GOSPODARKA BEZ EKONOMA

pod redakcją
Elżbiety Adamowicz i Henryka Ćwiklińskiego

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

GOSPODARKA BEZ EKONOMA

GOSPODARKA BEZ EKONOMA

Materiały z I Ogólnopolskiej Konferencji Naukowej
im. prof. Jana Winieckiego

pod redakcją
Elżbiety Adamowicz i Henryka Ćwiklińskiego

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2020

Recenzenci
prof. dr hab. Anna Zielińska-Głębocka
prof. dr hab. Jan Czekaj

Redaktor Wydawnictwa
Jerzy Toczek

Projekt okładki i stron tytułowych
Filip Sendal

Na okładce wykorzystano logo konferencji
„Gospodarka bez ekonoma – którędy do dobrobytu?"
autorstwa Darii Pyziak

Skład i łamanie
Mariusz Szewczyk

Publikacja sfinansowana ze środków Rektora Uniwersytetu Gdańskiego

Książka w wersji elektronicznej dostępna na
licencji Creative Commons BY-SA 4.0.

ISBN 978-83-8206-572-5

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel.: 58 523 11 37; 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
www.wyd.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: www.kiw.ug.edu.pl

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. 58 523 14 49

Spis treści

Życiorys Jana Winieckiego (1938–2016) 7

Wprowadzenie 11

Część I
Pamięci Profesora Jana Winieckiego

Jacek Fedorowicz
Moje szalone lata dziewięćdziesiąte z Jankiem Winieckim 17

Urszula Grzelońska
Jak pamiętam Jana Winieckiego 25

Leszek Balcerowicz
Etatystyczne odchylenie w ekonomii 31

Część II
Zmiany w gospodarce polskiej

Witold Kwaśnicki
Polska konwergencja. Jak goniliśmy, i czy dogonimy,
najbardziej rozwinięte gospodarczo kraje świata? 57

Bohdan Wyżnikiewicz
Dlaczego jedni są bogaci, a inni biedni 77

Maria Lissowska
Inequalities and use of financial products against the concept
of the life cycle of a household 93

Andrzej Cieślik
Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w gospodarce Polski 115

Łukasz Cywiński
Wpływ korporacji międzynarodowych na regionalną produktywność
w przetwórstwie przemysłowym 131

Część III
Wybrane aspekty polityki pieniężnej

Tomasz Grabia
„Dobra" polityka pieniężna – dyskrecjonalna czy oparta na regule? . . . 151

Jarosław Janecki
Konsekwencje ultraluźnej polityki pieniężnej 171

Grzegorz Waszkiewicz
Rozważania nad przyczynami nieefektywności
rynków obligacji skarbowych w strefie euro 191

Andrzej Paczoski
Ewolucja polityki pieniężnej NBP po transformacji systemowej w Polsce . . 215

Rafał Jóźwicki
Wpływ agregacji danych na efektywność systemów transakcyjnych
stosowanych na rynku akcji 229

Bibliografia prac Jana Winieckiego 241

Życiorys Jana Winieckiego (1938–2016)

Był wybitnym ekonomistą, cenionym w Polsce i za granicą, nauczycielem akademickim, publicystą o ciętym piórze, społecznikiem, osobą angażującą się w sprawy publiczne.

Absolwent Szkoły Głównej Planowania i Statystyki, doktorat bronił na Wydziale Prawa i Administracji UW (1971). Habilitował się w zakresie międzynarodowej ekonomii politycznej (1978). Specjalizował się w komparatystyce systemowej, makroekonomii, ekonomii instytucjonalnej oraz międzynarodowych stosunkach gospodarczych.

Za swój dorobek naukowy w 2001 roku otrzymał tytuł doktora honoris causa Uniwersytetu Gdańskiego. Związany był z wieloma ośrodkami naukowymi. Najpierw (1971–1973) pracował w Zakładzie Polityki Gospodarczej Centrum Informacji Naukowej Technicznej i Ekonomicznej, następnie był pracownikiem naukowym Polskiego Instytutu Spraw Międzynarodowych (1973–1982). W roku 1982 przeniósł się do Zakładu Nauk Zarządzania Polskiej Akademii Nauk, skąd w 1984 roku został zwolniony za współpracę z podziemną Solidarnością (był doradcą ekonomicznym NSZZ

„Solidarność"). Od 1985 roku był pracownikiem naukowym w Instytucie Pracy i Spraw Socjalnych. W drugiej połowie lat 80. prowadził także wykłady na Katolickim Uniwersytecie Lubelskim, gdzie współtworzył Sekcję Ekonomiczną, która kształciła studentów według zachodnich programów i organizowała konferencje, na których niezależni ekonomiści przedstawiali pomysły reformowania gospodarki.

W wolnej Polsce w latach 1994–2003 zajmował stanowisko profesora i kierownika Katedry Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych na Europejskim Uniwersytecie Viadrina we Frankfurcie nad Odrą. Wcześniej był dziekanem i profesorem Wyższej Szkoły Informatyki w Łodzi. Od 2003 roku profesor nadzwyczajny w Wyższej Szkole Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie. Wykładał także na Uniwersytecie Aalborgu w Dani oraz w Wyższej Szkole Europejskiej im. ks. Józefa Tischnera w Krakowie.

Pierwszy historycznie reprezentujący Polskę (1991–1993) członek Rady Dyrektorów w utworzonym w 1989 roku, a działającym od 1991 roku Europejskim Banku Odbudowy i Rozwoju. Członek Rady Polityki Pieniężnej w latach 2010–2016.

Był jednym z założycieli (1990) Centrum im. Adama Smitha i do 1995 roku pełnił funkcję jego prezesa. Współzałożyciel (1993) TEP – Towarzystwa Ekonomistów Polskich, jego długoletni przewodniczący. Za działalność wzmacniającą pozycję Polski na arenie międzynarodowej otrzymał w 2012 roku Odznakę Honorową „Bene Merito".

Szerszej opinii publicznej znany był przede wszystkim jako niestrudzony propagator ekonomii rynkowej, za co otrzymał w 1992 roku Nagrodę Kisiela. Pisał artykuły i felietony do wielonakładowych gazet i tygodników, ale także do prasy regionalnej. Uważał, że jego misją jest uczenie Polaków ekonomicznego rozsądku, czemu służyła także aktywność TEP. Z przeciwnikami intelektualnymi polemizował bezkompromisowo, często bardzo ostro.

Jego pasją było też krzewienie wiedzy ekonomicznej i ideałów wolności wśród młodzieży akademickiej i nauczycieli szkół średnich. Za tę ostatnią działalność kierowane wówczas przez niego Towarzystwo Ekonomistów Polskich zostało w 2007 roku nagrodzone przez amerykańską Atlas Foundation specjalną międzynarodową nagrodą im. Sir Antony'ego Fishera dla najbardziej innowacyjnych projektów w skali światowej.

Autor ponad 100 prac naukowych publikowanych w Polsce i wydawnictwach zagranicznych. Mimo poważnej choroby do końca nie zwalniał

tempa. W 2014 roku ukazała się jego książka *Economic Futures of the West* (wyd. Edward Elgar). W 2015 roku wydawnictwo Peter Lang opublikowało jego *Memoirs of a (Highly) Political Economist*. W 2016 zdążył jeszcze wydać w Central European University Publications *Shortcut or Piecemeal: Economic Development Strategies and Structural Change* – książkę, w której podsumowywał swoje wieloletnie rozważania nad rozwojem gospodarczym.

Wprowadzenie

Tytuł pierwszej konferencji Towarzystwa Ekonomistów Polskich, dedykowanej współzałożycielowi i wieloletniemu Prezesowi Towarzystwa Profesorowi Janowi Winieckiemu, „Gospodarka bez ekonoma – którędy do dobrobytu?" odnosi się do tytułu książki pod Jego redakcją, która ukazała się w 2006 roku. Składały się na nią teksty, które powstały w ramach realizowanego przez TEP programu publicznej edukacji ekonomicznej pod nazwą „Którędy do dobrobytu?". Tytuł przekazywanej właśnie Czytelnikom książki przypomina ten projekt, nawiązując jednocześnie do dorobku naukowego Profesora Jana Winieckiego w dziedzinie teorii ekonomii oraz polityki gospodarczej oraz jego głównych pasji. Jedną z nich było, jak to określił Profesor Adam Brzeski, zwalczanie „socjalistycznego eksperymentu", gdyż tak centralne zarządzanie upaństwowioną gospodarką nazywał Jan Winiecki. Ta pasja zaowocowała olbrzymim wkładem Profesora w budowę nowego, rynkowego ładu ekonomicznego w Polsce. Druga z tych pasji to kształcenie ekonomiczne społeczeństwa. Z powodu tej pasji Profesor Stanisław Wellisz określił Winieckiego mianem „wielkiego edukatora".

Celem zainicjowanej przez TEP we współpracy z Wydziałem Ekonomicznym Uniwersytetu Gdańskiego oraz Wyższą Szkołą Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie serii konferencji naukowych dedykowanych Janowi Winieckiemu jest propagowanie myśli i dorobku naukowego Profesora. Mamy nadzieję, że konferencje będą również impulsem dla naukowców do podejmowania badań z dziedzin, które były przedmiotem jego zainteresowania. Stworzą tym samym możliwość prezentacji i omówienia wyników badań prowadzonych w różnych ośrodkach akademickich, przyczyniając się do rozwoju nauki, popularyzacji wiedzy ekonomicznej oraz integracji samego środowiska akademickiego.

Tematykę zwartych w książce artykułów podzielić można na trzy części. Część pierwsza: *Pamięci Profesora Jana Winieckiego* ma charakter bardzo osobisty. Składają się na nią wspomnienia wybitnych osób, przedstawicieli zarówno środowiska nauki, jak i sztuki, bliskich współpracowników Profesora z różnych okresów i dziedzin jego aktywności. Są to Urszula Grzelońska i Jacek Fedorowicz. W tej części znajdą też Państwo życiorys Jana Winieckiego i tekst Leszka Balcerowicza, który został poproszony o wygłoszenie wykładu specjalnego na konferencji. Poświęcony jest on analizie odchylenia etatystycznego w ekonomii, zarówno po stronie podażowej, jak i popytowej. Lektura tej części opracowania pozwoli Czytelnikom uzmysłowić sobie ogrom dorobku Profesora, Jego niespotykaną aktywność badawczą, publikacyjną i edukacyjną, przybliżając jednocześnie Jego postać jako Człowieka.

Kolejne części zawierają referaty zgłoszone na konferencję. W części drugiej, zatytułowanej *Zmiany w gospodarce polskiej*, zamieszczono pięć referatów. Pierwszy z nich, autorstwa Witolda Kwaśnickiego z Uniwersytetu Wrocławskiego, zatytułowany *Polska konwergencja. Jak goniliśmy, i czy dogonimy, najbardziej rozwinięte gospodarczo kraje świata?*, bezpośrednio nawiązuje do badań prowadzonych przez Winieckiego. Przedmiotem badań w kolejnych referatach są zmiany zachodzące współcześnie w gospodarce polskiej. Zróżnicowanie dochodowe społeczeństwa analizowane jest przez Bohdana Wyżnikiewicza w pracy *Dlaczego jedni są bogaci, a inni biedni* i Marię Lissowską w pracy zatytułowanej: *Inequalities and use of financial products against the concept of the life cycle of a household.* Rozwój bezpośrednich inwestycji zagranicznych, obecność międzynarodowych korporacji i ich wpływ na wydajność to problemy poruszane w pracy Andrzeja Cieślika *Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w gospodarce Polski* i Łukasza Cywińskiego *Wpływ obecności korporacji międzynarodowych na regionalną przewagę w przetwórstwie przemysłowym.*

W trzeciej części, zatytułowanej *Wybrane aspekty polityki pieniężnej,* zamieszczono opracowania dotyczące wybranych problemów tej polityki. W pracach Tomasza Grabii *Dobra polityka pieniężna – dyskrecjonalna czy oparta na regule?* i Jarosława Janeckiego *Konsekwencje prowadzenia ultraluźnej polityki pieniężnej* poruszane są zagadnienia zasad i narzędzi polityki pieniężnej oraz zniekształceń wynikających z ich stosowania. Grzegorz Waszkiewicz w pracy *Rozważania nad przyczynami nieefektywności rynków obligacji skarbowych w strefie euro* analizuje procesy zachodzące na rynkach

obligacji. Zbliżoną problematykę, bardziej zorientowaną na metody badawcze, podejmuje Rafał Jóźwicki w opracowaniu *Wpływ agregacji danych na efektywność systemów transakcyjnych stosowanych na rynku akcji.*

Z kolei w tekście Andrzeja Paczoskiego pt. *Ewolucja polityki pieniężnej NBP po transformacji systemowej w Polsce* przedmiotem badań jest wpływ polityki pieniężnej na przebieg transformacji w Polsce.

W ostatniej części książki zamieszczono spis wybranych pozycji z ogromnego dorobku badawczego i popularyzatorskiego Profesora Jana Winieckiego, opracowany przez Jarosława Janeckiego.

Elżbieta Adamowicz
Henryk Ćwikliński

Część I

Pamięci Profesora Jana Winieckiego

Jacek Fedorowicz

Moje szalone lata dziewięćdziesiąte z Jankiem Winieckim

Chciałbym mój kawałek miejsca w tej książce poświęcić Profesorowi Janowi Winieckiemu. To będzie trochę wspomnień i refleksji związanych z nietuzinkową postacią, człowiekiem wybitnym, do którego los mnie zbliżył we wspaniałych czasach odzyskiwania niepodległości, a potem transformacji ustrojowej. Przewiduję, że to, co tu naskrobię, będzie swego rodzaju dysonansem gatunkowym, ponieważ pozostałą zawartość książki stanowić będą opracowania naukowe. Proszę więc, by Czytelnicy zechcieli potraktować ten rozdział jako coś w rodzaju przerwy w obradach. Chwila relaksu. Poważniejsze rozmowy – może innym razem.

Takie też lubię i czasami uprawiam, do czego jestem upoważniony, jako że dzięki wielkiemu nakładowi pracy udało mi się przed laty zdobyć wysoki stopień naukowy, magistra mianowicie. Jest to niestety magister – zaledwie – sztuki. I to w dodatku w tak odległej od ekonomii dziedzinie jak malarstwo. Gdy mnie ktoś pyta, to kto pan właściwie jest, aktor czy satyryk, ja za każdym razem odpowiadam: nie, artysta malarz. Uściślając: malarz sztalugowy, olejny, niesprzedawalny. Wyrodziłem się z klanu Fedorowiczów-groszorobów, jako jedyny niemający zielonego pojęcia o ekonomii. Że nie wspomnę o zwyczajnej arytmetyce. To miałem od dziecka i do dziś pamiętam, jak ojciec dostawał szału, udzielając mi korepetycji z prostych działań arytmetycznych. Dla odpoczynku, po ciężkiej walce z moją tępotą, ojciec wykładał w Wyższej Szkole Ekonomicznej w Sopocie jako specjalista od ubezpieczeń morskich. Było to na przełomie lat 40. i 50., zaraz po tym jak mu kolejną gdyńską firmę rodzinną zabrano i upaństwowiono. Wykładał tam zresztą wtedy słynny Eugeniusz Kwiatkowski, który po wojnie szybko podnosił swoją Gdynię

na nogi, za co oczywiście też musiał zostać przez władzę ludową surowo ukarany. Widząc, co się dzieje, postanowiłem, że ucieknę w malarstwo, aby ten system dotyczył mnie w możliwie jak najmniejszym stopniu. Nadzieja, że uda mi się przed socjalizmem schować, była naiwnością, ale jednak udało mi się nie dać się wciągnąć w państwową propagandę – pomagali w tym po cichu starsi malarze, nasi profesorowie, będący w większości tzw. czarną reakcją – nie miałem też ani chwili zauroczenia ówczesną ideologią. Powtarzałem z dumą, że w promieniu półtora metra dookoła mnie socjalizmu nie ma i nie będzie.

Proszę się nie obawiać, że mam zamiar opowiedzieć cały mój życiorys, zgodnie z zasadą, że kiedy ktoś ma kogoś powspominać, to mówi głównie o sobie. Nie, chciałem tylko uzmysłowić, jak wielkim wydarzeniem była dla mnie reforma Balcerowicza i wszystko, co się działo w roku 1989. Spełnienie marzeń całego życia i zakończenie sukcesem wieloletniego – choć w moim przypadku dość skromnego zapewne – podgryzania socjalizmu.

Wierzyłem od początku w słuszność poczynań Leszka Balcerowicza. Będąc ignorantem ekonomicznym, miałem jednak w sobie widocznie jakieś szczątkowe geny odziedziczone po rodzinie i one nakazywały mi przyjmować wszystko z entuzjazmem. Euforia mnie nie opuszczała, nawet gdy – początkowo – startu reformy nie mogłem się doczekać, a potem, gdy zaczęło do mnie docierać, jak rozległy jest opór i jak skutecznie go podsycają przeciwnicy transformacji.

Dla porządku, a także, żeby pokazać, że nie jestem zauroczony Leszkiem Balcerowiczem bezrefleksyjnie, powiem tu śmiało, że on też czasem się myli. W książce *Trzeba się bić* napisał – powtarzam w skrócie – że głoszeniu antykapitalizmu w kapitalizmie trzeba się przeciwstawiać poprzez krytykę, perswazję i satyrę, zwłaszcza tę ostatnią. Moim zdaniem Profesor Balcerowicz mocno przecenia rolę satyry. Nie on jeden zresztą. Satyra ciągnie za sobą ogromny balast w postaci czegoś, co nazywam odwiecznym obowiązkiem lewicowości. Wielcy artyści, w tym tacy producenci śmiechu, jak na przykład Charlie Chaplin, zawsze stawali murem po stronie ubogich i uciśnionych, i to jest piękne. Nie sposób jednak nie westchnąć z żalem, że jakoś nie wbiły mi się w pamięć przykłady utworów komediowych czy satyrycznych biorących w obronę kapitalistów.

Satyra prokapitalistyczna wydaje się w praktyce trudna, ale także nieskuteczna. Tak mi się przynajmniej wydawało w czasach transformacji i tu

dochodzimy wreszcie do właściwego bohatera rozdziału, Profesora Jana Winieckiego. Miałem przyjemność poznać Winieckiego na samym początku polskiej drogi do normalności gospodarczej. Wiele lat później, na 70-leciu Profesora, złożyłem mu ogromne podziękowanie, które tu powtórzę, dzięki niemu udało mi się zrealizować pomysł, jaki miałem tuż po pamiętnych wyborach 4 czerwca 1989 roku. Otóż chciałem się przydać w budowie systemu wolnorynkowego. Przedtem miałem możliwość tylko naśmiewania się z socjalizmu, po transformacji uznałem, że nie czas na kopanie leżącego, i że w ogóle nie czas na śmichy-chichy, teraz trzeba zacząć pomagać rodakom w poznawaniu zasad systemu wolnorynkowego.

Centrum Adama Smitha, dziecko Winieckiego zresztą, zaproponowało, żebym pisał i nagrywał felietony radiowe, popularyzujące zasady działania budowanego od podstaw zupełnie nowego systemu, w sposób możliwie przystępny, na poziomie powiedzmy trochę wyższym niż przedszkolny. I to się udało. Przepraszam za samochwalstwo, ale posłużę się powiedzonkiem mojego starego przyjaciela, Bohdana Łazuki, który chwaląc się na potęgę, dodawał zawsze: „Skromność byłaby tu kokieterią". Usprawiedliwia mnie także fakt, że chwalę nie tylko siebie. Winieckiego też, a może przede wszystkim.

Sukces osiągnięty został w dużej mierze dzięki Profesorowi Winieckiemu. Stworzyliśmy efektywnie działający duet. Opisując w skrócie naszą metodę twórczą, powiem, że odbywało się to tak, że Profesor tłumaczył mi coś cierpliwie, ja starałem się zrozumieć, a potem moją drogę dochodzenia do zrozumienia odtwarzałem w felietonie, językiem możliwie prostym i zrozumiałym. W ten sposób zupełnie niezorientowany słuchacz powolutku mógł przyswoić sobie kolejne pojęcia, jak rynek, giełda, ceny i jak to wszystko dotychczas nie działało, a teraz będzie. Podkreślam, mógł sobie przyswoić, a czy przyswoił, to już zupełnie inny temat. Myśmy wierzyli wtedy, że kropla drąży skałę. I warto na tę skałę kapać.

Powstała potem z tego jeszcze książka, którą zatytułowałem może trochę na wyrost (ale skromność byłaby tu…) *Wielka Encyklopedia Kapitalizmu*. Skończyło się to wszystko nawet Nagrodą Kisiela w kategorii publicystyki, którą w zasadzie powinienem był się z Profesorem podzielić. Powstrzymał mnie fakt, że – poza splendorem – jedyną nagrodą w sensie materialnym był solidny odlew rzeźby przedstawiającej Stefana Kisielewskiego, niesłychanie trudny do przecięcia na pół.

I znów, żeby nie było, że współpracę opisuję jako nieprzerwaną sielankę, muszę się zwierzyć, że w roku 1995 naraziłem się na lekką… no… jakby krytykę ze strony Profesora. Chodziło o Program Powszechnej Prywatyzacji. W owym roku, na prośbę współautora PPP, Janusza Lewandowskiego, zrobiłem kilka bardzo pieczołowicie przygotowanych programów telewizyjnych wyjaśniających zasady PPP. Z wielkim zadęciem, w największym ówczesnym studiu na Woronicza, ze starannie zaprojektowaną scenografią, scenkami w wykonaniu dobrze dobranych aktorów i obfitym komentarzem. Emitował to w odcinkach najpopularniejszy wówczas kanał TVP1. Wciąż byłem przekonany, że nie ma akcji ważniejszej niż jak najszybsza prywatyzacja, więc wyłaziłem ze skóry, żeby show wykonać możliwie jak najefektowniej. Niedługo potem przeczytałem felieton Winieckiego, krytyczny wobec PPP, pod tytułem *Jak zrobić program masowej prywatyzacji, nie realizując niemal żadnych istotnych jej celów*. To nie była oczywiście krytyka, którą mógłbym przyjąć do siebie, podobnie jak twórcy PPP. Winiecki oskarżał o nietrafne posunięcia właściwie całą klasę polityczną, precyzyjnie tłumacząc, że PPP jest spóźniony, w zbyt małej skali i „za mało kapitalistyczny". Trochę to pewnie trywializuję, ale tak zrozumiałem. Felieton zakończył proroctwem. Cytuję:

„6. Co niesie przyszłość. Najbardziej prawdopodobna jest odpowiedź, że n i e w i e l e . Zaprzepaszczone szanse niestety nie wrócą i PPP nie zrealizuje żadnego z ważnych celów, oddziałujących na całokształt procesu transformacji. Najnowsze badania opinii publicznej wskazują też, że **program wystartuje przy minimalnym zainteresowaniu społeczeństwa**. Wynika z nich, że tylko 15% uprawnionych stwierdza, że na pewno weźmie udział i odbierze świadectwa udziałowe [*Rzeczpospolita* z 16 sierpnia 1995 r.]. Brak zainteresowania jest z pewnością lepszy niż niechęć, czy aktywna opozycja, ale potwierdza pogląd o marginalnym znaczeniu całego przedsięwzięcia. Niewielki będzie też efekt ekonomiczny. To dobrze, że program zbliża się do startu. Lepiej, rzecz jasna, że będziemy mieli w przypadku objętych programem firm z prywatyzacją taką, jak jest (tj. z PPP), niż gdyby firmy miały pozostać państwowe. Lepiej też, że jest to prywatyzacja taka jaka jest, niż prywatyzacja poprzez spółki pracownicze. Ale na tym lista korzyści się kończy" (Winiecki 1995).

Czas pokazał, że przewidział przyszłość zdumiewająco precyzyjnie. Ale mi nie wypominał, że wykonałem kawał solidnej, nikomu niepotrzebnej roboty.

Kiedy poznaliśmy się bliżej, miałem okazję przekonać się o pewnym chyba mało znanym rysie charakteru Profesora. Przedtem nie wiedziałem, że Winiecki ma ogromne poczucie humoru. Przekonałem się o tym, czytając inne jego felietony, pełne ekspresji, pasji polemicznej, ale i umiejętności sprowadzania pewnych mitów ekonomicznych, a także poglądów polityków-populistów do absurdu, co jest przecież podstawą satyry. Sam więc stosował konwencję satyryczną, ale ogromnie też lubił twórczość satyryczną innych. Był wręcz fanem satyry. Zdarzyło mi się kiedyś występować w małym niepozornym domu kultury w Warszawie na wieczorze pod tytułem „Giełda satyry". Byłem tam jednym z sześciu różnych humorystów, żaden nie był wymieniony z nazwiska na plakacie, co – nawiasem mówiąc – było sprzeczne z kanonami reklamy i naiwnie liczyło na gotowość klienta do kupowania kota w worku. Salka była pustawa, mimo że sama w sobie niewielka, na widowni było 15 może 20 osób. Wchodzę ci ja na scenę i widzę, w pierwszym rzędzie, trochę z boku, Profesor Jan Winiecki. Po wieczorze pytam: „Skąd się tu wziąłeś? Posłali ci zaproszenie?" „Nie, wiesz, przechodziłem przypadkiem, zobaczyłem plakat, no to wszedłem, żeby się pośmiać".

Znał na wyrywki – bardzo byłem z tego dumny – wszystkie moje nielegalne produkcje ze stanu wojennego, a potem przez lata byłem jego stałym dostawcą kaset z najprzeróżniejszymi tekstami satyrycznymi, które odsłuchiwał chyba głównie podczas podróży. Domagał się absolutnie wszystkiego, chciał być na bieżąco. Znając mój pojawiający się czasem (no… nie za często…) krytyczny stosunek do własnej twórczości, prosił, żebym nie przeprowadzał żadnej selekcji wstępnej, tylko dawał wszystko jak leci. Wzruszająca była przy tym jego wierność kasecie magnetofonowej w charakterze nośnika. Nie uznawał zapisu cyfrowego, mnie to zresztą bardzo odpowiadało, bo długo jeszcze nagrywałem na sprzęcie muzealnym. Pamiętam ostatnie zamówienie. Wręczył mi – żeby nie narażać mnie broń Boże na koszty – pięć kaset 90-minutowych, nowych, prosto ze sklepu, choć już bardzo trudno było je kupić, bo wyszły z mody. Wręczył z propozycją, żebym je zapełnił. Nie musi być natychmiast, ale sukcesywnie…

Niestety zdążyłem zapełnić tylko trzy.

Dedykując Jankowi coś, czego pewnie nie miał w ręku, przepisuję fragment książki poświęconej wspomnieniom radiowym pt. *Będąc kolegą kierownikiem* (Fedorowicz 2015). Opisałem tam pierwsze kroki w upublicznianiu

felietonów, o których już opowiadałem, tych radiowych, które współtworzył Jan Winiecki.

„Andrzej Sadowski, współzałożyciel Centrum imienia Adama Smitha, a potem jego prezes postanowił, że zgłosi projekt Radiu ZET, które było o ile pamiętam pierwszym działającym w Polsce i to z rozmachem, radiem prywatnym. Poszedł na negocjacje sam, potem opowiedział jak było.

– Dzień dobry – powiedział Sadowski – jestem z Centrum imienia Adama Smitha, mamy dla państwa znakomitą propozycję. Jacek Fedorowicz przedstawiałby swoje felietony, krótkie, trzy, czterominutowe na waszej antenie codziennie o stałej porze, cykl mógłby się nazywać tak trochę żartobliwie „Wielka Encyklopedia Kapitalizmu".

– Świetnie! – ucieszyła się pani za biurkiem.

– Można by zacząć alfabetycznie. A, jak Akumulacja, B, jak Bank, C, jak Ceny, D, jak Deficyt…

– Świetny pomysł!

– W sytuacji, gdy społeczeństwo praktycznie nic nie wie o wolnym rynku i nie potrafi się jeszcze w nim znaleźć, taki cykl byłby niesłychanie pożyteczny.

– Z całą pewnością. Przyjmujemy!

– Bardzo się cieszę. Może od razu – jako stuprocentowy wolnorynkowiec Sadowski nie zapominał o sprawach niepomijalnych – ustalimy sobie stawkę.

– Bardzo proszę – powiedziała pani – powiedzmy, że będzie to...

I tu wymieniła sporą kwotę. W obowiązujących wówczas milionach. Na dzisiejsze pieniądze byłoby to 1000 złotych.

– O, to bardzo ładnie z państwa strony. Zgoda! – powiedział Sadowski.

Pani przez chwilę robiła wrażenie zmieszanej, że się pospieszyła, ale się zmitygowała.

– Noo… – powiedziała – oczywiście powinno być więcej, ale z uwagi, że to jest jednak pożyteczne społecznie, to niech będzie tysiąc. Cztery minuty?

– Za tekst i wykonanie, bo pan Fedorowicz sam czyta.

– To już jak wam pasuje.

– Wydaje mi się, że pan Fedorowicz będzie usatysfakcjonowany – ocenił Sadowski i zaczął zabierać się do wyjścia.

– Zdajemy sobie sprawę – dokończyła myśl pani żegnając się – że to jest edukacja społeczna, stąd taka kwota, ulgowa, bo pan wie, że od każdego innego wzięlibyśmy więcej.

Sadowskiemu wydawało się przez moment, że się przesłyszał.

– Słucham?

– Dajemy całe cztery minuty czasu antenowego. To bardzo dużo. Wie pan ile liczymy firmom za trzydzieści sekund…?

– Proszę pani – wykrzyknął Sadowski – ja mówiłem o honorarium dla Fedorowicza!

– Jak to honorarium? – teraz zdumiona była pani – ja zrozumiałam, że pan Fedorowicz jest teraz u państwa dyrektorem, czy prezesem, więc myślałam, że to on będzie płacił. Nam!

– Nie!

– Znaczy… to my… mamy płacić? – zdumienie pani zza biurka było szczere i ogromne, powoli uświadamiała sobie pomyłkę – nie, nie, zaraz, to ja przepraszam, tysiąc.. nie, nie ma mowy o takiej kwocie… proponuję…

Zaproponowała 200, Sadowski podbił, stanęło na trzystu, uzgodniono terminy i przez wiele miesięcy propagowałem kapitalizm na antenie Radia ZET, nic za to nie płacąc".

Bibliografia

Fedorowicz J. (2015), *Będąc kolegą kierownikiem*, Świat Książki, Warszawa.

Winiecki J. (1995), *Jak zrobić program masowej prywatyzacji, nie realizując niemal żadnych istotnych jej celów (Doświadczenia polskiego PPP)*, „Zeszyty Centrum im. Adama Smitha", nr 6, https://smith.pl/sites/default/files/zalaczniki_201507/zeszyt_nr_6.pdf [dostęp: 1.06.2020].

Urszula Grzelońska
Instytut Nauk Ekonomicznych PAN

Jak pamiętam Jana Winieckiego

Poznałam go w końcu lat 80. ubiegłego wieku. Z moim kolegą Januszem Beksiakiem uczestniczyliśmy w jednym ze spotkań naukowych organizowanych przez Instytut Rozwoju Gospodarczego SGPiS, gdzie był także Jan Winiecki. W kuluarowej rozmowie wszyscy troje wymieniliśmy kilka zdań, w których stwierdziliśmy, czy raczej potwierdziliśmy, że mamy wspólny jeden z tematów zainteresowań naukowych – procesy inflacyjne w gospodarce socjalistycznej. Jan Winiecki był autorem książki *Zjawiska inflacyjne w gospodarce kapitalistycznej i w gospodarce planowej*, a ja z Beksiakiem autorami pracy zatytułowanej *Równowaga gospodarcza w socjalizmie*, wydanej, podobnie jak książka Winieckiego, przez PWN. Zastanowiła mnie wówczas różnica terminologiczna w naszym podejściu do problemu dociekań. Podczas gdy Winiecki mówił po prostu o inflacji w socjalizmie, dla nas inflacja oficjalnie nie istniała i używaliśmy dość pokrętnego terminu „równowaga gospodarcza". Pomyślałam wtedy, że widocznie w naszym sposobie ekspresji uwidoczniły się skutki długoletniego procesu wychowawczego uprawianego przez środowiska redakcyjno-cenzorskie, a na niego nie miały one wpływu. Dzisiaj uwzględniłabym terminy publikacji obu prac, nasza książka wyszła w 1969 roku, a praca Winieckiego w roku 1986, z perspektywy naszej polskiej rzeczywistości były to już całkiem inne światy.

W dłuższej nieco perspektywie ten pierwszy kontakt z Janem Winieckim zaskoczył mnie. Zaczęłam się zastanawiać, skąd wziął się u nas w Polsce taki człowiek, prawie mój rówieśnik, bo blisko pięćdziesięciolatek, praktycznie nieznany w środowisku ekonomistów akademickich (przynajmniej nieznany

mnie, choć uczestniczyłam w tym środowisku bez mała 30 lat)[1], całkiem „pozbierany" jako ekonomista, mówiący „bez odlotów", co uznałam za dość rzadkie u znanych mi ekonomistów niezakotwiczonych w dydaktyce. Wkrótce jednak miałam się przekonać, jak bardzo się myliłam, gdy okazało się, że Winiecki „eksplodował" jako ekonomista na wszystkich polach swojego działania: jako ekspert, komentator wydarzeń i sytuacji gospodarczej, publicysta, dydaktyk i organizator. Prawdopodobnie przyczyniła się do tego zmiana ustrojowa w Polsce i start transformacji polskiej gospodarki.

Spośród wydarzeń i sytuacji z pierwszej połowy lat 90. ubiegłego wieku, w których uczestniczyłam, kilka związanych z osobą Jana Winieckiego utrwaliło się w mojej pamięci. Pierwszym było spotkanie ekonomistów z byłych krajów demokracji ludowej poświęcone wymianie doświadczeń i opinii na temat postępów transformacji w tych krajach (organizatorem tego spotkania, które odbyło się w Mądralinie, była jedna z amerykańskich fundacji, działających wtedy na rzecz demokracji i gospodarki rynkowej w byłych krajach komunistycznych, a współorganizatorem – o ile pamiętam – Centrum im. Adama Smitha). Zobaczyłam wówczas Winieckiego jako kompetentnego ekonomistę, wytrawnego polemistę, bardzo biegłego w tematach debat, a co uznałam za nie mniej ważne – pozostającego w zażyłych i szerszych niż tylko zawodowe relacjach z większością uczestniczących w tym spotkaniu ekonomistów z wszystkich byłych krajów komunistycznych. Z dzisiejszej perspektywy patrząc, można byłoby stwierdzić, że już na wejściu w lata 90. był Winiecki nieprzeciętnie „umiędzynarodowiony" jako badacz, a także jako autor publikujący wyniki swoich i wspólnych prac naukowych i publicystykę[2]. Drugim zapamiętanym wydarzeniem było wspólne redagowanie (z Januszem Beksiakiem i Tadeuszem Rybczyńskim[3]) *Listu otwartego do prezydenta RP*. Autorem idei tego listu był Janusz Beksiak, który, będąc wówczas

[1] Później dowiedziałam się, że od 1985 roku pracował jako docent w Katolickim Uniwersytecie Lubelskim, gdzie uczył studentów ekonomii.

[2] Gdy w polskiej nauce zaczęto liczyć liczbę publikacji w zagranicznych czasopismach i wydawnictwach publikowanych każdego pracownika naukowego, co roku Jan Winiecki zajmował przez wiele lat pierwsze miejsce wśród przedstawicieli polskiej ekonomii. A i dzisiaj posiadanie tak wiele publikującego za granicą współpracownika byłoby marzeniem wielu szefów „ewaluowanych" jednostek naukowych.

[3] Ten przebywający od zawsze poza Polską wybitny ekonomista, specjalizujący się w teorii handlu zagranicznego, uaktywnił się w ten sposób w działaniach na rzecz przebudowy systemu gospodarczego Polski.

doradcą premiera rządu Krzysztofa Bieleckiego, chciał wyposażyć swojego szefa w pomysły do dyskusji o sposobie prowadzenia polityki gospodarczej z ewentualnymi oponentami, a ponadto, a może przede wszystkim, Beksiak i Winiecki, jako główni współautorzy sporządzonego w 1989 roku raportu *Zarys programu stabilizacyjnego i zmian systemowych*, chcieli w ten sposób subtelnie zdystansować się wobec panujących wtedy niepodzielnie idei zawartych w planie Balcerowicza. Cele tej inicjatywy raczej pozostały w sferze projektów, niemniej list otwarty powstał i został opublikowany w „Rzeczpospolitej" (15 października 1991 r.), pomnażając materię szerokiego wówczas dyskursu publicznego w sprawach gospodarki. Prawie wszyscy ekonomiści intensywnie brali wówczas udział w różnych forach dyskusyjnych, ja uczestniczyłam głównie w dyskusjach toczonych w Centrum im. Adama Smitha, któremu przewodniczył w pierwszej połowie lat 90. właśnie Jan Winiecki. Przekonałam się wtedy, że jest sprawnym organizatorem, zręcznie dobierającym tematy i osoby inicjujące dyskusje, a dbając o obecność dziennikarzy, potrafi zapewnić debatom odpowiednią „publicity".

Z czasem zaczął lansować powołanie trwałej organizacji upowszechniającej wiedzę o gospodarce – Towarzystwa Ekonomistów Polskich, otwarcie mówiąc – alternatywy PTE. Udzielałam się wtedy w zespole założycieli Towarzystwa, a że nie była to sprawa prosta, świadczyć może to, że zajmując się obecnie Winieckim, znalazłam w swoich papierach tekst uchwały drugiego walnego zgromadzenia członków założycieli z 12 maja 1995 roku (oficjalnej daty założenia Towarzystwa) gdyż, jak się okazało, tekst pierwszej uchwały z pierwszą listą założycieli po rocznym prawie przeleżeniu w biurach sądu rejestrującego po prostu gdzieś zaginął. Od tego czasu debaty i inne formy działalności upowszechniające wiedzę o gospodarce przeniosły się z Centrum im. Adama Smitha na forum Towarzystwa. Jan Winiecki został pierwszym jego przewodniczącym (formalnie przewodniczącym Rady Naukowej), część popularnych jego prac i prac powstających z jego inspiracji, względnie ukazujących się pod jego redakcją, zaczęła ukazywać się od 1995 roku pod szyldem Towarzystwa Ekonomistów Polskich, a wreszcie znaczne grono osób bywających przez kilka lat na ul. Bednarskiej, gdzie mieściło się i do dzisiaj mieści Centrum im. Adama Smitha, stało się po pewnym czasie bywalcami salonu Jana Winieckiego. Gdzieś na przełomie wieków Winiecki wyprowadził się bowiem z Warszawy do Józefowa koło Otwocka, gdzie wybudował dom i zaczął zapraszać dość regularnie swoich znajomych i kolegów, przy

czym z równą starannością troszczył się osobiście o walory stołu, co o zbiór uczestników zapewniających atrakcyjność dyskusji. Zawsze podziwiałam wtedy jego spokój, pełne „wyluzowanie", bo przecież nawet na moment nie zwalniał tempa i zakresu swojego zaangażowania zawodowego, pracował wtedy etatowo m.in. na Uniwersytecie Viadrina we Frankfurcie nad Odrą, gdzie systematyczne dojeżdżał z Józefowa.

Wśród osób, za obecność których w moim życiu winna jestem podziękować losowi, Jan Winiecki zajmuje poczesne miejsce. Nie tyle dlatego, że był człowiekiem przepełnionym energią, zorganizowanym i pracowitym, ale dlatego, że swoją postawą, zawsze wolną od fochów i humorów, zarażał energią ludzi żyjących wokół niego, sprawiał, że ich aktywność nabierała znaczenia i sensu.

Można chyba powiedzieć, że poczynając od 2000 roku obecność Jana Winieckiego w polskim środowisku ekonomicznym spowszedniała, możliwe stało się więc popatrzenie zimnym okiem na różne strony jego aktywności zawodowej. A więc trzeba stwierdzić, że nie był faworyzowany przez rządzących w Polsce i to bez względu na to, jaka partia czy strona polityczna była przy władzy. Wprawdzie zlecano mu pewne wielce cenione w środowisku ekonomicznym funkcje[4], miano mu przy tym za złe upieranie się przy swoich racjach oraz zbyt cięty język w polemikach i formułowanych ocenach o ludziach i zdarzeniach. Te zarzuty wymieniam dla porządku, ale i dlatego, że w sumie świadczą chyba na jego korzyść. Nie zdołał też zdobyć sympatii i uznania wśród polskiego naukowego establishmentu ekonomicznego, o czym świadczy chociażby to, że ludzie krążący wokół niego byli przeważnie co najwyżej doktorami lub osobami z marginesu profesji. Profesorowie ekonomii zarzucali mu małe wyrafinowanie warsztatowe i przede wszystkim nieczynienie różnicy między językiem dyskursu naukowego a językiem popularnej publicystyki. Zważywszy na własne doświadczenie z pierwszym kontaktem z Winieckim, uznaję niechęć wobec niego ze strony części środowiska zawodowego za poniekąd wytłumaczalną, gdy uwzględni się fakt, że pojawił się nagle jako dużo publikujący profesor, zatrudniany przez

[4] Na początku przemian systemowych reprezentował Polskę w Europejskim Banku Odbudowy i Rozwoju w Londynie (w latach 1991–1993), a od 2010 do 2016 roku pełnił funkcję członka Rady Polityki Pieniężnej przy polskim banku centralnym.

polskie i niepolskie uczelnie, a nie przeżył wspólnych z innymi doświadczeń w zdobywaniu szczebli kariery i budowie hierarchii środowiskowej.

Sprawa jakości warsztatu naukowego i rodzaju języka, jakim Jan Winiecki uprawiał ekonomię, dotykają bardziej istotnej kwestii – kwestii ekonomii Jana Winieckiego. I temu chcę poświęcić ostatnią część tego wspomnienia. Jakkolwiek sam Winiecki w różnych wersjach swojego życiorysu wymieniał różne problemy swojego zainteresowania badawczego, dla mnie pozostaje przede wszystkim ekonomistą transformacji. To znaczy ekonomistą zastanawiającym się, jak trzeba zmienić instytucje działającej historycznie gospodarki, aby stała się ona innym systemem gospodarczym. Według Winieckiego innym znaczyło takim, w którym gospodarka może być efektywna. Czyli, że stanie się ona ponownie, czy po raz pierwszy, gospodarką rynkową. Winiecki był przekonany, że model rynkowy gospodarki koresponduje z takim realnie istniejącym systemem gospodarczym, który najefektywniej gospodaruje zasobami świata i ludzi. Każda inna, czy to pomyślana, czy to działająca w praktyce, odmiana gospodarki jest systemem gorszym. Był czystym ekonomistą liberalnym. Z perspektywy efektywnego wykorzystania zasobów walczył przede wszystkim z wysokim udziałem budżetu państwa w produkcie narodowym, pozwalającym skutecznie interweniować w tworzenie i podział tego produktu, a szczegółowo – z interwencją władzy państwowej w różnych postaciach i przy różnych okazjach, wszelkimi formami protekcji i ochrony wymiany handlowej między poszczególnymi krajami, z ingerencją administracyjną w imię ochrony środowiska przyrodniczego, z redystrybucją dochodów przez państwo w imię sprawiedliwości społecznej (W ten sposób wymieniłam właściwie wszystkie tematy rozległej publicystyki Winieckiego, jaką uprawiał przez ostatnie 25 lat życia). W swoich pracach poświęconym instytucjom wyraźnie wskazywał, że podstawą „spontanicznego" powoływania instytucji regulujących ingerowanie władzy państwowej w gospodarkę i pozwalających na monopolistyczne zachowania wielu podmiotów na rynku są interesy osób i grup społecznych. Ale jak tych regulacji nagromadzi się tak dużo, że tworzą one już inny system, który prędzej czy później doprowadzi do obniżenia efektywności gospodarowania, trzeba taki system „przetransformować" w normalną gospodarkę rynkową. Rola ekonomisty polega właśnie na pilnowaniu, żeby ta transformacja odbyła się bez zbędnej zwłoki i żeby od początku nie zaczynać „majsterkowania" (termin Winieckiego) prowadzącego już na starcie do deformacji systemu. Tak więc w świecie zawsze odbywa się transformacja systemu gospodarczego

jakiegoś kraju, zawsze istnieją jakieś *emerging markets* i fakt, że w pewnym momencie los wskazał na Polskę czy Czechy, nie jest niczym nadzwyczajnym i zajmując się jako *case study* transformacją krajów postkomunistycznych, starał się pilnować, aby już przy powrocie do racjonalnego systemu nie zaczynać na starcie od poprawiania go[5].

W świetle przyjętego przeze mnie rozumienia ekonomii Winieckiego ani używany przez niego język (z elementami publicystyki), ani posługiwanie się niezbyt wyrafinowanymi narzędziami badawczymi nie wydają się czymś kompromitującym czy niestosownym. Nie dążył do dokonania rewolucji kopernikańskiej w ekonomii. Nie sądzę, żeby nie mógł zasypiać z tego powodu, że nie używa w swojej ekonomii złożonych modeli DSGE lub języka teorii złożoności. Przyjąwszy, że rynkowy system gospodarczy najlepiej spełnia warunki efektywnego gospodarowania i że w praktyce o sprawności tego systemu decydują tworzone przez ludzi instytucje, stał się instytucjonalistą. Opisywał ekonomiczne instytucje zwykłym językiem i dokumentował działanie instytucji lepszych i gorszych (złych), dobierając z literatury i analizując odpowiednią informację statystyczną.

Na koniec zatrzymam się jeszcze raz na kwestii zarzutów środowiska wobec Winieckiego jako ekonomisty, i chcę napisać o jednej właściwości naszej polskiej ekonomii na przełomie wieków. Winiecki może mianowicie posłużyć jako przykład pewnego sposobu rozważania niektórych spraw. Gdy ktoś rozczula się nad – przyjmijmy – sposobem dystrybucji dochodów w ramach aktualnego systemu gospodarczego, potraktowane jest to z reguły z najwyższą uwagą, bez względu na to, jakim językiem jest to powiedziane i jakimi narzędziami jest to dowodzone. Natomiast gdy ktoś utrzymuje, że sprawa udziału osoby lub grupy jest nie tyle sprawą systemu gospodarczego co sprawą indywidualnej przedsiębiorczości i zapobiegliwości, analizę problemu zaczyna się i kończy na ocenie języka i narządzi użytych do postawienia problemu. Ta prawidłowość na szczęście nie spędzała Winieckiemu snu z powiek i spokojnie robił swoje.

---

[5] W 2012 roku napisałam recenzję książki, podręcznika Winieckiego, *Transformacja postkomunistyczna. Studium przypadku zmian* (C.H. Beck, Warszawa 2012). Nie potrafiłam wtedy odczytać idei wiodącej w jego ekonomii, trochę zamieszania wywołała u mnie też jego interpretacja systemu gospodarki centralnie kierowanej (ciągle uważam, że jest niejasna), tak że w konsekwencji napisałam parę niemądrych zdań, dokładając się do niepoliczalnych zbiorów słów upowszechniających nieporozumienia.

Leszek Balcerowicz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Etatystyczne odchylenie w ekonomii

Streszczenie

Ekspansja etatyzmu w zachodniej ekonomii rozpoczęła się w XX wieku i wynikała ze splotu kilku czynników. Jednym z nich było skupienie się ekonomii na statycznych modelach gospodarki rynkowej, które dawały formalne, ale złudne uzasadnienie, że socjalizm może funkcjonować równie dobrze co wolnorynkowy kapitalizm. Innym – fałszywe odczytanie wielkiego kryzysu jako krachu kapitalizmu, a doświadczeń ZSRR jako tryumfu socjalizmu. Jeszcze innym było przesunięcie uwagi ekonomistów ku krótkookresowej i interwencjonistycznej ekonomii popytowej (keynesizm), co siłą rzeczy odsunęło ich uwagę od badań strony podażowej. Wreszcie, etatyzmowi w odniesieniu do tej strony służyło zaniedbywanie aż do lat 70. badań nad zmiennymi instytucjonalnymi jako determinantami wzrostu gospodarki. Ostatnie 40 lat przyniosło w ekonomii wyraźne osłabienie etatyzmu po stronie podaży. Natomiast ostatnie kilkanaście lat przyniosło wybuch etatyzmu po stronie popytu, zarówno jeśli chodzi o politykę fiskalną, jak i monetarną.

Słowa kluczowe: popytowa strona w gospodarce, strona podażowa, ekonomia, instytucje, polityka gospodarcza

Wstęp

Jan Winiecki zostawił po sobie wielką lukę, ale i wielki dorobek, który warto rozpowszechniać. Był człowiekiem wybitnego umysłu i charakteru, jak przystało na klasycznego liberała w czasach etatyzmu. Miał też dar słowa i pasję polemiczną. Nie znosił zarozumiałej głupoty i zwykłego oportunizmu w naukach społecznych, który – zależnie od ustroju – polega na podlizywaniu się władzy lub dominującym etatystycznym prądom w opinii publicznych. Niniejszy esej na temat odchylenia etatystycznego w ekonomii jest kontynuacją jego tradycji.

1. Podstawowe rozróżnienia

Tekst ten poświęcam etatystycznemu odchyleniu w zachodniej ekonomii. Dyscyplina o nazwie „ekonomia" istniała również w krajach socjalistycznych, ale jej sztandarowe przedmioty były częścią oficjalnej socjalistycznej propagandy, a nie nauki. Ekonomia polityczna kapitalizmu głosiła, że Marks miał rację, wieszcząc jego nieuchronny upadek, i usiłowała wyjaśnić, dlaczego on jeszcze nie upadł. Dominowała teza, że to państwowy interwencjonizm, zwłaszcza keynesowskiego typu, przejściowo przedłużył żywot tego ustroju. Ekonomia polityczna socjalizmu z kolei była zlepkiem marksistowskich dogmatów i bieżącej propagandy na temat sukcesów aktualnie rządzących. Do tego dochodziły niekiedy nierealistyczne schematy wzorowane na pracach Oskara Langego z lat 30. XX wieku, które pokazywały, jak to oświecony centralny planista steruje totalnie upaństwowioną gospodarką za pomocą kształtowania cen (zob. punkt 4). O wiele mniej zdeformowane, przynajmniej w Polsce, były niestandardowe dyscypliny, takie jak ekonomia międzynarodowa, ekonomika rolnictwa, ekonomika transportu oraz – oczywiście – dyscypliny metodologiczne: ekonometria czy statystyka.

Ekonomia na Zachodzie w ciągu ostatnich 300 lat nie podlegała kontroli politycznej, mogła więc w sposób niezależny identyfikować i badać ważne problemy społeczno-gospodarcze. Ale owe kwestie znajdują się, zwłaszcza współcześnie, w orbicie debat politycznych i medialnych w stopniu o wiele większym niż dotyczy to nauk ścisłych. Nie pozostawało i nie pozostaje to bez wpływu na dobór tematów, stanowisk i propozycji rozwiązań wysuwanych w zachodniej ekonomii. Stąd w dużej mierze wynika, jak sądzę, odchylenie etatystyczne widoczne w zachodniej ekonomii, o której będzie dalej mowa.

Aby określić i zmierzyć etatystyczne odchylenie, trzeba zdefiniować punkt odniesienia. Jest nim system złożony z gospodarki wolnorynkowej i tak ograniczonego państwa (ang. *limited government*), że zapewnia ono dobrą ochronę prywatnego prawa własności i dotrzymywania umów, a jednocześnie nie wypiera, nie deformuje i nie destabilizuje wolnego rynku. Główne cechy tego ustroju to:

– nie istnieją w zasadzie firmy państwowe;
– legislacja obejmuje głównie ogólne prawa, a nie szczegółowe przepisy;
– wymiar sprawiedliwości jest niezależny od polityków;

– panuje wolny handel wewnątrz i na zewnątrz;
– obowiązuje niepisana zasada zrównoważonego budżetu;
– pole dla polityki pieniężnej jest bardzo ograniczone (Gold Standard).

Taki system popierali klasyczni ekonomiści, począwszy od Adama Smitha, a skończywszy na Alfredzie Marshallu (przełom XIX i XX wieku). W praktyce najbliżej do tego modelu było Wielkiej Brytanii na przełomie wieków XIX i XX, a dziś – choć z większym dystansem – najbliżej jest Irlandii czy Hongkongowi (jak na razie).

Fundamentalne znaczenie dla zrozumienia gospodarki ma odróżnianie w niej strony (sfery) podaży i strony popytu. Ta pierwsza obejmuje producentów (dostawców) dóbr i usług, tworzących łącznie zdolność wytwórczą społeczeństwa, tę drugą – nabywcy owych dóbr i usług, reprezentujący jego siłę nabywczą. W ekonomii wiele uwagi poświęcono pytaniu: skoro w toku produkcji powstają jednocześnie dochody, to czy w każdym krótkim okresie podaż i popyt są sobie równe – co głosiło tzw. prawo Saya. Klasycy w zasadzie je uznawali, natomiast Keynes je zdemonizował. W tej dyskusji pominięto najważniejszy problem, a mianowicie, że od ukształtowania sfery podaży, odbijającego ustrój polityczno-gospodarczy, zależy zdolność wytwórcza społeczeństwa, a w efekcie – jego siła nabywcza.

W perspektywie porównawczej i długookresowej nie ulega wątpliwości, że to ustrojowy kształt sfery podaży w gospodarce określa siłę nabywczą społeczeństwa. Tę tezę możemy określić jako prawo Saya w ujęciu dynamicznym. Porównajmy siłę nabywczą ludzi w Korei Północnej i Południowej lub w dawnych Niemczech Wschodnich i Zachodnich albo poziom konsumpcji obecnie w Polsce i np. w Ukrainie. Żadna polityka popytowa, tzn. zmierzająca do zwiększenia masy pieniądza w gospodarce, nie jest w stanie skompensować skutków zdeformowanej sfery podażowej, czyli złego ustroju polityczno-gospodarczego. Na tym tle musi budzić zdumienie to, ile uwagi poświęca ekonomia głównego nurtu owej polityce w ciągu ostatnich 100 lat (zob. punkt 7).

Najgorszą destrukcją strony podażowej gospodarki, a – w efekcie – siły nabywczej społeczeństwa, nie jest zniszczenie jego fizycznego majątku, lecz likwidacja wolności gospodarczej (w tym własności prywatnej) i wynikających z niej możliwości i bodźców (dzięki rynkowej konkurencji) do produktywnych inwestycji, innowacji i wydajnej pracy. A im więcej arbitralnej władzy politycznej w kraju, tym mniej wolności gospodarczej i – w rezultacie – tym gorsza strona podaży i tym mniejsza siła nabywcza społeczeństwa.

Warto rozróżnić odchylenie etatystyczne po stronie podaży i po stronie popytu. To pierwsze, jak wspomniałem, ma zasadnicze znaczenie dla zdolności wytwórczej i – w efekcie – dla poziomu życia społeczeństwa. W realnym życiu ten etatyzm układał się na skali, gdzie jednym krańcem jest system wolnorynkowy, a drugim – skrajnie antyrynkowy socjalizm. Pomiędzy tymi krańcami lokują się rozmaite odmiany systemów interwencjonistycznych różniące się zakresem własności państwowej, natężeniem regulacji wypierających lub deformujących rynek, poziomem praworządności, skalą budżetu itp.

Deklarowanym celem etatyzmu po stronie popytu, czyli polityki popytowej, jest zapobieganie (rzadziej) lub łagodzenie recesji lub głębszych załamań gospodarki (częściej) poprzez politykę fiskalną lub pieniężną, które zmierzają do zwiększenia łącznych wydatków w kraju.

W dalszych częściach eseju skupię się na odchyleniu etatystycznym w ekonomii dotyczącym strony podaży (zob. punkty 2–7). Wspomnę też jednak o etatyzmie popytowym (punkt 8).

I na koniec słowo o kryteriach oceny, jakie należy stosować wobec wszelkich produktów intelektualnych (innych niż artystyczne). Po pierwsze, musi być wiadomo, o co chodzi, czyli głoszone tezy muszą być jasne. Po drugie, w przypadku nauk empirycznych – a do nich należy przecież ekonomia – powinno być wiadome, jakiego fragmentu rzeczywistości (problemu) dotyczy dana teoria czy analiza. Po trzecie, niezbędna jest konfrontacja głoszonych tez z faktami, najlepiej w formie próby ich popperowskiej falsyfikacji. Wreszcie, patrząc na daną dyscyplinę, w tym eseju na ekonomię, warto pytać o empiryczną istotność podejmowanych tematów, czyli o rozkład jej zainteresowania pomiędzy tematy o różnym znaczeniu dla realnych społeczeństw. Idzie tu o głoszony przez samych ekonomistów postulat optymalizacji wykorzystywanych zasobów.

2. Adam Smith i jego klasyczni następcy

Za autora wolnościowego przełomu w myśli ekonomicznej i w opinii publicznej. Zachodu słusznie uchodzi Adam Smith dzięki swemu dziełu *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów* (1776). Jeszcze w jego czasach dominowały w świecie ustroje etatystyczne, gdzie wolność gospodarcza była silnie ograniczona przez przeżytki feudalizmu (cechy, gildie), zewnętrzny

protekcjonizm i królewskie monopole. To takie systemy krytykował Smith jako nieefektywne i niesprawiedliwe i kontrastował je ze swoim ustrojem „doskonałej wolności", czyli wolnorynkowym, który – jak podkreślał – wymagał odpowiednio ograniczonego państwa. Porównując te dwa systemy, zdecydowanie różniące się zakresem wolnego rynku i – odpowiednio – zakresem interwencjonizmu, Smith stał się prekursorem porównawczej analizy ustrojów. Zwrócił uwagę, że w wolnorynkowej gospodarce ma miejsce oddolna koordynacja, tak jak gdyby kierowała nią „niewidzialna ręka". To sformułowanie spotyka się do dziś dnia z prostackimi szyderstwami rozmaitych etatystów, którym nie mieści się w głowie, że gospodarka bez odgórnego kierowania może uniknąć chaosu. Ale to oni okazali się zacofani w stosunku do osiemnastowiecznego myśliciela, bo – przy całym sztafażu modernizacyjnej retoryki – forsowali antyrynkowe rozwiązania, oparte na wszechwładzy państwa i państwowych monopoli, które dominowały w jego czasach i które on demaskował jako źródło biedy i nierówności. Warto dodać, że Adam Smith był zwolennikiem konkurencji tam, gdzie dziś zwykle jej brak – w usługach medycznych i w edukacji.

Innym wielkim wkładem Smitha było podkreślenie, że rozszerzanie zakresu rynku umożliwia wzrost specjalizacji i – w efekcie – wzrost wydajności pracy.

Wybitni klasyczni następcy Adama Smitha, David Ricardo, John Stuart Mill, Alfred Marshall, podtrzymywali jego wolnorynkowy przekaz, choć nie rozwijali jego porównania ustroju wolnorynkowego i systemów etatystycznych, co wiązało się z tym, że nie przeprowadzili pogłębionej analizy państwa i jego roli w gospodarce (Stigler 1965).

Tak na przykład Mill (1885) pisał: „(…) we wszystkich bardziej rozwiniętych społecznościach znaczna większość rzeczy jest gorzej wykonywana przez ingerencję rządu, niż gdyby pozostawione same sobie jednostki najbardziej nimi zainteresowane wykonywały je lub sprawiły, że zostały one wykonane. (…) Ludzie lepiej rozumieją własne sprawy i własne interesy i troszczą się o nie bardziej niż robi to rząd".

Rolę postępu technicznego w warunkach gospodarki kapitalistycznej mocno podkreślał Alfred Marshall, najszerzej uznawany ekonomista przełomu XIX i XX wieku (zob. Blaug 2000, s. 429).

W sumie można powiedzieć, że wybitni klasyczni ekonomiści rozumieli ogromne znaczenie wolności gospodarczej i – w związku z tym – potrzebę ograniczenia roli państwa, choć nie rozwinęli głębszych badań nad wzrostem

gospodarki i jego instytucjonalnymi determinantami. Taka sytuacja będzie się utrzymywać w ekonomii przez niemal sto lat!

Na przełomie XIX i XX wieku dominujący nurt zachodniej ekonomii skupił się na problemie krótkookresowej (statycznej) równowagi gospodarki rynkowej, co zepchnęło z pola zainteresowań problem długofalowego wzrostu i jego zależności od kształtu ustroju. Taka sytuacja trwała przez następne kilkadziesiąt lat.

A przedtem frontalny atak na wolnorynkowy kapitalizm i „burżuazyjne" państwo przypuścił Karol Marks (1818–1883).

3. Karol Marks i marksizm

Na temat Marksa i marksizmu istnieje ogromna literatura. Moim zdaniem jej najlepszym omówieniem jest książka Leszka Kołakowskiego *Główne nurty marksizmu* (1976–1978). Tutaj skupię się tylko na tych tezach Marksa, które dotyczą ustrojów polityczno-gospodarczych. Oto główne z nich:

1. Wolny rynek (i związana z nim „burżuazja") spełniły historyczną rolę, ale okazują się hamulcem rozwoju i źródłem głębokich kryzysów.
2. Dlatego trzeba znieść własność prywatną, rynek i podział pracy, zastępując je „świadomym" kierowaniem gospodarką.
3. Siłę sprawczą tej przemiany będzie proletariat, który po obaleniu kapitalizmu i władzy burżuazji musi wprowadzić „dyktaturę proletariatu".

Do tych tez dodam parę uzupełnień. Wolny rynek dla Marksa i marksistów był „anarchią produkcji". Ciekawe, że dla Johna M. Keynesa prywatne inwestycje były źródłem niestabilności kapitalistycznej gospodarki, bo prywatni inwestorzy kierują się, jego zdaniem, „zwierzęcymi instynktami". Dlatego proponował „uspołecznienie" inwestycji, co musiałoby oznaczać bądź socjalizm, bądź korporacjonizm w stylu włoskiego faszyzmu. Takie były rady najgłośniejszego ekonomisty XX wieku.

Konieczność (czy też nieuniknioność) zniesienia własności prywatnej i rynku wynikała dla Marksa nie tylko z powodów ekonomicznych, ale i z jego filozoficznych spekulacji. Inaczej bowiem nie zniesie się, jak głosił, „alienacji" – czyli ludzie nadal będą mieli odrębne życie prywatne i zbiorowe. A tymczasem trzeba ten rozdział zlikwidować, co wymaga też zniesienia podziału pracy w gospodarce! (Kołakowski 1976–1978, s. 160).

Co do zastąpienia kapitalizmu socjalizmem, to nie jest jasne, czy Marks i jego zwolennicy głosili, czy jest to tylko ewentualność, która się ziści tylko przy odpowiedniej rewolucyjnej działalności proletariatu.

Przejdę teraz do oceny ustrojowych tez marksizmu, posługując się wcześniej sformułowanymi kryteriami. Lektura dzieł Marksa pokazuje, że zawierają one tezy absurdalne z empirycznego punktu widzenia. Na przykład, w jaki sposób ma się dokonać „zespolenie" indywidualnej i społecznej natury człowieka? W tym postulacie czy proroctwie przejawiało się typowe dla socjalistycznych ideologów i sprzeczne z całą wiedzą o człowieku przekonanie, że nie ma natury ludzkiej jako zestawu pewnych poznawczych i motywacyjnych niezmienników, że człowiek to psychologiczna plastelina. Marks i marksiści wiele deklamowali o ludzkości, ale nie dostrzegali indywidualnych ludzi. Nie sposób też nie zauważyć, że Marks – samozwańczy „socjalista" naukowy – był o wiele bardziej utopijny niż tak lekceważeni przezeń socjaliści utopijni, np. wtedy gdy postulował zniesienie podziału pracy.

Z najważniejszego punktu widzenia – empirycznej trafności diagnoz, rekomendacji i proroctw – marksizm był gwałtownym cofnięciem się w stosunku do wolnościowego przekazu Smitha i jego klasycznych następców, i to w świetle wiedzy dostępnej za życia samego Marksa. Proponując *de facto* skrajny etatyzm w przebraniu pseudofilozoficznego, podburzającego żargonu, Marks wprowadził do obiegu publicznego propozycje o wiele bardziej wrogie wolności, nie tylko gospodarczej, niż feudalno-merkantylistyczne ustroje, które tak krytykował Smith.

Atrakcyjność marksizmu nie brała się z jego walorów intelektualnych, lecz z quasi-religijnego, emocjonalnego oddziaływania. Mamy w nim wskazanie na zło: kapitalizm, burżuazja; dobro: proletariat, będący zarazem ludem uciskanym i wybranym; proroctwo: lud wybrany przeprowadzi społeczeństwo do socjalistycznego raju.

Historia marksizmu powinna być wielkim ostrzeżeniem: urągające logice i faktom teorie mogą w wolnym społeczeństwie uzyskiwać wielkie wpływy, jeśli przybiorą postać quasi-religijnych doktryn dzielących ludzi na wyznawców i niewiernych. Wierzący marksiści i inni fundamentaliści (religijni, nacjonalistyczni) nie dbają o logikę i fakty, skupiają się natomiast na podburzającej propagandzie. Obrońcy wolności muszą więc być aktywni i sprawni w masowej komunikacji.

4. Międzywojenny spór o efektywność socjalizmu[1]

Marksizm nie zdominował zachodniej ekonomii, ale jej koncentracja na statycznej, krótkookresowej równowadze w gospodarce kapitalistycznej spowodowała, że zajęła ona błędne stanowisko w sporze o efektywność gospodarczą socjalizmu, jaki toczył się w ramach tej ekonomii w pierwszej połowie XX wieku.

Spór o sprawność gospodarczą socjalizmu toczył się wśród ekonomistów na Zachodzie i rozpoczął się na przełomie XIX i XX wieku. Za punkt zwrotny w tym sporze uważa się powszechnie opublikowanie w języku niemieckim przez Ludwika von Misesa w 1920 roku artykułu kwestionującego możliwość prowadzenia racjonalnego rachunku ekonomicznego w socjalizmie (wersja anglojęzyczna ukazała się w: Mises 1935). Mises rozwinął swoją krytykę socjalizmu w kilku następnych dziełach (Mises 1951). Innym wybitnym przedstawicielem krytyków socjalizmu był Friedrich Hayek. Na uwagę zasługuje również analiza słabości gospodarczych socjalizmu przedstawiona w 1922 roku przez Borysa Bruckusa w trzech artykułach opublikowanych w Rosji radzieckiej (Bruckus 1922). Ważny wkład w dyskusję wniósł także norweski ekonomista Trygve J.B. Hoff w dziele opublikowanym w oryginale w 1938 roku (Hoff 1949).

Stronę „socjalistyczną", która odpierała zarzuty krytyków i formułowała twierdzenia o ekonomicznych zaletach socjalizmu, reprezentowali tacy ekonomiści, jak: Fred M. Taylor (1929), Henry D. Dickinson (1933), Maurice Dobb (1933) i Oskar Lange (1938), który żył wówczas w USA, a potem został jednym z dygnitarzy w PRL. Udział w dyskusji po tej stronie nie zawsze szedł w parze z socjalistycznymi sympatiami. Czołowym przykładem może być Joseph Schumpeter, którego trudno posądzić o polityczne zaangażowanie w sprawę socjalizmu. W omawianym sporze opowiedział się jednak zdecydowanie po stronie jego zwolenników (Schumpeter 1995).

Głównym tematem sporu była możliwość racjonalnego rachunku ekonomicznego w gospodarce socjalistycznej, czyli totalnie upaństwowionej i pozbawionej rynku, a więc i rynkowych cen. Mises i inni „antysocjaliści" twierdzili, że taki rachunek w tych warunkach nie będzie możliwy. Lange

[1] Opieram się w tym punkcie na swoim eseju napisanym w 1988 roku (zob. Balcerowicz 1997, s. 39–60).

odpowiedział na to modelem opartym na skrajnie upraszczających założeniach statycznej teorii równowagi ogólnej. W ramach tego modelu centralny planista miał zająć miejsce walrasowskiego *auctioneer* i symulować rynek przez ustalanie cen metodą prób i błędów, tzn. na podstawie obserwacji reakcji niedoborów i nadwyżek na poprzednie ceny. Natomiast menedżerowie przedsiębiorstw i gałęzi mieli z założenia stosować się do reguł wziętych z ekonomii dobrobytu; tak np. kierownicy przedsiębiorstw mieli produkować taką ilość danego wyrobu, przy której koszt krańcowy zrównuje się z ceną wyrobu, oraz wykorzystywać tyle każdego czynnika produkcji, aby jego produkt krańcowy był równy jego cenie. Na tej podstawie standardowa zachodnia ekonomia uznawała przez wiele lat Langego za „teoretycznego" zwycięzcę sporu z Misesem. Pokazywało to bezużyteczność ówczesnej i późniejszej teorii równowagi ogólnej jako narzędzia analizy realnego świata (zob. też Kornai 1977, s. 29–35).

Mises wyraźnie podkreślał, że problem danych dla rachunku ekonomicznego dotyczy nieuchronnie zmiennych, dynamicznych warunków realnej gospodarki. Oto odpowiedni cytat: „(…) Jeżeli założymy, że socjalistyczny system produkcji byłby oparty na ostatnim stanie – wypartego przez socjalizm – systemu wolności gospodarczej i że nie nastąpiłyby odtąd żadne zmiany, to w rzeczy samej możemy sobie wyobrazić racjonalny i ekonomiczny socjalizm. Ale tylko w teorii. Stacjonarny system gospodarczy nigdy nie może istnieć. Świat ciągle się zmienia i stan statyki, chociaż potrzebny jako instrument umysłowej spekulacji, jest teoretycznym założeniem, które nie ma odpowiednika w rzeczywistości" (Mises 1935, s. 122).

Dla Misesa (a także m.in. i dla Hayeka, w odróżnieniu od zdecydowanej większości jego oponentów, problem „teoretyczny" nie był przeciwieństwem „praktycznego". Interesował go problem teoretyczny, który był zarazem problemem praktycznym, tzn. problemem do rozwiązania w rzeczywistym świecie. Zwrócił na to też uwagę już w 1938 roku Hoff, pisząc „(…) Lange powinien był w każdym bądź razie wspomnieć, że jego rzekome rozwiązanie nie ma praktycznej wartości" (Hoff 1949, s. 188).

W sporze o sprawność gospodarczą socjalizmu chodziło o to, co się stanie z działaniami związanymi z ryzykiem, gdy w miejsce konkurencyjnego rynku opartego na prywatnej przedsiębiorczości pojawi się szczegółowe państwowe planowanie i państwowa własność środków produkcji. Zarówno Bruckus, jak i Mises twierdzili, że trudno będzie uczynić socjalistycznych menedżerów

odpowiedzialnymi za straty ponoszone przez ich przedsiębiorstwa (Bruckus 1922, nr 1, s. 53–59 i nr 3, s. 57; Mises 1935, s. 116–118). Obaj przewidywali, że brak właściwych mechanizmów odpowiedzialności finansowej wywoła tendencję do zapełniania tej luki szczegółowymi przepisami, które spętają menedżerów.

Zbliżony problem podniósł Hoff. Zauważył on mianowicie, że w społeczeństwie kapitalistycznym istnieje zawsze sporo osób, które nieodparcie przyciągają inwestycje w ryzykowne przedsięwzięcia techniczne. Takie osoby będą również istnieć w socjalizmie, „ale nie będzie można wykorzystać ich szczególnych właściwości i samopoświęcenia, gdyż system socjalistyczny nie dopuszcza działalności gospodarczej na własny rachunek" (Hoff 1949, s. 89). Hoff wskazał więc na jedną z ważnych zależności między typem prawa własności a innowacyjnością gospodarki.

A jakie były poglądy wybitnych reprezentantów strony socjalistycznej? Lange przyznał, że biurokratyzacja może rzeczywiście grozić gospodarce socjalistycznej . Zaraz jednak dodał, że „nie widzimy sposobu uniknięcia tego samego – lub może nawet większego niebezpieczeństwa w monopolistycznym kapitalizmie" (Lange 1961, s. 114[2]). W monopolistycznym charakterze kapitalizmu upatrywał on również jego narastającą niezdolność do wykorzystywania nowych wynalazków (Lange 1961, s. 116–118). Porównując w swym najgłośniejszym dziele o socjalizmie obydwa systemy, Lange stosował dwa różne paradygmaty. Opisując socjalizm, obracał się w ramach statycznej teorii w stylu Walrasa, której założenia usuwają z pola widzenia główne problemy, na jakie musi natrafić socjalizm w rzeczywistym świecie. Wyjątkiem jest tu wzmianka o biurokratyzacji, którą uznał jednak za problem socjologii. Natomiast opisując kapitalizm, Lange stosował paradygmat marksowski, w myśl którego system kapitalistyczny nieuchronnie wkracza w stadium monopolistyczne.

Schumpeter był jeszcze bardziej kategoryczny co do innowacyjnych możliwości socjalizmu, definiowanego przezeń jako publiczne zarządzanie gospodarką nierynkową (Schumpeter 1995, s. 167–168). Kierownictwa gałęzi zostaną po prostu poinstruowane, że mają produkować jak najtaniej. W rezultacie będą one wprowadzać nowe, efektywniejsze maszyny. Schumpeter twierdził również, że „w systemie socjalistycznym każde usprawnienie

[2] Polski przekład artykułu Langego pt. *O teorii ekonomicznej gospodarki socjalistycznej* opublikowany został w jego *Pismach ekonomicznych i społecznych 1930–1960* w 1961 roku.

można, teoretycznie rzecz biorąc, rozpowszechniać przez zadekretowanie, co pozwoli na szybkie wyeliminowanie praktyk nie spełniających współczesnych wymagań efektywności" (Schumpeter 1995, s. 246). W zdaniu tym nie jest jasne, co to znaczy „teoretycznie". Lektura następnego fragmentu zdaje się jednak wskazywać, że chodzi o możliwości socjalizmu niewyimaginowanego, lecz działającego w rzeczywistym świecie.

Każdy, kto zna doświadczenia „realnego socjalizmu" łatwo stwierdzi, że naszkicowane poprzednio problemy, na jakie wskazywali krytycy w toku interesującego nas sporu, w ogromnym stopniu pokrywają się ze słabościami rzeczywistej gospodarki socjalistycznej. Dla kontrastu praktycznie żadne przepowiednie co do zalet socjalizmu, jakie w swych głównych dziełach formułowali w omawianym sporze przedstawiciele strony socjalistycznej, nie znajdują pokrycia w doświadczeniach „realnego socjalizmu".

Z czego wynikały tak jaskrawe pomyłki strony socjalistycznej w ocenie relatywnej sprawności socjalizmu i kapitalizmu?

Po pierwsze, przedstawiciele strony socjalistycznej porównywali nieporównywalne modele socjalizmu i kapitalizmu. Obracając się w ramach statycznej i wysoce uproszczonej teorii, tworzyli wyidealizowany obraz socjalizmu, nienatrafiającego – na mocy samych jej założeń – na żadne poważniejsze komplikacje realnego świata. I taki właśnie obraz zestawiali z tworzonym przez siebie wizerunkiem pełnego ułomności rzeczywistego kapitalizmu. U Langego jest to kapitalizm państwowo-monopolistyczny, który traci – z założenia – główną siłę napędową: konkurencję. U Schumpetera jest to kapitalizm coraz bardziej „spętany": coraz mniejsza społeczna legitymizacja, rosnąca koncentracja, spadająca stopa zysku. Schumpeter zakłada na dodatek, że analizowany przezeń socjalizm jest wprowadzony we właściwym momencie upadku kapitalizmu, kiedy to – jak powiada – „rzeczy i dusze" są przygotowane (Schumpeter 1995, s. 237–275)[3].

Po drugie, opisując funkcjonowanie gospodarki socjalistycznej, zwolennicy tezy o jej wyższości przyjmowali, często milcząco, nierealistyczne

[3] Odnotujmy, iż uzależnienie aktywności socjalizmu od momentu jego wprowadzenia, czyli od jego genezy, oznacza lekceważenie wpływu na tę efektywność samej struktury socjalizmu, tzn. takich jego właściwości instytucjonalnych, jak dominacja własności państwowej, centralizacja decyzji itp. A tymczasem można dowodzić, że niezależnie od tego, w jakim momencie socjalizm zostaje wprowadzony, wpływ jego struktury jest tak silny, iż osiąga się na dłuższą metę mniej więcej podobne wyniki.

założenie co do natury człowieka i całego społeczeństwa. W sferze motywacji było to założenie o harmonii interesów. Eliminuje ono problem zachowań menedżerów dysfunkcjonalnych z punktu widzenia władzy centralnej, a także kwestie własnych interesów samego aparatu władzy. W sferze informacji było to natomiast założenie o niemal nieograniczonej zdolności ludzi – a więc i centralnego planisty – do zbierania i przetwarzania danych niezbędnych do sprawnego kierowania gospodarką.

5. Teorie wzrostu

Marksizm był gigantycznym cofnięciem się pod względem empirycznej trafności diagnoz, prognoz i zaleceń w stosunku do klasycznych ekonomistów. Z kolei twórcy tzw. rewolucji marginalistycznej i teorii produktywności krańcowej z przełomu XIX i XX wieku sporo wnieśli do zrozumienia funkcjonowania gospodarki wolnorynkowej, ale nie zajmowali się najważniejszym problemem: jej długofalowym wzrostem (Blaug 2006, s. 447). Na dodatek, począwszy od lat 30. ubiegłego wieku, zarysował się w zachodniej ekonomii z czasem rosnący przechył ku ekonomii popytowej, związany z pracą pt. *Generalna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza* Johna M. Keynesa (1936). Spotęgowało to marginalizację w ekonomii tego zagadnienia, związanego ze stroną podażową gospodarki.

Tej luki nie usunęła w odniesieniu do realnego świata i wbrew swojej nazwie tzw. teoria wzrostu, która pojawiła się w końcu lat 30. XX wieku[4]. Miała ona postać prostych równań, w których figurowały płytkie determinanty wzrostu: zatrudnienie, inwestycje, produktywność. Pierwsze modele: Harroda (1939) i Domara (1946), będące pod wpływem *Kapitału* Marksa (Blaug 2000, s. 263) i rzekomych sukcesów gospodarczych ZSRR, przypisywały – wskutek nierealistycznych założeń – skrajne ułomności gospodarce kapitalistycznej (długie okresy bezrobocia lub malejącego wykorzystywania kapitału) oraz zalecały państwowe regulowanie stopy inwestycji oraz forsowną industrializację w krajach o dużym zatrudnieniu w mało wydajnym rolnictwie.

Model Solowa-Swana (Solow 1994), nazywany modelem neoklasycznym, usunął owe nierealistyczne założenia, a wraz z nimi rzekome ułomności kapitalistycznej gospodarki oraz etatystyczne zalecenia. Zwrócił też uwagę

[4] Więcej na ten temat zob. (Balcerowicz i Rzońca 2010, s. 17–43).

na zasadnicze znaczenie postępu technicznego (ang. *total factor productivity* – TFP), który został abstrakcyjnie oddzielony od nakładów kapitału. W modelu Solowa-Swana nie mieściło się jednak wyjaśnienie zróżnicowania tempa postępu technicznego, bo podobnie jak wcześniejsze i późniejsze prace z teorii wzrostu pomijał on instytucjonalne determinanty czynników, na których się skupiał. Ponadto model ten prowadził do wniosków sprzecznych z doświadczeniem, np. że kapitał będzie masowo przepływać z krajów bogatych do biednych, podczas gdy największe przepływy mają miejsce między tymi pierwszymi. Ta empiryczna anomalia brała się z kolei z kontrfaktycznego założenia o identycznej technologii w różnych krajach świata i – ponownie – z pomijania zmiennych instytucjonalnych.

Ta niezgodność zarówno założeń, jak i wniosków modeli neoklasycznych przyczyniła się do powstania tzw. teorii wzrostu endogenicznego, która próbuje w swoich ramach wyjaśniać główny czynnik wzrostu: TFP, uwypuklony, ale niewyjaśniony w modelu Solowa-Swana. Czyni to poprzez jego wiązanie z działaniami, o których się sądzi, że wpływają na TFP: uczenie się w toku działania (ang. *learning by doing*), akumulacja kapitału ludzkiego, działalność badawczo-rozwojowa (B+R). Omawiane modele natrafiają jednak na poważne problemy matematyczne, a ponadto, podobnie jak poprzednie, pomijają wpływ zróżnicowania systemów instytucjonalnych na determinanty TFP, które uwzględniają. A wpływ ten jest ogromny. Przykładowo ZSRR wydawał nie mniejszy niż USA odsetek PKB na B+R, ale dynamika TFP była tam dużo gorsza, nie tylko dlatego, że produktywność naukowców w naukach ścisłych i technicznych była tam niższa niż w USA, ale głównie dlatego, że totalnie zmonopolizowana i upaństwowiona socjalistyczna gospodarka tworzyła nieprzezwyciężalne bariery dla wprowadzania co bardziej produktywnych projektów innowacyjnych (Balcerowicz 1997, s. 39–61).

Wyrazem ograniczeń empirycznej istotności tzw. teorii wzrostu jest przegląd literatury na ten temat autorstwa Jonathana Temple'a (1999). Wśród omówionych determinantów wzrostu nie znalazły się tam tak fundamentalne czynniki, jak charakter praw własności i struktura własnościowa gospodarki, czy natężenie rynkowej konkurencji. W związku z tym brak jest omówienia przyspieszenia wzrostu w Chinach od końca lat 70. oraz w reformujących się krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 90.

6. Ekonomia rozwoju

Dekolonizacja po II wojnie światowej wywołała pytanie, jaką strategię rozwoju i związany z tym system instytucjonalny powinny przyjąć kraje postkolonialne, by móc się rozwijać. Na tym polu ZSRR, Chiny i cały obóz socjalistyczny rywalizowały z Zachodem. Ten pierwszy propagował i wspierał, poprzez pomoc ekspercką, finansową i – gdy było trzeba – wojskową, swoje rozwiązania: antyrynkową dyktaturę monopartii połączoną z nacjonalizacją i forsowną industrializacją kosztem rolnictwa. Do krajów, które w różnych okresach miały ten model, należały np. w Afryce – Tanzania i Etiopia. Socjalistyczne dyktatury dały w Trzecim Świecie nie lepsze rezultaty niż w Europie.

Tutaj interesuje nas jednak odpowiedź zachodnich ekonomistów i związane z tym stanowisko rządów krajów Zachodu oraz organizacji międzynarodowych – na postawione na wstępie pytanie. Na ten temat wnikliwą pracę napisał Jan Winiecki (2016, s. 39–94). Otóż zachodni ekonomiści badający rozwój biedniejszych krajów i tworzący tzw. ekonomię rozwoju, zajmowali silnie etatystyczne stanowisko, choć na ogół nie tak skrajne, jak propagowane i forsowane przez obóz socjalistyczny. Niektórzy z nich byli otwartymi zwolennikami sowieckiego modelu, np. Jan Baran, profesor Uniwersytetu Stanforda w Stanach Zjednoczonych. Do wyjątków w latach 1950–1970 należeli zachodni ekonomiści, którzy ostrzegali przed niszczycielskimi skutkami antyrynkowych systemów i strategii. Na szczególne wyróżnienie zasługuje Peter Bauer, brytyjski ekonomista węgierskiego pochodzenia.

Etatyzm ekonomii rozwoju wynikał z przekonania jej czołowych przedstawicieli, że model sowiecki, w tym zwłaszcza ogólnogospodarcze planowanie, odniósł sukces. Innym powodem tego antyrynkowego nastawienia była opinia, że wielki kryzys lat 30. i związane z tym załamanie się międzynarodowego handlu pokazały kruchość kapitalizmu i niebezpieczeństwo zależności biedniejszych krajów od rynków krajów bogatszych. Ta opinia nie była oparta na dowodach, lecz wynikała z popularnej etatystycznej interpretacji zdarzeń.

To jednak wystarczało czołowym przedstawicielom ekonomii rozwoju (Gunnar Myrdal, Raul Preibish, Ragnar Nurkse), by z powodzeniem propagować strategię substytucji importu, czyli rozwoju rodzimego przemysłu za murem protekcjonizmu (wysokich ceł, kwot importowych oraz subsydiów dla krajowych, często państwowych, firm). Siłę oddziaływania tej strategii, ale dopiero po latach jej praktykowania, podważył niespodziewany sukces

czterech azjatyckich tygrysów, które w latach 60. rozpoczęły swój imponująco szybki wzrost oparty na rozwoju eksportu (Winiecki 2016, s. 79–87).

Inną doktrynalną konstrukcją, która wyrządziła biednym krajom wiele szkody, była tzw. pułapka biedy, wedle której owe kraje bez zewnętrznej pomocy nie mogły się wydostać z biedy. Oto co pisał o tej doktrynie Bauer (1998, s. 32): „W toku historii mnóstwo osób, rodzin, grup, społeczeństw, krajów (…) przeszło od biedy do zamożności bez zewnętrznych dotacji. Wszystkie obecnie rozwinięte kraje zaczynały jako słabo rozwinięte". „Pułapka biedy" odwracała uwagę od potrzeby prorozwojowych zmian w biednych krajach, a także od szkodliwych skutków zewnętrznej pomocy, takich jak wspieranie złych rządów czy wytwarzanie postaw petentów w społeczeństwach krajów-biorców.

Ci zachodni ekonomiści, którzy wykraczali poza postulat pomocy jako receptę na rozwój biednych krajów, propagowali antyrynkowe rozwiązania, włącznie z rozwojem sektora państwowego. W 1975 roku Bank Światowy pożyczył Tanzanii 10 mln dolarów na przymusową kolektywizację rolnictwa opartą na modelu ZSRR (!). Jeszcze w latach 80. Bank Światowy 80% pożyczek dla Brazylii i Meksyku przeznaczał dla tamtejszych firm państwowych (Bandow 1998, s. 220).

Przed kolonialnym podbojem Afryki istniało tam ponad 10 tys. jednostek politycznych, które w jego wyniku zgrupowano w 40 koloniach, a następnie w pokolonialnych państwach (Meredith 2005). Nie wiemy oczywiście, jaka byłaby instytucjonalna ewolucja tego kontynentu bez kolonializmu. Traktując go jako fakt historii, można powiedzieć, że kolonialne rozwiązania w państwach Afryki ułatwiły rozrost etatyzmu po uzyskaniu przez nie niepodległości. Do tych rozwiązań należały *marketing boards*, które narzucały ceny rolnikom, czy monopole w eksporcie dyktujące ceny producentom tych dóbr (Bauer 1998, s. 25–40).

Do sztandarowych zaleceń zachodnich specjalistów od rozwoju należało państwowe planowanie gospodarki. Myrdal stwierdził w 1956 roku: „(…) Jedna z największych słabości w krajach, które podjęły próbę kompleksowego planowania polegała na tym, że było ono za mało ambitne i za mało kompleksowe" (za: Bandow 1998, s. 216).

Główne zalecenia „ekonomii rozwoju", z domieszką sowieckich wzorów, były wprowadzane w niepodległych Indiach. Jawaharlal Nehru powiedział w 1936 roku: „(…) wszędzie występuje pogłębiający się regres,

wszędzie z wyjątkiem ZSRR, gdzie – w szokującym kontraście z resztą świata – następuje zadziwiający postęp we wszystkich kierunkach" (za: Bandow 1998, s. 212). Kształcący się w Wielkiej Brytanii Nehru był również pod wpływem doktryny Beatrice i Sidneya Webbów, którzy pod hasłem „fabiańskiego socjalizmu" zalecali daleko posunięty interwencjonizm, ale nie socjalistyczną dyktaturę. W efekcie Indie nie poszły w kierunku pełnego socjalizmu sowieckiego typu, ale wykształciły system cechujący się skrajnym protekcjonizmem, dużym sektorem państwowym (m.in. w bankowości), bardzo restrykcyjnym prawem pracy, subsydiowaniem niewydajnego rolnictwa.

Protekcjonizm oraz dwa ostatnie mechanizmy blokowały i blokują odpływ ludzi z rozproszonego rolnictwa i w ten sposób hamowały rozwój proeksportowo nastawionego przemysłu i związane z tym przyspieszenie wzrostu gospodarki. A takie właśnie prorozwojowe zmiany zostały uruchomione z końcem lat 70. w Chinach dzięki liberalizacji gospodarki.

Kraje Ameryki Łacińskiej odzyskały niepodległość od Hiszpanii i Portugalii (Brazylia) już w pierwszej połowie XIX wieku, ale odziedziczyły po swoich metropoliach antyrozwojowy i niesprawiedliwy ustrój: tradycyjny system praw własności był patologiczny – posady były kupowane i sprzedawane jak towary, natomiast produkcja dóbr i usług podlegała drastycznym restrykcjom. Własność publiczna stała się prywatną na skutek sprzedaży posad, a własność prywatna była tak skrępowana przez liczne podatki i regulacje, że przeistoczyła się *de facto* w publiczną. Był to system masowego *rent-seeking*, paraliżujący rozwój i rodzący masową korupcję (Bandow 1998, s. 229–230).

Zamiast rozmontowywać ten system przez liberalizujące reformy, etatystycznie nastawieni naukowcy i instytucje reprezentujące „ekonomię rozwoju" nałożyli nań dodatkowe antyrynkowe mechanizmy: ogólnogospodarcze planowanie, rozwój sektora państwowego i skrajny protekcjonizm pod hasłem ochrony rodzimego przemysłu (Winiecki 2016, s. 54–66).

Podsumowując, ustroje, z jakimi kraje Trzeciego Świata wyszły z kolonializmu, były dużo bardziej zdeformowane przez etatyzm niż ustroje krajów rozwiniętych (wyjątkiem jest tu Hongkong). „Ekonomia rozwoju" pchała te kraje w kierunku jeszcze większego etatyzmu. Jeśli wśród nowych elit w Trzecim Świecie nie było popytu na wolnorynkowe reformy, to minimalna szkoda, jaką wyrządziła ta ekonomia biednym krajom, polegała na tym, że utwierdzała

ona ich przywódców w błędnych przekonaniach. Nie da się jednak wykluczyć, że przynajmniej w niektórych przypadkach „ekonomia rozwoju" pchnęła ich ku etatystycznym, antyrozwojowym rozwiązaniom.

7. Redukcja etatystycznego odchylenia po stronie podaży

W latach 80. ubiegłego stulecia rozpoczął się w zachodniej ekonomii odwrót od etatystycznych diagnoz i zaleceń ku rozwiązaniom rynkowym. Przyczyniły się do tego wcześniejsze lub równoległe prace wybitnych ekonomistów, w tym noblistów, takich jak Friedrich A. von Hayek (Nobel w 1974 roku), George J. Stigler (1982), James M. Buchanan (1986), Ronald Coase (1991), Douglass C. North (1993), Vernon L. Smith (2002).

Przesunięcie w kierunku badania zmiennych instytucjonalnych nastąpiło w obrębie takich prądów, jak analiza praw własności (Alchian 1977; Furubotn i Pejovich 1972), teoria wyboru publicznego (Buchanan 1989; Tullock 1998; Niskanen 1971), ekonomia konstytucyjna (Hayek 1960; Buchanan 1989); teoria grup nacisku (Olson 1965; Becker 1985), czy teoria historii gospodarczej (North 1998).

Nurt etatystyczny został też poważnie osłabiony przez bankructwo socjalizmu w świecie. W tym samym kierunku działały empiryczne badania pokazujące, jak państwowe regulacje zwiększają bezrobocie i ograniczają konkurencję na rynku produktów (zob. prace OECD, zwłaszcza na temat regulacji rynku pracy i produktów).

Wskutek tych oddziaływań trudno znaleźć obecnie na Zachodzie uznanych ekonomistów, którzy proponowaliby nacjonalizację firm lub kontrolę cen. Można więc powiedzieć, że etatystyczne odchylenie po stronie podaży zostało wyraźnie zredukowane. Ale etatyzm nie zanikł i odradza się pod nowymi szyldami, np. nowej polityki przemysłowej.

Dużo gorzej wygląda sytuacja po stronie etatyzmu popytowego.

8. Etatyzm po stronie popytu

W XIX wieku występowały w krajach rozwiniętych cykle koniunkturalne i załamania. Jednak gospodarka się z nich dźwigała bez specjalnej polityki popytowej. Klasyczna ekonomia nie domagała się takiej interwencji. Zasadą zarówno w teorii, jak i praktyce była równowaga budżetu, a pole dla polityki

pieniężnej było silnie ograniczone przez obowiązek wymiany pieniądza na złoto w stosunkach wewnątrzkrajowych i międzynarodowych (Gold Standard).

Z początkiem XX wieku ekonomia zaczęła poświęcać coraz więcej uwagi kwestii falowania gospodarki kapitalistycznej. To zainteresowanie ogromnie się wzmogło pod wpływem dominujących interpretacji przyczyn wielkiego kryzysu jako rzekomego dowodu na ułomność kapitalizmu, a także związanej z tym popularności, szczególnie wśród młodszych ekonomistów w USA i Wielkiej Brytanii, książki Johna M. Keynesa pt. *Generalna teoria zatrudnienia, stopy procentowej i pieniądza* (1936). W efekcie pojawił się w ekonomii nowy, rosnący prąd: ekonomia popytowa, nazywana makroekonomią. Zdobył on wśród ekonomistów, zwłaszcza w krajach anglosaskich, bardzo silną pozycję, wypierając problemy wzrostu gospodarczego i jego ustrojowych determinant.

Ekonomia popytowa wpłynęła z pewnym opóźnieniem na politykę gospodarczą, szczególnie w USA w latach 60. i w Wielkiej Brytanii aż do przełomu lat 70. i 80. – w obu przypadkach z miernymi skutkami (zwłaszcza podbitej inflacji).

Przedstawiciele ekonomii popytowej zajmują się zwykle dwoma problemami: jak zapobiec falowaniu kapitalistycznej gospodarki oraz jak złagodzić recesję.

Propozycji prewencji jest mało, a najgłośniejsze są skrajnie etatystyczne. Marks otwarcie proponował zastąpienie kapitalizmu socjalizmem, a Keynes sugerował „uspołecznienie" prywatnych inwestycji, co prowadziłoby do takiego samego skutku lub do korporacjonizmu w stylu włoskiego faszyzmu.

Co do sposobów łagodzenia recesji można rozróżnić keynesizm generalny i keynesizm techniczny. Ten pierwszy głosi, że najlepszym, a może nawet jedynym lekarstwem na obniżoną aktywność gospodarczą jest zwiększanie łącznych wydatków w kraju. Ten drugi dotyczy narzędzi dla osiągania tego celu. Z tego punktu widzenia można wyróżnić keynesizm fiskalny (ortodoksyjny) i keynesizm monetarny. Keynes głosił, że polityka pieniężna jest nieskuteczna w pobudzaniu łącznego popytu, a więc jedynym – i dobrym – narzędziem jest polityka fiskalna (wzrost wydatków budżetu lub obniżenie wydatków). Pogląd o nieskuteczności polityki monetarnej podważył w latach 60. i 70. Milton Friedman. Keynesizm fiskalny jednak nie umarł, a pozostał

w uśpieniu. Do repertuaru polityki popytowej doszedł natomiast keynesizm monetarny.

Nowe prądy w ekonomii oraz złe doświadczenia z keynesowską polityką popytową doprowadziły do tego, że w ekonomii głównego nurtu powstał w latach 80. konsensus idący w kierunku klasycznej ekonomii, a mianowicie, że zarówno polityka pieniężna, jak i fiskalna powinny podlegać regułom zapewniającym długookresową stabilność gospodarki (brak problemów budżetowych i niska inflacja).

Ale polityka gospodarcza, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych w latach 1987–2008, przyczyniła się do narastania ogromnej bańki na rynku nieruchomości, której pęknięcie było główną przyczyną globalnego kryzysu finansowego, który wybuchł w 2008 roku. A wtedy w kąt poszły powyższe zalecenia, zarówno w polityce gospodarczej, jak i – w dużej mierze – w ekonomii. Pojawił się spotęgowany keynesizm, zarówno fiskalny, jak i monetarny. Ten drugi przybrał szczególną postać niekonwencjonalnej polityki pieniężnej polegającej na utrzymywaniu przez główne banki centralne stopy procentowej na poziomie bliskim zeru i tworzeniu przez nie ogromnych ilości pieniądza dla zakupu papierów wartościowych (ang. UMP). Wbrew początkowym deklaracjom taka polityka była prowadzona aż do wybuchu pandemii.

Jeszcze przed tym wydarzeniem zwracano uwagę na narastające negatywne skutki UMP: brak „amunicji" na wypadek następnego kryzysu, ogromny wzrost zadłużenia w świecie, deformacje alokacji kredytu na korzyść dużych nieefektywnych firm (tzw. zombi).

No i kryzys nadszedł z początkiem 2020 roku i wywołał następną dawkę agresywnej polityki popytowej…

9. Uwagi końcowe

Przedstawiony rejestr przejawów etatyzmu w ekonomii jest oczywiście niekompletny. Ale chyba wystarczy, by pokazać, jak silnie występowało i występuje w tej dyscyplinie owo zjawisko.

Etatyzm po stronie podaży i popytu wykazywały różną dynamikę. Rozpoczynając od wolnościowego przełomu Adama Smitha, można zauważyć, że ten pierwszy w zasadzie nie był obecny w XIX wieku, pomijając oczywiście gwałtowny atak Marksa na kapitalizm i „burżuazyjne" instytucje. Wybitni klasyczni następcy Smitha akceptowali – chyba na zasadzie oczywistości – jego

wolnorynkowe przesłanie, choć nie rozwijali głębszych porównawczych badań nad państwem i rynkiem.

Ekspansja etatyzmu rozpoczęła się w XX wieku i wynikała ze splotu kilku czynników. Jednym z nich było skupienie się ekonomii na statycznych modelach gospodarki rynkowej, które dawały formalne, ale złudne uzasadnienie, że socjalizm może funkcjonować równie dobrze co wolnorynkowy kapitalizm. Innym – fałszywe odczytanie wielkiego kryzysu jako krachu kapitalizmu, a doświadczeń ZSRR jako tryumfu socjalizmu. Jeszcze innym, ale związanym z powyższym czynnikiem, było przesunięcie uwagi ekonomistów ku krótkookresowej i interwencjonistycznej ekonomii popytowej (keynesizm), co siłą rzeczy odsunęło ich uwagę od badań strony podażowej. Wreszcie, etatyzmowi w odniesieniu do tej strony służyło zaniedbywanie aż do lat 70. badań nad zmiennymi instytucjonalnymi jako determinantami wzrostu gospodarki. Jednakże ostatnie 40 lat przyniosło w ekonomii wyraźne osłabienie etatyzmu po stronie podaży. Nie należy jednak pochopnie zakładać, że będzie to trwałe.

W XIX wieku nie było też w zasadzie etatyzmu po stronie popytu, czyli ekonomii popytowej. Rozpoczął on swój silny wzrost w latach 30. XX wieku, w dużej mierze pod wpływem wspomnianej interpretacji wielkiego kryzysu i związanej z tym popularności *Generalnej teorii zatrudnienia…* Keynesa. Ortodoksyjny keynesizm, tzn. realizowany za pomocą polityki fiskalnej, opanował podręczniki oraz politykę gospodarczą w niektórych krajach, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Na przełomie lat 70. i 80. stawało się jasne, że prace Miltona Friedmana z jednej strony oraz złe wyniki keynesowskiej polityki z drugiej podważyły fiskalny keynesizm. Wybuchł on jednak ponownie po 2007 roku, nie tyle w ekonomii, co w polityce gospodarczej. A do tego doszedł keynesizm monetarny w postaci niekonwencjonalnej polityki pieniężnej.

Jeśli spojrzeć na rozkład zasobów w ekonomii (czasu i uwagi ekonomistów) pomiędzy problemy o rozmaitej wadze dla realnych społeczeństw, to nie może nie szokować, jak bardzo gwałcił on drogi ekonomistom postulat, a mianowicie – optymalny rozkład tych zasobów. Nieproporcjonalnie dużą ich część poświęcili oni bowiem problemom krótkiego okresu, a rażąco mało fundamentalnemu problemowi długofalowego wzrostu. Na dodatek badania i zalecenia na ten drugi temat przez wiele lat były skażone ideologicznym etatyzmem i dopiero w ostatnich kilkudziesięciu latach dostrzegły podstawowe czynniki instytucjonalne, takie jak prawa własności, zakres wolności

gospodarczej czy ograniczenia władzy państwa, których znaczenie było oczywiste dla Smitha.

Etatyzm był wyrazem pewnych schematów myślowych, które są bądź błędami (jeśli są stosowane nieświadomie), bądź manipulacją (jeśli są używane z premedytacją). Główny schemat to brak jakiejkolwiek lub rzetelnej analizy porównawczej krytykowanych przez etatystów rozwiązań rynkowych z jasno nakreślonymi etatystycznymi wariantami alternatywnymi. W najbardziej prostackim ujęciu wystarczy krytyka faktycznych lub fabrykowanych „zawodności rynku", by odrzucić rynek i proponować – najczęściej mgliste lub niesprawdzone – rozwiązanie etatystyczne.

Wiąże się to z bezrefleksyjną idealizacją państwa jako agencji dobroci i wszechwiedzy. Jest to oczywiście rażąco sprzeczne z tym, co wiadomo o realnych państwach. Można by powiedzieć, że etatyści milcząco przyjmują, że wskutek jakichś tajemniczych mechanizmów selekcji najlepsi ludzie zaludniają aparat państwa, a gorsi działają na rynku, który wymaga zastąpienia przez państwowy interwencjonizm lub przynajmniej światłej regulacji i makroekonomicznego pobudzania.

W bardziej wyrafinowanym, ale także błędnym ujęciu stosowanym przez etatystów wystarczy wykazać, że realny rynek nie spełnia założeń idealnego modelu (czyli wykazuje tzw. niedoskonałości), by kwestionować rozwiązania rynkowe. Poprawna i uczciwa metoda polega oczywiście na porównaniu modeli opisujących realne warianty.

Pospolitym błędem etatystów jest też traktowanie rynków działających pod wpływem rozmaitych państwowych regulacji jako wolnych i – jeśli owe regulowane rynki wykazują określone dysfunkcje – domaganie się następnych regulacji pod hasłem, że wolny rynek zawodzi.

Etatyzm w ekonomii wpływa na antyrynkową orientację w polityce. I w opinii publicznej. Nie da się też wykluczyć, że sam jest – w wykonaniu określonych ekonomistów – odpowiedzią na taką orientację ze strony opinii publicznej. W końcu, gdy jest popyt, to pojawia się i podaż.

Z tego wszystkiego wynika jeden praktyczny wniosek: jeśli chcemy powstrzymywać szkody, jakie etatyzm wyrządza w świadomości społecznej i w gospodarce, musimy mu aktywnie przeciwdziałać, wpływając na opinię publiczną. Tak jak to robił Jan Winiecki.

Bibliografia

Alchian A. (1977), *Economic Forces at Work*, Liberty Press, Indianapolis.

Balcerowicz L. (1997), *Socjalizm, kapitalizm, transformacja. Szkice z przełomu epok*, PWN, Warszawa.

Balcerowicz L., Rzońca A. (2010), *Wzrost gospodarczy: znaczenie, zróżnicowanie, metody badania* [w:] L. Balcerowicz, A. Rzońca (red.), *Zagadki wzrostu gospodarczego: siły napędowe i kryzysy – analiza porównawcza*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Bandow D. (1998), *The First World's Misbegotten Economic Legacy to the Third World* [w:] J.A. Dorn, S.H. Hanke, A.W. Walters (eds.), *The Revolution of Development Economics*, Cato Institute, Washington D.C.

Bauer P. (1998), *The Disregard of Reality* [w:] J.A. Dorn, S.H. Hanke, A.W. Walters (eds.), *The Revolution of Development Economics*, Cato Institute, Washington D.C.

Becker G.S. (1985), *Public Policies, Pressure Groups, and Dead Weight Costs*, „Journal of Public Economics", No. 3.

Blaug M. (2000), *Teoria ekonomii, Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Bruckus B. (1922), *Problemy narodnowo choziajstwa pri socialisticzeskom stroje*, „Economist", No. 1–3.

Buchanan J.M. (1989), *Exploration into Constitutional Economics*, Texas A&M University Press, College Station.

Coase R. (1991), *The Institutional Structure of Production. Nobel Prize Lecture*, https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1991/coase/lecture/ [dostęp: 1.06.2020].

Dickinson H.D. (1933), *Price Formation in a Socialist Community*, „The Economic Journal", Vol. 43, Issue 170.

Dobb M. (1933), *Economic Theory and the problems of Socialist Economy*, „The Economic Journal", December.

Furubotn E.G., Pejovich S. (1972), *Property Rights and Economic Theory : A Survey of Recent Literature*, „Journal of Economic Literature", Vol. 10.

Hayek F.A. (1960), *The Constitution of Liberty*, Chicago University Press, Chicago.

Hoff T.J.B. (1949), *Economic Calculation in the Socialist Society*, London.

Keynes J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Brace & Company, New York.

Kołakowski L. (1976–78), *Główne nurty marksizmu. Powstanie, rozwój, rozkład*, Instytut Literacki, Paryż.

Kornai J. (1977), *Anti-equilibrium. Teoria systemów gospodarczych. Kierunki badań*, PWN, Warszawa.

Lange O. (1938), *On the Economic Theory of Socialism* [w:] B.J. Lippincott (ed.), *On the Economic Theory of Socialism,* University of Minnesota Press, Minneapolis.
Lange O. (1961), *Pisma ekonomiczne* i *społeczne 1930–1960*, PWN, Warszawa.
Meredith M. (2005), *The Fate of Africa. A history of Fifty Years of Independence*, Public Affairs, New York.
Mill J.S. (1885), *Principles of Political Economy*, New York; przetłumaczony na język polski (Sebastian Szymański) i opublikowany w: L. Balcerowicz (wybór tekstów i wstęp) (2012), *Odkrywając wolność. Przeciw zniewoleniu umysłów*, Wydawnictwo Zysk i S-ka, Poznań.
Mises von L. (1935), *Economic Calculation in the Socialist Commonwealth* [w:] F.A. Hayek (ed.) *Collectivist Economic Planning*, London.
Mises von L. (1951), *Socialism. An Economic and Sociological Analysis*, New Haven.
Niskanen W. (1971), *Bureaucracy and Representative Government*, Aldine/Atherton, Chicago.
North O. (1993), *The New institutional Economics and Development*, „WUSTL Economics Working Paper Archive", No. 9309002.
North O. (1998), *Institutions, Ideology, and Economic Performance* [w:] A. Dorn, S.H. Hanke, A.W. Walters (eds.),*The Revolution of Development Economics*, Cato Institute, Washington D.C.
Olson M. (1965), *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups,* Harvard University Press, Cambridge, Mass.
Schumpeter J. (1995), *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Smith A. (2015), *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Smith V.L. (2003), *Constructivist and Ecological Rationality in Economics*, „The American Economic Review", Vol. 93, No. 3.
Stigler G. (1965), *Essays in the History of Economics*, Univ. Chicago Press, Chicago.
Taylor F.M. (1929), *The Guidance of Production in a Socialist State*, „The American Economic Review", March.
Temple J. (1999), *The New Growth Evidence,* „Journal of Economic Literature", Vol. 37, No. 1.
Tullock G. (1998), *On Voting: A Public Choice Approach*, Elgar Cheltenham, UK-Northhampton, Mass.
Winiecki J. (2016), *Shortcut or Piecemeal. Economic Development Strategies and Structural Change,* CEU Press, Budapest-New York.

Leszek Balcerowicz

The statist bias in economics

Summary

Expansion of statism in the Western economics has started in XX century and has resulted from a tangle of factors. Economics' focus on the statistic models of the market economy was one of them; these models gave a formal but illusory justification, that socialism can function the same well as free market capitalism. Another factor was a false interpretation of the Great Depression as a collapse of capitalism, and experiences of the USSR as a triumph of socialism. Yet another was a shift of economists' attention towards short term and interventionistic demand economics (keynesism), which necessarily distracted them from research of supply side. Finally, it is the negligence, that lasted until about 1970., of institutions as determinants of the economic growth, that served the statism on the supply side. The last 40 years has brought about visible weakening of statism with respect to the supply side, whereas the last several years produced an explosion of statism on the supply side, both in case of fiscal policy and monetary policy.

Keywords: the supply side of the economy, demand side, institutions, economics, policies

Część II

Zmiany w gospodarce polskiej

Witold Kwaśnicki

Uniwersytet Wrocławski

Polska konwergencja. Jak goniliśmy, i czy dogonimy, najbardziej rozwinięte gospodarczo kraje świata?

Streszczenie

Podstawowym celem tego krótkiego opracowania jest pokazanie, jak zmieniało się w ostatnich 200 latach opóźnienie w rozwoju gospodarczym Polski w stosunku do najbardziej rozwiniętych krajów świata (USA i Niemiec). Porównania tego dokonano na podstawie zmian PKB oraz zmian w strukturze zatrudnienia. Kolejne pytanie, na które starano się odpowiedzieć, dotyczyło tego, kiedy Polska dogoni oba te kraje w rozwoju gospodarczym.

Obraz przyszłego rozwoju gospodarki polskiej, jaki się rysuje na podstawie tych rozważań, nie jest w pełni optymistyczny. Wiele wskazuje, że gdybyśmy poprowadzili dosyć restrykcyjnie politykę zainicjowaną zmianami proponowanymi przez Mieczysława Wilczka w 1988 roku i Leszka Balcerowicza w 1989 roku, to dogonienia rozwiniętych gospodarczo krajów świata zachodniego moglibyśmy oczekiwać ok. 2030 roku. Tymczasem obserwowana w ostatnich 15–20 latach postępująca etatyzacja polskiego życia gospodarczego przesuwa tę możliwość o co najmniej jedno pokolenie, to jest na lata 2050–2060.

Słowa kluczowe: rozwój gospodarczy, luka rozwojowa, wolność gospodarcza, etatyzm

Wstęp

Kiedy dowiedziałem się o zamiarze zorganizowania przez Towarzystwo Ekonomistów Polskich (TEP) konferencji poświęconej pamięci Profesora Jana Winieckiego, od razu pomyślałem, że powinienem w niej uczestniczyć i że muszę napisać artykuł na tę konferencję. Potem zadałem sobie pytanie: czego oczekiwałby Profesor, bym zaprezentował na konferencji? Dlaczego zadałem sobie takie pytanie? Odpowiedź jest dosyć prosta. Jan Winiecki zwykle miał

swoją jasną wizję, czy to organizowanej przez niego konferencji, czy powstającej pod jego redakcją książki. Często w takich sytuacjach dzwonił do mnie i mówił coś w stylu: „Witek, organizuję takie a takie wydarzenie i chciałbym byś napisał coś na taki i taki temat. Napiszesz?". Profesorowi nie wypadało odmawiać i zwykle odpowiadałem: „Janku, naturalnie. A na kiedy to ma być napisane?". Tak było np. 17 lat temu, kiedy pod jego redakcją przygotowywana była książka pt. *Gospodarka bez ekonoma. Którędy do dobrobytu* (Winiecki 2006), kiedy poprosił mnie o napisanie eseju pt. *Zapomniany podatnik*. Dwa lata później poprosił mnie o napisanie dwóch rozdziałów do książki pt. *Ekonomia po polsku* (Winiecki 2007) i też wymyślił ich tytuły: *Co decyduje o miejscu firmy na rynku?* i *Jakie skutki niesie za sobą prywatna własność?*. Podobnie było w 2015 roku, kiedy organizowana była konferencja z okazji dwudziestolecia powstania TEP pt. „Kapitalizm: fakty i iluzje" (konferencja odbyła się w Warszawie 18 listopada 2015 roku). Też zadał mi temat referatu (*Kapitalizm – jedyny system ekonomiczny w historii, który wyciągnął ludzkość z biedy*), który potem przekształcił się w rozdział książki pod takim samym tytułem jak konferencja (Kondratowicz 2016).

Teraz też wyobraziłem sobie, że Jan Winiecki wymyślił dla mnie temat i dzwoniąc do mnie, pyta się czy nie napisałbym referatu pt. *Polska konwergencja. Jak goniliśmy, i czy dogonimy, najbardziej rozwinięte gospodarczo kraje świata?* Odpowiedziałem mu, że dziękuję za tę propozycję i naturalnie podejmuję się tego.

1. Ostatnie trzydzieści lat i jak to było dawniej

Zwykle, by pokazać proces doganiania w rozwoju gospodarczym jakiegoś kraju, porównuje się zmiany poziomu dobrobytu tego kraju z krajami najbardziej rozwiniętymi gospodarczo. Najczęściej przyjmowaną miarą dobrobytu jest PKB na osobę. Tak też uczynię w tej sekcji. W następnej zaproponuję inną miarę dystansu polskiej gospodarki od krajów najbardziej zaawansowanych gospodarczo, mianowicie związaną ze zmianami struktury zatrudnienia.

Z grona krajów najbardziej rozwiniętych gospodarczo wybrałem Niemcy i Stany Zjednoczone Ameryki Północnej (USA). Dane statystyczne dotyczące realnego PKB (wyrażonego w dolarach USA) z 2011 roku na

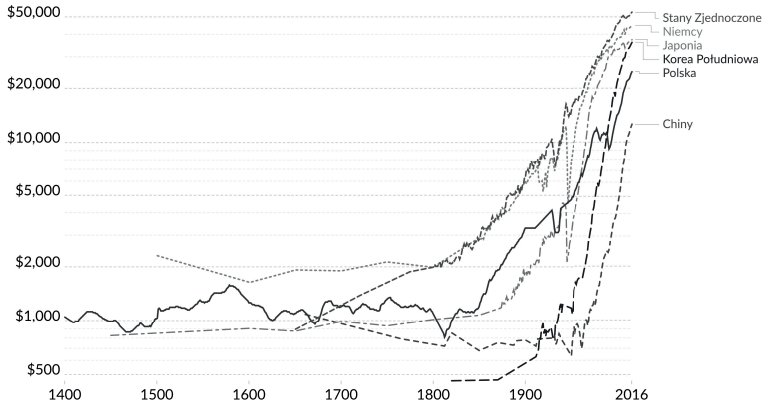
osobę zaczerpnąłem ze zbiorów Groningen Growth and Development Centre[1].

Na rysunku 1 pokazano relację pomiędzy PKB na osobę m.in. w Niemczech, USA i Polsce w długim okresie od XV wieku do współczesności. Wiek XVI to tzw. złoty wiek w rozwoju gospodarczym Polski. Pod koniec XVI wieku standard życia w Polsce był bardzo zbliżony do niemieckiego (PKB na osobę w Polsce był równy ok. 80% PKB na osobę w Niemczech). W następnych wiekach było jednak coraz gorzej, dystans Polski do Niemiec i innych krajów Europy Zachodniej stale rósł. Względnie szybki rozwój gospodarczy na ziemiach polskich rozpoczął się dopiero po wojnach napoleońskich i kongresie wiedeńskim w 1815 roku. W XX wieku, w okresie międzywojennym, po odzyskaniu niepodległości w 1918 roku, rozpoczął się proces odbudowy polskiej gospodarki, ale rezultaty nie były spektakularne (o czym w dalszej części). Po zapaści społecznej i gospodarczej spowodowanej II wojną światową, po zdobyciu władzy przez komunistów, pod kuratelą sowiecką, rozpoczął się proces industrializacji kraju i budowy „nowego społeczeństwa". Wyniki gospodarcze w latach 60. i na początku lat 70. XX wieku były dosyć dobre i polska gospodarka zaczęła nadrabiać dystans do krajów zachodnich. Proces ten zakończył się w 1976 roku. Koniec lat 70. oraz lata 80. to regres gospodarczy. Stosunkowo szybkie nadrabianie opóźnienia gospodarczego zaczęło się w latach 90. XX wieku, po zainicjowaniu reform przez komunistyczne rządy Zbigniewa Messnera (reforma systemu bankowego w kwietniu 1988 roku zaproponowana przez ówczesnego prezesa NBP Władysława Bakę) i Mieczysława Rakowskiego (ustawa o działalności gospodarczej, tzw. ustawa Wilczka z 23 grudnia 1988 roku, od nazwiska ówczesnego ministra przemysłu Mieczysława Wilczka) i, naturalnie, po wprowadzeniu 1 stycznia 1990 roku tzw. planu Balcerowicza (pakietu dziesięciu ustaw z 27 i 28 grudnia 1989 roku).

Na rysunku 1 umieszczono też dane dotyczące rozwoju gospodarczego Japonii, Korei Południowej i Chin. Kraje te wydają się być dobrymi przykładami możliwości szybkiego nadrabiania opóźnienia gospodarczego

[1] Baza danych jest dostępna pod: https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/releases/maddison-project-database-2018 [dostęp: 22.03.2020]. Uniwersytet w Groningen kontynuuje prace Angusa Maddisona (1926–2010), który przez dziesięciolecia prowadził badania nad oszacowywaniem wielkości PKB w wielu krajach w odległej przeszłości.

po zainicjowaniu prorynkowych reform (w Japonii po Rewolucji Meji w 1868 roku, w Korei Południowej po 1953 roku i w Chinach po reformach Deng Xiaopinga w 1978 roku).



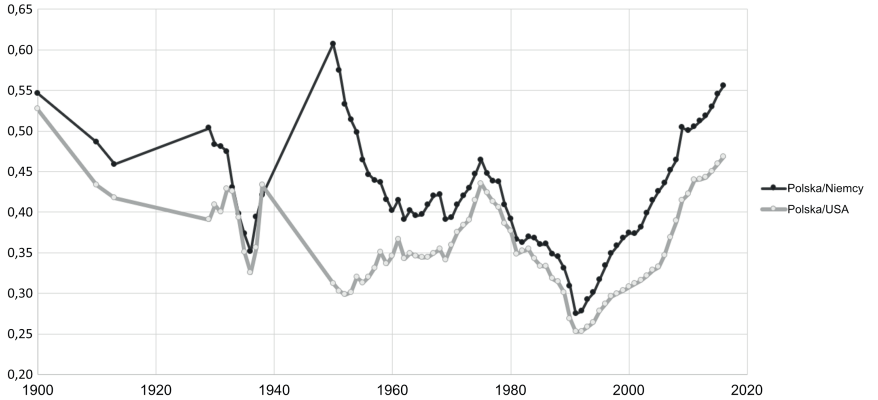
Rysunek 1. PKB na osobę w Niemczech, USA, Polsce, Japonii, Korei Południowej i Chin – lata 1400–2016 (skala logarytmiczna)

Źródło: (Roser 2013).

Rysunek 2 pokazuje natomiast, jak w XX i w XXI wieku zmieniał się dobrobyt w Polsce w stosunku do dobrobytu Niemiec i USA. To, że po II wojnie światowej PKB na osobę w Polsce osiągnęło poziom ok. 60% PKB na osobę w Niemczech wynika z ogromnych zniszczeń gospodarczych Niemiec w ostatnich latach wojny. W tym samym czasie, po II wojnie światowej, PKB na osobę w Polsce to ok. 30% PKB na osobę w USA. Na rysunku 2 widać, jak szybko spadał dobrobyt w Polsce względem Niemiec w latach 50., po prorynkowej reformie Ludwiga Erharda w 1948 roku. W 1960 roku PKB Polski na osobę to ok. 40% PKB na osobę w Niemczech. Lekki wzrost tego wskaźnika widać w pierwszej połowie dekady Gierka (lata 1971–1976), ale to dokonało się dzięki ogromnym kredytom zaciągniętym w tym czasie przez Polskę. Złote lata epoki Gierka szybko się skończyły i od 1977 roku wskaźnik ten spada z 45% w 1976 do 27% w 1991 roku.

Efekty wprowadzenia mechanizmów rynkowych w polskiej gospodarce widoczne są od 1992 roku, relatywny dobrobyt w Polsce w stosunku do Niemiec stale rośnie od 28% w 1992 do 55% w 2016 roku. Podobne tendencje

w relatywnym dobrobycie Polski występują w stosunku do USA, choć wartości są niższe, ze względu na większy dobrobyt w Stanach Zjednoczonych: wskaźnik ten rośnie z 25% w 1992 do 47% w 2016 roku.



Rysunek 2. PKB na osobę w Polsce w stosunku do PKB na osobę w Niemczech i USA (lata 1900–2016)

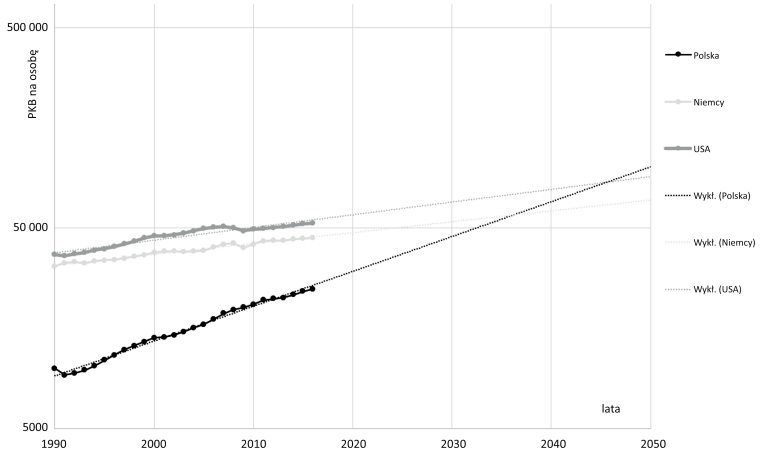
Źródło: Obliczenia własne.

Na podstawie tych statystyk możemy pokusić się o odpowiedź na nurtujące wielu z nas pytanie: kiedy Polska dogoni najbardziej rozwinięte gospodarczo kraje zachodnie?

Przyjmując, że średnie stopy wzrostu gospodarczego, jakie obserwowaliśmy w Niemczech, USA i w Polsce w ostatnich 30 latach, utrzymają się w przyszłości, możemy się spodziewać, że PKB na osobę w Polsce zrówna się z wartością w Niemczech ok. 2036 i ok. 2046 roku z USA. Obrazuje to rysunek 3.

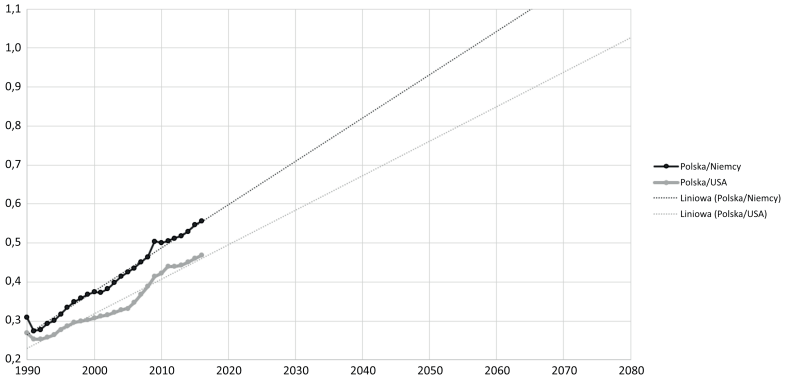
Możemy oczekiwać, że w kolejnych dziesięcioleciach wzrost gospodarczy Polski nie będzie wyraźnie większy od szybkości wzrostu gospodarczego państw wysoko rozwiniętych (jak np. Niemiec czy USA), tak jak to było w ostatnich 30 latach. Można oczekiwać, że różnica ta będzie stopniowo zanikała. Sytuację taką możemy opisać, przyjmując, że wskaźniki względnego dobrobytu będą zmieniały się w przyszłości zgodnie z trendem liniowym, estymowanym na podstawie danych z lat 1990–2016. W takiej sytuacji osiągnięcia takiej samej wartości PKB na osobę w Polsce, jaka będzie w Niemczech, spodziewać się możemy ok. 2056 roku, a zrównamy się tym wskaźnikiem

z USA ok. 2077 roku (co obrazuje wykres na rysunku 4). Porównując obie prognozy (przedstawione na rysunkach 3 i 4), możemy oszacować, że dobrobyt Polski zrówna się z dobrobytem Niemiec pomiędzy 2036 i 2056, a z USA pomiędzy 2046 i 2077.



Rysunek 3. Prognoza PKB na osobę: Polska, Niemcy, USA

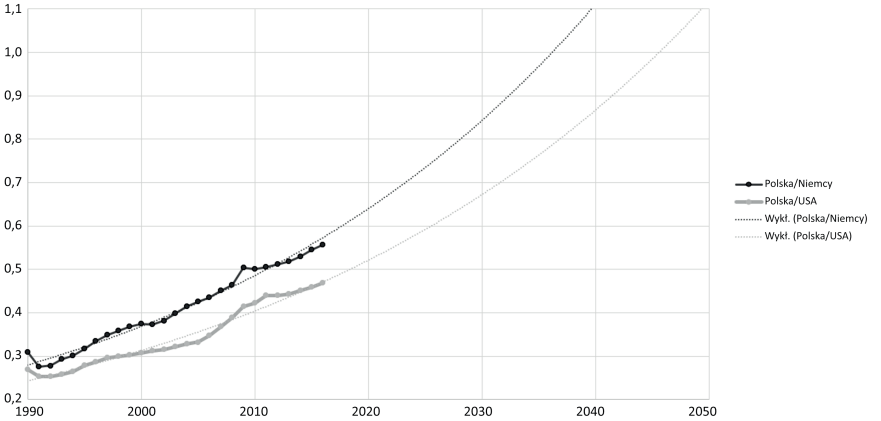
Źródło: Obliczenia własne.



Rysunek 4. Prognoza PKB na osobę Polski w stosunku do Niemiec i USA (trend liniowy)

Źródło: Obliczenia własne.

Jeśli oba wskaźniki PKB na osobę Polski w stosunku do PKB na osobę Niemiec i USA będą zmieniały się w przyszłości zgodnie z obserwowanymi w latach 1990–2016 trendami wykładniczymi, to naturalnie prognoza dogonienia Niemców i Amerykanów jest taka sama jak na rysunku 3 – dogonimy Niemców ok. 2036 roku, a Amerykanów ok. 2046 roku (obrazuje to wykres na rysunku 5). Przedstawienie tej prognozy w tej formie pozwala nam oszacować optymistyczne oszacowania momentu osiągnięcia poziomu dobrobytu Niemiec czy USA na określonym poziomie. Możemy się zatem spodziewać, że 80% dobrobytu Niemiec osiągnięte zostanie w Polsce po 2028 roku, a 80% poziomu dobrobytu USA po 2037.



Rysunek 5. Prognoza PKB na osobę Polski w stosunku do Niemiec i USA (trend wykładniczy)

Źródło: Obliczenia własne.

Warto jednak podkreślić, że do tego typu szacunkowych prognoz należy podchodzić bardzo ostrożnie. Gdybyśmy dokonali takich samych prognoz na podstawie danych dotyczących rozwoju gospodarczego Polski, Niemiec i USA z lat 1970–1976 (tzn. okresu Gierkowskiej prosperity), to przy prognozowaniu z trendem wykładniczym poziom dobrobytu Polski i Niemiec powinien zrównać się ok. 2007, natomiast ze Stanami Zjednoczonymi ok. 2003 roku. Natomiast przy prognozowaniu wskaźników PKB na osobę Polski w stosunku do Niemiec i USA przy założeniu trendu liniowego poziom dobrobytu Polski

i Niemiec zrównać się powinien ok. 2026, a Polski i USA ok. 2022 roku. Jak wiemy kolaps gospodarczy Polski po 1977 roku całkowicie zmienił te tendencje.

Czy w nadchodzących latach możemy spodziewać się nieoczekiwanej, negatywnej zmiany w rozwoju gospodarczym Polski? Myślę, że jakiejś zapaści gospodarczej raczej nie należy się spodziewać, ale wyraźnego spowolnienia, a może nawet zahamowania procesu doganiania krajów rozwiniętych gospodarczo możemy się obawiać.

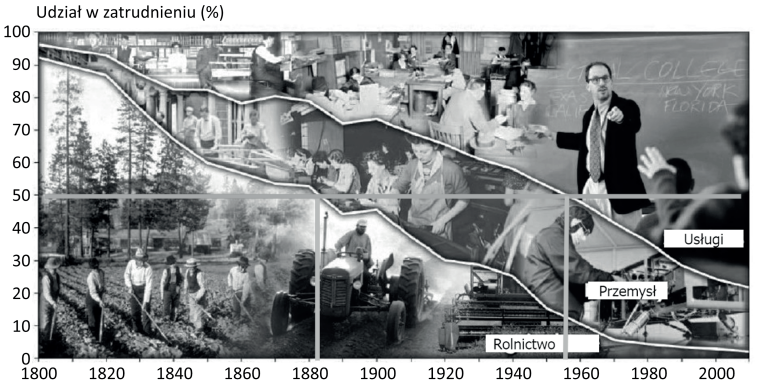
Sugeruje to analiza oparta na danych statystycznych z ostatnich lat. Jeśli do określenia trendów użylibyśmy danych z lat 2009–2016, to z analizy trendu wykładniczego można się spodziewać, że PKB na osobę w Polsce i w Niemczech zrównają się ok. 2055 roku, natomiast zrównanie dobrobytu w Polsce i w USA nastąpi ok. 2063. Pamiętajmy, że przy estymacji trendu wykładniczego na podstawie lat 1990–2016 te daty zrównania się polskiego dobrobytu z Niemcami i USA to odpowiednio 2036 i 2046 (patrz rysunek 3). Wynika z tego, że względne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce w ostatnich latach jest wyraźne i skutkuje spowolnieniem doganiania gospodarek Niemiec i USA o około 12–17 lat.

Potwierdzają to analizy oparte na określeniu trendu liniowego wskaźników dobrobytu na podstawie danych z lat 2009–2016. Z tej analizy wynika, że z Niemcami moglibyśmy się zrównać ok. 2072 roku, a z USA ok. 2091 roku. Porównanie tych lat z odpowiednimi latami uzyskanymi na podstawie trendu liniowego z lat 1990–2016 (przypomnijmy odpowiednie względem Niemiec 2056 i USA 2077 – rysunek 4) potwierdza, że względne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce obserwowane w ostatnich latach powoduje przesunięcie czasu dogonienia Niemiec i USA o ok. 12–17 lat. Konsekwencją tego spowolnienia jest też podobne przesunięcie momentu osiągnięcia 80-procentowego dobrobytu Niemiec i USA o 12–17 lat – z 2028 roku do 2041 roku (Niemcy) i z 2037 do 2049 (USA) – patrz rysunek 5.

O tym, że pewne negatywne zjawiska sprzyjające temu spowolnieniu pojawiły się w ostatnim dziesięcioleciu napiszę też w następnej sekcji, analizując ewolucję struktury zatrudnienia w Polsce i w USA.

2. Długookresowe zmiany struktury zatrudnienia[2]

Obserwacja długookresowych tendencji zmiany struktury zatrudnienia pozwala określić pewne typowe wzorce zmian tej struktury na poziomie gospodarki narodowej. W ramach tzw. trójsektorowego modelu gospodarki wyróżnia się trzy podstawowe sektory, mianowicie rolnictwo, przemysł i usługi. Typową ewolucję tej struktury zatrudnienia przedstawia rysunek 6, na którym zobrazowano udział w ogólnym zatrudnieniu pracowników w rolnictwie, przemyśle i usługach w USA w ostatnich 200 latach.



Rysunek 6. Zmiana struktury zatrudnienia w gospodarce USA w ostatnich 200 latach

Źródło: (*A Better Way*… 2003).

Stany Zjednoczone od końca XIX wieku, kiedy to wyprzedziły Wielką Brytanię w rozwoju gospodarczym, stały się tzw. krajem benchmarkowym, do którego wszyscy inni się porównują. Przyjmijmy i my taką perspektywę.

[2] Wstępne wyniki analizy przedstawione w tej sekcji zaprezentowałem w referacie na konferencji pt. „Kapitalizm kontra socjalizm. Anatomia zmian systemowych w Polsce w latach 1918–2018", zorganizowanej przez Wydział Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku, 25–26 czerwca 2018 roku. Krótki esej na ten temat opublikowany został na portalu Obserwator Finansowy 7 grudnia 2018 roku pod tytułem *Aby dogonić świat, musimy biec dwa razy szybciej* (https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/makroekonomia/trendy-gospodarcze/aby-dogonic-swiat-musimy-biec-dwa-razy-szybciej/).

Można przyjąć, że moment, w którym wielkość zatrudnienia w rolnictwie spada poniżej 50%, określa przejście z rozwoju rolniczego (agrarnego) do rozwoju przemysłowego, natomiast moment, kiedy zatrudnienie w usługach przekracza 50%, określa przejście z gospodarki przemysłowej do gospodarki postindustrialnej (nazywanej niekiedy gospodarką usług, gospodarką dualną).

W Stanach Zjednoczonych przejście do społeczeństwa industrialnego dokonało się ok. 1885 roku, natomiast do społeczeństwa postindustrialnego ok. 1955 roku. Te dwa lata, 1885 i 1955, można uznać za lata referencyjne, umożliwiające pokazanie, jaka jest sytuacja w innych krajach, jak duże jest opóźnienie w rozwoju gospodarczym danego kraju w stosunku do USA.

Przyglądając się statystykom zatrudnienia w Polsce, możemy stwierdzić, że ok. 1955 roku zatrudnienie w rolnictwie spadło poniżej 50% (w tym czasie zatrudnienie w sektorze usług było równe ok. 21%), natomiast ok. 2001 roku zatrudnienie w usługach w Polsce osiągnęło poziom 50% (w 2001 roku zatrudnienie w rolnictwie było ok. 26%). Zatem biorąc pod uwagę te dane, możemy oszacować, że w drugiej połowie lat 50. XX wieku opóźnienie w rozwoju gospodarczym Polski w stosunku do Stanów Zjednoczonych było równe ok. 70 lat, natomiast pod koniec XX wieku opóźnienie to zostało zmniejszone do ok. 46 lat.

Warto jednak przyjrzeć się dokładniej statystykom zatrudnienia w Polsce w ostatnich 100 latach. Tuż po uzyskaniu niepodległości, w 1921 roku, w polskim rolnictwie pracowało 64% ogółu zatrudnionych[3]. Taki poziom zatrudnienia w rolnictwie (64%) osiągnięty został w USA ok. 1845 roku. Zatem biorąc to pod uwagę, możemy powiedzieć, że na początku lat 20. XX wieku opóźnienie rozwoju gospodarczego Polski w stosunku do Stanów Zjednoczonych było równe ok. 75 lat. Natomiast w 1921 roku w Polsce w usługach zatrudnionych było 19% pracujących. W USA wskaźnik 19% zatrudnienia w usługach osiągnięty był ok. 1850 roku. Na tej podstawie możemy szacować opóźnienie rozwojowe Polski na ok. 70 lat. Zatem w 1921 roku opóźnienie rozwojowe Polski w stosunku do Stanów Zjednoczonych możemy szacować na 70–75 lat.

[3] Dane dotyczące struktury zatrudnienia w Polsce na podstawie GUS.

Stosując podobne szacunki w wybranych latach, możemy stwierdzić, że na koniec dwudziestolecia międzywojennego, w 1938 roku:

- Zatrudnienie w rolnictwie w Polsce wynosiło 59%; w USA 59% zatrudnienie w rolnictwie było ok. 1853 roku – dlatego opóźnienie rozwojowe Polski możemy szacować na ok. 85 lat.
- Zatrudnienie w usługach w Polsce wynosiło 18%, w USA 18% zatrudnienia w usługach był ok. 1840 roku – przy takiej mierze opóźnienie rozwojowe Polski w stosunku do USA szacować można na ok. 95 lat.

Zatem pod koniec dwudziestolecia międzywojennego, przed wybuchem II wojny światowej, opóźnienie w rozwoju gospodarczym Polski w stosunku do USA możemy szacować na 85–95 lat.

Może być to zaskoczeniem, ale wyniki te wskazują wyraźnie, że w okresie międzywojennym, mimo niewątpliwie wielu osiągnięć gospodarczych II Rzeczpospolitej, względna pozycja gospodarcza Polski uległa wyraźnemu pogorszeniu. Opóźnienie rozwojowe Polski w stosunku do najbardziej rozwiniętego gospodarczo kraju na świecie zwiększyło się o ok. 20 lat!

Po zakończeniu II wojny światowej, po ostatecznym przejęciu władzy przez komunistów, w 1950 roku sytuacja była następująca:

- Rolnictwo – zatrudnienie w Polsce 56%; w USA 56% zatrudnienie w rolnictwie było ok. 1863 roku – opóźnienie rozwojowe Polski to ok. 85 lat.
- Usługi – zatrudnienie 19% w Polsce; w USA 19% zatrudnienie w usługach było ok. 1850 roku – opóźnienie ok. 100 lat.

Zatem w pierwszych latach rozwoju PRL opóźnienie było tylko niewiele większe niż przed II wojną światową (ok. 93 lata, tj. średnia z 85 i 100).

Przyjrzyjmy się teraz, jaka była sytuacja w momencie upadku PRL i rozpoczęcia polskiej transformacji w 1990 roku:

- Rolnictwo – zatrudnienie 28% w Polsce; w USA 28% zatrudnienie w rolnictwie było ok. 1925 roku – opóźnienie rozwojowe Polski można szacować na ok. 63 lata.
- Usługi – zatrudnienie 36% w Polsce; w USA 36% zatrudnienia w usługach było ok. 1922 roku – opóźnienie ok. 66 lat.

Wynika z tego, że przez te 40 lat gospodarki komunistycznej dokonany został jednak wyraźny postęp. Opóźnienie w rozwoju gospodarczym zostało zredukowane do ok. 65 lat (czyli o ok. 30 lat). Wiele złego działo się w Polsce Ludowej, to nie podlega dyskusji, jednakże jeśli chodzi o zmiany

strukturalne w gospodarce (a dodałbym także zmiany w edukacji społeczeństwa), to obiektywnie rzecz ujmując, postęp był wyraźny. Osobną kwestią, wymagającą dłuższej dyskusji, jest to, jak wielkim kosztem społecznym (głównie widocznym w bardzo niskim, względnym poziomie życia, niskim zadowoleniu Polaków z warunków, w których przeszło im żyć, np. związanych z ograniczeniami dotyczącymi swobody wypowiedzi i otwartości dyskusji) zostało to dokonane.

Przeanalizujmy teraz okres transformacji w Polsce po 1990 roku. Po 20 latach tej transformacji, w 2010 roku, struktura zatrudnienia wyglądała następująco:

- Rolnictwo – zatrudnienie 16% w Polsce; w USA 16% zatrudnienie w rolnictwie osiągnięto ok. 1952 roku – opóźnienie rozwojowe Polski to ok. 58 lat.
- Usługi – 57% zatrudnienie w Polsce; w USA 57% zatrudnienie w usługach było ok. 1968 roku – opóźnienie ok. 42 lata.

Zatem w ciągu pierwszych 20 lat polskiej transformacji opóźnienie rozwojowe Polski w stosunku do Stanów Zjednoczonych zredukowane zostało o ok. 15 lat (z ok. 65 lat do ok. 50 lat, tj. średnia z 58 i 42).

Możemy być z tego zadowoleni. Jest jednak pewne, bardzo niepokojące zjawisko. Wiele wskazuje na to, że w ostatnich latach nastąpiło zahamowanie tej tendencji. W 2017 roku zatrudnienie było następujące:

- Rolnictwo – 10% zatrudnienie w Polsce; w USA 10% zatrudnienie w rolnictwie było ok. 1960 roku – opóźnienie rozwojowe to ok. 57 lat.
- Usługi – 59% zatrudnienia w Polsce, w USA ten 59% wskaźnik był ok. 1970 roku – opóźnienie ok. 47 lat.

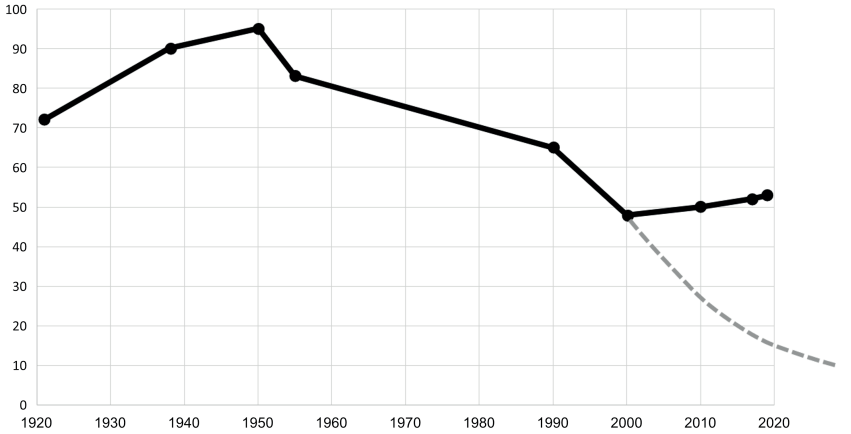
Widać zatem wyraźnie, że mierząc to opóźnienie wskaźnikiem zatrudnienia w rolnictwie, w ostatnich latach nic się nie zmieniło, natomiast mierząc to opóźnienie wskaźnikiem zatrudnienia w usługach, sytuacja się wyraźnie pogorszyła (wzrost opóźnienia z 42 do 47 lat).

Uśredniając te wskaźniki, możemy powiedzieć, że opóźnienie rozwojowe Polski w 2017 roku wynosiło ok. 52 lata, czyli było o dwa lata większe niż w 2010 roku.

Podobnie w przypadku ostatnich danych, jakimi dysponuję z 2019 roku. W IV kwartale 2019 roku w usługach zajęcie znajdowało 58,6% pracujących ogółem, w przemyśle – 32,2%, a w rolnictwie 9,2%. Zatem opóźnienie rozwojowe liczone na podstawie zatrudnienia w rolnictwie szacować można na

58 lat, a na podstawie zatrudnienia w usługach na 48 lat. Uśrednienie obu tych opóźnień pozwala na oszacowanie opóźnienia rozwojowego Polski w 2019 roku w stosunku do USA na 53 lata.

Podsumowanie tych wyników przedstawione zostało na rysunku 7. W okresie dwudziestolecia międzywojennego (II Rzeczpospolita) opóźnienie rozwojowe Polski wzrosło z ok. 72 lat do ok. 90 lat. Druga wojna światowa przyczyniła się do dalszego wzrostu tego opóźnienia do ok. 95 lat. W okresie PRL opóźnienie to zostało zredukowane do ok. 65 lat (w 1990). Znaczna redukcja tego opóźnienia (można nawet nazwać ją spektakularną) dokonała się w pierwszym dziesięcioleciu polskiej transformacji. W 2000 roku opóźnienie to zmniejszone zostało do ok. 48 lat. Jednakże ostatnie lata to zahamowanie tego trendu. Przestaliśmy nadrabiać zapóźnienie gospodarki, a nawet daje się zauważyć lekki wzrost tego opóźnienia do ok. 53 lat w 2019 roku.



Rysunek 7. Opóźnienie rozwojowe gospodarki polskiej w stosunku do Stanów Zjednoczonych w okresie II Rzeczpospolitej, PRL i III Rzeczpospolitej (w latach)
Źródło: Obliczenia własne.

Linia przerywana na rysunku 7 pokazuje, jak mogłoby przebiegać zmniejszanie tego opóźnienia w ostatnich latach, gdyby kolejne rządy III Rzeczpospolitej prowadziły w pierwszej i drugiej dekadzie XXI wieku mniej etatystyczną, mniej interwencjonistyczną politykę gospodarczą. Jak można szacować, obecnie to opóźnienie mogłoby być ponaddwukrotnie mniejsze

i wynosić ok. 18 lat, zamiast ok. 48 lat. Wyniki te korespondują z wynikami przedstawionymi w poprzedniej sekcji, kiedy analizowane były trendy rozwojowe PKB na osobę. Przypomnijmy, z analiz tych wynikało, że względne spowolnienie wzrostu gospodarczego Polski w ostatnich latach skutkuje przesunięciem czasu dogonienia gospodarek Niemiec i USA o ok. 12–17 lat.

Możemy być niewątpliwie zadowoleni z osiągnięć ostatnich 30 lat budowy „nowego społeczeństwa" (nie ośmielę się jednak napisać społeczeństwa rynkowego czy społeczeństwa kapitalistycznego, bo byłoby to dalekie od prawdy). Na pewno standard życia (mierzony np. dochodem na osobę, PKB na osobę, czy średnią oczekiwaną długością życia w momencie narodzin) napawa optymizmem. Świat jednak nie stoi w miejscu, i nie tylko my się rozwijamy[4].

---

[4] Powinniśmy może przeczytać ponownie *Przygody Alicji w krainie czarów* i przypomnieć sobie tzw. hipotezę Czerwonej Królowej. Zacytujmy ten fragment, kiedy to Alicja wraz z Królową zaczynają swoją podróż z Drugiego Kwadratu i mają dotrzeć do Ósmego Kwadratu (Carrol 1975, s. 169–171):

„Na początek znajdujesz się w Drugim Kwadracie: Gdy dotrzesz do Ósmego Kwadratu, zostaniesz Królową ... – W tej samej chwili, chcąc nie chcąc, zaczęły biec.

... biegły trzymając się za ręce, a Królowa posuwała się tak szybko, że zaledwie mogła dotrzymać jej kroku, lecz królowa ciągle wołała: – Prędzej! Prędzej! – Alicja czuła, że prędzej już nie może, lecz brakowało jej tchu, żeby to wypowiedzieć.

Ale najdziwniejsze w tym wszystkim było to, że drzewa i reszta otoczenia w ogóle nie zmieniały miejsca: bez względu na to, jak szybko pędziły, nie mijały niczego. „Ciekawa jestem, czy wszystkie rzeczy poruszają się razem z nami?" pomyślała zaintrygowana Alicja. A Królowa zdawała się odgadywać jej myśli, gdyż zawołała: – Prędzej! Nie próbuj mówić!

Alicji ani w głowie to nie postało. Wydawało jej się, że już nigdy nie będzie zdolna do powiedzenia czegokolwiek, tak bardzo brakowało jej tchu, a Królowa ciągle nawoływała: – Prędzej! Prędzej! – ciągnąc ją za sobą. – Czy już dobiegamy do celu? – wysapała wreszcie Alicja.

– Dobiegamy! – Powtórzyła Królowa. – Jak to? Minęłyśmy cel już dziesięć minut temu! Prędzej! – I dalej biegły przez pewien czas w milczeniu. Wiatr świstał w uszach Alicji i wydawało się, że niemalże zdziera jej włosy z głowy.

– Już! Już! – zawołała Królowa. – Prędzej! Prędzej! – I pomknęły tak szybko, że w końcu niemal uniosły się w powietrze, zaledwie dotykając ziemi stopami, aż nagle, gdy Alicja była już bliska zupełnego wyczerpania, zatrzymały się i przysiadła na ziemi, zupełnie bez tchu, czując zawrót głowy.

Królowa uniosła ją i oparła o drzewo, mówiąc łagodnie: – Możesz odpocząć trochę teraz.

Alicja rozejrzała się z ogromnym zdumieniem. – Jak to, przecież jestem pewna, że przez cały czas stałyśmy pod tym drzewem! Wszystko jest takie samo, jak było!

– Oczywiście, że jest – powiedziała Królowa. – Czy chciałabyś, żeby było inaczej?

Niestety, w ostatnich 15–20 latach w Polsce nie tylko nie biegniemy dwa razy szybciej, ale odnieść można wrażenie, że biegniemy wręcz wolniej niż to było na początku naszej transformacji. To nie napawa optymizmem. Czy zatem nie powinniśmy wrócić do stylu myślenia z przełomu lat 80. i 90. XX wieku i zaproponować nową regulację gospodarki polskiej w duchu liberalnej „ustawy Wilczka" i oryginalnego planu Balcerowicza?[5] Od wielu lat postuluje to Centrum im. Adama Smitha.

Trochę inne wartości opóźnienia w rozwoju gospodarczym Polski i USA uzyskujemy, kiedy porównamy wartości PKB na osobę w obu tych krajach. W 1921 roku PKB na osobę w Polsce wynosiło ok. 3350 dolarów (USD, z 2011 roku). W USA ten poziom PKB na osobę był 59 lat wcześniej (w 1862 roku). Podobne szacunki opóźnienia w rozwoju gospodarczym Polski i USA dają następujące wyniki: 1938 – 60 lat, 1950 – 71 lat, 1955 – 60 lat, 1975 – 35 lat, 1989 – 53 lata, 2000 – 50 lat, 2010 – 46 lat, 2016 – 45 lat.

Widać, że tak liczone opóźnienie rozwoju gospodarczego Polski w stosunku do USA jest mniejsze niż te wynikające z szacunków dokonanych na podstawie zmian struktury zatrudnienia. Jednakże tendencje zmian w poszczególnych okresach rozwoju Polski w XX i w XXI wieku są w obu oszacowaniach podobne.

Zakończenie

Przedstawiłem w tym opracowaniu dosyć mechanistyczne, formalne rozważania dotyczące procesu doganiania przez Polskę krajów rozwiniętych gospodarczo. Obraz przyszłego rozwoju gospodarki polskiej, jaki się rysuje na podstawie tych rozważań, nie jest w pełni optymistyczny. Wiele wskazuje, że gdybyśmy poprowadzili dosyć restrykcyjnie politykę zainicjowaną zmianami proponowanymi przez Mieczysława Wilczka w 1988 roku i Leszka

– Cóż, w naszym kraju – powiedziała wciąż jeszcze zdyszana Alicja – zwykle jest się w innym miejscu ... jeżeli biegło się tak szybko i tak długo, jak my biegłyśmy.

– Musi to być powolny kraj! – powiedziała Królowa. – Bo tu, jak widzisz, trzeba biec tak szybko, jak się potrafi, żeby zostać w tym samym miejscu. Jeżeli chce się znaleźć w innym miejscu, trzeba biec co najmniej dwa razy szybciej!"

[5] Wydaje mi się, że zasadna jest opinia, że już po kilku latach reformy Balcerowicza zaczęto odchodzić od „ducha planu Balcerowicza" i już od ok. 1995 roku obserwować daje się coraz większą etatyzację gospodarki polskiej i zwiększenie interwencjonizmu państwa w życie gospodarcze.

Balcerowicza w 1989 roku, to dogonienia rozwiniętych gospodarczo krajów świata zachodniego moglibyśmy oczekiwać ok. 2030 roku. Tymczasem obserwowana w ostatnich 15–20 latach postępująca etatyzacja polskiego życia gospodarczego przesuwa tę możliwość o co najmniej jedno pokolenie, to jest na lata 2050–2060. A i tak wydaje się to być dosyć optymistyczną wizją. Jeśli proces etatyzacji będzie dalej postępował, to możemy doświadczyć tego, co już przeżyliśmy w okresie dwudziestolecia międzywojennego – zamiast doganiać świat zachodni, będziemy tracić do niego dystans.

Z pewnością rozważania te powinny być uzupełnione badaniami, które pozwoliłyby na wskazanie przyczyn tego, że w okresie międzywojennym, mimo ogromnych wysiłków społeczeństwa, nie dokonało się zmniejszenie dystansu w rozwoju gospodarczym Polski i Niemiec (czy USA). Podobnie warte rozważenia jest to, dlaczego po 1989 roku udało się nam na stosunkowo długi okres wejść na drogę „rynkowego, kapitalistycznego rozwoju" (w odróżnieniu od „prób urynkowienia gospodarki polskiej", jakie były podejmowane po 1956, 1970 i 1980 roku i szybko się kończyły).

W tym kontekście aż się prosi, by wejść w polemikę (niekiedy w ostrą polemikę) z niektórymi stawianymi tezami np. przez Marcina Piątkowskiego (Piątkowski 2019), Piotra Korysia (Koryś 2018) czy Andrzeja Ledera (Leder 2014). Nie mając na tę polemikę miejsca w tym artykule, zostawię ją do podjęcia w przyszłości.

By jednak nie być gołosłownym, zasygnalizuję niektóre kontrowersyjne poglądy tych autorów.

Marcin Piątkowski uważa, że w 1989 roku po raz pierwszy w historii mieliśmy bezklasowe, egalitarne, dosyć dobrze wykształcone społeczeństwo, a dokonało się to dzięki radykalnej, wręcz szokowej zmianie struktury społeczeństwa polskiego w wyniku tego co wydarzyło się w czasie II wojny światowej i w okresie komunistycznego PRL. Zdaniem Piątkowskiego II wojna światowa i komunizm były wstrząsem, który sprawił, że Polska pozbyła się starego, oligarchicznego, opartego na układach systemu, który przez wieki hamował nasz rozwój. W jego opinii do 1939 roku Polską kierowała wąska elita, która rządziła tylko w interesie elit i blokowała rozwój reszty społeczeństwa.

Kilka lat przed publikacją książki Marcina Piątkowskiego podobne poglądy wyraził bardziej radykalnym językiem Andrzej Leder w *Prześnionej rewolucji* (2014). Już na początku swojej książki, we wstępie, pisze on:

„W Polsce w latach 1939–1956 dokonała się rewolucja społeczna. Okrutna, brutalna, narzucona z zewnątrz, ale jednak rewolucja. Niesłychanie głęboko przeorała ona tkankę polskiego społeczeństwa, tworząc warunki do dzisiejszej ekspansji klasy średniej, czyli po prostu mieszczaństwa. To zaś oznacza, że utorowała drogę do, najgłębszej być może od wieków, zmiany mentalności Polaków – odejścia mentalności określonej przez wieś i folwark ku zdeterminowanej przez miasto i miejski sposób życia" (Leder 2014). Leder pisze językiem, który niezbyt mi odpowiada; podam tylko jeden mniej radykalny przykład: „Co więcej, w latach 70. instytucjonalną władzę nad kulturą uzyskali ludzie, których biografia wiodła często właśnie przez awans związany z unicestwieniem polskiego żydostwa. Przez polską prześnioną rewolucję" (Leder 2014).

Piotr Koryś (2018) wyraża łagodniejsze stanowisko odnośnie do powojennej struktury społecznej Polski, pisząc, że została zaburzona, a zmiana demograficzna związana była ze „zniknięciem" znacznej części klasy wyższej i średniej. Po wojnie i po powojennych przesiedleniach polskie społeczeństwo stało się monoetniczne, głównie chłopskie. Stwierdza on, że w wyniku intensywnej industrializacji w pierwszych dziesięcioleciach socjalistycznej Polski powstało socjalistyczne społeczeństwo przemysłowe z rosnącym odsetkiem miejskiej klasy robotniczej. Standard życia nowo powstałej klasy robotniczej i średniej w kolejnych dziesięcioleciach stawał się coraz bardziej niekorzystny w porównaniu z ich aspiracjami. Dalsze zmiany społeczne i modernizacja okazały się niemożliwe w totalitarnym, a następnie autorytarnym reżimie komunistycznym i gospodarce centralnie planowanej.

Zdaniem Korysia transformacja po 1990 roku spowodowała szybkie dostosowanie struktury społecznej do modelu charakterystycznego dla współczesnych społeczeństw przemysłowych i postindustrialnych. Trzema kluczowymi elementami polskiego długofalowego sukcesu gospodarczego były talent i pracowitość polskich przedsiębiorców, którzy zdołali szybko dostosować się do wymogów gospodarki rynkowej, elastyczności inteligencji, która zamieniła się w klasę specjalistów, oraz rosnącej liczbie wykwalifikowanych pracowników.

W zakończeniu swojej książki Koryś uogólnia, pisząc, że „okresy relatywnego spadku rozwoju gospodarczego Polski w stosunku do światowych liderów można zaobserwować przede wszystkim w okresie wczesnej industrializacji, a następnie między I wojną światową a upadkiem komunizmu"

(Koryś 2018, s. 360). Konkluduje, że 50 lat po wojnie nowe terytorium Polski zostało w pełni zintegrowane pod względem gospodarczym i społecznym, a negatywne skutki zmian terytorialnych i migracji nie były już obserwowane. W nowym otoczeniu rynkowym komunistyczne inwestycje w infrastrukturę i edukację zaczęły wreszcie przynosić zysk, a dostosowanie Polaków do zasad rynkowych było szybkie i względnie płynne. Jego zdaniem były to prawdopodobnie kluczowe czynniki, które położyły podwaliny pod niezwykły sukces gospodarczy ostatnich dziesięcioleci.

Bibliografia

A Better Way: Productivity and Reorganization in the American Economy – 2003 Annual Report (2003), Federal Reserve Bank of Dallas, 4 str., https://www.dallasfed.org/~/media/documents/fed/annual/2003/ar03.pdf [dostęp: 22.03.2020].

Kondratowicz A. (red.), 2016, *Kapitalizm: fakty i iluzje*, Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Wydawnictwo Nieoczywiste, Warszawa.

Koryś P. (2018), *Poland From Partitions to EU Accession A Modern Economic History 1772–2004*, Palgrave Macmillan.

Leder A. (2014), *Prześniona rewolucja: ćwiczenie z logiki historycznej*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa.

Piątkowski M. (2019), *Europejski lider wzrostu. Polska droga od ekonomicznych peryferii do gospodarczego sukcesu*, Poltext, Warszawa.

Roser M. (2013), *Economic Growth*, https://ourworldindata.org/economic-growth [dostęp: 22.03.2020].

Winiecki J. (red.) (2006), *Gospodarka bez ekonoma. Którędy do dobrobytu*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.

Winiecki J. (red.) (2007), *Ekonomia po polsku*, CeDeWu, Warszawa.

Polish convergence. How did we pursuit, and will we catch up, the most economically developed countries in the world?

Summary

The main goal of this short study is to show how the lag in Poland's economic development with the most developed countries in the world (USA and Germany) has evolved in the last 200 years. This comparison was based on changes in GDP and evolution of the structure of employment. Another question that was tried to answer was when Poland would catch up with both countries.

The picture of the future development of the Polish economy that is drawn on the basis of these considerations is not entirely optimistic. There are many indications that if we had pursued a somewhat restrictive policy initiated by the changes proposed by Mieczysław Wilczek in 1988 and Leszek Balcerowicz in 1989, we could expect to catch up with the economically developed countries of the Western world around 2030. Meanwhile, the progressive statism of Polish economic life observed in the last 15–20 years shifts this possibility by at least one generation, that is to the years 2050–2060.

Keywords: economic development, catching up, economic freedom, statism

Bohdan Wyżnikiewicz

Instytut Prognoz i Analiz Gospodarczych Fundacja Naukowa

Dlaczego jedni są bogaci, a inni biedni

Streszczenie

Artykuł poświęcony jest rozważaniom na temat rozkładu dochodów, czyli jednego z wątków ekonomii, który leżał w kręgu zainteresowań Profesora Jana Winieckiego. Punktem wyjścia autora jest teza o powszechnym występowaniu logarytmiczno-normalnego rozkładu dochodów. Konsekwencją takiego rozkładu dochodów jest uzyskiwanie najwyższych i wysokich dochodów przez niewielu i niskich oraz bardzo niskich dochodów przez wielu. Autor podaje czynniki prowadzące do uzyskiwania wysokich dochodów oraz do niskich dochodów. Przesuwanie się w cyklu życia osób po krzywej logarytmiczno-normalnej nie zmienia jej kształtu.

Słowa kluczowe: rozkład dochodów, rozkład logarytmiczno-normalny, czynniki bogactwa, ubóstwo

Wstęp

Rozkład dochodów jest dziedziną ekonomii słabo znaną w Polsce, nie tylko wśród polityków czy dziennikarzy, lecz także wśród ekonomistów. Jednym z przejawów takiego stanu rzeczy jest brak krajowych podręczników akademickich na temat rozkładu dochodów. Jedynie w 1973 roku ukazała się książka prof. Jana Kordosa na ten temat pt. *Metody analizy i prognozowania rozkładów płac i dochodów ludności* (Kordos 1973). W społeczeństwie krążą obiegowe opinie w rodzaju „pierwszy milion trzeba ukraść" czy „bogaci się bogacą, a biedni biednieją". Dane statystyczne obejmujące duże zbiorowości nie potwierdzają takich prawidłowości, choć pojedyncze przypadki mogą je potwierdzać.

Rozkład dochodów i wynagrodzeń nie leżał w centrum zainteresowań badawczych Jana Winieckiego, lecz był mu bliski już od początków

działalności naukowej. Dowodzą tego, między innymi, druga (Winiecki 1974) i szósta (Winiecki 1980) pozycja z jego bibliografii przedstawionej przez Towarzystwo Ekonomistów Polskich w 2019 roku. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z szerszym spojrzeniem na problem wykraczający poza polską gospodarkę, w drugim – z włączeniem kwestii wynagrodzeń w złożony system mechanizmów gospodarki rynkowej.

W zeszycie 7 Towarzystwa Ekonomistów Polskich pod redakcją Jana Winieckiego (Winiecki 2003) powraca tematyka rozkładu dochodów, jako pokłosie konferencji naukowej pt. „Kapitalistyczna gospodarka rynkowa a tzw. sprawiedliwość społeczna", odbytej w listopadzie 2002 roku. Warto podkreślić, że Winiecki zadbał o interdyscyplinarny charakter tak samej konferencji, jak i późniejszej publikacji. W zeszycie tym zawarty jest artykuł pt. *Nierówność dochodów a sprawiedliwość społeczna* (Wyżnikiewicz 2003). W obszernej przedmowie Winiecki podkreśla tezę autora artykułu, że „tzw. sprawiedliwość społeczna z punktu widzenia ekonomii sprowadza się do dylematu wyboru między bardziej elitarną lub bardziej egalitarną polityką dochodową".

W 2006 roku ukazała się kolejna książka pod redakcją Winieckiego pt. *Gospodarka bez ekonoma* (2006), która w dużej części była zbiorem artykułów pisanych przez członków Towarzystwa Ekonomistów Polskich. Artykuły te powstały w ramach projektu zainicjowanego przez Winieckiego pt. „Którędy do dobrobytu". Projekt ten polegał na pisaniu przez znanych ekonomistów krótkich tekstów na ważne tematy związane z gospodarką i ekonomią zamieszczanych równocześnie w kilkunastu dziennikach lokalnej prasy w całej Polsce. W książce tej znajduje się też duży wybór popularnonaukowych artykułów – felietonów Jana Winieckiego zamieszczanych regularnie w tygodniku „Wprost".

Rozdział drugi tej książki zatytułowany *Podatki, nierówności i rozwój* zawiera artykuł Winieckiego *Ciśnij bogatych… czyli obniżaj podatki!*. Rozpoczynając od znanej koncepcji krzywej Arthura Laffera, autor przytacza liczne dobrze uzasadnione argumenty o społecznych korzyściach z niskiego opodatkowania najbogatszych. W rozdziale tym znajdują się artykuły innych autorów pokazujące korzyści z liniowego opodatkowania dochodów, a także artykuł omawiający korzyści z nierównego podziału dochodów (Wyżnikiewicz 2006).

Obie wspomniane wyżej publikacje są przykładami konsekwentnej popularyzacji przez Profesora liberalnej myśli ekonomicznej wskazującej na społeczne korzyści z zastosowań wielu mechanizmów gospodarki rynkowej.

Jubileusz dwudziestolecia powołania Towarzystwa Ekonomistów Polskich został uczczony konferencją, której pokłosiem była książka pt. *Kapitalizm. Fakty i iluzje* (Kondratowicz 2016). Jan Winiecki miał być, wspólnie z Andrzejem Kondratowiczem, redaktorem naukowym tej książki, jednak choroba uniemożliwiła mu zajęcie się redakcją książki. *Kapitalizm* został decyzją Rady Towarzystwa dedykowany jego pamięci.

W książce tej znalazł się, między innymi, rozdział poświęcony podważeniu szeroko rozpowszechnianej tezy o tzw. pułapce średniego dochodu (Wyżnikiewicz 2016). Rozdział ten jest istotny dla wsparcia głównej tezy tego artykułu, pokazuje bowiem, że wszelkie dochody, nawet odnoszące się do produktu krajowego brutto *per capita* w skali globalnej, podlegają rozkładowi logarytmiczno-normalnemu.

Pierwsza część artykułu zostanie poświęcona rozwinięciu powyższej tezy. W dalszej kolejności omówione zostaną czynniki kształtujące rozkład logarytmiczno-normalny. Przy przyjęciu powyższej tezy przedmiotem rozważań staną się górna i dolna część rozkładu dochodów, czyli najwyższe i najniższe dochody. Omówione zostaną czynniki powodujące bogacenie się i pozostawanie w ubóstwie. Konsekwencją tezy o uniwersalności logarytmiczno-normalnego rozkładu dochodów i trwałości tego rozkładu jest przesuwanie się dochodów „w górę" i „w dół" rozkładu bez zmieniania jego ogólnego kształtu.

Rozważania będą w dużej mierze oparte o dostępne informacje dla Polski i innych krajów. Warto dodać, że dane statystyczne o najniższych i najwyższych dochodach są trudne do zebrania i tym samym dostępne statystyki na ten temat dostarczają niepełnych informacji. W przypadku najwyższych dochodów mało wiarygodne są informacje z badania budżetów gospodarstw domowych, znacznie lepiej jest ze statystyką zeznań podatkowych. Dochody najuboższych są natomiast przedmiotem niezależnych od statystyki analiz i badań.

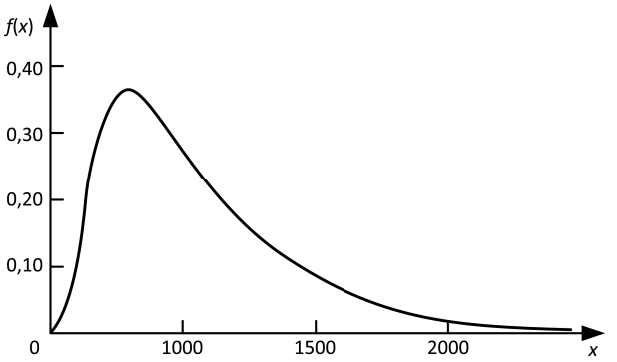
1. Rozkład logarytmiczno-normalny

Wielu zjawiskom w przyrodzie, a także w gospodarce, można przypisać rozkład zbliżony do rozkładu normalnego. Oznacza to, że elementy zbiorowości bądź zdarzeń o skrajnych wartościach, czyli najmniejszych i największych wartościach, występują z podobną niewielką częstotliwością, natomiast zdecydowana większość elementów zbiorowości układa się symetrycznie, czasami nawet idealnie symetrycznie, wokół średnich wartości. Rozkład normalny nazywany jest też krzywą Gaussa lub krzywą logistyczną.

Występowanie rozkładu normalnego w zjawiskach gospodarczych nie jest powszechne, choć w modelach ekonometrycznych i analizach statystycznych, a szczególnie w testach statystycznych, na ogół zakłada się rozkład normalny badanych zmiennych, nawet bez empirycznej weryfikacji takiego założenia.

W praktyce gospodarczej, poza nielicznymi wyjątkami, dochody nie tworzą rozkładu normalnego. Rozkład normalny może mieć miejsce tylko w homogenicznych i raczej niewielkich zbiorowościach, na przykład w przypadku rozkładu wynagrodzeń ludzi wykonujących ten sam zawód (oddzielnie kobiet i mężczyzn) lub osób w jednakowym wieku czy z podobnym stażem pracy. Zjawisko to jest bardziej wyraźne w przypadku grup osób o niskich kwalifikacjach i – co za tym idzie – o niskich dochodach. Ich dochody, siłą rzeczy, zróżnicowane są w niewielkim stopniu.

Na podstawie badań empirycznych, którym towarzyszył rozwój statystyki i metod obliczeniowych z wykorzystaniem maszyn liczących, już pod koniec XIX wieku badacze i naukowcy (m.in. Vilfredo Pareto) stwierdzili, że rozkład dochodów w dużych zbiorowościach przyjmuje postać rozkładu logarytmiczno-normalnego. Okazało się, że zjawisko przyjmowania przez dochody ludności takiego właśnie rozkładu ma uniwersalny charakter. Rozkład ten może być postrzegany jako „zdeformowana" wersja rozkładu normalnego. Jego lewa część jest na ogół podobna do lewej części rozkładu normalnego, natomiast prawa część jest wyraźnie rozciągnięta. Taki rozkład określa się mianem prawoskośnego. Warto dodać, że w rozkładzie dochodów, a tym bardziej w rozkładzie wynagrodzeń, lewa, dolna część wykresu nie zaczyna się od zera. Mamy bowiem, po pierwsze, ustawowo określoną wysokość minimalnego wynagrodzenia, a po drugie, dochody osób ze strefy ubóstwa są zwiększane o transfery ze środków publicznych przy pomocy rozmaitych form pomocy finansowej bądź rzeczowej, wynikających z realizacji celów polityki społecznej.



Rysunek 1. Rozkład logarytmiczno-normalny
Źródło: (Kordos 1973, s. 121).

Na powyższym wykresie przedstawiony jest przykładowy teoretyczny przebieg rozkładu logarytmiczno-normalnego. Termin rozkład „logarytmiczno-normalny" wynika z faktu, że uzyskuje się go po zlogarytmowaniu idealnie symetrycznego rozkładu normalnego. Zgodnie z wzorem opisującym rozkład normalny o kształcie samej krzywej decydują dwa podstawowe parametry statystyczne: średnia dochodów i ich wariancja. W zależności od tych parametrów rozkład dochodów może być mniej lub bardziej spłaszczony i rozciągnięty w prawo. Większa asymetria krzywej oznacza większe zróżnicowanie dochodów.

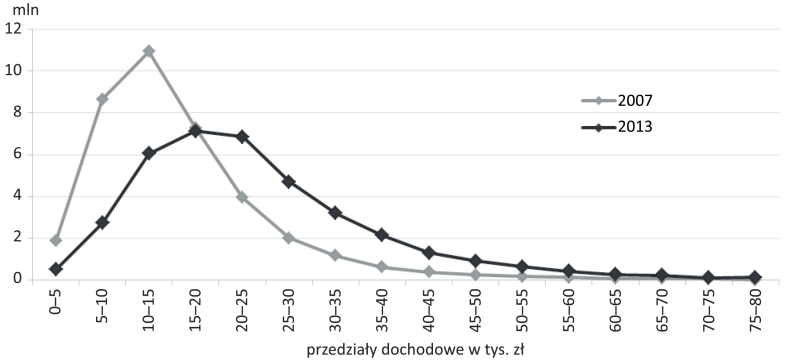
Warto dodać, że kształt krzywej logarytmiczno-normalnej przyjmują same z siebie odpowiednio grupowane obserwacje empiryczne (nawet agregowane w przedziały dochodowe) i nie ma potrzeby transformacji logarytmicznej danych empirycznych.

Pareto badał górną część rozkładu dochodów i jej jest poświęcony opis tej części rozkładu dochodów, znany jako rozkład Pareto (Bronfenbrenner 1972, s. 43–47). Warto wspomnieć o prawie potęgowym Pareto, według którego jeżeli największy dochód wynosi 100, to drugi z kolei 50, trzeci 25 i tak dalej. Ta prosta formuła znajduje w przybliżeniu potwierdzenie w rozmaitych rozkładach empirycznych, w górnej ich części.

Uniwersalność układania się w rzeczywistości gospodarczej rozkładu dochodów według rozkładu logarytmiczno-normalnego jest zadziwiająca i obserwowana w różnych aspektach życia gospodarczego.

W przypadku bardzo dużych zbiorowości gospodarstw domowych, liczonych w dziesiątkach milionów, prawidłowość ta może wydawać się oczywista. Pojawia się ona także w znacznie mniejszych zbiorowościach, które jednak stanowią liczebnie istotną zbiorowość.

Dochody przypadające na 1 osobę w badaniu budżetów gospodarstw domowych na próbie losowej liczącej ponad 20 tys. obserwacji uogólnionej na ludność całego kraju układają się według rozkładu logarytmiczno-normalnego.



Uwaga: w celu zachowania czytelności na wykresie zaprezentowano jedynie przedziały dochodowe do 80 tys. zł. W rzeczywistości krzywa liczebności jest bardziej rozciągnięta w prawo.

Rysunek 2. Rozkład dochodów w gospodarstwach domowych w Polsce w latach 2007 i 2013

Źródło: (*Dochody i warunki życia ludności Polski*… 2014, s. 157).

Dwa rozkłady logarytmiczno-normalne pokazane na wykresie różnią się między sobą z powodu mniejszego zróżnicowania dochodów w 2013 roku. Warto podkreślić, że wykres został ograniczony do dochodów poniżej 80 tys. złotych przypadających w ciągu roku na 1 osobę. Gdyby chcieć dokończyć obserwacje na osi odciętych, to należałoby ją znacząco przedłużyć, by pokazać liczbę osób osiągających dochody w wysokości kilkuset tysięcy złotych i większe.

Wiele przykładów rozkładu logarytmiczno-normalnego obserwowanych w życiu gospodarczym i poza nim zostało przytoczonych w znajdującej w druku mojej książce (Wyżnikiewicz 2020). Jest tak w przypadku tzw.

rankingów najbogatszych ludzi na świecie, także Polaków czy Francuzów. Osobami takimi są prawie wyłącznie przedsiębiorcy lub ich rodziny, a kryterium kolejności w takich rankingach jest zazwyczaj wartość rynkowa przedsiębiorstw będących ich własnością. Rozkład logarytmiczno-normalny pojawia się w przypadku przychodów największych przedsiębiorstw polskich i zagranicznych (tzw. listy 500), podobnie jak rozkład przychodów przypadających na 1 mieszkańca w 2477 polskich gminach.

Od kilkunastu lat trwają badania nad tzw. pułapką średniego dochodu krajów, które mimo wzrostu gospodarczego nie są w stanie zbliżyć się poziomem PKB *per capita* do krajów o najwyższej wartości tej wielkości. Wysuwane są rozmaite hipotezy o przyczynach takiego scenariusza wywodzące się z teorii rozwoju gospodarczego. Tymczasem odpowiedzią może być teoria rozkładu dochodów, czyli logarytmiczno-normalny rozkład PKB *per capita* obejmujący większość krajów. Analiza danych dla tych samych 101 krajów z lat 1990 i 2014 pokazała, że rozkład ten nie zmienił się, mimo zmian kolejności krajów w badanych latach.

Jako ciekawostkę można w tym miejscu przytoczyć obserwację, że liczba bramek zdobywanych przez piłkarzy w krajowych rozgrywkach pierwszych lig piłkarskich, tzw. królów strzelców, także przyjmuje rozkład logarytmiczno-normalny.

2. Co kształtuje logarytmiczno-normalny rozkład dochodów

Kształtowanie się rozkładu dochodów jest długim procesem, jednak odbywa się ono nieustannie. Mechanizm jego powstawania można prześledzić na podstawie rozkładu wynagrodzeń. We wszystkich przedsiębiorstwach pojawia się hierarchiczny system wynagradzania pracowników. Oznacza to, że osoba zajmująca najwyższe stanowisko ma najwyższe wynagrodzenie, jej zastępcy, członkowie zarządu odpowiednio niższe, dyrektorzy i kierownicy działów jeszcze niższą, a najniżej opłacani są szeregowi pracownicy. Pracowników na niższych stanowiskach w hierarchii jest więcej niż na wyższych stanowiskach. Mamy zatem bazę do rozkładu logarytmiczno-normalnego.

Taka sytuacja powtarza się u większości pracodawców i sumowane wynagrodzenia wielu firm wzmacniają wyżej opisany rozkład. Średnie wynagrodzenie różni się znacząco między przedsiębiorstwami i gałęziami gospodarki, co także przyczynia się do formowania asymetrycznego rozkładu dochodów.

Dochody z wynagrodzeń różnicowane są również ze względu na poziom wykształcenia i kompetencji zawodowej pracowników. Ludzi z wysokimi kwalifikacjami jest znacznie mniej niż osób gorzej wykształconych, zatem i gorzej opłacanych.

Na kształt rozkładu dochodów wpływają liczne czynniki różnicujące dochody osobiste. Obok najważniejszych, jakimi są wykształcenie i kompetencje, należą do nich także:

- wiek i staż pracy,
- płeć,
- miejsce zamieszkania i pracy (miasta duże, małe, wsie),
- status majątkowy rodziców i współmałżonków,
- środowisko i wzorce zachowań nabyte w młodości,
- wielodzietność (duża liczba dzieci w rodzinie),
- pozycja na rynku pracy/źródła dochodów: praca najemna, praca na własny rachunek, dochody z kapitału i praw władności, świadczenia społeczne (emerytury, renty, zasiłki),
- status w kraju (rezydenci, nierezydenci, w tym imigranci).

3. Okoliczności i czynniki prowadzące do wzbogacania się

Patrząc z perspektywy historycznej, zamożność pewnej grupy ludzi była czymś naturalnym. W Polsce do ludzi zamożnych zaliczała się arystokracja i duża część szlachty. Źródłem zamożności była własność ziemi, nieruchomości i do momentu zniesienia pańszczyzny prawie darmowa siła robocza. Rozwój przemysłu na ziemiach polskich postępował powoli, a szlachta tylko w niewielkim stopniu zajmowała się działalnością przedsiębiorczą, zostawiając ją głównie mieszczanom.

Zamożność wiąże się z dziedziczeniem majątku, co nie oznacza automatycznego i dożywotniego bycia zamożnym. Wśród ludzi zamożnych zdarzają się utracjusze, którzy są w stanie roztrwonić każdą fortunę. Dotyczy to w szczególności osób, które stały się zamożne bez wysiłku ze swojej strony. Rozmaite wydarzenia historyczne (wojny, zmiany ustroju, katastrofy naturalne) mogą w drastyczny sposób zmienić status majątkowy.

Do znacznego majątku można dochodzić w sposób nieuczciwy, uczestnicząc w grupach przestępczych lub korzystając z różnych form korupcji

politycznej. Przykładów drugiego przypadku mamy dużo w krajach leżących na wschód od Polski.

Dla zachowania pokaźnego majątku konieczne jest umiejętne zarządzanie nim. Chodzi o wykorzystanie go do uzyskiwania dochodu, bez czego majątek może szybko zmniejszać się. Można zajmować się tym osobiście lub, w przypadku większych majątków, angażować do tego celu profesjonalistów.

Wiele osób uzyskuje wysokie dochody dzięki rzadkim przymiotom, talentom i pracowitości, jak rozmaici celebryci, sportowcy, aktorzy czy ludzie show-biznesu. Brak umiejętności zarządzania dużymi pieniędzmi prowadzi w wielu przypadkach do ich utraty. Można tu podać przykład polskiego tenisisty Wojciecha Fibaka i przeciwstawić go szwedzkiemu tenisiście Bjornowi Borgowi. Fibak, mimo zarobienia na tenisie znacznie mniejszych pieniędzy, stał się bardzo zamożnym człowiekiem, a Borg ogłosił bankructwo. Amerykański miesięcznik „Sports Illustrated" podał, że 60% graczy najlepszej koszykarskiej ligi na świecie (NBA) bankrutuje w okresie pięciu lat po przejściu na sportową emeryturę (Torre 2009). Podobnie rzecz się ma z zawodowymi graczami footballu amerykańskiego, gdzie aż 78% zawodników traci swoje majątki i pieniądze zaledwie w dwa lata po zakończeniu kariery zawodniczej. Wartość rocznych kontraktów najlepiej płatnych zawodników w tych dyscyplinach sięga milionów dolarów. Podobne przychody osiągają oni z uczestnictwa w reklamach.

Bankructwa najbogatszych przedsiębiorców zdarzają się znacznie rzadziej. Rzecz w tym, że kontrolują oni swoje przedsięwzięcia biznesowe, a większość zysków inwestują w rozwój przedsiębiorstw, co prowadzi do uzyskiwania dochodów w przyszłych okresach. Ponadto ich majątki raczej nie są w beztroski sposób roztrwaniane.

W Stanach Zjednoczonych i w innych krajach zdarzają się przypadki dochodzenia do ogromnych fortun przez ludzi rozpoczynających działalność gospodarczą od małych przedsięwziąć biznesowych. Dobrym przykładem może być Bill Gates, który już w wieku 14 lat jako uczeń rozpoczął współpracę z firmami zajmującymi się opracowywaniem oprogramowania komputerów. Trafił na okres dynamicznego rozwoju technik komputerowych i potrafił to niezwykle skutecznie wykorzystać, balansując na krawędzi regulacji antymonopolowych.

Oprócz przedsiębiorców, właścicieli kapitału do osób o najwyższych dochodach należy kadra zarządzająca korporacjami i dużymi przedsiębiorstwami.

Roczne dochody kilkudziesięciu najlepiej opłacanych szefów korporacji amerykańskich i ponadnarodowych przekraczają 10 mln dolarów. Rozmaite zabiegi prowadzą do tego, że ich nominalne wynagrodzenia są stosunkowo niskie, zaś większość dochodów pochodzi z opcji na akcje spółek, którymi zarządzają. Odpowiednio wysokie w relacjach krajowych, choć zdecydowanie niższe niż w USA, są dochody zarządów dużych przedsiębiorstw giełdowych, i nie tylko giełdowych, także w innych krajach europejskich, w tym w Polsce.

Do grup zawodowych o najwyższych dochodach należą wysoko kwalifikowani profesjonaliści, tacy jak prawnicy, lekarze, piloci samolotów pasażerskich, specjaliści od IT, a także ludzie show-biznesu oraz rozmaici celebryci. Rzecz w tym, że tylko niektórzy, najwybitniejsi z nich, osiągają bardzo wysokie dochody. Ich przykład powoduje jednak, że jest bardzo wielu chętnych pragnących osiągać podobnie wysokie dochody, w efekcie czego na rynku pracy podaż prawników, aktorów, ludzi show-biznesu wielokrotnie przewyższa popyt rynkowy.

Jednym ze sposób ograniczania takich patologii na rynku pracy jest reglamentacja dostępu do tych zawodów, np. w drodze wyznaczania limitów na studiach kilku kierunków, działania korporacji zawodowych, co nie zawsze okazuje się skuteczne.

4. Czynniki prowadzące do trwania w ubóstwie

Ograniczanie ubóstwa i wykluczenia społecznego są celami polityki socjalnej państwa, zatem informacje statystyczne z badania budżetów domowych i innych programów badawczych lepiej pokazują to zjawisko niż dochody najbogatszych osób. Badania te wskazują najważniejsze czynniki prowadzące do ubóstwa. W 2018 roku stopa ubóstwa skrajnego (dochody poniżej minimum egzystencji) wynosiła w Polsce średnio 5,4%. Tabela 1 jednoznacznie wskazuje czynniki przyczyniające się do znajdowania się gospodarstw domowych o różnej charakterystyce w strefie skrajnego ubóstwa.

Przy interpretacji danych z tabeli 1 należy pamiętać, że większość osób z grupy skrajnego ubóstwa znajduje się w niej z powodu więcej niż jednego kryterium podanego w tej tabeli. Przykładowo, można sobie wyobrazić zamieszkałe na wsi wielodzietne rodziny osób bezrobotnych, z wykształceniem podstawowym.

Tabela 1. Stopa skrajnego ubóstwa w gospodarstwach domowych w 2018 roku, w %

Gospodarstwa domowe	Stopa ubóstwa
Utrzymujący się z innych niezarobkowych źródeł	14,1
Wykształcenie co najwyżej gimnazjalne	11,9
Co najmniej 3 dzieci w wieku poniżej 17 lat	9,7
Zamieszkanie na wsi	9,4
Niepełnosprawna głowa gospodarstwa domowego	8,0
Co najmniej 3 dzieci	7,0

Źródło: (*Zasięg ubóstwa ekonomicznego w Polsce…*, 2019).

Grupa gospodarstw domowych utrzymujących się z tzw. innych niezarobkowych źródeł jest niejednorodna. W jej skład wchodzą w przeważającej liczbie bezrobotni, ale znajdują się tam również rentierzy uzyskujący dochody ze zgromadzonego majątku. Emeryci i renciści nie wchodzą do tej grupy. W grupie tej wskaźnik skrajnego ubóstwa był w 2018 roku najwyższy i dotyczył nieomal co siódmej osoby. Brak pracy, dobrowolny lub wymuszony, potwierdza tym samym jedno z podstawowych praw ekonomii, że źródłem bogactwa i dochodów jest przede wszystkim praca.

Wysoki odsetek osób z wykształceniem co najwyżej gimnazjalnym znajdujących się w sferze skrajnego ubóstwa potwierdza generalną prawidłowość, że poziom wykształcenia odgrywa dużą rolę w kształtowaniu rozkładu dochodów. W omawianej grupie przeważają osoby z wykształceniem podstawowym i niepełnym podstawowym, czyli o niskich kwalifikacjach zawodowych lub bez żadnych kwalifikacji. Edukacją zakończoną na poziomie gimnazjalnym wykazuje się w Polsce niewiele osób, a po wprowadzeniu reformy systemu edukacji obowiązującej od 2019 roku ich liczba nie będzie się już powiększała.

Wielodzietność jest kolejnym czynnikiem prowadzącym do wpadania w strefę ubóstwa. Posiadanie wielu dzieci utrudnia lub wręcz uniemożliwia aktywność zawodową, szczególnie kobiet, a utrzymanie rodziny przez jednego żywiciela prowadzi często do wpadania w strefę ubóstwa. Podobnie rzecz przedstawia się z niepełnosprawnością, kolejnym czynnikiem prowadzącym do znajdowania się gospodarstw domowych w strefie ubóstwa.

Paradoksalnym, ale dającym się wyjaśnić zjawiskiem jest wzrost odsetka osób znajdujących się w sferze ubóstwa między rokiem 2018 i 2017, szczególnie wyraźnym w przypadku gospodarstw domowych korzystających ze świadczeń

społecznych. Paradoks polega na tym, że od 2016 roku wprowadzono w Polsce rozbudowany system świadczeń społecznych w postaci programu „Rodzina 500 plus" czy trzynasta emerytura. Wiele wskazuje na to, że osoby o stosunkowo niskich dochodach po ich zwiększeniu dzięki programowi „Rodzina 500 plus" tracą motywację do kontynuowania pracy. Odnosi się to w szczególności do kobiet, które decydują się na opuszczenie rynku pracy. Wyniki Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności Głównego Urzędu Statystycznego pokazują, że współczynnik aktywności zawodowej kobiet w przedziale 25–34 lata w 2018 roku był niższy niż w 2015 roku (75,2 wobec 78,2%), podczas gdy w innych grupach wiekowych odnotowano wyraźny wzrost tego współczynnika (*Informacja o rynku pracy*… 2020). Jedynie w kolejnej grupie wiekowej 35–44 lata, czyli także w grupie kobiet w większości wychowujących dzieci, był on nieznacznie niższy (o 0,5 p.p.).

Istnieją jeszcze inne czynniki powodujące trwanie w sferze ubóstwa lub wchodzenie do niej. Wymienić tu należy w pierwszej kolejności dziedziczenie ubóstwa przez kolejne pokolenia w rodzinach określanych jako patologiczne. Pewne negatywne wzorce zachowań i postawy nabyte od rodziców bądź otoczenia są trudne do przezwyciężania. Chodzi tu o dążenie do utrzymywania się ze świadczeń społecznych, lekceważenie potrzeb edukacyjnych, schodzenia na drogę zachowań patologicznych czy przestępczych. Wyrwanie się z takiego kręgu udaje się tylko nielicznym.

Podobnie jest z wieloma rodzajami uzależnień, poczynając od uzależnienia od alkoholu, narkotyków czy hazardu. Dzieci alkoholików często rodzą się z obciążeniem chorobami lub dolegliwościami, które stawiają je w gorszej sytuacji wyjściowej niż dzieci z rodzin pozbawionych patologii. W przypadku uzależnień od hazardu czy narkotyków do strefy ubóstwa trafiają często osoby, których dochody przed uzależnieniami plasowały je w bezpiecznej odległości od strefy ubóstwa.

Zakończenie

Mimo prawidłowości kształtowania i utrzymywania się rozkładu dochodów w kształcie krzywej logarytmiczno-normalnej w kolejnych badanych okresach następują przesunięcia osób na tej krzywej w obu kierunkach. Inaczej mówiąc, pewne osoby zwiększają swoje dochody i przesuwają się w prawą stronę rozkładu dochodów (do wyższych decyli), a pewne osoby zmniejszają

swoje dochody i przesuwają się w lewą stronę rozkładu dochodów (do dolnych decyli).

Przyczyn prowadzących do przesuwania się osób wzdłuż krzywej rozkładu dochodów jest wiele i trudno byłoby wskazać najważniejszą z nich. W przypadku każdej osoby dochody zmieniają się w cyklu życia. Wraz z wiekiem zwykle wynagrodzenia zwiększają się, choćby z tytułu zwiększania doświadczenia i awansów na wyższe stanowiska, aż do przejścia na emeryturę. Przyjmują one kształt zbliżony do odwróconej litery U. Trzeba mieć na uwadze fakt, że cały czas mowa jest o dużych zbiorowościach, zatem o masowym zjawisku.

O ile w przypadku wynagrodzeń mamy do czynienia na ogół ze zwiększaniem dochodów w ciągu życia, to w przypadku dochodów przedsiębiorców sprawa wygląda zupełnie inaczej. Po pierwsze, ich dochody zawsze są bardzo zróżnicowane, tak jak zróżnicowane są przychody z działalności gospodarczej. Po drugie, zmiany dochodów są szybsze i odbywają się w obu kierunkach. Po trzecie, trudno byłoby wskazać górną granicę dochodów przedsiębiorców, co w przypadku wynagrodzeń jest możliwe tylko dla nielicznych osób zarządzających największymi przedsiębiorstwami.

Opisane wyżej zjawisko określa się mianem mobilności rozkładu dochodów. Badanie tego zjawiska jest trudne i kosztowne. Jedyne szerzej znane badania z tego zakresu prowadzone są okresowo przez służby podatkowe Stanów Zjednoczonych. Opisują one zmiany w rozkładzie dochodów kohorty podatników (tych samych osób) w grupach kwintylowych między okresami odległymi od siebie o 9 lat. W tabeli 2 pokazano, jak dochody z grup kwintylowych z 1996 roku rozkładały się w 2005 roku.

Tabela 2. Mobilność dochodowa w grupach kwintylowych ludności USA w wieku ponad 25 lat, w latach 1996–2005, w %

Grupa kwintylowa z 1996 roku	**Grupa kwintylowa w 2005 roku**					
	najniższa	druga	środkowa	czwarta	najwyższa	razem
najniższa	**37,8**	27,1	16,1	11,8	7,2	100,0
druga	15,8	**30,1**	28,0	17,2	9,0	100,0
środkowa	5,9	14,0	**32,6**	31,1	16,3	100,0
czwarta	3,1	5,7	15,5	**41,9**	33,8	100,0
najwyższa	2,0	2,0	5,7	17,2	**73,2**	100,0

Źródło: (*Income Mobility in the U.S.…* 2007, s. 14).

Gdyby rozkład dochodów nie zmienił się w badanym okresie, to na przekątnej tabeli 2 (wyróżnionej pogrubioną czcionką) byłoby 100% w każdej grupie kwintylowej. Po dziewięciu latach najwięcej osób utrzymało się w najwyższej grupie kwintylowej, aż ponad 73%, podczas gdy do dwóch najniższych grup z najwyższej grupy przesunęło się w sumie tylko 4% osób.

W przypadku najniższej grupy kwintylowej prawie jedna piąta (19%) jej składu z 1996 roku przesunęła się do dwóch najwyższych grup dochodowych wyróżnionych w tym badaniu. Skupiając uwagę na najbogatszych i na najbiedniejszych grupach kwintylowych, można stwierdzić, że w Stanach Zjednoczonych jest znacznie większe prawdopodobieństwo przesunięcia się biedniejszych podatników do górnych grup kwintylowych, czyli wzbogacenia się, niż przesunięcie się osób najbogatszych do dolnych grup kwintylowych. Inaczej mówiąc, biedniejsi mają większe szanse wzbogacenia się niż najbogatsi stania się biedniejszymi.

Przypadek Stanów Zjednoczonych trudno byłoby uogólnić na inne kraje. Można jednak postawić hipotezę, że podobny mechanizm ma miejsce także w Polsce, tyle że z mniejszym natężeniem.

Bibliografia

Bronfenbrenner M. (1972), *Income distribution theory*, Aldine Atherton, Chicago.

Dochody i warunki życia ludności Polski… (raport z badania EU_SILC 2013) (2014), GUS, Warszawa.

Informacja o rynku pracy w trzecim kwartale 2019 (2020), GUS, https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rynek-pracy/pracujacy-bezrobotni-bierni-zawodowo-wg--bael/aktywnosc-ekonomiczna-ludnosci-polski-iii-kwartal-2019-roku,4,35.html [dostęp: 15.04.2020].

Income Mobility in the U.S. from 1996 to 2005 (2007), Department of the Treasury Washington D.C., https://home.treasury.gov/system/files/131/Report-Income--Mobility-2008.pdf [dostęp: 15.04.2020].

Kondratowicz A. (red.) (2016), *Kapitalizm. Fakty i iluzje*, Wydawnictwo Nieoczywiste, Warszawa.

Kordos J. (1973), *Metody analizy i prognozowania rozkładów płac i dochodów ludności*, PWE, Warszawa.

Torre P.S. (2009), *How (and why) athletes go broke,* https://vault.si.com/vault/2009/03/23/how-and-why-athletes-go-broke [dostęp 1.10.2020].

Winiecki J. (1974), *Dynamika i struktura płac w USA, Wielkiej Brytanii i Holandii*, Instytut Pracy i Spraw Socjalnych, Wybrane Informacje Tematyczne, nr 10, Warszawa.

Winiecki J. (1980), *Mechanisme: productivite – profits – salaires – cout – prix – en tant que source de l'inflation dans l'economie de marche*, prepare pour la conference franco-polonaise: Inflation et cycle conjuncturel dans les pays capitalists industrialises, Varsovie, 17–19 Septembre.

Winiecki J. (red.) (2003), *Kapitalistyczna gospodarka rynkowa a tzw. sprawiedliwość społeczna*, „Zeszyty Towarzystwa Ekonomistów Polskich", z. 7, Warszawa.

Winiecki J. (red.) (2006), *Gospodarka bez ekonoma*, Polskie Wydawnictwa Profesjonalne, Warszawa.

Wyżnikiewicz B. (2003), *Nierówność dochodów a sprawiedliwość społeczna* [w:] J. Winiecki (red.) *Kapitalistyczna gospodarka rynkowa a tzw. sprawiedliwość społeczna*, „Zeszyty Towarzystwa Ekonomistów Polskich", z. 7, Warszawa.

Wyżnikiewicz B. (2006), *Korzyści z nierównego podziału dochodów* [w:] J. Winiecki (red.), *Gospodarka bez ekonoma*, Polskie Wydawnictwa Profesjonalne, Warszawa.

Wyżnikiewicz B. (2016), *Pułapka średniego dochodu nieporozumieniem teoretycznym?* [w:] A. Kondratowicz (red.), *Kapitalizm. Fakty i iluzje*, Wydawnictwo Nieoczywiste, Warszawa.

Wyżnikiewicz B. (2020), *Dlaczego jedni są bogaci, a inni nie*, Wydawnictwo Nieoczywiste, Warszawa (w druku).

Zasięg ubóstwa ekonomicznego w Polsce w 2018 roku, Informacje sygnalne, GUS (2020), https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/warunki-zycia/ubostwo-pomoc-społeczna/zasieg-ubostwa-ekonomicznego-w-polsce-w-2018-roku,14,6.html [dostęp: 15.04.2020].

Why some people are rich and some are poor

Summary

The paper concentrates on income distribution that was one of fields of professional interests of Professor Jan Winiecki. An universal appearance of the log-normal distribution of any income is a point of departure for author's deliberations. As a consequence of such income distribution very few people earn high income and very many people earn low income. Author identifies factors leading to high and low income earners and concludes that income mobility does not change the general shape of the log-normal distribution.

Keywords: income distribution, log-normal distribution, factors od wealth, poverty

Maria Lissowska

Warsaw School of Economics

Inequalities and use of financial products against the concept of the life cycle of a household[1]

Summary

This paper attempts to compare the trends of borrowing and saving of the poorest European households in the larger perspective of financial decisions taken by a household over the life time. It uses the classical permanent income and life cycle hypotheses but admits irrationality of decisions taken by households. It takes into account recently much researched phenomenon of increasing inequality of European households and deepening poverty of the poorest. It takes into account the impact of more recently proliferating financial products, as short time loans, as a substitute of income in the financial planning of households. Using microeconomic data it concludes that the behaviour of the poorest households significantly departs from those hypotheses, generally relevant for the middle class households, as perceived 50 years ago. In particular, mortgage borrowing is less frequent and it seems to be for a part of households replaced by non-mortgage borrowing for current purposes. The poorest households are more frequently refused credit and suffer of credit repayment burden. Financial stress and probably also behavioural biases make the poorest households to gather less financial resources for retirement. Among underpinnings may be indicated poverty, but also lower financial awareness, less appropriate borrowing decisions and being subject to deselection from financial offers dedicated to better customers and aggressive selling of short term and high cost loans.

Keywords: household; credits; poverty

[1] This paper uses the data from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey.

Introduction

The objective of this paper is to assess to what degree the theories relevant for middle class households may be also applied for the poorest households in their taking financial decisions over lifetime.

To understand borrowing by households one needs to look into the whole of the financial decisions of a household. The traditional approach to those decisions is this of a life cycle hypothesis according to which households try to smoothen consumption over lifetime. In particular, they save to remedy expected loss of income after retirement. They borrow when they expect their income to increase, so when they are young, and save when expect income to decline, so before retirement.

The data in general confirm relevance of life cycle hypothesis of borrowing together with age-related mortgage contracting (borrowing in younger and paying back in older age; the incidence of mortgage is also higher for richer households). However, even in developed European economies the pattern of borrowing for consumer purposes seems to be less clear and more related to satisfying current needs then to smoothening consumption (Gomez-Salvador, Loichova, Westermann 2011).

We claim that both saving and borrowing propensity of the poorest European households reveal specific features. Some of them are linked to culture and mentalities; others directly to poverty. The development of offers of financial providers specifically addressing the poorest (as payday loans) is an important factor impacting households' decisions.

We use the data from the Euro area from the Eurosystem Household Finance and Consumption survey carried out around 2010 and 2014. In this survey data for households of different age and income groups is available, both for financial assets and for credits.

The perspective of financial planning of a household seems to be, unfortunately, absent, in the writings of Professor Winiecki and of the other macroeconomists, authors of Polish transition to the market economy. This contribution intends to shed some light on the dark side of the market economy as it stands in all European countries, to which the Polish households (and also policymakers) where completely not prepared.

1. Basic theory and further departures

The most often quoted theories of saving and borrowing are based on an assumption of optimum choices of households.

The permanent income hypothesis developed by Friedman (1957) supposes that a person's consumption at a point in time is determined not just by her current income but also by her expected income in future years – her "permanent income". This hypothesis assumes not only full rationality of the consumer, but also her knowledge of future income over lifetime. To achieve the optimum consumption path consumers need periodically to borrow and to save.

According to more developed Life Cycle Hypothesis a household consumes at each age an amount proportional to the present value of total resources accruing to it over the rest of its life (Ando, Modigliani 1963, p. 57). As the households expects to get retired at some point and to see their income shrinking, they save to preserve their consumption at retirement. Those expecting increase of their income may borrow (if positively assessing their capacity of repayment), while those expecting decrease of income would save. In the terms of age groups, young households borrow, and older save, in particular to accumulate resources for older age when resources are sold out to ensure satisfactory level of consumption (Modigliani, Brumberg 1954).

A different hypothesis as to the dynamics of consumption and savings has been formulated by Fernandez-Villaverde and Krueger (2010). They claim that consumption (approximated by expenditures on non-durables) is not smoothened over the life time, but reveals a hump shape. Based on empirical data, it is expenditures on durables (apartment, durable household equipment) which starts early in family life and, after a peak in mid-forties, decreases. In fact, young households accumulate initially durables and only much later (mid-forties) they start actually to accumulate financial assets, which are run down in retirement. Fernandez-Villaverde and Krueger claim that such a portfolio composition is optimal for a household, because durables serve as a collateral for further borrowing, necessary in case of unexpected income decrease[2]. Poorer households may be unable to invest in houses, but

[2] It is important to note that in this model no rental market is assumed.

only in other durables, as cars or household equipment. They may be also unable to gather substantial savings or other financial assets.

The hypotheses above repose on some assumptions. First, households are able to effectively limit their consumption. Next, they can rationally foresee the path of their future income. Third, sellers of goods and credit providers are passive and do not try to make people borrow more than optimum. Specific reasons and consequences of taking non-mortgage credits (for consumption purposes) are not taken into account.

However, actual borrowing behaviour of households often departs from any of those patterns. The first reason is the impact of current income. As claimed by Keynes (1936) before the Life Cycle Hypothesis was proposed, consumption may depend directly on current income. This may be most often the case of people unable to reason in the terms of optimum and, in particular, under pressure of uncertainty of their future income. According to the thesis of Keynes poor people save nothing or very little and their consumption being to a high degree due to basic vital needs is constrained by current income, contrary to rich people who put aside a big portion of their income.

Nowadays the research focuses more on other, behavioural, factors impacting on saving and borrowing. Households may reveal different "impatience" with respect to consumption and over-confidence as to future income, and thus borrow more than optimum (Bertola, Disney and Grant 2006). From the supply side, borrowing may differ from optimum because of liquidity constraints imposed by the banks rationing credits (Jappelli 1990) or, conversely, by banks aggressively advertising it.

People may also start saving for old age too late. This may be an outcome of irrational temporary choices of the consumers, who, using hyperbolic accounting, wish to save but "tomorrow" (Thaler, Benartzi 2004).

Another factor impacting on consumption and, indirectly, on borrowing behaviour, is previous maximum consumption, according to the hypothesis of relative consumption by Duesenberry (1947). What may also impact is conspicuous consumption (Veblen) and the phenomenon of consumption cascades meaning mirroring consumption of the richer by the poorer. In this vein, higher is income inequality, stronger may be the tendency to mimic consumption by the reference households, usually richer ("be as Joneses"). It was demonstrated that in run-up to crisis borrowing was boosted by increasing income inequality and pressure of conspicuous consumption

(Cynamon, Fazzari 2014). More general impact of inequality on rise of borrowing is demonstrated by Perugini et al. (2013).

The theories in principle do not distinguish the different types of credits and their role for consumption. While mortgage credits do not contribute to rise of consumption in short term (even may limit it, due to necessity of repayment), consumer credits provide additional liquidity for consumption and may substantially modify spending and saving behaviour of households (Lissowska 2015).

The article summarising the results of the analysis of the EU-SILC dataset claims that the data partly confirm relevance of life cycle hypothesis of borrowing together with age-related mortgage dynamics (Gomez-Salvador, Loichova, Westermann 2011). Households take mortgage when young and pay it at older age, when they can start building savings. However, limited participation of households in mortgage borrowing and its relationship with income mean that a part of households is credit constrained, or impacted by cultural features (living with parents or in rented apartments). Their financial decisions over life cycle do not cover investment in housing, while households can still save for securing their revenues for retirement. The pattern of borrowing for consumer purposes seems to be less clear and more related to satisfying current needs in particular of the younger households then to smoothening consumption over longer periods.

2. Recent developments that may impact on financial decisions of household

The inequality being the focus of this research is important for two reasons:

- growing layer of the poor, the financial planning of whom is of interest for policy makers,
- development of specific financial products on the market impacting on decisions of households.

Recently published report on inequality in Europe stated that not only inequality between the European countries increased, but also within the countries. 10% of the richest captured in 2017 34% of national income compared to 29% in 1980. In parallel, while 20% of citizens lived in Europe below poverty line, they were 22% in 2017 (Blanchet et al. 2019, p. 3).

Poor people are also consumers of specific financial products. Those are now short term and high cost loans, as payday loans. For poor people, who can hardly afford expenditures before they are paid for the last period (a week or a month) it is actually a solution to make ends meet. However, it is a risky product because it easily leads to the endless loop of loans to pay back previous loans, and finally to over-indebtedness.

Financial products are now often offered online (*The Future*… 2017; Behavioural 2019). Alternative providers are in principle suppliers of internet tools (FinTechs) specialized in offering consumer credits to poor, unbanked people (*The Future*… 2017, p. 21).

Those market developments actually broadened access of all customers, in particular the poor, to credit for consumption needs, as indicate for example Rona-Tas and Guseva (2018). It implied also a deep change of behaviour. Credit started to be treated as an equivalent of income, irrespectively of the necessity to pay it back. This attracted all consumers to current spending, with less and less attention to saving (moreover, in low interest rate climate, saving was not productive). It also exposed them to higher risk of over-indebtedness.

3. Evidence from Eurosystem Household Finance and Consumption Survey

General features

Around 2010 a Wave 1 of the survey of household finance and consumption was carried out in the countries of Euro area (ECB 2013). The survey covered households in Belgium, Germany, Greece, Spain, France, Italy, Cyprus, Luxembourg, Malta, Netherlands, Austria, Portugal, Slovenia, Slovakia and Finland. In 2014 a Wave 2 of the survey was carried out, covering additionally Estonia, Hungary, Ireland, Latvia and Poland. Both waves provided overall features of assets (real and financial), borrowing and some elements of consumption. The HFC Surveys use, among others, two criteria of classification of households: age of the head of the household and belonging to a particular income quintile. It allows to analyse use of financial products according to both criteria separately and also cross-cutting both criteria.

In this paper aiming at assessing the coherence of decisions taken by households with Life Cycle Hypothesis, we will use the features of financial assets and of borrowing for households of different age and income group, to assess the impact of poverty. The comparison will be mostly carried out on the income groups in Wave 2 (taking into account age). Some general comparisons with Wave 1 will be carried out to check stability of phenomena. Drawing conclusions as to Lifecycle using static data on age groups is obviously an approximation.

To start with, we will look into the differences of age composition of different income quintiles. It is clearly biased as compared to the age distribution of the whole sample. In the bottom quintile (the poorest people) there is over-representation of the youngest age group (16–34), under-representation of middle-age groups (35–44 and 45–54) and over-representation of the oldest (75+). The highest income quintile, No. 5, has a reverted structure of Quintile 1: over-population of middle-aged households and under-population of the youngest and the oldest households. It visualises changes of income during lifetime (earning less when young, then much more when in middle age, and finally less when old). Thus, with respect to income, the structure of sample population by age and income is generally coherent with Life Cycle Hypothesis. However, a non-negligible proportion of households aged 35–65 in Quintile 1 constitutes a layer of permanent poverty, seemingly unable to move to higher income quintiles.

Savings and financinal assets

Financial assets are held by quasi totality of the European households (96.8% in Wave 1, 97.2% in Wave 2). Holding deposits is the most common (96.4% in Wave 1 and 96.9% in Wave 2) and then private pensions (but it decreased from 33% in Wave1 and to 30.3% in Wave 2). Proportion of households holding private pensions increases with age till 54 and decreases for older age groups. This may reveal not only age-related preference, but also difference in availability of offers of private pensions in different moments of the past (lower when those now aged 75+ were young). It should be noted also that in no age group holding voluntary pensions exceeds 45%, so it is not a general phenomenon.

As to deposits, taking into account broad participation in their holding, only their value will be tabled below.

Table 1. Participation in financial assets and their median value by age groups

Age group	Median value of total financial assets (EUR th)	Median value of deposits (EUR th)	Participation in voluntary private pensions/ whole life insurance	Median value of voluntary private pensions/ whole life insurance (EUR th)
16–34	5.0	3.1	30.6	4.0
35–44	8.9	5.0	37.0	9.0
45–54	12.5	5.2	40.9	17.8
55–64	15.7	7.0	35.5	20.6
65–74	14.1	8.2	18.7	19.8
75+	11.4	8.0	13.0	20.3

Source: (ECB 2016, tab. A5.B and A4.B).

Value of financial assets increases only till 64, like the value of private pensions. The value of deposits, which is much smaller than that of private pensions, increases till the end of life of a household. This reveals different role of deposits, traditionally used as a buffer against insecurity. Private pensions are held by not more than around 40% of any age group. Age is however not the only parameter impacting on the value of financial assets, income matters also.

Participation in financial assets and their value for Wave 2 will be analysed in more detail, by crossing the criteria of age and income.

Table 2. Participation in financial assets by age and income groups – Wave 2

Age/income	1	2	3	4	5	Total
16–34	91.76%	95.26%	96.80%	98.89%	98.94%	96.36%
35–44	83.35%	93.52%	96.61%	97.73%	99.10%	96.15%
45–54	83.38%	93.89%	96.41%	98.01%	98.98%	96.24%
55–64	83.39%	93.41%	96.08%	97.95%	99.13%	95.34%
65–74	84.87%	91.51%	95.55%	98.02%	99.30%	94.00%
75+	81.27%	90.37%	93.29%	97.10%	99.19%	90.23%
Total	84.37%	92.61%	95.81%	97.98%	99.09%	94.84%

Classes of income – in percentiles of EU income: quintile 1 – below 20%, quintile 2 – 20–39.9%, quintile 3 – 40–59.9%, quintile 4 – 60–79.9%, quintile 5 more than 80%.

Source: Own calculation based on (ECB 2016).

The table above discloses an important feature of the first quintile, the poorest population. Namely it is low participation in financial assets for all but the youngest people. It means that the percentage of people not having even a savings account (so more probably unbanked) is the highest in this quintile. As to the youngest people, some of them do not have bank account because they do not have regular earnings, but higher percentage of account holders predicts normal use of financial services when older. On the contrary, for older age groups, the reason of not holding an account may be irregular situation as to residence (like for some immigrants), extreme poverty or insufficient financial literacy. Being unbanked is a barrier to access the financial services offered by banks and may expose those people to more expensive offers (as short-term credits) by alternative financial providers.

Table 3. Median value of financial assets of those participating, Wave 2

Age/income	1	2	3	4	5	Total
16–34	1050	2034	3224	6905	13059	4000
35–44	800	2000	3997	7669.491	24344	7825
45–54	1000	2390	5000	9804.84	33191	11130
55–64	1242	3536	7043	16231.58	59211	14000
65–74	2049	5200	11888	25000	106335	13844
75+	3140	7000	14930	36500	150132	11442
Total	1619	3700	6534	12021.75	40776.01	10000

Source: Own calculation based on (ECB 2016).

The median value of financial assets increases with age, as in lifecycle hypothesis. This is the case also for the poorest quintile, while the median values are for this quintile substantially lower than for the others.

Both participation in voluntary pensions and their median value generally increase with age. However, participation in voluntary pensions is far from general. Even for the highest income quintile it does not exceed 50%. In particular, it is substantially lower for the first quintile than for the other quintiles and does not exceeds 15% for any age group of this quintile. Also the median value of pensions is lower for the first quintile than for other income groups, but reveals the same pattern of differences by age (increase till 55–64, then decrease after retirement and final increase for the oldest).

Table 4. Participation in voluntary pensions and their median value – Wave 2

Age/income	1	2	3	4	5	Total
	Participation					
16–34	9.12%	16.39%	22.62%	29.39%	39.45%	23.33%
35–44	12.53%	20.81%	27.39%	36.25%	49.53%	35.15%
45–54	13.20%	21.88%	28.59%	36.77%	52.66%	37.80%
55–64	13.30%	20.78%	26.31%	34.09%	52.45%	33.99%
65–74	8.20%	11.05%	15.92%	20.78%	42.34%	19.82%
75+	4.28%	8.38%	11.15%	16.35%	39.76%	12.60%
Total	9.35%	15.46%	22.23%	31.14%	48.95%	28.40%
Median value						
16–34	1291	1520	1794	3000	4021	2600
35–44	3000	3000	4000	5200	9440	6403
45–54	3650	4784	6000	8000	18280	11900
55–64	4705	6540	8917	12918	34000	18000
65–74	3932	4419	8000	15572	70000	19929
75+	5000	6395	14000	22478	189045	28361
Total	3088	4000	5400	7636	20000	10227

Source: Own calculation based on (ECB 2016).

There is also a strong relationship between accumulation of real assets (as ownership of main residence) and age class. It increases from around 30% for the youngest to over 70% for those aged 65–74. This is coherent with life cycle hypotheses. Also the income influences on holding real property (less than 50% for the poorest to almost 80% of the richest). Those features are stable, the participation did not change between Wave 1 and Wave 2.

The strong impact of income on real assets may be explained by two reasons. The first are obviously financial constraints disabling poor households to buy a property. The second is tradition and opportunity of renting public property, which exists in some countries (Germany, Austria). Thus, young households are not under pressure to invest rapidly in house ownership in those countries. More wealthy people may wish to invest in real assets for precautionary reasons, as paying less for apartment in old age or renting it. Investment in real estate may be an alternative for gathering financial assets.

This data confirms relevance of life cycle hypothesis for savings (accumulation of real and financial assets to smoothen consumption in old age), but also strong influence of income as a barrier to save. It should not be forgotten, that in European countries there are general (but not necessarily generous) public pension systems. Saving in voluntary pensions depends on possibilities (so people on low income may be unwilling or unable to participate, those on high income may rather invest in real estate or shares) and on behavioural features (precautionary or not, financially literate or not).

Credits

In fact, having credits is much less common than holding financial assets. In Wave 2 only 42.4% of households in the euro area have any credit. Mortgages are less common (26.7% of households) than non-mortgage debt (which is composed of credit lines, credit cards debt and non-mortgage loans). 28.8% of households have non-mortgage debt. Holding credits is impacted both by age of the person leading a household and by income, but the impacts are different.

Holding mortgage debt is impacted by the life cycle logic of pressure to acquire property, essentially as a place to live. Participation in those credits is low for the youngest households (who may not feel necessity to have own house/apartment, or not be sufficiently creditworthy to get a credit), then peaks in forties and later decreases, when house is already bought and credits are being reimbursed. Similarly, the value of mortgage debt, very high for young households (very close to the initial value of credit, if they hold this kind of debt) systematically decreases due to debt repayment.

Participation in mortgage debt is the highest for middle aged people in all income categories. However, this participation is much lower among people on lower income (lower than 20% for any age group in Quintile 1). It reflects lower creditworthiness of poorer households and their higher reliance on renting and access to social housing.

Table 5. Participation and median value of mortgage debt, Wave 2

Participation in mortgage debt						
Age/income	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**Total**
Participation						
16–34	7.75%	16.39%	28.84%	43.09%	54.95%	30.27%
35–44	18.54%	26.48%	38.24%	52.91%	66.52%	48.48%
45–54	14.91%	21.77%	30.37%	39.84%	52.16%	38.71%
55–64	8.63%	14.06%	19.10%	25.36%	37.16%	24.20%
65–74	4.23%	7.13%	10.63%	13.22%	20.57%	11.24%
75+	1.09%	2.53%	4.34%	5.50%	7.99%	3.50%
Total	7.51%	12.77%	21.57%	32.96%	44.94%	26.76%
Median outstanding balance (for those participating)						
16–34	57453	74392	84780	108786	120000	98046
35–44	44100	60000	67678	79731	115000	87000
45–54	40000	42071	48000	54889	82323	65000
55–64	25569	25600	35000	35000	65000	46620
65–74	19604	21562	28900	39857	81000	40101
75+	28995	25000	27318	54664	45000	36000
Total	36000	44249	51096	65000	91000	70000

Source: Own calculation based on (ECB 2016).

Outstanding balance of mortgage debt is for each category of income the highest for the youngest households, because they start their family and buy a house or apartment. It decreases with age, because households have less needs (if they buy next house, they can sell the previous one) and also because they pay back credits. Those features are coherent with lifecycle hypothesis.

Clearly non-mortgage debt has a different role in the life of families. It is more popular than mortgage debt for all, but less for the richest households. The value of this debt is however much lower than in the case of mortgage debt and, while it increases with income, it is much less differentiated between income categories. It is remarkably low for the oldest households in all income quintiles. It seems that the role of those credits is much more similar irrespectively of age and income – to extend consumption possibilities

when young and partly to smoothen consumption in shorter periods when unexpected needs or opportunities appear (as planned purchases of household equipment), for all income groups. It should be noted that this kind of debt was not clearly indicated in Lifetime Hypothesis, probably due to limited popularity of this debt in the past. Also lower participation in non-mortgage debt for the oldest households seem to be a cultural feature (during their active life this kind of debt was less popular). However, now it is an increasing feature both of offers of finance providers and of debt portfolios of the households.

Table 6. Participation in non-mortgage debt

Age/income	1	2	3	4	5	Total
Participation						
16–34	29.71%	38.50%	45.79%	47.07%	43.52%	41.06%
35–44	30.73%	33.27%	40.32%	44.30%	43.40%	40.61%
45–54	26.65%	34.09%	35.70%	39.94%	41.95%	38.09%
55–64	20.97%	26.46%	29.85%	30.85%	31.73%	28.97%
65–74	12.69%	14.01%	16.80%	18.20%	19.26%	16.22%
75+	3.22%	5.92%	7.19%	7.56%	10.13%	6.11%
Total	17.87%	22.39%	28.72%	33.91%	35.08%	28.79%
Median value of outstanding balance for participating						
16–34	3019	3112	4844	7000	6773	4700
35–44	3000	3000	4000	5300	9000	5500
45–54	3000	3151	4000	6500	9728	6200
55–64	1940	2997	4462	5500	9500	5000
65–74	1465	2000	4000	5000	9000	3760
75+	1932	1495	2000	4000	6000	2515
Total	2480	2881	4200	5974	9000	5005

Source: Own calculation based on (ECB 2016).

The indicators of high debt burden are substantially higher for the poorest households. It means that what charges the most the poor households is not mortgage loans (which are not frequent for this income Quintile), but non-mortgage loans. However, if a poor household has a mortgage

loan, its service amounting to 43.8% of income, leads it to the border of over-indebtedness.

Table 7. Debt burden for income classes [%]

Percentile of EU income	Debt/income ratio	Debt service/ income ratio	Mortgage debt service/income ratio	Loan-value ratio of household main residence
Less than 20	101.1	27.5	43.8	42.2
20–39	42.4	17.4	22.8	41.9
40–59	58.4	14.5	19.4	46.0
60–79	82.3	13.3	15.6	46.8
80–100	85.4	10.7	11.2	42.0

Source: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey.

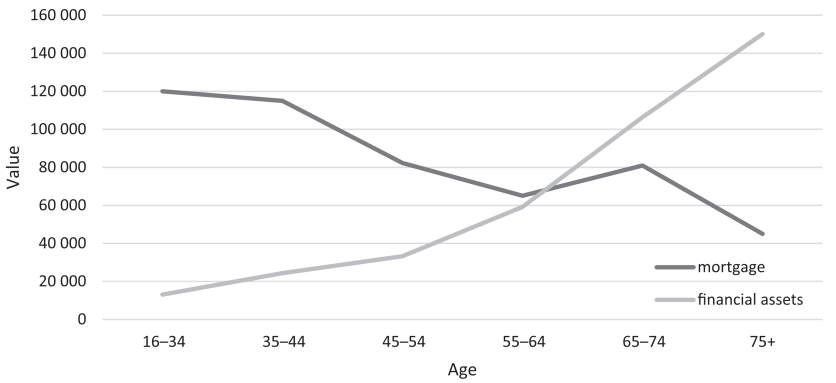
Moreover, almost one third of the poorest households report being refused a credit or allowed to take only one of the lower value. This may indicate that if those people are under financial pressure, they turn more often to alternative providers, who give access to credits, but more expensive, what makes for high debt burden.

Back to lifetime hypothesis

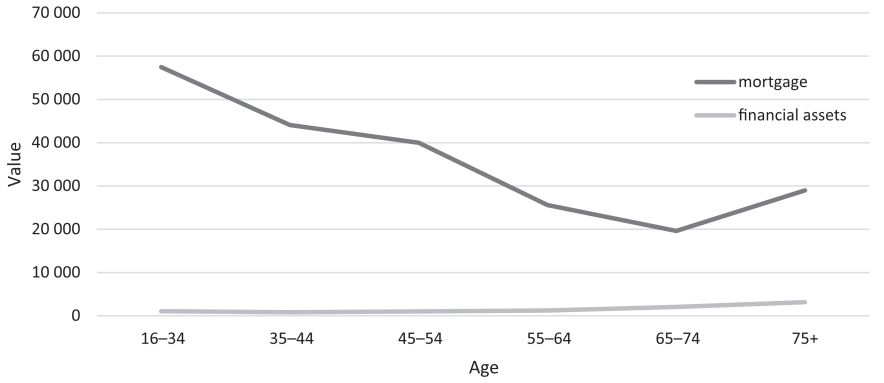
If we show together the value of mortgage debt and of financial assets by age, we obtain a very different picture for the richest and the poorest quintile of income. Graph 1 exhibits the situation for the richest households.

The changes in holding financial products in the lifetime of the richest households clearly reveal the standard life cycle of finance: Taking mortgage credit when young, paying it back till 50s, then increasing effort of savings for retirement (in private pensions and insurance). The final value of financial assets is much higher than the value of mortgages at any age of a household.

The trends for the poorest households are shown in graph 2.



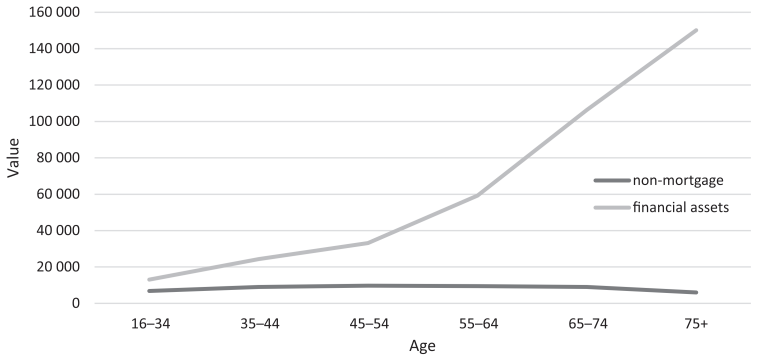
Graph 1. Fifth income quintile, mortgage against financial assets
Source: Own calculation based on (ECB 2016).



Graph 2. First income quintile, mortgage against financial assets
Source: Own calculation based on (ECB 2016).

In the case of the poorest households not only the median value of mortgage credits (subject to participation) is lower than in the case of richer quintile, which may come from lower propensity to take mortgage credits (due to accessibility of social housing or lack of creditworthiness), but also the period of repayment takes longer. The most significant difference is the almost flat shape and low value of financial assets.

It is also interesting to compare differences of non-mortgage debt and financial assets by age for different income quintiles. Graph 3 is for the richest households, graph 4 for the poorest.

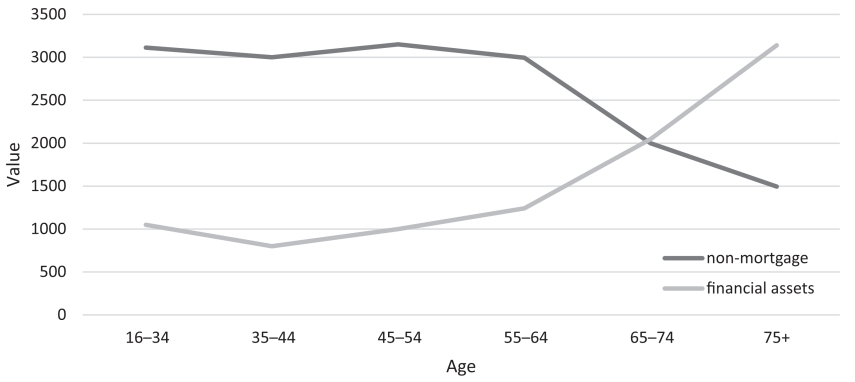


Graph 3. Fifth income quintile, non-mortgage loans against financial assets
Source: Own calculation based on (ECB 2016).

For the richest quintile the median value of non-mortgage debt is negligible in comparison with financial assets, the value of which increases continuously with age. The amount of outstanding non-mortgage debt does not change significantly with age (except much lower amount for the oldest households, which seems to be a cultural feature) and the age of more significant repayment of non-mortgage credit does not influence on gathering financial assets.

The situation of the poorest quintile is very different. The most significant feature is that here the value of non-mortgage debt and of financial assets is comparable. In some way the relation between the two is similar to what could be foreseen with respect to the differences of mortgage credit and financial assets between age classes: increase of financial assets coincides with decrease of credit. It may mean that having more non-mortgage debt at some point of family life disables or discourages people to save for old times, because they treat credit as a part of income and allow themselves to spend on things which otherwise would be outside their reach[3].

[3] We tested also the potential impact of having non mortgage debt on the evolution of mortgage and financial assets across the age groups in Quintile 5. Even in this richest quintile having non mortgage debt slightly slows down cumulation of financials assets.



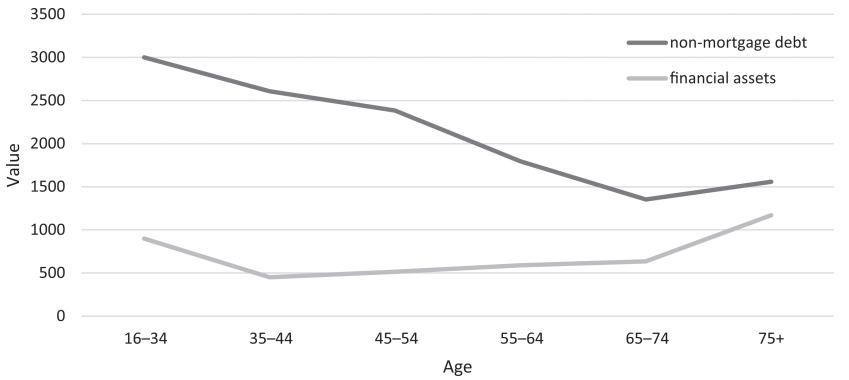
Graph 4. First income quintile, non-mortgage loans against financial assets
Source: Own calculation based on (ECB 2016).

Additional analysis was performed on quintile 1 distinguishing people having and not having non-mortgage debt. The objective was to check the relationship between non-mortgage debt and holding financial assets[4]. Graph 5 below exhibits the changes of non-mortgage loans and financial assets for the poorest households without mortgage.

Here we see some similarity to the lifecycle changes (increase of financial assets when debt decreases) with this difference that, in the absence of mortgage debt, there is some sensitivity of the financial behaviour of a household to lowering of non-mortgage debt. It shows some substitution of mortgage by non-mortgage debt in the financial planning of a household. However, while financial assets increase for older households without mortgage (so probably poorer) they are much lower than for households having mortgage debt.

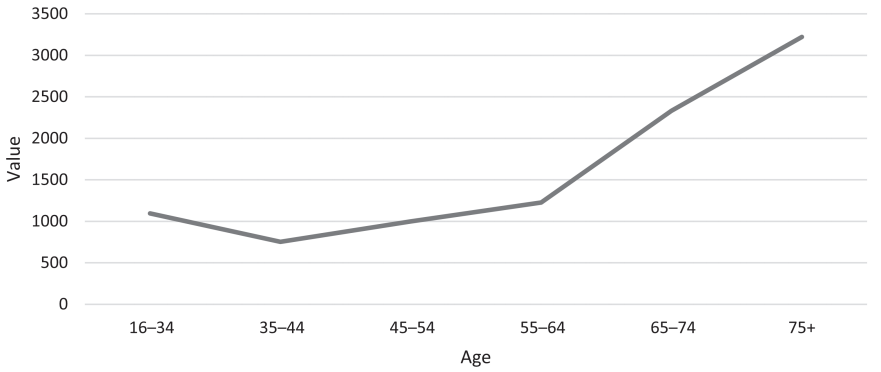
Finally, in graph 6 below is reproduced the shape of financial assets cumulation, for the households of Quintile 1, without any debt (neither mortgage, nor non-mortgage). Having no debt is a reality of a great majority of the poorest households.

[4] The sub-sample of quintile 1 having mortgage was not analysed due to its small size (921 households) compared with the size of sub-sample not having outstanding mortgage (9504 households).



Graph 5. First income quintile, households without mortgage, non-mortgage loans against financial assets

Source: Own calculation based on (ECB 2016).



Graph 6. First income quintile, households without any debt, dynamics of financial assets

Source: Own calculation based on (ECB 2016).

In this case there is a clear cumulation of financial assets, which increase from middle aged households (35–44) to the oldest. It can be said that if there is a cultural or a financial barrier to access to debt, even the poorest households cumulate financial assets. So it is access to debt which discourages or disables the poorest households from cumulating resources for old age.

Conclusion

The results from the analysis of the second Wave of Eurosystem Household Finance and Consumption data reveal a strong influence of the context – broader availability of non mortgage loans (for consumption purposes), which are subject to less strict creditworthiness assessment check. This context made for a change of culture and behaviour of households, which seem to treat this kind of debt as a permanent extension of current income. Pressure of everyday needs (or desire for some goods, previously unavailable) pushes households to borrow. Thus the impact of expected permanent income during the whole lifecycle is weaker and mostly reserved to richest people and to older generation, having the habits from before the extension of availability and promotion of short term loans.

The poorest households (Quintile 1) have specific features of financial decisions. Their frequency of having any financial assets is lower than for richer people, even for middle aged households. 15% of this group does not hold any financial asset. It may mean that a bigger part of those households than in other quintiles is unbanked. This, in turn, would mean exclusion of those households from bank credit offers which would turn them to more expensive short-term credits from non-bank providers (as payday loans). Higher debt burden of the poorest households and declared difficulty to access credits show this.

The poorest households very rarely hold voluntary pensions and the value of their financial assets is low. However, some interesting differences can be revealed between the poor holding a mortgage (so richer, more creditworthy), those without mortgage but with non-mortgage loans and those without any debt. Those without any debt cumulate financial assets which increase from one age category to the next. For those having only non mortgage loans cumulated financial assets are very small and they are higher for age groups having lower non-mortgage indebtedness, so in some way those households behave similarly to mortgage holders, but with respect to non-mortgage loans It seems thus that holding non mortgage loans financially or culturally blocks gathering financial assets. The style of financial decisions of the poorest population is only partly coherent with Lifecycle Hypothesis. More substantial cumulation of financial assets, which would be the basic feature in agreement with Lifecycle Hypothesis is a feature of households who do not borrow.

As to all income quintiles, the clear compliance with Lifecycle Hypothesis may be demonstrated only for the richest households. They cumulate different resources for old time, not only in the form of voluntary pensions, but also other financial assets (mutual funds, bonds, shares) and real estate. Contrary to the situation of poorest households, cumulation of financial assets of the richer households does not seem to be strongly impacted by holding non mortgage loans. However, there seems to be an impact of culture on the oldest households, less prone to hold non mortgage loans.

Thus the data seem to reveal rather rare compliance of financial planning of European households with Lifecycle Hypothesis. Two most important decisions: contracting mortgage debt when young and saving for retirement when older, are far from being the general pattern. On top of this, households more frequently take less rational decision of contracting a lot of consumer credit. While it is without substantial impact on cumulating financial assets for rich households, it focuses attention of other households on current and not permanent income and discourages their savings.

Those observations show the importance of broader access to consumer (non-mortgage) credits on the financial planning of all, but especially the poorest households. This access has detrimental impact on correct long term planning (for the whole of lifetime) by the illusion of availing of additional income and tendency to excessive spending. On the other hand it destroys traditional imperative of precautionary saving. Both lead to over-indebtedness with its negative social and economic consequences.

References

Ando A., Modigliani F. (1963), *The "Life-Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*, "American Economic Review", No. 53.

Behavioural study on the digitalization of the marketing and distance selling of retail financial services. Final report (2019) European Commission, Brussels.

Bertola G., Disney R., Grant Ch. (2006), *The Economics of Consumer Credit Demand and Supply* [in:] G. Bertola, R. Disney, Ch. Grant (eds.), *The Economics of Consumer Credit*, The MIT Press, Cambridge Ma, London England.

Blanchet T., Chancel L., Amory G. (2019), *How Unequal is Europe? Evidence from Distributional National Accounts, 1980–2017*, WID.world Working Paper, No. 6.

Cynamon B.Z., Fazzari S.M. (2014), *Inequality, the Great Recession and Slow Recovery*, Institute for New Economic Thinking, Working Paper No. 1.

ECB (2013), *The Eurosystem household finance and consumption survey. Results from the first wave*, Statistics Paper Series, No. 2, April, Frankfurt.

Fernandez-Villaverde J., Krueger D. (2010), *Vintage Article: Consumption and Savings over the Life Cycle: How Important are Consumer Durables?*, NBER . Cambridge, Massachusetts, US

Friedman M. (1957), *A theory of the consumption function*, Princeton Press, Princeton.

The Future of Retail Financial Services. What Policy Mix for a Balanced Digital Transformation? (2017), CEPS ECRI, Brussels.

Gomez-Salvador R., Lojschova A., Westermann T. (2011), *Household Sector Borrowing in the Euro Area. A Micro Data Perspective*, Occasional Paper Series No. 125, ECB Frankfurt.

Jappelli T. (1990), *Who is credit constrained in the US economy*, "The Quarterly Journal of Economics", Vol. 105, No. 1.

Keynes J.M. (1936), *The general theory of employment, interest and money*, Macmillan, London.

Lissowska M. (2015), *Consumption and credit for households in the run-up to crisis and in the efforts to overcome recession* [in:] S. Fadda, I.P. Tridico (eds.), *The Economic Crisis in Social and Institutional Context*, Routledge London and New York.

Modigliani F., Brumberg R.H. (1954), *Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data* [in:] K. Kurihara (ed.), *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ. Rutgers University Press.

Perugini C., Holscher J., Collie S. (2013), *Inequality in credit expansion and financial crises*, Munich Personal RePEc Archive.

Rona-Tas A., Guseva A. (2018), *Consumer credit in Comparative Perspective*, „Annual Review of Sociology", July.

Thaler R., Benartzi S. (2004), *Save more tomorrowTM: using behavioural economics to increase employee saving*, "Journal of Political Economy", Vol. 112, No. 1.

Nierówności dochodowe a korzystanie z produktów finansowych w porównaniu z koncepcją cyklu życiowego gospodarstwa domowego

Streszczenie

Opracowanie ma na celu przedstawienie trendów pożyczania i oszczędzania przez najuboższe europejskie gospodarstwa domowe na tle szerszej perspektywy decyzji finansowych podejmowanych przez gospodarstwo domowe w całym cyklu jego życia. Zakłada się klasyczną hipotezę dochodu permanentnego i jego wpływ na cykl życiowy gospodarstwa domowego, ale przyjmuje się też możliwość nieracjonalności decyzji podejmowanych przez gospodarstwo domowe. Bierze się się też pod uwagę ostatnio często badane zjawisko rosnącej nierówności europejskich gospodarstw domowych i pogłębiającego się ubóstwa najuboższych. Brany

jest też pod uwagę wpływ ostatnio upowszechniających się produktów finansowych, jak pożyczki krótkookresowe, co jest traktowane jako substytut dochodu w planowaniu finansowym gospodarstw domowych. Na podstawie danych mikroekonomicznych dochodzimy do wniosku, że zachowanie najuboższych gospodarstw domowych znacznie różni się od hipotez klasycznych, odpowiednich dla gospodarstw domowych klasy średniej, jak to postrzegano 50 lat temu. W szczególności kredyt hipoteczny jest rzadszy i dla wielu gospodarstw domowych został zastąpiony kredytem niehipotecznym zaciąganym dla zaspokojenia bieżących potrzeb. Najuboższe gospodarstwa domowe częściej spotykają się z odmową kredytu i częściej też mają kłopoty ze spłatą kredytu. Trudności finansowe i prawdopodobnie też cechy behawioralne powodują, że ubogie gospodarstwa domowe gromadzą mniej zasobów finansowych na okres emerytalny. Jako przyczyny tego można wskazać ubóstwo, ale też niższą wiedzę finansową, podejmowanie nieodpowiednich decyzji o wzięciu pożyczki i niemożność skorzystania z korzystniejszych ofert finansowych, przeznaczonych dla lepszych klientów, oraz agresywna sprzedaż krótkoterminowych kredytów o wysokim koszcie.

Słowa kluczowe: gospodarstwo domowe, kredyty, ubóstwo

Andrzej Cieślik

Uniwersytet Warszawski

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w gospodarce Polski

Streszczenie

W artykule przeprowadzona została analiza działalności przedsiębiorstw międzynarodowych i dokonywanych przez nie zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce w trzech ostatnich dekadach. W pracy pokazano, że w badanym okresie nastąpił kilkukrotny wzrost liczby spółek z udziałem kapitału zagranicznego działających w Polsce. Ponadto zmieniła się struktura BIZ, a także wzrosła orientacja eksportowa spółek z udziałem kapitału zagranicznego. To z kolei świadczy o rosnącej roli pionowych BIZ, chociaż przychody spółek z udziałem kapitału zagranicznego generowane na rynku polskim nadal stanowią większość przychodów z ich działalności. Przedsiębiorstwa międzynarodowe odegrały istotną rolę w transformacji polskiej gospodarki i jej integracji z gospodarką światową.

Słowa kluczowe: bezpośrednie inwestycje zagraniczne, Polska, przedsiębiorstwa międzynarodowe

Wstęp

W ciągu trzech dziesięcioleci Polska doświadczyła istotnego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), które odegrały znaczącą rolę w transformacji polskiej gospodarki na przełomie XX i XXI wieku. W 1991 roku dokonana została istotna liberalizacja ustawodawstwa regulującego zakładanie i działalność spółek z udziałem zagranicznego kapitału. Natomiast jego nowelizacja, która miała miejsce w roku 1996, zniosła istniejące wcześniej wymogi uzyskiwania zezwoleń na utworzenie tego typu spółek oraz ograniczyła do minimum zezwolenia na nabywanie lub obejmowanie udziałów w spółkach już istniejących. W rezultacie jeszcze przed

przystąpieniem Polski do OECD w 1998 roku usunięte zostały praktycznie wszystkie biurokratyczne bariery inwestowania w Polsce.

Bardziej liberalne przepisy dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej przez inwestorów zagranicznych w Polsce w połączeniu z otwarciem gospodarki oraz sukcesem przeprowadzonych reform rynkowych sprawiły, że polska gospodarka stała się atrakcyjnym miejscem prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa międzynarodowe (Winiecki 1996; Jóźwik 2016)[1]. W rezultacie liczba działających spółek córek tych przedsiębiorstw oraz wielkość zainwestowanego w Polsce kapitału zagranicznego zaczęły dynamicznie rosnąć[2]. Kolejnym impulsem prowadzącym do zwiększenia zaangażowania inwestorów zagranicznych w polskiej gospodarce było przystąpienie Polski do Unii Europejskiej (UE) w 2004 roku (Cieślik 2017a; 2020a, b). Obecnie Polska jest krajem, który przyciągnął najwięcej BIZ spośród wszystkich nowych krajów członkowskich UE.

Według najnowszych dostępnych danych polskiego Głównego Urzędu Statystycznego (GUS 2020) w 2018 roku w Polsce działało 26 787 spółek z udziałem kapitału zagranicznego. Chociaż firmy te stanowią mniej niż 1% ogólnej liczby podmiotów gospodarczych w Polsce, to mają one znaczące udziały w ogólnej liczbie pracujących, przychodach z całokształtu działalności, wydatkach inwestycyjnych oraz handlu zagranicznym (GUS 2019). W szczególności w roku 2018 liczba pracujących w firmach z udziałem kapitału zagranicznego wyniosła ponad 2 mln osób, co stanowiło ponad 13% ogółu pracujących w polskiej gospodarce. Uzyskane przez nie przychody wyniosły 1 646 850,7 mln zł, a ich udział w przychodach wszystkich podmiotów bilansowych wyniósł ponad 44%. Z kolei na nabycie nowych środków trwałych firmy z udziałem kapitału zagranicznego przeznaczyły

[1] We wcześniejszym okresie działalność firm z udziałem zagranicznego kapitału w Polsce była niewielka i ograniczała się prawie wyłącznie do zagranicznych przedsiębiorstw drobnej wytwórczości będących z reguły własnością osób polskiego pochodzenia. W drugiej połowie lat 80. XX wieku podjęto próby przyciągnięcia do Polski zagranicznych inwestorów poprzez liberalizację przepisów prawnych regulujących ich działalność, jednak działalność ta została obwarowana szeregiem prawnych ograniczeń, które skutecznie przeciwdziałały napływowi zagranicznego kapitału na szeroką skalę.

[2] W okresie poprzedzającym transformację liczba działających w Polsce spółek z udziałem kapitału zagranicznego w drugiej połowie lat 80. XX wieku wynosiła średnio około 300 rocznie. Do 1988 roku liczba ta rosła w niewielkim tempie średnio zaledwie około 9% rocznie (Cieślik 2005).

83 214,1 mln zł, co stanowiło ponad jedną czwartą wydatków na środki trwałe poniesionych przez podmioty bilansowe. Przychody ze sprzedaży na eksport spółek z udziałem kapitału zagranicznego wyniosły 543 183,4 mln zł, natomiast ich wydatki na import 531 212,8 mln zł, czyli odpowiednio 57,1% wartości całego polskiego eksportu i 54,7% wartości całego polskiego importu (GUS 2019).

Głównym celem niniejszej pracy jest omówienie roli spółek z udziałem zagranicznego kapitału w polskiej gospodarce w ostatnich trzech dekadach. W szczególności przedstawiona zostanie analiza trendów dotyczących BIZ dokonywanych na terenie Polski, która obejmowała będzie liczbę i wielkość spółek z udziałem kapitału zagranicznego, źródła pochodzenia tego kapitału według kraju pochodzenia inwestora, sektorową oraz gałęziową strukturę BIZ, a także ich lokalizację i orientację eksportową. Wyniki tej analizy pozwolą, między innymi, na identyfikację kluczowych prawidłowości związanych z BIZ dokonywanych w Polsce oraz ich odniesienie do teorii przedsiębiorstwa międzynarodowego.

Struktura niniejszej pracy jest następująca. W kolejnej części omówione zostaną dane statystyczne wykorzystane do analizy roli BIZ w polskiej gospodarce. Następnie scharakteryzowana zostanie geograficzna struktura BIZ według krajów pochodzenia kapitału zagranicznego. W dalszej kolejności przedstawiona zostanie sektorowa i gałęziowa struktura BIZ, ich lokalizacja oraz orientacja eksportowa, a także wyniki badań dotyczących motywów inwestowania w Polsce.

1. Dane statystyczne

Przedsiębiorstwa międzynarodowe odgrywają coraz ważniejszą rolę w procesie globalizacji i międzynarodowej integracji gospodarek narodowych. Przez wiele dziesięcioleci dominująca część BIZ lokowana była w krajach wysoko rozwiniętych, a inwestycje dokonywane były w gałęziach wykorzystujących intensywnie kapitał ludzki, które w dużej części należały do sektora usług. Jednak od pewnego czasu obserwuje się wzrost napływu BIZ do krajów rozwijających się i transformujących. Jest to powodowane liberalizacją oraz otwarciem na świat ich gospodarek, a także znaczącym spadkiem kosztów transportu i prowadzenia działalności w skali międzynarodowej dzięki rozwojowi technologii telekomunikacyjnych.

Wraz ze wzrostem znaczenia tych przedsiębiorstw ewolucji ulega również struktura dokonywanych przez nie BIZ. W teorii przedsiębiorstwa międzynarodowego wyróżnia się dwa główne motywy podejmowania BIZ w zależności od rodzaju integracji firmy macierzystej z jej zagraniczną filią: dostęp do rynku zbytu w kraju goszczącym oraz redukcja kosztów produkcji. To z kolei znajduje swoje odzwierciedlenie w dwóch różnych rodzajach BIZ: poziomych, które zastępują eksport z kraju macierzystego do kraju goszczącego poprzez produkcję na miejscu, oraz pionowych, które generują eksport z kraju goszczącego do kraju macierzystego lub na rynki krajów trzecich (Cieślik 2017b).

Poziome BIZ związane są z budową od podstaw bądź też nabywaniem już istniejących zakładów produkcyjnych lub sieci dystrybucyjnych w kraju goszczącym w tych samych sektorach i gałęziach co w kraju macierzystym. Ten rodzaj BIZ oznacza, że zagraniczne filie produkują takie same lub podobne dobra i usługi co firma macierzysta niezależnie od lokalizacji. Tego typu inwestycje występują w gałęziach gospodarki kraju goszczącego, które charakteryzują się geograficzną segmentacją rynków zbytu. Dotyczy to przede wszystkim wielu gałęzi sektora usług, takich jak hotelarstwo, gastronomia, usługi transportowe, bankowość, ubezpieczenia i konsulting. Oprócz sektora usług poziome BIZ występują w gałęziach przetwórstwa przemysłowego, takich jak produkcja artykułów spożywczych i napojów oraz produkcja podstawowych wyrobów z metali.

Z kolei pionowe BIZ wiążą się z międzynarodową fragmentaryzacją procesu produkcji i lokalizacją jego poszczególnych stadiów w różnych krajach w oparciu o ich przewagi komparatywne. Oznacza to, że przedsiębiorstwa międzynarodowe w części swoich zakładów wytwarzają dobra lub usługi wykorzystywane jako nakłady w innych prowadzonych przez nie rodzajach działalności. Pionowe BIZ mogą być związane z wydobywaniem surowców naturalnych, produkcją nakładów pośrednich lub też z dystrybucją wyrobów gotowych.

Analiza zawarta w niniejszej pracy opiera się na jednolitym materiale statystycznym pochodzącym z publikacji polskiego Głównego Urzędu Statystycznego (GUS). W początkowym okresie transformacji do roku 1993 dane dotyczące działalności firm z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce nie były zbierane regularnie i były bardzo fragmentaryczne, co uniemożliwia przeprowadzenie analiz porównawczych dla tego okresu. Z powyższych

względów analiza zawarta w opracowaniu warunkowana jest dostępnością danych i dotyczy okresu 1993–2018.

Dane dotyczące spółek z udziałem kapitału zagranicznego wykorzystane w tej pracy pochodzą z następujących publikacji GUS o różnych tytułach, które wydawane były w kolejnych latach: *Podstawowe informacje o podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego* (1994), *Wyniki finansowe podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego* (1995–1997), *Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego* (1998–2004), a także *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym* (2005–2020). Dane te obejmują pełną populację spółek z udziałem kapitału zagranicznego niezależnie od ich wielkości oraz udziału kapitału zagranicznego.

Dane statystyczne dostępne w publikacjach GUS od roku 1993 umożliwiają zbadanie rozkładu spółek z udziałem kapitału zagranicznego działających w Polsce poprzez dokonanie ich podziału według wielkości zatrudnienia na mikrofirmy zatrudniające do 9 osób, firmy małe zatrudniające od 10 do 49 osób i firmy średnie zatrudniające od 50 do 249 osób oraz firmy duże zatrudniające 250 i więcej osób. Zmiany w rozkładzie spółek z udziałem kapitału zagranicznego według wielkości zatrudnienia w okresie 1993–2018 przedstawione zostały w tabeli 1.

Tabela 1. Firmy z udziałem kapitału zagranicznego według wielkości zatrudnienia w latach 1993–2018 (udział %)

Wielkość firmy	1993	2004	2018
Mikrofirmy – do 9 osób	60,8	58,5	67,1
Firmy małe 10–49 osób	25,9	22,8	16,2
Firmy średnie 50–249 osób	10,5	13,4	11,0
Firmy duże 250 i więcej osób	2,8	5,3	5,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS (1994–2020).

Udział mikrofirm w ogólnej liczbie spółek z udziałem kapitału zagranicznego działających w Polsce zmalał z 60,8% w 1993 do 58,5% w 2004 roku, jednak później wzrósł do wartości 67,1% w 2018 roku. Z kolei udział firm małych systematycznie malał w ciągu całego okresu, spadając z 25,9% w 1993 do 22,8% w 2004 roku, a następnie 16,2% w 2018 roku. Z kolei udział firm średnich charakteryzował się relatywnie małymi zmianami. Zauważalny jest

jego wzrost z 10,5% w 1993 do 13,4% w 2004 roku, a następnie spadek do 11% w 2018 roku. Natomiast udział największych firm zatrudniających 250 i więcej osób w całkowitej liczbie działających spółek z udziałem kapitału zagranicznego, który w 1993 wynosił 2,8%, w 2004 osiągnął 5,3%, a w roku 2018 wzrósł do 5,7%. Powyższe tendencje sugerują zatem postępującą polaryzację rozkładu spółek z udziałem kapitału zagranicznego, w ramach której następuje wzrost znaczenia obu końców rozkładu, czyli firm największych oraz najmniejszych, kosztem utraty znaczenia firm małych i średnich ze środka rozkładu.

2. Geograficzna struktura BIZ

W okresie 1993–2018 w zdecydowanie największej liczbie spółek z udziałem kapitału zagranicznego działających w Polsce wystąpił kapitał pochodzący z krajów członkowskich Unii Europejskiej, a zwłaszcza ze starych krajów UE-15. W szczególności w 2018 roku z krajów Unii Europejskiej pochodziło 20 034 firm, czyli prawie 75% całej populacji spółek z udziałem zagranicznego kapitału działających w Polsce. Natomiast z krajów starej UE-15 pochodziło 17 051 firm (63,6%). Spośród nich najbardziej liczne były firmy z udziałem kapitału niemieckiego – 5415 firm (20,2%), holenderskiego – 2452 firm (9,1%) oraz brytyjskiego – 1426 firm (5,3%).

Z krajów Unii Europejskiej pochodziła też zdecydowana większość zainwestowanego w Polsce kapitału zagranicznego (91,4%). Podobnie jak w przypadku liczby firm większość kapitału pochodziła z krajów starej UE-15 (85%). Na czołowych miejscach znalazły się odpowiednio Holandia (23,2%), Niemcy (16,6%) oraz Francja (12,8%). Największym inwestorem zagranicznym spoza Unii Europejskiej były Stany Zjednoczone, które zainwestowały w Polsce 2,3% ogółu kapitału zagranicznego i których kapitał obecny był w 813 firmach. Pochodzenie kapitału zagranicznego według krajów w poszczególnych latach przedstawione zostało w tabeli 2.

Struktura geograficzna BIZ w Polsce odzwierciedla światowe tendencje. Zgodnie z nimi zdecydowana większość BIZ dokonywana jest przez geograficznie bliskie kraje wysokorozwinięte, którymi w przypadku Polski są kraje starej UE-15. To z kolei tłumaczy relatywnie niewielkie zaangażowanie firm pochodzących z innych krajów wysokorozwiniętych, takich jak Stany Zjednoczone czy Japonia, które są istotnymi źródłami zagranicznego kapitału na świecie. W przypadku Polski w 2018 roku amerykańscy inwestorzy

posiadali udziały w 813 spółkach z udziałem kapitału zagranicznego, na które przypadało 2,3% całości kapitału zagranicznego zainwestowanego w Polsce. Zaangażowanie kapitałowe Stanów Zjednoczonych w Polsce jest zatem porównywalne z małymi krajami europejskimi, takimi jak Szwecja i Szwajcaria, na które przypadło odpowiednio 2,6% i 2,2% zagranicznego kapitału zainwestowanego w Polsce. Z kolei japońscy inwestorzy posiadali udziały tylko w 86 spółkach, na które przypadało jedynie 0,6% całości kapitału zagranicznego zainwestowanego w Polsce. Zaangażowanie firm pochodzących z Japonii było mniejsze niż zaangażowanie inwestorów pochodzących z Korei Południowej, których kapitał obecny był w 203 firmach, na które przypadało 1,2% całości kapitału zagranicznego zainwestowanego w Polsce.

Tabela 2. Pochodzenie kapitału zagranicznego

Kraj	1993		2004		2018		
	liczba firm	udział %	liczba firm	udział %	liczba firm	udział %	% kapitału
Niemcy	2943	37,1	5543	35,0	5415	20,2	16,6
Ukraina	61	0,8	323	2,0	2619	9,8	0,1
Holandia	388	4,9	1686	10,7	2452	9,1	23,2
Wielka Brytania	319	4,0	688	4,4	1426	5,3	4,0
Włochy	387	4,9	849	5,4	1379	5,1	2,6
Cypr	7	0,1	160	1,0	1283	4,8	3,6
Francja	425	5,4	967	6,1	1194	4,9	12,8
Luksemburg	33	0,4	288	1,8	1068	4,0	11,5
Austria	475	6,0	698	4,4	822	3,1	2,7
Stany Zjednoczone	532	6,7	755	4,8	813	3,0	2,3
UE-15	5904	74,4	13494	85,3	17051	63,6	85,0
UE-27	6039	76,1	14283	90,3	20034	74,8	91,4
Razem	**7935**	**100,0**	**15816**	**100,0**	**26787**	**100,0**	**100,0**

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS (1994–2020).

Relatywnie niewielkie zaangażowanie inwestorów pochodzących z pozaeuropejskich krajów w Polsce oraz w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej wynikać może z różnic w motywach dokonywania inwestycji bezpośrednich pomiędzy firmami pochodzącymi z krajów Unii Europejskiej

a firmami pochodzącymi z tych krajów (Cieślik, Ryan 2004; Cieślik 2018). Firmy spoza Europy w znacznie większym stopniu niż firmy europejskie zainteresowane są obsługą rynku krajowego Polski, jak i pozostałych krajów UE, niż dokonywaniem inwestycji mających na celu fragmentaryzację procesu produkcji służącą redukcji kosztów, ponieważ tego typu inwestycje dokonywane są przez nie głównie w krajach Azji Południowo-Wschodniej.

Ponadto po przystąpieniu Polski do UE zaobserwować można bardzo duży wzrost zaangażowania w Polsce inwestorów pochodzących z Ukrainy. W 2018 roku w Polsce działało 2619 firm z udziałem kapitału ukraińskiego, co sprawiło, że pod względem liczby firm Ukraina znalazła się w ścisłej czołówce największych inwestorów zagranicznych w Polsce, plasując się na drugim miejscu zaraz po Niemczech. Na firmy te przypada jednak mniej niż 0,1% całości kapitału zagranicznego zainwestowanego w Polsce. To sprawia, że pod względem zaangażowania kapitałowego Ukraina znalazła się dopiero na odległej 30 pozycji.

3. Sektorowe i gałęziowe rozmieszczenie firm z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce

Pod względem liczby spółek z udziałem kapitału zagranicznego, wielkości zainwestowanego kapitału zagranicznego, a także liczby pracujących największe znaczenie odgrywa obecnie sektor usług. Natomiast sektor pierwotny, jeśli chodzi o liczbę spółek z udziałem kapitału zagranicznego, wielkość zainwestowanego kapitału oraz liczbę pracujących, ma znaczenie marginalne.

W 2018 roku w sektorze usług działało 21 708 firm, co stanowiło 81% ogółu spółek z udziałem zagranicznego kapitału działających w Polsce. W sektorze tym zainwestowano 120 610,5 mln zł, co stanowiło 61,4% zagranicznego kapitału, i pracowało w nim 1 100 036 osób, co stanowiło 54,1% ogółu pracujących w spółkach z udziałem kapitału zagranicznego. Z kolei w sektorze przetwórstwa przemysłowego działało 4956 firm, co stanowiło 18,5% ogółu spółek z udziałem zagranicznego kapitału działających w Polsce. W sektorze tym zainwestowano 74 242,9 mln zł, co stanowiło 37,8% zagranicznego kapitału, i pracowało w nim 928 819 osób, co stanowiło 45,7% ogółu pracujących w firmach z udziałem kapitału zagranicznego. Rozmieszczenie firm z udziałem kapitału zagranicznego według sekcji Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD) w roku 2018 przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Rozmieszczenie BIZ w 2018 roku w Polsce według sekcji PKD

Sekcje PKD	Spółki		Kapitał zagraniczny		Pracujący	
	liczba	udział %	mln zł	udział %	osoby	udział %
Ogółem	26 787	100,0	196 399,3	100,0	2 033 286	100,0
Górnictwo i wydobywanie	123	0,5	1 545,9	0,8	4431	0,2
Przetwórstwo przemysłowe	4 956	18,5	74 242,9	37,8	928 819	45,7
Energia, gaz, para wodna	540	2,0	8 397,7	4,3	8 167	0,4
Dostawa wody, gospodarowanie ściekami	135	0,5	897,6	0,5	9 930	0,5
Budownictwo	2040	7,6	8 071,9	4,1	58 247	2,9
Handel i naprawy	8 221	30,7	44 876,1	22,8	493 331	24,3
Zakwaterowanie i gastronomia	726	2,7	2 535,2	1,3	29 102	1,4
Transport i gospodarka magazynowa	1 408	5,3	4 955,4	2,5	114 455	5,6
Informacja i komunikacja	1 816	6,8	17 952,7	9,1	140 974	6,9
Obsługa rynku nieruchomości	2109	7,9	19 085,3	9,7	11 069	0,5
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	2 557	9,5	9 084,7	4,6	99 501	4,9
Administrowanie i działalność wspierająca	1 459	5,4	3 023,4	1,5	105 112	5,2
Edukacja	148	0,6	76,9	0,0	1 548	0,1
Ochrona zdrowia i pomoc społeczna	157	0,6	1 222,4	0,6	18 563	0,9
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	167	0,6	316,9	0,2	3 024	0,1
Pozostała działalność usługowa	225	0,8	114,4	0,1	7 013	0,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS (2020).

Najważniejszym rodzajem działalności wykonywanej w obrębie sektora usług był handel i naprawy, którymi zajmowało się prawie 31% ogółu firm, w które zainwestowano blisko 23% zagranicznego kapitału i w których pracowało ponad 24% ogółu pracujących w firmach z udziałem kapitału zagranicznego. Na dalszych miejscach pod względem liczby działających firm znalazły się odpowiednio przetwórstwo przemysłowe (18,5%), działalność

profesjonalna, naukowa i techniczna (9,5%), obsługa rynku nieruchomości (7,9%), a także budownictwo (7,6%). Podsumowując, można zauważyć, że działalność spółek z udziałem zagranicznego kapitału koncentruje się głównie w sektorze usług, co zgodne jest ze światowymi trendami i świadczyć może o dominacji w polskiej gospodarce BIZ o charakterze poziomym.

4. Lokalizacja i orientacja eksportowa spółek z udziałem kapitału zagranicznego

W celu bardziej precyzyjnego określenia, z jakim rodzajem inwestycji bezpośrednich mamy do czynienia w Polsce, pomocne jest również zbadanie orientacji eksportowej firm z udziałem kapitału zagranicznego. W szczególności można oczekiwać, że w przypadku inwestycji o charakterze pionowym duża część przychodów będzie generowana ze sprzedaży na rynkach zagranicznych. Biorąc po uwagę fakt, że większość BIZ w Polsce pochodzi z krajów starej UE-15, można oczekiwać, że ze względu na łatwiejszy dostęp do rynków zbytu większość tego typu inwestycji zlokalizowanych będzie w zachodniej części Polski, gdzie koszty dostępu do rynku UE-15 są niższe. Z powyższych względów inwestycje dokonywane w tej części Polski powinny mieć charakter bardziej proeksportowy.

Orientację eksportową firm z udziałem kapitału zagranicznego według województw w latach 1998, 2004 i 2018 przedstawia tabela 4. Z tabeli tej jednoznacznie wynika, że spółki z udziałem kapitału zagranicznego zorientowane są przede wszystkim na obsługę rynku krajowego, ponieważ większość ich przychodów generowana jest na rynku krajowym. To z kolei oznacza, że BIZ dokonywane w Polsce mają głównie charakter poziomy. Wniosek ten jest zgodny z wnioskami wyciągniętymi w poprzedniej części pracy na podstawie analizy struktury sektorowej BIZ. Tym niemniej można zauważyć, że znaczenie pionowych BIZ rośnie wraz z upływem czasu, co świadczy o postępującej integracji polskiej gospodarki z gospodarkami innych krajów UE i jej włączaniu się w globalne łańcuchy dostaw.

Tabela 4. Orientacja eksportowa firm z udziałem kapitału zagranicznego w latach 1998, 2004 i 2018

Województwo	1998			2004			2018		
	eksport mln zł	udział %	% przych.	eksport mln zł	udział %	% przych.	eksport mln zł	udział %	% przych.
dolnośląskie	1767,9	4,6	16,8	16282,3	10,9	43,7	59 459,0	10,9	49,1
kujawsko-pomorskie	1772,3	4,6	25,1	3541,2	2,4	29,4	17 458,0	3,2	39,4
lubelskie	781,6	2,0	19,6	1456,6	1,0	25,4	7 095,0	1,3	36,9
lubuskie	1256,1	3,3	32,0	5441,4	3,6	51,7	18 423,6	3,4	65,1
łódzkie	1024,2	2,7	15,8	4104,5	2,7	26,7	24 969,0	4,6	39,9
małopolskie	991,6	2,6	7,9	5240,3	3,5	12,8	32 507,0	6,0	34,7
mazowieckie	8877,4	23,2	6,8	32076,2	21,4	9,9	119 194,0	21,9	18,9
opolskie	541,2	1,4	13,8	1876,6	1,3	25,2	9 922,0	1,8	36,1
podkarpackie	1194,2	3,1	24,4	5333,1	3,6	47,1	21 005,0	3,9	66,1
podlaskie	321,7	0,8	15,5	1262,6	0,8	23,0	3 839,0	0,7	58,6
pomorskie	4704,4	12,3	39,0	9799,0	6,5	38,1	27 293,0	5,0	44,7
śląskie	6620,3	17,3	25,7	32216,0	21,5	39,2	92 047,0	16,9	52,0
świętokrzyskie	545,1	1,4	14,5	2095,1	1,4	19,5	7 497,0	1,4	40,0
warmińsko-mazurskie	1199,7	3,1	22,2	3403	2,3	43,0	6 919,0	1,3	64,5
wielkopolskie	4506,9	11,8	14,7	21276,4	14,2	28,1	74 345,0	13,7	26,8
zachodnio-pomorskie	2069,9	5,4	29,2	4595	3,1	37,7	21 212,0	3,9	55,6
Polska	38174,5	100	14,1	149999,4	100	21,9	543 183,4	100	33,0

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS (1999–2020).

Na poziomie ogólnopolskim udział przychodów z eksportu w całości przychodów ze sprzedaży firm z udziałem kapitału zagranicznego, który w 1998 roku wynosił 14,1%, wzrósł do 21,9% w 2004, a następnie do 33,0% w 2018 roku, a więc zwiększył się ponaddwukrotnie. Ponadto zauważyć można, że w niektórych województwach dominują pionowe BIZ, ponieważ udział przychodów z eksportu w całości przychodów przekracza tam ponad 50%. W szczególności w 2018 roku najbardziej proeksportowo zorientowanymi były odpowiednio województwa: podkarpackie (66,1%), lubuskie (65,1%), warmińsko-mazurskie (64,5%), podlaskie (58,6%), zachodniopomorskie (55,6%) oraz śląskie (52,0%).

4. Badania motywów podejmowania BIZ w Polsce

Badania motywów podejmowania BIZ w Polsce początkowo prowadzone były na niewielkiej liczbie losowo wybranych firm z udziałem kapitału zagranicznego. Badania te często miały charakter nieformalny, jednorazowy i ograniczały się do bezpośrednich wywiadów lub ankiet prowadzonych wśród wyższej kadry kierowniczej. Od lat 90. XX wieku prowadzone są natomiast na zlecenie Polskiej Agencji Inwestycji i Handlu (PAiH), a wcześniej Państwowej Agencji Informacji i Inwestycji Zagranicznych (PAIiIZ), regularne badania klimatu inwestycyjnego w Polsce. Badania te bazują na próbie kilkuset firm wybranych spośród największych inwestorów zagranicznych w Polsce. Z badań tych wynika, że na przestrzeni lat w czołówce powtarzają się wciąż te same motywy, chociaż przypisywane im znaczenie podlega pewnym zmianom w czasie (Cieślik 2005).

Według ostatnich dostępnych badań PAiH (2019) przeprowadzonych w roku 2018 dziesięć najczęściej wymienianych motywów według kolejności wskazań to: 1) wielkość rynku wewnętrznego, 2) stabilność gospodarcza, 3) lojalność pracowników, 4) wydajność pracy, 5) transparentność i rzetelność partnerów biznesowych, 6) dostępność materiałów i komponentów, 7) współpraca z administracją lokalną, 8) dostępność wykwalifikowanych kadr, 9) jakość gruntów inwestycyjnych, 10) stan infrastruktury.

Biorąc pod uwagę wymieniony jako pierwszy motyw, można przypuszczać, że BIZ w Polsce mają charakter głównie poziomy, a podstawowym powodem ich podejmowania jest chęć lepszego dostępu do rynku polskiego. Jest to zgodne z wynikami analizy opisowej przedstawionej we wcześniejszej

części pracy, pokazującej koncentrację działalności firm z udziałem kapitału zagranicznego w sektorze usług, a także ich orientacji eksportowej, która pokazuje, że większość przychodów ze sprzedaży tych firm generowana jest nadal na rynku krajowym. Jednak ze względu na konstrukcję powyższej ankiety interpretacja uzyskanych na jej podstawie wyników oraz wyciągnięcie głębszych wniosków odnośnie do relatywnego znaczenia poszczególnych typów inwestycji dokonywanych w Polsce, a także ich zmian w czasie nie jest możliwe. Wyniki te stanowią bowiem zbiór różnych motywów, związanych zarówno z inwestycjami o charakterze zarówno poziomym, jak i pionowym, jednak bez przypisania im konkretnych wag[3].

Wyniki badań ankietowych są do pewnego stopnia potwierdzane przez badania empiryczne dotyczące determinant działalności firm z udziałem zagranicznego kapitału w Polsce. Wyniki tych badań pokazują, że znaczenie mają zarówno motywy poziome, jak i pionowe, jednak ich znaczenie może różnić się między różnymi grupami inwestorów (Cieślik 2017a, c; 2018; 2020a, b). Przeprowadzone badania pokazują także, iż znaczenie poszczególnych motywów dokonywania BIZ ewoluuje w czasie. W szczególności po akcesji Polski do Unii Europejskiej wzrosło znaczenie motywu pionowego, natomiast osłabieniu uległ motyw poziomy, co może wiązać się ze zwiększeniem zaangażowania firm zagranicznych w globalne łańcuchy dostaw (Cieślik 2020a).

Zakończenie

W niniejszej pracy zawarta została analiza działalności przedsiębiorstw międzynarodowych i dokonywanych przez nie zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce w trzech ostatnich dekadach. Przedsiębiorstwa te dzięki obecności na rynkach wielu krajów oraz dostępowi do światowych zasobów wiedzy są postrzegane jako katalizatory zmian strukturalnych w gospodarkach krajów goszczących BIZ. W szczególności przedsiębiorstwa te mogą wpływać na wielkość produktu narodowego w tych krajach, charakter ich specjalizacji, intensywność konkurencji, popyt na czynniki produkcji, a także na wielkość

[3] Podobne motywy były identyfikowane również w wielu innych badaniach ankietowych dla Polski, które nie miały charakteru powtarzalnego. Streszczenie tych wczesnych badań można znaleźć w pracy Cieślika (2005).

oraz strukturę obrotów handlu zagranicznego zarówno w sposób bezpośredni, jak i generując liczne efekty zewnętrzne (Bedi i Cieślik 2002; Gorynia i in. 2006; Kolasa 2008; Cieślik 2009; Cieślik i Hagemejer 2014). W pracy pokazano, że w badanym okresie nastąpił kilkukrotny wzrost liczby spółek z udziałem kapitału zagranicznego działających w Polsce. Ponadto zmieniła się struktura BIZ, a także wzrosła orientacja eksportowa spółek z udziałem kapitału zagranicznego. To z kolei świadczy o rosnącej roli pionowych BIZ, chociaż przychody spółek z udziałem kapitału zagranicznego generowane na rynku polskim nadal stanowią większość przychodów z ich działalności. Podsumowując, przedsiębiorstwa międzynarodowe odegrały istotną rolę w transformacji polskiej gospodarki i jej integracji z gospodarką światową.

Bibliografia

Bedi A.S., Cieślik A. (2002), *Wages and Wage Growth in Poland: The Role of Foreign Direct Investment*, „Economics of Transition", Vol. 10, No. 1.

Cieślik A. (2005), *Geografia inwestycji zagranicznych. przyczyny i skutki lokalizacji spółek z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce*, Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.

Cieślik A. (2009), *Foreign Direct Investment and the Volume of Trade: The Case of Poland*, „Economic Change and Restructuring", Vol. 42, No. 4.

Cieślik A. (2017a), *Determinanty bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce: czy integracja europejska ma znaczenie?*, „Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH", nr 47.

Cieślik A. (2017b), *Ewolucja teorii bezpośrednich inwestycji zagranicznych: Przegląd wybranej literatury przedmiotu*, „Przedsiębiorczość Międzynarodowa", t. 3, nr 3.

Cieślik A. (2017c), *Determinants of MNE Activity in Poland: the Case of Firms from EU-15*, „Entrepreneurial Business and Economics Review", Vol. 5, No. 1.

Cieślik A. (2018), *Determinanty bezpośrednich inwestycji zagranicznych z krajów pozaeuropejskich w Polsce*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 523.

Cieślik A. (2020a), *What Attracts Multinational Enterprises from the New EU Member States to Poland?*, „Eurasian Business Review", Vol. 10, No. 1.

Cieślik A. (2020b), *MNE Activity in Poland: Horizontal, Vertical or Both?*, „Emerging Markets Finance and Trade".

Cieślik A., Hagemejer J. (2014), *Multinational Enterprises, Absorptive Capacity and Export Spillovers: Evidence from Polish Firm-level Data*, „Review of Development Economics", Vol. 18, No. 4.

Cieślik A., Ryan M. (2004), *Explaining Japanese Direct Investment Flows into an Enlarged Europe: A Comparison of Gravity and Economic Potential Approaches*, „Journal of the Japanese and International Economies", Vol. 18, No. 1.

Główny Urząd Statystyczny (GUS) (2020), *Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2018 r.*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.

Główny Urząd Statystyczny (GUS) (2019), *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2019*, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa.

Gorynia M., Bartosik-Purgat M., Jankowska B., Owczarzak R. (2006), *Efekty zewnętrzne bezpośrednich inwestycji zagranicznych – aspekty teoretyczne i wyniki badań empirycznych*, „Ekonomista", nr 2.

Jóźwik B. (2016), *Transformacja i rozwój gospodarczy w państwach Europy Środkowo-Wschodniej*, „Rocznik Instytutu Europy Środkowo-Wschodniej", t. 14, nr 5.

Kolasa M. (2008), *How Does FDI Inflow Affect Productivity of Domestic Firms? The Role of Horizontal and Vertical Spillovers, Absorptive Capacity and Competition*, „Journal of International Trade and Economic Development", Vol. 17, No. 1.

Polska Agencja Inwestycji i Handlu (PAiH), 2019, *Wyniki badania klimatu inwestycyjnego w Polsce w 2018*, Warszawa.

Winiecki J. (1996), *Foreign Investment in Eastern Europe: Expectations, Trends, Policies*, „Universität Viadrina Diskussionspapiere", No. 3.

Foreign direct investment in Poland's economy

Summary

The article presents an analysis of the activities of multinational enterprises and their foreign direct investments in Poland in the last three decades. The chapter shows that in the analyzed period, the number of companies with foreign capital operating in Poland increased several times. Moreover, the structure of FDI has changed, and the export orientation of companies with foreign capital has increased. This, in turn, proves the growing role of vertical FDI, although the revenues of companies with foreign capital generated on the Polish market still constitute the majority of revenues from their activities. Multinational enterprises played an important role in the transformation of the Polish economy and its integration into the world economy.

Keywords: foreign direct investment, Poland, multinational enterprises

Łukasz Cywiński

Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

Wpływ korporacji międzynarodowych na regionalną produktywność w przetwórstwie przemysłowym

Streszczenie

Sektorowa wydajność w Polsce nie jest homogeniczna. Województwa różnią się pod względem produktywności oraz zdolności absorpcji efektów rozlania wiedzy z bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Czynnikami, które wpływały na ujawnioną regionalną przewagę w przetwórstwie przemysłowym, były koszt zatrudnienia w tym sektorze w relacji do kosztów zatrudnienia we wszystkich sektorach gospodarki narodowej oraz kapitał z zagranicy zlokalizowany w inwestycjach bezpośrednich. Wzrost pierwszego czynnika o 1% powodował poprawę przewagi w przetwórstwie o 40%, natomiast 1% wzrost kapitału zagranicznego skutkował poprawą przewagi w przetwórstwie o 3%.

Słowa kluczowe: bezpośrednie inwestycje zagraniczne, efekty rozlania, przetwórstwo przemysłowe

Wstęp

„Globalizacja nie jest niczym nowym, lecz logiczną konsekwencją liberalnego kapitalizmu, ponieważ jego zdolności tworzenia bogactwa są w tych warunkach jeszcze większe" – mówił wielokrotnie Profesor Jan Winiecki – gdy był kierownikiem Katedry Międzynarodowego Handlu i Finansów Uniwersytetu Europejskiego Viadrina we Frankfurcie nad Odrą. Sektor przetwórstwa przemysłowego stanowi wciąż jeden z najważniejszych w polskiej gospodarce. Jeżeli chodzi o ten sektor, to które z województw w Polsce skorzystały z liberalizacji światowego handlu w największym stopniu?

Według Winieckiego (2012) o gospodarce należy myśleć w kategoriach ruchomych schodów. Nie stoi ona w miejscu, lecz zmienia swoją strukturę

w miarę uprzemysławiania się – wytwarzając najpierw i eksportując tzw. produkty pracy prostej. A następnie coraz bardziej złożone, takie jak maszyny i urządzenia, środki transportu, włącznie z samolotami, elektroniką przemysłową albo farmaceutykami. Czy w województwach, które posiadały przewagę wydajności w sektorze przetwórstwa przemysłowego, przewaga ta zmieniała się w czasie?

Winiecki (2012) zwraca przy tym uwagę, że w miarę wzrostu zamożności w Polsce rósł poziom wykształcenia siły roboczej, rosły umiejętności zarządcze i rozwijał się (stawał się bardziej skomplikowany) system finansowy. To w wymierny sposób przyczyniało się do intensyfikacji konkurencyjności w nowych gałęziach wytwórczości. Zgodnie z powyższym do modelowania ekonometrycznego włączono koszty zatrudnienia w sekcji C w relacji do kosztów zatrudnienia we wszystkich sekcjach ogółem.

Do innych czynników, które przyczyniły się do wzrostu zamożności i poprawy produktywności polskiej gospodarki, zaliczyć można wg Winieckiego (1997) wszelkie zmiany instytucjonalne, które pozytywnie wpłynęły na otwartość gospodarki. Zmiany reguł gry wpłynęły według niego na strukturę eksportu i w konsekwencji na strukturę gospodarki, a ponadto przyczyniły się do radykalnego wzrostu konkurencyjności. Czy efekty zewnętrzne kapitału napływającego do bezpośrednich inwestycji zagranicznych zlokalizowanych w województwach w Polsce były pozytywne czy negatywne? Czy mogły one wpłynąć na konkurencyjność na poziomie regionalnym?

1. Dane, metody i hipotezy badawcze

Do badań strukturalnych w gospodarkach narodowych stosuje się najczęściej indeksy specjalizacji lub indeksy heterogeniczności. Jednym z najbardziej popularnych mierników pierwszego typu jest indeks Herfindahla-Hirshmana (HHI)[1]. Służy on do badania koncentracji w rynku. Lecz najczęściej używa się go do badania tego, czy w gospodarce znajdują się oligopole albo kartele (Palan 2010), gdy wykładnik jest równy 2.

W badaniach ekonomicznych do pomiaru specjalizacji używa się również indeksu entropii Shannona (1948), który jest dobrym miernikiem dystrybucji

[1] $HHI = \sum_{i=1}^{I} x_i^{\alpha}$, gdzie najczęściej przyjmuje się, że $\alpha = 2$ (i interpretowane jest jako przesunięcie w kierunku większych firm), i – oznacza gałęzie gospodarki, a x jest udziałem w rynku.

dochodów, ale ma również wiele innych zastosowań; indeksu Ogive – w badaniach ekonomicznych po raz pierwszy użyty przez Tressa (1938); albo indeksu dywersyfikacji Rodgersa (1957) oraz indeksu Gini (1921). Cechą wspólną powyższych indeksów jest to, że dokonują one pomiaru dystrybucji.

Indeksy heterogeniczności służą z kolei najczęściej do badania odchyleń struktury gospodarki od grupy referencyjnej. Do rozpoznawalnych indeksów zaliczyć można indeks Krugmana (1991), indeks struktury produkcyjnej (Cuadrado-Roura i in. 1999) i indeks Theil (1967). Cechą wspólną powyższych indeksów jest to, że służą one do badania odchylenia gospodarki od grupy referencyjnej.

Do osobnej koncepcji, która znalazła szerokie zastosowanie w badaniach eksportu, zalicza się indeks Balassy (1965). Indeksu tego używa się do badania „ujawnionych" przewag komparatywnych (ang. *revealed comparative advantage*, RCA) na poziomie gospodarek narodowych. Według Balassa (1965, s. 5) przewagi komparatywne „ujawniają się poprzez wyniki w handlu na poziomie poszczególnych krajów w odniesieniu do wytwarzania produktów, w tym sensie, że schemat towarowy handlu odzwierciedla koszty względne". Jest tak dlatego, że struktura eksportu odzwierciedla przewagi komparatywne w produkcji dóbr i usług. Balassa (1965) zwraca jednak uwagę, że wyniki takiego pomiaru mogą być nieco zniekształcone, ponieważ kraje stosować mogą różną politykę taryfową.

Na podstawie powyższych doświadczeń obliczyć można wskaźnik ujawnionych przewag w sektorach gospodarki narodowej na poziomie regionalnym (np. województw NUTS2). W takim przypadku województwo A posiada ujawnioną przewagę Y w sektorze gospodarki narodowej, gdy wartość wszystkich wyrobów i usług wytworzonych przez podmioty gospodarcze działające w sekcji i, pomniejszona o koszty związane z ich wytworzeniem w relacji do wartości we wszystkich sektorach, jest większa niż ten sam stosunek wyliczony dla wszystkich 16 województw. Indeks ten wyrażony wzorem przyjmuje następującą postać:

$$Y_{Ai} = \frac{X_{Ai}}{\sum_{i \in I} X_{Ai}} \frac{\sum_{i \in I} X_{Pi}}{X_{Pi}} \tag{1}$$

gdzie: I oznacza zbiór wszystkich sektorów ($i \in I$), X_{Ai} oznacza produkcję w woj. A w sektorze i, natomiast X_{Pi} oznacza produkcję w sektorze i we wszystkich

województwach *P*. Województwo posiada przewagę w produkcji dobra *i*, gdy jego $Y \geq 1$.

Do obliczeń wskaźnika ujawnionych przewag w produkcji na poziomie regionalnym użyto dane nt. wartości dodanej brutto (w cenach bieżących) – PKD 2007 – ESA 2010 z banku danych lokalnych GUS[2]. Obliczeń przewag komparatywnych dokonano dla wszystkich sekcji PKD 2007. Do dalszego modelowania ekonometrycznego przygotowano dane dla sekcji C (przetwórstwo przemysłowe).

Hipotezy badawcze są następujące:

H_0: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne wpłynęły na ujawnioną przewagę w produkcji przemysłowej w Polsce.

H_1: Na ujawnioną przewagę w produkcji przemysłowej w Polsce wpłynęły koszty zatrudnienia w przemyśle w relacji do kosztów zatrudnienia w gospodarce ogółem.

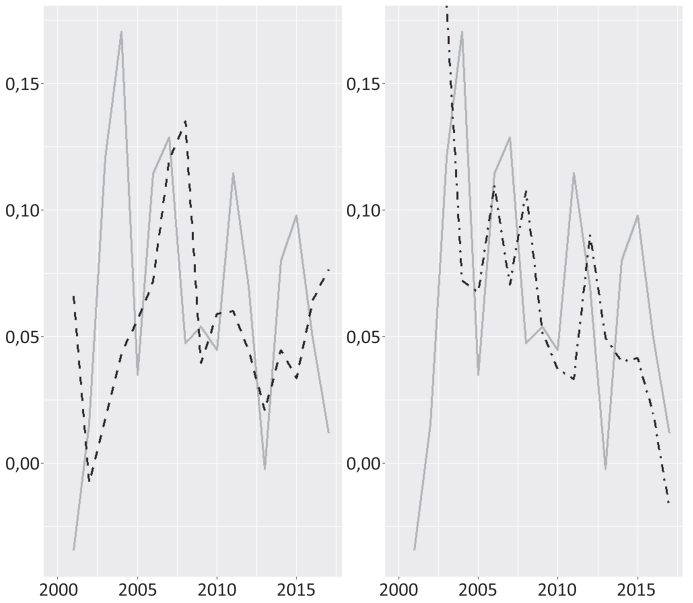
Zgodnie z definicją przyjętą przez GUS koszt zatrudnienia to „pełne wynagrodzenie, pieniężne lub w naturze, do zapłacenia przez pracodawcę na rzecz pracownika, w zamian za wykonaną przez niego pracę w okresie księgowym" i zawiera „wynagrodzenia (pieniężne i w naturze) oraz składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców"[3]. Wszystkie wyznaczone do modelowania zmienne są zlogarytmowane (logarytm naturalny); postać liniowa modelu jest następująca:

$$Y_{At} = \beta_1 a_{At} + \gamma_1 \left(\frac{k_s}{k_o}\right)_{At} + \alpha_A + \varepsilon_{At}, \tag{2}$$

gdzie: α, β i γ to estymowane parametry, α_A oznacza stałe albo losowe efekty, a $\varepsilon_{A,t} \sim \mathrm{NID}\left(0, \sigma_\varepsilon^2\right)$ oznacza błąd. $A = 1, \ldots, 16$ to województwa NUTS-2, $At = 2000, \ldots, 2017$, a_{At} oznacza kapitał zagraniczny w podmiotach z udziałem kapitału zagranicznego, k_s – koszty zatrudnienia w sekcji C, k_o – koszty zatrudnienia we wszystkich sekcjach (ogółem). Poniżej zaprezentowano podstawowe informacje na temat danych zebranych do badania.

[2] Dane zebrano przy użyciu API (ang. *application programming interface*); dostęp uzyskano za pomocą skryptów własnych.

[3] Źródłem tych definicji jest rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (Tekst mający znaczenie dla EOG).



Rysunek 1. Przetwórstwo przemysłowe (szary), BIZ (linia przerywana) i koszt zatrudnienia (przerywana linia kropkowa), wartości % względem okresu poprzedniego, Polska

Źródło: Obliczenia własne.

W relacji do 2000 roku średniookresowy wzrost w przetwórstwie przemysłowym do 2017 roku wyniósł 6,43%. Koszty zatrudnienia (we wszystkich sekcjach PKD) w tym samym czasie wzrastały średnio w tempie 5,50%. A od 2003 roku napływ kapitału zagranicznego w BIZ aż do 2017 roku wzrastał średniorocznie w tempie 5,45%. Największy wzrost w przetwórstwie przemysłowym miał miejsce w roku 2004 (17,02% w relacji do roku poprzedzającego), co mogło mieć związek z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Natomiast największe spadki miały miejsce w latach 2001, 2013 oraz w 2017 roku. Największy napływ kapitału zagranicznego do BIZ miał miejsce w okresie po przystąpieniu Polski do UE, czyli po 2004 roku; do 2008 roku średnioroczny napływ oscylował w granicach 6,75%–10,95%. Później kapitał zagraniczny napływał do BIZ znajdujących się w Polsce, lecz już nie tak intensywnie, jak miało to miejsce przed okresem światowej

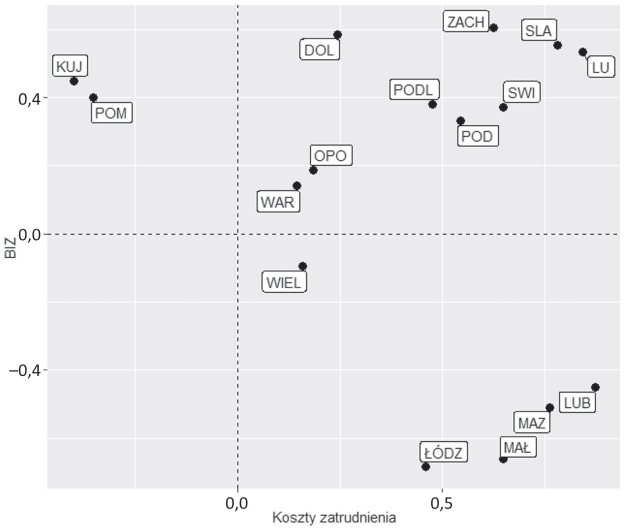
dekoniunktury. W przypadku kosztów zatrudnienia (we wszystkich sekcjach PKD), z wyjątkiem lat 2007 i 2008 (powyżej 10%), wzrastały one w granicach 0,20%–0,59% rocznie. Tabela 1 przedstawia krótkie podsumowanie (statystykę opisową) zmiennych przygotowanych do modelowania.

Tabela 1. Statystyka opisowa

Wyszczególnienie	N	Średnia	Odchylenie standardowe	Min	Pctl (25)	Pctl (75)	Max
$Y_{\text{sekcja C}}$	288	1,05	0,18	0,62	0,91	1,18	1,48
BIZ	240	9 874,13	18 796,29	208,00	1 523,70	10 440,30	99 721,80
Koszt zatrudnienia	288	0,23	0,04	0,20	0,20	0,26	0,30

Źródło: Obliczenia własne.

Poszczególne województwa różnią się strukturalnie od siebie – w niektórych lepiej będzie rozwijać się przetwórstwo przemysłowe, natomiast w innych sektor usług lub rolnictwo. Różnie reagują one również na obecność kapitału zagranicznego napływającego do BIZ. Pomiędzy województwami zaobserwować można też różnice w kosztach zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym w relacji do kosztów zatrudnienia ogółem we wszystkich sekcjach PKD. W załączniku znajduje się tabela, która przedstawia krótkie podsumowanie wyników badania korelacji pomiędzy ujawnionymi przewagami w produkcji przemysłowej, kapitałem zagranicznym w BIZ i kosztami zatrudnienia oraz korelację pomiędzy kosztami zatrudnienia oraz kapitałem zagranicznym w BIZ – kolumna „Korelacja". Poniżej zaś znajduje się wykres (rys. 2), który stanowi podsumowanie powyższych wyników – korelację BIZ oraz ujawnionych przewag w przetwórstwie przemysłowym oraz kosztów zatrudnienia oraz ujawnionych przewag w przetwórstwie przemysłowym.



Rysunek 2. Korelacja pomiędzy BIZ i ujawnionymi przewagami w przetwórstwie przemysłowym oraz kosztami zatrudnienia i ujawnionymi przewagami w przetwórstwie przemysłowym

Źródło: Opracowanie własne.

W kolejnym kroku przeprowadzono analizę klasteryzacji metodą Warda. Na tej podstawie wyodrębniono trzy klastry 1) woj. mazowieckie, lubelskie, łódzkie i małopolskie; 2) zachodniopomorskie, śląskie, lubuskie, dolnośląskie, świętokrzyskie, podlaskie i podkarpackie; 3) kujawsko-pomorskie, pomorskie, wielkopolskie, opolskie i warmińsko-mazurskie. Wyniki analizy klasteryzacji znajdują się w załączniku (zob. dendrogram).

2. Wyniki i dyskusja

W 2017 roku ujawnione przewagi w przetwórstwie przemysłowym posiadały odpowiednio woj. lubuskie (1,30), podkarpackie (1,28), opolskie (1,23), wielkopolskie (1,22), dolnośląskie (1,22), kujawsko-pomorskie (1,17), śląskie (1,15), warmińsko-mazurskie (1,12), pomorskie (1,11) i łódzkie (1,06). Poniżej progu znajdowały się natomiast woj. świętokrzyskie (0,96), podlaskie (0,91), małopolskie (0,90), zachodniopomorskie (0,85), lubelskie (0,77), oraz

mazowieckie (0,64). Mapa na rysunku 3 przedstawia ujawnione przewagi w przetwórstwie przemysłowym w poszczególnych województwach – ciemniejsze kolory oznaczają, że województwo posiada ujawnione przewagi nad innymi w przetwórstwie.

Rysunek 3. Mapa ujawnionych przewag w przetwórstwie przemysłowym, rok 2017

Źródło: Opracowanie własne.

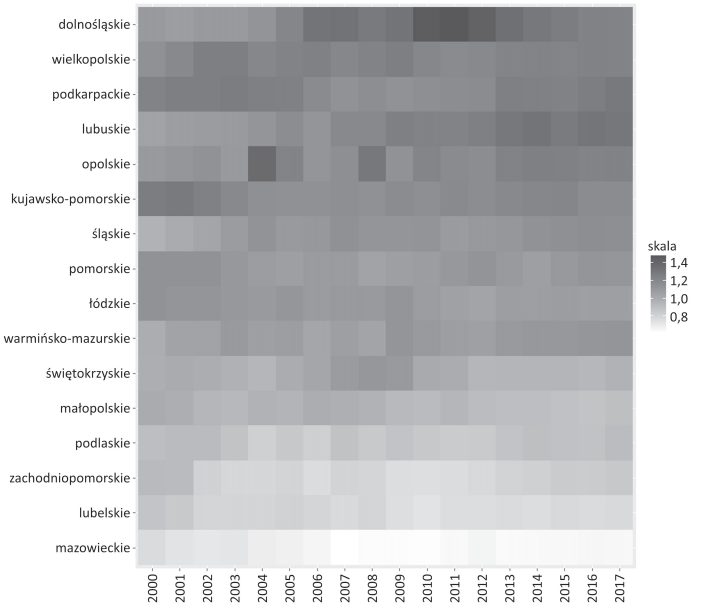
Przewagi w przetwórstwie przemysłowym mogą mieć podłoże historyczne, lecz hipoteza ta zostanie przetestowana w osobnych badaniach (za pomocą modelu IV). W drugiej połowie XX wieku przemysł na obszarze woj. lubuskiego zdominowany był przez produkcję wyrobów z drewna oraz mebli, a także wyrobów papierniczych. Od 2010 roku rozwija się tam również przemysł motoryzacyjny oraz produkcja wyrobów chemicznych – przede wszystkim tworzyw sztucznych. Kostrzyńsko-Słubicka Strefa Ekonomiczna, która częściowo zlokalizowana jest na terenie woj. lubuskiego, od 1997 roku

jest jedną z największych stref w Polsce i skutecznie przyciąga inwestycje zagraniczne z takich krajów, jak: Niemcy, Belgia, Włochy.

Przetwórstwo przemysłowe w woj. podkarpackim (w 2017 roku druga pozycja w Polsce) rozwija się intensywnie od lat 30. XX wieku, czyli od rozbudowy infrastruktury w ramach programów COP (Centralny Okręg Przemysłowy). W woj. podkarpackim rozwinął się przemysł lotniczy i motoryzacyjny (najprawdopodobniej ważnym etapem w rozwoju tego województwa było rozpoczęcie produkcji silników turbinowych w latach 50. oraz kontrakty z kanadyjskim Pratt & Whitney w latach 70.). Mielecka Strefa Ekonomiczna, zlokalizowana głównie w woj. podkarpackim, należy do najstarszych i największych. Przyciąga ona inwestycje wiedzointensywne, takie jak Centrum Badawczo-Rozwojowe napędów lotniczych Pratt & Whitney (otwarte w 2016 roku).

Województwa opolskie, wielkopolskie i dolnośląskie, podobnie jak lubuskie i podkarpackie, przyciągają inwestycje zagraniczne, które powodują liczne efekty rozlania wiedzy. Przetwórstwo przemysłowe i przedsiębiorstwa, które się na ich terenie znajdują, są w stanie włączyć się w globalne łańcuchy produkcji poprzez sieć dostawców i mają na tyle silną pozycję i doświadczenie, że nie dotyka ich efekt wypychania (ang. *crowding-out effect*). W woj. opolskim znajduje się przy tym dobrze wykwalifikowana kadra z doświadczeniem w produkcji sprzętu motoryzacyjnego, a płace w porównaniu z woj. dolnośląskim i śląskim są tam nieco niższe. W woj. wielkopolskim produkuje się podzespoły do produkcji maszyn (głównie dla przemysłu motoryzacyjnego), a w dolnośląskim od lat rozwija się przemysł elektromaszynowy.

Analiza ujawnionych przewag w przetwórstwie przemysłowym w latach 2000–2017 za pomocą mapy cieplnej (ang. *heat map*) dostarcza dodatkowych informacji (rys. 4). W ciągu ostatnich prawie dwóch dekad województwami, które posiadają przewagi nad innymi w przetwórstwie przemysłowym, były woj. dolnośląskie i wielkopolskie. Utraciły je one na rzecz woj. lubuskiego i podkarpackiego stosunkowo niedawno – ze względu na to, że te drugie lepiej przyciągają inwestycje wiedzointensywne i najprawdopodobniej lepiej absorbują pozytywne efekty zewnętrzne, które z tych inwestycji płyną.



Rysunek 4. Mapa cieplna ujawnionych przewag w przetwórstwie przemysłowym w latach 2000–2017

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki modelowania wskazują, że zarówno H_1, jak i H_2 nie mogą zostać odrzucone. To oznacza, że napływ kapitału zagranicznego do BIZ znajdujących się w województwach miał wpływ na poprawę ujawnionych przewag w przetwórstwie przemysłowym. Oznacza to również, że relatywne koszty zatrudnienia, czyli stosunek kosztów zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym do kosztów zatrudnienia ogółem, miał wpływ na poprawę ujawnionych przewag w produkcji.

Wynik testu LM wskazuje na występowanie efektów, natomiast wynik testu F sugeruje, że model ze stałymi efektami jest lepszy niż OLS (*pooling*). W kolejnym kroku przeprowadzono zatem test Hausmana, który również wskazał, że model ze stałymi efektami (*fixed*) jest lepszy niż z losowymi (*random*). Następnie przeprowadzono test Breusch-Pagan; wykazał on heteroskedastyczność, dlatego zastosowano model White (1980, 1984) i Arellano (1987) w celu otrzymania odpornych estymatorów. Ponownie przeprowadzono test

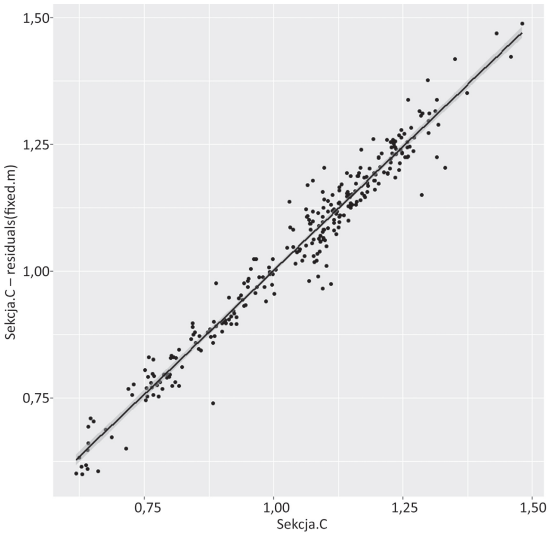
LM, F-test oraz test Hausmana i wskazały one, że najlepszym modelem jest wciąż model fixed, czyli ze stałymi efektami. W kolejnym kroku sprawdzono, czy występuje współliniowość (VIF) i okazało się, że nie. Zbadano również występowanie autokorelacji i wyniki sugerują, że nie zachodzi ona w czasie (zob. załącznik). Wykres na rysunku 5 przedstawia wyniki regresji do celów diagnostycznych dla modelu ze stałymi efektami.

Tabela 2. Wyniki modelowania

Wyszczególnienie	**Fixed (1)**	**Random (2)**	**Pooling (3)**
C		0.68***	1.17***
		(0.00)	(0.00)
Kapitał zagraniczny w BIZ	0.03***	0.03***	0.03***
	(0.004)	(0.0001)	(0.00)
Koszty zatrudnienia	0.40***	0.57***	0.93***
	(0.00)	(0.00)	(0.00)
LM- test			>0.05
F test			>0.05
Hausman	>0.05		
R^2	0.25	0.41	0.87
Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01			

Źródło: Obliczenia własne.

Kapitał zagraniczny napływający do BIZ przyczynił się do zwiększenia się przewag województw w przetwórstwie przemysłowym. Zwiększenie udziału kapitału zagranicznego o 1% powodowało 3% poprawę tego wskaźnika – BIZ miały więc bezpośrednie przełożenie na produktywność na poziomie województw. Obecność BIZ tworzyła zatem pozytywne efekty zewnętrzne – efekty rozlania (ang. *spillover*) w przetwórstwie przemysłowym. Mogły one wystąpić poprzez migrację międzyzakładową, wsteczne łańcuchy produkcji (ang. *backward linkages*), postępujące łańcuchy produkcji (ang. *forward linkages*) lub efekty demonstracji.



Rysunek 5. Dopasowanie regresji
Źródło: Obliczenia własne.

Do czynników, które mają wpływ na poprawę przewag w przetwórstwie przemysłowym, zaliczyć można również koszty pracy w przetwórstwie w relacji do kosztów zatrudnienia ogółem we wszystkich sektorach. I tak 1% wzrost tego stosunku (czyli jeśli rosną one relatywnie szybciej) przekłada się na 40% poprawę produktywności w przetwórstwie przemysłowym. Może być to związane z tym, że wzrost zarobków w sektorze przetwórstwa przemysłowego powoduje, że sektor ten przyciąga kreatywnych specjalistów – w szczególności w dziedzinach o wysokiej intensyfikacji wiedzy. Obserwacja ta jest szczególnie widoczna w województwach, które mają duże przewagi nad innymi i przyciągają wiedzointensywne BIZ. Potwierdza to zarazem obserwację Winieckiego (2012), która dotyczyła zależności pomiędzy wzrostem produktywności a wzrostem zamożności.

W kolejnym kroku zastosowano model LSDV. Modelu tego użyto, aby sprawdzić, czy kapitał zagraniczny obecny w BIZ oraz relatywne koszty zatrudnienia są statystycznie istotnym czynnikiem wpływającym na ujawnione przewagi w przetwórstwie przemysłowym we wszystkich województwach. Wyniki modelowania prezentowano w tabeli 3.

Tabela 3. Wyniki modelowania z zastosowaniem estymatora LSDV

Wyszczególnienie	**LSDV (4)**
Kapitał zagraniczny w BIZ	0.028*** (0.0001)
Koszty zatrudnienia	0.406*** (0.000)
dolnośląskie	0.577*** (0.000)
kujawsko-pomorskie	0.498*** (0.000)
lubelskie	0.277*** (0.006)
lubuskie	0.512*** (0.000)
łódzkie	0.435*** (0.00001)
małopolskie	0.341*** (0.001)
mazowieckie	0.093 (0.453)
opolskie	0.527*** (0.000)
podkarpackie	0.505*** (0.000)
podlaskie	0.357*** (0.0001)
pomorskie	0.454*** (0.00001)
śląskie	0.463*** (0.00001)
świętokrzyskie	0.373*** (0.00004)

Tabela 3. cd.

Wyszczególnienie	LSDV (4)
warmińsko-mazurskie	0.451*** (0.00000)
wielkopolskie	0.459*** (0.00000)
zachodniopomorskie	0.209** (0.031)
N	240
R^2	0.968
F	377.052*** (df = 18; 222)
Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01	

Źródło: Obliczenia własne.

Wyniki modelowania LSDV wskazują, że kapitał zagraniczny w BIZ oraz relatywne koszty zatrudnienia miały wpływ na ujawnione przewagi w przetwórstwie przemysłowym w niemal wszystkich województwach w Polsce. Wyjątek stanowiło woj. mazowieckie. Województwo to dodatkowo charakteryzowało się najniższymi wartościami wskaźnika. Należy jednak zaznaczyć, że lepiej rozwijają się tam usługi niż przemysł, możliwe też, że część inwestycji zagranicznych ma zarejestrowane w tym województwie siedziby, ale produkcję prowadzi w innych województwach. Kwestia druga wymaga dalszych badań.

3. Wstępne wnioski

Kapitał zagraniczny obecny w BIZ, które znajdują się w polskich województwach, przyczynił się do poprawy produktywności tych województw w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Innym czynnikiem, który wpływał na poprawę produktywności – mierzoną przez ujawnioną przewagę w produkcji w ww. sektorze – były koszt zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym w relacji do kosztów zatrudnienia ogółem we wszystkich sektorach.

Województwa dolnośląskie, wielkopolskie, podkarpackie, lubuskie, opolskie, kujawsko-pomorskie i śląskie w latach 2000–2017 posiadały ujawnioną

przewagę w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Przewagi te zmieniały się w czasie, na przykład w roku 2014 dolnośląskie i wielkopolskie straciły dominującą pozycję na rzecz woj. lubuskiego i podkarpackiego. Województwo kujawsko-pomorskie od dłuższego czasu traci przewagi w przetwórstwie przemysłowym; inne województwa, np. warmińsko-mazurskie, sukcesywnie tę przewagę wzmacniają.

Koszty pracy w przetwórstwie w relacji do kosztów zatrudnienia ogółem we wszystkich sektorach miały wpływ na produktywność w polskich województwach. Województwa, w których płace w Sekcji C rosły szybciej niż w innych sekcjach, charakteryzowały się większą produktywnością. Efekty zewnętrzne kapitału napływającego do bezpośrednich inwestycji zagranicznych zlokalizowanych w województwach w Polsce były w głównej mierze pozytywne. Wpływały one na konkurencyjność na poziomie regionalnym. Okres transformacji instytucjonalnej i radykalny wzrost konkurencyjności, który się z nią wiązał, przygotował polskie przedsiębiorstwa na konkurencję ze strony korporacji międzynarodowych. Możliwe również, że część przedsiębiorstw włączyła się w globalne sieci dostawców. W województwach, gdzie ujawnione przewagi są mniejsze niż 1, należy się spodziewać dodatkowo znacznie częstszych historii porażki niż sukcesu – przedsiębiorstwa mogły nie wytrzymać tam presji konkurencyjności firm zachodnich.

Czy niektóre województwa w Polsce skorzystały z liberalizacji światowego handlu w większym stopniu niż inne? Wszystko wskazuje, że tak. Część województw, np. lubuskie i podkarpackie, bardzo dobrze radzi sobie w warunkach otwartej gospodarki i z sukcesem przyciąga nowe technologie i kapitał do bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Województwa te umacniają swoją obecność w globalnych łańcuchach produkcji. W województwach tych możemy spodziewać się odnalezienia licznych historii sukcesu, które powinny zostać przestudiowane w dalszych badaniach.

Bibliografia

Arellano M. (1987), *Computing robust standard errors for within-group estimators*, „Oxford Bulletin of Economics and Statistics", Vol. 49, No. 4.

Balassa B. (1965), *Trade Liberalisation and „Revealed" Comparative Advantage*, „The Manchester School", Vol. 33, No. 2.

Cuadrado-Roura J.R., Garcia-Greciano B., Raymond J.L. (1999), *Regional Convergence in Productivity and Productive Structure: The Spanish Case*, „International Regional Science Review", Vol. 22.
Gini C. (1921), *Measurement of Inequality of Incomes*, „The Economic Journal", Vol. 31.
Krugman P. (1991), *Geography and Trade*, MIT Press.
Palan N. (2010), *Measurment of specialization – the choice of Indices*, FIW working paper.
Rodgers A. (1957), *Some aspects of industrial diversification in the United States*, „Economic Geography", Vol. 33.
Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (Tekst mający znaczenie dla EOG), Dz. Urz. UE L 174 z 26.06.2013, str. 1, z późn. zm., https://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/159,pojecie.html?pdf=1 [dostęp: 1.06.2020].
Shannon C.E. (1948), *A mathematical theory of communication*, „The Bell System Technical Journal", Vol. 27.
Theil H. (1967), *Economics and Information Theory*, North Holland.
Tress R.C. (1938), *Unemployment and the diversification of industry*, „The Manchester School", Vol. 9.
White H. (1980), *Asymptotic Theory for Econometricians*, Academic Press.
White H. (1984), *A heteroskedasticity-consistent covariance matrix and a direct test for heteroskedasticity*, „Econometrica" Vol. 48, No. 4.
Winiecki J. (1997), *Institutional Barriers to Poland's Economic Development. The incomplete transition*. Routledge, London-New York.
Winiecki J. (2012), *O świecie zachodnim i naszych czasach. Rozważania liberała*, Konsorcjum Akademickie, Kraków-Rzeszów-Zamość.

Multinational Corporations and regional productivity spillovers in the manufacturing sector in Poland

Summary

The sectoral productivity in Poland is not homogeneous. Polish voivodeships differ in terms of sectoral productivity and the ability to absorb knowledge from foreign direct investment. The factors that determined the revealed regional advantage in the manufacturing were the cost of employment in the abovementioned sector relative to employment costs in all sectors of production, and foreign direct investment. The increase of the first factor by 1% improved the revealed regional advantage in manufacturing by 40%, while a 1% increase in foreign capital resulted in an improvement in the revealed regional advantage in manufacturing by 3%.

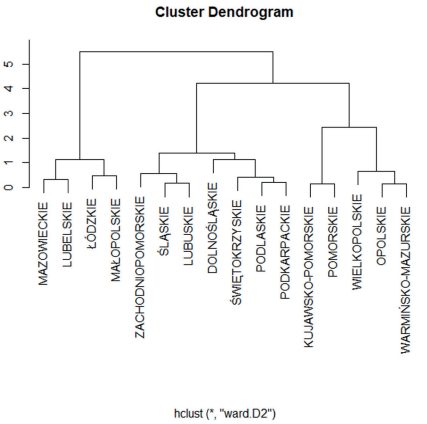
Keywords: foreign direct investments, spillover effects, manufacturing

Załącznik

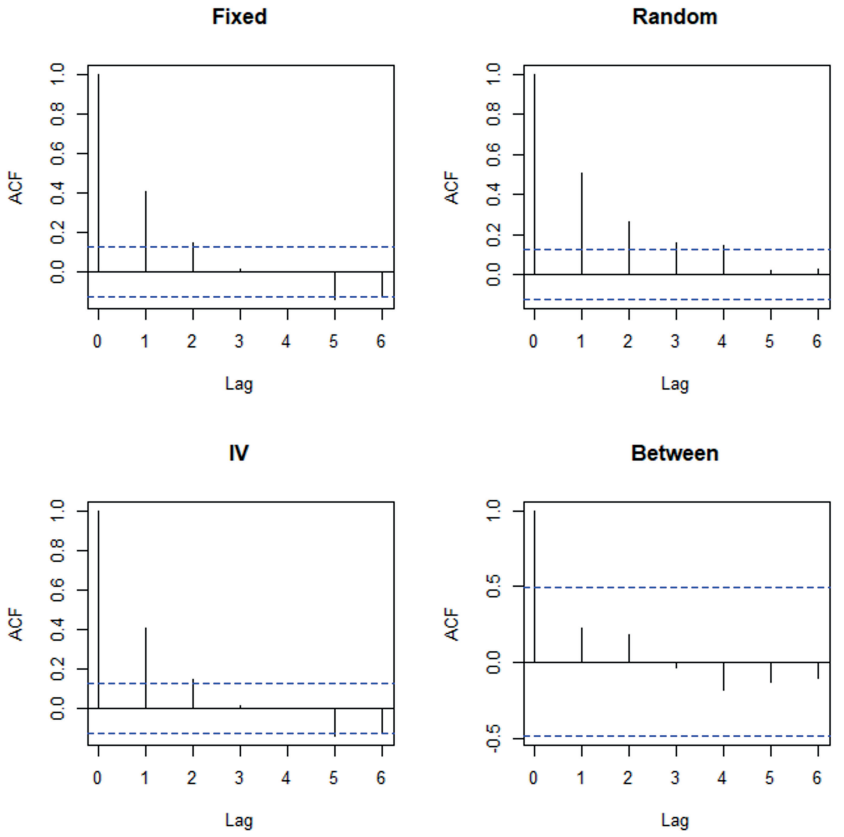
Korelacja na poziomie województw

Województwo	BIZ	Koszt zatrudnienia	Korelacja
dolnośląskie	0,59	0,24	0,76
kujawsko-pomorskie	0,45	–0,40	–0,62
opolskie	0,19	0,18	0,46
świętokrzyskie	0,37	0,65	0,11
mazowieckie	–0,51	0,76	–0,86
śląskie	0,55	0,78	0,77
warmińsko-mazurskie	0,14	0,14	0,15
zachodniopomorskie	0,60	0,62	–0,04
wielkopolskie	–0,09	0,16	0,46
łódzkie	0,38	0,46	–0,15
podlaskie	–0,66	0,48	0,04
małopolskie	0,53	0,65	–0,44
lubuskie	0,33	0,84	0,38
podkarpackie	0,40	0,54	–0,12
pomorskie	–0,40	–0,35	–0,69
lubelskie	–0,45	0,87	–0,51

Dendrogram (metoda Warda)



Występowanie autokorelacji – podsumowanie



Część III

Wybrane aspekty polityki pieniężnej

Tomasz Grabia

Uniwersytet Łódzki

„Dobra" polityka pieniężna – dyskrecjonalna czy oparta na regule?

Streszczenie

Polityka monetarna może mieć charakter dyskrecjonalny lub oparty na regule. W opracowaniu zaprezentowano wybrane przykłady reguł polityki pieniężnej oraz przedstawiono koszty i korzyści związane z ich stosowaniem. Za cel artykułu przyjęto próbę rozstrzygnięcia dylematów związanych z pozytywnymi i negatywnymi konsekwencjami stosowania uznaniowej i opartej na regule polityki pieniężnej. W związku z tym weryfikacji poddano hipotezę, zgodnie z którą stosowanie reguł w polityce monetarnej jest rozwiązaniem korzystniejszym niż dyskrecjonalność. W artykule stwierdzono, że stosowanie reguł może być korzystniejsze z uwagi na większą wiarygodność i niższe koszty. Z drugiej strony wiąże się ono jednak z mniejszą stabilnością i elastycznością, co szczególnie niekorzystne może okazać się podczas kryzysu. Ponadto problem *zero lower bound* sprawił, że stosowanie reguły polityki pieniężnej jest obecnie w wielu bankach centralnych niemożliwe, w związku z czym postawioną hipotezę odrzucono.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna oparta na regule, reguła Taylora, dyskrecjonalna polityka pieniężna

Wstęp

Polityka monetarna może mieć charakter dyskrecjonalny lub oparty na regule. W pierwszym przypadku decydenci przeprowadzają swobodny osąd aktualnej i przewidywanej przyszłej sytuacji gospodarczej. Na jego podstawie stosują narzędzia, które stanowią wyłącznie efekt ich samodzielnych opinii i rozstrzygnięć dokonywanych według własnych wiedzy i sumienia.

Alternatywą dla polityki uznaniowej może być polityka oparta na regule. W takim przypadku działania banku centralnego powinny mieć na celu osiągnięcie jakiegoś konkretnego poziomu albo, chociażby, przedziału inflacji.

Podstawowym instrumentem ułatwiającym osiągnięcie tego celu jest stopa procentowa. Wykorzystując odpowiednią regułę, jej optymalny poziom można wyliczyć przez wstawienie odpowiednich wartości określonych zmiennych do danego wzoru.

Warto podkreślić, że przedstawiciele współczesnych szkół makroekonomii nie są zgodni co do sensu stosowania reguł w polityce makroekonomicznej. Zwolennikami takiego podejścia są przede wszystkim nowi klasycy oraz przedstawiciele ortodoksji monetarystycznej, szkoły austriackiej oraz realnego cyklu koniunkturalnego. Z kolei orędownikami uznaniowości są głównie ekonomiści związani z ortodoksją keynesistowską i postkeynesizmem (Snowdon, Vane, Wynarczyk 1998, s. 436).

Biorąc pod uwagę odmienne podejście tych szkół do badanego problemu, za cel artykułu przyjęto próbę rozstrzygnięcia dylematów związanych z pozytywnymi i negatywnymi konsekwencjami dyskrecjonalnej i opartej na regule polityki pieniężnej. W związku z tym wstępnej weryfikacji poddana zostanie hipoteza, zgodnie z którą stosowanie reguł w polityce monetarnej jest rozwiązaniem korzystniejszym niż uznaniowość. Opracowanie składa się z niniejszego wstępu oraz dwóch części zasadniczych i zakończenia. W pierwszej z nich (pkt 1) zaprezentowano przykłady wybranych reguł polityki pieniężnej. W drugiej części zasadniczej (pkt 2) przedstawiono koszty i korzyści stosowania reguł. Całość zamknięto podsumowaniem zawierającym wnioski końcowe.

Artykuł ma charakter głównie teoretyczny i jest oparty na przeglądzie literatury przedmiotu. Niemniej zawarto w nim również krótką część empiryczną w celu ukazania niekorzyści ze stosowania reguł. Rzeczywiste stopy procentowe banków centralnych w Polsce i w strefie euro skonfrontowano z hipotetycznymi obliczonymi na podstawie dwóch wariantów reguły Taylora. Na tej podstawie postawioną hipotezę odrzucono.

1. Przykładowe reguły polityki pieniężnej

Mówiąc o regułach polityki monetarnej, należy podkreślić, że mogą one dotyczyć zarówno celów, jak i instrumentów. Najpopularniejszymi zaliczanymi do tych pierwszych są wszystkie strategie polityki pieniężnej. Można do nich zaliczyć np. strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), a także kontrolę poziomu cen, kursu walutowego (przy założeniu, że nie jest on całkowicie

płynny) czy nominalnego PKB. Współcześnie dużą popularnością cieszy się pierwsza z nich. Zgodnie z tą strategią banki centralne oficjalnie wyznaczają określony poziom wzrostu ogólnego poziomu cen jako cel inflacyjny (w postaci punktowej lub pewnego przedziału) i za priorytet stawiają sobie jego osiągnięcie i utrzymywanie w danym okresie. Stosując strategię BCI, banki centralne biorą pod uwagę szereg czynników mogących oddziaływać na inflację. Nie są one przy tym związane z żadnymi dodatkowymi celami, takimi jak np. tempo wzrostu podaży pieniądza lub poziom kursu walutowego.

Strategia BCI wyklucza zatem stosowanie celów pośrednich. Do niedawna często były one jednak przyjmowane. Najpopularniejszym z nich był cel związany z limitami dotyczącymi stopy wzrostu podaży pieniądza. Miał on pełnić funkcję pomocniczą w realizacji celu głównego, czyli utrzymywania na odpowiednim poziomie inflacji. Związane to było z teorią monetarystyczną. Jej przedstawiciele, za Friedmanem, wnioskowali, aby bank centralny prowadził politykę pieniężną w taki sposób, żeby nominalna podaż pieniądza wzrastała rokrocznie w stałym tempie – nieco przewyższającym przeciętny w jakimś okresie wzrost realnej produkcji (w zależności od uwarunkowań mogłoby to być 2%, 4% lub 5%). W takim wypadku, jak sugerował m.in. Friedman, polityka pieniężna nie powinna odpowiadać na żadne zakłócenia ze strony globalnego popytu. Zgodnie ze słynnym równaniem wymiany towarowej (MV = PY) ta niewielka różnica miała gwarantować dodatnią, ale także niewielką inflację (Friedman 1969, s. 144).

W nieco bardziej rozbudowanej wersji optymalna stopa wzrostu podaży pieniądza mogłaby się zmieniać pod wpływem zmian stopy bezrobocia. Reguła działałaby wówczas na zasadzie funkcji reakcji. Jak proponują Dornbusch i Fischer (1990), do stałej wartości stopy wzrostu podaży pieniądza, ustalonej np. na 4%, można by dodawać lub odejmować wartość dodatkową, uzależnioną od tego, czy bezrobocie przekracza, czy jest niższe od wartości uznanej za docelową (optymalną). Dla każdego punktu procentowego, o jaki rzeczywista stopa bezrobocia przewyższa docelową (ustaloną np. na 5%), stopa wzrostu podaży pieniądza mogłaby być np. o 2 p.p. wyższa. Wówczas stopę tę można by ustalać wg wzoru:

$$\Delta M / M = 4\% + 2\,(u - 5\%) \qquad (1),$$

gdzie M – podaż pieniądza, u – stopa bezrobocia.

Z powyższego wzoru wynika, że polityka monetarna powinna być bardziej ekspansywna w okresach wyższego bezrobocia, a bardziej restrykcyjna w okresach niższego bezrobocia (Dornbusch, Fischer 1990, s. 462–464). Naturalnie przedstawione powyżej wartości – 4%, współczynnik 2, 5% mogą przyjmować nieco inny poziom w zależności od uwarunkowań danej gospodarki.

Warto podkreślić, że skutecznemu wypełnieniu reguł celów (jak np. celu inflacyjnego bądź wzrostu podaży pieniądza) służyć mogą reguły instrumentów. Są one jednak znacznie rzadziej wykorzystywane w sposób oficjalny. Reguły instrumentów cieszą się natomiast dużą popularnością w dyskursie akademickim i to właśnie głównie im poświęcony jest niniejszy artykuł.

Najpopularniejszym obecnie instrumentem polityki monetarnej jest stopa procentowa[1]. W XX wieku na popularności zaczęły w związku z tym zyskiwać reguły, zgodnie z którymi możliwe stało się wyliczenie optymalnej dla gospodarki stopy procentowej banku centralnego. Najprostsza wersja tego typu reguły odnosiła się początkowo do tzw. hipotezy Fishera, zgodnie z którą wzrost inflacji o 1 p.p. powinien spowodować, że nominalna stopa procentowa (np. ustalana przez bank centralny) wzrośnie również o 1 p.p. – tak aby stopa realna pozostała niezmieniona.

W późniejszych analizach zaczęto zwracać uwagę, że banki centralne przy ustalaniu stóp procentowych powinny brać pod uwagę nie tylko inflację, ale także PKB. W takim wypadku pożądane byłoby skonstruowanie pewnego modelu dla stopy procentowej, która mogłaby się zmieniać zarówno pod wpływem odchyleń inflacji od celu, jak i odchyleń wzrostu produkcji od jej naturalnej stopy (McCallum 2000, s. 4–5). Przykładem tego typu reguły polityki pieniężnej jest powstała w 1993 roku reguła Taylora. W oryginale jej postać algebraiczna była następująca:

$$r = p + 0{,}5y + 0{,}5(p - 2\%) + 2\%, \qquad (2)$$

gdzie: r – stopa procentowa banku centralnego[2]; p – stopa inflacji w ciągu ostatnich czterech kwartałów; y – procentowe odchylenie realnego PKB od potencjalnego określone wzorem:

[1] W dalszej części opracowania zwrócona zostanie jednak uwaga, że po kryzysie gospodarczym lat 2008–2009 niektóre banki centralne zmuszone były do częstszego wykorzystywania instrumentów niekonwencjonalnych.

[2] W oryginale stopa funduszy federalnych. Propozycja pierwotnie dotyczyła bowiem USA.

$$y = 100\frac{Y - Y_p}{Y_p} \tag{3}$$

gdzie: Y – realny PKB; Y_p – potencjalny realny PKB.

Autor reguły – Taylor – oparł ją na pewnych założeniach, wśród których za najważniejsze należy uznać to, że bank centralny powinien przyjąć docelowy poziom inflacji (cel inflacyjny) i starać się go utrzymać. Ponadto polityka pieniężna powinna reagować na zmiany dwóch podstawowych wielkości – realnego produktu krajowego brutto i inflacji, co wynika bezpośrednio z wzoru 2. Jeśli realny PKB jest równy PKB potencjalnemu (rozumianemu jako wieloletnia średnia), a inflacja jest równa celowi ustalonemu na 2% (y oraz p – 2% we wzorze 2 są wówczas równe zeru), to stopa procentowa banku centralnego powinna wynosić 4%. Oznaczałoby to wówczas, że realna stopa procentowa wynosi 2% – obrazuje to ostatni komponent po prawej stronie równania 2. Poziom ten Taylor przyjął jako realną stopę procentową równowagi (naturalną) (Taylor 1993, s. 202)[3].

Z wzoru 2 wynika, że Taylor przyjął identyczne współczynniki dla odchyleń inflacji od celu oraz PKB od trendu (w obydwu przypadkach 0,5). Warto jednak zauważyć, że po prawej stronie równania 2 stopa inflacji występuje dwukrotnie. Oznacza to, że jej wzrost o 1 p.p. powodowałby *de facto* konieczność zwiększenia nominalnej stopy procentowej o 1,5 p.p. (pierwszy komponent po prawej stronie równania wzrósłby bowiem o 1 p.p., a dodatkowo trzeci komponent o 0,5 p.p.). Alternatywnie wzór 2 można zatem przedstawić w następującej postaci:

$$r = 0{,}5y + 1{,}5(p - 2\%) + 4\% \tag{4}$$

Ustalenie współczynnika odchylenia inflacji od celu na poziomie *de facto* wyższym od 1 wydaje się o tyle zasadne, że podniesienie nominalnej stopy procentowej w reakcji na zmianę stopy inflacji w stosunku 1:1 spowodowałoby, że realna stopa procentowa pozostałaby bez zmian, co jedynie utrwaliłoby podwyższoną stopę inflacji, nie obniżając jej. Wynika z tego, że jeżeli

[3] Naturalną realną stopę procentową należy rozumieć jako stopę zapewniającą przyrost realnego PKB zgodny z jego naturalnym tempem (trendem) oraz utrzymywanie stałej stopy inflacji (Holston, Laubach, Williams 2016, s. 1). Inaczej mówiąc, naturalna realna stopa procentowa to stopa, przy której nie występują nominalne niedopasowania cen i płac w gospodarce (Giammarioli, Valla 2003, s. 9–10).

bank centralny chce obniżyć inflację, aby wróciła ona do celu, wówczas realna stopa procentowa musi wzrosnąć, a zatem nominalna stopa procentowa musi wzrosnąć bardziej niż stopa inflacji. Zasada ta w literaturze znana jest jako zasada Taylora (Davig, Leeper 2006, s. 608)[4].

Z wzorów 2 i 4 wynika, że nominalna stopa procentowa powinna odchylać się od założonego poziomu równowagi wynoszącego 4% wówczas, gdy inflacja jest wyższa lub niższa od celu, a rzeczywisty PKB nie jest równy potencjalnemu PKB. Pierwsze dwa składniki wzoru 4 można zatem traktować jako cykliczny komponent docelowej nominalnej stopy procentowej banku centralnego. Komponent ten mierzy siłę odchylenia tej stopy od poziomu równowagi w długim okresie wynoszącego 4% (Fernandez, Gonzalez 2004, s. 24)[5].

Należy podkreślić, że w zależności od uwarunkowań danej gospodarki wartość współczynników przy odchyleniach może być określona nieco inaczej niż w oryginale. Kontrowersje wzbudza zwłaszcza wartość współczynnika przy odchyleniu rzeczywistego PKB od potencjalnego. W literaturze wyodrębnia się dwa przeciwstawne stanowiska w tej kwestii. Według pierwszego z nich współczynnik ten powinien wynosić zero lub być bliski zera. Takiego zdania są m.in. Blanchard i Gali. Ich analizy oparte na nowokeynesistowskiej krzywej Phillipsa wskazują, że inflacja i luka PKB są ze sobą ściśle związane, a relacja ta jest jednokierunkowa. Tym samym stabilizowanie inflacji przyczynia się także do stabilizowania luki PKB. Właściwość ta przez Blancharda i Galiego nazwana została cudownym zbiegiem okoliczności (Blanchard, Gali 2005, s. 3). W takim wypadku wzory 2 i 4 przyjęłyby uproszczoną postać:

$$r = 1{,}5(p - 2\%) + 4\% \tag{5}$$

[4] Sam Taylor używa określenia zasada dobrej polityki pieniężnej (Taylor 2007, s. 7).

[5] Przykładowo, jeśli realny PKB wzrasta o 1% ponad PKB potencjalny, to stopa procentowa powinna zostać podniesiona – przy uwzględnieniu bieżącej stopy inflacji – o 0,5 p.p. Jeśli dodatkowo stopa inflacji jest wyższa o 1 p.p. od celu, to z tego powodu nominalna stopa procentowa powinna zostać podniesiona o kolejne 1,5 p.p. Wynika z tego, że optymalny poziom stopy procentowej według reguły Taylora w wyżej opisanym przykładzie powinien wynosić 6%. Oznaczałoby to zatem wzrost nominalnej stopy procentowej o 2 p.p., przy jednoczesnym wzroście stopy realnej o 1 p.p. Warto zatem zauważyć, że przedstawiony we wzorze 2 współczynnik odchylenia równy 0,5 (trzeci komponent po prawej stronie równania) *de facto* dotyczy stopy realnej, podczas gdy przedstawiony we wzorze 4 współczynnik odchylenia równy 1,5 – stopy nominalnej.

Innego zdania jest m.in. Ball. Wnioskuje on, że nawet współczynnik odchylenia dla luki PKB równy 0,5 jest niewłaściwy, proponując jego poziom równy 1. W przeciwnym razie dodatnia luka PKB będzie implikować również dodatnią lukę oczekiwaną, powodując jej trwałość na poziomie większym od zera. To z kolei będzie prowadzić do większych fluktuacji produkcji, a poprzez krzywą Phillipsa również do większych fluktuacji inflacji (Ball 1995, s. 8–9). Warto podkreślić, że współczynnik odchylenia dla luki PKB równy 1, jako alternatywę dla wersji oryginalnej, w późniejszych analizach przyjmował także sam Taylor (1995, s. 167–168). W takim wypadku wzór na stopę procentową według reguły Taylora przyjąłby formułę:

$$r = y + 1{,}5(p - 2\%) + 4\%. \tag{6}$$

W literaturze pojawiło się w ostatnim czasie wiele propozycji postulujących wprowadzenie do reguły stóp procentowych dodatkowych zmiennych. Przykładowo Blanchard i Johnson sugerują, aby zamiast luki PKB wykorzystywać różnicę między rzeczywistą a naturalną stopą bezrobocia. Reguła stopy procentowej mogłaby wówczas wyglądać następująco:

$$r_t = r_d + a(p_t - p^\star) - b(u_t - u^\star), \tag{7}$$

gdzie: r_d – docelowa nominalna stopa procentowa; p_t – rzeczywista stopa inflacji; $p^\star$ – docelowa stopa inflacji (cel inflacyjny); u_t – rzeczywista stopa bezrobocia; $u^\star$ – naturalna stopa bezrobocia; a i b – dodatnie współczynniki, które w równaniu 2 przyjmowały wartość 0,5 (Blanchard, Johnson 2013, s. 549).

Biorąc pod uwagę, że naturalna stopa bezrobocia to stopa, która kształtuje się wówczas, gdy rzeczywisty PKB jest równy potencjalnemu, formułę zaproponowaną przez Blancharda i Jonhsona można uznać za analogiczną do pierwotnej wersji zaproponowanej przez Taylora. W ostatnich latach pojawiły się jednak także propozycje wprowadzenia jeszcze dodatkowych zmiennych, np. realnego kursu walutowego, odchylenia tempa wzrostu agregatu pieniężnego od tempa docelowego czy ceny aktywów finansowych. Badania empiryczne nie potwierdzają jednak jednoznacznie, że zmienne te mają znaczący wpływ na kształtowanie się stóp procentowych (Baranowski 2014, s. 46–48, 56–57).

Niemniej w obliczu ostatniego kryzysu pojawiły się ciekawe propozycje, aby regułę polityki pieniężnej rozszerzyć o różnicę między oprocentowaniem

kredytów i depozytów (Curdia, Woodford, 2009a, s. 36–38) lub o różnicę między stopą procentową, po której pożyczkobiorcy są w stanie finansować swoją działalność a stopą procentową banku centralnego (Curdia, Woodford, 2009b, s. 28–39).

W odniesieniu do tej ostatniej propozycji warto zwrócić uwagę, że sam Taylor postulował w ostatnim czasie wprowadzenie pewnej modyfikacji do swojej reguły. Mianowicie docelowa wartość stopy procentowej banku centralnego powinna być równa stopie wynikającej ze standardowej reguły Taylora pomniejszonej o wartość rozpiętości między stopami oprocentowania trzymiesięcznych kredytów oferowanych na rynku międzybankowym oraz jednodniowych (overnight) transakcji typu SWAP, co w dużym stopniu może być traktowane jako rynkowa prognoza przeciętnego poziomu stopy procentowej banku centralnego w ciągu najbliższych trzech miesięcy. Jeżeli rozpiętości między tymi stopami są znaczne, a tak było np. w czasie ostatniego kryzysu, to rzeczywisty koszt pozyskania funduszy na krótki termin jest znacząco wyższy niż wynikałoby to z oficjalnych stóp banku centralnego. Taylor sugeruje w takim wypadku, według zmodyfikowanej przez siebie reguły, konieczność obniżenia tych ostatnich (Woodford 2010, s. 20–26).

Niezależnie od przyjętych zmiennych oraz wag przypisanych poszczególnym odchyleniom warto podkreślić, że w rzeczywistości gospodarczej pojedyncze zmiany stóp procentowych są z reguły niewielkie, a ich większe rozmiary rozłożone są w czasie. Alternatywą dla wyżej opisanych reguł może być w związku z tym wersja z wygładzonym przebiegiem ścieżki stóp procentowych. W przypadku klasycznej reguły Taylora wzór na nominalną stopę procentową mógłby wówczas przyjąć następującą postać:

$$r_t = \rho\, r_{t\text{-}1} + (1 - \rho) r^{\star}_t, \tag{8}$$

gdzie: t i t-1 to okresy, $r^{\star}$ – stopa procentowa wynikająca z reguły Taylora, ρ – parametr wygładzania stóp procentowych (dostosowań) z przedziału (0, 1). Z wzoru 8 wynika, że zmiana stopy procentowej w bieżącym okresie stanowić będzie jedynie część $(1 - \rho)$ zmiany stopy procentowej wynikającej z reguły Taylora. Dalsze dostosowania nastąpią natomiast w kolejnych okresach (Baranowski 2014, s. 43–44). W takim wypadku banki centralne zakładają zatem pewną inercję stopy procentowej (McCallum 2000, s. 9).

Warto zauważyć, że w powyższej formule pojawia się pewna różnica czasowa, jaką należy wziąć pod uwagę przy ustalaniu stopy procentowej.

Stąd, oprócz reguł bieżących, w analizach ekonomicznych wykorzystuje się niekiedy reguły adaptacyjne i antycypacyjne. Pierwsze z nich oznaczają, że bank centralny przy ustalaniu poziomu stóp procentowych bierze pod uwagę oficjalnie opublikowane, ale przez to już czasem nieco zdezaktualizowane dane dotyczące inflacji i PKB. Tego rodzaju regułę zaproponował w 1993 roku Taylor.

Opóźnienia w transmisji polityki monetarnej sprawiają jednak, że nie brak opinii, iż bieżące zmiany stóp procentowych powinny brać pod uwagę oczekiwane przyszłe kształtowanie się podstawowych kategorii makroekonomicznych. Mamy wówczas do czynienia z regułami antycypacyjnymi oznaczającymi, że sposób prowadzenia polityki pieniężnej jest wyprzedzający, w związku z czym opiera się on nie na faktycznych, a na prognozowanych danych odnośnie do inflacji i PKB. W tym wypadku problemem pozostaje jednak brak lub niedokładność prognoz formułowanych w innych warunkach niż wystąpią w przyszłości (Baranowski 2014, s. 41–45, 67–71).

2. Koszty i korzyści stosowania reguł polityki pieniężnej

Próba weryfikacji postawionej na wstępie hipotezy, czy korzystniejsze dla gospodarki jest stosowanie dyskrecjonalności, czy reguł polityki monetarnej, może być podjęta w oparciu o różne kryteria. Można do nich zaliczyć m.in.: 1) wiarygodność, 2) elastyczność oraz 3) stabilność. Cechy te zostały wyodrębnione w tabeli 1. Ponadto w przypadku pierwszej z nich zwrócono uwagę na trzy związane z nią aspekty: niepewność na rynku, pokusę nadużycia i koszty w wyrażeniu pieniężnym.

Tabela 1. Porównanie polityki dyskrecjonalnej i opartej na regule według wybranych cech

Cecha	Polityka dyskrecjonalna	Reguły
1) Wiarygodność	mniejsza	większa
– niepewność na rynku	większa	mniejsza
– pokusa nadużycia	większa	mniejsza
– koszty w wyrażeniu pieniężnym	większe	mniejsze
2) Elastyczność	większa	mniejsza
3) Stabilność	większa	mniejsza

Źródło: Opracowanie własne.

Ad 1

Istnienie reguł zwiększa odpowiedzialność decydentów, bo w przypadku odstępstwa od nich muszą wytłumaczyć się opinii publicznej z przyczyn takiego posunięcia. Ponadto konsekwentne trzymanie się reguł polityki podnosi jej wiarygodność, przez co rośnie zazwyczaj również jej skuteczność. W literaturze przedmiotu podkreśla się również często, że w przypadku reguły celu mniejsze jest zwykle także zagrożenie inflacyjne (McCallum 2000, s. 2).

Obecność reguł w świadomości uczestników rynku daje im bowiem możliwość przewidywania przyszłych decyzji z zakresu polityki makroekonomicznej, w pewnym stopniu ograniczając niepewność funkcjonowania rynku. Dyskrecjonalność z kolei niepewność tę zwiększa. Tym bardziej, że sami decydenci nie są często w swych opiniach zgodni co do konieczności i skuteczności zastosowania danego instrumentu[6]. Odmienne opinie wprowadzają „szum" informacyjny na rynek, co może ograniczać inwestycje.

Z wiarygodnością ściśle wiąże się też problem pokusy nadużycia. Brak wyraźnych reguł zwiększa bowiem skłonność decydentów do podejmowania decyzji bardziej dla nich korzystnych, ale często gorszych od optymalnych dla gospodarki w perspektywie krótkookresowej lub, niekiedy, długookresowej.

W pierwszym przypadku stanie się tak, jeśli bank centralny nie będzie brał w ogóle pod uwagę stanu koniunktury, a jedynie inflację. Oznaczałoby to bowiem całkowity brak elastyczności w reagowaniu na szoki wywołujące zmiany w wielkościach realnych i tym samym jeszcze większe odejście od optymalnej reguły polityki obejmującej również lukę PKB (jak np. różne wersje reguły Taylora) (Wojtyna 2001, s. 5). W znacznym stopniu strategii takiej sprzyjać może wysoki stopień niezależności wielu współczesnych banków centralnych.

Możliwy jest jednak także drugi skrajny przypadek, kiedy banki centralne nie będą koncentrować się nadmiernie na walce z inflacją, a wręcz przeciwnie – skupią swą uwagę głównie na stymulowaniu wzrostu gospodarczego. Będzie to możliwe, zwłaszcza gdy weźmie się pod uwagę niereprezentatywność

[6] Przykładem może być rzadko jednomyślny rezultat głosowania na temat zmiany stopy procentowej – także w przypadku Rady Polityki Pieniężnej w Polsce, np. stopy procentowe NBP w marcu 2015 roku obniżono o 0,5 p.p. stosunkiem głosów 6:4 (*Raport o inflacji…* 2015, s. 86).

funkcjonariuszy publicznych w połączeniu ze stosunkowo krótkimi cyklami wyborczymi. Jeśli chodzi o politykę monetarną, problem ten będzie jednak dotyczył jedynie sytuacji, gdy bank centralny będzie miał pewne, często nieformalne, powiązania z rządem. Sprzyjające rządzącej partii władze monetarne także mogą wówczas ulec pokusie głosowania za ekspansywną polityką pieniężną, zwłaszcza w okresie przedwyborczym (Mankiw, Taylor 2009, s. 453).

Według Taylora tego rodzaju gwałtowne rozluźnienia fiskalne i pieniężne mogłyby przynieść więcej złego niż dobrego nawet w warunkach kryzysu gospodarczego. Taka polityka może bowiem prowadzić do odchyleń tego, co do tej pory działało dobrze, nie powodując przy tym znaczącego stymulowania PKB (Taylor 2010, s. 175).

Tym bardziej, że kolejne dozy stymulacji popytu, dokonywanej w celu przejściowego obniżenia bezrobocia, muszą być często coraz silniejsze. Związane jest to z coraz wyższymi oczekiwaniami inflacyjnymi kształtowanymi – zgodnie z hipotezą oczekiwań adaptacyjnych – na podstawie coraz wyższych rzeczywistych stóp inflacji w kolejnych okresach (Winiecki 1986, s. 21).

Warto w tym kontekście zwrócić uwagę, że banki centralne są współcześnie zazwyczaj niezależne (zwłaszcza w Europie) i teoretycznie nie wolno im pobierać żadnych instrukcji od rządu. Niemniej jednak nie ponoszą one praktycznie żadnej odpowiedzialności za podejmowane decyzje, co zwiększa możliwość nadmiernej koncentracji na celu inflacyjnym, ale, biorąc pod uwagę drugi skrajny przypadek, niekiedy także na wspomaganiu polityki rządu, nawet przy wzrastającym zagrożeniu inflacyjnym.

Na koniec należy także zaznaczyć, że pokusa nadużycia i uznaniowość zwiększają zwykle w sposób bezpośredni koszty w wyrażeniu pieniężnym, co jeszcze bardziej zwiększa dług publiczny i zmniejsza wiarygodność całej polityki makroekonomicznej. Bezpośredni wzrost wydatków budżetowych związany jest m.in. z koniecznością wypłaty wysokich często wynagrodzeń dla decydentów (w Polsce np. dla członków RPP). Gdyby stopy procentowe banku centralnego ustalane były na podstawie którejś z opisanych reguł, wydatki te nie musiałyby być w ogóle ponoszone. Wystarczyłoby bowiem wstawić odpowiednie dane dotyczące stopy inflacji, stopy wzrostu gospodarczego czy stopy bezrobocia do odpowiedniego wzoru, a wówczas rolę banku centralnego mógłby przejąć zwykły urzędnik wyposażony w kalkulator (McCallum 2000, s. 2–3).

Ad 2

Pomimo wielu możliwych negatywnych dla wzrostu gospodarczego konsekwencji polityki dyskrecjonalnej, nie można jednak zapominać, że w niektórych przypadkach celowe i uzasadnione mogą być silniejsze niż w normalnych sytuacjach dostosowania fiskalne i monetarne. Rządy i banki centralne mogą mieć bowiem do czynienia z różnymi, często dość dramatycznymi sytuacjami, takimi jak wojna, bardzo duży wzrost cen ropy naftowej, ogromne spadki na giełdzie. W takich wyjątkowych sytuacjach reguły nie byłyby w stanie wziąć pod uwagę tych nadzwyczajnych okoliczności. Swoboda działania władz fiskalnych i monetarnych mogłaby wówczas okazać się sporą zaletą (Mankiw, Taylor 2009, s. 455). Z tego typu sytuacją mieliśmy do czynienia chociażby podczas ostatniego kryzysu gospodarczego, który apogeum osiągnął w 2009 roku. Wiele państw zastosowało wówczas mix ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej, nakierowany na pobudzenie koniunktury i wywołanie efektów mnożnikowych w globalnym popycie. Ścisłe przestrzeganie reguł mogłoby tego rodzaju efekty ograniczyć.

Można w związku z tym stwierdzić, że elastyczność jest zdecydowanie mocniejszym punktem polityki uznaniowej. Tym bardziej, że reguły celów mogą niekiedy przyczynić się do bardzo nerwowych ruchów władz monetarnych, jeśli wymagało się będzie od nich bezwzględnego i za wszelką cenę trzymania się strategii osiągnięcia celu inflacyjnego. Znaczne podwyższenie stóp procentowych mogłoby wówczas spowodować wzrost bezrobocia (Samuelson, Nordhaus 2012, s. 658).

Co więcej, w myśl ekonomii nowokeynesistowskiej nadmiernie restrykcyjna polityka pieniężna może być dla rynku pracy podwójnie szkodliwa. Oprócz krótkotrwałych wzrostów rzeczywistego bezrobocia może ona bowiem doprowadzić do długotrwałego wzrostu bezrobocia naturalnego. Wynika tak m.in. z koncepcji histerezy, zgodnie z którą jeżeli faktyczna stopa bezrobocia przewyższa stopę naturalną z poprzedniego okresu, ta ostatnia automatycznie wzrośnie w późniejszym czasie. Wzrost ten nie ma przy tym charakteru jednorazowego, lecz długotrwały. Oznacza to, że związane z recesją pogarszanie się sytuacji na rynku pracy pozostawia po sobie trwałą „bliznę", która powoduje, że nawet po ustaniu działania negatywnych szoków w gospodarce stopa naturalna nie powraca do poprzedniego, niższego poziomu (Ball, Mankiw 2002, s. 9).

Ad 3

Sztywne trzymanie się jakiejś reguły musiałoby niekiedy oznaczać, że stopy procentowe powinny zostać ustalone na poziomie ujemnym. Oznaczałoby to wówczas zaprzeczenie jednej z fundamentalnych zasad, że pożyczając pieniądze innemu podmiotowi, należałoby oczekiwać dodatnich odsetek. W przeciwnym razie nikt nie byłby bowiem zainteresowany udzielaniem pożyczek, gdyż trzymanie pieniędzy „w szufladzie" byłoby korzystniejsze (tzw. problem *zero lower bound*).

Warto zaznaczyć, że nawet utrzymywanie nieujemnej, ale bliskiej zera stopy procentowej banku centralnego może przynieść szereg niekorzystnych następstw, takich jak np. podtrzymywanie kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów (w tym złych dłużników), wzrost ryzyka portfela kredytowego i pokusy nadużycia. To z kolei może skutkować spadkiem zysków przedsiębiorstw i banków, a tym samym obniżać perspektywy wzrostu gospodarki. Ponadto bliska zera stopa procentowa wiązałaby się z tanim zaciąganiem długu publicznego, zwiększając chroniczny deficyt (Rzońca 2014, s. 208–209, 225, 309, 368).

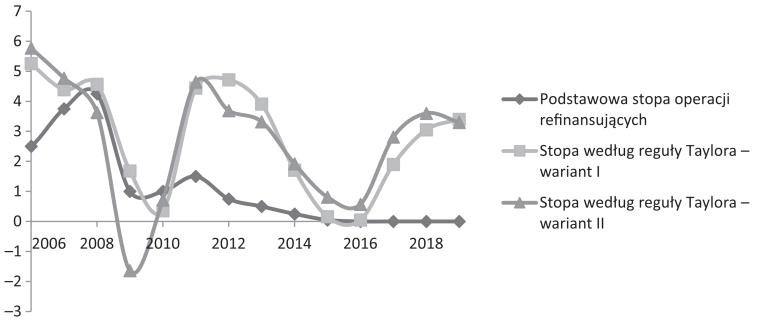
Równie poważnym problemem dla polityki pieniężnej opartej na regule byłaby konieczność bardzo częstych i dużych zmian stóp procentowych w odpowiedzi na zmiany stóp hipotetycznych obliczanych np. na podstawie wzorów 2–7. Działoby się tak w okresach niestabilnej sytuacji gospodarczej w postaci silnie wahających się stóp wzrostu gospodarczego i stóp inflacji. Poważnie ograniczałoby to wówczas stabilność rynku pieniężnego.

Zaobserwować to można na podstawie wykresów przedstawionych na rysunkach 1–2. Ukazano na nich rzeczywiste podstawowe stopy procentowe banków centralnych w strefie euro i w Polsce[7] oraz hipotetyczne stopy wyliczone na podstawie dwóch wariantów reguły Taylora w okresie 2006–2019. W wariancie I przyjęto współczynnik odchylenia PKB od trendu na poziomie 0,5 (zgodnie z wzorem 4), zaś w wariancie II na poziomie 1 (zgodnie z wzorem 6)[8]. Oszacowując lukę produkcyjną, zamiast procentowego odchylenia realnego PKB od potencjalnego wzięto pod uwagę odchylenie tempa wzrostu

[7] Dla strefy euro przyjęto podstawową stopę operacji refinansujących, zaś dla Polski stopę referencyjną.

[8] W przypadku Polski we wzorach tych uwzględniono wyrażenie (p – 2,5), zamiast (p – 2). W Polsce, w przeciwieństwie do strefy euro, cel inflacyjny wynosi bowiem 2,5%.

realnego PKB od średniego dla dziesięcioletnich okresów poprzedzających (czyli np. dla 2015 roku jako średnią z lat 2005–2014)[9].



Rysunek 1. Rzeczywista podstawowa stopa procentowa operacji refinansujących EBC a stopy hipotetyczne (zgodne z regułą Taylora) w strefie euro w latach 2006–2019

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu oraz EBC.

Rysunek 2. Rzeczywista stopa procentowa (referencyjna) NBP a stopy hipotetyczne (zgodne z regułą Taylora) w Polsce w latach 2006–2019

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu oraz NBP.

[9] Alternatywnie można by przyjąć odchylenie realnego PKB od potencjalnego przy obliczeniu średniego tempa wzrostu gospodarczego dla całego badanego okresu. Tego typu wyliczenia są oczywiście możliwe jedynie *ex post*. Uniemożliwiałoby to stosowanie reguły, gdyby rzeczywiście miała ona służyć bieżącemu ustalaniu stóp procentowych.

Z wykresów przedstawionych na rysunkach 1–2 wynika, że gdyby rzeczywiście któraś z wersji reguły Taylora miała służyć bieżącemu ustalaniu stóp procentowych, to musiałyby one ulegać bardzo częstym i gwałtownym zmianom. Co więcej, niekiedy musiałyby one także przyjmować wartości ujemne. Byłoby tak np. w strefie euro w 2009 roku, w którym mieliśmy do czynienia z kryzysem gospodarczym (według II wariantu), oraz w Polsce w latach 2014–2016, kiedy występowała deflacja (w obydwu wariantach).

W tym kontekście warto zauważyć, że sam Taylor już w momencie tworzenia swojej reguły zauważył, że w gospodarce będą epizody, w których nie powinna mieć ona zastosowania ze względu na wyjątkowe czynniki (Taylor 1993, s. 197). Do tego typu czynników z pewnością należy zaliczyć będący konsekwencją kryzysu spadek realnego PKB. W związku z tym wzrosło wówczas grono zwolenników dyskrecjonalności polityki monetarnej. Jednakże jej przeciwnicy woleliby raczej, jako ewentualną alternatywę dla uznaniowości, przyjąć pewne „reguły", które uzasadniałyby wyłączanie obowiązujących reguł[10]. Jedną z takich „reguł" mogłaby być np. propozycja Rzońcy. Postuluje on, aby do reguły stopy procentowej wprowadzić dodatkową klauzulę, zgodnie z którą stopa procentowa nie może być niższa niż np. 2% (Rzońca 2014, s. 46).

Przedstawiony problem mógłby być również nieco ograniczony, gdyby zastosowano zaprezentowaną w części teoretycznej regułę z wygładzonym przebiegiem ścieżki stóp procentowych, kiedy dostosowania stóp rzeczywistych następują stopniowo w kolejnych okresach, a banki centralne zakładają pewną inercję stopy procentowej. Nawet w tym przypadku nie zniknąłby jednak problem *zero lower bound*, który po kryzysie lat 2008–2009 spowodował, że obniżanie stóp procentowych banków centralnych często nie może już być instrumentem ekspansywnej polityki monetarnej. Spośród dwóch analizowanych banków centralnych w zdecydowanie większym stopniu dotyczy to EBC. W Polsce do 2020 roku była jeszcze bowiem pewna możliwość obniżenia stóp procentowych. W strefie euro, a także w kilku innych najważniejszych gospodarczo regionach (m.in. w USA), aby pobudzić agregatowy popyt, bank centralny w czasie kryzysu zmuszony został do zastosowania niekonwencjonalnych instrumentów ekspansywnej polityki pieniężnej, takich jak np. *quantitative easing* (luzowanie ilościowe) czy, ujmując bardziej ogólnie,

[10] Sformułowanie to zawarte zostało w jednej z recenzji niniejszego artykułu.

balance sheet policy (polityka osiągania celu poprzez zmiany w bilansie banku centralnego)[11].

Zakończenie

Na podstawie przeprowadzonej analizy można wyciągnąć kilka zasadniczych wniosków.

Banki centralne stoją przed dylematem, czy stosować dyskrecjonalną, czy opartą na regule politykę pieniężną. Podstawowa współcześnie stosowana reguła polityki pieniężnej dotyczy celu inflacyjnego (w strategiach BCI). Ponadto, choć głównie w dyskursie akademickim, dużą popularnością cieszą się reguły instrumentów. Najpopularniejsze z nich są różne postaci reguły Taylora, na podstawie których istnieje możliwość ustalenia optymalnego poziomu stopy procentowej w oparciu o bieżące lub przewidywane kształtowanie się odpowiednich zmiennych.

Ważnym problemem, który należałoby wziąć pod uwagę, gdyby decydenci polityki pieniężnej zdecydowali się na stosowanie reguły, jest jej wybór spośród wielu przedstawionych m.in. w niniejszym artykule (w tym czy stosować adaptacyjne, czy antycypacyjne). Nie ma bowiem dowodów empirycznych potwierdzających wyższość którejkolwiek z nich. Niemniej wydaje się, że bardziej racjonalne byłoby przyjęcie reguły z wygładzonym przebiegiem ścieżki stóp procentowych.

W przypadku reguł polityka pieniężna jest bardziej wiarygodna (pomijając przypadek nerwowych ruchów decydentów w sytuacji, gdy np. inflacja zbliża się do górnej granicy dopuszczalnego przedziału). Tym bardziej, że istnienie reguł wiąże się z mniejszą niepewnością na rynku, mniejszą pokusą nadużycia i mniejszymi kosztami w wyrażeniu pieniężnym. Z drugiej strony, polityka oparta na regule jest zdecydowanie mniej elastyczna, zwłaszcza w sytuacjach wyjątkowych, typu wojny, krach na giełdzie, kryzys gospodarczy, czy w ostatnich czasach pandemia koronawirusa. Ponadto sztywne trzymanie się reguł mogłoby spowodować, że stopy procentowe należałoby zmieniać bardzo często, co wcale nie sprzyjałoby zwiększaniu stabilności w gospodarce

[11] Omówienie instrumentów niekonwencjonalnej polityki monetarnej w strefie euro i w USA znaleźć można m.in. w: (Borio, Disyatat 2009, s. 2–26; Lenza, Pill, Reichlin 2010, s. 8–12, 20–26).

i wiarygodności banku centralnego. Co więcej, w ostatnich czasach musiałyby one przyjmować wartości ujemne. Sprawia to, że żaden bank centralny nie stosuje obecnie w sposób oficjalny reguły stopy procentowej (lub innego instrumentu). Niemniej jednak należy przypuszczać, że w niektórych przypadkach w przeszłości mogły one odgrywać rolę pomocniczą (Asso, Kahn, Leeson 2007, s. 25–26).

Na podstawie przeprowadzonej analizy teoretycznej można pokusić się o stwierdzenie, że reguły mogą być zwykle korzystniejsze w normalnych niekryzysowych czasach, podczas gdy w sytuacjach wyjątkowych lepsza dla gospodarki, ze względu na większą elastyczność, może być dyskrecjonalność polityki monetarnej. Brak możliwości porównań między bankami centralnymi stosującymi regułę instrumentów i uznaniowość powoduje, że nie jest jednak możliwe jednoznaczne empiryczne zweryfikowanie słuszności ewentualnego stosowania polityki opartej na regule. Jednakże w dzisiejszych czasach, w których w wielu krajach (regionach) decydenci polityki pieniężnej borykają się z problemem *zero lower bound* i zmuszeni są w związku z tym do stosowania głównie instrumentów niekonwencjonalnych, tego typu polityka byłaby wręcz niemożliwa. Pomimo wad dyskrecjonalnej polityki pieniężnej jest ona zatem obecnie w przypadku wielu banków centralnych jedyną możliwą do przyjęcia. Tym bardziej, że gospodarkę światową w najbliższych czasach czekał będzie kolejny nieuchronny kryzys gospodarczy związany z pandemią koronawirusa. Postawioną na wstępie hipotezę badawczą należy w związku z tym odrzucić.

Bibliografia

Asso P.F., Kahn G.A., Leeson R. (2007), *The Taylor Rule and the Tranformation of Monetary Policy*, „Research Working Papers", The Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Research Department, December, No. 07-11.

Ball L. (1997), *Efficient Rules for Monetary Policy*, „NBER Working Paper Series", No. 5952, https://www.nber.org/papers/w5952.pdf [dostęp: 1.06.2020].

Ball L., Mankiw N.G. (2002), *The NAIRU in Theory and Practice*, „NBER Working Paper", No. 8940, Cambridge.

Baranowski P. (2014), *Reguły polityki pieniężnej w Polsce*, Wydawnictwo UŁ, Łódź.

Blanchard O., Gali J. (2005), *Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model*, „NBER Working Paper Series", No. 11806, http://www.nber.org/papers/w11806 [dostęp: 1.06.2020].

Blanchard O., Johnson D.R. (2013), *Macroeconomics*, Pearson Education Limited, Harlow – Essex.

Borio C., Disyatat P. (2009), *Unconventional monetary policies: an appraisal,* „BIS Working Papers", Bank for International Settlements, No. 292.

Curdia V., Woodford M. (2009a), *Credit frictions and optimal monetary policy*, „BIS Working Paper", No. 278.

Curdia V., Woodford M. (2009b), *Credit spreads and monetary policy*, „NBER Working Paper", No. 15289.

Davig T., Leeper E.M. (2007), *Generalizing the Taylor Principle*, „American Economic Review", Vol. 97, No. 3.

Dornbusch R., Fischer S. (1990), *Inflation and unemployment* [w:] *Macroeconomics*, Fifth Edition, McGraw-Hill Publishing Company.

Fernandez M.J.A., Gonzalez J.U. (2004), *Stabilization Policy in EMU: The Case for More Active Fiscal Policy*, Serie de Coleccion de Informes del Observatorio de Economia Europea del Instituto de Estudios Europeos, No. 3, Madrid.

Friedman M. (1969), *Monetary theory and policy* [w:] R.J. Ball, P. Doyle (eds.), *Inflation*, Penguin Education, Harmondsworth, Middlesex.

Giammarioli N., Valla N. (2003), *The Natural Real Rate of Interest in the Euro Area*, „Working Paper Series", European Central Bank, No. 233.

Holston K., Laubach T., Williams J.C. (2016), *Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants*, „Finance and Economics Discussion Series", Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., No. 73.

Lenza M., Pill H., Reichlin L. (2010), *Monetary Policy in Exceptional Times*, „Working Paper Series", European Central Bank, No. 1253.

Mankiw N.G., Taylor M.P. (2010), *Makroekonomia*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa.

McCallum B.T. (2000), *The Present and Future of Monetary Policy Rules*, „NBER Working Paper Series", No. 7916, Cambridge.

Raport o inflacji – lipiec 2015 r. (2015), NBP, Warszawa.

Rzońca A. (2014), *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2007), *Macroeconomics*, Thirteenth Edition, McGraw-Hill Companies, New York.

Snowdon B., Vane H., Wynarczyk P. (1998), *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Taylor J.B. (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, „Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy", No. 39, North-Holland.

Taylor J.B. (1995), *Monetary policy implications of greater fiscal discipline*, „Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole", Federal Reserve Bank of Kansas City.

Taylor J.B. (2007), *Explanatory Power of Monetary Policy Rules*, „NBER Working Paper Series", No. 13685.

Taylor J.B. (2010), *Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis*, „Review", Federal Reserve Bank of St. Louis.

Winiecki J. (1986), *Źródła inflacji w gospodarce rynkowej i w gospodarce planowej*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.

Wojtyna A. (2001), *Teoretyczny wymiar strategii bezpośredniego celu inflacyjnego* [w:] J. Drop, A. Wojtyna, *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego: przesłanki teoretyczne i doświadczenia wybranych krajów*, „Materiały i Studia NBP", nr 118.

Woodford M. (2010), *Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis*, „Journal of Economic Perspectives", Vol. 24, No. 4.

"Good" monetary policy – discretionary or rules-based?

Summary

Monetary policy can be of the discretionary or rule-based nature. The article discuses selected examples of monetary policy rules as well as presents advantages and disadvantages of following them. The aim of the article is to solve dilemmas about the positive and negative consequences of strict regulations of contemporary monetary policy. Therefore, a hypothesis is tested: verified whether the following of rules in the monetary policy is a more beneficial solution than carrying out a discretionary policy. The article concluded that the application of rules may be more advantageous due to greater reliability and lower costs. On the other hand, however, it is associated with less stability and flexibility, which can be particularly disadvantageous during a crisis. In addition, the *zero lower bound* problem meant that the applications of rules-based monetary policy in many central banks are currently impossible. On this base the hypothesis was rejected.

Keywords: rules-based monetary policy, Taylor rule, discretionary monetary policy

Jarosław Janecki

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Konsekwencje ultraluźnej polityki pieniężnej

Streszczenie

Niskie stopy procentowe, zbliżone do zera, oraz niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej stosowane przez większość banków centralnych począwszy od 2008 roku z czasem przeszły do arsenału instrumentów wykorzystywanych w okresach, w których kryzys nie występował. Może to generować poważne problemy zarówno dla gospodarki, jak i banku centralnego. Celem artykułu jest próba zdefiniowania terminu „ultraluźna polityka pieniężna" oraz zagrożeń wynikających z kontynuowania tego rodzaju strategii przez władze monetarne. Szczególną uwagę zwrócono na często pomijany problem pojawiania się zakłóceń informacji rynkowych, jakie pojawiają się w sytuacji stosowania ultraluźnej polityki pieniężnej, a także powiązany z tym problem powstawanie bąbli spekulacyjnych na rynku aktywów.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, luzowanie ilościowe, instrumenty polityki pieniężnej

Wstęp

Wraz z pojawieniem się globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku najważniejsze banki centralne na świecie rozpoczęły działania zmierzające do opanowania i ustabilizowania sytuacji na rynkach finansowych i w gospodarce. Z czasem stosowanie stóp procentowych zbliżonych do zera oraz niestandardowych instrumentów w polityce pieniężnej zaczęto traktować w sposób konwencjonalny, wykorzystując je *de facto* w celu pobudzania aktywności gospodarczej. Lekarstwo, które było przeznaczone do reakcji podczas okresów kryzysów, stosowano również w trakcie względnej stabilności gospodarczej (pomimo słabej skuteczności). Tego rodzaju polityka pieniężna budziła wiele kontrowersji. Można było odnieść wrażenie, że przestano się liczyć z prawami ekonomii. Tymczasem pochodzący z języka greckiego termin „ekonomia"

oznacza dom (*οίκος*, *oikos*) oraz prawo, regułę (*νομος*, *nomos*). Profesor Jan Winiecki podczas jednego ze swoich wykładów pytał: „Czy istnieje zawieszenie praw ekonomii w danym obszarze? Jeżeli założymy, że istnieją jakieś prawidłowości ekonomiczne, to trudno powiedzieć, że te prawidłowości ekonomiczne nie funkcjonują w jakimś obszarze świata, bo one funkcjonują, tylko ponieważ są zniekształcone, to przynoszą trochę inne efekty" (Winiecki 2004). Z tego punktu widzenia interesujące jest przedstawienie problemu „zniekształceń", jakie pojawiają się w sytuacji prowadzenia przez banki centralne ultraluźnej polityki pieniężnej (ULMP). Analiza poprzedzona została próbą zdefiniowania tego terminu (część 1). Wykorzystując opublikowane badania podejmujące zagadnienie ULMP, wyspecyfikowano i uporządkowano podstawowe, negatywne konsekwencje wynikające z prowadzenia tego rodzaju polityki pieniężnej (część 2). W analizie zwrócono szczególną uwagę na zakłócenia percepcji oceny zjawisk gospodarczych (część 3) oraz możliwości zniekształceń, które mogą być generowane na rynku aktywów – rynku nieruchomości i rynkach finansowych (część 4).

1. Ultraluźna polityka pieniężna – podstawowa i rozszerzona definicja

W teorii ekonomii brak jest jednoznacznej definicji terminu „ultraluźna polityka pieniężna" (ang. *ultra-loose monetary policies*, ULMP). W badaniach podejmujących temat efektów prowadzenia ULMP przyjmuje się, że jest to forma polityki pieniężnej opartej o stopy procentowe bliskie zeru i wykorzystaniu niekonwencjonalnych instrumentów. ULMP często jest utożsamiana z niekonwencjonalnymi działaniami banków centralnych (Claeys i in. 2015). Według podziału zaproponowanego przez Bosssone (2015) należą do nich:

- łagodzenie ilościowe (ang. *quantitative easing*, QE),
- wyprzedzające wskazówki (ang. *forward guidance*, FG),
- ujemne stopy procentowe (ang. *negative interest rates*, NIR),
- jawne pieniężne finansowanie deficytu budżetowego (ang. *overt monetary financing of fiscal deficits*, OMF).

Stosowanie niekonwencjonalnych instrumentów przez banki centralne jest *de facto* realizacją postulatu Waltera Bagehota, który w książce *Lombard Street* sformułował teoretyczne podstawy funkcjonowania banku centralnego jako instytucji – pożyczkodawcy ostatniej instancji. Bagehot przedstawił reguły

dostarczania przez bank centralny płynności zainteresowanym podmiotom, w ilości zależnej od potrzeb rynkowych (Bagehot 2017). Propozycja Bagehota uwzględniała również zastosowanie „karnych odsetek", co miało być środkiem prewencyjnym przeciwko pokusie nadużycia (ang. *moral hazard*).

Sam fakt korzystania przez bank centralny z niekonwencjonalnych instrumentów nie stanowi warunku *sine qua non* definicji terminu ULMP. Jak wspomniano wcześniej, z ULMP wiąże się sytuacja, kiedy podstawowa stopa procentowa banku centralnego jest zbliżona do zera. W XXI wieku niskie stopy procentowe zdominowały międzynarodowe gospodarki. Był to efekt świadomie prowadzonej polityki banków centralnych. Oceniając działania Fed, Winiecki podkreślał pychę kierownictwa Fed: „Alan Greenspan uznał najwyraźniej, że jest w stanie za pomocą polityki monetarnej realizować wszystkie cele, obojętnie, czy zahamować tendencje spadkowe w gospodarce, zlikwidować inflację lub osiągnąć jakiś inny szczególny cel. A środkiem do ich realizacji były – za każdym razem – ostre cięcia stóp procentowych" (Winiecki 2016). Nieco inne podejście do historycznie niskich globalnych stóp procentowych prezentował Paul Schmelzing. Według niego historycznie niskie stopy globalne na świecie to efekt spadkowego trendu długoterminowych stóp procentowych, który można zaobserwować co najmniej od XV wieku (Janecki 2020). Należy zauważyć, że stopy procentowe banku centralnego nie muszą być konieczne bliskie zera[1], aby można uznać, że prowadzona jest luźna (lub zbyt luźna) polityka pieniężna. Świadczyć o tym mogą coraz bardziej ujemne realne stopy procentowe, np. w sytuacji wzrostu dynamiki PKB powyżej jego potencjału[2]. Tego rodzaju sytuacja wystąpiła w Polsce, gdzie podstawowe stopy procentowe nie zostały obniżone do zera, jednak prowadzona była polityka ujemnych, realnych stóp procentowych[3]. W sytuacji rosnącej dynamiki cen (powyżej wyznaczonego celu) oraz coraz bardziej

[1] Może to wynikać np. z tego, że początek obniżki stóp procentowych rozpoczyna się od wysokiego poziomu stóp procentowych.

[2] Jest to jeden z wielu sposobów oceny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnym. Innymi przykładami są: wskaźnik MCI (ang. Monetary Conditions Index) lub odniesienie wartości stóp procentowych banku centralnego do stóp wynikających z reguły Taylora.

[3] Były to okresy od stycznia 2017 roku do stycznia 2018 roku, następnie od kwietnia do października 2018 roku oraz od marca 2019 roku do początków 2020 roku. Przy czym od czerwca 2019 roku realna stopa procentowa spadła poniżej 1% i obniżała się aż poniżej –3% w lutym 2020 roku.

ujemnych realnych stóp procentowych, brak zmian stóp procentowych powoduje, że polityka pieniężna staje się jeszcze bardziej luźna.

Uwzględniając powyższe uwagi, można uznać, że ultraluźna polityka pieniężna polega na stosowaniu niskich stóp zbliżonych do zera lub ujemnych realnych stóp procentowych z wykorzystaniem niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej.

Można odnieść wrażenie, że władze monetarne w pewnym momencie okresu pokryzysowego zaczęły podchodzić do swoich decyzji w sposób bezrefleksyjny, przestały patrzeć na słabe efekty swoich działań, a co gorsza – przestały zwracać uwagę na możliwość wystąpienia negatywnych konsekwencji ULMP. Zagadnieniem koncentrującym uwagę ekonomistów jest z jednej strony badanie efektywności stosowania ULMP, z drugiej jednak – należy zauważyć szereg czynników i zjawisk, z którymi związane są negatywne efekty. Oceniając kształt polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w 2016 roku, Winiecki dokonał podziału na dwa rodzaje szkodliwych efektów: na poziomie mikro- i makroekonomicznym. Na poziomie mikroekonomicznym „polityka darmowego pieniądza ułatwia przetrwanie niewydolnych banków i firm produkcyjnych". Z kolei na poziomie makroekonomicznym powoduje, że „gospodarki zachodnie rosną wprawdzie powoli, ale nie wpadają w głębszą recesję". Winiecki podkreślał: „polityka darmowego pieniądza osłabia jeszcze bardziej bodźce do reformowania, które istnieją w warunkach wysokiego długu publicznego i bardzo niskiej inflacji" (Winiecki 2016, s. 109). Trudno się nie zgodzić z tymi tezami, jednak wydaje się, że argumentów wskazujących na szkodliwość efektów prowadzenia w dłuższym okresie ULMP można wymienić znacznie więcej. Przedstawione zostaną one w kolejnych częściach opracowania.

2. Podstawowe efekty ultraniskich stóp procentowych

Jak podkreślał Winiecki, polityka niskich stóp procentowych w trakcie kadencji Alana Greenspana (prezesa Fed w latach 1987–2006) była określana mianem „huraganu Alan" (Winiecki 2016). Obniżki stóp procentowych, które były traktowane jako remedium na każdy problem, wywoływały kontrowersje. Joseph E. Stiglitz uważał, że „Fed koncentruje się na stopach procentowych w błędnym przekonaniu, że ich zmiany są prostą »dźwignią«, za pomocą której może kontrolować gospodarkę – że gdy się je obniży, gospodarka

będzie szybko się rozwijać, a gdy się je podniesie, jej wzrost będzie wolniejszy" (Stiglitz 2012). Redukcje stóp procentowych prowadzą ostatecznie do sytuacji, w której pojawia się ważny z punktu widzenia ULMP problem „zerowej dolnej granicy" nominalnych stóp procentowych. Obniżenie stóp procentowych do zera powoduje, że przestają one stanowić efektywny instrument w kształtowaniu polityki pieniężnej. Kontynuowanie procesu luzowania polityki pieniężnej może być prowadzone jedynie przy wykorzystaniu niestandardowych instrumentów, które stają się substytutem prowadzenia konwencjonalnej polityki pieniężnej. W wielu badaniach wskazuje się, że z tego rodzaju polityką wiąże się szereg potencjalnych kosztów i problemów, które mogą prowadzić do jeszcze większej recesji (Sims, Wu 2019). Ekonomiści Międzynarodowego Funduszu Walutowego podkreślają malejącą efektywność kolejnych programów luzowania ilościowego wprowadzanych przez banki centralne po 2008 roku (IMF 2013). W ich ocenie oczekuje się zbyt wiele od tak prowadzonej polityki pieniężnej. Stosowanie niekonwencjonalnej polityki wiąże się z coraz większym ryzykiem, m.in. w wyniku braku stosowania instrumentów z zakresu polityki makroostrożnościowej oraz zaniechań w przeprowadzaniu niezbędnych reform sektora budżetowego i finansowego. Prowadzenie ULMP może nie przynosić zakładanych efektów, a co gorsza, może prowadzić do nieprzewidzianych i niepożądanych efektów. Do problemów tych należy zaliczyć:

- zakłócenie procesu informacyjnego oraz percepcji zachodzących zjawisk gospodarczych – błędne interpretacje napływających informacji z gospodarki oraz komunikatów i decyzji podejmowanych przez bank centralny prowadzące do błędnych decyzji;
- utrata właściwości informacyjnych przez instrumenty finansowe – zakłócenia możliwości prawidłowej oceny ryzyka, która w sytuacji konwencjonalnej polityki pieniężnej była oparta o instrumenty z rynku finansowego (ocena ryzyka kraju);
- narażenie się władz monetarnych na utratę wiarygodności, zmniejszenie efektywności i deformowanie kanałów transmisji polityki pieniężnej, nadwrażliwość inwestorów na decyzje banków centralnych – w sytuacji nieracjonalnego przedłużania okresów ULMP pojawia się możliwość nadmiernej, nieuzasadnionej niepewności odnośnie do kształtu przyszłej polityki pieniężnej oraz momentu odchodzenia od ULMP;

- utrata instrumentów polityki pieniężnej lub ich efektywności – polityka stóp procentowych zbliżonych do zera powoduje, że banki centralne pozbywają się instrumentów, które mogą być wykorzystywane w okresach kryzysu i recesji;
- działanie instrumentów odwrotnie od zamierzeń – luzowanie ilościowe może prowadzić do problemu rozszerzania bilansu banku centralnego, co w sytuacji wydłużania okresu prowadzenia takiej polityki może prowadzić do jeszcze głębszej recesji (Sims, Wu 2019). Zbyt niskie stopy procentowe mogą z kolei prowadzić do sytuacji odwrotnych od oczekiwań. Zgodnie z koncepcją odwróconej stopy procentowej (ang. *reversal interest rate*, RIR) istnieje taki niski poziom stopy procentowej, który zaczyna powodować skutki odwrotne do zamierzonych, czyli zaczyna hamować akcję kredytową, zamiast ją stymulować (Brunnermeier, Koby 2019);
- pojawianie się nowych teorii w polityce pieniężnej – słaba skuteczność ULMP prowadzi do poszukiwań nowych, kontrowersyjnych teorii odnoszących się do prowadzenia polityki pieniężnej – np. koncepcje prezentowane w ramach tzw. nowoczesnej teorii pieniądza (ang. *modern monetary theory*, MMT);
- nadmierna akceptacja ryzyka przez inwestorów zarówno w kontekście poszukiwania wyższych zysków w bardziej ryzykownych segmentach rynku finansowego, jak i finansowanie bardziej ryzykownych projektów biznesowych;
- stymulowanie baniek spekulacyjnych na rynku aktywów – efekt połączenia niskich stóp z niekonwencjonalnymi instrumentami (luzowanie ilościowe);
- pojawienie się pokusy nadużycia – kreowanie oczekiwań, że bank centralny będzie zawsze ratował inwestorów w sytuacjach kryzysowych;
- pokusa zwiększenia zadłużenia – dotyczy zarówno konsumentów, przedsiębiorców, jak i władz fiskalnych; czynnik demobilizujący do ograniczania nadmiernych wydatków (niższe koszty obsługi długu w efekcie niższych stóp procentowych);
- spadek wartości depozytów, problem ze stopą oszczędności – przy zerowej stopie procentowej, w sytuacji negatywnych stóp depozytowych, klienci mogą wycofywać środki z banku (Winiecki 2015), zwiększone prawdopodobieństwo spadku stopy oszczędności, zachęta

do poszukiwania alternatywnych instrumentów, często spoza sektora bankowego;
- zahamowanie procesu bankructw nierentownych przedsiębiorstw – sztuczne podtrzymywanie „przy życiu" przedsiębiorstw przy wykorzystaniu taniego pieniądza (Rzońca 2014);
- narastanie nierówności majątkowych – wynika z przekonania, że stosowanie niestandardowych instrumentów, wpływając na wzrost ceny aktywów, sprzyja ich właścicielom, osobom zamożniejszym, co w efekcie przekłada się na wzrost dysproporcji majątkowych w społeczeństwie (Claeys, Darvas, Leandro 2015);
- generowanie niższych zysków przez fundusze emerytalne – inwestycje w obligacje skarbowe mogą przynosić zerowe zyski lub straty w ujęciu realnym, co może skłaniać fundusze do podejmowania większego ryzyka i inwestowania w instrumenty o wyższym ryzyku (Winiecki 2015).

Z wymienionych powyżej tematów do kluczowych należą problemy odnoszące się do zakłóceń informacji rynkowych oraz należące do bardziej popularnych zagadnień – tworzenia baniek spekulacyjnych. Oba zagadnienia oraz ich znaczenie dla polityki pieniężnej zostaną omówione w dwóch kolejnych częściach artykułu.

3. Zakłócenie informacji rynkowych

W czasach chaosu, w tym również chaosu informacyjnego, niezwykle trudno jest znaleźć i w odpowiedni sposób interpretować informacje. W każdym procesie podejmowania decyzji kluczową kwestią jest posiadanie nie tyko samej informacji, ale informacji o odpowiedniej jakości. Friedrich August von Hayek w opublikowanym w 1945 roku artykule *The Use of Knowledge in Society* zwraca uwagę na konieczność docenienia tanich nośników informacji, jakimi są rynkowe ceny (Hayek 1945; 2001). W koncepcji funkcjonowania systemu rynkowego Hayeka ceny pełnią rolę przekaźnika informacji, który wpływa na decyzje konsumentów. Dzięki temu, że ceny odzwierciedlają zmiany zachodzące w gospodarce, przedsiębiorcy i konsumenci nie muszą dokładnie analizować szczegółowych danych o gospodarce, ceny uwzględniają bowiem pełną wiedzę. Według Hayeka zmiany cen (efekt reakcji na zmiany w gospodarce) powinny wpływać na dostosowanie działań przedsiębiorcy. Odbiorca nie musi znać szczegółowych mechanizmów powodujących

zmiany cen. Sama informacja o jej zmianie powinna być wystarczająca do odpowiedniej reakcji. Według Hayeka cena jest elementem tzw. systemu telekomunikacyjnego (Hayek 1945; 2001), w którym ceny są nośnikami informacji, pod warunkiem że nie są zniekształcone przez interwencje państwa. W sytuacji gdy państwo reguluje ceny, określa ich pułapy, cena niewiele mówi uczestnikowi rynku. Izrael M. Kirzner, uczeń Hayeka, zwraca uwagę, że nierównowaga rynkowa jest efektem „rozpowszechnionej niewiedzy", ekonomicznej ignorancji. W takiej sytuacji instytucje publiczne, w tym również władze monetarne, powinny stawiać sobie za cel zmniejszenie braku ekonomicznej wiedzy, a nie przyczyniać się do zakłócania, zniekształcania informacji rynkowych. Posiadając odpowiednią informację, przedsiębiorcy mogą inwestować w produkcję takich dóbr i usług, w których pojawiają się rozbieżności pomiędzy cenami rynkowymi a kosztami ich wytworzenia. W ten sposób dochodzi do wzrostu podaży dóbr i obniżania ich cen (Kirzner 1973). W sytuacji jednak gdy procesy cenowe są zniekształcone, są efektem decyzji administracyjnych, przedsiębiorcy są dezinformowani, wprowadzeni w błąd. Takim elementem zniekształcającym procesy cenowe może być ULMP. Bank centralny, prowadząc taki rodzaj polityki pieniężnej, wprowadza element zakłócający do całego systemu finansowego i zaburza procesy cenowe aktywów. Wycena instrumentów finansowych, obligacji, akcji, nieruchomości nie jest uzależniona od mechanizmów rynkowych, w tym ryzyka inwestycyjnego, ale jest efektem polityki ultraniskich stóp procentowych oraz wykorzystywania niekonwencjonalnych instrumentów. W efekcie mechanizm ten prowadzi do powstawania baniek cenowych (o czym więcej w części 4).

Niepożądany efekt zniekształcający informacje pojawia się również w kontekście oceny zjawisk gospodarczych – ULMP zaburza możliwość prawidłowej oceny informacji dochodzących z gospodarki. Hayekowski „system telekomunikacyjny" zostaje zaburzony i zniekształcony. Może to prowadzić z jednej strony do nadmiernego optymizmu i akceptacji do podejmowania nadmiernego ryzyka, z drugiej natomiast – do wystąpienia wysokiej niepewności, będącej na przykład reakcją na odejście od ULMP. Przykładowo, informacje o dobrych wynikach gospodarczych powinny pozytywnie wpłynąć na nastroje rynkowe. Tymczasem możliwość odejścia od ULMP wzbudza u inwestorów większy niepokój niż fakt samej poprawy sytuacji gospodarczej. Inwestorzy skupiają się na zyskach, jakie mogą osiągnąć

w sytuacji ultraluźnej polityki pieniężnej. ULMP prowadzi zatem do ocen, które nie odnoszą się wprost do sytuacji gospodarczej, ale do tego, czy jest możliwość wygenerowania wyższego zysku w efekcie stosowania przez bank centralny niestandardowych instrumentów.

4. Wpływ ultraluźnej polityki pieniężnej na rynek aktywów

Jak pokazały doświadczenia globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2008, niekonwencjonalna polityka pieniężna powstrzymała panikę na rynkach finansowych, powstrzymała spiralę spadku zaufania oraz do pewnego stopnia powstrzymała również spadek aktywności gospodarczej (zapewniając poduszkę płynnościową dla podmiotów funkcjonujących w sferze realnej). Kontrowersyjne okazały się jednak działania banków centralnych po kryzysie, w sytuacji względnego ustabilizowania sytuacji na rynkach finansowych. Niekonwencjonalna polityka pieniężna, a co z tym się wiąże również i ULMP, były nadal kontynuowane i wpływały na wyceny aktywów. Pytanie jednak, czy ULMP ma wpływ na powstawanie bąbli spekulacyjnych na rynku aktywów? Wśród ekonomistów mamy kilka różnych podejść do problematyki baniek (bąbli) spekulacyjnych. Mark Thornton dzieli je na trzy grupy (Thornton 2006). Pierwszą grupę stanowią zwolennicy ekonomii podażowej, którzy negują istnienie baniek na rynku aktywów. Drugą grupę reprezentują przedstawiciele ekonomii keynesowskiej i nurtu behawioralnego, którzy uważają, że bańki są efektem nieracjonalnych zachowań ludzi, tzw. irracjonalnego entuzjazmu (ang. *irrational exuberance*), o których piszą Akerlof, Shiller (2009). Do trzeciej grupy należą zwolennicy hipotezy, że bańki spekulacyjne wywoływane są przez czynniki realne i psychologiczne wynikające z decyzji podejmowanych przez władze monetarne. Ostatnie podejście do sprawy powstawania baniek jest szczególnie bliskie przedstawicielom szkoły austriackiej. Amerykański ekonomista Jesse Colombo, jeden z tych, którzy pisali o możliwym krachu w 2008 roku przed jego pojawieniem się, w czerwcu 2019 roku opisał przykłady istniejących baniek na ponad 20 rynkach całego świata[4]. Colombo uważa, że przez 12 lat po globalnym kryzysie finansowym

[4] Wśród nich znalazły się m.in. europejski rynek nieruchomości, amerykański rynek akcji, obligacji korporacyjnych, pożyczek samochodowych, zadłużenia studentów, start-upów, start-upów technologicznych, przedsiębiorstw produkujących energię łupkową.

lat 2007–2009 znaczna część ożywienia gospodarczego była napędzana poprzez kreowanie baniek[5]. Tego rodzaju wzrost nazwał „Bubblecovery" (Colombo 2019).

Wpływ ultraluźnej polityki pieniężnej na rynek nieruchomości

Prowadzenie ultraluźnej polityki pieniężnej sprzyja wzrostowi zadłużenia konsumentów, przedsiębiorstw i państw. W ciągu ostatnich dziesięcioleci świat przeżywał niespotykany dotąd gwałtowny wzrost wartości zadłużenia długoterminowego. W latach 2003–2020 globalny dług wzrósł o około 150 bilionów dolarów od 2003 roku. Od kryzysu z 2008 roku globalne zadłużenie wzrosło o 70 bilionów dolarów, co jest wynikiem z jednej strony niskich stóp procentowych, a z drugiej – przyzwoleniem liczących na wyższy wzrost gospodarczy rządów na całym świecie. Część wzrostu zadłużenia była efektem boomu na rynku nieruchomości. Polityka niskich stóp procentowych zachęca w tym przypadku do finansowania zakupu nieruchomości długoterminowym kredytem hipotecznym, a także przyczynia się do wypychania środków finansowych z innych rynków (głównie z depozytów) na rynek nieruchomości, w tym szczególnie mieszkań z przeznaczeniem na wynajem. W Stanach Zjednoczonych bańka na rynku nieruchomości powstawała wiele lat przed globalnym kryzysem finansowym lat 2007–2008. Luźna polityka pieniężna była prowadzona już od 2001 roku, kiedy stopniowo obniżano stopy procentowe, doprowadzając je z poziomu 6,5% do 1% po zamachach z 11 września 2001 roku[6].

---

[5] Do najbardziej spektakularnych baniek wygenerowanych głównie w pierwszej dekadzie XXI wieku należy zaliczyć bańkę kredytową w chińskiej gospodarce, będącą w głównej mierze efektem wydatków na infrastrukturę. Bańki nie mogą wiecznie rosnąć, stąd rosnące przekonanie wśród wielu ekonomistów, że tego rodzaju sytuacja musi przynieść potężny kryzys gospodarczy. Liczba różnych baniek powoduje, że można odnieść wrażenie, że wcześniej czy później, nawet bez wystąpienia pandemii, kryzys był nieunikniony. W odróżnieniu jednak od poprzednich kryzysów powodów do wystąpienia kolejnego było znacznie więcej niż zwykle. Nawarstwienie problemów nastąpiło przy znacznym udziale banków centralnych i ich ultraluźnej polityki pieniężnej.

[6] Niskie stopy były tylko jednym z elementów boomu na rynku nieruchomości, jaki był obserwowany do 2003 roku. W celu jego przedłużenia o kolejne lata wprowadzono takie zmiany w systemie regulacyjnym, które pozwoliły bankom podwyższyć lewarowanie oraz zwiększyć udzielanie kredytów, które można było sekurytyzować. W konsekwencji wszystkich działań

Kryzys na rynku nieruchomości, jaki wystąpił podczas globalnego kryzysu finansowego, był znacznie silniejszy od wielkiego kryzysu z lat 30. ubiegłego wieku. Pomimo tego nie wszyscy ekonomiści widzą w tym efekt polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

John B. Taylor zwrócił uwagę na politykę stóp procentowych i wyjątkowo dużą różnicę pomiędzy podstawową stopą Fed a stopą procentową wynikającą z reguły Taylora. W latach 2000–2006 różnica ta była historycznie wysoka, co jak wskazuje Taylor dowodzi, że polityka pieniężna była zbyt akomodacyjna, zbyt luźno dopasowana (ang. *loose fitting*) do panującej sytuacji gospodarczej. Według Taylora jest to dowód na to, że błędna polityka stóp procentowych doprowadziła do boomu na rynku nieruchomości, który w Stanach Zjednoczonych trwał właśnie w okresie od 2000 do 2006 roku (Taylor 2009). Dotyczy to zresztą nie tylko amerykańskiego rynku. Jak wskazują ekonomiści OECD – ich wyniki cytuje również Taylor (2009) – odchylenie podstawowej stopy procentowej od stopy wynikającej z reguły Taylora objaśnia w znacznej części boom na rynku nieruchomości w krajach OECD (Ahrend, Cournede, Price 2008). Zbyt niska stopa procentowych banków centralnych była jednym z czynników powodujących wzrost cen aktywów w latach 2002–2005 i mogła przyczynić się do kryzysu na rynkach finansowych w latach 2007–2008.

Warto w tym miejscu zauważyć przemyślenia byłych prezesów Fed. W swoich pamiętnikach Ben S. Bernanke przyznał, że wielu członków zarządu Fed, w tym on sam, nie doceniło rozmiarów bańki na rynku nieruchomości i związanego z nią ryzyka, ale wręcz umniejszało rolę polityki pieniężnej w generowaniu boomu (Bernanke 2015, s. 19). Bernanke, pomniejszając rolę Fedu, jednocześnie wskazuje na nadmierne oszczędności na świecie, które pojawiły się na amerykańskim rynku kapitałowym, jako jedną z przyczyn sytuacji na rynku nieruchomości. Według niego wyższe stopy procentowe (sugerowane przez regułę Taylora) mogłyby przyczynić się do spowolnienia aktywności gospodarczej, natomiast miałyby niewielki wpływ na rynek nieruchomości (Bernanke 2010)[7]. Fed zaczął podwyższać stopy procentowe

ceny mieszkań w Stanach Zjednoczonych systematycznie rosły, osiągając swoje maksimum w trzecim kwartale 2006 roku. Poszczególny fazy narastania bańki spekulacyjnej w Stanach Zjednoczonych opisuje Szydło (2016).

[7] Prezentowane przez Bernanke (2010) wyniki badań Fed wskazują, że prowadzenie polityki pieniężnej w oparciu o stopę sugerowaną przez regułę Taylora w latach 2003–2005 spowodowałoby średni wzrost kosztów spłaty kredytu o około 75 dolarów. Paradoksalnie

w czerwcu 2004 roku, w sytuacji gdy miały już miejsce silne wzrosty cen na rynku nieruchomości. Bernanke wskazuje na sferę regulacyjną jako tą, która powinna być „na pierwszej linii obrony przed cenowymi bańkami na aktywach oraz innymi ryzykami zagrażającymi finansowej stabilności" (Bernanke 2015, s. 92). Odmienne stanowisko prezentuje Greenspan, który w swoich wspomnieniach szczegółowo odnosi się do kwestii wpływu niższych stóp procentowych na popyt na kredyt i nieruchomości. Greenspan zwrócił uwagę na wzrost cen na rynku nieruchomości i towarzyszącą mu wzrostową, niespotykaną skalę transakcji zawieranych na rynku wtórnym nieruchomości (Greenspan 2007). W okresie boomu na rynku nieruchomości ceny domów w Stanach Zjednoczonych rosły odpowiednio o 16% w 2004 roku oraz o 15% w 2005 roku (Bernanke 2015, s. 91).

Jeszcze inne podejście do problemu prezentuje Robert J. Shiller. Zwraca on uwagę na czynniki o charakterze psychologicznym, które przyczyniły się do wzrostu cen na amerykańskim rynku nieruchomości w latach 90. XX wieku oraz w latach 2006–2007[8]. Za wzrost cen i nadmierny popyt nie obarcza winą banku centralnego, gdyż, jak zauważa, boom na rynku nieruchomości rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych około 1998 roku, na kilka lat przed obniżkami stóp procentowych przez Fed, jakie nastąpiły w 2001 roku (Shiller 2015). Shiller w pewnej mierze ma rację, gdyż fala spekulacji na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych na początku XXI wieku była po części efektem pęknięcia bańki na spółkach internetowych. Tym niemniej w latach 2001–2003 stopy były obniżane do poziomu 1%, co dodatkowo ułatwiało podejmowanie decyzji inwestycyjnych, w tym również i na rynku nieruchomości. Negowanie roli niskich stóp procentowych w kreowaniu baniek na rynku nieruchomości spotyka się jednak z krytyką wśród ekonomistów. Przykładem są badania przeprowadzone przez Micossi, D'Onofrio i Peirce (2019). Wyniki wskazują na to, że Shiller mógł przeoczyć rolę, jaką luźna polityka pieniężna odegrała w powstawaniu baniek finansowych w pierwszej dekadzie XXI wieku. Pomimo różnych punktów widzenia

obliczenia te nie biorą jednak pod uwagę czynników behawioralnych, tak bardzo podkreślanych przez Shillera.

[8] George A. Akerlof i Robert J. Shiller w książce *Animal Spirits* wręcz starają się obalić mit wszechmocy banków centralnych, w tym ich wpływu na sytuację panującą na rynku nieruchomości. Na pierwszy plan wysuwają rolę zwierzęcych instynktów, którymi kierują się konsumenci w trakcie spekulacyjnej hossy.

można stwierdzić, że polityka pieniężna miała wpływ na rynek nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, chociaż skala wpływu niskich stóp procentowych jest trudna do określenia.

Wpływ ultraluźnej polityki pieniężnej na rynek akcji i obligacji

Na przykładzie operacji prowadzonych przez Fed, a następnie EBC można stwierdzić, że ultraluźna polityka pieniężna przyczyniła się do problemu narastania baniek spekulacyjnych na rynku aktywów. Bardzo niskie stopy procentowe w połączeniu z kolejnymi programami zakupów aktywów wyraźnie wpłynęły na wycenę instrumentów finansowych i spowodowały m.in.:

- znaczący spadek rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych,
- okres boomu na amerykańskiej giełdzie,
- wzrost popytu na bardziej ryzykowne aktywa, w tym również na aktywa z krajów wschodzących (ang. *emerging markets*).

Dodatkowe należy zauważyć, że zaburzenia percepcji oceny ryzyka (efekt Hayekowskiego zniekształcenia informacji) przyczyniały się do zwiększonych zakupów akcji i obligacji skarbowych, co prowadziło wprost do narastania bańki spekulacyjnej.

Schemat działań Fedu polegający na tym, że w sytuacji spadku cen akcji na giełdzie bank centralny wspiera inwestorów poprzez zwiększenie płynności prowadzi do tego, że inwestorzy odczuwają swoisty parasol ochronny ze strony banku centralnego, ochrony przed spadkiem ceny sprzedaży aktywów finansowych[9]. Wielokrotne interwencje ze strony Fed wpływały na coraz wyższe wyceny aktywów finansowych. Winiecki zauważa, że amerykańska polityka kolejnych rządów sprzyjająca zaciąganiu kredytów hipotecznych „miała w zamierzeniu zapewniać rządzącym pozyskiwanie głosów mniej zamożnych wyborców" (Winiecki 2016).

Krytyka stosowania ULMP odnosi się również do samego mechanizmu udzielania przez Fed finansowania po kosztach niższych od rynkowych. Banki, pozyskując z Fed środki, których oprocentowanie było zbliżone do zera, dokonywały zakupów długoterminowych obligacji skarbowych lub

[9] Strategia stosowana szczególnie w okresie prezesury Alana Greenspana, nazwana „opcją put Greenspana".

uruchamiały linie kredytowe dla przedsiębiorstw o najwyższym ratingu. W efekcie sektor bankowy uzyskiwał prezent w wysokości kilkunastu miliardów dolarów rocznie[10].

Wydłużony okres prowadzenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej wpłynął jednak nie tylko na rentowność obligacji krajów, w których były przeprowadzane operacje skupu aktywów, ale również w innych krajach (przede wszystkim w regionie emerging markets). Zakłóceniu uległ proces oceny ryzyka inwestycyjnego w tych krajach. Wycena ryzyka danego kraju przy wykorzystaniu spreadów obligacji skarbowych nie oddawała rzeczywistego ryzyka inwestycyjnego w konkretnej gospodarce. Pojawiały się sytuacje, kiedy rentowność obligacji skarbowych Grecji zbliżała się lub była poniżej rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych, co stanowiło potwierdzenie dużego napływu wolnych środków finansowych na europejski rynek papierów skarbowych, wyraźnie zaburzając ocenę ryzyka wypłacalności kraju lub inflacji. Znaczny napływ kapitału był również zauważalny w krajach z grupy emerging markets. Przykładem może być Polska, gdzie inwestorzy zagraniczni posiadali w październiku 2008 roku krajowe obligacje skarbowych o wartości 55,4 mld zł, co stanowiło około 15,1% wartości wszystkich wyemitowanych obligacji. Po ponad 10 latach, na koniec 2019 roku, inwestorzy posiadali już obligacje o wartości 157,3 mld zł. Przy okazji należy zauważyć zależność, jaka występowała pomiędzy decyzjami Fed a wartością obligacji skarbowych posiadanych przez inwestorów zagranicznych. Rozpoczęciu przez Fed polityki zerowych stóp procentowych (ang. *zero interest rate policy*, ZIRP) w grudniu 2008 roku towarzyszył początek wzrostu zainteresowania inwestorów zagranicznych nabywaniem polskich obligacji skarbowych. Tylko w jednym miesiącu, pomiędzy styczniem 2009 a grudniem 2008 roku, w posiadaniu inwestorów znalazło się o 2,8 mld zł więcej obligacji[11]. Trend ten był kontynuowany przez kolejne lata. W grudniu 2015 roku, ostatnim miesiącu ZIRP, nominalna wartość obligacji, jakie posiadali inwestorzy zagraniczni, osiągnęła maksymalną wartość: 20,8 mld zł. W kolejnych miesiącach wartość obligacji skarbowych w posiadaniu

[10] Stiglitz powołuje się na dane Bloomberga, z których wynika, że łatwy dostęp banków do tanich środków Fed był dla sektora „prezentem" o wartości około 100 mld dolarów rocznie.

[11] W okresie poprzedzającym decyzje Fed, pomiędzy sierpniem a grudniem 2008 roku, co miesiąc wartość obligacji w posiadaniu inwestorów zagranicznych spadała, łącznie we wskazanym okresie o 9,2 mld zł.

inwestorów zagranicznych zaczęła systematycznie maleć. Oczywiście z punktu widzenia rządów emitujących obligacje była to korzystna sytuacja, ponieważ przyczyniała się do spadku kosztów obsługi zadłużenia, jednak z punktu widzenia percepcji ryzyka inwestycyjnego kraju lub potencjalnego szoku, który mogłaby wywołać sprzedaż obligacji skarbowych przez inwestorów zagranicznych, była to sytuacja negatywna.

Wpływ ULMP jest również bardzo zauważalny w przypadku rynku akcji. Szczególny przypadek stanowi rynek amerykański, gdzie narastanie bańki spekulacyjnej jest ewidentne wraz z początkiem coraz bardziej akomodacyjnej polityki pieniężnej Fed. Od 2008 roku miał miejsce najdłuższy w historii Stanów Zjednoczonych okres hossy na rynku akcji. W okresie prowadzenia przez Fed polityki ZIRP, czyli między grudniem 2008 roku a grudniem 2015 roku, indeks Nasdaq Composite wzrósł o około 226%[12]. W tym samym okresie indeks S&P wzrósł o około 226%, a S&P 500 oraz niemiecki indeks giełdowy DAX o około 130%. Warto zauważyć, że najsilniejszym impulsem do wzrostów na amerykańskiej giełdzie były pierwsze niestandardowe operacje QE1, a w drugiej kolejności QE3 (tabela 1). Profesor Dariusz Filar, były członek RPP II kadencji, w 2019 roku mówił w wywiadzie: „Nie można wykluczyć, że w warunkach niskiego kosztu pieniądza nowa »bańka spekulacyjna« dojrzewa do pęknięcia w 2019 roku – tym razem na rynku giełdowym. W dniu 11 lipca 2019 indeks S&P w trakcie sesji po raz pierwszy w historii przekroczył poziom 3000 pkt, a na rekordowe poziomy wzbił się również indeks Nasdaq. Tego samego dnia Fed rozpoczął sygnalizowanie powrotu do obniżania stóp procentowych, co doraźnie może odwlec wstrząs na giełdzie, ale w dłuższej perspektywie uczynić go jeszcze bardziej niebezpiecznym" (Filar 2019).

Ostatecznie bańka zaczęła pękać w lutym 2020 roku na skutek strachu wywołanego pandemią koronawirusa. Niepewność spowodowana efektem globalnego wygaszenia działalności gospodarczej była wówczas głównym czynnikiem nasilającym wyprzedaże na rynku akcji.

[12] Rekordowy poziom 6889,16 indeks ten osiągnął 24 listopada 2017 roku, czyli około 330–360% wyżej niż w okresie kryzysu finansowego, w listopadzie 2008 roku.

Tabela 1. Zmiany indeksów giełdowych w kolejnych fazach QE Fed

Rodzaj działań	Okres	Zmiana indeksu:	
		Nasdaq	S&P 500
QE1	11.2008–03.2010	57%	30%
QE2	11.2010–06.2011	4%	8%
QE3	09.2012–12.2013	30%	30%
ZIRP	12.2008–12.2015	226%	130%

Źródło: Obliczenia własne.

W kontekście wpływu amerykańskiego banku centralnego na wycenę aktywów finansowych należy również zauważyć zarzuty wobec Fed sprzyjania interesom dużych banków oraz najbogatszym inwestorom, właścicielom aktywów finansowych. W efekcie powoduje to narastanie nierówności majątkowych. Dodatkowo niskie stopy procentowe, wpływając na wycenę aktywów, wpływają również na poziom oszczędności emerytalnych. Według Stiglitza wiele osób zbliżających się do wieku emerytalnego musiało więcej oszczędzać (kupując rządowe obligacje), aby otrzymywać później większą emeryturę (Stiglitz 2012).

Zakończenie

Zgodnie z zaproponowaną w niniejszym opracowaniu definicją ultraluźna polityka pieniężna (ULMP) oznacza prowadzenie polityki niskich stóp procentowych zbliżonych do zera lub ujemnych realnych stóp procentowych z wykorzystaniem niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej. Przedstawiona skala negatywnych konsekwencji prowadzenia ULMP powinna stanowić przestrogę dla władz monetarnych. W artykule zwrócono uwagę na dwa ważne aspekty. Po pierwsze, są to zakłócenia w funkcji informacyjnej cen. Powoduje to możliwość powstawania niebezpiecznych efektów w postaci baniek cenowych na rynku aktywów, zakłóceń możliwości prawidłowej oceny ryzyka, nadmiernej akceptacji ryzyka przez inwestorów, możliwości pojawienia się niepewności, czy też ograniczonego zaufania do władz monetarnych. Po drugie, podkreślony został wpływ ULMP na narastanie baniek spekulacyjnych na rynku aktywów. Temat ten z pewnością wymaga bardziej pogłębionej analizy.

Z ultraluźną polityką pieniężną wiąże się szereg niebezpieczeństw, które powodują, że banki centralne powinny starać się unikać prowadzenia tego rodzaju polityki. Profesor Jan Winiecki apelował o „akceptację normalności", która sprowadza się do uznania podstawowych cech gospodarki kapitalistycznej gospodarki rynkowej, w tym także cyklu koniunkturalnego – ekspansji i recesji (Winiecki 2016). Akceptacja normalności przez władze monetarne ogranicza wykorzystywanie niestandardowych elementów polityki pieniężnej poza okresami rzeczywistych kryzysów (z uwagi na ryzyko ich negatywnych efektów). Warto być świadomym, z jakimi negatywnymi efektami wiąże się prowadzenie ultraluźnej polityki pieniężnej, gdyż w przyszłości będzie ona jeszcze często (zbyt często) stosowana. Jak puentował profesor Winiecki: „niestety, aberracje będą zapewne trwać dalej" (Winiecki 2016, s. 109).

Bibliografia

Akerlof G.A. (2009), Shiller R.J., *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press.

Ahrend R., Cournede B., Price R. (2008), *Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil*, OECD Economics Department Working Paper No. 597, 10.03.

Bagehot W. (2017), *Lombard Street – Revised and Updated New Edition, Includes The 1844 Bank Charter Act,* White Crane Publishing; Revised and Updated New Edition, Includes the 1844 Bank Charter ACT ed. (November 13), London.

Bernanke B.S. (2010), *Monetary Policy and the Housing Bubble,* Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, 3.01.

Bernanke B.S. (2015), *The courage to act. A memoir of a crisis and its aftermath*, Norton.

Bosssone B. (2015), *Unconventional monetary policies revisited*, VOX CEPR Policy Portal, 5.10.2015, https://voxeu.org/article/unconventional-monetary-policies--revisited-part-ii [dostęp: 1.06.2020].

Brunnermeier M.K., Koby Y. (2019), *The Reversal Interest Rate*, MES Discussion Paper Series 19-E-06, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

Claeys G., Darvas Z.M., Leandro Á., Walsh T. (2015), *The effects of ultra-loose monetary policies on inequality*, Bruegel Policy Contribution, No. 2015/09, Bruegel, Brussels.

Colombo J. (2019), *Current U.S. Recession Odds Are The Same As During 'The Big Short' Heyday*, Forbes, 30.06.2019, https://www.forbes.com/sites/jessecolombo/2019/06/30/current-u-s-recession-odds-are-the-same-as-during-the-big-short-heyday/#a11ba36708d1 [dostęp: 1.06.2020].

Filar D. (2019), *Antykruchość, czyli o tym, jak przetrwać w niepewnych czasach*, wywiad dla portalu money.pl, https://www.money.pl/gospodarka/antykruchosc--czyli-o-tym-jak-przetrwac-w-niepewnych-czasach-6401749107112065a.html [dostęp: 1.06.2020].

Greenspan A. (2007), *The Age of Turbulence*, Penguin Allen Lane.

Hayek F.A. (1945), *The Use of Knowledge in Society,* „American Economic Review", Vol. XXXV, No. 4, za: K. Kostro, *Hayek kontra socjalizm,* DiG, Warszawa 2001.

IMF (2013), Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects, International Monetary Fund Policy Papers, April 18.

Janecki J. (2020), *Historycznie zdeterminowana przyszłość stóp procentowych*, Obserwator Finansowy, 11.03.2020.

Kirzner L.M. (1973), *Competition and Entrepreneurship,* The University of Chicago Press, Chicago.

Rzońca A. (2014), *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

Shiller R.J. (2015), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, New Jersey.

Sims E.R., Wu J.C. (2029), *Evaluating Central Bank's Tool Kit: Past, Present, and Future*, Working Paper 26040 National Bureau of Economic Research Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 July.

Stiglitz J.E. (2012), *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Future*, W.W. Norton & Company, New York.

Szydło W. (2016), *Bańka spekulacyjna na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych Ameryki*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach", nr 269.

Taylor J.B. (2009), *Getting Off Track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press Publication, No. 570.

Thornton M. (2006), *The Economics of Housing Bubbles* [w:] B. Powell, R. Holcombe (eds.), *America's Housing Crisis: A Case of Government Failure*, Ludwig von Mises Institute.

Winiecki J. (2004), *Którędy do dobrobytu – czyli o meandrach teorii ekonomii w minionym stuleciu*, wykład przeprowadzony przez prof. J. Winieckiego na WSIiZ Rzeszów.

Winiecki J. (2015), *Niektóre konsekwencje „darmowego" pieniądza*, Liberte!, 16.03.2015, https://liberte.pl/niektore-konsekwencje-darmowego-pieniadza/ [dostęp: 1.06.2020].

Winiecki J. (2016), *Aberracje w gospodarce kapitalistycznej? Szukajcie państwa!* [w:] A. Kondratowicz (red.), *Kapitalizm. Fakty i iluzje*, Wydawnictwo Nieoczywiste i TEP, Warszawa.

Consequences of ultra-loose monetary policy

Summary

Low interest rates, close to zero, and non-standard monetary policy instruments used by most central banks since 2008 have over time passed into the arsenal of instruments used in periods when the crisis did not occur. This can generate serious problems for both: the economy and the central bank. The aim of the article is an attempt to define the term "ultra-loose monetary policy" and the threats resulting from the continuation of this type of strategy by the monetary authorities. Particular attention was paid to the often overlooked problem of the emergence of market information disruptions that appear in the situation of applying ultra-loose monetary policy, as well as the related problem of the emergence of speculative bubbles on the asset market.

Keywords: monetary policy, quantitative easing, monetary policy instruments

Grzegorz Waszkiewicz

Wojskowa Akademia Techniczna

Rozważania nad przyczynami nieefektywności rynków obligacji skarbowych w strefie euro

Streszczenie

Obszerna literatura podejmująca problem efektywności rynków finansowych w segmencie obligacji skarbowych w strefie euro dowodzi ich nieefektywności przed wybuchem kryzysu finansowego, jednocześnie w niewystarczającym stopniu zgłębiając przyczyny tego zjawiska. Wobec istniejących rozbieżności w prezentowanym tekście analizie poddano obszar sfery politycznej (instytucjonalnej) jako źródło nieefektywności rynkowej. Synteza dotychczasowych wyników badań oraz rynkowych danych statystycznych dowodzi, że zarządzanie (polityczne i instytucjonalne) w strefie euro przyczyniło się do nieefektywności rynków długu publicznego.

Słowa kluczowe: dług publiczny, ryzyko polityczne, mechanizm dyscypliny rynkowej

Wstęp

Zagadnienie efektywności rynków finansowych jest głęboko zakorzenione w literaturze finansowej i sięga lat 60. XX wieku, choć w odniesieniu do rynków obligacji skarbowych bywało często deprecjonowane z uwagi na przypisywanie państwom-dłużnikom nieograniczonej wypłacalności, nawet pomimo bankructw krajów rozwijających się w latach 80. XX wieku (szerzej: Waszkiewicz 2013).

Doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego wyraźnie ożywiły dyskusję na temat nieefektywności rynków zadłużeniowych, a ponadto dowiodły, że nie tylko gospodarki wschodzące, ale i wysokorozwinięte, z przypisaną *a priori* wysoką wiarygodnością kredytową, mogą być zagrożone bankructwem, czego doskonałym przykładem stały się kraje strefy

euro po 2009 roku. Pomimo mnogości badań podejmujących wskazany problem nie wszystkie przesłanki nieefektywności rynków zadłużeniowych zostały dostatecznie zgłębione. Dostrzegając tę lukę w literaturze przedmiotu, w poniższym szkicu podjęto próbę wyjaśnienia politycznych przyczyn niesprawności mechanizmu rynkowej wyceny papierów skarbowych w Eurolandzie.

Struktura tekstu jest następująca. W pierwszej części przedstawiono istotę efektywności informacyjnej i jej znaczenie dla funkcjonowania mechanizmu dyscypliny na rynkach obligacji skarbowych. Następnie zestawiono teoretyczne uwarunkowania efektywności informacyjnej, po czym odniesiono je do faktycznych działań gospodarczych podejmowanych przez władze (instytucje) unijne w badanym okresie. W dalszej części podjęto próbę wyjaśnienia politycznych przesłanek strategii wzmacniania pozycji emitentów narodowych kosztem pozostałych uczestników rynków papierów dłużnych. Kończąc, przedstawiono kilka wniosków.

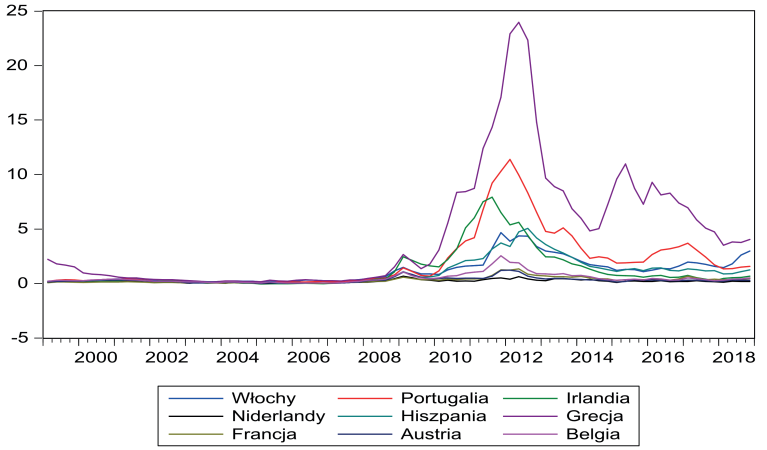
Na gruncie zaprezentowanych rozważań stwierdzono, że mechanizmy instytucjonalne i działania polityczne deformowały ramy efektywności informacyjnej na rynkach skarbowych papierów wartościowych w strefie euro do 2008 roku. Polityka integracji ekonomicznej, kreowania wzrostu gospodarczego i dobrobytu społecznego w oparciu o finansyzację państw[1], mogła być skuteczna jedynie w warunkach niesprawnego mechanizmu wyceny rynkowej. Zatem nieefektywność rynków wynikała nie tyle z ich zawodności *per se*, ile z dominacji względów politycznych, które marginalizowały rolę inwestorów. Ten stan rzeczy sprzyjał niekorzystnej alokacji kapitału w gospodarce, napędzając finansyzację, a nie produkcję, zwłaszcza pośród krajów z południa Europy.

1. Zarys problemu

Premia za ryzyko (ang. *bond spread*) to odchylenie rentowności długoterminowych (10-letnich) obligacji skarbowych wybranego kraju w odniesieniu do rentowności obligacji kraju uważnego za relatywnie najbezpieczniejszy (ang. *save heaven*). *Bond spread* wyraża różnice w kosztach zaciągania kredytu na rynkach zadłużeniowych pomiędzy emitentami narodowymi. Od czasu

[1] Termin tłumaczony (zob. Karwowski, Centurion-Vicencio 2018).

stworzenia obszaru jednowalutowego do wybuchu kryzysu finansowego ocena emitentów narodowych miała charakter powierzchowny, co skutkowało narastaniem bańki zadłużeniowej w krajach strefy euro. W efekcie w latach 1999–2008 jakość papierów skarbowych państw członkowskich była wyceniana podobnie[2], a ich gospodarki postrzegano jako wolne od groźby niewypłacalności (ang. *risk-free*), czego dowodzi skala zróżnicowania premii za ryzyko pomiędzy emitentami obligacji skarbowych (rys. 1).



Rysunek 1. Różnice w premii za ryzyko w wybranych gospodarkach strefy euro[3] (wobec obligacji niemieckich, w %)

Źródło: (Eurostat Database).

Choć wielu autorów (m.in. Kopf 2011; De Grauwe, Ji 2012; Ngai 2012) jest zgodnych co do faktu, że błędna wycena obligacji miała miejsce w strefie euro do 2008 roku, to kwestia przyczyn nieefektywności budzi wiele kontrowersji i niejasności. Z tego względu prezentowany tekst podejmuje próbę wyjaśnienia źródeł niesprawności mechanizmu wyceny na rynkach obligacji skarbowych w krajach strefy euro przed kryzysem finansowym,

[2] Również obligacje greckie od 2003 roku cechowała zbieżność poniżej 0,3 p.p.

[3] Wykres zawiera dane jedynie z kilku gospodarek, tworzących strefę euro od początku jej istnienia, co wynika z zamiaru uchwycenia pewnych tendencji, a nie analizy poszczególnych przypadków. Premia za ryzyko kalkulowana wobec 10-letnich obligacji niemieckich.

w oparciu o czynnik polityczny, który, w przeciwieństwie do ekonomicznego i finansowego, wciąż pozostaje mniej rozpoznany w literaturze światowej. W tym celu w następnej części tekstu przypomniano znaczenie efektywności informacyjnej dla dyscypliny rynkowej. W kolejnej przeanalizowano teoretyczne wymogi rynków efektywnych, podkreślając znaczenie czynnika politycznego na rynkach zadłużeniowych przed kryzysem. W ostatniej zaś sprecyzowano polityczne przesłanki osłabiania pozycji kredytodawców, a następnie sformułowano wnioski końcowe.

2. Efektywność informacyjna podstawą dyscypliny rynków finansowych

Hipoteza rynków efektywnych (HRE) dotyczy rynków finansowych i zakłada, że ceny przystosowują się szybko do nowych informacji (Fama 1965). Od początku lat 70. hipotezę rozważano w odniesieniu do rynków akcji[4], a później również wobec rynków obligacji (Katz 1974; Shiller 1979). Hipoteza ta zakłada, po pierwsze, że uczestnicy rynku mają dostęp do nowych informacji o emitencie, zarówno ze źródeł krajowych, jak i zagranicznych. Po wtóre, że inwestorzy dysponują niezbędną wiedzą i doświadczeniem, co umożliwia im właściwe odczytanie sygnałów płynących z rynku, bez ignorowania żadnych faktów oraz bez popełniania błędów systematycznych. Co więcej, dostępne informacje są w stanie dyskontować w cenie (zyskowności) instrumentu finansowego (Beechey i in. 2000).

Istnienie rynków efektywnych sprawia, że przyszła cena (zyskowność) obligacji skarbowych jest uzależniona od wartości bieżącej, a także od reakcji rynków na nowe, często nieoczekiwane zdarzenia (losowe). Czynnik losowy, rozumiany jako reakcja rynku, ma fundamentalne znaczenie dla omawianej koncepcji (Waszkiewicz 2020). Z jednej strony uniemożliwia inwestorowi antycypację trajektorii cen (zyskowności) na bazie dotychczasowej wiedzy, czyli wyklucza tzw. pokonanie rynku. Z drugiej zaś, dowodzi siły graczy rynkowych, którzy, w odpowiedzi na pogarszającą się sytuację makrogospodarczą emitenta (potencjalnego emitenta), zmieniają własne oczekiwania[5] co do kształtowania się relacji cena/zysk dla wybranych walorów skarbowych.

[4] Dopiero kolejna praca Famy (1970) zwróciła szerszą uwagę środowiska na problem efektywności rynków.

[5] Dyskontują nowe informacje (wydarzenia) z obszaru gospodarki, finansów i polityki (Erb 1996).

W teorii portfelowej spadek cen obligacji automatycznie podnosi ich oprocentowanie i zwiększa zainteresowanie ze strony kredytodawców. Z kolei wzrost cen obniża oprocentowanie (zyskowność) papierów skarbowych, co zachęca rząd do zwiększonej emisji (Mishkin 2002). Jeśli zatem emitent potrzebuje dopływu środków finansowych z krajowych lub międzynarodowych rynków finansowych w kolejnych latach, co świadczy o trwałej nierównowadze dochodowo-wydatkowej, jest zobligowany oferować wyższą premię za ryzyko wbudowaną w papiery skarbowe, która rekompensuje pożyczkodawcom narastającą niepewność. Finalnie, jeśli emitent narodowy w reakcji na oczekiwania innych uczestników rynku (m.in. inwestorów) plasuje na rynku obligacje gwarantujące wyższą rentowność, ogranicza wydatki państwowe albo też gromadzi środki poza rynkiem papierów dłużnych, to rynek finansowy można uznać za efektywny, będący w stanie narzucić dyscyplinę rynkową pożyczkobiorcy.

Okazuje się jednak, o czym również pisze Mishkin (2002), że ilość emitowanych obligacji (znajdujących nabywców) może wzrastać przy niezmiennym poziomie ceny i zyskowności. Podaż obligacji rośnie wówczas z uwagi na nadmierną aktywność wydatkową rządu lub rosnącą presję inflacyjną. Wzrost cen zachęca rząd do emisji obligacji (zwłaszcza stałokuponowych), jednocześnie oczekiwana stopa zwrotu z obligacji spada, a rośnie ryzyko wobec tychże instrumentów. Inwestorzy, mając dostęp do pełnej informacji i znający rynek, winni zapobiec dalszemu zadłużaniu się emitenta. Jeśli taka reakcja rynku nie zachodzi, to znak, że mechanizm wyceny nie działa, a funkcja wyceny jest zaburzona (ang. *mispricing*).

Rynki zadłużeniowe strefy euro doświadczały opisanego wyżej stanu przed 2009 rokiem. Nieskuteczną wycenę rynkową potwierdza niewielka skala rozwarstwiania premii za ryzyko prezentowana na rysunku 1 oraz mnogość opracowań empirycznych w literaturze przedmiotu[6]. Dodatkowo analiza kształtowania się *bond spread* w latach przedkryzysowych (1999–2008) i późniejszych (2009–2018) przeprowadzona na podstawie Załącznika 1 pozwala zauważyć, że zmienność premii za ryzyko w okresie przedkryzysowym była zdecydowanie niższa niż w późniejszym czasie. Niestabilność *bond spread* w Grecji wzrosła (z 0,51 do 5,51) w Irlandii (z 0,19 do 2,14), we Włoszech (z 0,17 do 1,01), w Hiszpanii (z 0,14 do 1,16), w Portugalii

[6] Porównaj m.in. (Kopf 2011; De Grauwe, Ji 2012; Ngai 2012; Waszkiewicz 2014).

(z 0,15 do 2,78), podczas gdy w Austrii skok był zdecydowanie niższy (z 0,13 do 0,27). Jeśli chodzi o przyjmowane wartości premii za ryzyko, porównując okresy 1999–2008 i 2009–2018, rozstęp wzrósł z 1,10 do 7,66 dla Irlandii, z 2,07 do 22,62 dla Grecji, z 0,80 do 10,73 dla Portugalii, a w przypadku Francji tylko z 0,38 do 1,07.

Dalszych spostrzeżeń dostarcza porównanie asymetrii rozkładu obserwacji, ponieważ skośność jest we wszystkich przypadkach, bez względu na badany okres, dodatnia i zdecydowanie przewyższa zero, zaś średnia osiąga zwykle wartości wyższe niż mediana. Zatem co najmniej połowa (lub więcej) *bond spread* prezentuje wartości niższe od średniej. W efekcie obserwacje odstające są mniej liczne, ale cechują je wyższe wartości (prawdopodobnie z ostatnich kwartałów 2008 roku) – podnoszą one zatem średnią powyżej mediany.

Reasumując, prezentowane statystyki opisowe potwierdzają, że wartości premii za ryzyko były w zdecydowanej większości skupione poniżej prezentowanych wartości średnich, zaś zachowania *bond spread* dla poszczególnych gospodarek prezentowały wyższą stabilność przed rokiem 2009 niż w latach późniejszych. Właśnie wysoka stabilność premii za ryzyko w kontekście odmiennej stabilności makroekonomicznej[7] gospodarek strefy euro przed kryzysem (Załącznik 1) świadczy o niesprawności mechanizmu wyceny na rynkach zadłużeniowych.

3. Teoretyczne uwarunkowania efektywności a czynnik polityczny

Uczestnicy rynku[8] nieustannie analizują sytuację makroekonomiczną kraju przez pryzmat szeroko pojętej sytuacji społeczno-polityczno-ekonomicznej, na bazie wiadomości ze sfery publicznej i komercyjnej. Agencja ratingowa Standard & Poor's, oceniając wiarygodność emitenta, uwzględnia ryzyko

[7] Problem niestabilności makrogospodarczej został jedynie zasygnalizowany wybranymi wskaźnikami z badanego okresu, które mają dowodzić wyraźnych różnic pomiędzy gospodarkami strefy euro w poziomie zadłużenia publicznego, prywatnego, konkurencyjności gospodarek i istotności napływu kapitału z zagranicy. Szerzej problem rozwija De Grauwe (2011).

[8] Uczestników można podzielić na podmioty publiczne (rząd, instytucje nadzorujące, regulujące) oraz komercyjne (banki, agencje ratingowe, analitycy itp.), a także na inwestorów finansowych (bank centralny, banki, instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne) oraz niefinansowych (przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe).

polityczne kraju, strukturę gospodarczą, wzrost gospodarczy i jego perspektywy, elastyczność fiskalną i monetarną, zadłużenie zewnętrzne w sektorze publicznym i prywatnym, płynność zewnętrzną, a także dług potencjalny (Kodres 2010). Do innych wskaźników świadczących o kondycji gospodarki zaliczyć można poziom inflacji, równowagę budżetową, saldo rachunku obrotów bieżących z zagranicą, poziom rozwoju gospodarczego, a także historię kredytową kraju (Afonso, Strauch 2007).

Szeroka paleta wskaźników opisujących stan gospodarki znajduje odbicie w poziomie ryzyka inwestycyjnego[9], przypisywanego jej przez rynki finansowe. PRS group[10], oceniając ryzyko inwestycyjne przez pryzmat obszaru gospodarczego, finansowego i politycznego (Erb 1996), analizuje 22 zmienne, dzieląc je na trzy subkomponenty z odpowiednimi wagami. Warto zauważyć, że ryzyko polityczne (RP) ma wagę 100, tyle ile finansowe i gospodarcze łącznie. Pośród 22 zmiennych aż 12 dotyczy sfery politycznej[11] (Howell 2013). Niestety, w przeciwieństwie do ryzyka ekonomicznego i finansowego ryzyko polityczne (RP) jest mniej rozpoznane w literaturze ekonomicznej[12]. W efekcie ryzyko kreowane w sferze politycznej jest trudne do uchwycenia dla inwestora, zwłaszcza w kontekście zintegrowanych rynków finansowych w krajach rozwiniętych.

Ryzyko polityczne to zachowania, decyzje i działania władz, polityków i instytucji powiązanych z władzą, które ujawnią się na płaszczyźnie formalnych i nieformalnych relacji pomiędzy aktorami politycznymi, ekonomicznymi i finansowymi (Waszkiewicz 2017). Powstaje ono, gdy cele polityczne dominują nad wyborem ekonomicznym, jednocześnie naruszając panujące na rynkach zasady (ang. *the rules of the game*). Z kolei niepewność polityczna, jako element składowy RP (Waszkiewicz 2017), materializuje się, gdy władze i instytucje (państwowe lub ponadnarodowe – unijne) reagują na szoki w sposób opóźniony lub nieoczekiwany dla uczestników rynku (Alesina, Perotti 1994) albo też, gdy ignorują narastające problemy i nie podejmują działań (Waszkiewicz 2020). Tym samym niepewność polityczna, opisywana przez Winieckiego (2013) jako czynnik ulotny (krótkotrwały, trudno uchwytny),

[9] Waszkiewicz (2014) analizuje premię za ryzyko od strony jej determinantów.

[10] Wiodący komercyjny analityk ryzyka na arenie międzynarodowej.

[11] Stabilność rządu, zagrożenie konfliktami, korupcja, jakość biurokracji, prawo itp.

[12] Dominujące podejście dotyczy bezpośrednich inwestycji zagranicznych napływających do krajów rozwijających się.

ogranicza racjonalność uczestników rynków, a jej niedywersyfikowalny charakter zwiększa ryzyko na rynku (Pastor, Verosi 2012).

W kontekście wyceny ryzyka inwestycyjnego rynki finansowe są efektywne w wymiarze teoretycznym, o ile spełniają wymogi (tab. 1) sformułowane przez Bishopa i in. (1989) i Lane'a (1993).

Tabela 1. Wymogi efektywności rynków finansowych

Wymóg	Inwestorzy	Polityka (instytucje)	1999–2008
swobodny przepływ kapitału	–	✓	–
brak gwarancji z zewnątrz	–	✓	–
bank centralny nie monetyzuje długu	–	✓	–
żaden uczestnik nie posiada uprzywilejowanej pozycji	–	✓	✓
rynek jest zdolny do absorpcji bankructwa	–	✓	✓
inwestora cechuje podstawowa wiedza o rynkach	✓	–	✓
inwestor ma dostęp do pełnej informacji	✓	✓	✓
inwestor jest w stanie wykorzystać sygnały z rynku	–	✓	✓

Źródło: (Bishop i in. 1989; Lane 1993).

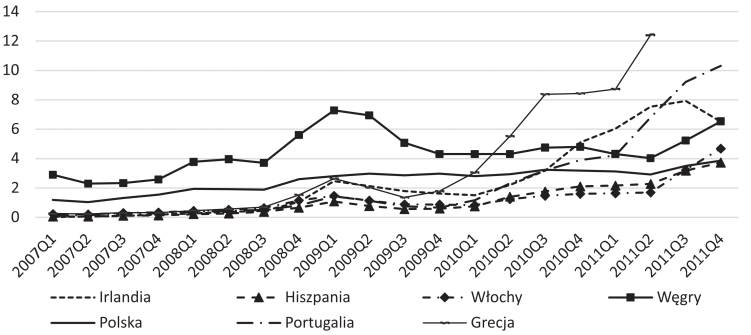
Podział wymogów pomiędzy te zależne od sfery politycznej oraz od uczestników rynku prowadzi do wniosku, że o efektywności informacyjnej rynków obligacji skarbowych, w głównej mierze, decydują działania i decyzje polityczne (instytucjonalne). Niestety rosnące zadłużanie państw narodowych (Załącznik 2) na międzynarodowych rynkach finansowych w XXI wieku sprawiło, że ten segment rynków finansowych stał się wysoce narażony na materializację ryzyka politycznego[13] (niepewności politycznej), także w przypadku gospodarek rozwiniętych.

[13] Temat ryzyka politycznego w kontekście premii za ryzyko podejmowali m.in. (Bekaert i in. 2012; Waszkiewicz 2015).

4. Doświadczenia Eurolandu przed kryzysem. Czy rynek mógł być efektywny?

Do rozważań na temat nieefektywności informacyjnej rynków długu publicznego w pierwszych 10 latach funkcjonowania strefy euro wykorzystano te wymogi spośród prezentowanych w tabeli 1, które rzeczywiście wpływały na stan mechanizmu dyscypliny w badanym okresie, tzn. uprzywilejowaną pozycję obligacji państw strefy euro, zdolność rynku do akomodacji bankructwa pożyczkobiorcy, znajomość zasad panujących na rynku wśród inwestorów, ich dostęp do informacji, a także zdolność uczestników rynku do dyskontowania sygnałów rynkowych.

Obligacje skarbowe jako aktywa finansowe mają uprzywilejowaną pozycję w stosunku do innych instrumentów finansowych, stanowiąc punkt odniesienia w wycenie pozostałych krajowych papierów dłużnych. Niemniej pozycja obligacji skarbowych państw strefy euro była również uprzywilejowana względem obligacji państw spoza obszaru wspólnej waluty, tym samym warunek efektywności nie był zachowany. Każdy emitent narodowy jest w pewnym sensie bezpiecznym kredytobiorcą, zatem różnica w premii za ryzyko pomiędzy obligacjami węgierskimi a zwłaszcza polskimi (*non euro*) w stosunku do premii za ryzyko finansowanej przez kraje peryferyjne (Portugalia, Irlandia, Grecja, Hiszpania i Włochy) w okresie najwyższych zawirowań kryzysowych jest tego dowodem (rys. 2).



Rysunek 2. Premia za ryzyko w wybranych krajach strefy euro i non-euro: 2007–2011 (dane kwartalne, w %)

Źródło: (Eurostat Database).

Do wybuchu kryzysu finansowego premia za ryzyko w prezentowanych gospodarkach z Eurolandu podążała zbliżoną ścieżką. Choć kraje z południa Europy borykały się z niestabilnością makroekonomiczną (Załącznik 2), w żaden sposób nie redukowało to skali premii za ryzyko w stosunku do obligacji polskich. Dopiero pierwszy i trzeci kwartał 2010 roku sprawiły, że odpowiednio obligacje greckie[14] i irlandzkie stały się bardziej kosztowne dla emitenta niż polskie, a pół roku późnej premia za ryzyko zawarta w portugalskich obligacjach wzrosła do poziomu płaconej przez rząd Polski.

Przyczyn uprzywilejowanej pozycji obligacji państw strefy euro należy szukać w poczynaniach Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Po pierwsze: konfiguracja bazy *primary dealers*. Rynek zadłużeniowy był nadmiernie ubankowiony i gwarantował wysoką płynność (Dunne i in. 2006). Duża presja ze strony nabywców długu publicznego państw Eurolandu powodowała, że zakup obligacji odbywał się po wyższej cenie na aukcjach niż w handlu na rynku wtórnym. Zawyżone ceny na aukcjach, powiązane z niższym oprocentowaniem, gwarantowały preferencje emitentom. Po drugie: EBC utrzymywał krótkoterminowe stopy procentowe (3M) na niskim poziomie za sprawą transakcji repo (ang. *repurchase agreement transactions*) (Buiter, Sibert 2005). Dopływ płynności z EBC do banków komercyjnych był uzależniony od zabezpieczenia się banków w wiarygodne aktywa, a za takie uznawano obligacje skarbowe wszystkich państw strefy euro (Fells 2005). EBC nie różnicował aktywów zabezpieczających z uwagi na ich jakość, akceptował na równi operacje oparte na obligacjach greckich, jak i niemieckich[15]. Ostatecznie sektor bankowy w Europie nabywał płynność i bezpieczeństwo, bazując na polityce EBC, która, niestety, wprowadzała inwestorów w błąd (Allen 2007). Europejskie banki i inne instytucje finansowe chętnie angażowały się w dług publiczny krajów sąsiedzkich strefy euro, nasilając proces wzajemnego finansowania długów (ang. *home bias investmet*), co legło u podstaw argumentacji De Grauwe (2011) o łatwości rozprzestrzeniania się problemów związanych z niewypłacalnością gospodarek narodowych w obszarze jednowalutowym.

[14] W kolejnym kwartale grecka premia za ryzyko wzrosła ponad poziom 14%.

[15] Allen (2007) zauważył, że *haircuts* mechanizm sprzyjały zakotwiczeniu kosztów kapitału długookresowego.

Zdolność rynku zadłużeniowego strefy euro do absorbcji upadłości emitenta nie funkcjonowała przed 2010 rokiem. Dowodem tego jest sytuacja Grecji, która w obliczu problemów z rzeczywistą skalą zadłużenia publicznego na koniec 2009 roku zwróciła się do rządów Niemiec i Francji o pomoc[16]. W rezultacie przez kolejne 7 tygodni eskalowała niepewność polityczna z uwagi na niejednoznaczne oświadczenia i niespójne preferencje liderów głównych państw europejskich. Działania pomocowe były wyczekiwane również przez europejski sektor bankowy, którego ekspozycja na zadłużenie greckie w lipcu 2011 roku wynosiła 10,1 bln euro wśród banków francuskich, 7,9 bln euro wśród niemieckich, a także 54,5 bln euro wśród greckich (Angeloni, Wolff 2012). Ostatecznie 26 marca 2010 roku Eurogrupa wypracowała stanowisko, zgodnie z którym pomoc została udzielona przez MFW oraz członków strefy euro, jednocześnie stworzono mechanizm gwarancji i wsparcia dla gospodarek strefy euro zagrożonych bankructwem.

Kolejnym obszarem, który mógł osłabiać efektywność wyceny skarbowych papierów dłużnych, były indywidualne możliwości inwestorów. Uczestnicy rynków są często traktowani jako nieracjonalni, posiadający ograniczony dostęp do rzetelnych informacji rynkowych, a także niewystarczające doświadczenie i wiedzę o rynku. Ekonomiści behawioralni, bazując na anomaliach teorii rynku efektywnego, dowodzą, że aspekty socjologiczne i psychologiczne wpływają na nieracjonalność uczestników rynku w procesie inwestowania. Inaczej mówiąc, potencjalny inwestor jest skłonny do błędnych ocen sygnałów rynkowych, co wynika z dysonansu poznawczego[17], zakotwiczenia oczekiwań, ograniczeń umysłowych, nadmiernej pewności siebie, skłonności do hazardu i spekulacji, a także do zachowań stadnych (paniki), które nie wynikają z czynników fundamentalnych (Shiller 1998). Niestety, krytyka behawioralna nie podnosi kwestii ograniczonej racjonalności inwestorów[18] jako funkcji niepewności politycznej. Tymczasem asymetria informacji może być wynikiem ignorancji lub opóźnień, które wynikają z bieżących, niewykrystalizowanych preferencji rządzących (Alesina, Perotti

[16] Nie mogąc oczekiwać automatycznego działania mechanizmu unijnego, bo takowy nie istniał.

[17] Sims (2003) porusza kwestię racjonalnej nieuwagi (ang. *rational inattention*), twierdząc, że ludzie mają ograniczone możliwości przetwarzania informacji i tendencję do zwracania uwagi głównie na informacje, które ich interesują.

[18] Co Fakhry i Ritcher (2015) definiują jako *bounded rationality*.

1994). Ten obszar jest szczególnie istotny w kontekście materializacji ryzyka politycznego na rynkach długu publicznego, m.in. z uwagi na mało czytelny dla opinii publicznej charakter długu publicznego[19] i jego faktycznych konsekwencji makrogospodarczych.

Zarzuty behawiorystów można również skonfrontować ze strukturą bazy inwestorów na rynku obligacji skarbowych w Unii Europejskiej (UE). Tu jednak okazuje się, że głównym odbiorcą papierów dłużnych są inwestorzy finansowi i instytucjonalni, którzy zatrudniają specjalistów ds. oceny ryzyka. Krajowi inwestorzy niefinansowi (w tym przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe i organizacje non profit) mogą tworzyć grupę odbiorców, która ma kłopot z dotarciem do wiarygodnych informacji, niemniej ich znaczenie jako odbiorców papierów dłużnych stanowiło średnio dla państw UE poniżej 20% w 2004, poniżej 15% w 2007, zaś w 2017 roku poniżej 10% bazy odbiorców (Eurostat 2006, 2008, 2018). Trudno zatem oczekiwać, aby ten segment odbiorców kreował nieefektywność całego rynku, zwłaszcza w krajach euro, gdzie te statystki są zdecydowanie niższe od średniej unijnej. Co więcej, baza odbiorców papierów dłużnych nie zmieniła się po 2008 roku, a jednak efektywność rynków wzrosła, nawet pomimo gwarancji dla dłużników i monetyzacji długu przez EBC. Prowadzić to może do wniosku, że argumenty behawiorystów mają nieco mniejsze zastosowanie w segmencie obligacji skarbowych niż choćby na rynkach papierów udziałowych.

Poza argumentami dotyczącymi struktury inwestorskiej ważny jest fakt oczekiwań rynkowych, świadczący o rozumieniu rynku. Krzywa dochodowości ilustruje strukturę zależności pomiędzy wysokością oprocentowania a terminem zapadalności obligacji, czyli odzwierciedla bieżącą wycenę aktywów na rynkach finansowych. Inwestorzy, sprzedając i kupując obligacje, kierują się oczekiwaniami co do przyszłej inflacji, stopy procentowej i innych determinantów ryzyka. Przyszła krótkookresowa krzywa dochodowości dla obligacji 10-letnich pokazuje oczekiwania kredytodawców co do kształtowania się zyskowności tych papierów. W tabeli 2 można dostrzec wyraźną dysproporcję pomiędzy średnią oczekiwań dla 10-letnich obligacji krajów strefy euro a ich rzeczywistą średnią rentownością.

[19] W tym w relacji do PKB (Waszkiewicz 2011).

Tabela 2. Różnica pomiędzy oczekiwaniami rynku a wyceną rzeczywistą (średnia obligacji 10-letnich w EMU)

Wskaźnik	2004	2006	2008	2010	2012
Oczekiwana dochodowość 10Y[20]	5,04	4,5	5,05	5,31	5,00
Rentowność 10Y	4,12	3,84	4,31	3,60	3,86

Źródło: (Eurostat Database).

Stąd wniosek, że uczestnicy rynku nie otrzymywali premii za ryzyko adekwatnej do oczekiwań. Innymi słowy, byli w stanie dyskontować zagrożenia, ale nie miało to wpływu na premię za ryzyko płaconą przez emitentów narodowych. Zatem zdolność uczestników rynku do dyskontowania sygnałów rynkowych nie jest automatycznie zdolnością narzucania dyscypliny kredytobiorcom, stanowi bowiem warunek konieczny, ale nie wystarczający. Dyscyplinowanie emitentów wymaga powiązania dwóch filarów (instytucjonalnego i rynkowego), które wspólnie budują siłę przetargową inwestorów. Filar instytucjonalny, czyli narodowe, a także ponadnarodowe reguły budżetowe (w przypadku krajów UE), zwiększają przewidywalność, wiarygodność i długoterminową stabilność dochodowo-wydatkową emitentów państwowych. Reguły instytucjonalne wzmacniają mechanizm rynkowy, tworząc bezpiecznik przeciw nadmiernemu wykorzystaniu zadłużenia publicznego przez pożyczkobiorców państwowych, bez względu na fazę cyklu koniunkturalnego. Tymczasem kryteria zawarte w traktacie z Maastricht[21] z 1992 roku, stanowiące podstawę unijnej polityki instytucjonalnego nadzoru nad dłużnikami publicznymi, już po kilku latach funkcjonowania strefy euro okazały się niewydolne, dlatego w 2005 roku je zreformowano, wprowadzając Pakt stabilności i wzrostu (PSiW). Jednocześnie rozluźniono kryterium budżetowe (3%) na rzecz elastyczności średniookresowej, rozpatrując deficyt strukturalny w perspektywie trzyletniej. Nadano też wyższą rangę wskaźnikowi długu publicznego względem PKB.

Od tego czasu rynki kierowały się instytucjonalnymi ocenami (PSiW) nawet w przypadku oceny przyszłego prawdopodobieństwa niewypłacalności emitenta (Eichengreen 2009). Za przykład może służyć rynek swapów

[20] Ang. *instantenious rate yields curve*.

[21] Pomijając narodowe zapisy co do kwestii budżetowych.

kredytowych (*credit default swaps* – CDS[22]) wykorzystywany przez europejski sektor bankowy do sygnalizacji zagrożeń. Choć w założeniu premia za ryzyko instrumentów opartych na długu miała odzwierciedlać bieżącą wartość oczekiwanych strat, a spready CDS ściśle wyceniać fundamentalne czynniki gospodarcze, to jednak ich ścieżka nie odbiegała od trajektorii *bond spread* przed 2008 rokiem, co widać na przykładzie obligacji francuskich (Załącznik 3). W efekcie premia za ryzyko zawarta w CDS nie potwierdzała efektywności tego segmentu rynku[23], zatem mogła również bazować na ocenach instytucjonalnych.

W efekcie rosnąca rola modyfikowanego nadzoru instytucjonalnego (oparta na limitach i procedurach zwartych w PSiW) doprowadziła do marginalizacji znaczenia mechanizmu rzeczywistej wyceny rynkowej (Waszkiewicz 2013). Co gorsza, dominujący mechanizm instytucjonalny okazał się nieskuteczny (Ngai 2012), ponieważ instytucje europejskie (Komisja Europejska) nie były bezpośrednio wybierane, zatem trudno im było karać rządy wybierane bezpośrednio. Rada do spraw Gospodarczych i Finansowych (ECOFIN), składająca się z ministrów finansów poszczególnych krajów, nie podejmowała chętnie decyzji o wszczynaniu procedury nadmiernego deficytu[24].

Reasumując, wzrost znaczenia mechanizmu instytucjonalnego odbywał się kosztem osłabiania presji ze strony uczestników rynków długu publicznego. Tym samym pozycja przetargowa inwestorów była marginalizowana, a ich zdolność do dyscyplinowania emitentów nie funkcjonowała. W rezultacie przy niezmiennej cenie (zyskowności), w dobie narastającej niepewności, premia za ryzyko papierów skarbowych nie wzrastała, a przynajmniej nie była różnicowana względem makrogospodarczej stabilności emitenta. Konkludując, do czasu ostatniego kryzysu finansowego rynki zadłużeniowe w strefie euro nie prowadziły rzetelnej wyceny, bo działania instytucjonalne (i polityczne) deformowały wymogi efektywności rynkowej poprzez utrzymywanie uprzywilejowanej pozycji papierów skarbowych państw członkowskich, a także ograniczanie pozycji przetargowej uczestników rynku, czyniąc inwestorów niezdolnymi do wywierania presji na emitentów.

---

[22] Instrument bazowy to dług publiczny.

[23] Wzrost zainteresowania analizą CDS dla rynków długu publicznego nastąpił po 2007 roku.

[24] Z przytoczonych powyżej względów można zakładać, że wspólna polityka fiskalna w ramach UE przyniosłaby korzyści dla rynkowego mechanizmu wyceny długu.

5. Polityczne przesłanki osłabiania efektywności rynków długu

Integracja europejska od początku była projektem politycznym, którego celem było uniknięcie potencjalnych konfliktów pomiędzy sąsiadującymi krajami (Hoogduin 2011) poprzez zazębianie się ich wspólnych interesów gospodarczych. Od czasu stworzenia obszaru jednowalutowego w Europie wskaźnikiem postępu integracyjnego stał się wzrost gospodarczy i obietnica doganiania gospodarek wiodących[25], co zachęcało kolejne kraje do przyjmowania wspólnej waluty. Oczywiście nie wszystkie gospodarki były w stanie osiągać wzrost gospodarczy tą samą drogą. Pierwszy model opierał się na wzroście opartym na eksporcie (kraje wiodące), podczas gdy drugi na popycie krajowym (państwa peryferyjne). Kraje podążające pierwszą ścieżką cechował dodatni bilans obrotów handlowych z zagranicą i wysoka produktywność (konkurencyjność) gospodarek. Kraje bazujące na popycie konsumowały, a bilans ich obrotów handlowych był równoważony dopływem kapitału z zagranicy. Jako że kraje doganiające nie podejmowały trudnych reform, utrzymanie gospodarek strefy euro w pewnej równowadze wymagało stałego dopływu kredytu dla krajów peryferyjnych.

Początki funkcjonowania obszaru wspólnej waluty zbiegły się w czasie z rozrostem rynków finansowych w wymiarze globalnym. Sfery finansowe gospodarek narodowych zaczęły przerastać sfery produkcyjne w wymiarze wartościowym, jednocześnie wzrastało wykorzystanie długu w sektorze prywatnym i publicznym. Dominacja zysku, instytucji i elit finansowych sprawiły, że rynki finansowe nie pozostały obojętne dla władz narodowych. Pokusa wykorzystania zewnętrznego kapitału finansowego na własne potrzeby zaczęła przyświecać rządom narodowym w strefie euro, które, otoczone „importowaną" wiarygodnością, starały się wykorzystać świat finansów dla własnych celów, bez konieczności zmian w strukturach gospodarczych i niepopularnych społecznie reform. To legło u podstaw finansyzacji państw narodowych. Karwowski i Centurion-Vicencio (2018) dowodzą, że proces ten prowadził do dominacji polityki poprzez takie działania rządów i instytucji publicznych, którym przyświecały motywy finansowe. W tym kontekście autorzy wskazują

[25] Wzrost endogeniczny miał zapewniać, że gospodarki strukturalnie niedopasowane, a przyjmowane do obszaru walutowego, będą korzystać ze zbieżności nominalnej, reformować struktury gospodarcze i upodabniać się do państw wiodących.

na promocję rynków dłużnych i państwowych instrumentów finansowych, upodabnianie zachowań rządów do strategii prywatnych przedsiębiorstw oraz finansyzację życia obywateli. Finansyzacja państw pozwalała realizować politykę budżetową i monetarną przy wykorzystaniu rynków finansowych (długu publicznego). Polityka fiskalna realizowana na rynkach finansowych obejmowała zarówno wydatki (płace, zdrowie, edukację i infrastrukturę), jak i dochody publiczne (zarządzanie długiem publicznym, dochody podatkowe, a także działania funduszy majątkowych). Polityka monetarna dotyczyła nadzoru i regulacji, a także polityki inflacyjnej. Wszystkie te aspekty, choć w różnym stopniu, materializowały się na rynkach zadłużenia publicznego, dlatego tak istotna stawała się promocja inwestowania na rynkach obligacji skarbowych w Eurolandzie (Trampusch i in. 2017). Co więcej, oparcie gospodarowania na zadłużaniu wymagało stabilności i trwałości długu publicznego (ang. *debt sustainability*). Ten wymóg był równoznaczny z omijaniem szoków gospodarczych i finansowych (Wypłosz 2011), takich jak rozwarstwienie kosztów kredytu długookresowego. Zatem zarówno strategia dostarczania płynności bankom komercyjnym przez EBC, jak i dominacja nadzoru instytucjonalnego (EC, ECOFIN) zmieniły sposób wyceny i bazę odbiorców papierów dłużnych w strefie euro. Powyższe spostrzeżenie potwierdzają konkluzje Palleya (2009), który zauważył, że finansyzacja państw powoduje trwałe zmiany na rynkach finansowych, w tym w sposobie wyceny aktywów finansowych, w wykorzystywaniu dźwigni finansowej, aż wreszcie w strukturach rynku i regulacjach. Niestety, taki stan rzeczy niekorzystnie wpływa na stabilność finansową i makroekonomiczną gospodarki narodowej, m.in. poprzez błędną alokację kapitału, który zamiast zasilać sferę produkcji pozostaje na rynkach finansowych, a rozmiar akcji kredytowej dla podmiotów gospodarczych spada wobec rosnącego finansowania państwa.

Sumując, zapewnianie rozwoju gospodarczego i spełnianie oczekiwań wyborców, w oparciu o rynek długu publicznego, stało się zjawiskiem powszechnym od końca XX wieku. Polityce europejskiej integracji, bazującej na rosnącym zadłużeniu publicznym przed 2009 rokiem, sprzyjała nieefektywność mechanizmu wyceny, która zapobiegała dywergencji kosztów kapitału kredytowego.

6. Wniosek: działania instytucjonalne i polityczne przyczyniły się do osłabienia efektywność informacyjnej na rynkach obligacji skarbowych

Efektywność informacyjna jest fundamentem wypełniania funkcji dyscyplinującej rynków finansowych. Jeśli rynek długu niedomaga w tym aspekcie, to premia za ryzyko, przypisywana emitentowi w oparciu o czynniki natury gospodarczej, finansowej i politycznej, nie jest poprawnie wyceniana. Taka sytuacja miała miejsce w strefie euro w latach 1999–2008.

Rządy narodowe, stając się znaczącym graczem na rynkach finansowych od końca lat 90. XX wieku, wzięły udział w globalnej dywersyfikacji ryzyka. Niemniej jednak, jeśli państwo coraz bardziej angażuje się w rynek finansowy (zadłuża się), to w coraz większym stopniu staje się częścią tego rynku. Zatem o kształtowaniu się relacji cena/zysk winna decydować logika rynkowa, tzn. wycena inwestorska, która w przeciwieństwie do interesu publicznego koncentruje się na rachunku ekonomicznym, tym samym najlepiej zabezpiecza i alokuje kapitał. Tymczasem postępującej finansyzacji państw nie towarzyszył wzrost pozycji inwestorów. W efekcie rynek długu był częściowo sparaliżowany, albowiem kapitał był dostępny, ale nie był właściwie wyceniany. Ten stan rzeczy mógł funkcjonować dzięki instytucjom unijnym, które, utrwalając polityczną strategię integracji, zabezpieczały interes polityczny emitentów narodowych.

Podsumowując, ułomność dyscyplinarna rynków zadłużeniowych nie tyle wynikała ze słabości inwestorów, ile z ich słabej pozycji przetargowej. Mechanizm wyceny rynkowej został podporządkowany ocenie instytucjonalnej, zarówno jakościowej (obligacje greckie równe innym), jak i ilościowej (reguły budżetowe). Rolą instytucji europejskich stało się wspieranie finansyzacji państw narodowych, a rynek długu był tylko narzędziem. W efekcie instytucje europejskie deformowały percepcję ryzyka inwestycyjnego na rynkach papierów skarbowych (ang. *mispricing*) i usztywniały *bond spread* pojedynczych emitentów. Polityczna niepewność, która winna być stanem krótkotrwałym, stała się fundamentem zapewniania stabilności zadłużenia publicznego poprzez strategię unikania dywergencji kosztów kapitału długoterminowego. Deformacja relacji cena/zysk w segmencie obligacji skarbowych zmaterializowała ryzyko i niepewność polityczną na rynkach finansowych w strefie euro, co posłużyło

utrwalaniu finansyzacji, błędnej alokacji kapitału w gospodarkach i napędzaniu nierównowag pomiędzy krajami peryferyjnymi a wiodącymi.

Bibliografia

Afonso A., Strauch R. (2007), *Fiscal Policy Events and Interest Rate Swap Spreads: some Evidence from the EU*, „Journal of International Financial Markets, Institutions & Money", Vol. 17, No. 3.

Alesina A., Perotti R. (1994), *The Political Economy of Budget Deficits*, „Staff Papers (International Monetary Fund)", Vol. 42, No. 1.

Allen W.A. (2007), *The scope and significance of open market operations* [w:] D.G. Mayes, J. Toporowski (eds.), *Open Market Operations and Financial Markets*, Routledge, London.

Angeloni Ch., Wolff G.B. (2012), *Are banks affected by their holdings of government debt?*, Bruegel Working Paper, No. 7.

Beechey M., Gruen D., Vickery J. (2000), *The efficient market hypothesis: a survey*, Reserve Bank of Australia, Economic Researches Department, Research Discussion Papers, No. 1.

Bekaert G., Campbell R.H., Lundblad Ch.T., Siegel S. (2014), *Political Risk spread*, NBER Working Paper No. 19786, January.

Bishop G., Damrau D., Miller M. (1989), *1992 and beyond: Market discipline can work in EC Monetary Union*, Salomon Brothers, London.

Buiter W.H., Sibert A.C. (2005), *How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone*, CEPR Discussion Paper, No. 5387.

De Grauwe P. (2011), *The Governance of Fragile Eurozone*, CEPS Working Paper, No. 346.

De Grauwe P., Ji Y. (2012), *Mispricing of Sovereign Risk and Macroeconomic Stability in the Eurozone*, „Journal of Common Market Studies", Vol. 50, No. 6.

Eichengreen J.B. (2009), *Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture*, IMF Working Papers, No. 9/116.

Erb C.B., Harvey C.R., Viskanta T.E. (1996), *Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk*, „Financial Analysts Journal", Vol. 52, No. 6.

Eurostat (2006, 2008, 2018), Structure of Government Debt in Europe, Statistics in focus.

Eurostat Database, https://ec.europa.eu/eurostat/data/database [dostęp: 1.06.2020].

Fakhry B., Richter C. (2015), *Is the Sovereign Debt Market Efficient? Evidence from the US and German Sovereign Debt Markets*, „International Economics and Economic Policy", Vol. 12, No. 3.

Fama E.F. (1965), *The behaviour of stock-market prices*, „The Journal of Business", Vol. 38, No. 1.

Fama E.F. (1970), *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, „Journal of Finance", Vol. 25, No. 2.

Fontana A., Scheicher M. (2016), *An analysis of euro area sovereign CDS and their relation with government bonds*, „Journal of Banking & Finance", No. 62.

Hoogduin L. (2011), *Economic and Monetary Union and Sovereign Debt Crisis*, Lecture for the Masters Course European Union Studies of Leiden University, 23 February, Den Haag.

Howell L.D. (2013), *Handbook of Country and Political Risk Analysis*, 5th ed., PRS Group Inc.

Katz S. (1974), *The price and adjustment process of bonds to rating reclassifications: a test of bonds market efficiency*, „The Journal of Finance", Vol. 29, No. 2.

Karwowski E., Centurion-Vicencio M. (2018), *Financialising the state: recent developments in fiscal and monetary policy*, Financial Geography Working Papers, No. 11.

Kodres L.E. (2010), *The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings*, Global Financial Stability Report (GFSR), International Monetary Fund, Washington.

Kopf Ch. (2011), *Restoring Financial stability in the euro area*, CEPS Policy Brief.

Lane T. (1993), *Market Discipline*, IMF, Staff Papers, No. 40, March.

Mishkin F.S. (2002), *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Ngai V. (2012), *Stability and Growth Pact and Fiscal Discipline in the Eurozone*, Working Papers No. 12-10, University of Pennsylvania, Wharton School, Weiss Center.

Palley T.I. (2009), *Monetary Policy and Central Banking after Crisis: The implications of Rethinking Macroeconomic Theory* [w:] M. Wolfson, G.A. Epstein (eds.), *The handbook of the political economy of financial crisis*, Oxford University Press.

Shiller R.J. (1998), *Human Behavior and Efficiency of the Financial System*, NBER Working Paper, No. 6375.

Shiller R.J. (1979), *The volatility of long-term interest rates and expectations models of the term structure*, „Journal of Political Economy", Vol. 87, No. 6.

Sims Ch.A. (2003), *Implications of rational inattention*, „Journal of Monetary Economics", Vol. 50, No. 3.

Trampusch C., Fastenrath F., Schwan M. (2017), *Where the states and markets meet: the financialisation of sovereign debt management*, „Journal of New Political Economy", Vol. 22, No. 3.

Uhlig H. (2011), *Europe Gets Debt Relief One-Third Right*, Bloomberg Businessweek, July 29.

Waszkiewicz G. (2011), *Zadłużenie publiczne a koniunktura gospodarcza*, „Zeszyty Naukowe" nr 15, Wydział Nauk Ekonomicznych, Politechnika Koszalińska, Koszalin.

Waszkiewicz G. (2013), *Ponadnarodowe przyczyny niskiej dyscypliny fiskalnej w wybranych gospodarkach strefy euro: wnioski z lat 2000–2008* [w:] K. Opolski, J. Górski, *Perspektywy integracji gospodarczej i walutowej w Unii Europejskiej w czasach kryzysu*, WNE, NBP, Warszawa.

Waszkiewicz G. (2013), *Ryzyko na międzynarodowych rynkach długu publicznego w latach 1970–1990*, „Zeszyty Naukowe" nr 17, Wydział Nauk Ekonomicznych, Politechnika Koszalińska, Koszalin.

Waszkiewicz G. (2014), *Czynniki kształtujące* bond spread *polskich obligacji skarbowych*, „Studia Ekonomiczne, Polska Akademia Nauk. Instytut Nauk Ekonomicznych", nr 2.

Waszkiewicz G. (2017), *Political risk on financial markets in developed and developing economies*, „Journal of Economics and Management", Vol. 28, No. 2.

Waszkiewicz G. (2020), *The Efficiency Of Sovereign Debt Markets In The EMU: Truth Or Mistruth?*, „Olsztyn Economic Journal", Vol. 15, No. 1.

Winiecki J. (2013), *Świat darmowego pieniądza i jego dotychczasowe konsekwencje* [w:] E. Balcerowicz, *Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej*, „Zeszyty BRE Bank – Case", nr 129.

Wyplosz C. (2011), *Debt Sustainability Assessment: Mission Imposible*, „Review of Economics and Institutions", Vol. 2, No. 3.

Reflections upon the causes of public bonds markets' inefficiency in the Euro Area

Summary

Although the vast international literature proves the inefficiency of sovereign debt markets in the Euro Area, there is a scant amount of research dedicated to the explanation of such a phenomenon. For this reason, this piece aims to analyse the roots of sovereign debt markets inefficiency in the euroland before the last crisis based on the political risk approach. Combining statistical data scrutiny with findings from the international literature, authors concluded that European political (and institutional) governance deformed the rules of public debt market efficiency.

Keywords: sovereign debt, political risk, market discipline mechanism

Załącznik 1

Statystyki opisowe *bond spread* w podokresach (dane kwartalne 1999–2018)

Statystyka	Austria	Belgia	Francja	Grecja	Hiszpania	Irlandia	Niderlandy	Portugalia	Włochy
1999–2008									
Średnia	0,16	0,20	0,10	0,55	0,16	0,16	0,10	0,24	0,31
Odchyl st.	0,13	0,14	0,07	0,51	0,14	0,19	0,08	0,15	0,17
Mediana	0,14	0,18	0,08	0,33	0,13	0,17	0,10	0,21	0,25
Kurtoza	3,29	2,54	8,32	2,98	2,72	11,99	7,30	3,62	15,44
Skośność	1,37	1,20	2,34	1,92	1,29	2,76	1,93	1,40	3,47
Rozstęp	0,64	0,66	0,38	2,07	0,65	1,10	0,45	0,80	1,02
Minimum	0,00	0,04	0,02	0,15	0,01	-0,04	0,00	0,00	0,14
Maksimum	0,64	0,70	0,40	2,22	0,66	1,06	0,45	0,80	1,16
Obserwacje	40	40	40	40	40	40	40	40	40
2009–2018									
Średnia	0,46	0,74	0,53	8,36	1,88	2,25	0,30	3,68	2,03
Odchyl st.	0,27	0,52	0,26	5,51	1,16	2,14	0,13	2,78	1,01
Mediana	0,39	0,52	0,43	7,33	1,39	1,57	0,26	2,87	1,63
Kurtoza	2,20	3,32	3,64	2,01	0,85	0,73	0,84	1,29	0,63
Skośność	1,67	1,84	1,96	1,46	1,30	1,33	1,12	1,44	1,21
Rozstęp	1,08	2,26	1,07	22,62	4,50	7,66	0,56	10,73	3,84
Minimum	0,14	0,27	0,28	1,36	0,57	0,26	0,11	0,66	0,84
Maksimum	1,22	2,53	1,35	23,98	5,07	7,92	0,67	11,39	4,68
Obserwacje	40	40	40	40	40	40	40	40	40

Źródło: (Eurostat Database).

Załącznik 2

Wskaźniki makroekonomiczne wybranych krajów strefy euro (2000–2008)

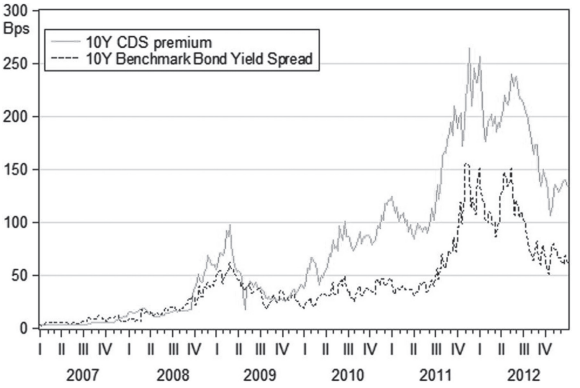
Kraj	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dług publiczny/PKB [% PKB]									
Austria	66,1	66,7	66,7	65,9	65,2	68,6	67,3	65,0	68,7
Belgia	109,6	108,2	105,4	101,7	97,2	95,1	91,5	87,3	93,2
Francja	58,9	58,3	60,3	64,4	65,9	67,4	64,6	64,5	68,8
Grecja	104,9	107,1	104,9	101,5	102,9	107,4	103,6	103,1	109,4
Hiszpania	57,8	54,0	51,2	47,7	45,4	42,4	39,1	35,8	39,7
Irlandia	36,1	33,0	31	30	28	26	24	24	42,4
Niderlandy	52,1	49,4	48,8	50,0	50,3	49,8	45,2	43,0	54,7
Portugalia	54,2	57,4	60,0	63,9	67,1	72,2	73,7	72,7	75,6
Włochy	109,0	108,9	106,4	105,5	105,1	106,6	106,7	103,9	106,1
Realny kurs wymiany [2010 = 100]									
Austria	101,73	101,61	101,16	100,53	100,41	100,4	99,96	99,85	99,71
Belgia	99,23	99,12	98,39	97,93	97,74	98,22	98,49	98,17	99,44
Francja	102,47	101,58	101,13	101,27	101,54	101,21	100,86	100,16	99,95
Grecja	88,66	88,62	90,06	91,33	92,18	93,41	94,49	95,23	96,0
Hiszpania	92,43	92,7	93,89	94,82	95,71	96,98	98,37	99,08	99,95
Irlandia	97,78	99,23	101,74	103,88	104,17	104,25	104,86	105,62	105,41
Niderlandy	98,49	101,31	103,17	103,54	102,83	102,16	101,67	101,01	99,83
Portugalia	96,94	98,78	100,1	101,23	101,5	101,31	101,97	102,12	101,32
Włochy	98,1	97,96	98,35	99,22	99,38	99,43	99,5	99,27	99,39

Kraj	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Saldo rachunku bieżącego [% PKB]								
Austria	–0,7	–0,8	2,1	1,5	2,1	2,3	3,3	3,8	4,5
Belgia	b,d,	b,d	b,d	3,5	3,3	2,1	1,9	2,0	–1,0
Francja	1,1	1,6	1,1	0,8	0,5	0,1	0,3	–0,1	–0,7
Grecja	b,d,	b,d	–6,8	–8,5	–7,7	–8,9	–11,5	–15,2	–15,1
Hiszpania	–4,3	–4,4	–3,7	–3,9	–5,5	–7,3	–8,9	–9,4	–8,9
Irlandia	0,6	0,2	0,2	0,5	–0,1	–3,5	–5,4	–6,5	–6,2
Niderlandy	b,d,	b,d	b,d	b,d	7,6	7,1	9,1	6,9	5,0
Portugalia	–10,8	–10,4	–8,4	–6,6	–8,0	–9,6	–10,3	–9,6	–11,8
Włochy	–0,3	0,2	–0,5	–0,8	–0,5	–0,9	–1,5	–1,4	–2,8
	Nieskonsolidowane zadłużenie sektora prywatnego [% PKB]								
Austria	132,4	134,2	133,7	136,5	134,2	138,8	136,3	140,5	142,7
Belgia	146,2	152,2	149,2	155,7	158,5	156,9	159,1	170,1	192,1
Francja	132,4	137,3	137,5	137,1	139,3	143,3	147,4	150,8	157,6
Grecja	53,6	60,8	64,5	68,6	73,8	86	92,8	101,8	113,4
Hiszpania	117,9	126,8	133,4	143,3	156,7	173,6	194,8	209,3	214,2
Irlandia	b,d,	141,5	139	142,7	151	172,1	192,4	200,9	254,8
Niderlandy	218,4	216,2	216,4	231,6	231,5	236,4	232,6	232,1	234,9
Portugalia	142,8	154,4	160,3	167,6	176,6	180,9	184,2	193,9	206,3
Włochy	78,6	82	84,9	89	92,8	98,5	104,7	112,4	115,9

Źródło: (Eurostat Database).

Załącznik 3

Różnice pomiędzy premią za ryzyko zawartą w zyskownościach obligacji i kwotowaniach CDS dla obligacji francuskich (2007–2012)



Źródło: (Fontana, Scheicher 2016).

Andrzej Paczoski

Uniwersytet Gdański

Ewolucja polityki pieniężnej NBP po transformacji systemowej w Polsce

Streszczenie

Celem pracy było przedstawienie problemu inflacji oraz polityki pieniężnej prowadzonej w czasie polskiej transformacji systemowej i po niej (do 2015 roku). Istotne znaczenie w przezwyciężeniu inflacji odegrała polityka pieniężna. W kolejnych latach po upadku systemu komunistycznego następowały zmiany w polityce pieniężnej, nawiązujące do standardów państw rozwiniętych gospodarczo. Przekształcenia w polityce pieniężnej obejmowały: funkcjonowanie banku centralnego, narzędzia stosowane przez bank centralny, działanie banków komercyjnych. W rozpatrywanych okresach opisano wysokość inflacji i stóp procentowych banku centralnego w Polsce. Działania z zakresu polityki pieniężnej banku centralnego umożliwiły ograniczenie inflacji do poziomu jednocyfrowego, przyczyniając się do przywrócenia zaufania do polskiego pieniądza.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna, bank centralny, transformacja systemu gospodarczego

Wstęp

Polska po II wojnie światowej znalazła się w strefie wpływu Związku Sowieckiego (ZSRR). Komunistyczny system gospodarczy opierał się na zasadzie centralnego planowania (inaczej gospodarka państwowo-monopolistyczna). Taka gospodarka posiadała następujące cechy: przewaga własności publicznej, duża koncentracja organizacyjna, kontrola cen (powodująca deformacje cenowe), brak konkurencji (bądź bardzo ograniczona), niewymienialna waluta, brak instytucji rynkowych, rozbudowane państwo socjalne (finansowane z budżetu państwa i państwowych zakładów pracy).

Upadek monopolu władzy komunistycznej i rozpoczęcie transformacji systemowej zapoczątkowały zmiany gospodarcze. Mechanizm transformacji systemowej związany był z identyfikacją następujących czynników: sytuacji początkowej zastanego stanu gospodarczego, polityki gospodarczej, warunków powstałych w czasie przemian, które miały wpływ na proces zmian (Balcerowicz 1995, s. 381).

Opisanie sytuacji początkowej wymagało zwrócenia uwagi na następujące uwarunkowania: sytuacja makroekonomiczna, charakter systemu gospodarczego, struktura gospodarcza, zadłużenie zagraniczne, stan kapitału ludzkiego, m.in. poziom wykształcenia (Balcerowicz 1995, s. 381; Gadomski 2004, s. 17).

Kluczowymi działaniami transformacji systemowej były: stabilizacja, liberalizacja oraz zmiany instytucjonalne. Miały one doprowadzić do: przezwyciężenia inflacji oraz niedoborów rynkowych, stworzenia wolności gospodarczej, uruchomienia konkurencji, odbudowy instytucji gospodarki rynkowej, zmiany struktury gospodarczej (odstąpienie od dominacji przemysłu ciężkiego opartego na zbrojeniach), obniżenia długu publicznego (Balcerowicz 1995, s. 383; Wietrzyk-Szczepkowska 2001, s. 18).

Podstawowym niedomaganiem polskiej gospodarki była wysoka inflacja. Źródłem inflacji były: przyrost deficytu budżetowego, dotacje do produktów żywnościowych, podwyższone ceny skupu produktów rolnych, kontrola cen żywności, dynamiczny wzrost płac i świadczeń socjalnych. Masa pieniądza zwiększyła się o 615%, powodując presję inflacyjną – w 1989 roku CPI wyniósł 251,1%, a w 1990 roku 585,8% (Ćwikliński 2004, s. 244). Pokonanie inflacji związane było ze stabilnym pieniądzem, uporządkowanym i przewidywalnym systemem finansowym (z bezpiecznym sektorem bankowym), sprzyjającym rozwojowi biznesu prywatnego dzięki możliwości pozyskania kapitału na inwestycje (Przybylski 2009, s. 4).

W celu eliminacji tego zjawiska podjęto następujące działania:

- uwolnienie cen dóbr i usług z podniesieniem urzędowych cen nośników energetycznych;
- ukształtowanie jednolitego kursu walutowego opartego na sztywnym poziomie w stosunku do dolara (9500 zł/USD), przy zastosowaniu restrykcji dewizowych (reżim wymienialności wewnętrznej), gwarantując okresową stabilność ustalonego parytetu;

- wprowadzenie zmiennej, miesięcznej stopy oprocentowania kredytów; NBP ustalił kredyt refinansowy na poziomie 36% w skali miesiąca z możliwością obniżania tego poziomu;
- emisja obligacji zabezpieczających realną wartość oszczędności; papiery wartościowe zostały oprocentowane według miesięcznej stopy inflacji, ponadto obligacje mogły zostać zamienione na akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw na dogodnych zasadach (za 80 jednostek wartości obligacji można było nabyć akcje o wartości 100 jednostek) (Ćwikliński 2004, s. 238);
- pozyskanie 1 mld USD pożyczki od MFW, nazwanego funduszem stabilizacyjnym, będącego gwarantem prowadzonej polityki kursowej;
- wprowadzenie tzw. popiwku – podatku od ponadnormatywnych wynagrodzeń (przekraczających ustalony pułap), którego celem było zahamowanie wzrostu płac w przedsiębiorstwach państwowych (Winiarski 2000, s. 202–203) (wyższe płace mogły skłaniać do większych wydatków napędzających spiralę inflacyjną).

Pakiet stabilizacyjny zmierzający do eliminacji inflacji zorientowano na następujące działania: obniżenie deficytu budżetowego przez cięcia wydatków centralnych i dopłat w sektorze publicznym, restrykcyjna polityka pieniężna kształtowana przez wysokie stopy procentowe i limity kredytowe, zahamowanie wzrostu płac w przedsiębiorstwach państwowych (wspomniany „popiwek", połączony z zamrożeniem płac), obniżenie wielkości waloryzacji rent i emerytur, skokowa dewaluacja pieniądza, uwolnienie cen, podwyższenie (urealnienie) cen kontrolowanych (np. energii, gazu, węgla, paliw, biletów kolejowych) (Włudyka, Smaga 2018, s. 542, 544). Ponadto dla zahamowania wzrostu cen ważna była liberalizacja wymiany handlowej z zagranicą (z państwami o utrwalonej gospodarce rynkowej niemających doświadczeń z komunizmem), związana z eliminacją ceł i kontyngentów, przyczyniająca się do konkurencji na rynku (zwiększenie podaży dóbr i usług, które sprzyjały obniżeniu cen).

Ważną rolę w tłumieniu inflacji odegrała polityka kursu walutowego, którą uważano za jedną z tzw. kotwic antyinflacyjnych. Przejściowo utrzymywano sztywny kurs walutowy związany z dolarem amerykańskim (1 USD = 9500 „starych" zł). Stały kurs walutowy realizowano od stycznia 1990 roku przez pięć kwartałów. Następnie dokonywano skokowych dewaluacji złotego, w konsekwencji zaczęło dochodzić do deprecjacji dolara (spadek jego realnej

wartości oraz lokat dewizowych) (Kaliński 2009, s. 55). Reżim wprowadzony w tamtym okresie (koniec lat 80. i początek lat 90. XX wieku) określa się jako wymienialność wewnętrzną, która miała tworzyć zaufanie do rodzimej waluty. Cechy takiego systemu sprowadzały się do następujących warunków:

- panuje dostęp do dewiz na płatności z tytułu transakcji bieżących;
- nie pojawiają się restrykcje dewizowe w transakcjach bieżących nierezydentów z danym krajem;
- rezydenci muszą odsprzedawać państwu wpływy z tytułu eksportu w obcej walucie;
- rezydenci nie mają prawa posiadać rachunków dewizowych w kraju i za granicą;
- funkcjonują ograniczenia dewizowe w ramach transakcji kapitałowych;
- nie jest możliwe używanie pieniądza krajowego jako waluty fakturowania i rozliczeń w handlu międzynarodowym (co dotyczy również innych transakcji handlowych z zagranicą) (Ćwikliński 2004, s. 101).

1. Przekształcenia w polityce pieniężnej

W ramach przekształceń instytucjonalnych polskiej gospodarki istotna była budowa systemu finansowego gospodarki rynkowej (rynek pieniężny, rynek kredytowy, rynek kapitałowy, rynek walutowy i rynek instrumentów pozabilansowych).

Rynek pieniężny i kredytowy odnosił się do funkcjonowania sektora bankowego (Soto 2009). System bankowy zaczął podlegać przekształceniom tuż przed upadkiem systemu komunistycznego. Pierwszym przedsięwzięciem było wydzielenie z banku centralnego (NBP) państwowego banku Powszechna Kasa Oszczędności w 1987 roku, który od 1975 roku zgodnie z ustawą o prawie bankowym włączono do struktur NBP (Skrzypek 2009, s. 5). Nastąpiła likwidacja systemu monobanku charakterystycznego dla gospodarki centralnie planowanej. Dopuszczono możliwość tworzenia nowych banków, o czym mógł decydować rząd. Dzięki wskazanej regulacji w 1989 roku rozpoczęło działalność dziewięć wyodrębnionych banków (państwowych, mających podlegać prywatyzacji), których centrale były w dużych polskich miastach wraz z oddziałami na terenie całego kraju (*Bankowość centralna od A do Z,* s. 127–128). Wydzielone z NBP banki zlokalizowano w różnych miejscach kraju, co nadawało im regionalny i lokalny status

monopolistyczny. Przeprowadzone zmiany przyniosły deregulację i stworzyły formę bankowości uniwersalnej w Polsce (Okólski 1994, s. 94). Większa ilość banków poprawiła dostęp do kredytowania gospodarki, sprzyjając rozwijaniu rynku kapitałowego. Jednak w początkowej fazie transformacji firmy prywatne oraz osoby fizyczne unikały kredytu ze względu na wysokie stopy procentowe i niestabilną (nieprzewidywalną) sytuację gospodarczą – wysoka inflacja.

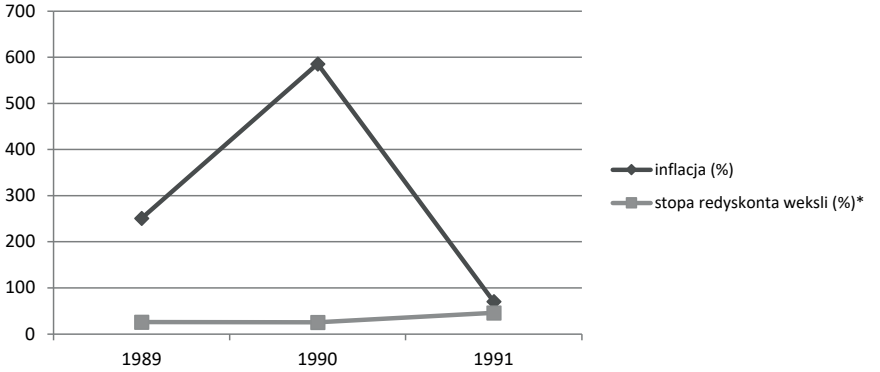
NBP stawał się bankiem centralnym niezależnym od rządu, którego zadaniem było umacnianie pieniądza i udział w polityce gospodarczej państwa (wspieranie wzrostu gospodarczego). NBP musiał wykształcić instrumenty polityki pieniężnej charakterystyczne dla gospodarki rynkowej. Dotyczyło to wprowadzenia podstawowych stóp procentowych banku centralnego, takich jak: stopa referencyjna (operacje otwartego rynku), stopa lombardowa, stopa depozytowa, stopa redyskontowa. Miały one znaczenie dla kontroli polityki pieniężnej (szczególnie w związku z potrzebą eliminacji inflacji), oddziałując na kształtujący się polski system bankowy.

2. Polityka pieniężna w latach 1989–2015

Biorąc pod uwagę uwarunkowania polskiej gospodarki związane z działalnością NBP, można wyszczególnić zdaniem Grzegorza Wójtowicza następujące etapy polityki pieniężnej (*Bankowość centralna od A do Z*, s. 128):

- rozpoczęcie transformacji (1989–1991);
- kształtowanie gospodarki rynkowej (1992–1997);
- wprowadzenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (1998–2003);
- początki członkostwa w UE, zakończenie transformacji systemowej (2004–2008);
- kryzys finansowy na świecie i okres postkryzysowy (2009–2015).

Podane etapy zostaną wykorzystane do przedstawienia zmian w wysokościach podstawowych stóp procentowych banku centralnego w relacji do wysokości inflacji. Na rysunku 1 pokazano sytuację na początku okresu transformacji systemowej.



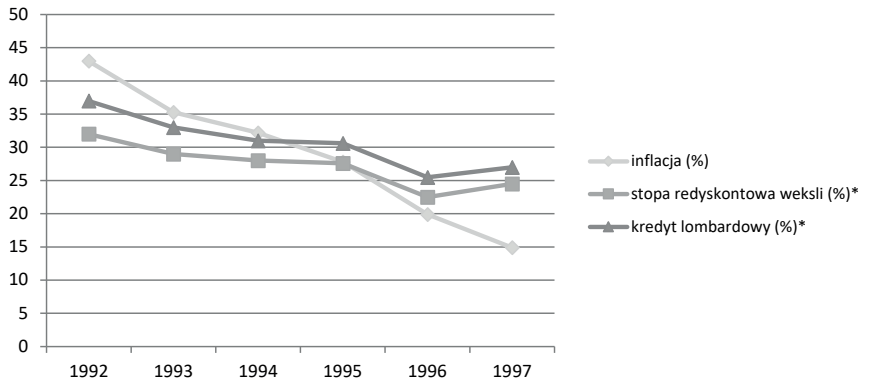
*Dla 1990 i 1991 roku podano średnią arytmetyczną wielkości stopy redyskontowej. W 1990 roku od stycznia do listopada było dziewięć różnych wielkości tego instrumentu monetarnego, kolejno: 49%, 24%, 16%, 13%, 9%, 7%, 28%, 36%, 48%. Natomiast w 1991 roku wskazanych wielkości było kolejno pięć: 60%, 51%, 44%, 39%, 36%.

Rysunek 1. Inflacja i stopa redyskontowa weksli w latach 1989–1991

Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS oraz Narodowy Bank Polski – Internetowy Serwis Informacyjny.

Zaprezentowany na rysunku 1 okres związany był z najwyższym poziomem inflacji w Polsce po II wojnie światowej (251,1% w 1989 roku oraz 585,8% w 1990 roku). NBP od grudnia 1989 roku zaczął stosować stopę redyskontową weksli. Do końca 1991 roku był to jedyny instrument, oprócz stopy kredytu refinansowego banku centralnego oraz stopy rezerwy obowiązkowej, którym posługiwano się przy prowadzeniu polityki pieniężnej. Od 1990 roku NBP podnosił stopy procentowe, w tym stopę rezerwy obowiązkowej. Na spadek poziomu cen oddziaływały również inne mechanizmy (wspomniana polityka kursu walutowego, podatek od ponadnormatywnych wynagrodzeń, pojawienie się konkurencji cenowej w gospodarce odchodzącej od zasad centralnego planowania, w tym administracyjnego ustalania cen).

Na rysunku 2 zaprezentowano kolejny przedział czasowy, w którym kształtowała się gospodarka rynkowa.



*Dla 1995 i 1996 roku podano średnią arytmetyczną wielkości stopy redyskontowej oraz kredytu lombardowego. W 1995 roku stopa redyskontowa wyniosła kolejno: 31%, 27% i 25%; natomiast w 1996 roku – 23% i 22%. Kredyt lombardowy w 1995 roku wyniósł kolejno: 34%, 30% oraz 28%; w 1996 roku – 26% i 25%.

Rysunek 2. Inflacja, stopa redyskontowa weksli oraz kredyt lombardowy w latach 1992–1997

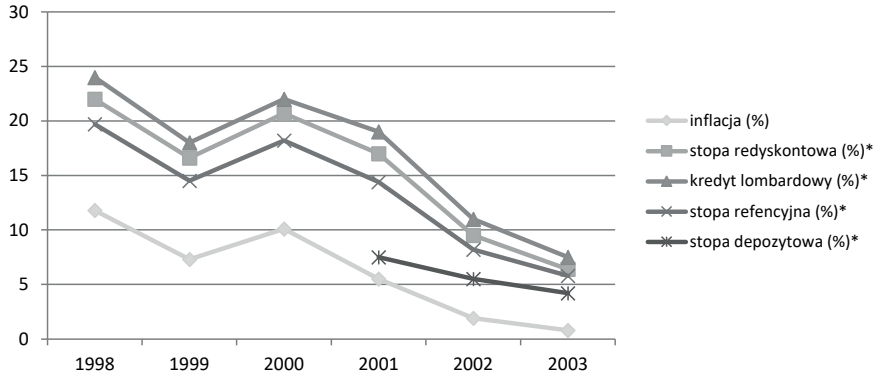
Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS oraz Narodowy Bank Polski – Internetowy Serwis Informacyjny.

Przedstawiona na rysunku 2 sytuacja z lat 1992–1997 to czas formowania się gospodarki przez prorynkowe zmiany. W tym okresie nastąpił spadek inflacji do poziomu kilkunastu procent, z 43% w 1992 roku do 14,9% w 1997 roku.

Głównymi stopami procentowymi polskiego banku centralnego były kolejno: stopa redyskontowa (1990), stopa lombardowa (1992) i operacje otwartego rynku (1993). Wykorzystywane od 1993 roku operacje otwartego rynku pozwoliły NBP na absorpcję nadwyżek płynności w sektorze bankowym (Żukrowska 2010, s. 320). W 1993 roku pośrednim celem inflacyjnym była kontrola agregatów pieniężnych przez posługiwanie się agregatem M_2. W latach 1996–1997 celem operacyjnym była wielkość pieniądza rezerwowego i polityka kursu walutowego (Gruszecki 2003, s. 109–128). Rosnący od 1995 roku PKB i towarzyszący temu deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego Polski spowodował presję inflacyjną. Reakcją NBP na zaistniałą sytuację była zwiększona kontrola ekspansji kredytowej i poprawienie poziomu oszczędności (działanie związane z ofertą depozytową dla ludności,

co było spektakularnym przedsięwzięciem banku centralnego). Do 1997 roku głównym celem NBP było stabilizowanie kursu walutowego polskiego złotego w ramach ustalonego parytetu w relacji do wiodących walut obcych.

Rysunek 3 dotyczy czasu, w którym po raz pierwszy zastosowano w polskiej polityce pieniężnej bezpośredni cel inflacyjny (1998) i do ostatniego roku przed przystąpieniem Polski do UE.



*W latach 1998–2003 następowały częste zmiany opisywanych stóp procentowych. Władze NBP zmieniały stopy procentowe kolejno: w 1998 roku siedem razy, w 1999 roku trzy razy, w 2000 roku dwa razy, w 2001 roku siedem razy, w 2002 roku osiem razy, a w 2003 roku sześć razy. Na rysunku podano średnie arytmetyczne wielkości stóp procentowych dla kolejnych lat.

Rysunek 3. Inflacja i podstawowe stopy procentowe NBP w latach 1998–2003

Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS oraz Narodowy Bank Polski – Internetowy Serwis Informacyjny.

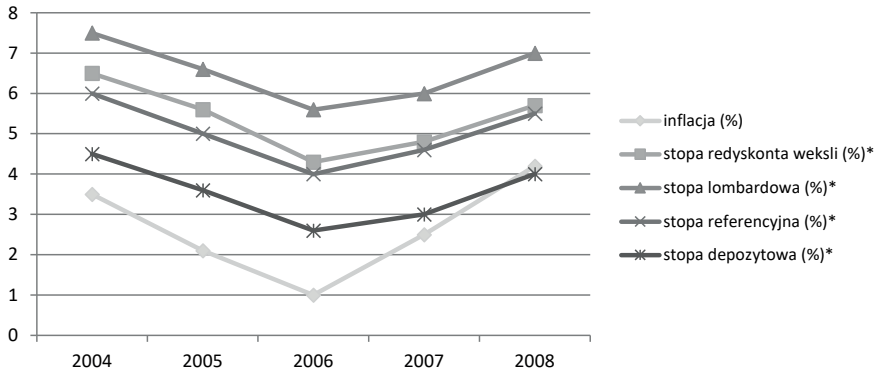
W przedstawionym okresie nastąpił spadek inflacji do poziomu jednocyfrowego. Zaistniała sytuacja miała związek ze zmianą światowej koniunktury. Na sytuację Polski przeniosło się spowolnienie gospodarcze wynikające z: kryzysu na Dalekim Wschodzie (w państwach nazywanych tygrysami azjatyckimi), kryzysu w Rosji, zagrożenia recesją w USA w związku z pęknięciem bańki spekulacyjnej na giełdzie (spółki internetowe) oraz zamachem terrorystycznym w tym kraju. W konsekwencji doszło do spadku poziomu cen przez spowolnienie popytu światowego i zmniejszenie obrotów światowego handlu. NBP, reagując na wskazane problemy, obniżał stopy procentowe.

W 1998 roku pojawiły się istotne zmiany w polityce pieniężnej. Jednym ze sformalizowanych zmian było usankcjonowanie niezależności NBP (ustawa 1997). Wprowadzono strategię bezpośredniego celu inflacyjnego (Ryczkowski 2016), w związku z tym ustalono średniookresowy cel zakładający, że w 2003 roku inflacja nie będzie wyższa niż 4%. Wskazany cel inflacyjny znajdował się blisko wymaganego kryterium inflacyjnego konwergencji nominalnej z Maastricht. Dla zobiektywizowania decyzji prezesa NBP powołano dziewięcioosobową radę polityki pieniężnej (RPP). Wyeliminowano operacje warunkowe (w systemie operacji otwartego rynku) oraz zaniechano emisji bonów pieniężnych o dłuższych terminach. Pojawiły się również nowe narzędzia do sterowania polityką pieniężną – stopa referencyjna związana z operacjami otwartego rynku (od początku 1998 roku) oraz stopa depozytowa (od grudnia 2001 roku). Główną rolę w polityce NBP odgrywały operacje otwartego rynku, szczególnie w ramach kontroli płynnych rezerw banków komercyjnych i stabilizowania rynkowych stóp procentowych. Jednocześnie wykorzystanie stopy rezerw obowiązkowych straciło na znaczeniu w ramach ograniczania nadpłynności w sektorze bankowym. Szczególnie gdy wartość rezerwy obowiązkowej spadła do 3,5% w 2010 roku (Żukrowska 2010, s. 323).

W 2000 roku NBP zawiesił interwencje na rynku walutowym. W 2002 roku nastąpiła zmiana agregatu pieniężnego z M_2 na M_3, nawiązująca do standardów UE. Jednocześnie podstawową stopą odniesienia stała się stopa referencyjna – minimalna stopa rentowności 28-dniowych bonów pieniężnych w ramach operacji otwartego rynku (Gruszecki 2003, s. 11–20). W kolejnych latach wprowadzano bony pieniężne o krótszym terminie: 21-, 14- i 7-dniowe. Ostatni wariant operacji otwartego rynku to emisja przez bank centralny 7-dniowych bonów pieniężnych (przetargi na bony odbywają się raz w tygodniu). Minimalna rentowność tych operacji równa jest stopie referencyjnej wyznaczanej przez NBP. Jest to tzw. stopa bazowa NBP, wpływająca na minimalne oprocentowanie kredytów oraz wysokość stopy kredytu na rynku międzybankowym (Włudyka, Smaga 2018, s. 300). W analizowanym okresie inflacja po raz pierwszy spadła do poziomu jednocyfrowego: w 2001 roku wyniosła 5,5%, 2002 – 1,9%, 2003 – 0,8%. W okresie 1998–2003 RPP, reagując na wahania poziomu inflacji, odpowiednio zmieniała stopy procentowe. Wariant polityki pieniężnej w tych latach można określić jako restrykcyjny. Dzięki tym działaniom inflacja znalazła się poniżej celów inflacyjnych.

W latach 2002–2003 inflacja w Polsce była najniższa w Europie. W sierpniu 2002 roku Polska po raz pierwszy spełniała kryterium inflacyjne przyjęte w traktacie z Maastricht (Żukrowska 2010, s. 322).

Na rysunku 4 pokazano wielkości stóp procentowych NBP oraz inflacji w okresie 2004–2008.



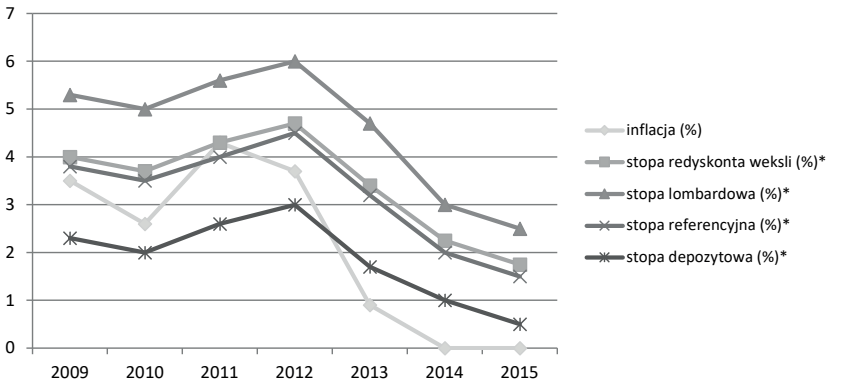
*Dla wszystkich podstawowych stóp procentowych NBP obliczono średnią ich wielkość dla poszczególnych lat. Władze banku centralnego zmieniały stopy procentowe kolejno: 2004 – trzy razy, 2005 – pięć razy, 2006 – dwa razy, 2007 – cztery razy, 2008 – sześć razy.

Rysunek 4. Inflacja i podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2004–2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS oraz Narodowy Bank Polski – Internetowy Serwis Informacyjny.

W latach 2004–2008, okresie „zamykającym" transformację systemową oraz uzyskanie członkostwa w UE, polski bank centralny wprowadził roczny bezpośredni cel inflacyjny na poziomie 2,5% (+/–1). Inflacja w tym okresie pozostawała na poziomie jednocyfrowym, ale czasowo odchylała się od założonego celu inflacyjnego, co spowodowało działania NBP. Na rysunku 4 przedstawiono reakcję polskiego banku centralnego próbującego ograniczyć inflację. Jednym z powodów zwiększającego się poziomu cen (od 2006 roku) była dynamiczna koniunktura gospodarcza wynikająca z przystąpienia Polski do UE.

Kolejnym branym pod uwagę okresem były lata 2009–2012, w których odczuwalne były skutki światowego kryzysu finansowego – rysunek 5.



*Dla wszystkich podstawowych stóp procentowych NBP obliczono średnią ich wielkość dla poszczególnych lat. Władze banku centralnego zmieniały stopy procentowe kolejno: 2009 – cztery razy, 2010 – przez cały rok pozostały na poziomie ustalonym w czerwcu 2009 roku, 2011 – cztery razy, 2012 – trzy razy, 2013 – sześć razy, w 2014 i 2015 roku była tylko jedna zmiana.

Rysunek 5. Inflacja i podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2009–2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS oraz Narodowy Bank Polski – Internetowy Serwis Informacyjny.

Światowy kryzys finansowy z 2008 roku (przejawy tego kryzysu pojawiły się już w 2007 roku) osłabił koniunkturę gospodarczą, jednocześnie obniżając ceny. Od 2010 do 2012 roku ceny zaczęły wzrastać, przekraczając przyjęty cel inflacyjny. Taka sytuacja spowodowała podwyższenie podstawowych stóp procentowych banku centralnego. Po 2012 roku wraz ze spadkiem inflacji bank centralny obniżał stopy procentowe. W 2014 roku w polskiej gospodarce pojawiła się deflacja (okres od lipca 2014 do listopada 2016 roku), czemu towarzyszyły najniższe stopy procentowe banku centralnego od rozpoczęcia transformacji systemowej. Wskaźnik wzrostu poziomu cen w latach 2013–2015 był poniżej zakładanego celu inflacyjnego NBP.

Jeden z podstawowych problemów niestabilności polskiej gospodarki – wysoka inflacja występująca na początku przebudowy polskiej gospodarki – została wyeliminowana. Do pokonania tego problemu w dużym stopniu przyczyniła się polityka NBP, który stał się instytucją niezależną od rządu.

Efekty polskiej transformacji gospodarczej rozpatrywane w kontekście polityki monetarnej, m.in. pokonanie inflacji, przywrócenie zaufania do rodzimej waluty, wspieranie rozwoju gospodarczego, można uznać za

skuteczne. Wykształcony został sprawny i uregulowany rynek finansowy wsparty strukturą instytucjonalną: banku centralnego, Komisją Nadzoru Finansowego oraz banków komercyjnych. Wyzwaniem dla polityki monetarnej będzie przygotowanie procesu wejścia do obszaru walutowego euro, do czego Polska jest zobowiązana.

Zakończenie

Funkcjonowanie systemu komunistycznego z gospodarką centralnie planowaną (państwowo-monopolistyczną) doprowadziło do niewydolności i zapaści gospodarczej państw komunistycznych. Jednym z efektów słabości tego systemu była inflacja i spadek zaufania do pieniądza (oraz inne problemy gospodarcze), które pojawiły się na progu polskiej transformacji systemowej.

Pokonanie inflacji stało się jednym z priorytetów stabilizacji gospodarczej po załamaniu systemu komunistycznego w Polsce. W ramach obniżania inflacji wykorzystano szereg działań z zakresu polityki gospodarczej. Istotną rolę w tym procesie odegrała polityka pieniężna. Polski bank centralny zaczął wykorzystywać instrumenty polityki pieniężnej stosowane w gospodarce rynkowej (stopy procentowe używane w bankowości centralnej państw rozwiniętych gospodarczo), żeby ustabilizować ceny. Nastąpiły również przekształcenia związane z systemem bankowym – odejście od funkcjonowania monobanku na rzecz powołania konkurujących ze sobą banków komercyjnych przez wydzielenie dziewięciu banków regionalnych z NBP oraz możliwość zakładania banków prywatnych.

Restrykcyjna polityka pieniężna realizowana przez niezależny NBP, który wprowadził sprawdzone w światowej bankowości centralnej instrumenty (m.in. operacje otwartego rynku oparte na krótkoterminowych bonach pieniężnych, stopa kredytu lombardowego, stopa depozytowa) obniżyły inflację do poziomu jednocyfrowego (początek XXI wieku).

Światowy kryzys gospodarczy początkowo przyczynił się do obniżenia cen. Od 2010 roku inflacja wzrosła, powodując interwencję NBP (podwyższanie stóp procentowych banku centralnego). Od 2012 roku ogólny poziom cen uległ obniżeniu, skłaniając NBP do zmniejszenia stóp procentowych. Od lipca 2014 roku do listopada 2016 roku w Polsce pojawiła się deflacja.

Temu zjawisku towarzyszyły najniższe stopy procentowe NBP od rozpoczęcia transformacji systemowej.

Bibliografia

Balcerowicz L. (1995), *Wolność i rozwój*, Ekonomia Wolnego Rynku, Kraków.
Bankowość centralna od A do Z, NBP, http://wwwnbp.pl/publikacje/ [dostęp: 1.06.2020].
Ćwikliński H. (red.) (2004), *Polityka gospodarcza*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
Gadomski W. (2004), *Cena szoku*, „Gazeta Wyborcza" z 18–19.12.2004.
Gruszecki T. (2003), *Pieniądz w dziejach gospodarczych Polski*, Wydawnictwo KUL, Lublin.
Kaliński J. (2009), *Transformacja gospodarki polskiej w latach 1989–2004*, SGH w Warszawie, Warszawa.
Okólski M. (red.) (1994), *Między państwem a rynkiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
NBP – Internetowy Serwis Informacyjny, www.nbp.pl
Pomian K. (2004), *Od totalitaryzmu do demokracji*, „Rzeczpospolita" z 26–27.06.2004.
Przybylski R. (2009), *Wybuch przedsiębiorczości*, „Rzeczpospolita" z 3.06.2009.
Ryczkowski M. (2016), *Strategie bezpośredniego celu inflacyjnego w polityce monetarnej współczesnych banków centralnych. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
Skrzypek S. (2009), *NBP w procesie transformacji systemowej*, „Rzeczpospolita" z 3.06.2009.
Soto de J.H. (2009), *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa.
Wietrzyk-Szczepkowska K. (2001), *Dziesięć lat po transformacji*, „Nowe Życie Gospodarcze" nr 1.
Winiarski B. (red.) (2000), *Polityka gospodarcza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Włudyka T., Smaga M. (red.) (2018), *Instytucje gospodarki rynkowej*, Wolters Kluwer, Warszawa.
Żukrowska K. (red.) (2010), *Transformacja systemowa w Polsce*, SGH w Warszawie, Warszawa.

Andrzej Paczoski

Evolution of NBP monetary policy after system transformation in Poland

Summary

The aim of the article was to present the problem of inflation and the monetary policy pursued during and after the Polish transformation (until 2015). Monetary policy played an important role in overcoming inflation. In subsequent years, after the collapse of communist system, monetary policy changes followed the standards of functioning of central bank, the tools used by the central bank, and the operation of commercial banks. In several of the periods considered, the situation of inflation and central bank interest rates in Poland was described. Activities in the area of the central bank's monetary policy have enabled inflation to be reduced to a single – digit level, contributing to restoring in Polish money.

Keywords: monetary policy, central bank, economic system transformation

Rafał Jóźwicki

Uniwersytet Łódzki

Wpływ agregacji danych na efektywność systemów transakcyjnych stosowanych na rynku akcji

Streszczenie

Celem artykułu jest zbadanie słabej formy efektywności informacyjnej polskiego rynku kapitałowego, reprezentowanego przez indeks WIG20, z wykorzystaniem zmiennej agregacji danych (dzienne, tygodniowe, miesięczne). Autor przybliża na wstępie hipotezy efektywności rynku i narzędzia analizy technicznej stosowane do konstrukcji systemów transakcyjnych. Postawiona jest hipoteza, że wydłużenie częstotliwości danych powinno umożliwić osiągnięcie lepszej stopy zwrotu niż w przypadku strategii kontrolnej. Aby zweryfikować tę hipotezę, autor wykorzystuje proste strategie inwestycyjne oparte o pojedynczą średnią ruchomą, dwie średnie ruchome, MACD, RSI i oscylator stochastyczny. Badania przeprowadzono na danych z lat 2014–2019. Na podstawie analiz postawioną hipotezę należy odrzucić, gdyż uzyskane wyniki ze strategii inwestycyjnych nie przyniosły lepszej stopy zwrotu niż strategia kontrolna. Oznacza to, iż w badanym okresie mieliśmy do czynienia z efektywnością rynku w formie słabej.

Słowa kluczowe: efektywność, system transakcyjny, analiza techniczna

Wstęp

Kwestie dotyczące efektywności rynku kapitałowego od wielu lat są przedmiotem rozważań i różnego rodzaju badań nie tylko naukowców, ale również i samych inwestorów zainteresowanych uzyskiwaniem atrakcyjnych stóp zwrotu z podejmowanych inwestycji. W latach 70. ubiegłego wieku w sposób systematyczny przedstawiona została hipoteza rynku efektywnego (Fama 1970). Od czasów powstania tejże hipotezy pojawiło się wiele publikacji mających na celu zweryfikowanie jej prawdziwości. Wyniki dotychczas

otrzymywane nie dają w sposób jednoznaczny odpowiedzi na pytanie, czy hipoteza ta jest słuszna.

Rynek giełdowy w Polsce również był analizowany pod kątem tegoż zagadnienia w wielu opracowaniach. Warto zwrócić uwagę na dwa z nich. Pierwsze oparte było na wykorzystaniu narzędzi w postaci średnich ruchomych i oscylatorów, a otrzymane wyniki wskazywały, że narzędzia te nie dają ponadprzeciętnych i przede wszystkim istotnych statystycznie stóp zwrotu (Czekaj, Woś, Żarnowski 2001). W drugim z nich wskazano natomiast, że rynek nie był efektywny w swojej wczesnej fazie rozwoju. Z kolei dla kolejnych lat funkcjonowania polskiego rynku giełdowego nie znaleziono podstaw do odrzucenia tak zwanej słabej formy efektywności informacyjnej dla polskiego rynku giełdowego (Szyszka 2003). Efektywność informacyjna rynku zgodnie z przekonaniem zwolenników tej teorii mówi, że wszelkie próby osiągania ponadprzeciętnych zysków w długim horyzoncie czasowym są niemożliwe.

Celem niniejszej publikacji jest zbadanie wpływu, w jaki sposób agregacja danych, które są źródłem do badania efektywności informacyjnej rynku akcji w postaci tak zwanej słabej, wpływa na uzyskiwane wyniki. Mówiąc o agregacji danych, mamy tutaj na myśli korzystanie z tychże danych ujętych w różnych horyzontach czasowych. Przykładowo: dane dzienne, tygodniowe czy miesięczne.

Hipoteza przyjęta w badaniu zakłada, że zmniejszenie częstotliwości danych zastosowanych w systemie transakcyjnym pozwoli na uzyskanie lepszych wyników inwestycyjnych niż w przypadku strategii kontrolnej.

Uzasadnieniem tak podjętych analiz jest fakt, że podejmowanie inwestycji w papiery wartościowe, jakimi są akcje, wiąże się na ogół ze średnim lub długim horyzontem czasowym. To oznacza, że inwestor będzie w swoim portfelu utrzymywał te walory w okresie od kilku tygodni do kilku miesięcy lub nawet lat. To z kolei implikuje, że opieranie się na danych dziennych do badania hipotezy efektywności rynku może wprowadzać pewnego rodzaju zakłócenia wynikające z częstej zmiany cen akcji. Na skutek tego inwestor może być niepokojony otrzymywaniem wielu błędnych i nie zawsze prawdziwych sygnałów do zakupu lub sprzedaży walorów. Wprowadzenie do analizy zagregowanych informacji na temat kursów akcji może przyczynić się do eliminacji przypadkowych sygnałów i na uzyskanie przez inwestora znacznie lepszej efektywności z dokonywanych transakcji. Tak rozumiana

agregacja danych oznacza zastąpienie wielu okresów krótkich jednym, który te dane będzie w sobie zawierał. Jeżeli zatem interesuje nas konwersja danych z notowań dziennych na dane tygodniowe, to cenę otwarcia w poniedziałek będziemy traktowali jako cenę otwarcia dla danych tygodniowych, cena zamknięcia na danych dziennych w piątek będzie ceną zamknięcia dla całego tygodnia i odpowiednio uzyskana w trakcie całego tygodnia cena maksymalna i minimalna będą stanowiły odpowiednie wartości dla danych tygodniowych. To oznacza, że zamiast pięciu obserwacji dla jednego przeciętnego tygodnia będziemy dysponowali jedną obserwacją tygodniową zawierającą wszystkie ważne informacje. Analiza przeprowadzona w niniejszym opracowaniu będzie związana z badaniem efektywności indeksu WIG20 w okresie od 1 stycznia 2014 do 31 grudnia 2019 roku. W badaniu zastosowano proste strategie inwestycyjne oparte o klasyczne narzędzia techniczne, a całą metodologię omówiono w dalszej części artykułu.

1. Efektywność informacyjna rynku i jej konsekwencje

Zgodnie z zaprezentowaną teorią efektywność informacyjna rynku ma trzy odmiany: słabą, półsilną oraz silną, a wszystko jest uzależnione od tego, jaki rodzaj informacji docierających do inwestora będziemy rozpatrywać. Pierwsza grupa informacji wiąże się z wykorzystaniem historycznych cen akcji i wielkości obrotów. Są to dane dotyczące przebiegu historycznych transakcji, które każdy inwestor bez jakichkolwiek problemów może pozyskać. Jeżeli cena odzwierciedla w pełni te właśnie informacje, mówi się, że rynek jest efektywny w formie hipotezy słabej. Zgodnie z tą teorią hipoteza o słabej efektywności informacyjnej rodzi konsekwencje, że jakiekolwiek dane zaliczane do pierwszej grupy, czyli oparte o notowania historyczne, nie mają żadnego związku z przyszłymi stopami zwrotu. To z kolei oznacza, że ich wykorzystanie w przyszłości nie może przyczynić się do uzyskiwania w długim horyzoncie czasowym ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Jeżeli zatem rynek jest efektywny w sensie hipotezy słabej, nie należy stosować jakichkolwiek metod wykorzystujących dotychczasowe notowania, w szczególności analiza techniczna nie znajdzie zastosowania w przewidywaniu przyszłych kursów cen walorów notowanych na rynku.

Z kolei druga grupa informacji docierająca do inwestorów obejmuje te zawarte w grupie pierwszej, czyli notowania historyczne, ale również

i wszelkie dane dotyczące spółki, które są dostępne publicznie. Mamy tutaj na myśli sprawozdania finansowe i różnego rodzaju analizy wraz z rekomendacjami, a także wszystkie wiadomości o charakterze makroekonomicznym, politycznym, czy wszelkie inne informacje dostępne w sposób publiczny dla każdego inwestora. Jeżeli zatem cena odzwierciedla w pełni wszystkie informacje obejmujące tę grupę, rynek jest efektywny w sensie hipotezy półsilnej. Obejmuje ona również swoim zakresem hipotezę słabą. Jeżeli rynek jest efektywny w sensie hipotezy półsilnej, jest również efektywny w sensie hipotezy słabej. Z tego wynika wniosek, że inwestorzy, którzy w swoich analizach wykorzystują jakiekolwiek dane historyczne wraz z informacjami publicznymi dotyczącymi spółek, nie będą potrafili w długim horyzoncie czasowym uzyskiwać ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Przyszła efektywność inwestycji nie będzie związana z jakimikolwiek informacjami zaliczanymi do grupy drugiej. To z kolei oznacza, że stosowanie metod biorących pod uwagę te właśnie informacje nie ma sensu, w szczególności analiza fundamentalna bazująca na tych właśnie danych nie powinna przynieść zamierzonego skutku w postaci możliwości uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim horyzoncie czasowym.

Trzecia grupa informacji związanych ze spółkami ma charakter najszerszy. Swoim zakresem obejmuje ona te z grupy pierwszej i drugiej, czyli zarówno dotyczące notowań historycznych, jak i wszelkie informacje dostępne publicznie oraz informacje uznawane za niepubliczne. Informacje te możemy określić jako wiedzę dostępną jedynie osobom wtajemniczonym w funkcjonowanie podmiotu, czyli członkom ich organów, analitykom, doradcom inwestycyjnym czy jakimkolwiek innym osobom posiadającym informacje niedostępne publicznie. Efektywność informacyjna rynku kapitałowego w sensie hipotezy silnej mówi, że wykorzystywanie jakichkolwiek informacji, zarówno dostępnych publicznie, jak i niepublicznych, nie jest w stanie zapewnić możliwości inwestorowi uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim horyzoncie czasowym.

Przedstawione hipotezy efektywności informacyjnej rynku kapitałowego podlegają od wielu lat weryfikacji empirycznej. Badania nie dają jednoznacznych wyników. Uzyskiwane rezultaty związane są z przyjętymi okresami badawczymi i stosowanymi metodami. Z uwagi na zakres tematyczny niniejszego opracowania w dalszej części zostaną przedstawione narzędzia oparte o analizę techniczną, zastosowane w niniejszym badaniu. Metody te

są związane z tworzeniem tak zwanych reguł rynku, czyli pozwalają określić zbiór warunków, na podstawie których zostają zawierane transakcje zakupu lub sprzedaży akcji.

2. Narzędzia analizy technicznej i tworzenie reguł transakcyjnych

Analiza techniczna będąca podstawą tworzenia reguł transakcyjnych opisanych w niniejszym opracowaniu korzysta z wielu narzędzi. Niestety, wiele z nich obarczonych jest sporą dawką subiektywizmu wynikającego z podejścia samego inwestora lub analityka. Aby niedogodność tę wyeliminować, należy wykorzystać metodę umożliwiającą w sposób bezstronny i pozbawiony emocji podejmowanie decyzji transakcyjnych. Literatura przedmiotu wskaźniki techniczne dzieli na trzy podstawowe kategorie. Są nimi wskaźniki trendu, oscylatory oraz wskaźniki nastroju (Elder 1993).

Średnia ruchoma stosowana w analizie technicznej może być obliczana na wiele różnych sposobów. Najczęściej występującą strategią opartą o średnie ruchome jest wykorzystanie do zajęcia lub opuszczania pozycji przecięcia się kursu i pojedynczej średniej. Sygnał do zakupu pojawi się, gdy cena znajdzie się powyżej wartości średniej, z kolei sygnał sprzedaży wystąpi, gdy cena zejdzie poniżej odpowiedniej średniej. Niektórzy inwestorzy przyjmują dodatkowe kryterium, że w przypadku zakupu można mówić o sygnale, gdy zarówno wykres średniej, jak i kurs akcji mają charakter krzywej rosnącej. W przypadku sygnału sprzedaży uwzględnia się go, gdy obydwie krzywe mają postać spadkową. Nieco bardziej złożone techniki wykorzystują przecięcie dwóch średnich o różnym kroku. Podejście to pozwala wyeliminować pojawianie się zbyt częstych sygnałów i umożliwia ograniczenie liczby transakcji, dzięki oparciu się o trendy trwające dłużej niż te sygnalizowane przez krótszą średnią. Podobnie jak w przypadku opierania się o pojedynczą średnią, również i w przypadku dwóch średnich można dodatkowo przyjąć, że nachylenie krzywych i kursu akcji powinno być rosnące lub malejące odpowiednio dla sygnałów kupna i sprzedaży.

Drugim ważnym wskaźnikiem trendu jest MACD. Określa on tak zwaną zbieżność i rozbieżność średnich ruchomych. Konstrukcja tej miary polega na określeniu tak zwanej linii szybkiej i wolnej, a na podstawie ich wzajemnego położenia definiuje się strategie inwestycyjne. Wykorzystanie wskaźnika MACD oznacza, że jeżeli linia szybka przecina od dołu linię wolną, pojawia

się sygnał zakupu. Jeżeli natomiast linia szybka przecina linię wolną od góry, pojawia się sygnał sprzedaży. Wykres MACD zawiera również tak zwaną linię równowagi na poziomie zerowym (Thorp 2000).

Niektórzy inwestorzy jako sygnał zakupu i sprzedaży przyjmują samo przecięcie przez linię szybką linii wolnej, inni dodatkowo wprowadzają kolejne filtry w postaci odpowiedniego nachylenia linii i kursu akcji, można też za sygnał traktować samo przecięcie przez wskaźnik linii zerowej.

Kolejne wykorzystywane w analizie technicznej narzędzia to tak zwane oscylatory. Jednym z bardzo popularnych jest RSI opracowany przez Wellesa. Miara ta obrazuje tzw. siłę względną analizowanej akcji. Może mieścić się w przedziale od 0 do 100. Na podstawie RSI określa się poziomy wykupienia i wyprzedania, poszukuje się dywergencji wskaźnika i ceny (dywergencja oznacza, że ruch cen nie jest zgodny z ruchem wskaźnika, np. cena tworzy kolejny szczyt, a wskaźnik tworzy szczyt na poziomie niższym niż poprzedni), identyfikuje się formacje (Elder 1993).

Drugim popularnym w analizie technicznej oscylatorem jest tzw. oscylator stochastyczny. Idea jego zastosowania opiera się na obserwacji, że w czasie wzrostów cena dąży do zamknięcia w pobliżu swoich wartości maksymalnych z danej jednostki notowań, z kolei przy spadkach zamyka się w okolicy minimum. Gdy istniejący trend na rynku jest zagrożony, cena może zamykać się nie w okolicach wartości maksymalnych czy minimalnych, ale w obszarze zbliżonym do średnich cen dnia w ramach dotychczasowych wahań. Zastosowanie oscylatora stochastycznego często przez inwestorów sprowadza się do określenia poziomów wykupienia i wyprzedzania. Zastosowanie oscylatora stochastycznego podobne jest do zasad przedstawionych dla RSI i sprowadza się do: określania poziomów wykupienia i wyprzedania, poszukiwania dywergencji pomiędzy oscylatorem i ceną czy odnajdywaniu formacji.

Aby zastosować w sposób obiektywny przedstawione wskaźniki trendu i oscylatory, tworzy się tak zwane reguły rynku, zwane również regułami transakcyjnymi. Pod nazwą tą kryją się działania i uwarunkowania związane z zawieranymi transakcjami i kryteriami, które muszą zostać spełnione przez wskaźniki, aby do takowych transakcji doszło. System transakcyjny ujęty kompleksowo to kilka ważnych elementów. Po pierwsze, jest to horyzont inwestycyjny i związana z tym aktywność inwestora oraz, oczywiście, częstotliwość dokonywanych transakcji. Związane jest to chociażby z rodzajem instrumentu będącego przedmiotem handlu i podejścia inwestora.

Przykładowo, instrumenty pochodne to krótki horyzont inwestycyjny i często gra w ramach jednej sesji giełdowej, z kolei akcje można traktować nie tylko jako źródło krótkoterminowego zarobku, ale również jako inwestycję obliczoną na miesiące czy nawet lata. Drugim i prawdopodobnie najistotniejszym elementem systemu transakcyjnego jest zdefiniowanie reguł zajęcia pozycji i ich zamykania. Oprócz precyzyjnego określenia, jakie warunki muszą zostać spełnione, aby zrealizować transakcję, nie mniej ważne jest konsekwentne trzymanie się nakreślonego planu. Oprócz tego inwestor musi pamiętać o tak zwanych poziomach obrony, czyli określeniu czarnego scenariusza i zdefiniowaniu, kiedy należy wycofać się z transakcji, gdyż na skutek zajętej pozycji generowane są straty. Jest to konsekwencją faktu, że jedynie określony odsetek transakcji pozwala zarobić, a trzymanie się zajętej i powodującej stratę pozycji oraz kierowanie się jedynie nadzieją, że sytuacja odwróci się na korzyść może doprowadzić do poważnych strat. Biorąc pod uwagę tematykę opracowania, nie jest zasadne szczegółowe omawianie zasad tworzenia systemów transakcyjnych i zdaniem autora takie ich ogólne przybliżenie w zupełności wystarczy.

3. Metodologia obliczeń i uzyskane wyniki

Przedmiotem analiz w niniejszym opracowaniu był indeks WIG20 w latach 2014–2019. Przeprowadzone badanie wiązało się z podzieleniem tego okresu na dwa podokresy. Na pierwszym z nich obejmującym lata 2014–2016 dokonano tak zwanej optymalizacji systemu, a na drugim przeprowadzone zostały testy na danych dziennych, tygodniowych i miesięcznych. Okres badawczy podzielony został na dwa podokresy z bardzo prostej przyczyny. Otóż nie jest większym problemem znalezienie na podstawie danych historycznych takich parametrów wskaźników, dla których można wskazać brak efektywności rynku i możliwość uzyskiwania lepszych niż dla strategii kontrolnej stóp zwrotu. Chodzi tutaj jednak o to, aby uzyskać określone wartości parametrów dla wskaźników i następnie wykorzystać je w okresie „przyszłym" w celu uzyskiwania podobnie atrakcyjnych stóp w stosunku do strategii kontrolnej. Podział całego okresu na kontrolny i optymalizacyjny umożliwia obiektywne podejście do kwestii zastosowania takich parametrów, aby ocenić ich wpływ na efektywność reguł transakcyjnych. W badaniu dodatkowo przyjęto, że prowizja za kupno i sprzedaż to 1%, natomiast środki, które nie są zaangażowane

w transakcji, są oprocentowane według stopy wolnej od ryzyka na poziomie 3%, a na rynku zajmowane są tylko i wyłącznie długie pozycję, czyli nie ma możliwości aktywnego wykorzystania tak zwanej krótkiej sprzedaży.

Dla reguł transakcji przyjęto zastosowanie: wskaźników trendu w postaci pojedynczej średniej ruchomej, dwóch średnich ruchomych i MACD oraz oscylatorów w postaci: RSI i stochastycznego. W tabelach 1 i 2 przedstawiono wyniki optymalizacji i testów odpowiednio dla wskaźników trendu (jedna średnia ruchoma, dwie średnie ruchome, MACD) oraz dla oscylatorów (RSI i stochastyczny). Dane zawarte w każdej z tabel podzielono na dwie sekcje: optymalizację danych i testy na uzyskanych parametrach. W części dotyczącej optymalizacji danych z wykorzystaniem oprogramowania komputerowego sprawdzono, jaka wartość parametrów dla poszczególnych wskaźników w latach 2014–2016 dałaby najwyższą stopę zwrotu. W tej sekcji pokazano również stopę zwrotu z wybranej strategii i jej porównanie ze strategią kontrolną „kup i trzymaj", czyli stopą zwrotu z indeksu WIG20 w okresie od 1 stycznia 2014 do 31 grudnia 2016 roku. W sekcji dotyczącej testów na uzyskanych parametrach ponownie za pomocą oprogramowania sprawdzono rentowność strategii, stosując parametry wskaźników na poziomie wartości uzyskanych w sekcji optymalizacji. Dzięki temu istnieje możliwość obiektywnej oceny, czy dane historyczne można z powodzeniem stosować w podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych. Rezultaty przeprowadzonych obliczeń przedstawione zostały dla wskaźników trendu i oscylatorów odpowiednio w tabelach 1 i 2.

Tabela 1. Optymalizacja parametrów i ich testowanie z wykorzystaniem prostych strategii inwestycyjnych opartych o wskaźniki trendu dla indeksu WIG20 w latach 2014–2019

Wyszczególnienie			Dane dzienne	Dane tygodniowe	Dane miesięczne
Optymalizacja danych	Pojedyncza średnia	Długość średniej	68	77	14
		Maks. strata [%]	13,53	22,34	12,82
		Roczna rentowność strategii [%]	6,22	14,67	15,75
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p.]	**26,08**	**34,53**	**35,61**
	Dwie średnie	Długość średniej krótkiej	19	6	18
		Długość średniej długiej	82	68	33
		Maks. strata [%]	10,68	8,29	24,74
		Roczna rentowność strategii [%]	11,25	16,35	22,71
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p.]	**31,11**	**36,21**	**42,57**
	MACD	Długość średniej sygnałowej	19	7	6
		Maks. strata [%]	25,68	29,14	23,83
		Roczna rentowność strategii [%]	0,29	6,25	14,28
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p.]	**20,15**	**26,11**	**34,14**
	Roczna rentowność strategii pasywnej [%]		–19,86	–19,86	–19,86
Testy na uzyskanych parametrach	Pojedyncza średnia	Roczna rentowność strategii [%]	–5,68	0,59	5,14
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p.]	**–15,56**	**–9,29**	**–4,74**
	Dwie średnie	Roczna rentowność strategii [%]	7,16	–6,25	2,64
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p.]	**–2,72**	**16,13**	**–7,24**
	MACD	Roczna rentowność strategii [%]	–8,2	–8,36	–4,05
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p]	**–18,08**	**–18,24**	**–13,93**
		Roczna rentowność strategii pasywnej [%]	9,88	9,88	9,88

Źródło: Obliczenia własne.

Tabela 2. Optymalizacja parametrów i ich testowanie z wykorzystaniem prostych strategii inwestycyjnych opartych o oscylatory dla indeksu WIG20 w latach 2014–2019

Wyszczególnienie			Dane dzienne	Dane tygodniowe	Dane miesięczne
Optymalizacja danych	Oscylator stochastyczny	Wyprzedanie	16	13	21
		Wykupienie	89	92	77
		Maks. strata [%]	14,28	12,16	27,59
		Roczna rentowność strategii [%]	–7,26	12,58	16,37
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p.]	12,60	32,44	36,23
	RSI	Długość RSI	23	11	17
		Wyprzedanie	23	32	28
		Wykupienie	83	79	83
		Maks. strata [%]	43,25	25,29	24,69
		Roczna rentowność strategii [%]	23,57	29,47	16,27
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p.]	43,43	49,33	36,13
	Roczna rentowność strategii pasywnej [%]		–19,86	–19,86	–19,86
Testy na uzyskanych parametrach	Oscylator stochastyczny	Roczna rentowność strategii [%]	1,55	–2,38	5,88
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p.]	–8,33	–12,26	–4
	RSI	Roczna rentowność strategii [%]	4,16	–16,28	–0,56
		Różnica pomiędzy strategią aktywną a pasywną [p.p.]	–5,72	–26,16	–10,44
	Roczna rentowność strategii pasywnej [%]		9,88	9,88	9,88

Źródło: Obliczenia własne.

Zakończenie

Przeprowadzone obliczenia umożliwiły wysnucie kilku wniosków. Odnosząc się do hipotezy postawionej na wstępie, należy stwierdzić, że agregacja danych, czyli zmiana wykorzystywanych informacji z typu dziennego na tygodniowy czy miesięczny, nie pozwoliła na tak zwane pokonanie rynku i uzyskanie w badanym okresie czasu lepszych wyników inwestycyjnych niż strategia kontrolna. To z kolei wiąże się z koniecznością stwierdzenia, że w badanym okresie mieliśmy do czynienia z efektywnością informacyjną rynku w formie hipotezy słabej. Jeżeli chodzi o wpływ agregacji danych, pozytywne zjawisko można zaobserwować jedynie w przypadku optymalizacji parametrów strategii. Wskaźniki trendu dają najlepsze wyniki pod względem rentowności w przypadku danych miesięcznych i tygodniowych, najgorsze natomiast w przypadku danych dziennych. Istotnym elementem przyjętym już na etapie założeń analiz jest to, że nie uwzględniono tutaj możliwości tak zwanej krótkiej sprzedaży, która w okresie spadków na rynku byłaby możliwością poprawy rentowności całego systemu. Dodatkowo trzeba zwrócić uwagę, iż okresy optymalizacji i testów to 3 lata. W rzeczywistości warunki rynkowe mogą wymagać częstszego reagowania na zmieniającą się sytuację. Być może wykorzystanie krótszych okresów do optymalizacji pozwoliłoby na nieco lepsze stosowanie strategii aktywnej do panującej na rynku w sytuacji. Warto również zaznaczyć, że z uwagi na objętość niniejszego opracowania do badania wykorzystano tylko i wyłącznie najprostsze strategie oparte o jedno z narzędzi. W praktyce inwestorzy bardzo często łączą ze sobą wskaźniki trendu z różnego rodzaju oscylatorami i szerszą gamą innych narzędzi. Dalsze rozważania w tym zakresie z pewnością będą wymagały dalszych i pogłębionych badań w tym zakresie.

Bibliografia

Czekaj J., Woś M., Żarnowski J. (2001), *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dziesięciolecia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Elder A. (1993), *Trading For a Living. Psychology. Trading Tactics. Money Management,* John Wiley & Sons Inc., New York.

Fama E.F. (1970), *Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work,* „Journal of Finance", No. 2.

Thorp W.A. (2000), *The MACD: A Combo of Indicators. For the Best of Both Worlds*, „American Association of Individual Investors Journal", January.

Impact of data aggregation on the efficiency of transactional systems on the stock market

Summary

The aim of the article is to examine the weak form of information efficiency of the Polish capital market, represented by the WIG20 index using variable data aggregation (daily, weekly, monthly). The author introduces the hypotheses of market efficiency and technical analysis tools used to construct transactional systems. It is hypothesized that lengthening the data frequency should allow achieving a better rate of return than in the case of the control strategy. To verify this hypothesis, the author uses simple investment strategies based on a single moving average, two moving averages, MACD, RSI and a stochastic oscillator. The study was conducted on data from 2014–2019. Based on the analyzes, the hypothesis should be rejected because the results obtained from investment strategies did not bring a better rate of return than the control strategy. This means that in the audited period we were dealing with market information efficiency in a weak form.

Keywords: efficiency, transaction system, technical analysis

Bibliografia prac Jana Winieckiego

Książki (autor):

Ewolucja programów pomocy technicznej ONZ oraz ich struktura instytucjonalna. Zagadnienia prawne, PISM, Warszawa 1971.

Ekonomiczne instrumenty polityki zagranicznej we współczesnych stosunkach międzynarodowych, PISM, Warszawa 1975.

Rola pomocy gospodarczej w polityce zagranicznej USA wobec krajów rozwijających się, PISM, Warszawa 1979.

Perspektywy przedsiębiorstw międzynarodowych w gospodarce światowej, PISM, Warszawa 1983.

Źródła inflacji w gospodarce rynkowej i w gospodarce planowej, PWN, Warszawa 1986.

Economic Prospects: East and West. A View from the East, Centre for Research into Communist Economies, London 1987.

Gorbachev's Way Out, CRCE, London 1988.

The Distorted World of Soviet-Type Economies, Pittsburgh University Press, London, Routledge & Pittsburgh 1988.

- tłumaczenie na hiszpański: Civilizacion Ediciones, Barcelona 1989.
- tłumaczenie na japoński: Tokyo 1991.
- powtórne wydanie w jęz. angielskim: London 2012.

Eastern Europe: Challenge of 1992 Dwarfed by Pressures of System's Decline [w:] *The Completion of the Internal Market. Symposium 1989*, ed. H. Siebert, J.C.B.Mohr (Paul Siebeck), Tuebingen 1990.

Resistance to Change in the Soviet Economic System, Routledge, London and New York 1991.

Privatisation in Poland. A Comparative Perspective, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tuebingen 1992.

Post-Soviet-Type Economies in Transition, Avebury, Aldershot 1993.

Five Years after June: The Polish Transformation 1989–1994, CRCE, London 1996.

Political Economy of Reform and Change. A Case of Eastern Europe, Nova Science Publishers Inc., New York 1997.

Polemiki w drodze (do kapitalizmu). Wybór komentarzy, polemik i wywiadów z lat dziewięćdziesiątych, C.H. Beck, Warszawa 2001.
Transition Economies and Foreign Trade, Routledge, London 2002.
Political Economy of Reform and Change. A Case of Eastern Europe, Nova Science Publishers, London 2011.
Transformacja postkomunistyczna: Studium przypadku zmian instytucjonalnych, C.H. Beck, Warszawa 2012.
The Distorted Word of Soviet-Type Economies, Routledge, London 2012.
Resistance to Change in the Soviet Economic System. A Property Rights Approach, Routledge, London 2013.
Economic Futures of the West, Edward Elgar, Cheltenham, UK, and Northampton, Mass. 2013 (paperback edition 2014).
Economic prospects-East and West: a view from the East, Routledge, London 2013.
Economic Development Strategies and Structural Change, Central European University Press, Budapest 2015.
Shortcut or piecemeal: Economic Development Strategies and Structural Change, Central European University Press, Budapest 2015.
Memoirs of a (Highly) Political Economist, Peter Lang GmbH, Internationaler Verlag der Wissenschaften 2015.

Książki (współautor):

Prices of Raw Materials in the Eighties, *Studies on Developing Countries*, No. 106, Institute for World Economics of the Hungarian Academy of Science, Budapest 1980 (wspólnie z Istvanem Dobozi).
Outline of a Programme for Stabilisation and Systemic Changes [w:] *The Polish Transformation: Programme and Progress*, CRCE, London 1990 (wspólnie z J. Beksiakiem, T. Gruszeckim i A. Jędraszczykiem).
Riforme politiche ed economiche nell'Europa dell'Est [w:] *L'Europa si retrova. La transizione dell'Est un anno dopo*, II Mulino, Bologna 1990.
Der socialistiska illusionen: En kapitalism utan kapitalister [w:] *Po jakt efter kapitalisten*, SAF, Stockholm 1990.
How It All Began: Sources of the Recent Breakdown of the Soviet Economic System [w:] *Towards a Market Economy in Central and Eastern Europe*, ed. H. Giersch, Springer Verlag, Berlin 1991.
La crisis del sistema sovietico [w:] *Lecturas de Economia Politica*, ed. F. Cabrillo, Minerva Ediciones, Madrid 1991.
Structural Legacy of the Soviet-Type Economy, CRCE, London 1992 (wspólnie z E.D. Winiecką).

Shaping the institutional Infrastructure [w:] *The Transformations of Socialist Economies. Symposium 1991*, ed. H. Siebert, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tuebingen 1992.

Privatisation in East-Central Europe: Avoiding Major Mistakes [w:] *The Emergence of Market Economies in Eastern Europe*, ed. Ch. Clague, G.C. Rausser, Cambridge, Mass., Blackwell 1992.

Why Economic Reforms Fail in the Soviet System – A Property Rights-Based Approach [w:] *The Road to Capitalism. A Reader*, ed. D. Kennet, M. Lieberman, Harcourt, Brace, Jovanovich, San Diego 1992.

The Political Economy of Privatization [w:] *Privatisation. Symposium in Honour of Herbert Giersch*, ed. H. Siebert, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tuebingen 1992.

Costs of Transition That Are Not Costs: On Non-Welfare-Reducing Output Fall, Building a New Europe, Part of the Central Issues in Contemporary Economic Theory and Policy book series (CICETP), eds. F.L. Calciano, F. Fiordelisi, G. Scarano, 1993.

Polish Mass Privatization Programme: The Unloved Child in a Suspect Family [w:] *Mass Privatization. An Initial Assessment*, OECD, Paris 1995.

The Applicability of Standard Reform Packages to eastern Europe [w:] *Die Rolle der Internationalen Finanzorganisationen in Ostmittel- und Suedeuropa*, ed. R. Schoenfeld, Suedosteuropa-Gesellschaft, Muenchen 1996.

Why economic reforms fail in the Soviet system: a property rights-based approach [w:] *Empirical Studies in Institutional Change*, ed. L.J. Alston, T. Eggertsson, D.C. North, Cambridge University Press, New York 1996.

Bilans płatniczy w okresie liberalizacji gospodarki: Doświadczenia krajów Europy Środkowo-Wschodniej [w:] *Konkurencyjność polskiej gospodarki*, „Zeszyty TEP", z. 1, Warszawa 1998.

Globalizacja gospodarki dziś i jutro: radykalna zmiana czy kontynuacja [w:] *Polska wobec integracji z Unią Europejską i globalizacji gospodarki*, „Zeszyty TEP", z. 2, Warszawa 1999.

Formalne i nieformalne reguły postępowania w warunkach postkomunistycznej transformacji [w:] *Gospodarka w okresie przemian. Prace ofiarowane Panu Profesorowi Januszowi Beksiakowi w siedemdziesiątą rocznicę urodzin*, SGH, Warszawa 1999.

Puzzles in Economics of Transition: Solved, Unsolved, and Unnoticed [w:] A. Brzeski, *Post-Communist Transition: A Liberating Economic Journey. Essays in Honor of Ljubo Sirc*, CRCE, London 2000.

Polish-German Foreign Trade: General Patterns and Cross-Border Interactions (Preliminary Overview) [w:] *Wirtschaftliche Entwicklung und Entwicklung der Unternehmen in der polnisch-deutschen Grenzregion in dem Process der Integration Polens mit dere Europaeischen Union*, red. R. Barczyk, AE Verlag, Poznań 2003.

Odyseja teorii ekonomii w XX w. [w:] *Cywilizacja u progu trzeciego tysiąclecia. Konstatacje i przestrogi*, red. M. Libicki, Wydawnictwo Poznańskie, Poznań 2003.

The Private Sector after Communism, Routledge, London 2004 (wspólnie z V. Benacek i M. Laky).

Rozważania liberała nad „sprawiedliwością globalną" [w:] *Sprawiedliwość społeczna a porządek światowy: wykłady publiczne*, Polski Instytut Spraw Międzynarodowych, Warszawa 2004 (wspólnie z L. Balcerowiczem, A. Bonieckim, J. Kaczurbą, T. Kowalikiem, W. Orłowskim, M.F. Rakowskim, W. Rapaczyńską, R. Stemplowskim).

Transformacja gospodarcza [w:] *III Rzeczpospolita w trzydziestu odsłonach*, red. A. Kostarczyk, Bertelsmann, Warszawa 2004.

New Private Sector After Communism, Routledge, London 2004 (autorski wstęp, rozdz. 1, 2 i 5), eds. J. Winiecki, V. Benacek i M. Laky,

Prywatyzacja nomenklaturowa i inne formy prywatyzacji bez branżowego inwestora strategicznego [w:] *Niedokończona transformacja*. red. K. Bobińska, „Zeszyty TEP", z. 8, Warszawa 2005.

Książki (redaktor):

Perspectives of World Economy, Selected Papers from the Commission on International Problems, ed. J. Winiecki, Committee 'Poland 2000'. Special English language edition, 1983.

The Macroeconomics of Transition. Developments in East-Central Europe, eds. J. Winiecki, A. Kondratowicz, Routledge, London 1993.

Pięć lat po czerwcu, red. i wprowadzenie J. Winiecki, Centrum im. Adama Smitha, Warszawa 1994.

Polska niezakończona transformacja. Instytucjonalne bariery rozwoju gospodarczego, red. J. Winiecki, Centrum im. Adama Smitha, Warszawa 1996.

Institutional Barriers to Poland´s Economic Development. The Incomplete Transition, ed. J. Winiecki, Routledge, London & New York 1997.

Post-Communist Transition: A Liberating Economic Journey. Essays in Honor of Ljubo Sirc, eds. A. Brzeski, J. Winiecki, Centre for Research into Communist Economies, London 2000.

Kapitalistyczna gospodarka rynkowa a tzw. sprawiedliwość społeczna, red. J. Winiecki, Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Warszawa 2003.

The Reverse Learning. Papers from the First Lancut Economic Forum on „New Europe". Edited and introduced by J.Winiecki. Special edition of conference papers' series, The University of Information Technology and Management (WSIZ), Rzeszów 2005.

Gospodarka bez ekonoma, red. J. Winiecki, Polskie Wydawnictwa Profesjonalne, Warszawa 2006.

Dlaczego inne kraje nas przeganiają, red. J. Winiecki, Wolters Kluwer, Warszawa 2007.

Competitiveness of New Europe, ed. and introduce J. Winiecki, Routledge, London 2008, 2009 (wydanie polskie).
Kryzys globalny. Początek czy koniec?, red. i wstęp J. Winiecki, Regan Press, Gdańsk 2009.

Artykuły:

Dynamika i struktura płac w USA, Wielkiej Brytanii i Holandii, Instytut Pracy i Spraw Socjalnych, „Wybrane Informacje Tematyczne" 1974, nr 10.
De forente stater i verdensoekonomien – aktuelle tendenser og perspektiver, „Internasjonal Politikk" 1975, No. 1.
Japans okonomiske forbindelse med utlandet og rastoff – og energikrisen – tilpassingsprosesser, „Internasjonal Politikk" 1976, No. 1.
On Limitations and Possibilities of Forecasting in International Relations, „World Future Society Bulletin" 1978, No. 3.
Sources of Inflation in Western Economies, „Maandschrift Economie" 1978, No. 11–12.
Japan's Imports and Exports of Technology, „Studies in Comparative International Development" 1979, No. 3–4.
Źrodła inflacji w gospodarce kapitalistycznej, „Ekonomista" 1979, nr 3.
The Role of Multinationals in the Word Economy, „Intereconomics" 1980, No. 5.
Przyszłość korporacji międzynarodowych. Trendy, prognozy i rzeczywistość lat siedemdziesiątych, „Ekonomista" 1980, nr 3.
Mechanisme: productivite – profits – salaires – cout – prix – en tant que source de l'inflation dans l'economie de marche, prepare pour la conference franco-polonaise: Inflation et cycle conjuncturel dans les pays capitalists industrialises, Varsovie, 17–19.09.1980.
Polityka antycykliczna a zwolnienie wzrostu gospodarczego krajów kapitalistycznych, „Ekonomista" 1981, nr 1.
Macroeconomic Theory and Policy: Some Explanations of the Performance of Market Economics in the 1970's, Pittsburgh University, Department of Economics Working Paper 1981, No. 142.
Warunki konkurencji na rynku światowym a polski eksport w latach osiemdziesiątych (cz. I i II), „Gospodarka Planowa" 1982, nr 8–9.
Uwarunkowania i tendencje obcych inwestycji w krajach socjalistycznych, „Sprawy Międzynarodowe" 1982, nr 8–9.
Cykle inwestycyjne a inflacja popytowa w gospodarce planowej, „Ekonomista" 1982, No. 5–6.
Investment Cycles and an Excess Demand Inflation in Planned Economies: Sources and Processes, „Acta Oeconomica" 1982, Vol. 28, No. 1–2.

Macroeconomic Policy: Some Explanations of the Performance of Market Economies in the 1970s, „Oeconomica Polona" 1983, No. 1.

Central Planning and Export Orientation, „Oeconomica Polona" 1983, No. 3–4.

Modelos alternativos de inflacion: economias de mercado y economias planificadas, „Demografia y Economia" (Mexico City) 1984, No. 2.

– to samo w tłumaczeniu na jęz. węgierski: „Egyetemii Szemle" 1984, No. 2–3.

Structural Change and Adaptation. On reintegrating planned economies into the world economy, „Konjunkturpolitik" 1984, Vol. 30, No. 2–3 (wspólnie z M. Okólskim).

Permanent Problems of Disequilibria and Shortage in Centrally Planned Economies, „Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review" 1984, No. 3.

Central Planning and Export Orientation in Manufactures (Theoretical considerations on the impact of system-specific features on specialisation), „Economic Notes" 1985, No. 2.

– to samo w tłumaczeniu na jęz. francuski, „Revue d'etudes comparatives Est-Ouest", 1985, No. 2.

Infiation under Central Planning: Sources, processes and manifestations, „Konjunkturpolitik" 1985, Vol. 31, No. 4–5.

Portes ante portas or a Revisionist interpretation of Inflation under Central Planning – A Critique, „Comparative Economic Studies" 1985, Vol. 27, No. 2.

Sources and Symptoms of Inflation in the Planned Economy, „Eastern European Economics" 1986, Vol. 24, No. 3.

Distorted Macroeconomics of Central Planning, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review" 1986, No. 157.

– to samo w jęz. włoskim: „Moneta e Credito" 1986, Vol. 39, No. 153.

Are Soviet-Type Economies Entering an Era of Long-Term Decline?, „Soviet Studies" 1986, Vol. 38, No. 3.

Soviet-Type Economies: Considerations for the Future, „Soviet Studies" 1986, Vol. 38, No. 4.

Macroeconomic Policies and Economic Slowdown: in Search of Linkages in 1972–1982 Period, „Economic Notes" 1986, No. 1.

Open, Hidden and Repressed inflation under Central Planning: An Overview, „Revista Internazionale di Scienze Economiche e Commerziali" 1986, October-November.

The Overgrown Industrial Sector in Soviet-Type Economies: Explanations, Evidence, Consequences, „Comparative Economic Studies" 1987, Vol. 28, No. 4.

– to samo w jęz. węgierskim: „Kozgazdasagi Szemle" 1986, No. 5.

Manufacturing Structures in CPEs: Patterns of Change and Institutional Factors, „Jahrbuch der Wirtschaft Osteuropas" 1987, Heft I (razem z E.D. Winiecką).

Soviet-Type Economies and Reform Failures – Touch of the Socialist Midas, „Intereconomics" 1987, No. 3.

Four Kinds of Fallacies in Comparing Market-Type and Soviet-Type Economies: Issues and Outcomes, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review" 1988, No. 164.
Peculiar Characteristics of Structural Change under Central Planning: Inter-Industry Level, „Studies in Comparative International Development" 1988, No. 2.
Narrow Wage Differenfials Between Blue-Collar and White-Collar Workers and Excess Demand for Manual Labour in the CPEs: Causally Linked System-Specific Phenomena, „Osteuropa Wirtschaft" 1988, Vol. 33, No. 3.
Koncepcja uwłaszczenia społeczeństwa: wykupienie praw własności od warstwy rządzącej, „Krytyka" 1988, nr 28–29.
Dissipation de la rente, managers et travailleurs dans le systeme sovietique: les implications pour un changement du systeme, „Revue d'etudes comparatives Est-Ouest" 1989, Vol. 20, No.1 (wspólnie z J. Szymanderskim).
STE-LDC Comparisons: A Neglected Field of Comparative Systems Analysis, „Communist Economies" 1989, Vol. 1, No. 1.
Buying Out Property Rights to the Economy from the Ruling Stratum: A Case of the Soviet-Type States, „International Review of Law and Economics" 1989, Vol. 9, No. 1.
CPEs' Structural Change and World Market Performance: A Permanently Developing Country Status?, „Soviet Studies" 1989, Vol. 41, No. 3.
The Gorbachev Challenge: A View from the East, „World Today" 1989, No. 8–9 (wspólnie z J. Szymanderskim).
Den „kritiska massan" av reformer i ekonomier av sovjetiskt slag, „Ekonomisk Debatt" 1989, No. 8.
Eastern Europe: Challenge of 1992 Dwarfed by Pressures of System's Decline, „Aussenwirtschaft" 1989, Vol. 44, No. 3–4.
Privatizacion en las economias de tipo sovietico, „Estudios Economicos" 1989, No. 4.
Large lndustrial Enterprises in Soviet-Type Economies: The Ruling Stratum's Main Rent-Seeking Area, „Communist Economies" 1989, Vol. 1, No. 4.
Obstacles to Economic Reform of Socialism: A Property Rights Approach, „Annals of the AAPSS" 1990, No. 507.
Why Economic Reforms Fail in The Soviet System – A Property Rights-Based Approach, „Economic Inquiry" 1990, Vol. 28.
East European Economies: Forced Adjustment Forever?, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review" 1990, No. 173.
La riforma di Polonia, „L'lmpresa" 1990, No. 4.
Post-Soviet-Type Economies in Transition: What Have We Learned from the Polish Transition Programme in ifs First Year?, „Weltwirtschaftliches Archiv" 1990, Vol. 126, No. 4.
Background paper to the report on the state of teaching economics in Poland (z J. Beksiakiem, E. Chmielewską, U. Grzelońską-Liburą), 1990.

Privatisation in East-Central Europe: A Comparative Perspective, „Aussenwirtschaft" 1991, Vol. 46, No. 1 (wspólnie z T. Gruszeckim).

Costs of Transition that Are Not Costs: On Non-Welfare-Reducing Output Fall, „Rivista di Politica Economica" 1991, Vol. 81, No. 6.

Competitive Prospects in Eastern Europe – A Parting of the Ways, „Intereconomics" 1991, Vol. 26, No. 4.

The Inevitability of a Fall in Output in the Early Stages of Transition to the Market: Theorefical Underpinning, „Soviet Studies" 1991, Vol. 43, No. 4.

Prospects for Privatisation in the USSR, „Cato Journal" 1991, Vol. 11, No. 2.

Theoretical Underpinnings of the Privatisation of State-Owned Enterprises, „Communist Economies and Economic Transformation" 1991, No. 4.

The Polish Transition Programme: Stabilisation under Threat, „Communist Economies and Economic Transformation" 1992, Vol. 4, No. 2.

The Transition of Post-Soviet-Type Economies: Expected and Unexpected Developments, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review" 1992, No. 181.

Polish Transition Programme: Underpinnings, Results, lnterpretations, „Soviet Studies" 1992, Vol. 44, No. 5.

Transition Barriers and Remedies (My answer to an inquiry), „Acta Oeconomica" 1992, Vol. 44, No. 3–4.

The Characteristic Traits of Privatization in the Economies of Eastern Europe, „Eastern European Economics" 1992, Vol. 30, No. 3 (wspólnie z A. Boros-Kazai).

Knowledge of Soviet-Type Economy and ‚Heterodox' Stabilisation-Based Outcomes in Eastern Europe, „Weltwirtschaftliches Archiv" 1993, Vol. 129, No. 2.

The Political Economy of „Big Bang": Free Market vs. New Keynesian Perspective, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review" 1993, No. 187.

Shaping the Institutional Infrastructure, „Economic Inquiry" 1994, Vol. 32, No. 1.

East-Central Europe: A Regional Survey – The Czech Republic, Hungary, Poland and Slovakia in 1993, „Europa-Asia Studies" 1994, Vol. 46, No. 5.

Formal and Informal Constraints in Transition to the market: Costs of Neoclassical Utility Maximisation, „Communist Economies and Economic Transformation" 1995, Vol. 7, No. 2.

The Applicability of Standard Reform Packages to Eastern Europe, „Journal of Comparative Economics" 1995, Vol. 20, No. 2.

– to samo w tłumaczeniu na jęz. węgierski: „Kulgazdaszag" 1994, No. 9.

Foreign Investment in Eastern Europe: Expectations, Trends, Policies, „Zeitschrift fuer Wirtschaftswissenschaften" 1995.

The Superiority of Eliminating Barriers to Entrepreneurship over Privatization Activism of the State, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review" 1996, No. 198.

– to samo w tłumaczeniu na jęz. włoski: „Moneta e Credito" 1996, Dicembre.

Inwestycje zagraniczne w Europie Środkowo-Wschodniej: Oczekiwania, tendencje, polityka, „Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH" 1996, z. 3.

Foreign Investment in Eastern Europe: Expectations, Trends, Policies, „Universität Viadrina Diskussionspapiere" 1996, No. 3.

Ten Puzzles in Economics of Transition: Solved, Unsolved and Unnoticed [w:] *Post-Communist Transition: Liberation Economic Journal*, red. A. Brzeski, J. Winiecki, „Universität Viadrina Diskussionspapiere" 1997, No. 87.

Post-Communist Economies in East-Central Europe and European Integration [w:] J. Winiecki, *Foreign Trade in Transition, Kapital 5*, „Universität Viadrina Diskussionspapiere" 1997, No. 89.

Prywatyzacja gospodarki narodowej: o wyższości likwidacji barier dla przedsiębiorczości nad aktywizmem prywatyzacyjnym państwa, „Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH" 1997, z. 4.

The Transformation to the Market: At High Cost, Often with Long Lags, and Not Without Question Marks, „Journal of Public Policy" 1997, Vol. 17, No. 3.

– to samo w tłumaczeniu na jęz. włoski: „Biblioteca della liberta" 1997, No. 140.

Intellectual Odyssey of the Twentieth Century: Away from markets, private property, and economic freedom – and back, „Advances in Austrian Economics" 1998, Vol. 5.

– to samo w jęz. polskim: *Intelektualna odyseja teorii ekonomii w XX wieku. Powrót do porzuconej idei rynków, prywatnej własności i wolności gospodarczej*, „Zeszyty Centrum im. A. Smitha" nr 28, Warszawa 1996.

Formal and Informal Rules in Post-Communist Transition, „Journal of Public Finance and Public Choice" 1998, Vol. 16, No. 1.

The Legacy of the Past, Transition to the Market, and Foreign Trade Expectations, „Universität Viadrina Diskussionspapiere" 1998, No. 119.

Three Crucial Issues in Post-Communist Privatization: A Polish Case in Comparative Perspective, Paper for the Mont Pelerin Society Regional Meeting: Transitions to a Free Society, Potsdam, October 1999.

Successes of Trade Reorientation and Expansion in Post-Communist Transition: An Enterprise-level Approach, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review" 2000, No. 213.

Solving Foreign Trade Puzzles in Post-Communist Transition, „Post-Communist Economies" 2000, Vol. 12, No. 3.

Crucial relationship between the privatized sector and the generic private sector in post-communist privatization. Determinants of economic performance, „Communist and Post-Communist Studies" 2000, Vol. 33.

Cost and Benefits of European Union´s Enlargement: a (largerly) Sanguine View, „Universität Viadrina Diskussionspapiere" 2000, No. 147.

Na ścieżce sukcesu, czy już obok ścieżki? Zagrożenia dla polskiej gospodarki, „Zeszyty TEP" 2000, z. 4.

Formal Rules, Informal Rules, and Economic Performance. An Organizing Framework, „Acta Oeconomica" 2000/2001, Vol. 51, No. 2.

Kilka zagadek ekonomii transformacji, „Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych" 2001, z. 9.

The Role of the New, Entrepreneurial Private Sector in Transition and Economic Performance in Light of the Successes in Poland, the Czech Republic and Hungary, BOFIT Discussion Paper 2001, No. 12.

Post Foreign Trade Problems and Prospects: The Economics and Political Economy of Accession, „Universität Viadrina Diskussionspapiere" 2001, No. 167.

The Polish Generic Private Sector In Transition: Developments and Characteristics, „Europe-Asia Studies" 2002, Vol. 54, No. 1.

An Inquiry into the Early Drastic Fall of Output in Post-communist Transition: An Unsolved Puzzle, „Post-Communist Economies" 2002, Vol. 14, No.1.

The role of the new, entrepreneurial private sector in transition and economic performance in light of the successes in Poland, the Czech Republic, and Hungary, „Problems of Economic Transition" 2003, Vol. 45, No. 11.

Rola nowego sektora prywatnego w procesie transformacji: z doświadczeń Polski, Republiki Czeskiej i Węgier, „Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych" 2004, No. 11.

Determinants of Catching Up or Falling Behind: Interaction of Formal and Informal Institutions, „Post-Communist Economies" 2004, Vol. 16, No. 2.

Dylematy i bariery przekształceń systemu bankowego u progu i we wczesnej transformacji, „Zeszyty TEP" 2007, z. 10.

Employment and unemployment in transition: the legacy of the communist past, „Post-Communist Economies" 2008, Vol. 20, No. 3.

United States and Global Financial Crisis, „e-Finanse" 2009, No. 3.

Dynamika transformacyjnej recesji i ekspansji (z perspektywy zmian struktury własnościowej firm), „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny" 2009, t. 71, nr 2.

Źródła niezniszczalności kolektywistycznych utopii a zagrożenia dla wolności (nie tylko ekonomicznej), „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny" 2009, nr 4.

Rozważania o nauczaniu ekonomii: kilka obserwacji i kilka propozycji, „Nauka, Gospodarka, Społeczeństwo" 2010, nr 1.

Odwieczne zderzenie wyobrażeń o tym, jak funkcjonuje świat: Kontrast wizji i proponowanych instytucji, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny" 2010, t. 72, nr 3.

Global Financial Crisis. Where Are We Now and Where Are We Reading – If Anywhere, „Bezpieczny Bank" 2010, t. 41, nr 2.

Public Choice, czyli koniec „romantyzmu polityki", „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny" 2011, t. 73, nr 2.

Ewolucja szwedzkiego modelu gospodarki, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny" 2012, nr 4.

The BRIC group – How Strong a Challenge to the West?, „World Economics" 2012, Vol. 13, issue 2.

Russia and China facing the ‚Great Wall': how to succeed in the second structural transition, „Post-Communist Economies" 2012, Vol. 24, No. 3.

Pressing problems of the euro zone – And beyond (OR: What may break the camel's back), „Acta Oeconomica" 2012, Vol. 62, No. 4.

Question marks over the west: Western world in decline—and still (largely) in denial, „Society and Economy" 2012, Vol. 34, No. 4.

The Crisis behind Present Crises: Westerdaemmerung Perspective, WSIiZ Working Paper Series, nr 1, Rzeszów 2013.

Świat darmowego pieniądza i jego dotychczasowe konsekwencje [w:] *Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej*, „Zeszyty BRE-Bank Case" 2013, nr 129.

Europa i świat zachodni: szkodliwe dla gospodarki nie dostrzegane lub lekceważone zjawiska, „Studia Ekonomiczne" 2013, nr 3 (z B. Kamińskim, T. Mickiewiczem, K. Tarchalskim).

Przekształcenia strukturalne w procesie rozwoju gospodarczego: modyfikacje i rozszerzenia, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny" 2014, nr 2.

Historyczne i instytucjonalne uwarunkowania źródeł kryzysu greckiego, „Ekonomia i Zarządzanie" 2014, nr 1.

Wybrane studia i raporty:

Foreign Investments in Eastern Europe. Trends, Patterns, and Prospects, Center for Futures Research, Graduate School of Business Administration, University of Southern California, October 1981.

Zmiany w strukturze zatrudnienia Polski i innych krajów socjalistycznych (na tle zmian w krajach średnio i wysoko rozwiniętych), Studia i Materiały, No. 13, Instytut Pracy i Spraw Socjalnych, Warszawa 1989.

Instytucjonalne bariery rozwoju gospodarczego, „Zeszyty Centrum im. Adama Smitha" 1994 (zeszyt specjalny).

Privatization in Eastern Europe – Lessons and Future Prospects, zeszyt problemowy Japanese International Cooperation Agency (JICA), October Tokyo 1995.

Raport Europa. Problemy i perspektywy, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania, Rzeszów 2013 (wspólnie z: B. Kamińskim, K. Tarchalskim).

Intangible Capital in Poland in 1995–2013: final report, WSIiZ Working Papers, Rzeszów 2016, No. 18 (wspólnie z: Ł. Cywińskim, R. Harasym, R. Paterem, K. Tarchalskim).

Opracował: Jarosław Janecki

O prof. Janie Winieckim patronie Ogólnopolskiej Konferencji Naukowej, na którą została przygotowana niniejsza monografia

Stworzyliśmy efektywnie działający duet. Opisując w skrócie naszą metodę twórczą, powiem, że odbywało się to tak, że Profesor tłumaczył mi coś cierpliwie, ja starałem się zrozumieć, a potem moją drogę dochodzenia do zrozumienia odtwarzałem w felietonie, językiem możliwie prostym i zrozumiałym. W ten sposób zupełnie niezorientowany słuchacz powolutku mógł przyswoić sobie kolejne pojęcia, jak: rynek, giełda, ceny i jak to wszystko dotychczas nie działało, a teraz będzie. Podkreślam, mógł sobie przyswoić, a czy przyswoił, to już zupełnie inny temat. Myśmy wierzyli wtedy, że kropla drąży skałę. I warto na tę skałę kapać.

Jacek Fedorowicz

Wśród osób, za których obecność w moim życiu jestem winna podziękować losowi, Jan Winiecki zajmuje poczesne miejsce. Nie dlatego, że był człowiekiem przepełnionym energią, zorganizowanym i pracowitym, ale dlatego, że swoją postawą, zawsze wolną od fochów i humorów, zarażał energią ludzi żyjących wokół niego, sprawiał, że ich aktywność nabierała znaczenia i sensu.

Urszula Grzelońska

Jan Winiecki zwykle miał swoją jasną wizję, czy to organizowanej przez niego konferencji, czy powstającej pod jego redakcją książki. Teraz też wyobraziłem sobie, że Jan Winiecki wymyślił dla mnie temat i dzwoniąc do mnie, pyta, czy nie napisałbym referatu pt. *Polska konwergencja. Jak goniliśmy, i czy dogonimy, najbardziej rozwinięte gospodarczo kraje świata?* Odpowiedziałem mu, że dziękuję za tę propozycję i naturalnie się tego podejmuję.

Witold Kwaśnicki

Jan Winiecki zostawił po sobie wielką lukę, ale i wielki dorobek, który warto rozpowszechniać. Był człowiekiem wybitnego umysłu i charakteru, jak przystało na klasycznego liberała w czasach etatyzmu. Miał też dar słowa i pasję polemiczną. Nie znosił zarozumiałej głupoty i zwykłego oportunizmu w naukach społecznych, który – zależnie od ustroju – polega na podlizywaniu się władzy lub dominującym etatystycznym prądom w opinii publicznych.

Leszek Balcerowicz

TEP Towarzystwo Ekonomistów Polskich

WYŻSZA SZKOŁA INFORMATYKI I ZARZĄDZANIA z siedzibą w Rzeszowie

UNIWERSYTET GDAŃSKI

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego