

Wilfried VER EECKE

ZAGROŻENIE DLA „AMERYKAŃSKIEGO SNU”
Ekonomiczne i etyczne refleksje
nad kryzysem finansowym lat 2007-2008 i późniejszą recesją*

Jednym z obszarów, w których rząd może odegrać istotną rolę, przyczyniając się do wzrostu zamożności społeczeństwa, jest coś, co nazywam dobrze funkcjonującą umową społeczną. Częścią takiej umowy powinna być jakiegoś rodzaju równość lub równość szans, aby wszyscy czuli się docenieni, aby czuli, że mają swój udział w gospodarce i aby byli gotowi uczestniczyć w wolnym rynku.

KEYNES O RECESJI I SCHUMPETER
O PROCESIE TWÓRCZEGO NISZCZENIA

Zarówno John M. Keynes, jak i Joseph Schumpeter dowodzą, że gospodarka nie rozwija się w sposób niezakłócony. Keynes wskazuje na trudne okresy recesji, Schumpeter zaś zwraca uwagę na bolesne aspekty wzrostu gospodarczego, którego nieuchronną konsekwencją są bankructwa wynikające z faktu, że wskutek procesu innowacji starsze metody produkcji okazują się przestarzałe. Konkluzje obu autorów prowadzą do podobnych pytań: Czy można w jakiś sposób zmniejszyć bolączki związane z działalnością gospodarczą? Czy warto do tego dążyć? Na kim spoczywa odpowiedzialność za łagodzenie tych nieuniknionych dolegliwości? Czy uczestnicy systemu wolnorynkowego są w stanie osiągnąć ten cel sami, czy też muszą skorzystać z pomocy rządu i mechanizmów politycznych? Innymi słowy, czy teoria ekonomiczna może uniknąć przekształcenia się w ekonomię polityczną?

Cechą rozwoju gospodarczego są cykle koniunkturalne. Występują w nich okresy rozkwitu oraz okresy recesji, a nawet depresji. Podczas recesji popyt jest niższy, więc fabryki otrzymują mniej zamówień¹. W odpowiedzi na zmniejszający się popyt ich właściciele i zarządy ograniczają produkcję, tną koszty lub (i) ogłaszają bankructwo. Konsekwencją ograniczania produkcji jest zaś mniejszy popyt na pracę, a więc wyższe bezrobocie. Fazy cyklu koniunkturalnego określane jako recesje i depresje są bolesne.

* Autor wyraża wdzięczność za pomoc otrzymaną przy pisaniu tego artykułu od Paula Durana, byłego pracownika Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

¹ Keynes wiązał niedostateczny popyt z faktem, że ceny i płace dostosowują się do spowolnienia gospodarczego zbyt wolno i w ograniczonym stopniu.

Keynes był zdania, że recesje i depresje mają bezpośredni związek z niedostatecznym popytem². Dlatego też zalecał, by brakowi popytu zapobiegał rząd, jako jedyny zdolny do tego podmiot. Tym samym Keynes dał rządowi konstruktywne zadanie zarządzania cyklem koniunkturalnym i ograniczania wynikających zeń cierpień ludzkich. W przeszłości rządy stosowały dwie metody podnoszenia popytu: zwiększały wydatki państwowe albo zmniejszały podatki, aby zachęcić obywateli do dokonywania zakupów. Każda z tych metod wymaga działań ustawodawczych, a te często są powolne i okazują się spóźnione. Większość krajów ma jednak możliwość automatycznego zwiększania wydatków, gdy społeczeństwo zaczyna odczuwać skutki recesji bądź depresji, poprzez zwiększone wypłaty świadczeń z funduszu tworzonego na wypadek bezrobocia. W wielu krajach bezrobotni otrzymują wówczas automatycznie wysokie zasiłki. Wiele krajów dysponuje więc częściowym lekarstwem na recesje i depresje³. Owo częściowo skuteczne remedium należy jednak uzupełnić konkretnymi działaniami ustawodawczymi inspirowanymi teorią Keynesa, a mianowicie inwestycjami rządowymi lub redukcją podatków.

Schumpeter prezentował całkowicie odmienne spojrzenie na bolesne zjawiska będące nieodłącznym elementem gospodarki opartej na wolnej konkurencji. System kapitalistyczny postrzegał on jako system konkurencyjny, w którym „śmierć” (bankructwo) nieefektywnych fabryk umożliwia zarazem stworzenie bardziej efektywnej gospodarki. System kapitalistyczny powstaje zatem na drodze twórczego niszczenia⁴. Mechaniczne stosowanie teorii Schumpetera krytykuje Joseph E. Stiglitz. Twierdzi on mianowicie, że teoria Schumpetera wymaga, by system był w stanie szybko i efektywnie absorbować zasoby produkcyjne „umierających” (bankrutujących) przedsiębiorstw. Muszą się w nim znaleźć zarówno praca dla zwalnianych robotników, jak i nowe zastosowania dla budynków i innych aktywów upadających fabryk. Stiglitz twierdzi, że po zapaści i rozpadzie Związku Radzieckiego idee Schumpetera zostały w pewnych przypadkach zastosowane błędnie. Nie należy bowiem dopuszczać do upadku minimalnie nieefektywnych przedsiębiorstw, jeśli brakuje innych, efektywnych

² Por. J.M. K e y n e s, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, tłum. M. Kalecki, S. Rączkowski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 23-33.

³ Automatyczne stabilizatory istnieją również po stronie podatków. Po pierwsze, progresywne opodatkowanie oznacza, że przy niższej aktywności ekonomicznej stosowane są niższe stawki podatków. Po drugie, łączna suma podatków dla całego kraju jest zależna od wysokości produktu krajowego brutto.

„Automatyczne stabilizatory” należy rozumieć jako czynniki, które ograniczają spadek popytu podczas recesji i zmniejszają wzrost popytu w okresie rozkwitu gospodarczego w sposób automatyczny, to znaczy bez konieczności każdorazowej interwencji rządu – przyp. tłum.

⁴ Por. J.A. S c h u m p e t e r, *Teoria rozwoju gospodarczego*, tłum. J. Grzywicka, PWN, Warszawa 1960, s. 337-405; tenże, *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, tłum. M. Rusiński, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 99-105.

zakładów oraz systemu sądowniczego, który sprzyjałby absorpcji zasobów produkcyjnych pozostałych po fabrykach nieefektywnych⁵.

NAJNOWSZE PRZEMYSŁENIA EKONOMICZNE NA TEMAT KRYZYSÓW FINANSOWYCH I RECESJI

Wraz z obecnym kryzysem finansowym i recesją, która po nim nastąpiła, pojawiły się pewne nowe idee. Kilku autorów twierdzi, że przyczyny kryzysu finansowego i późniejszej recesji mają charakter endogeniczny. Odwołują się oni do pojęć społeczno-ekonomicznych wykraczających poza ściśle neoklasyczny model gospodarki. Krótko rzecz ujmując, wysuwają tezę, że wzrost dysproporcji w dochodach i zamożności prowadzi do zmian w świecie finansów. Wynikają one z faktu, że ludzie bardzo bogaci dysponują większymi funduszami, które pozwalają im spekulować lub udzielać pożyczek mniej zamożnym członkom społeczeństwa. Aby możliwe było zapewnienie równowagi, mniej zamożni muszą pożyczać więcej i tym samym powiększać swoje zadłużenie. W tych warunkach gwałtownie rozrasta się sektor finansowy. Powstają nowe instrumenty finansowe pozbawione dostatecznej ochrony na wypadek złych czasów. Wzrost zadłużenia mniej zamożnych obywateli zwiększa z kolei ryzyko bankructw. Zjawiska te sprawiają, że wysoce prawdopodobny staje się kryzys finansowy – ten zaś powoduje recesję. Reakcja na recesję zależy w pewnym stopniu od jakości siatki bezpieczeństwa socjalnego, dostępności ubezpieczenia zdrowotnego oraz wiarygodności umowy społecznej. Słabość siatki bezpieczeństwa oraz brak powszechnego ubezpieczenia zdrowotnego w Stanach Zjednoczonych zachwiały wiarę w „amerykański sen” i sprawiły, że amerykański system polityczny znalazł się pod silną presją⁶. Presja, by działać szybko, była tak wielka, że w pakiecie stymulacyjnym niemal nieuchronnie musiały się znaleźć rozwiązania nieefektywne. Opis kryzysu finansowego lat 2007-2008 i wywołanej przezeń recesji wymaga jednak przeprowadzenia analizy nie tylko ekonomicznej, ale również społeczno-politycznej. Ta druga zaś ukaże etyczne wymiary gospodarki.

⁵ Por. J.E. Stiglitz, *Whither Reform? Ten Years of the Transition* (Wykład przedstawiony podczas Annual Bank Conference on Development Economics, Waszyngton, 28-30 IV 1999), <http://www.comrad.cz/item99a.htm>, s. 5-8.

⁶ Niektórzy autorzy włączają powszechne ubezpieczenie zdrowotne w siatkę bezpieczeństwa socjalnego. Ja traktuję to ubezpieczenie jako oddzielną kategorię.

WPROWADZENIE KONCEPCJI ETYCZNEJ DO TEORII EKONOMII

Nową koncepcję umożliwiającą uporządkowane myślenie o społeczno-politycznym wymiarze gospodarki ze względu na obecne w tym wymiarze elementy etyczne stworzył Richard Musgrave. Począwszy od Adama Smitha, pojęcie dóbr prywatnych pełni w myśleniu ekonomicznym funkcję normatywną. Smith opisywał istoty ludzkie jako rywalizujące ze sobą zarówno w konsumpcji, jak i w produkcji dóbr prywatnych, na przykład jabłek, pomarańczy, szpadli czy biurek⁷. Inni ekonomiści odkryli jednak, że kilka dóbr posiada nietypowe cechy, takie jak „niekonkurencyjność” w konsumpcji (dobra takie nazywa się też czasem dobrami wielu użytkowników) oraz „niewykluczalność” (z dóbr takich można korzystać bezpłatnie)⁸. Rozważmy przykład oświetlenia ulicznego. Jeśli jakaś rodzina zakupi i zainstaluje takie oświetlenie, korzyść ze zwiększonego bezpieczeństwa na ulicy odniosą również inni ludzie, co nie zmniejszy korzyści z tegoż oświetlenia dla jego nabywców. Z dobra tego będzie więc mogło korzystać jednocześnie wielu ludzi. Występuje tu wyraźna różnica w porównaniu, na przykład, z jabłkiem, które może zjeść tylko jedna osoba. Oświetlenie uliczne, ten nowy rodzaj dobra ekonomicznego, ma jeszcze jedną cechę: nabywca nie może wykluczyć innych ludzi z czerpania korzyści ze światła, na przykład z większego bezpieczeństwa, jakie światło to zapewnia. Nie da się uniemożliwić im korzystania z tego dobra, zanim za nie zapłacą, co sprawia, że wyegzekwowanie płatności jest rzeczą trudną. Dobra takie nazywane są dobrami publicznymi. Paul A. Samuelson i Mancur Olson zaproponowali różne rozwiązania problemu płatności, które stworzyłyby możliwość zysku grupie ludzi zainteresowanych czerpaniem korzyści z takich dóbr⁹. Pewna zasadnicza idea obecna w myśleniu o dobrach prywatnych przewija się jednak również w refleksji nad dobrami publicznymi: należy dążyć do tego, by dostarczenie dobra publicznego nie pogorszyło niczyjej sytuacji finansowej oraz by płacili za nie ci, którzy są jego konsumentami. Idea dobrowolnej umowy zostaje wówczas zachowana przynajmniej teoretycznie.

Musgrave przywołuje szereg dóbr ekonomicznych, które nie mieszczą się w definicji ani dóbr prywatnych, ani dóbr publicznych¹⁰. Wymienia „finanso-

⁷ Por. A. S m i t h, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, tłum. S. Wolff i in., t. 1, tłum. S. Wolff, O. Einfeld, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 66-76.

⁸ Por. W. V e r E e c k e, *Ethical Dimensions of the Economy. Making Use of Hegel and the Concepts of Public and Merit Goods*, Springer Verlag, Berlin-Heidelberg 2008, s. 134.

⁹ Por. tamże, s. 135-144.

¹⁰ Dobra społecznie pożądane i dobra społecznie niepożądane, o których tutaj mowa, mieszczą się w definicji dóbr prywatnych. Wszystkie dobra ekonomiczne niebędące dobrami publicznymi, to znaczy nieposiadające cech niekonkurencyjności i niewykluczalności, są dobrami prywatnymi – przyp. tłum.

wane przez państwo śniadania szkolne, tanie, dotowane lokale mieszkalne oraz bezpłatną oświatę”¹¹, a także alkohol, na który nakłada się podatek karny (czasem nazywany również podatkiem od grzechu). Musgrave nazwał te dobra, odpowiednio, dobrami społecznie pożądanymi (ang. merit goods) i dobrami społecznie niepożądanymi (ang. demerit goods). Przynoszą one tak wielkie korzyści lub powodują tak wielkie szkody, że rząd ma słuszność, uznając ich konsumpcję za nadmierną (w przypadku dóbr społecznie niepożądanych, takich jak alkohol) lub niedostateczną (w przypadku dóbr społecznie poświadanych, takich jak edukacja, tanie mieszkania czy dotowane śniadania dla ubogich dzieci). Dlatego też rząd może wpływać na decyzje konsumentów, skłaniając ich do większej lub mniejszej konsumpcji tych dóbr, niż by to wynikało z ich własnej woli. Różni autorzy podają rozmaite uzasadnienia dla naruszania przez rząd suwerenności konsumentów¹². W swojej teorii wyróżniam jedenaście dziedzin, w których rząd musi podejmować decyzje naruszające suwerenność przynajmniej niektórych konsumentów¹³. Wyróżniając te konkretne obszary, w których znajduje zastosowanie idea dóbr społecznie poświadanych, posuwam się dalej niż Musgrave¹⁴.

¹¹ R.A. Musgrave, *The Theory of Public Finance*, McGraw-Hill Book Company, New York 1959, s. 13. (O ile nie podano inaczej, tłumaczenie fragmentów obcojęzycznych – G.D.). Por. też: *An Anthology Regarding Merit Goods: The Unfinished Ethical Revolution in Economic Theory*, red. W. Ver Eecke, Purdue University Press, West Lafayette 2007, s. 24n.

¹² Por. W. Ver Eecke, *Introduction*, w: *An Anthology Regarding Merit Goods*, s. 8; N. Anand, *A Discussion about Musgrave's Concept of Merit Wants*, w: *An Anthology Regarding Merit Goods*, s. 238-243; K. Macskeid, *Merit Goods: Musgrave's Idea and Its Consequences*, w: *An Anthology Regarding Merit Goods*, s. 244-252; C. Folkers, *Merit Goods: A Problem in the Normative Theory of Public Spending*, w: *An Anthology Regarding Merit Goods*, s. 253-280; P. Burrows, „Efficient” *Pricing and Government Interference*, w: *An Anthology Regarding Merit Goods*, s. 281-294; G. Brennan, L. Lomasky, *Institutional Aspects of „Merit Goods” Analysis*, w: *An Anthology Regarding Merit Goods*, s. 295-319.

¹³ Lista dziedzin, w których moim zdaniem rząd musi podejmować decyzje wpływające na dostępność dóbr społecznie poświadanych, obejmuje: definiowanie i ochronę praw własności, w tym przyznawanie ograniczonej odpowiedzialności; rozwiązania instytucjonalne zwiększające efektywność gospodarczą, w tym przepisy regulujące bankowość; politykę dotyczącą cykli koniunkturalnych; edukację; siatkę bezpieczeństwa socjalnego (siatka bezpieczeństwa to pojęcie szersze niż system opieki społecznej; definiowane bywa jako wszystkie państwowe i prywatne programy mające na celu zapobieganie spadkowi standardu życia obywateli poniżej pewnego poziomu – przyp. tłum.); politykę dotyczącą zdrowia publicznego; dobrze funkcjonującą umowę społeczną; przejrzystość i zapobieganie korupcji; strategiczne planowanie i decyzje inwestycyjne lub politykę przemysłową; ochronę środowiska; ochronę dziedzictwa kulturowego (Zob. W. Ver Eecke, K. Henningsen, *Merit Goods and Business Ethics*, w druku).

¹⁴ „Ver Eecke uważa, że koncepcja dóbr społecznie poświadanych ma dużo szersze zastosowanie, niż wskazywał sam Musgrave. Ver Eecke przytacza przekonujące argumenty odnośnie do każdego przypadku, streszczając w części trzeciej swojej antologii artykuły zaczerpnięte z szerszej literatury. Jest to pogląd, który w pełni podzielam”. J. Heald, recenzja książki *An Anthology of Merit Goods*, http://www.amazon.com/Anthology-Regarding-Merit-Goods-Unfinished/dp/1557534284/ref=sr_1_2?s=books&ie=UTF8&qid=1296684335&sr=1-2.

Dlatego też intelektualnie fascynujące jest dla mnie to, że w swoich najnowszych analizach kryzysu finansowego oraz późniejszej recesji ekonomiści, starając się wyjaśnić przyczyny tych niepokojących wydarzeń, wykorzystują siedem z wyodrębnionych przeze mnie kategorii dóbr społecznie pożądanых¹⁵. Robert B. Reich i Raghuram G. Rajan na przykład nie ograniczają się w swoich wyjaśnieniach kryzysu i recesji do analizy aspektów ściśle ekonomicznych w wąskim rozumieniu tego słowa, ale wykorzystują także argumenty społeczno-polityczne. Obaj podkreślają również etyczny wymiar tej argumentacji. Nie wszyscy ekonomiści podążają jednak tą ścieżką.

KRYZYSY FINANSOWE W PRZESZŁOŚCI

Istnieją co najmniej dwie różne interpretacje kryzysu finansowego z lat 2007-2008. Według pierwszej, przedstawionej przez Carmen M. Reinhart i Kennetha S. Rogoffa, kryzysy finansowe nie są niczym nowym. Mają one wiele przyczyn i możemy się spodziewać, że będą pojawiały się również w przyszłości. Z kolei zdaniem Rajana i Reicha, kryzys finansowy z lat 2007-2008 jest bardzo podobny do kryzysu z roku 1929. Twierdzą oni, że jedną z przyczyn ostatniego załamania jest pogłębienie się nierówności w dochodach, a zarazem wskazują, że kryzysów tego rodzaju można uniknąć. W przypadku tej drugiej interpretacji centralne znaczenie ma argumentacja moralna, którą postaram się uporządkować, posługując się koncepcją moralną obecną w teorii dóbr społecznie pożądanых oraz kategoriami dóbr społecznie pożądanых.

INTERPRETACJA REINHART I ROGOFFA

Na główną tezę tych autorów wskazuje już ironiczny tytuł ich pracy: *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* [„Tym razem jest inaczej. Osiem wieków finansowego szaleństwa”]¹⁶. I rzeczywiście, w końcowej części książki przywołują oni z aprobatą tytuł pierwszego rozdziału klasycznej pracy Charlesa P. Kindlebergera *Manias, Panics and Crashes: A History*

¹⁵ Różni autorzy wymieniają następujące niepokojące wydarzenia: rozpad dobrze funkcjonującej umowy społecznej (nierównomierny podział dochodu narodowego stał się zagrożeniem dla idei „amerykańskiego snu”), słabą siatkę bezpieczeństwa socjalnego, brak powszechnego ubezpieczenia zdrowotnego, niedomagający system oświaty, niedostateczną transparentność, braki w przepisach regulujących działalność bankową oraz brak odpowiedzialności za przeciwdziałanie recesji (zapobieganie trudnym sytuacjom związanym z cyklem koniunkturalnym).

¹⁶ Zob. C.M. Reinhart, K.S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009.

of *Financial Crises*¹⁷ [„Manie, paniki i krachy. Historia kryzysów finansowych”], który brzmi „Financial Crisis: A Hardy Perennial” [„Kryzys finansowy. Uporczywy chwast”]¹⁸. Szok i przerażenie wywołane ostatnim kryzysem finansowym są więc, zdaniem Reinhart i Rogoffa, nieuzasadnione: kryzysy finansowe stanowią powtarzający się element historii gospodarczej. Trzeba jednak zaznaczyć, że autorzy ci rozumieją kryzysy finansowe szerzej niż Rajan i Reich, wyróżniając pięć ich postaci: niezdolność do spłaty zobowiązań wynikających z długu zagranicznego, niezdolność do spłaty zobowiązań wynikających z długu wewnętrznego, kryzysy bankowe, gwałtowne spadki kursu waluty krajowej oraz wybuchy inflacji.

Reinhart i Rogoff twierdzą też, że wszystkie wschodzące rynki przechodzą okresy wysokiej inflacji¹⁹. Przyjmując bardzo długą perspektywę czasową, autorzy pokazują, że od roku 1400 do 1850 przeciętna zawartość srebra w pieniądzu europejskim zmniejszyła się z ośmiu i pół do jednego grama²⁰. Z tabel można się dowiedzieć, przez ile lat inflacja przekraczała 20% i 40%²¹. Autorzy podają również maksymalną roczną inflację dla różnych krajów. Od roku 1800 inflacja w siedmiu krajach przekroczyła 10 000%²².

Reinhart i Rogoff odrzucają twierdzenie, że obecnie, gdy rządy finansują swoje wydatki raczej długiem wewnętrznym, prawdopodobieństwo kryzysów finansowych jest niższe. Wskazują, że pomiędzy rokiem 1800 a 2006 wzrosła realna wartość zarówno zadłużenia zagranicznego, jak i wewnętrznego²³. Tak więc twierdzenie, że obecnie rządy zadłużają się raczej u własnych obywateli, jest nie do utrzymania. Nie byłoby to zresztą gwarancją, że kryzysy finansowe nie wydarzą się ponownie, zadłużenie wewnętrzne przyczyniało się bowiem w przeszłości do niemożności spłaty zadłużenia zagranicznego.

Autorzy ci analizują również trzy przypadki kryzysów bankowych, które określają oni jako kryzysy centrów finansowych, a mianowicie: kryzys londyński z lat 1825-1826, załamanie rynku akcji w Niemczech i Austrii w maju

¹⁷ Zob. Ch.P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 1978.

¹⁸ Reinhart, Rogoff, dz. cyt., s. 292. Por. też: c i ż, *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, National Bureau of Economic Research, Working Paper # 13882, 2008, s. 53; zob. <http://www.nbr.org/~wbuiter/cr1.pdf>.

¹⁹ Por. c i ż, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, s. 180.

²⁰ Por. c i ż, *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, s. 41 (rys. 12); por. też: c i ż, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, s. 178 (rys. 11.2).

²¹ Por. c i ż, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, s. 175-216 (tabela 11-13).

²² Por. tamże, s. 186.

²³ Por. c i ż, *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, s. 38 (rys. 10). Por. też: c i ż, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, s. 123 (rys. 8.4 – dla lat 1827-2003).

1873 roku oraz kryzys związany z bankiem Barings z roku 1890. Reinhart i Rogoff zwracają uwagę, że w każdym z tych przypadków przyczyny i skutki kryzysów były inne. Kryzys londyński zaczął się od niewypłacalności Peru, która wywołała panikę wśród posiadaczy obligacji wszystkich państw Ameryki Łacińskiej notowanych na giełdzie w Londynie. W rezultacie ceny obligacji wyemitowanych przez państwa latynoamerykańskie załamały się²⁴. Z kolei gwałtowny spadek cen akcji w Niemczech i Austrii był konsekwencją spekulacji w obu tych krajach, która miała swoje źródło w reparaacjach wojennych wypłaconych Prusom przez Francję w roku 1871²⁵. Skutki tego kryzysu dotknęły całą Europę i rozciągnęły się nawet na imperium osmańskie i Amerykę Łacińską. Kryzys banku Barings natomiast doprowadził jedynie do niewypłacalności tej jednej instytucji, zaangażowanej na szeroką skalę w udzielanie pożyczek Argentynie, która przestała spłacać odsetki. Można zatem odnieść wrażenie, że finansowe kryzysy bankowe zdarzają się regularnie, z różnych powodów i pociągają za sobą różne konsekwencje.

Posługując się rysunkami, autorzy pokazują, że „po falach zwiększonej mobilności kapitału następuje często seria kryzysów bankowych w kraju”²⁶. Zwracają przy tym uwagę, że na rynkach wschodzących, które często eksportują surowce, obserwuje się cykl prosperity prowadzący do „akumulacji pożyczek, których później, gdy ceny surowców spadną, nie udaje się spłacić”²⁷.

Reinhart i Rogoff dostrzegają też pewną bardzo istotną prawidłowość: „Trzeba zaznaczyć, że kraje, które nie miały problemów ze spłatą swojego zadłużenia, są na ogół przykładami spektakularnego sukcesu, jeśli chodzi o wzrost gospodarczy”²⁸. Autorzy przestrzegają przed używaniem argumentu, że spłacanie długów jest ekonomicznie efektywne. Przyznają natomiast, że nie wiedzą, czy „wysokie tempo wzrostu gospodarczego pomaga uniknąć niewypłacalności, czy też unikanie niewypłacalności owocuje szybkim wzrostem gospodarczym”²⁹.

Autorzy ci prezentują bogaty zbiór danych na temat pięciu rodzajów kryzysów finansowych. Dowodzą, że wszystkie ich odmiany występowały w przeszłości regularnie. Zwracają uwagę na ich różne przyczyny, a także na ich bardzo odmienne skutki. Wskazują również na liczne podobieństwa między różnymi

²⁴ Por. c i ż, *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, s. 35.

²⁵ Por. tamże.

²⁶ Tamże, s. 2. Por. tamże, s. 4-8 (rys. 1-3). Por. też: c i ż, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, s. 156 (rys. 10.1).

²⁷ C i ż, *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, s. 31. Por. c i ż, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, s. 77n.

²⁸ C i ż, *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, s. 15. Por. c i ż, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, s. 44.

²⁹ C i ż, *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, s. 15.

kryzysami finansowymi i są zdania, że można je wychwycić, analizując określone symptomy i sygnały. Ich główna teza sprowadza się jednak do podważenia opinii, że świat wyciągnął wnioski z dawnych kryzysów finansowych. Reinhart i Rogoff dowodzą więc pośrednio, że kryzysy finansowe będą się powtarzać, ponieważ politycy nie wyciągnęli wniosków z przeszłości i będą w dalszym ciągu popełniać te same błędy³⁰.

Autorzy ci zauważają jednak optymistycznie, że kraje, którym udaje się uniknąć jednej z postaci kryzysu finansowego, a mianowicie niewypłacalności państwa, są wzorami wzrostu gospodarczego. Przyznają oni jednocześnie, że nie potrafią dokładnie wyjaśnić związku między wypłacalnością a wzrostem gospodarczym. Wydaje się jednak, że moralnie pożądanym celem (spłata długów) i ekonomiczną efektywnością (wzrost gospodarczy) są w tym przypadku raczej zbieżne niż przeciwstawne.

INTERPRETACJA RAJANA I REICHA

Zarówno Rajan, jak i Reich wprowadzają do swojej analizy kryzysu finansowego lat 2007-2008 czynniki społeczno-polityczne. Reich w większym stopniu niż Rajan dostrzega podobieństwa między wydarzeniami poprzedzającymi rok 1929 i krach finansowy lat 2007-2008 wraz z recesją i depresją, które po nim nastąpiły. Zauważa trzy takie podobieństwa. W obu przypadkach krach finansowy poprzedzony był wzrostem różnicy między dochodami ludzi najbogatszych i reszty społeczeństwa, w tym zarówno klasy średniej, jak i robotniczej³¹. W obu przypadkach klasa średnia i niższa mogły sfinansować rosnący standard życia, będący wynikiem wzrostu produktu narodowego oraz pojawiania się nowych dóbr, wyłącznie przez zmniejszenie oszczędności lub za pomocą kredytów³². Wreszcie, w obu przypadkach najbogatsi wykorzystywali swoje dochody do spekulacji na wąskiej grupie aktywów³³.

Przyjrzyjmy się tym trzem podobieństwom nieco bliżej. Posłużę się argumentami obu autorów. Po pierwsze, twierdzą oni, że różnica między dochodami najbogatszych a dochodami reszty społeczeństwa powiększała się. Zaczniemy od okresu poprzedzającego rok 2008. W roku 1975 dochód osoby należącej do dziewięćdziesiątego percentyla był trzykrotnie wyższy niż dochód osoby z dzie-

³⁰ Zob. też: D. Strauss-Kahn, *Global Challenges, Global Solutions* (Przemówienie wygłoszone na George Washington University, Waszyngton, 4 IV 2011), <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/040411.htm>.

³¹ Por. R.B. Reich, *Aftershock: The Next Economy and America's Future*, Alfred A. Knopf, New York 2010, s. 22.

³² Por. tamże, s. 23.

³³ Por. tamże.

siątego percentyla³⁴. W roku 2005 osoba z dziewięćdziesiątego percentyla zarabiała już pięć razy więcej niż osoba z dziesiątego percentyla. Po drugie, okresy poprzedzające lata 1929 i 2008 były podobne pod względem udziału w dochodzie narodowym przypadającego na najbogatszy jeden procent społeczeństwa i na najbogatszą jedną dziesiątą procenta. Tak więc zarówno w roku 1928, jak i w 2007 część całkowitego dochodu przypadająca na najbogatszy jeden procent Amerykanów osiągnęła najwyższą wartość na poziomie 23%³⁵. Tę samą prawidłowość dało się zaobserwować w przypadku najlepiej zarabiającej jednej dziesiątej procenta, której dochód w tych samych latach osiągnął szczyt na poziomie 11%. Pomiędzy tymi dwoma szczytami różnica między najbogatszymi a resztą społeczeństwa powoli się zmniejszała, udział najbogatszych w dochodzie narodowym obniżył się zaś z 23% do 9% na początku lat siedemdziesiątych dwudziestego wieku. Później udział bogatych w dochodzie zaczął znowu rosnąć, osiągając 23% w roku 2007³⁶.

Drugie podobieństwo polega na tym, że zarówno klasa średnia, jak i niższa zmniejszyły swoje oszczędności i (lub) powiększały zadłużenie. „W roku 1929 całkowity dług hipoteczny był prawie trzykrotnie większy niż w 1920”³⁷. Z kolei zadłużenie gospodarstw domowych, obejmujące kredyty hipoteczne, „wzrosło z 55% wartości ich dochodu w latach sześćdziesiątych dwudziestego wieku do [...] 138% jego wartości w roku 2007”³⁸.

Na trzecie podobieństwo wskazuje fakt, że zarówno depresja po roku 1929, jak i recesja po 2008 były poprzedzone spekulacjami finansowanymi ze środków osób bogatych oraz kredytami zaciąganymi przez klasę średnią³⁹. „W ciągu ośmiu lat, począwszy od roku 1921, wartość indeksu akcji Dow Jonesa wzrosła z 63,9 do 381,2 punktu”⁴⁰. „Indeks Dow Jones Industrial Average, wynoszący 16 lipca 1997 roku osiem tysięcy punktów, 3 maja 1999 roku osiągnął wartość jedenastu tysięcy punktów. [...] Indeks spadł, kiedy te bańki spekulacyjne [dot-comy i światłowody – W.V.E.] pękły, ale odrobił straty [...], osiągając

³⁴ Por. R. G. R a j a n, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten World Economy*, Princeton University Press, Princeton 2010, s. 24.

Osoba należąca do dziewięćdziesiątego percentyla to ktoś, kogo zarobki są wyższe niż zarobki 90% populacji.

³⁵ Por. R e i c h, dz. cyt., s. 21n.

³⁶ Por. tamże. Powyższe dane potwierdzają Michael Kumhof i Romain Rancière (por. M. K u m h o f, R. R a n c i è r e, *Leveraging Inequality*, „Finance & Development” 47(2010) nr 4, s. 6-8.

³⁷ R e i c h, s. 23.

³⁸ Tamże.

³⁹ „W związku z deregulacją sektora finansowego około roku 1980 zarobki pracowników tego sektora zaczęły rosnąć w stosunku do zarobków pracowników innych sektorów” (R a j a n, dz. cyt., s. 141).

⁴⁰ R e i c h, dz. cyt., s. 24.

poziom dwunastu tysięcy punktów 19 października 2006 roku, a następnie trzynastu tysięcy 25 kwietnia 2007 roku⁴¹.

Rosnącą różnicę między dochodami najbogatszych obywateli i reszty społeczeństwa oraz niewłaściwą reakcją na to zjawisko zarówno Reich, jak i Rajan uważają za istotne przyczyny kryzysów finansowych w latach 1929 oraz 2007-2008, prowadzące w pierwszym przypadku do depresji, a w drugim do recesji. Rajan wzbogaca swoje rozumowanie o dodatkowe wymiary społeczno-polityczne. Twierdzi, że w Ameryce ludzie bogaci nie są przedmiotem zawiści, co tłumaczy między innymi wiarą w „amerykański sen”, opartą na opowiadaniach Horatio Algery oraz na przekonaniu, że biedni mogą się wzbogacić⁴². Zapewnia jednak przy tym, że na progu obecnego tysiąclecia wiara w „amerykański sen” zaczęła się chwiać⁴³. Dostrzegam dwa odrębne fakty stanowiące istotne zagrożenie dla „amerykańskiego snu”, chociaż zdaniem Rajana są one ze sobą związane. Pierwszym jest stale zwiększająca się różnica dochodów, drugim zaś niedomagający system oświaty.

Rajan przedstawia wiele ciekawych faktów. Po pierwsze, zwraca uwagę, że najbogatsi to już nie ci, którzy swój majątek odziedziczyli, ale raczej ci, którzy zdobyli go pracą – to ludzie tacy, jak Bill Gates czy Lloyd Blankfein (szef Goldman Sachs). W ostatnich latach dwudziestego wieku 80% dochodów najbogatszej jednej setnej procenta Amerykanów pochodził z pensji oraz z zysków firm do nich należących⁴⁴. Drogą do spełnienia się „amerykańskiego snu” jest więc kapitał ludzki⁴⁵. Odnosi się to nie tylko do najbogatszych, ale do wszystkich obywateli, czego dowodem jest korelacja między poziomem dochodu a kapitałem ludzkim uzyskanym poprzez edukację. W roku 2008 średnia płaca wynosiła w przypadku absolwentów szkół średnich 27 963 dolary, w przypadku absolwentów studiów licencjackich 48 097 dolarów, zaś w przypadku osób posiadających wyższe kwalifikacje zawodowe, jak lekarz medycyny czy Master of Business Administration – 87 775 dolarów⁴⁶.

⁴¹ Tamże, s. 23n.

⁴² Por. R a j a n, dz. cyt., s. 29n.

⁴³ Autor ten, podobnie jak – jego zdaniem – większość społeczeństwa amerykańskiego, nie jest przeciwnikiem nierówności dochodów, ale domaga się równych szans dla wszystkich, a zwłaszcza równego dostępu do wysokiej jakości oświaty. Brak takiej równości postrzegany bywa jako naruszanie wolności ekonomicznej. Ponieważ działania przywracające równość szans musiałyby trwać zbyt długo, a brak było konsensu w sprawie zasad i metod redystrybucji dochodu narodowego – w tym również redystrybucji podatkowej – politycy zdecydowali się ułatwić dostęp do kredytów, w szczególności po to, by umożliwić obywatelom zakup nieruchomości.

⁴⁴ Por. R a j a n, dz. cyt., s. 25n.

⁴⁵ Termin ten jest najczęściej rozumiany jako stan zdrowia i umiejętności oraz wykształcenie ludzi biorących udział w procesie produkcji – przyp. tłum.

⁴⁶ Por. R a j a n, dz. cyt., s. 24.

Po drugie, w ostatnich czasach kształcenie, będące dla społeczeństwa sposobem powiększania kapitału ludzkiego, podlega w Ameryce negatywnym tendencjom. Na przykład odsetek absolwentów (czteroletnich) studiów wyższych jest w Stanach Zjednoczonych niższy niż w dwunastu innych bogatych krajach, przy czym odsetek absolwentów studiów wyższych wśród mężczyzn urodzonych w latach siedemdziesiątych dwudziestego wieku nie był wyższy niż wśród urodzonych w latach czterdziestych. Ponadto, podczas gdy w latach 1930-1980 okres kształcenia Amerykanów wydłużył się o 4,7 roku, to w latach 1980-2005 wzrósł jedynie o 0,8 roku⁴⁷.

Po trzecie, Rajan zwraca uwagę, że wykształcenie przynosi pewne dodatkowe korzyści. Ma ono wartość samą w sobie i pozwala wykonywać bardziej wyspecjalizowane zadania. Co więcej, poziom wykształcenia jest pozytywnie skorelowany z umiejętnością dbania o własne zdrowie, z unikaniem działań przestępczych oraz z zaangażowaniem w sprawy społeczne i polityczne⁴⁸.

Rajan wskazuje również na związek między poziomem wykształcenia a różnicami w dochodach, twierdząc, że różnice te zagrażają idei „amerykańskiego snu”. Przedstawia ten związek w następującym fragmencie, w którym wyjaśnia również potencjalne zagrożenia wynikające z obecnej sytuacji: „W miarę jak coraz większa liczba Amerykanów uświadamia sobie, że nie jest odpowiednio przygotowana do rywalizacji i musi zmniejszyć swoje oczekiwania, słowa «wolność ekonomiczna» przestają się kojarzyć z nieograniczonymi możliwościami. Wywołują raczej koszmarną wizję wielkiej, nieustannej niepewności oraz rosnącej zawiści ubogich, którzy coraz częściej nie są w stanie przewyciężyć swojego ubóstwa. Jeśli trend ten nie zostanie w jakiś sposób odwrócony, destrukcyjna wojna klas przestanie być scenariuszem czysto hipotetycznym”⁴⁹. Analizy Rajana prowadzą go zatem do wniosku, że rosnące różnice w dochodach oraz niedomagający system oświaty mogą w najbliższym czasie zniszczyć ideę „amerykańskiego snu”.

W tym miejscu chciałbym powiązać analizy obecnego kryzysu ekonomicznego przedstawione przez Rajana i Reicha z moją własną, bardziej ogólną analizą rzeczywistości ekonomicznej. Jednym z obszarów, w których rząd, moim zdaniem, może odegrać istotną rolę, przyczyniając się do wzrostu zaможności społeczeństwa, jest coś, co nazywam dobrze funkcjonującą umową społeczną. Częścią takiej umowy powinna być „jakiegoś rodzaju równość lub równość szans, aby wszyscy czuli się docenieni, aby czuli, że mają swój udział w gospodarce i aby byli gotowi uczestniczyć w wolnym rynku”⁵⁰. W kilku

⁴⁷ Por. tamże, s. 25.

⁴⁸ Por. tamże, s. 26.

⁴⁹ Tamże, s. 30.

⁵⁰ Ver Eecke, Henningsen, dz. cyt., s. 31n.

pracach ogromne sukcesy Singapuru i innych „azjatyckich tygrysów” przypisywano właśnie takiej „dobrze funkcjonującej umowie społecznej”⁵¹.

Jeśli prawdą jest, że rosnące różnice w dochodach oraz niedomagające szkolnictwo stanowią zagrożenie dla „amerykańskiego snu” – który ja lubię nazywać niepisaną amerykańską umową społeczną – to nic dziwnego, że Reich i Rajan kierują swoją uwagę na sferę polityki, analizując, co uczynili politycy, aby ratować „amerykański sen”, a tym samym odnowić niepisaną amerykańską umowę społeczną.

Reich, który należał do administracji Clintona, pisze, że niestety była ona w stanie podjąć jedynie skromne działania, takie jak podwyższenie płacy minimalnej, zagwarantowanie pracownikom urlopów rodzinnych i zdrowotnych, zapewnienie dostępu do studiów młodzieży z ubogich rodzin oraz rozszerzenie odpisów podatkowych (ang. refundable tax credit)⁵² dla obywateli o niskich dochodach⁵³. Wspomina jednak także o doniosłym porozumieniu między Clintonem a Alanem Greenspanem⁵⁴ – Clinton zgodził się wówczas zmniejszyć deficyt budżetu federalnego, a Greenspan obniżyć stopy procentowe⁵⁵. W połączeniu z korzystnym przebiegiem cyklu koniunkturalnego porozumienie to sprzyjało wzrostowi gospodarczemu aż do końca lat dziewięćdziesiątych dwudziestego wieku.

Zarówno Reich, jak i Rajan nawiązują do deregulacji Wall Street⁵⁶, upatrując w niej jedną z przyczyn nadmiernego rozrostu sektora finansowego⁵⁷. Zatrważający jest fakt, że „w latach 1997-2007 finanse stały się najszybciej rosnącą gałęzią amerykańskiej gospodarki. Zarobki dyrektorów, maklerów i specjalistów z branży finansowej stanowiły niemal dwie trzecie przyrostu produktu

⁵¹ Na temat Singapuru zob. H. G h e s q u i e r e, *Singapore's Success. Engineering Economic Growth*, Thomson, Singapore 2007. Na temat innych „azjatyckich tygrysów”, zob. J.E. C a m p o s, H. R o o t, *The Key to the Asian Miracle*, Brookings Institute, Washington, D.C., 1996; The World Bank, *World Development Report 1997: The State in a Changing World*, Oxford University Press, New York 1997.

Reich twierdzi, że umowa społeczna tego rodzaju funkcjonowała w Stanach Zjednoczonych w okresie tak zwanego wielkiego dobrobytu (1947-1975): „Podstawowa umowa gwarantowała zbieżność zarobków i produktu wytwarzanego przez amerykańskich robotników. Szeroka klasa średnia rzeczywiście uzyskiwała coraz większy udział w owocach wzrostu gospodarczego” (R e i c h, dz. cyt., s. 51).

⁵² Refundable tax credit to kwota, którą można odpisać od należnego podatku dochodowego w całości, nawet jeśli podatek jest niższy od tej kwoty lub wręcz zerowy. Rząd zwraca wówczas różnicę podatnikowi, tak jakby była to nadpłata – przyp. tłum.

⁵³ Por. R e i c h, dz. cyt., s. 51.

⁵⁴ Alan Greenspan – Przewodniczący Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej, czyli amerykańskiego banku centralnego (przyp. tłum.).

⁵⁵ Por. R e i c h, dz. cyt., s. 51.

⁵⁶ Por. tamże, s. 56; R a j a n, dz. cyt., s. 33.

⁵⁷ Por. R a j a n, dz. cyt., s. 142.

krajowego brutto. W roku 2007 na firmy świadczące usługi finansowo-ubezpieczeniowe przypadało już ponad 40% zysków amerykańskich przedsiębiorstw; z tego sektora pochodziła też niemal równie duża część płac, podczas gdy w okresie Wielkiego Dobrobytu stanowiła ona jedynie ich 10%”⁵⁸.

Rajan docenia fakt, że zarówno administracja Clintona, jak i administracja Busha dostrzegły potrzebę ratowania idei „amerykańskiego snu”, i dokumentuje ich wysiłki, aby przywrócić lub podtrzymać wiarę w „amerykański sen” poprzez oferowanie tanich kredytów na zakup nieruchomości. Podaje na przykład, że „w roku 2000 administracja Clintona radykalnie zmniejszyła minimalny wkład własny wymagany dla uzyskania przez kredytobiorcę gwarancji FHA⁵⁹, zwiększyła maksymalną wielkość gwarantowanego kredytu hipotecznego oraz zmniejszyła o połowę opłaty pobierane od kredytobiorców za przyznane gwarancje”⁶⁰. Administracja Clintona, jak i administracja Busha korzystały z usług dwóch korporacji sponsorowanych przez rząd: Fannie Mae i Freddie Mac.

Przechodząc do kolejnego etapu swojej analizy, Rajan stwierdza, że Fannie Mae i Freddie Mac były „wspieranymi przez rząd, prywatnymi firmami, które goniły za zyskiem [i znajdowały się pod] słabym, łatwo ulegającym naciskom nadzorem [, co] okazało się mieć katastrofalne konsekwencje”⁶¹. Administracja Clintona zwiększyła wymagany poziom zaangażowania tych agencji w akcję kredytową na rzecz ludności o niskich dochodach z 42% aktywów w roku 1995 do 50% w 2000⁶². W roku 2004 z kolei administracja Busha podniosła ten poziom do 56% aktywów⁶³. Ponadto administracja Clintona obniżyła wielkość wkładu własnego wymaganego do uzyskania gwarancji Federal Housing Administration do 3%, zwiększając jednocześnie maksymalną wielkość gwarantowanego kredytu hipotecznego i radykalnie obniżając opłaty za gwarancje⁶⁴. Naciski administracji Clintona i Busha okazały się skuteczne. W roku 1997 Fannie Mae, Freddie Mac i Federal Housing Administration udzieliły kredytów wysokiego ryzyka (ang. subprime) na sumę osiemdziesięciu pięciu miliardów dolarów, w latach 2003–2007 zaś wartość tego rodzaju kredytów wynosiła od trzystu do czterystu miliardów dolarów rocznie. W roku 2007 stanowiły one 70% całego rynku kredytów hipotecznych. Inaczej mówiąc, w roku 2008 te trzy instytucje miały wśród swoich aktywów kredyty wysokiego ryzyka

⁵⁸ R e i c h, dz. cyt., s. 56n.

⁵⁹ Federal Housing Administration – agencja rządowa udzielająca gwarancji dla kredytów hipotecznych przyznanych przez prywatne instytucje bankowe (przyp. tłum.).

⁶⁰ R a j a n, dz. cyt., s. 37. Bush z kolei dostrzegał głęboki związek między realizacją idei „amerykańskiego snu” a posiadaniem własnego domu. Por. tamże.

⁶¹ Tamże, s. 35.

⁶² Por. tamże, s. 35n.

⁶³ Por. tamże, s. 38.

⁶⁴ Por. tamże, s. 37.

oraz kredyty podwyższonego ryzyka, określane jako Alt-A⁶⁵, na sumę 2,7 biliona dolarów, co stanowiło około 59% wszystkich kredytów tego rodzaju. Tak więc do roku 2007 tani, łatwy do uzyskania pieniądź na rynku mieszkaniowym był skutecznym sposobem podtrzymywania wiary w „amerykański sen” mimo rosnących różnic w dochodach między najbogatszymi a resztą społeczeństwa, w tym zwłaszcza mniej zamożnymi jego członkami.

Kolejne pytanie dotyczy tego, skąd wzięły się pieniądze na wszystkie te kredyty hipoteczne. Przydatna okaże się w tym miejscu znajomość kreatywnej bankowości. Zbieżność poglądów rządu amerykańskiego, któremu zależało na niskim oprocentowaniu kredytów hipotecznych, i Rezerwy Federalnej, która za pomocą niskich stóp procentowych chciała stymulować wzrost gospodarczy, sprawiła, że zarówno koszt, jak i dochodowość pieniądza⁶⁶ były niskie. Amerykańscy inwestorzy poszukiwali wyższych stóp zwrotu za granicą. Ponadto Stany Zjednoczone stale miały potężny deficyt handlowy. W rezultacie amerykańskie dolary zalewały inne kraje. Banki centralne tych krajów chciały uniknąć dewaluacji dolara, która zmniejszyłaby konkurencyjność krajowych produktów. W tej sytuacji powstała ogromna presja, by inwestować w instrumenty finansowe denominowane w dolarach. Amerykańskie banki i instytucje finansowe stanęły na wysokości zadania, dostarczając nowych instrumentów finansowych. Wykorzystując tani i łatwo dostępny kredyty hipoteczne, stworzono wiele aktywów i opartych na nich papierów wartościowych. Podjęto kilka ryzykownych kroków, które łącznie sprawiły, że załamanie finansowe stało się możliwe, a nawet prawdopodobne.

Po pierwsze, stworzono papiery wartościowe o ratingu AAA⁶⁷ oparte na bardziej ryzykownych aktywach bazowych. Operacja ta składała się z dwu etapów. W pierwszym połączono wiele ryzykownych aktywów, zachowując dywersyfikację. Jeśli bowiem papier wartościowy oparty jest na pakiecie aktywów z wielu różnych stanów, to skutki katastrofy naturalnej dotykającej kilka stanów, takiej jak huragan Katrina, spowodowałyby na tym papierze stratę wielokrotnie mniejszą, niż gdyby wszystkie aktywa pochodziły ze stanów nawiedzonych przez Katrinę. Podobnie załamanie się popytu w tej czy innej branży, prowadzące do bezrobocia i niemożności spłacania rat kredytów hipotecznych przez niektórych pracowników, spowodowałyby mniejszą procentową utratę wartości w przypadku zdywersyfikowanego pakietu aktywów, pod warunkiem, że załamanie popytu nie dotknęłoby wszystkich branż lub załamanie w danej branży nie wystąpiłoby we wszystkich stanach. W drugim eta-

⁶⁵ Są to kredyty nieco mniej ryzykowne niż subprime – przyp. tłum.

⁶⁶ Oprocentowanie kredytów i depozytów – przyp. tłum.

⁶⁷ Rating to ocena ryzyka inwestycyjnego przyznawana przez wyspecjalizowane agencje, ocena AAA odpowiada zaś najwyższemu poziomowi bezpieczeństwa – przyp. tłum.

pie ryzyko było „transzowane” (ang. *trached*) poprzez dzielenie pakietów aktywów na papiery wartościowe o wyższej i niższej randze. Wyższa ranga oznaczała, że dany papier wartościowy nie tracił wskutek utraty wartości aktywów bazowych, dopóki papiery wartościowe niższej rangi (oparte na tych samych aktywach) nie poniosły z tego powodu maksymalnych możliwych strat, to znaczy nie utraciły całkowicie swojej wartości. Transzowane papiery wartościowe zostały więc skonstruowane w taki sposób, że całe ryzyko spadało najpierw na te o najniższej randze, oferujące jednocześnie najwyższą stopę zwrotu. Cudowną właściwością tych papierów było to, że nawet te o najwyższej randze pozwalały uzyskać wyższą stopę zwrotu niż na przykład obligacje korporacyjne o podobnym ratingu⁶⁸. Instrumenty te były więc bardzo atrakcyjne dla obcokrajowców, którzy w wyniku ogromnego deficytu handlowego Stanów Zjednoczonych znaleźli się w posiadaniu dużej ilości dolarów.

Po drugie, te nowo utworzone atrakcyjne papiery wartościowe pozyskało również wiele amerykańskich instytucji finansowych, które w tym celu posłużyły się pożyczkami krótkoterminowymi, w tym również jednodniowymi pożyczkami na rynku międzybankowym (ang. *overnight*)⁶⁹.

Po trzecie, twórcy tych papierów wartościowych ubezpieczali się od pozostałego ryzyka w American International Group (AIG). Ten nowy rodzaj instrumentów finansowych wydawał się więc zgrabnie pomyślaną konstrukcją. Rajan kieruje uwagę na drobne, niemal ukryte ryzyko wynikające ze słabości aktywów bazowych. W terminologii technicznej ryzyko to nazywa się ryzykiem ogonowym (ang. *tail risk*), ponieważ występuje „w ognie” rozkładu prawdopodobieństwa⁷⁰. Okazało się ono jednak znacznie poważniejsze, niż powszechnie sądzono⁷¹.

⁶⁸ Por. R a j a n, dz. cyt., s. 135.

⁶⁹ „Począwszy od roku 2007, pięć wielkich banków inwestycyjnych – Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch i Morgan Stanley – prowadziło działalność, dysponując wyjątkowo skromnym kapitałem. Jednym z jego mierników może być fakt, że korzystały one z dźwigni finansowej 1:40, co oznacza, że na każde czterdzieści dolarów aktywów przypadał zaledwie jeden dolar kapitału, którym można by pokryć straty. Spadek wartości aktywów nawet o niecałe 3% mógł doprowadzić do bankructwa firmy [...]. Pod koniec roku 2007 bank Bear Stearns z kapitałem własnym o wartości 11,8 miliarda dolarów i zobowiązaniami o wartości 383,6 miliarda dolarów, zaciągał pożyczki na sumę od pięćdziesięciu do siedemdziesięciu miliardów dolarów na rynku pożyczek jednodniowych” (*The Financial Crisis Inquiry Report*, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C., 2011, s. XIXn).

⁷⁰ Por. R a j a n, dz. cyt., s. 137.

⁷¹ Rajan zwraca uwagę, że w kręgach finansowych wiadano o istnieniu ryzyka ogonowego i wymyślano dla niego różne określenia, na przykład „zabawa w Acapulco” (prawdopodobnie w nawiązaniu do ryzykownych skoków do oceanu z wysokiej skały – przyp. tłum.) czy IBG – rozwinięcie tego skrótu (*I’ll be gone if it does not work*) oznacza: „Jeśli nie zadziała, to po mnie”; w Chicago na przykład posługiwano się określeniem „opcja O’Hare”, oznaczającym tyle, co: „kup bilet na samolot z międzynarodowego lotniska O’Hare; jeśli strategia zawiedzie, skorzystaj z biletu; jeśli się sprawdzi, podrzyj go i wróć do biura”.

Słabość aktywów bazowych w znacznej mierze bowiem ukrywano, a czasem uciekano się nawet do oszustw. Spłata rat kredytu hipotecznego przez właścicieli domów uzależniona była od tego, czy będą oni w stanie refinansować swoje domy, których cena rosła za każdym razem, gdy nie byli w stanie spłacać rat. Instytucje finansowe nagradzały pracowników, którym udało się stworzyć instrumenty oferujące wyższą stopę zwrotu niż benchmark⁷² i usuwały menedżerów ryzyka, którzy wyrażali swoje obawy⁷³. Pracowników nagradzano więc za nieuwzględnianie ryzyka ogonowego. Nadzór finansowy akceptował oficjalne szacunki ryzyka dla tych papierów, a ignorował te, które sygnalizował rynek. Nadzór stosował więc niższe wymogi kapitałowe wobec banków, a tym samym zachęcał je do inwestowania w tego rodzaju instrumenty⁷⁴. Niektórzy przedstawiciele świata finansów dostrzegali ponadto możliwość realizacji tego ryzyka za sprawą pewnych czynników systemowych, takich jak stagnacja lub spadki cen domów. Czołowe postaci z kręgów finansowych wyliczyły, że w takim przypadku rząd będzie musiał interweniować, żeby ratować całą gospodarkę. Uzyskiwanie wysokich stóp zwrotu z ryzykownej inwestycji było zatem nagradzane, ewentualne straty z takiej inwestycji miały zaś, według obliczeń finansistów, zostać poniesione przez kogoś innego: przez rząd – czyli całe społeczeństwo.

Trzeba wreszcie zwrócić uwagę na to, że słaba siatka bezpieczeństwa socjalnego w warunkach ożywienia gospodarczego z utrzymującym się wysokim bezrobociem oraz polityczny koszt takiej sytuacji doprowadziły do ekspansjonistycznej polityki fiskalnej i monetarnej po recesji w roku 2001. Polityka ta była jedną z przyczyn kryzysu finansowego w latach 2007-2008, ponieważ sprzyjała nadmiernym wydatkom, a wskutek długo utrzymywanych niskich stóp procentowych wywindowała ceny aktywów i zachęcała do podejmowania ryzyka finansowego.

6 września 2008 roku rząd znacjonalizował agencje Fannie Mae i Freddie Mac. 15 września bank Lehman Brothers złożył wniosek o ogłoszenie upadłości i ochronę przed wierzycielami. 16 września American International Group przyjęła dofinansowanie od rządu. Wydarzenia te świadczyły o tym, że doszło do realizacji ryzyka ogonowego. Banki nie wiedziały, które z nich mogą ogłosić niewypłacalność, więc przestały udzielać sobie pożyczek. W taki to sposób kryzys finansowy spowodował recesję.

Rajan twierdzi, że konsekwencje recesji są w Europie inne niż w Stanach Zjednoczonych. W wielu krajach europejskich system zasiłków dla bezrobotnych jest bardziej elastyczny, a zasiłki wyższe i wypłacane przez dłuższy okres.

⁷² Benchmark to papier wartościowy lub portfel papierów wartościowych o charakterze zbliżonym do tych, które posiadamy. Stopa zwrotu z benchmarku stanowi punkt odniesienia umożliwiającą ocenę stopy zwrotu z naszej inwestycji.

⁷³ Por. R a j a n, dz. cyt., s. 136, 141, 145.

⁷⁴ Por. tamże, s. 151n.

Pracownicy mają możliwość korzystania z zasiłków dla bezrobotnych przez jeden, dwa lub trzy dni w tygodniu. Dlatego europejskie przedsiębiorstwa nawet podczas recesji raczej nie zwalniają pracowników, co sprawia, że mają oni motywację, by zdobywać specyficzną wiedzę znajdującą zastosowanie wyłącznie w firmie, dla której pracują. W środowisku takim, które można opisać jako system oparty na długofalowych relacjach – nie tylko z pracownikami, ale także z dostawcami, bankierami i klientami – zmiany i ulepszenia w planach i praktyce działalności gospodarczej dokonują się stopniowo⁷⁵. W Stanach Zjednoczonych firmy zachowują dużo większy dystans. Kryzys wykorzystuje się do restrukturyzacji, a pracownicy są zwalniani. Zreorganizowane firmy, dzięki swojej bezwzględności, podnoszą wydajność⁷⁶. Większa wydajność umożliwia z kolei zatrudnianie mniejszej liczby pracowników. Podczas kilku ostatnich recesji w Ameryce można było zaobserwować, że firmy zaczynały przynosić duże zyski, ale bezrobocie pozostawało wysokie⁷⁷.

FILOZOFICZNA INTERPRETACJA KRYZYSU LAT 2007-2008 I WYWOŁANEJ PRZEZEŃ RECESJI

Kiedy w Stanach Zjednoczonych zaczęła się recesja, dały o sobie znać nowe kategorie dóbr społecznie pożądanых⁷⁸. Po pierwsze, Stany Zjednoczone mają słabszą siatkę bezpieczeństwa socjalnego niż wiele krajów europejskich. Zasiłki dla bezrobotnych są w Ameryce niższe i wypłacane przez krótszy okres⁷⁹. Po drugie, ubezpieczenie zdrowotne jest znacznie droższe dla osób prywatnych, ponieważ amerykański system podatkowy pozwala na dotowanie z bu-

⁷⁵ Por. tamże, s. 89.

⁷⁶ Por. tamże, s. 91n.

⁷⁷ Por. tamże, s. 14.

⁷⁸ Koncepcja dóbr społecznie pożądanых i niepożądanых może być źródłem z gruntu błędnego przekonania, że rząd ma prawo ingerować bez żadnych ograniczeń w każdą sferę gospodarki. Uważam, że istnieją jednak w gospodarce takie obszary, w których rząd musi odgrywać jakąś rolę – na przykład poprzez określanie praw własności, regulowanie konkurencji, kontrolowanie akcji kredytowej czy standaryzację jakości wielu produktów. Przyznaję jednocześnie, że rząd może pełnić tę rolę dobrze lub źle. Dlatego też działania dotyczące dóbr społecznie pożądanых i niepożądanых muszą mieć solidne podstawy, które będą ograniczały prawo rządu do interwencji. Wydaje się, że koncepcja dóbr społecznie pożądanых i niepożądanых odzwierciedla sposób, w jaki postrzegamy konflikt między kapitalizmem a demokracją oraz jego rezultaty (por. tamże, s. 18), które mogą być korzystne bądź oplakane. Kategorie dóbr społecznie pożądanых i niepożądanых to narzędzie pojęciowe umożliwiające refleksję nad dramatycznymi aspektami kapitalizmu, takimi jak wydarzenia z roku 1929 czy z lat 2007-2008. Moim zdaniem, w swojej analizie kryzysu lat 2007-2008 i jego następstw Rajan umiejętnie posłużył się kilkoma kategoriami dóbr społecznie pożądanых.

⁷⁹ Por. tamże, s. 93.

dżetu ubezpieczenia zapewnianego przez pracodawcę⁸⁰. Bezrobocie oznacza więc albo brak ubezpieczenia, albo jego znacząco wyższe koszty, i to w okresie, gdy dochód osoby ubezpieczonej drastycznie się zmniejszył. Powyższe dwa fakty sprawiły, że społeczeństwo amerykańskie odczuwało znacznie większy niepokój niż społeczeństwa krajów, w których siatka bezpieczeństwa jest silniejsza, a dostęp do opieki zdrowotnej powszechny. Co więcej, stopa bezrobocia, która po ostatnich recesjach utrzymywała się na wysokim poziomie mimo ożywienia w gospodarce, dodatkowo pogłębiała ten niepokój. Niskie i dostępne przez krótki okres zasiłki dla bezrobotnych były tolerowane w gospodarce, w której recesje trwały krótko i równie krótko utrzymywały się wysokie wskaźniki bezrobocia. Istniejąca siatka bezpieczeństwa okazała się zatem niewystarczająca w nowej rzeczywistości ekonomicznej, charakteryzującej się wysokim długookresowym bezrobociem. Słaba siatka bezpieczeństwa była z kolei odbierana przez obywateli jako złamanie umowy społecznej. W tych warunkach amerykańscy politycy znaleźli się pod ogromną presją, by działać, i to działać szybko. Presja, by złożone problemy gospodarcze rozwiązywać za pomocą szybkich decyzji politycznych, nie sprzyja jednak podejmowaniu właściwych rozstrzygnięć. Administracja Obamy uchwaliła pakiet stymulacyjny zalecany przez ekonomię keynesistowską, ale jak napisała znana i szanowana dziennikarka Elizabeth Drew: „Projekt, który przedstawiono Kongresowi, był bezładną mieszaniną propozycji, ponieważ demokraci wykorzystali tę okazję, by wprowadzić do niego różne mniej lub bardziej sensowne postanowienia, które nie miały szans przez ostatnich osiem lat [za prezydentury George’a W. Busha – przyp. tłum.]. [...] Obama i jego doradcy skorzystali też z okazji, by uwzględnić w projekcie pewne osobiste priorytety obecnego prezydenta, wśród których znalazły się: finansowanie alternatywnych źródeł energii, ocieplanie budynków, aktualizacja bibliotek i unowocześnienie laboratoriów szkolnych, budowa sieci elektrycznej do przesyłu nowych form energii, upowszechnienie szerokopasmowego Internetu oraz wprowadzenie systemów informatycznych do ochrony zdrowia, czyli komputeryzacja kartotek medycznych, o której od wielu lat się mówiło, a na przeszkodzie jej realizacji stał problem niekompatybilności komputerów oraz obawy co do bezpieczeństwa prywatnych danych w archiwach elektronicznych. (Senator Thomas A. Daschle uważał, że projekt ten przyniesie w długim okresie oszczędności w ochronie zdrowia). Przesadą jednak było twierdzenie, że wszystkie posunięcia zaproponowane w projekcie będą mieć stymulujący wpływ na gospodarkę”⁸¹.

⁸⁰ Por. tamże, s. 87.

⁸¹ E. D r e w, *Thirty Days of Barack Obama*, „New York Review of Books” z 26 III 2009, s. 2; zob. www.nybooks.com/articles/22450. Warto jednak zauważyć, że mimo różnych słabości programu stymulacyjnego jego wpływ na produkcję i zatrudnienie był najprawdopodobniej pozytywny (por. A.S. B l i n d e r, M. Z a n d i, *Stimulus Worked*, „Finance & Development” 47(2010) nr 4,

Trzeba poza tym pamiętać, że gospodarka amerykańska jest gospodarką zarówno eksportową, jak i importową, przyjmującą nadwyżki podaży wielu gospodarek uzależnionych od eksportu. W obliczu globalnej recesji Stany Zjednoczone miały niewielkie możliwości zwiększenia eksportu, ponieważ popyt ze strony krajów uzależnionych od eksportu był ograniczony. Amerykański import był więc zbyt duży, a eksport zbyt mały. Inne kraje rozumiały dylemat Stanów Zjednoczonych. Zdawały sobie sprawę, że Ameryka znajduje się pod ogromną presją, by stymulować swoją gospodarkę, i wiedziały, że działania te również im przyniosą korzyść. Dlatego państwa, które nie chciały lub, ze względu na swoją zależność od eksportu, nie mogły szybko zareagować na recesję, nie musiały podejmować tak energicznych działań, jakie stałyby się konieczne, gdyby Stany Zjednoczone nie były zmuszone działać szybko i energicznie. W rezultacie Ameryka musiała ponieść nieproporcjonalnie wielki ciężar ratowania światowej gospodarki⁸². Niemniej jednak w przeciwieństwie do recesji z roku 2001, w obliczu wielkiej recesji po kryzysie finansowym z lat 2007-2008, wiele krajów, w tym Chiny, zastosowało fiskalne programy stymulacyjne i ekspansję monetarną, co przyczyniło się do globalnego ożywienia gospodarczego⁸³.

*

Na zakończenie niniejszych rozważań chciałbym przedstawić podsumowanie dotyczące społeczno-politycznego wymiaru ostatniego kryzysu finansowego i recesji, która po nim nastąpiła.

Otóż pierwszym zjawiskiem, na które zwraca uwagę kilku autorów, były pogłębiające się różnice między dochodami najbogatszych i reszty społeczeństwa, stanowiące zagrożenie dla „amerykańskiego snu”. Drugie ważne zjawisko stanowi rosnąca korelacja między poziomem wykształcenia a dochodem. W Stanach Zjednoczonych edukacja na wszystkich poziomach traci cechującą ją kiedyś zdolność wyrównywania różnic społecznych, a to powoduje, że nie

s. 17; zob. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/12/Blinder.htm>. Zob. też: *Country and Regional Perspectives*, „World Economic Outlook”, kwiecień 2010, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 44; (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/text.pdf>) oraz J. L i p s k y, *US Fiscal Policy and the Global Outlook* (Wypowiedź w dyskusji okrągłego stołu podczas dorocznego zgromadzenia American Economic Association, Denver, 8 I 2011), <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/010811.htm>.

⁸² Por. R a j a n, dz. cyt., s. 100, 118n.

⁸³ Na temat Chin, zob. International Monetary Fund, *People's Republic of China: 2010 Article IV Consultation – Staff Report*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2010, s. 4n., 8n., <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10238.pdf>. Na temat sytuacji globalnej zob. *Country and Regional Perspectives*, „World Economic Outlook”, kwiecień 2009, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 71-83 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/c2>).

jest już w stanie przywracać obywatelom wiary w „amerykański sen”. Trzecie istotne zjawisko polegało na tym, że zarówno demokraci, jak i republikanie odczuwali potrzebę, by ożywić „amerykański sen” za pomocą tanich kredytów na zakup domu. Czwartym zjawiskiem był ogromny wzrost aktywności finansowej wywołany przez szereg czynników: bogaci mieli pieniądze do zainwestowania; klasa średnia i ubodzy powiększali swoje zadłużenie; niskie stopy procentowe i ogromny deficyt handlowy zwiększyły ilość dolarów w posiadaniu obcokrajowców; wiele podmiotów poszukiwało wyższych stóp zwrotu; amerykańskie instytucje finansowe stworzyły papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych wysokiego ryzyka, a regulacja i kontrola zarówno tych pożyczek, jak i opartych na nich instrumentów finansowych nie istniały lub były niedostateczne. Piąte zjawisko stanowiły słaba siatka bezpieczeństwa socjalnego i brak powszechnie dostępnej ochrony zdrowia w Ameryce dotkniętej recesją po kryzysie finansowym. Ta słabość i ten brak okazały się zagrożeniem dla niepisanej umowy społecznej. Amerykańscy politycy znaleźli się pod presją, by działać. Ich reakcje były jednak nieefektywne ze względu na pośpiech i konieczność politycznego kompromisu. Co więcej, ożywienie gospodarki zależnej zarówno od eksportu, jak i od importu wymagało od Stanów Zjednoczonych przyjęcia na siebie nieproporcjonalnie wielkich kosztów stymulowania całej gospodarki światowej.

Postaram się teraz wskazać zagadnienia etyczne, które leżą u podstaw wyróżnionych przeze mnie kategorii dóbr społecznie pożądanых. Najważniejszym zagadnieniem etycznym poruszonym przez Reicha i Rajana w ich analizie kryzysu finansowego jest zagrożenie dla „amerykańskiego snu” – a tym samym dla niepisanej umowy społecznej – które wynika z pogłębiającej się różnicy w dochodach między najbogatszymi a resztą społeczeństwa. Rajan ponownie nawiązuje do zagrożenia dla niepisanej umowy społecznej, kiedy wyjaśnia konieczność szybkiej reakcji amerykańskich polityków na recesję. W tym przypadku umowa społeczna została zagrożona, ponieważ niewinne ofiary recesji w Stanach Zjednoczonych nie były chronione przez silną siatkę bezpieczeństwa (czyli wysokie zasiłki dla bezrobotnych wypłacane przez długi okres) i nie miały zapewnionej powszechnej ochrony zdrowia. Następnie Rajan zwraca uwagę na rozluźnienie zarówno regulacji, jak i nadzoru w sektorze bankowym, a na zakończenie porusza kwestię braku przejrzystości przy udzielaniu kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka oraz problem niepełnej świadomości ryzyka, jakie podejmował sektor finansowy, posługując się instrumentami opartymi na tych kredytach.

Przedstawiona przez Reicha i Rajana analiza obecnego kryzysu finansowego i wywołanej przezeń recesji wymaga zatem przeprowadzenia również społeczno-politycznej analizy gospodarki. Z analizy takiej wynika zaś szereg obowiązków etycznych dla rządu, które musi on wypełniać, aby gospodarka

była efektywna, a jednocześnie ludzka. Reich i Rajan posługują się siedmioma z jedenastu kategorii dóbr społecznie pożądaných, za pomocą których starają się opisać uzasadnione funkcje rządu w gospodarce.

Jeśli Stany Zjednoczone chcą we właściwy sposób zająć się problemem siedmiu kategorii dóbr społecznie pożądaných, konieczna jest głęboka moralna przemiana w myśleniu Amerykanów. Aby uświadomić sobie, jak trudno będzie jej dokonać, wystarczy zauważyć, jak musiałyby się zmienić obecne stawki podatkowe, aby zmniejszyć różnice w dochodach między najbogatszymi a resztą społeczeństwa. Najwyższa stawka federalnego podatku dochodowego w roku 2010 wynosiła 35%. W latach pięćdziesiątych dwudziestego wieku, za prezydentury Eisenhowera, w okresie nazywanym przez Roberta Reicha „Wielkim Dobrobytem” (1947-1975), najwyższa stawka podatku dochodowego wynosiła 91%⁸⁴. Różnica między tymi dwiema stawkami jest olbrzymia. Nawet znacznie skromniejsza, pięćdziesięciopięcioprocentowa stawka, którą proponuje Reich, wydaje się utopijna, zważywszy na nastroje panujące obecnie w Ameryce.

O rozmiarach zadania, jakie stoi przed Stanami Zjednoczonymi, świadczą choćby takie fakty, jak opór wobec propozycji Obamy dotyczących opieki zdrowotnej, sprzeciw wobec reformy edukacji, niechęć wobec rozszerzenia zasiłków dla bezrobotnych i drogi kompromis zawarty w ostatnich tygodniach 2010 roku oraz słabość reform finansowych, które nie rozwiązały problemu firm „zbyt dużych, by upaść”. Amerykańska odmiana późnego kapitalizmu stoi w obliczu wielkich wyzwań.

Tłum. z języka angielskiego *Grzegorz Dąbkowski*

⁸⁴ Por. Reich, dz. cyt., s. IX, 49.