

*Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Katedra Ekonomii*

Adam P. Balcerzak

WPLYW POLITYKI MONETARNEJ STANÓW
ZJEDNOCZONYCH NA POWSTANIE PRZYCZYN
ŚWIATOWEGO KRYZYSU GOSPODARCZEGO
Z ROKU 2008*

Zarys treści. Celem opracowania jest analiza przyczyn globalnego kryzysu gospodarczego, który rozwinął się na przełomie 2008 i 2009 r. W opracowaniu postawiono następującą hipotezę badawczą: kluczowym czynnikiem sprawczym kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych, który później doprowadził do globalnego spowolnienia w sferze realnej w wymiarze międzynarodowym, była zbyt ekspansywna polityka monetarna Rezerwy Federalnej; ekspansja monetarna w warunkach nieefektywności państwa w zakresie kreowania porządku instytucjonalnego rynków finansowych skutkowałą narastaniem bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów, których pęknięcie stało się przyczyną globalnej recesji.

Słowa kluczowe: ekspansja monetarna, reguła Taylora, asymetryczność polityki monetarnej.

1. WSTĘP

Kryzys finansowy, który w 2007 r. dotknął amerykański rynek sekuryzowanego długu hipotecznego, w drugiej połowie 2008 r. przeniósł się na sferę realną oraz objął niemal całą światową gospodarkę. Rozpoczęła się recesja

* Główna teza niniejszego opracowania została zaprezentowana w czasie konferencji z cyklu „Innowacje finansowe” pt. „Kryzys na rynkach finansowych a rozwój gospodarczy”, która była zorganizowana przez Katedrę Finansów Przedsiębiorstw oraz Katedrę Ekonomii Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku w dniach 14–16.06.2009 r.

gospodarcza, która według wielu ekonomistów może być porównywana tylko z wielkim kryzysem lat 30. XX w. Ocena długookresowych skutków tego załamania gospodarczego byłaby dzisiaj bardzo trudnym zdaniem. Robert Wright słusznie zauważa, że wszystkie większe kryzysy gospodarcze, jakie pojawiały się w historii Stanów Zjednoczonych, przynosiły poważne zmiany w życiu społeczno-ekonomicznym kraju. Jednak ich najważniejsze konsekwencje niejednokrotnie mogłyby być właściwie ocenione dopiero po dziesięcioleciach (Wright, 2008, s. 1–2). Tym samym dzisiaj można co najwyżej oczekiwać, że skutki obecnej światowej recesji, podobnie jak konsekwencje wielkiego kryzysu, nie będą się ograniczały wyłącznie do Stanów Zjednoczonych, ale przyniosą długookresowe istotne zmiany w wymiarze globalnym. Na tym etapie trudno formułować bardziej szczegółowe prognozy. W przeciwieństwie do tego, kluczową, a zarazem możliwą do przeanalizowania kwestią, wobec jakiej stoją dziś ekonomiści, jest pytanie o źródła oraz mechanizmy sprawcze globalnego kryzysu gospodarczego.

Celem niniejszego opracowania jest analiza źródeł obecnie obserwowanego kryzysu gospodarczego. W opracowaniu postawiono następującą hipotezę badawczą: kluczowym czynnikiem sprawczym kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych, który później doprowadził do globalnego spowolnienia w sferze realnej, była zbyt ekspansywna polityka monetarna Rezerwy Federalnej. Ekspansja monetarna w warunkach nieefektywności państwa w zakresie kreowania porządku instytucjonalnego rynków finansowych skutkowałą narastaniem bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów, których pęknięcie stało się przyczyną globalnej recesji.

2. PRZYCZYNY I PRZEBIEG GLOBALNEGO KRYZYSU GOSPODARCZEGO

Obecnie obserwowana globalna recesja gospodarcza została zapoczątkowana przez kryzys finansowy, który wybuchł w połowie 2007 r. wraz z załamaniem się rynku kredytów hipotecznych *subprime* w Stanach Zjednoczonych. Mimo że trudności na rynku amerykańskim były poprzedzone kilkuletnim procesem narastania globalnych nierównowag (zob. Kohn, 2005; Truman, 2005), do połowy 2008 r. kryzys finansowy w zasadzie ograniczał się do tego kraju¹. Jednak w połowie 2008 r. po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers oraz ujawnieniu problemów grupy finansowej AIG nastąpiło jego błyskawiczne

¹ Problemy globalnych nierównowag i zagrożenia z nimi związane w polskiej literaturze zostały szczegółowo omówione przez Karola Lutkowskiego (2006, s. 425–472), Krzysztofa Rybińskiego (2006, s. 475–526) oraz Michała Moszyńskiego (2007, s. 97–114).

umiędzynarodowienie. Zdarzenia te stały się bodźcem do gwałtownego spadku wzajemnego zaufania podmiotów rynkowych, którego skala przybrała rozmiary od lat nienotowane na międzynarodowych rynkach finansowych. Towarzyszyły temu kolejne bankructwa podmiotów finansowych, lub też wielomiliardowe plany ratunkowe dla globalnych instytucji związanych z sektorem bankowym, szybki spadek płynności na rynku międzybankowym oraz gwałtowne ograniczenie kapitalizacji rynków finansowych. W rezultacie analitycy międzynarodowego Banku Polskiego określili tę sytuację jako koniec ery „łatwego pieniądza” (Narodowy Bank Polski, 2009, s. 398–408). Pod koniec 2008 r. kryzys finansowy przekształcił się w załamanie w sferze realnej (Krześniak, 2009, s. 29–38).

Analitycy Narodowego Banku Polskiego wskazali na siedem głównych przesłanek, które można traktować jako uwarunkowania przyczyniające się do globalnych nierównowag Stanów Zjednoczonych i powstania kryzysu finansowego skutkującego obecną recesją (Narodowy Bank Polski, 2009, s. 346–347):

1. Wzrost stabilności makroekonomicznej notowanej od drugiej połowy lat 90. ubiegłego wieku związanej z brakiem dużych wstrząsów podażowych oraz poprawą jakości polityki pieniężnej i fiskalnej w wymiarze międzynarodowym.
2. Ekspansywna polityka monetarna Rezerwy Federalnej po 2001 r. związana z pęknięciem bańki internetowej na rynkach kapitałowych. Silna redukcja stóp procentowych była czynnikiem napędzającym inflację na rynku nieruchomości i aktywów finansowych oraz przyczyniła się do zwiększenia zewnętrznej nierównowagi Stanów Zjednoczonych. W latach 2001–2003 Europejski Bank Centralny w reakcji na obniżki stóp amerykańskich oraz spowolnienie gospodarcze w Europie także rozluźnił politykę monetarną.
3. Merkantylistyczna polityka gospodarcza państw Azji Południowo-Wschodniej, Chin i Japonii osiągających duże nadwyżki na rachunku obrotów bieżących oraz ich reinwestowanie na rynku amerykańskim, co z jednej strony sprzyjało utrzymaniu ekspansywnej polityki fiskalnej USA, jak również napędzało dodatkowo ekspansję monetarną, obniżając rynkowe stopy procentowe.
4. Deregulacja i wzrost kapitalizacji rynków finansowych, szybki rozwój innowacji i instrumentów finansowych w szczególności rozwój sekurytyzacji amerykańskich należności kredytowych. Dzięki wysokim ocenom wiarygodności kredytowej, w warunkach dostępnego i taniego pieniądza, rosnącej skłonności do ryzyka instrumenty te stały się atrakcyjnym narzędziem inwestycyjnym na międzynarodowym rynku finansowym. Jednakże w warunkach spowolnienia gospodarczego okazały się one aktywami toksycznymi.

5. Nieefektywne rozwiązania prawne i instytucjonalne organów nadzoru finansowego oraz systemu informacji rynkowej, które prowadziły do nadmiernej ekspozycji na ryzyko inwestorów. Składała się na to możliwość tworzenia pozabilansowych instrumentów finansowych utrudniających monitorowanie ryzyka, bodźce zwiększające nierzetelność pośredników finansowych uczestniczących w procesie sekuryzacji oraz nierzetelność agencji ratingowych.
6. Inflacja na rynku surowców, w szczególności ropy naftowej, która uczyniła z ich eksporterów istotnych eksporterów kapitału. W warunkach niskiej skłonności do oszczędzania oraz dysponując najbardziej płynnym i rozwiniętym rynkiem finansowym, największym odbiorcą tej nadwyżki stały się Stany Zjednoczone. Napływ kapitału przy niskich stopach Rezerwy Federalnej przełożył się na dalszy spadek rynkowych stóp procentowych.
7. Wzrost skłonności do ryzyka związany z korzystnymi uwarunkowaniami makroekonomicznymi gospodarki światowej, który sprzyjał utrzymywaniu się rekordowo niskiego poziomu długoterminowych stóp procentowych w krajach wysoko rozwiniętych i rozwijających się.

Analizując powyższe uwarunkowania, można je podzielić na dwie grupy. Po pierwsze, były to czynniki bezpośrednio (czynniki 1, 2 i 7) bądź pośrednio (czynnik 3, 6) związane z polityką monetarną Stanów Zjednoczonych i pozostałych głównych światowych decydentów monetarnych. Po drugie, były to czynniki związane z nieefektywnością działań państw w zakresie kreowania ładu instytucjonalnego na rynkach finansowych (czynnik 4 i 5). W toku dalszej analizy zostanie szczegółowo przeanalizowana pierwsza grupa czynników związana z polityką monetarną Stanów Zjednoczonych².

3. POLITYKA MONETARNA REZERWY FEDERALNEJ JAKO STYMULATOR BĄBLI SPEKULACYJNYCH

Zgodnie z wicksellową koncepcją naturalnej stopy procentowej utrzymywanie się rynkowej stopy procentowej poniżej jej naturalnego poziomu zazwyczaj prowadzi do boomu inflacyjnego, który niemal zawsze kończy się recesją. Według modelu Misesa–Hayeka ujemne odchylenie rynkowej od naturalnej stopy procentowej wywołane przez ekspansję monetarną prowadzi do wypaczeń

² Problematyka nieefektywności systemowej państwa w odniesieniu do kreowania porządku instytucjonalnego na rynkach finansowych została omówiona w pracy Adama Balcerzaka (2009a, s. 256–269).

informacyjnych, w wyniku których następuje realokacja zasobów z konsumpcji do inwestycji, a więc przechodzenie do coraz bardziej okrężnych procesów wytwarzania. Niski poziom rynkowych stóp procentowych jest odbierany przez przedsiębiorców jako sygnał zmiany preferencji konsumentów oraz ich zwiększonej skłonności do oszczędzania, która prowadzi do spadku kosztu kapitału i skłania do realizacji wcześniej nieopłacalnych inwestycji. Tymczasem w warunkach ekspansji monetarnej banku centralnego proces ten nie jest wywołany przez zmiany preferencji czasowej konsumentów. W fazie boomu w realiach ograniczonego zasobów prowadzi to do wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych w relacji do dóbr inwestycyjnych. Przechwytywanie czynników produkcji przez producentów i przeznaczanie ich na produkcję dóbr wyższego rzędu wymusza konieczne oszczędności oraz obniżenie produkcji dóbr konsumpcyjnych, co nie jest akceptowane przez konsumentów. Utrzymanie tego stanu rzeczy jest tylko możliwe w warunkach dopływu pieniądza kredytowego do producentów w większej ilości niż strumień pieniądza płynącego do konsumentów. Jednakże z czasem dostęp producentów do kredytu musi się zmniejszyć, natomiast rynkowa stopa procentowa musi ulec zwiększeniu, gdyż utrzymywanie tego procesu skutkowałoby wywołaniem spirali inflacyjnej. W tym momencie następuje wymuszona zmiana struktury produkcji oraz powrót do mniej okrężnych metod wytwarzania. W rezultacie w warunkach wyższych rynkowych stóp procentowych część rozpoczętych inwestycji okazuje się nierentowna i musi zostać zaniechana. Rozpoczyna się proces powrotu systemu do równowagi na drodze kurczenia procesów kapitałowych. Tym samym, zgodnie z omawianym modelem, ekspansja inflacyjna wywołana przez bank centralny zawsze kończy się recesją gospodarczą (Mises, 2007, s. 457–492; Rothbard, 2000, s. 3–36).

Austriackie podejście do cyklu koniunkturalnego oraz ewentualnych recesji gospodarczych jako wyłączonej konsekwencji ekspansywnych działań monetarnych banku centralnego nie jest oczywiście uznawane za element tzw. ekonomii głównego nurtu. Jednakże teza wskazująca na możliwość realnego oddziaływania nadmiernej ekspansji monetarnej na powstanie boomu gospodarczego, który w konsekwencji przegrzania się gospodarki może doprowadzić do trudnej do opanowania recesji, przez makroekonomistów jest obecnie uznawana zarówno za element konsensusu teoretycznego, jak i element wiedzy z zakresu praktycznej stosowanej polityki gospodarczej. Według Oliviera Blancharda, mimo bardzo burzliwych zmian w makroekonomii, w ostatnich dekadach rdeń praktycznie stosowanej polityki gospodarczej jest cały czas bliski duchem podejściu stworzonemu przed czterdziestu laty przez Paula Samuelsona w ramach tzw. neoklasycznej syntezy. Zgodnie z tą propozycją w krótkim okresie większy deficyt budżetowy może zwiększać produkt oraz inwestycje, lecz w długim okresie prowadzi on do ograniczenia kapitału i produktu. W krótkim okresie wzrost podaży pieniądza

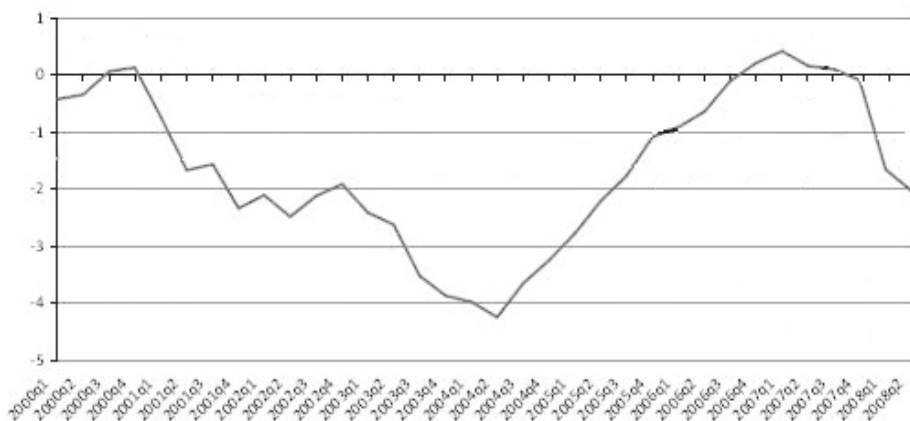
może skutkować ekspansją gospodarczą i zwiększać produkt, ale w długim horyzoncie czasowym jest znacznie bardziej prawdopodobne, że doprowadzi do inflacji oraz wpłynie na jego zmniejszenie³.

Zgodnie z obecnie panującym konsensusem teoretycznym jednym ze środków, który może pomagać w uniknięciu powyżej zdiagnozowanego zagrożenia, jest prowadzenie polityki monetarnej zgodnej z tzw. regułą Taylora⁴. Podejście takie pozwala na wystarczającą elastyczność prowadzącą do stabilizacji produktu bez groźby rozbudzenia inflacji. Jednocześnie gwarantuje zachowanie dyscypliny uniemożliwiającej dyskrecjonalne działania skutkujące niespójnością w czasie (Taylor, 1999, s. 655–679). Polityka pieniężna, bazująca na regule Taylora, pozwala na uchwycenie trzech powszechnie uznawanych elementów dobrej polityki gospodarczej: gwarantuje silną systematyczną odpowiedź na pojawiające się zjawiska inflacyjne, zapewnia antycykliczny element polityki w kontekście cyklu koniunkturalnego, rozwiązuje problem opóźnień czasowych związanych z mechanizmem transmisji monetarnej dzięki wykorzystywaniu prognoz inflacji oraz poziomu bezrobocia jako wskaźników stanu aktywności gospodarczej (Orphanides, 2002, s. 116). W dłuższym horyzoncie czasowym prowadzenie polityki monetarnej niezgodnej z regułą Taylora jest obecnie zazwyczaj uznawane za ekspansję monetarną bądź restrykcje monetarne zagrażające długookresowej stabilności gospodarki.

³ Według Oliviera Blancharda te międzyokresowe zmiany kierunków oddziaływania poszczególnych instrumentów polityki gospodarczej stanowią główne powody, dla których prowadzenie makroekonomicznej polityki gospodarczej jest tak trudne oraz często kontrowersyjne (Blanchard, 1997, s. 244).

⁴ Oczywiście podejścia tego nie można traktować jako mechanicznego stosowania zaproponowanego równania. John Taylor opisał politykę monetarną Rezerwy Federalnej z drugiej połowy lat 80. i początku lat 90. na podstawie reguły, gdzie w funkcji reakcji stopy procentowej zostały uwzględnione zarówno odchylenia realnego PKB od jego wartości nominalnej oraz poziom cen według następującego równania: $r = p + 5y + 5(p-2)+2$. W równaniu tym r stanowiło stopę Rezerwy Federalnej, p reprezentowało poziom inflacji z poprzednich czterech kwartałów, y stanowiło odchylenie realnego poziomu PKB od jego wartości nominalnej, a więc $y = 100(Y - Y^*) / Y^*$, gdzie Y było poziomem realnego PKB, Y^* stanowiło trend PKB, co dla lat 1984–1992 wynosiło 2,2% rocznie. Tak sformułowana reguła polityki monetarnej oznacza, że Rezerwa Federalna podnosiła stopę procentową, jeżeli stopa inflacji przekroczyła cel równy 2%, lub gdy realny PKB znalazł się powyżej potencjalnego PKB. Jeżeli zarówno inflacja, jak i realny PKB, były zgodne z celem, wówczas stopa Rezerwy Federalnej równa się 4% lub 2% według wartości realnej. Wykorzystanie stopy inflacji z czterech poprzednich kwartałów po prawej stronie równania wskazywało, że reguła polityki monetarnej bazowała na wartościach realnych z opóźnioną stopą inflacji służącą jako przybliżenie dla inflacji oczekiwanej. 2% wartość realnej stopy „równowagi” była zbliżona do zakładanego poziomu stopy zrównoważonego wzrostu wynoszącego 2,2%. Powyższa reguła miała takie same zmienne dla odchylenia realnego PKB od trendu, jak i stopę inflacji (Taylor, 1993, s. 202).

Analizując politykę monetarną prowadzoną przez Rezerwę Federalną w ostatnim dwudziestoleciu, czas ten można podzielić na dwa podokresy. Do połowy 2001 r. polityka monetarna Stanów Zjednoczonych była dość dobrze opisywana przez regułę Tayora (Mishkin, 2007; Mankiw, 2001). Od połowy 2001 r. rozpoczął się okres silnego rozluźnienia monetarnego, znacząco przekraczającego wskazania wynikające ze wspomnianej koncepcji. Wykres 1 przedstawia odchylenie stóp procentowych od poziomu wyznaczonego przez regułę Taylora w Stanach Zjednoczonych w latach 2000–2008.



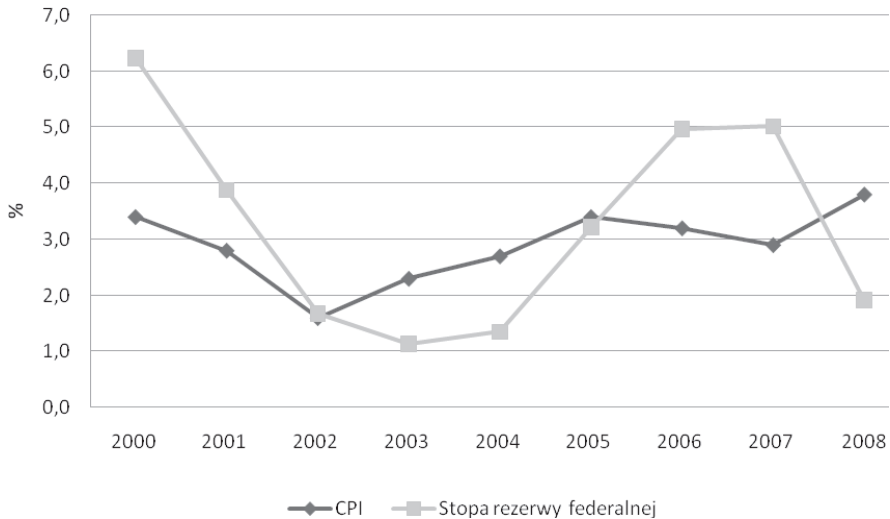
Wykres 1. Odchylenie stóp procentowych od poziomu wyznaczonego przez regułę Taylora w USA w latach 2000–2008.

Źródło: Narodowy Bank Polski (2009, s. 348).

Głównym celem rozluźnienia monetarnego, które rozpoczęło się na przełomie 2000 i 2001 r., było ograniczenie negatywnych konsekwencji pęknięcia bąbla spekulacyjnego na rynku firm z branży internetowej oraz związanej z tym groźby spowolnienia w sferze realnej. W rezultacie od sierpnia 2000 r. do sierpnia 2001 r. stopa Rezerwy Federalnej została obniżona z poziomu 6,5% do poziomu 3,65%. Proces rozluźniania polityki monetarnej uległ dalszemu pogłębieniu po zamachach z 11 września 2001 r., które wywołały kolejną falę niepokojów na rynkach finansowych. W konsekwencji w styczniu 2002 r. stopa Rezerwy Federalnej została obniżona do 1,73%. Ekspansja monetarna była kontynuowana w kolejnych miesiącach, w grudniu 2003 r. stopa Rezerwy Federalnej osiągnęła 0,98%, co stanowiło najniższy poziom od kilku lat⁵. Mimo że już na przełomie 2002 i 2003 r. odnotowano oznaki szybkiego ożywienia gospodarczego, dopiero

⁵ Źródło danych dotyczących poziomu stopy Rezerwy Federalnej: Board of Government of the Federal System (2009).

w 2005 r. rozpoczął się proces zacieśniania monetarnego. W rezultacie takiej polityki w latach 2002–2005 realne stopy procentowe Stanach Zjednoczonych utrzymywały się na ujemnym poziomie, co zostało przedstawione na wykresie 2.



Wykres 2. Roczna stopa Rezerwy Federalnej oraz wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI) w Stanach Zjednoczonych w latach 2000–2008

Źródło: Board of Government of the Federal System (2009), Deutsche Bank Research (2009).

Zgodnie z teorią przyjmowaną w ramach ekonomii głównego nurtu tak ekspansywna polityka monetarna powinna już po kilku miesiącach przełożyć się na zwiększoną presję inflacyjną. Jednakże w przypadku Stanów Zjednoczonych zazwyczaj wskazuje się na kilka przesłanek, które temu przeciwdziałały:

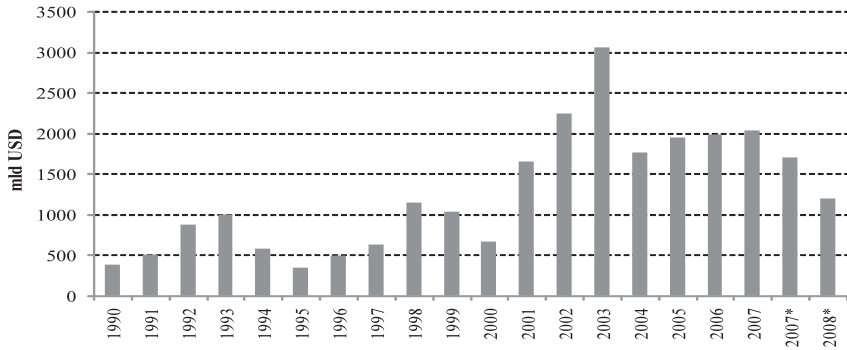
1. Niskie oczekiwania inflacyjne związane ze skuteczną antyinflacyjną polityką monetarną po roku 1980 ubiegłego wieku oraz wysoka wiarygodność Rezerwy Federalnej związana z jej dużą niezależnością.
2. Pozycja dolara amerykańskiego jako waluty światowej. Pod koniec lat 90. ubiegłego wieku kraje Azji Południowo-Wschodniej prowadziły merkantylistyczną politykę nastawioną na stworzenie wysokich rezerw dewizowych, które były w znacznej części reinwestowane na rynku amerykańskim, finansując dług publiczny, oraz lokowano je na rynku aktywów finansowych oraz rynku nieruchomości. Był to ważny czynnik sprzyjający powstawaniu wspomnianych już globalnych nierównowag (Rybiński, 2006, s. 475–526). Jednocześnie wskazuje się, że w tych warunkach oczekiwania inflacyjne były zastępowane oczekiwaniami wzrostu cen aktywów finansowych i nieruchomości (Więznowski, 2009, s. 156).

3. Oddziaływanie takich automatycznych stabilizatorów polityki pieniężnej jak mnożnik kreacji pieniądza i prędkość jego obiegu jest w stanie w pewnych granicach łagodzić skutki nadmiernych zmian ilości pieniądza⁶.
4. Rosnące tempo wzrostu produktywności pracy działające jako tymczasowy stabilizator presji inflacyjnej⁷.

Narastająca presja inflacyjna nieznaną odzwierciedlenia w podstawowych wskaźnikach inflacyjnych, takich jak CPI w różnych wariantach czy też inflacja bazowa, które były wykorzystywane przez bank centralny, znalazła ujście na rynku aktywów finansowych, a w szczególności na rynku nieruchomości. Po 2001 r. na amerykańskim rynku nieruchomości rozpoczął się proces narastania napięć. W sytuacji pojawienia się i utrzymywania przez długi czas ujemnych realnych stóp procentowych w systemie finansowym pojawiły się możliwości niemalże darmowego pożyczania pieniędzy, w warunkach szybszego spadku realnej wartości długu w relacji do wartości odsetek, którym towarzyszył szybki wzrost wartości aktywów finansowych i materialnych. Skutkowało to między innymi bezprecedensową ekspansją na rynku hipotecznych papierów dłużnych z segmentu *subprime*, które pozwalały na finansowanie rozwoju rynku nieruchomości, stymulując tym samym stronę popytową. Dane obrazujące rozwój rynku papierów sekurytyzowanych zostały przedstawione na wykresie 3. Z zestawienia tego wynika, że rynek ów osiągnął wyjątkową dynamikę w latach 2001–2003, gdy bardzo ekspansywna polityka monetarna Rezerwy Federalnej doprowadziła realne stopy procentowe do ujemnego poziomu (patrz wykres 2). Bardzo niskie realne stopy procentowe umożliwiały podmiotom pośredniczącym oferowanie kredytów, które charakteryzowały się zaniżonymi płatnościami odsetkowymi w początkowych okresach kredytowania, były one jednak oparte na zmiennej stopie procentowej. Kredyty te były szczególnie atrakcyjne dla klientów o niższej zdolności kredytowej, a więc bardzo wrażliwych na zwiększenie kosztów swoich zobowiązań. W konsekwencji powstała sytuacja, w przypadku której ewentualne zacieśnienie polityki monetarnej Rezerwy Federalnej skutkowało by gwałtownym wzrostem kosztów obsługi zadłużenia hipotecznego, a tym samym utratą zdolności spłaty kredytu przez wielu dłużników.

⁶ Należy jednak pamiętać, że po przekroczeniu pewnych granic przestają one pełnić rolę stabilizującą, w konsekwencji czego przykładowo ucieczka od pieniądza dodatkowo zwiększa presję inflacyjną (Więznowski, 2009, s. 156).

⁷ Sposób oddziaływania tego kanału został szczegółowo omówiony przez Adama Balcerzaka (zob. 2009b, s. 101–104).



Wykres 3. Emisja obligacji hipotecznych MBS w USA w latach 1990–2008

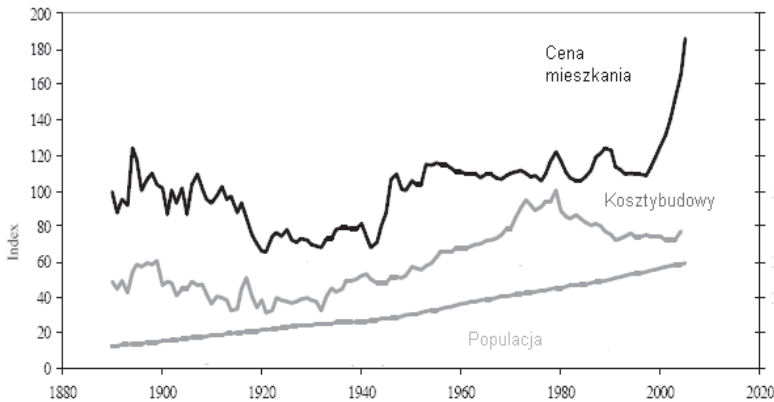
Źródło: Moszyński (2009, s. 48).

Czynniki te stworzyły warunki dla rozwoju klasycznego bąbla spekulacyjnego. Według ekonomicznej definicji można mówić o pojawieniu się cenowego bąbla spekulacyjnego, gdy cena danej klasy aktywów rośnie powyżej poziomu wyznaczonego przez tzw. ekonomiczne fundamenty, które zazwyczaj, ustalane na podstawie zdyskontowanych strumieni spodziewanych przez właściciela przepływów finansowych (Lansing, 2007, s. 26). Na wykresie 4 i 5 zostały przedstawione tzw. fundamentalne determinanty cen na rynku nieruchomości (wykres 4), indeks przedstawiający zmiany cen realnych na tym rynku oraz przychody z wynajmu mieszkań w Nowym Jorku (wykres 5)⁸. Dane te potwierdzają, że dynamika rynku nieruchomości nie miała wiele wspólnego z tzw. fundamentami trwałego wzrostu. Stanowiło to potwierdzenie dla tezy o pojawieniu się na nim cenowego bąbla spekulacyjnego.

Szybkie narastanie bąbli spekulacyjnych nie tylko było związane z dużą dostępnością bardzo taniego pieniądza. Kolejnym szczególnie ważnym czynnikiem związanym z działalnością banku centralnego dodatkowo stymulującym aktywność spekulacyjną na rynkach aktywów, była rosnąca skłonność do hazardu moralnego uczestników rynku, potęgowana przez asymetryczność polityki monetarnej Rezerwy Federalnej.

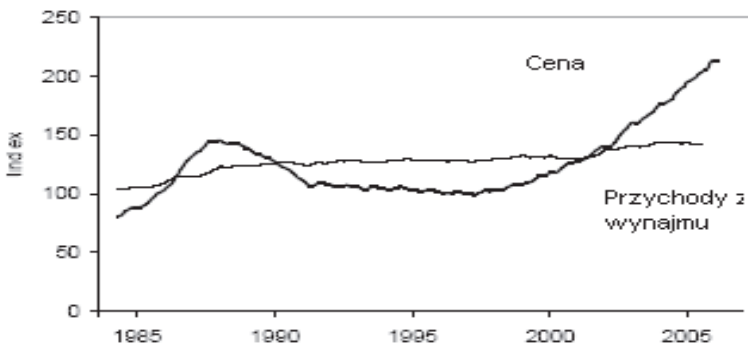
W ostatniej dekadzie bank centralny Stanów Zjednoczonych w przypadku wystąpienia poważnych zawirowań na rynkach finansowych istotnie rozluźniał

⁸ Ze względu na ograniczoność miejsca w pracy przedstawiono tylko dane dotyczące przychodów z wynajmu dla Nowego Yorku. Jednak Robert Shiller zebrał analogiczne dane dla wszystkich najważniejszych dużych ośrodków metropolitalnych Stanów Zjednoczonych: Bostonu, Chicago, Denver, Las Vegas, Los Angeles, San Diego, San Francisco, Washingtonu oraz Miami. Wszystkie te dane były analogiczne do sytuacji Nowego Jorku przedstawianej na wykresie 4 (Shiller, 2006).



Wykres 4. Bąbel spekulacyjny na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych: cena mieszkania, populacja i koszty budowy, rok 1890 = 100

Źródło: Shiller (2006).



Wykres 5. Bąbel spekulacyjny na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych: cena mieszkania oraz przychody z wynajmu w latach 1985–2007 w Nowym Jorku

Źródło: Shiller (2006).

politykę monetarną, obniżając stopy procentowe oraz zwiększając płynność na rynku, co miało przeciwdziałać lub ograniczać przenoszenie się kłopotów sektora finansowego na sferę realną gospodarki⁹. Z drugiej strony Rezerwa Federalna

⁹ Warto także podkreślić, że zjawisko to nie tylko ograniczało się do działań Rezerwy Federalnej na rynku amerykańskim, ale w ostatnich dwóch dekadach było także praktykowane przez pozostałe kluczowe instytucje globalnej gospodarki, jak: IMF oraz inne kluczowe banki centralne. W rezultacie tego rosnąca skłonność do hazardu moralnego zaczęła przybierać wymiar międzynarodowy. Świadczyły o tym kolejne kryzysy walutowe w latach 90. ubiegłego stulecia.

odcinała się od postulatów wskazujących na zasadność przeciwdziałania narastaniu bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów, wskazując na szereg teoretycznych i praktycznych problemów związanych z takim działaniem¹⁰. W rezultacie inwestorzy mogli zawsze liczyć na pomoc banku centralnego w postaci obniżek stóp procentowych w przypadku kłopotów na rynku finansowym. Tymczasem, gdy sytuacja na rynku poprawiała się, a inwestorzy zwiększali swoją aktywność spekulacyjną, Rezerwa Federalna nie zacieśniała odpowiednio polityki monetarnej. Jak wynika z tabeli 1, zjawisko to przybrało szczególny wymiar w latach 2003–2005, gdzie pomimo znaczącego ożywienia gospodarczego kontynuowana była ekspansywna polityka monetarna z okresu 2001–2002.

Tabela 1. Fundamentalne dane makroekonomiczne dla Stanów Zjednoczonych oraz indeks DJIA w latach 1998–2008

Rok	CPI	Stopa rezerwy federalnej	Zmiana Realnego PKB	Stopa bezrobocia	Wartość indeksu Dow Jones Industrial Average	Zmiana indeksu Dow Jones Industrial Average
1999	2,2	4,97	4,4	4,2	10 464,88	21,32%
2000	3,4	6,24	3,7	4	10 734,9	2,58%
2001	2,8	3,88	0,8	4,7	10 189,13	-5,08%
2002	1,6	1,67	1,6	5,8	9 226,43	-9,45%
2003	2,3	1,13	2,5	6	8 993,59	-2,52%
2004	2,7	1,35	3,6	5,5	10 317,39	14,72%
2005	3,4	3,22	2,9	5,1	10 547,67	2,23%
2006	3,2	4,97	2,8	4,6	11 408,67	8,16%
2007	2,9	5,02	2	4,6	13 169,98	15,44%
2008	3,8	1,92	1,1	5,8	9 176,71*	-30,32%

* październik 2008

Źródło: Board of Government of the Federal System (2009), Deutsche Bank Research (2009), Executive Office of the President of the United States (2009).

Od 2006 r. zaczął się jednak proces stopniowego zacieśniania polityki monetarnej. Był to efekt między innymi coraz większego niepokoju związanego z narastającą nierównowagą zewnętrzną Stanów Zjednoczonych oraz sygnałami rosnącej presji inflacyjnej (zob. Lutkowski, 2006, s. 425–472; Rybiński, 2006, s. 475–526; Moszyński, 2007, s. 97–114). Proces zacieśniania monetarnego był reprezentowany przez stopniowy powrót do tzw. reguły Taylora (wykres 1).

¹⁰ Kwestie te zostały bardzo szczegółowo przedyskutowane przez Krzysztofa Rybińskiego na seminarium organizowanym przez Radę Naukową PTE (Rybiński, 2008, zob. także: Kurach, Stelmach, 2009, s. 29–38).

Zwiększenie restrykcyjności polityki monetarnej zaczęło przekładać się na rosnące koszty obsługi długu hipotecznego, co w szczególności stanowiło zagrożenie dla dużej części nowych kredytobiorców korzystających ze wspomnianych sekurytyzowanych kredytów o zmiennej stopie oprocentowania. W warunkach dodatkowych szoków podażowych w IV kwartale 2008 r. już ponad jedna czwarta kredytobiorców zalegała ze spłatą zadłużenia, czemu towarzyszył spadek cen mieszkań stanowiących pierwotne zabezpieczenie kredytów (zob. szerzej Moszyński, 2009).

Pod koniec 2008 r. to nagromadzenie się „złych” długów na rynku amerykańskim oraz spadek wyceny sekurytyzowanych instrumentów dłużnych, w które zainwestowało wiele zagranicznych podmiotów, przyczyniło się do odnotowywania olbrzymich strat instytucji finansowych operujących w skali globalnej. Straty te ze względu na ogromne rozmiary zagroziły stabilności światowego systemu finansowego. W takich warunkach bezpośrednią konsekwencją narastającej niepewności, której źródłem był rynek amerykański, było załamanie się zaufania na światowym rynku w skali nienotowanej w ostatnich latach oraz ograniczenie płynności rynku. To skutkowało zmniejszeniem zdolności systemów bankowych poszczególnych krajów do finansowania realnej sfery gospodarki.

Przytoczone powyżej fakty należy traktować jako silne argumenty na rzecz tezy, zgodnie z którą bardzo ekspansywna polityka monetarna Rezerwy Federalnej prowadzona po 2001 r. istotnie przyczyniła się do powstania bąbli spekulacyjnych na rynku aktywów. Tym samym jest ona w znacznym zakresie odpowiedzialna za stworzenie warunków dla rozwoju kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych w 2007 r., który stał się zarzewiem globalnej recesji gospodarczej.

W kontekście przeprowadzonej analizy znamienne wydają się słowa Roberta Barro wypowiedziane już w roku 2002: „Trochę mnie niepokoi polityka monetarna prowadzona w 2001 r., gdyż Rezerwa Federalna obniżyła stopy procentowe w tempie znacznie przewyższającym to, które można było przewidywać na podstawie jej zachowania od połowy 1987 r. Osłabienie tempa wzrostu gospodarczego, znajdujące odzwierciedlenie w niższym tempie wzrostu zatrudnienia i wyższej stopie bezrobocia, dawało podstawę do pewnego obniżenia stóp procentowych. Jednakże cięcia dokonane przez Rezerwę Federalną, które sprowadziły krótkookresowe stopy oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym poniżej 2% na koniec 2001 r., były znacznie głębsze, niż można było przewidywać” (Barro, 2003, s. 182). Kontynuując ten wątek, Robert Barro stwierdził: „Tendencja do przyspieszania obniżek stóp musi niepokoić, gdyż może być sygnałem osłabienia zaangażowania Rezerwy Federalnej na rzecz utrzymywania niskiego poziomu inflacji i jej większego zainteresowania próbami zahamowania dalszego osłabienia koniunktury. Jeśli pomyśleć, jak wielkim osiągnięciem było zahamowania inflacji od połowy lat 80. do lat 90., tę zmianę polityki można

prawdopodobnie uznać za błąd. Sukcesy odniesione w przeszłości nie powinny utwierdzać Rezerwy Federalnej w przekonaniu, że może teraz precyzyjnie sterować gospodarką w celu uniknięcia recesji i jednocześnie utrzymać niską inflację” (Barro, 2003, s. 182–183).

Po kilku latach do podobnego wniosku doszedł prezes Rezerwy Federalnej w Dallas Richard Fischer: „W retrospekcji realna stopa procentowa była zbyt niska, niż wydaje się właściwe, i była utrzymana zbyt długo na niskim poziomie, co wynikało po części ze złej jakości danych ekonomicznych. Złe dane prowadziły do decyzji, które zwiększały aktywność spekulacyjną na rynku nieruchomości i na innych rynkach. Dzisiaj każdy, kto nie jest z byłej planety Pluton, wie, że na rynku nieruchomości ma miejsce silna korekta, która wiąże się z realnymi kosztami dla milionów właścicieli domów. To komplikuje zadanie banku centralnego, jakim jest osiągnięcie naszego celu monetarnego i stworzenie warunków dla trwałego bezinflacyjnego wzrostu” (cyt. za: Rybiński, 2007, s. 253).

4. WNIOSKI

Obecne zaburzenia gospodarcze, których skala wykracza poza zjawiska obserwowane w ostatnich latach, wymuszają na ekonomistach podjęcie trudu badawczego skutkującego diagnozą wskazującą najważniejsze przyczyny bieżącej recesji. W toku debaty odnoszącej się do tej kwestii sformułowano szereg hipotez dotyczących źródeł kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych, który ostatecznie doprowadził do światowego załamania wzrostu gospodarczego. Większość z przytaczanych przesłanek kryzysu może zostać zakwalifikowana jako bezpośrednia lub pośrednia konsekwencja błędów w zakresie polityki monetarnej prowadzonej przez Rezerwę Federalną, a także powielanej po części przez pozostałe najważniejsze banki centralne świata.

Przeprowadzona analiza empiryczna jest źródłem silnych argumentów na rzecz tezy, zgodnie z którą ekspansja monetarna w Stanach Zjednoczonych, w warunkach nieefektywności państwa w zakresie kreowania porządku instytucjonalnego rynków finansowych, skutkowałą narastaniem bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów, których pęknięcie stało się przyczyną globalnej recesji.

LITERATURA

Balcerzak A. P. (2009a), *Przegląd i wstępna ocena teoretycznych stanowisk dotyczących źródeł globalnego kryzysu gospodarczego*, [w:] S. Antkiewicz, M. Pronobis (red.), *Gospodarka w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa.

- Balcerzak A. P. (2009b), *Monetary Policy Under Conditions of NAIRU „Flattening”*, „Olsztyn Economic Journal”, 4(1).
- Barro R. J. (2003), *Nic świętego. Ekonomiczne idee na nowe Millenium*, CeDeWu, Warszawa, 182–183.
- Blanchard O. (1997), *Is There a Core of Usable Macroeconomics?*, „American Economic Review”, 87(2), s. 244.
- Board of Government of the Federal System, <http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm> (25.03.2009).
- Deutsche Bank Research, <http://www.dbresearch.de/> (25.03.2009).
- Kohn D. L. (2005), *Imbalances in the U.S. Economy*, Remarks At the 15th Annual Hyman P. Minsky Conference, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, New York April 22; <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050422/default.htm> (16.06.2009 r.)
- Kurach R., Stelmach J. (2009), *Polityka pieniężna wobec zjawiska baniek spekulacyjnych*, [w:] M. Noga, K. Stawicka (red.), *Ponadnarodowa i narodowa polityka monetarna na świecie*, CeDeWu.PL, Warszawa, 29–38.
- Krześniak A. (2009), *Od niepełnego instrumentu do załamania rynku – wybrane uwarunkowania kryzysu kredytowego*, „Equilibrium”, nr 1(2), 29–38.
- Lansing K. J. (2007), *Asset Price Bubbles*, „FRBSF Economic Letter”, 2007–32, October 26, s. 1.
- Lutkowski K. (2006), *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista”, nr 4, 425–472.
- Mankiw N. G. (2001), *U.S. Monetary Policy During the 1990s*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8471, September.
- Mises L. von (2007), *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2007, 457–492.
- Mishkin F. S. (2007), *Will Monetary Policy Become More of a Science?*, NBER „Working Paper” Series, „Working Paper” 13 566, October.
- Moszyński M. (2007), *Wybrane aspekty nierównowagi globalnej – przyczyny i możliwe konsekwencje*, „Toruńskie Studia Międzynarodowe”, nr 1(1), 97–114.
- Moszyński M. (2009), *Jakość informacji na rynku finansowym w kontekście kryzysu finansowego*, „Ekonomia i Prawo”, t. 5, cz. 1, s. 48.
- Narodowy Bank Polski (2009), *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, NBP, Warszawa, 346–347, 398–408.
- Orphanides A. (2002), *Monetary-Policy Rules and the Great Inflation*, „American Economic Review”, 92(2).
- Rothbard M. N. (2000), *America’s Great Depression*, Mises Institute, 3–36.
- Rybiński K. (2006), *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista”, nr 4, 475–526.
- Rybiński K. (2007), *Globalizacja w trzech odsłonach. Offshoring – globalne nierównowagi – polityka pieniężna*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, s. 253.
- Rybiński K. (2008), *Obecny kryzys finansowy i jego skutki dla Polski*, Rana Naukowa Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, Warszawa 27 listopad (niepublikowany maszynopis);

- Shiller R. J. (2006), *Asset Prices, Monetary Policy and Bank Regulation*, Chicago Fed Bank Structure Conference, May 19.
- Taylor J. B. (1999), *The Robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European central Bank*, „Journal of Monetary Economics”, 43(3), 655–697.
- Taylor J. B. (1993), *Discretion Versus Policy Rules in Practice*, Carnegie-Rochester „Conference Series on Public Policy”, 39, s. 202.
- Truman E. (2005), *Postponing global adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances*, Institute for International Economics, „Working Paper”, No. 6.
- Więznowski A. (2009), *Monetarne przyczyny kryzysu finansowego w USA 2007/2008*, [w:] M. Noga, K. Stawicka (red.), *Ponadnarodowa i narodowa polityka monetarna na świecie*, CeDeWu.PL, Warszawa, s. 156.
- Wright R.E. (2008), *Financial crisis and reform: Looking Back for Clues for the Future*, „The McKinsey Quarterly”, December, 1–2.

THE INFLUENCE OF MONETARY POLICY IN UNITED STATES ON SOURCES OF GLOBAL ECONOMIC CRISIS IN 2008

A b s t r a c t. The aim of the paper is to analyze the sources of current global economic crisis. The following thesis was presented in this article. The main cause of the financial crises in the United States, which have resulted in global recession in the real economy, should be attributed to very expansive monetary policy of the Federal Reserve. The expansionary monetary policy in the reality of ineffectiveness of government in building effective rules of financial market resulted in growing some speculative bubbles in the market of financial assets and real estate market. Bursting of these bubbles has resulted in global recession.

K e y w o r d s : monetary expansion, Taylor's rule, asymmetric monetary policy.