na procesy dostosowawcze w gospodarce nie tylko poprzez efekt bilansowy, gdzie kluczowe znaczenie ma jego ogólna wielkość. Oddziałuje on również poprzez wpływ na zmiany w przepływie kapitału. W tym drugim przypadku ważna jest wielkość długu, która wymaga refinansowania w krótkim okresie.

Równie interesujące, jak same teoretyczne zależności przyjęte w modelu, są wnioski wynikające z próby wykorzystania go do lepszego zrozumienia dostępnych wyników badań ekonometrycznych dotyczących skutków kryzysu. Autorzy uważają, że przeprowadzona przez nich analiza empiryczna dostarcza silnego wsparcia dla tezy o istotnej roli zarówno kanału handlowego, jak i finansowego¹⁶. Zróżnicowany wpływ obydwu rodzajów szoków na poszczególne kraje można natomiast wyjaśnić odmienną ekspozycją ich gospodarek na przepływy handlowe i finansowe oraz odmiennym przebiegiem procesu wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych. W odniesieniu do polityki ekonomicznej najciekawszy jest brak dwóch oczekiwanych rezultatów (*two „nonresults”*). Po pierwsze, kraje z systemem stałych kursów radziły sobie z kryzysem, przeciętnie rzecz biorąc, wyraźnie gorzej. Gdy jednak uwzględnia się oddziaływanie innych czynników, a przede wszystkim krótkookresowego zadłużenia, to bezpośredni wpływ systemu kursowego w zasadzie zanika. Autorzy interpretują ten wynik jako zgodny z niejednoznacznym oddziaływaniem kursu walutowego w ich modelu, który to efekt zależy od zmiany w strukturze wydatków i od efektów bilansowych. Po drugie, brak jest przekonujących dowodów na znaczenie rezerw walutowych jako bufora ograniczającego negatywne skutki kryzysu dla wzrostu¹⁷. Jedną z możliwych przyczyn trudności w znalezieniu potwierdzenia tej zależności, która jest dyskutowana i na którą zwracają uwagę autorzy, jest to, że kraje dysponujące znacznymi rezerwami niechętnie je wykorzystują¹⁸.

¹⁶ W odniesieniu do roli kanału handlowego w obecnym kryzysie bardzo interesujące są kontrowersje wokół przyczyn silniejszej niż w przeszłości elastyczności obrotów handlowych na spadek PKB. W analizowanych przez autorów dwu kluczowych dla kryzysu kwartałach tempo wzrostu światowej produkcji wynosiło -6 proc., natomiast w przypadku światowego eksportu wyniosło ono -30 proc. Autorzy uwzględniają w analizie trzy główne hipotezy dotyczące wzrostu tej elastyczności. Ogólnie jednak wskazują, że taka wysoka elastyczność była cechą gospodarki światowej już przed kryzysem.

¹⁷ Podobny „zagadkowy” rezultat pojawia się w pracy Nablí’ego [2011].

¹⁸ Jest to tzw. hipoteza „obawy przed utratą rezerw walutowych” (*fear of losing international reserves*) nazwana tak przez analogię do znanej hipotezy „obawy przed upłynieniem kursu” (*fear of floating*) Calvo i Reinhart. Obawa może dotyczyć tego, że: a) rezerwy zostaną wykorzystane zbyt wcześnie; b) będzie to sygnał wskazujący na słabość gospodarki; c) rynki oceniają niższy poziom rezerw jako niewystarczający. Zob. też Servén [2011, s. 85-86].

W komentarzu do artykułu Tesar [2010] słusznie zwraca uwagę, że przyjęta metoda analizy nie pozwala na precyzyjne oddzielenie bezpośrednich skutków szoku handlowego i finansowego od wtórnych skutków zastosowanej polityki ekonomicznej. Tak więc szacowany jest raczej pewien efekt netto, który odzwierciedla zarówno skomplikowane różnice strukturalne między krajami, jak i heterogeniczne reakcje polityki ekonomicznej na szoki. Autorka uważa, że uzyskane rezultaty należy traktować jako związki korelacyjne, a nie jako zależności przyczynowe. Ma również wątpliwości, czy hipoteza „gospodarek wschodzących jako ofiar kryzysu”, jak określa ona istotę uzyskanych przez Blancharda *et al.* rezultatów, jest jedyną, jaka się nasuwa. Jej zdaniem, rezultaty te wspierają też alternatywną hipotezę, którą określa obrazowo jako „sami wpakowaliśmy się w podobne kłopoty”. Jest to według niej wyraźnie widoczne w przypadku Łotwy, która jako jeden z trzech krajów (obok Rosji i Chile) jest analizowana w artykule.

Z kolei Forbes [2010] zwraca uwagę, że na uzyskane przez autorów wyniki może mieć zbyt duży udział w próbie krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Inna wątpliwość autorki dotyczy kluczowego, jej zdaniem, założenia przyjętego w modelu, które wynika ze znanej hipotezy Calvo, że efektem kryzysu w gospodarkach wschodzących jest nagłe zmniejszenie się napływu kapitału netto (*sudden stops*). Według Forbes, hipoteza ta była jednak rzadko formalnie testowana i nawet analizowany przez Blancharda *et al.* przypadek Chile pokazuje, że w tej grupie krajów mogą być wyjątki. Próbuując sprawdzić bardziej dokładnie, jak pod tym względem wyglądała sytuacja w czasie obecnego kryzysu, autorka przebadala zmiany w przepływie kapitału netto między IV kw. 2007 r. a IV kw. 2008 r. w grupie 101 krajów. Ogólnie okazało się, że wzrost przepływów nastąpił w 45 krajach a spadek w 56. W gospodarkach wschodzących, do których bezpośrednio odnosi się hipoteza *sudden stops*, sytuacja jest wyraźnie zróżnicowana. W odniesieniu do większości gospodarek tej grupy (łącznie 49 krajów) hipoteza ta znajduje potwierdzenie (m.in. Argentyna, Brazylia, Peru, Polska, Rosja, RPA i Turcja). Jednak w 31 krajach tej grupy nastąpił wzrost przepływów kapitału. Interesująca jest też uwaga zgłoszona przez C. Simsa w ogólnej dyskusji nad artykułem Blancharda *et al.* Otóż zwrócił on uwagę, że tak jak rezerwy walutowe, również zadłużenie krótkookresowe powinno być traktowane jako zmienna endogeniczna. Jak bowiem pokazuje analiza przypadku Chile, najważniejszą rolę odgrywa wiarygodność polityki monetarnej i fiskalnej. W przypadku uszczuplenia rezerw walutowych, kraj ma nadal dostęp do zewnętrznego finansowania tylko wówczas, gdy polityka ta jest wiarygodna.

„Zagadkowego” braku dowodów na korzystny wpływ rezerw walutowych na przebieg kryzysu nie potwierdzają badania Llaudes *et al.* [2010]. Ich wyniki sugerują, odwrotnie niż u Blancharda *et al.*, że to rezerwy, a nie dług krótkookresowy, są ważniejsze w wyjaśnianiu niekorzystnych zmian we wzroście gospodarczym w czasie kryzysu. Zdaniem Llaudes *et al.*, w badaniach Blancharda *et al.* nie została uwzględniona nieliniowość cechująca zależność między rezerwami a wzrostem: przy wysokim poziomie rezerw korzyść krańcowa

z ich utrzymywania coraz bardziej się zmniejsza, co wpływa na ogólny wynik analizy. Llaudes *et al.* znajdują dowody, że niższe rezerwy znacząco zwiększają koszty kryzysu niezależnie od szczegółowych metod pomiaru zmian PKB. Autorzy ci uważają również, że uzyskane przez nich wyniki nie potwierdzają wspomnianej już hipotezy o niechęci do wykorzystywania rezerw. Okazuje się, że kraje dysponujące wyższymi rezerwami przed kryzysem, wykorzystywały je w większym zakresie w trakcie kryzysu po to, aby uniknąć silnej deprecjacji i w konsekwencji znacznego pogorszenia bilansów gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i banków. Z obliczeń autorów wynika, że broniąc waluty i bilansów podmiotów gospodarki wschodzące obniżyły stan rezerw walutowych średnio o 7% PKB.

Mimo utrzymujących się wśród badaczy kontrowersji, coraz silniejsze staje się przekonanie, że gospodarki wschodzące przeszły przez kryzys lepiej niż kraje wysoko rozwinięte. Próbując podsumować dotychczasowe wnioski z kryzysu, Kose i Prasad [2010] wskazują na następujące ogólne przyczyny większej odporności gospodarek wschodzących, które są związane zarówno z ich cechami strukturalnymi, jak i z zastosowaną polityką:

- lepiej prowadzona i bardziej zdyscyplinowana polityka makroekonomiczna pozwoliła większości krajom przywrócić kontrolę nad inflacją oraz stworzyła przestrzeń dla działań antycyklicznych,
- mniejsza zależność od finansowania zewnętrznego i zmiany w strukturze zadłużenia zagranicznego zmniejszyły wrażliwość na wahania w przepływach kapitału,
- duże rezerwy walutowe zapobiegały nagłym zmianom nastrojów inwestorów,
- struktura produkcji i eksportu stała się bardziej zdywersyfikowana, aczkolwiek efekt ten został w dużej mierze skompensowany przez specjalizację pionową w ramach łańcuchów dostaw,
- silniejsze więzi handlowe i finansowe między gospodarkami wschodzącymi zwiększyły ich odporność jako grupy krajów,
- zmalało uzależnienie koniunktury od cyklu w krajach rozwiniętych,
- wzrost dochodu *per capita* i szybko powiększająca się klasa średnia oznaczały zwiększenie rynku wewnętrznego i tym samym mniejsze uzależnienie od wahań w eksporcie.

Wskazane przez Kose'a i Prasada przyczyny, a także inne czynniki są obecnie przedmiotem wielu szczegółowych analiz. Część z nich stara się uchwycić specyficzne cechy gospodarek wschodzących w szerszym kontekście historycznym, porównując obecny kryzys z wcześniejszymi. Inne badania koncentrują się na obecnym kryzysie, próbując uchwycić bezpośrednio czynniki różnicujące przebieg kryzysu w krajach wysoko rozwiniętych i w gospodarkach wschodzących.

Ważnym przykładem pierwszego kierunku badań jest praca Baldacciego *et al.* [2010]. Analizą zostało w niej objętych 100 epizodów kryzysów bankowych, które w latach 1980-2008 zostały zidentyfikowane w próbie 99 krajów (łącznie 972 obserwacje). W analizie autorzy kładą nacisk na czynniki determinu-

jące czas powrotu do stabilności długu publicznego, który w wyniku kryzysu został silnie naruszony. Jako „roztropny” poziom długu przyjmują oni 60% PKB w odniesieniu do krajów wysoko rozwiniętych oraz 40% PKB w odniesieniu do gospodarek wschodzących. Autorzy zaznaczają, że poziomy te stanowią cel polityki i nie odpowiadają wysokości rzeczywistego długu przed wybuchem kryzysu – w wielu krajach był on wyższy od przyjętych w badaniu wartości docelowych. Do oceny skuteczności zastosowanych strategii wykorzystano trzy definicje „sukcesu”: 1) całkowity sukces – pełne osiągnięcie celu; 2) częściowy sukces – ograniczenie o połowę różnicy między wartością długu w pierwszym roku po kryzysie bankowym a celem i 3) ograniczony sukces – zmniejszenie tej różnicy o co najmniej 10%.

Z analizy uwzględnionych epizodów wynika, że najkrótszy okres wychodzenia z długu wynosił rok, natomiast najdłuższy – 24 lata. Okazuje się, że w 57% epizodów przed początkiem kryzysu dług mieścił się w granicach celu, a przeciętny okres powrotu do docelowego poziomu długu wynosił ok. 10 lat, natomiast okres powrotu do poziomu długu sprzed kryzysu wynosił dziewięć i pół roku. Porównanie pod tym względem krajów OECD i gospodarek wschodzących pokazuje, że w tej pierwszej grupie osiągnięcie docelowego poziomu długu trwało ponad dwa lata dłużej niż osiągnięcie poziomu długu sprzed kryzysu. Oznacza to, że w krajach OECD przed początkiem kryzysów poziom długu przekraczał znacznie poziom docelowy.

Procesy zachodzące w trakcie i po kryzysie ilustrują też dwa dodatkowe wyniki analizy. Po pierwsze, w 65 epizodach poziom długu na końcu kryzysu był wyższy niż na początku. Liczba ta wzrasta jednak do 89, jeśli dług sprzed kryzysu jest porównywany z jego poziomem po trzech latach trwania kryzysu. Po drugie, w ciągu dekady po zakończeniu kryzysu współczynnik zadłużenia obniżył się tylko w 59% przypadków, przy czym w 40% tych przypadków dług był ciągle wyższy niż bezpośrednio po zakończeniu kryzysu. W wyniku konsolidacji fiskalnej po kryzysie, w 56% przypadków dług udało się obniżyć w przedziale do 20% PKB, a w jednej czwartej przypadków nawet o 20-40 pkt. proc.

Najbardziej interesujące są wyniki dotyczące charakteru czynników, od których zależy dynamika długu w trakcie i po kryzysie. Baldacci *et al.* dokonują przeglądu literatury na temat konsolidacji fiskalnych, z której wynika, że ważną rolę odgrywa zakres podjętych działań i ich trwałość, struktura i sekwencja działań dostosowawczych, a także ograniczenia instytucjonalne i polityczne. Zwracają przy tym uwagę, że w prowadzonych badaniach nie była jak dotąd akcentowana specyfika konsolidacji po kryzysach bankowych. Choć ogólnie sytuacja jest podobna, to – ich zdaniem – wyjście z długu, który narósł w następstwie kryzysu, może wymagać innej kombinacji działań fiskalnych (*fiscal policy mix*) ze względu na niepewność dotyczącą sytuacji instytucji finansowych. Istotne znaczenie ma również to, czy kryzys ma zasięg światowy, ponieważ wówczas konieczność równoczesnego rolowania długu może prowadzić do wzrostu stóp procentowych i utrudnić wyjście z zadłużenia. Ogólnie autorzy przyjmują jako dominujący obecnie pogląd, że reakcja polityki na kryzys ma

decydujący wpływ na jego długość oraz na ścieżkę wzrostu po kryzysie, co z kolei oddziałuje na prawdopodobieństwo ograniczenia długu publicznego. Jak wyjaśniają, bardziej długotrwałe kryzysy mają silniejszy niekorzystny wpływ na produkcję i wydajność pracy, a od tego zależy przyszła trajektoria wzrostu. Obniżenie zadłużenia staje się wówczas zadaniem bardziej ambitnym i wymaga większej korekty salda bieżącego.

Przeprowadzona przez Baldacciego *et al.* analiza ekonometryczna potwierdza wskazane zależności wynikające z teorii oraz z innych badań empirycznych. Odbiegający wyraźnie od wyników wcześniejszych badań jest natomiast wniosek odnoszący się do optymalnej kombinacji narzędzi polityki fiskalnej dotyczących wydatkowej i dochodowej strony budżetu. Z analizy wynika mianowicie, że w przypadku, gdy zakres koniecznej konsolidacji fiskalnej jest duży, to oprócz redukcji wydatków niezbędne staje się również zwiększenie dochodów z podatków. Bez dobrze zrównoważonej kombinacji narzędzi polityki fiskalnej, trwałość działań konsolidacyjnych będzie mało wiarygodna. Co bardzo istotne, wiarygodna strategia dostosowań fiskalnych pomaga utrzymać premię za ryzyko na stosunkowo niskim poziomie, co z kolei pozwala na prowadzenie sprzyjającej inwestycjom bardziej amortyzującej polityki monetarnej. Konsekwencją tych pozytywnych interakcji jest większe prawdopodobieństwo osiągnięcia zamierzonej redukcji długu publicznego.

Przykładem badań, które odnoszą się również do polityki fiskalnej, ale które w większym zakresie koncentrują się na przebiegu obecnego kryzysu, jest praca Aizenmana i Pasrichy [2011]. Autorzy próbują odpowiedzieć m.in. na pytanie, czy podobnie jak to miało miejsce w przeszłości, również w kryzysie lat 2007-2009 w polityce fiskalnej gospodarek wschodzących dominowały działania o charakterze procyklicznym. Z punktu widzenia doboru próby charakterystyczne jest to, że analizowana grupa gospodarek wschodzących to kraje OECD¹⁹, które są porównywane z wysoko rozwiniętymi krajami członkowskimi tej organizacji. Z przeprowadzonej analizy wynika, że gospodarki wschodzące zastosowały silnie antycykliczną politykę fiskalną zarówno w okresie poprzedzającym kryzys, jak i w jego trakcie, natomiast wiele krajów wysoko rozwiniętych zastosowało politykę procykliczną. Co interesujące, Polska była jednym z sześciu krajów OECD²⁰ i jedynym spośród grupy gospodarek wschodzących, w którym wystąpił tzw. ujemny bodziec fiskalny netto, co oznacza, że w analizowanych okresach nastąpiło procykliczne obniżenie się wydatków rządowych²¹. Autorzy podkreślają, że jak dotąd stosunkowo niewiele wiadomo na temat przyczyn stwierdzonych przez nich prawidłowości.

Wiele prac porównujących doświadczenia krajów wysoko rozwiniętych i gospodarek wschodzących poświęconych jest również polityce monetarnej. Praca Yehoue'a [2009] jest szczególnie interesująca, ponieważ autor próbuje

¹⁹ Grupę tę stanowią: Chile, Czechy, Korea Płd., Meksyk, Polska, Turcja i Węgry,

²⁰ Obok Austrii, Grecji, Irlandii, Islandii i Włoch.

²¹ Jest on definiowany jako zmiana w skonsolidowanych rządowych wydatkach konsumpcyjnych i inwestycyjnych (budżetów centralnych i lokalnych). Należy pamiętać, że w tożsamości dochodu narodowego wydatki rządowe nie obejmują tzw. transferów.

odnieć się bezpośrednio do kwestii, jakie czynniki przesądzały o zastosowaniu przez gospodarki wschodzące narzędzi niestandardowych, a także ocenić ich skuteczność. Analiza oparta została na specjalnie skonstruowanej dla 39 krajów bazie danych obejmującej cztery rodzaje niekonwencjonalnych działań ukierunkowanych na zwiększenie płynności: środki zwiększające dostęp do płynności w walutach obcych, transakcje swapowe między bankami centralnymi, środki wspomagające dostęp do płynności w walucie krajowej oraz obniżenie stopy rezerw obowiązkowych.²² Analiza pokazała, że najważniejsze czynniki, od których zależało zastosowanie niekonwencjonalnych narzędzi, to: wielkość gospodarki, dostęp do międzynarodowych rynków kredytowych, marża za ryzyko, deprecjacja waluty oraz saldo na rachunku bieżącym. Wybór zastosowanych narzędzi zależał przy tym od strukturalnych cech gospodarki poszczególnych krajów, a nie od dominujących wśród decydentów poglądów ekonomicznych. Inny wniosek dotyczy tego, że choć zastosowane narzędzia osłabiły skutki kryzysu finansowego, to jednak nie były w stanie zapobiec jego przeniesieniu się na sferę realną. Autorzy wskazują też na charakterystyczną ogólną cechę polityki pieniężnej w gospodarkach wschodzących. Chodzi mianowicie o to, że banki centralne dosyć szeroko zastosowały narzędzia niestandardowe, mimo że dysponowały możliwością obniżki stóp procentowych. Przyczynę autorzy upatrują w obawach przed odpływem kapitału i deprecjacją waluty²³.

Uwagi końcowe

Obecny kryzys rozpoczął się w krajach wysoko rozwiniętych i ta grupa krajów w największym stopniu w jego wyniku ucierpiała. Jest dlatego zrozumiałe, że tam właśnie najsilniejszy był zakres zastosowanych narzędzi o charakterze niekonwencjonalnym. Choć kraje na średnim poziomie rozwoju zostały dotknięte przez kryzys finansowy przede wszystkim w sposób pośredni (por. m.in. [Nabli, 2011]), to w miarę upływu czasu wpływ ten stawał się coraz silniejszy ze względu na skalę działań podjętych przez kraje wysoko rozwinięte oraz silnie działające kanały transmisji impulsów w skali międzynarodowej. Postawiło to również kraje słabiej rozwinięte przed poważnymi dylematami w zakresie działań antykryzysowych. Ogólnie można ocenić, że mimo wysokiego poziomu niepewności, w jakim podejmowane musiały być decyzje, kraje te nie popełniły jak dotąd poważniejszych błędów w zastosowanej polityce. Uniknięciu błędów sprzyjało na pewno to, że po lekcjach wyciągniętych z poprzednich kryzysów,

²² Ogólnie 31 krajów zastosowało środki niekonwencjonalne. Najmniej było przypadków zastosowania pierwszej grupy środków (m.in. Korea, Rosja, Brazylia). Dziewięć krajów zastosowało narzędzia z drugiej grupy, 17 krajów narzędzia z trzeciej grupy, a około połowa krajów narzędzia z czwartej grupy.

²³ Podobna interpretacja znajduje się w pracy Ghosha *et al.* [2009, s. 16]: „ryzyko obniżenia stopy procentowej banku centralnego w sytuacji, gdy nie towarzyszy temu wzrost akcji kredytowej, polega na tym, że nadmierna płynność w sektorze bankowym może sprzyjać odpływowi kapitału za granicę”.

kraje te dysponowały dużo większym polem manewru, dzięki korzystnej sytuacji w finansach publicznych i na rachunku bieżącym bilansu płatniczego.

Jest oczywiście zdecydowanie zbyt wcześnie, by uznać, że zastosowane działania antykryzysowe zakończyły się sukcesem. Kluczowe znaczenie dla końcowej oceny będzie mieć strategia wychodzenia krajów wysoko rozwiniętych z zastosowanych środków konwencjonalnych i niekonwencjonalnych. Efektywność tego procesu będzie w sposób pośredni, ale bardzo istotny determinować w najbliższych latach trudne wybory, przed jakimi znajdują się również kraje na średnim poziomie rozwoju.

Bibliografia

- Ait-Sahalia Y., Andritzky J., Obst A., Nowak S., Tamirisa N., [March 2010], *Market Response to Policy Initiatives During the Global Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 15809.
- Aizenman J., Pasricha G.K., [February 2011], *Net Fiscal Stimulus During the Great Recession*, NBER Working Paper No. 16779.
- Baldacci E., Gupta S., Mulas-Granados C., [October 2010], *Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Policy Mix*, IMF Working Paper WP/10/232.
- Blanchard O.J., Das M., Farquee H., [Spring 2010], *The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Economies*, „Brookings Papers on Economic Activity”.
- Borio C., Disyatat P., [2009], *Unconventional Monetary Policies: An Appraisal*, BIS Working Papers, No. 292.
- Detragiache E., Ho G., [January 2010], *Responding to Banking Crises: Lessons from Cross-Country Evidence*, IMF Working Papers WP/10/18.
- Eichengreen B., [19-20 August 2010], *Macroeconomic and Financial Policies Before and After the Crisis*, EWC/KDI Conference, Honolulu, Hawaii.
- Forbes K.J., [Spring 2010], *Comment*, „Brookings Papers on Economic Activity”.
- Ghosh A.R., Chamon M., Crowe C., Kim J.I., Ostry, J.D., [23 April 2009], *Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries*, IMF Staff Position Note SPN/09/08.
- Ishi K., Stone M., Yehoue E.B., [October 2009], *Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies*, IMF Working Paper WP/09/226.
- King S.D., [2010], *Losing Control. The Emerging Threats to Western Prosperity*, Yale University Press, New Haven.
- Koo R.C., [2008], *The Holy Grail of Macroeconomics. Lessons from Japan's Great Recession*, Wiley, Singapore.
- Kose M.A., Prasad E.S. [2010], *Emerging Markets Come of Age*, „Finance & Development”, November.
- Krishnamurthy A., [2010], *Amplification Mechanisms in Liquidity Crises*, „American Economic Journal. Macroeconomics”, No. 3.
- Lenza M., Pill H., Reichlin L., [April 2010], *Monetary Policy in Exceptional Times*, „Economic Policy”.
- Llaudes R., Salman F., Chivakul M., [October 2010], *The Impact of the Great Recession on Emerging Markets*, IMF Working Paper WP/10/237.
- Mishkin F.S., [2011], *Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*, „Journal of Economic Perspectives”, No. 1.
- Nabli M.K., red., [2011], *The Great Recession and Developing Countries. Economic Impact and Growth Prospects*, The World Bank, Washington DC.
- Rose A.K., Spiegel M.M., [January 2011], *Cross-Country Causes and Consequences of the Crisis: An Update*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2.

- Servén L., [2011], *Comment*, w: Nabli M.K., red. (2011).
- Tesar L.L., [Spring 2010], *Comment*, „Brookings Papers on Economic Activity”.
- Tsangarides C., [October 2010], *Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Countries*, IMF Working Paper WP/10/242.
- Wojtyna A., red., [2011], *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, PWE, Warszawa.
- Yehoue E.B., [December 2009], *Emerging Economy Responses to the Global Financial Crisis of 2007-09: An Empirical Analysis of Liquidity Easing Measures*, IMF Working Paper WP/09/265.

STANDARD AND NONSTANDARD ANTI-CRISIS MEASURES IN EMERGING MARKETS

Summary

The article discusses and evaluates the latest trends in research on stabilization policies in medium-developed countries at a time of crisis. The author sets out to determine whether and to what extent these policies have been based on standard (conventional, orthodox) measures and to what extent they have relied on nonstandard (unconventional, unorthodox) methods. To make sure these concepts are useful in his analysis, in the second part of the article the author clarifies their meaning and highlights their relationship with other methods for classifying anti-crisis measures.

The third part discusses some recent findings in research on the determinants of emerging markets' resilience/susceptibility to crises. This section of the article focuses on the impact of an economic policy on the resilience of economies to crisis. The author takes into account the specific features of emerging markets, which determine the need for, possibilities and effectiveness of both standard and nonstandard anti-crisis measures. The focus is on the use of these measures in medium-developed countries. The analysis covers developed countries only insofar they have an impact on the application of similar measures in medium-developed countries, the author says.

Keywords: stabilization policy, standard and nonstandard measures, emerging markets