

ANDRZEJ SOPOĆKO\*

---

## **Gra finansowa – stagnacja czy wzrost bogatego świata?**

### **Wstęp**

W czasach, gdy rynek finansowy był odwzorowaniem procesów realnych, łatwo sprawdzały się równania bilansowe typu  $PC = MV$ . Rynek nie kreował bowiem bytów wirtualnych, takich jak instrumenty pochodne, a pieniądz w ograniczonym stopniu grzęzł w przymusowych „poczekalniach”, takich jak rezerwy bankowe, depozyty zabezpieczające itp.

Z chwilą, gdy rynek finansowy stawał się bytem coraz bardziej niezależnym, czyli oderwanym od procesów realnych (materialnych), wspomniana zależność traciła coraz bardziej na znaczeniu. Ściślej rzecz biorąc – prawa jej strona stawała się coraz bardziej niestabilna (zmiany  $V$ ). Tymczasem lewa strona równania, odpowiadająca za procesy realne, pozostawała względnie stabilna. Procesy materialne mają bowiem naturalną inercję, nie daje się ich przyspieszać czy hamować naciśnięciem klawisza komputerowego, nawet jeśli jest to komputer banku centralnego. O wiele wolniej od zjawisk finansowych wpadają we fluktuacje. Poza grupą masowych dóbr giełdowych ich ceny mają też mniejsze skoki wartości.

W globalnym systemie finansowym zaszła jednak tak głęboka rewolucja techniczna, że prawie w jednej chwili zasoby finansowe rzędu 1% światowego PKB lub więcej mogą być przetrzucane między różnymi rynkami terytorialnymi, towarowymi (np. z ropy naftowej na pszenicę) czy walutami (np. z dolara na franka szwajcarskiego). Co więcej – mogą nieoczekiwanie uwolnić się z zasobów, przekształcając się w strumień popytu, lub odwrotnie.

Niniejszy artykuł stara się wykazać istnienie dwu ważnych zjawisk w gospodarce krajów wysoko rozwiniętych. Pierwszym jest niestabilność przepływów finansowych, wynikających z rozszerzającego się zakresu gry na instrumentach rynku kapitałowego i pieniężnego. Drugim zjawiskiem jest naturalny, nieunikniony proces rozejścia się quasi-liniowego trendu określającego możliwości wzrostu wydaj-

---

\* Prof. dr hab. Andrzej Sopoćko – Instytut Nauk Ekonomicznych Pan; e-mail: [sopocko@mail.wz.uw.edu.pl](mailto:sopocko@mail.wz.uw.edu.pl)

ności pracy z trendem słabnącego przyrostu konsumpcji prywatnej. Wynikają z tego nowe oczekiwania w stosunku do konsumpcji publicznej.

## **1. Rosnąca niestabilność strumieni pieniężnych; rola instrumentów pochodnych w globalnym systemie finansowym**

W XIX w. świat wkroczył w drugi, po siedemnastowiecznej erze podbojów i cenowych rewolucji, okres niestabilności. Tym razem był on wywołany wielkimi zmianami techniki, które powodowały dynamiczne i często niespójne wahania popytu i podaży. Trwało to praktycznie do Wielkiego Kryzysu, kiedy J.M. Keynes odkrył, że falowaniu popytu i podaży można przeciwdziałać stabilizującym ssa-niem popytu przez odpowiednie zasilenia w pieniądź systemu bankowego. System finansowy był wówczas stabilny, a dla realizacji wzrostu wystarczyło, aby niewielka presja inflacyjna zabezpieczała przed niedostatkami popytu.

Rzeczywistość pokazała, że nie jest to rozwiązanie dobre na trudne czasy, czyli na okresy szoków podażyowych i rewolucji cenowych. Lata 70. wykazały, że w momentach niezbędnej restrukturalizacji, dostosowującej gospodarkę do nowych warunków (droga ropa naftowa), kuracja poprzez dodatkowy popyt powoduje przede wszystkim dodatkową inflację. Względny dostatek pieniądza rozleniwia, a w takich warunkach niezbędne są ogromne wysiłki, prowadzące do przewartościowania strategii gospodarczych i przestrojenia systemu wytwarzania. Bez twardego finansowania, polegającego na ograniczonym i niezbyt dynamicznym zasilaniu w pieniądź, wewnętrzne zmiany systemu wytwarzania będą za słabe jak na istniejące potrzeby. Tę tezę niewątpliwie potwierdzały fakty. Generowany w rozwiniętych krajach pieniądź nie wpływał w widoczny sposób na wzrost gospodarczy, poprowadził za to do wysokiej inflacji. To, co się działo w latach 70., dawało mocne podstawy monetaryzmowi M. Friedmana, nieuznającego kreatywnej dla gospodarki właściwości dodatkowych strumieni pieniężnych.

Obie teorie są obecnie niezwykle wartościowe, ponieważ pozwalają rozumieć działanie systemu finansowego gospodarki i, jak się wydaje, dawały mądre rekomendacje dla polityki gospodarczej. Gospodarka jednak od tego czasu bardzo się zmieniła i to od strony, która była przed trzydziestoma laty raczej nie do przewidzenia. Niezwykłą ewolucję przeszedł sam system finansowy i to w sposób, którego raczej nikt się nie spodziewał.

Narzędzia monetarne i reakcja na nie gospodarki mają swoją inercję. System wytwarzania i konsumpcji reaguje na nie dość wolno. Natomiast wydarzenia w sferze *stricte* finansowej zachodzą coraz szybciej. Powstaje problem, jak postępować w sytuacjach, gdy system finansowy generuje wahania na tyle szybkie, że nie jest w stanie przeciwstawić się im bank centralny.

Teoretycznie działać można bardzo prędko (dokonywać operacji REPO, sprzedawać i kupować waluty). Każda taka operacja musi być poprzedzona ana-

lizą, niezbędną dyskusją w kolegiach władzy monetarnej. Decyzje muszą mieć swoje merytoryczne, nie intuicyjne przesłanki, które poddawane są później ocenie – jeśli nie całego społeczeństwa, to przynajmniej środowiska finansowego. Obowiązuje tu przecież *prudential rule*, postawa spokoju i rozsądku ma wyraźną przewagę wobec szybkości i celności rozstrzygnięć. W tym przypadku strzelca, który trafił dwie szóstki ceni się bardziej niż tego, co trafił dziesiątkę i dwójkę. Trudno tę zasadę zmienić, ponieważ pośpiech w kwestiach finansowych generuje zbyt duży strach przed błędem. Powstaje jednak pytanie, co będzie, jeśli system równoważenia i stabilizacji globalnych przepływów pieniężnych nie będzie w stanie nadążyć za dynamicznymi przemianami światowego systemu finansowego. Wówczas sterowanie wspomnianymi przepływami, wbrew zamierzeniom, stanie się dodatkowym czynnikiem destabilizacyjnym. Opóźnienia reakcji bowiem muszą nieuchronnie prowadzić do hamowania wtedy, gdy potrzebne jest pobudzenie i przyspieszenie.

Otóż mimo wielkiego postępu w modelowaniu, rozwijaniu narzędzi analitycznych pomocnych w tworzeniu programów stabilizowania gospodarki przez władze monetarne, system finansowy stawał się coraz bardziej dynamiczny i niestabilny. Po pierwsze, pieniądz zaczął kursować z prędkością światła (dosłownie, ze względu na elektroniczne przekazy). Po drugie, system finansowy stał się coraz bardziej globalny. Po trzecie, bardzo szybko narastał tzw. wędrujący kapitał. Po czwarte, pojawiły się wyspecjalizowane instrumenty zarządzania ryzykiem, dokonujące jego transpozycji. Z jednej strony zmniejszały ekspozycję na jedno ryzyko (np. rynkowe), z drugiej ją zwiększały (np. ryzyko kredytowe). Krążenie kapitału po świecie stało się coraz bardziej nerwowe. Co ciekawe jednak, dynamicznie rozwinął się obrót ryzykiem (ściśle – instrumentami inkorporującymi ryzyko), niekoniecznie w kierunkach odpowiednich dla ruchu samego kapitału.

Te cztery czynniki spowodowały, że pod wpływem rozmaitych, trudnych do przewidzenia impulsów, względnie rozproszone zasoby zrównoważonego systemu finansowego świata mogą ulec gwałtownej koncentracji na określonym regionie, walucie, instrumentach finansowych, powodując jego groźne rozchwianie. Nie nadążał za nim, jak się okazało w 2008 r., system zabezpieczania ryzykownych pozycji, który jak zbyt ciężki mur oporowy zawalił się, przynosząc dodatkowe straty.

Warto jednak w tym miejscu wyraźnie zaznaczyć, że rosnąca dynamika światowego systemu finansowego nie była jedyną przyczyną ostatniego kryzysu. Raczej nawet nie była przyczyną dominującą. Kryzys miał wiele przyczyn, można powiedzieć – klasycznej natury, które w 2008 r. ułożyły się w kaskadę, doprowadzając do załamania globalnych finansów. Stanowiły ciąg zdarzeń, w którym każdy z elementów pokazał swoją ciemną stronę.

Jak się wydaje, ciąg zdarzeń prowadzący do kryzysu nie był bynajmniej nieuchronny. Jego podstawą była, jak wiadomo, nieracjonalnie wysoka skala kredytów hipotecznych w USA. Związane z nimi ryzyko ubezpieczała cienka warstwa derywatów ryzyka kredytowego, zdolna utrzymać system w stanie względnej stabilności tylko w sytuacji niewielkich wahań spalalności. Ryzyko kredytowe ro-

sło, natomiast siła zabezpieczeń – w postaci koniecznych rezerw gotówkowych – nie rosła. Sytuacja była analogiczna to wzbierającej rzeki, która coraz silniej napiera na niereperowane wały. W końcu zostaną przerwane, prowadząc do katastrofy.

Gdyby Fed zrobił tylko jedną z dwu rzeczy, tj. albo zahamował wcześniej groźny przyrost kredytów *subprime* (np. wprowadzając obowiązek tworzenia dodatkowych rezerw), albo doprowadził do wzmocnienia zabezpieczeń (zwiększając odpowiednio wymogi kapitałowe instytucji wystawiających derywaty kredytowe), kryzysu, jak się wydaje, by nie było. Nie pojawiłby się prawdopodobnie syndrom H. Minskiego, gdzie dobre samopoczucie i lekka ręka bankierów w udzielaniu kredytów nagle zmienia się w totalny brak zaufania i gwałtowne ograniczenie akcji kredytowej, znacznie przekraczając w tym hamowaniu granice zwykłego rozsądku [Minsky 2008, s. 6–8].

H. Minsky przestrzegał przede wszystkim przed rozrostem rynku spekulacji, w szczególności przed rozwinięciem rynku typowo spekulacyjnego (*Ponzi schemes*, bąble piramidy itp). Takich kryzysów, wywołanych przez dysfunkcje samego systemu finansowego, było sporo. Ch. Kindleberger doliczył się ich 20 od początku XIX w. do początku lat 90. XX w. Były tam przede wszystkim gry stosowane już w XIX wieku, stale towarzyszące podstawowemu nurtowi rozwoju systemu finansowego. Można byłoby przyjąć, że kontrola tych czysto spekulacyjnych operacji, a w każdym razie ich ograniczanie, pozwoli na stabilizację systemu finansowego. Tego rodzaju pomysły spekulacyjne infekują system, który w swojej podstawowej, zdrowej postaci jest w naturalnej równowadze. Jeśli wyruguje się lub mocno ograniczy te infekcje przez utrzymanie wypracowanych przez dziesięciolecia standardów kontroli ze strony organów nadzoru finansowego, system samoczynnie zwalczy powstawanie dużych wahnięć, które mogą wywołać groźne zjawiska paniki lub euforii inwestowania.

Z tą tezą trudno się nie zgodzić, nawet nie będąc zwolennikiem neoliberalizmu. Rynek, w tym rynek finansowy, musi mieć zdolność zwalczania zakłóceń. Przy obecnym jego bogactwie i globalnym zakresie próby sterowania nim wydają się czystą fikcją. Można jednak leczyć przypadłości, których pokonanie mogłoby, bez zewnętrznej pomocy, zająć mu zbyt dużo czasu. Oczywistym problemem jest znalezienie właściwej terapii, ta jednak wymaga określenia najważniejszych obszarów oddziaływania zewnętrznego (rządy, międzynarodowe organy finansowe).

Obecnie, jak się wydaje, na czoło wysuwa się nie tyle problem faktycznych i możliwych dewiacji, co niestabilności przepływów finansowych. Nie muszą być one ani źródłem, ani przyczyną nieprawidłowych zjawisk, mogą tylko po prostu mieć zbyt wysoką amplitudę, prowadząc do dezorientacji uczestników rynku.

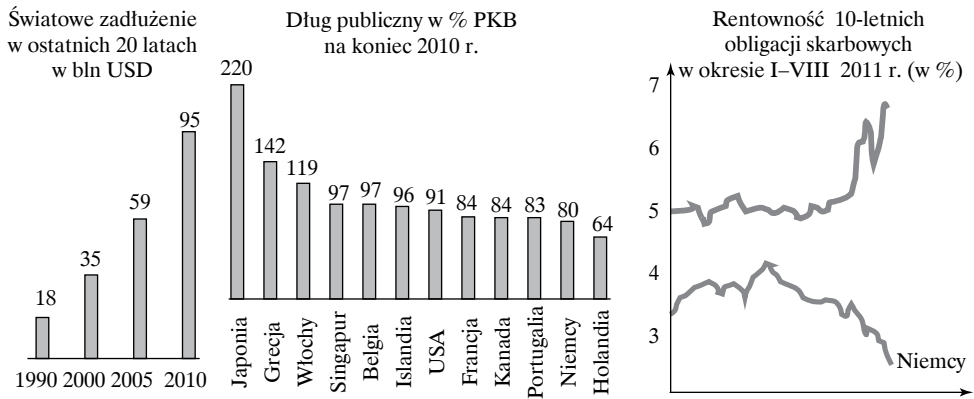
Nowy kryzys, którego podstawową przyczyną będzie obiektywna niemożność opanowania nadmiernej dynamiki przepływów finansowych, jest obecnie tylko jedną, niestety wysoce prawdopodobną, projekcją przyszłości. Miałby on miejsce wtedy, gdy narzędzia sterujące polityki monetarnej staną się zbyt słabe i nie nadążające za falami przebiegającymi przez światowe finanse.

Te obawy wynikają z faktu, że globalny system finansowy już obecnie sygnalizuje przechodzenie do postaci, która bardzo opornie daje się kontrolować za pomocą tradycyjnie stosowanych narzędzi kontroli. Narasta w nim niestabilność podstawowych procesów, jak tempo obiegu pieniądza, kierowana nie tyle wolą banków centralnych, co nieubłagany wzrost motywacji ku różnym zabiegom spekulacyjnym. W dodatku pole manewru władz monetarnych, wobec bardzo trudnej sytuacji budżetów państw kluczowych dla światowej gospodarki, jest bardzo wąskie. Przy obecnym poziomie zadłużenia zmiany stop procentowych, zdolne realnie wpływać na rynek finansowy, zagrażają równowadze budżetowej. Przy zadłużeniu w granicach 100% PKB i wydatkach budżetowych rządu 50% PKB, jeden punkt procentowy więcej w stopie referencyjnej z czasem przekształca się w dwuprocentowe zwiększenie wydatków państwa. Tego ciężaru najczęściej nie da się unieść, pozostaje więc dalsze powiększanie długu. A większy dług publiczny to kolejne ograniczenie dla banku centralnego.

Teoretycznie bank centralny w tej sytuacji miałby możliwości obniżania stóp referencyjnych. Tyle że przy obecnych, skrajnie niskich wartościach tych stóp trzeba byłoby prawdopodobnie przejść do stóp ujemnych. Konsekwencje tego są obecnie trudne do wyobrażenia. Im wyższe zadłużenie (przede wszystko – budżetowe), tym bardziej ryzykowny jest każdy ruch stopami procentowymi. Jak widać na rysunku 1, ostrożność w tym względzie obecnie musi być szczególnie wysoka.

**Rysunek 1**

**Dług publiczny na świecie, zadłużenie wybranych krajów i stopy procentowe**



Źródło: „Frankfurter Allgemeine Zeitung”, 15.08.2011.

## 2. Zapotrzebowanie na pieniądź

Najbardziej spektakularnym procesem generowania przez system finansowy strumieni pieniężnych będzie uwolnienie rezerw zabezpieczających instrumenty po-

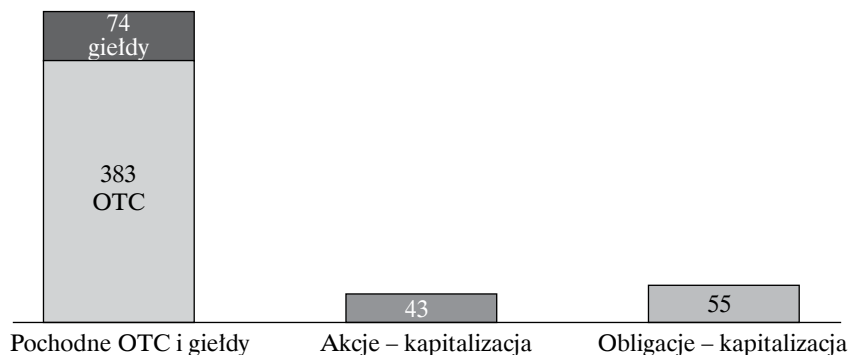
chodne przed powiązaniem z nimi ryzykiem kredytowym. Na giełdach wystawcy opcji mają obowiązek generowania zabezpieczeń odpowiadających ich teoretycznej wycenie, natomiast sprzedawcy kontraktów *futures* – w wysokości dziennych różnic cen plus 5–10% rezerwy. Zamknięcie pozycji na tych instrumentach powoduje natychmiastowe uwolnienie gotówki. Gotówka uwalnia się także przy przeklasyfikowaniu stopnia zagrożonych kredytów (im mniejsze – tym mniejsze rezerwy), przekształceniu rezerw dewizowych w inwestycje publiczne lub bezpośrednio wpłaty banku centralnego na rzecz budżetu.

Oczywiście, wspomniana przemiana dokonuje się nie tylko w jedną stronę, tzn. z zasobów kapitałowych – w strumień pieniądza skierowanego na rynek dóbr. Równie dobrze idzie to w drugim kierunku, tzn. następuje pomniejszenie pieniądza popytotwórczego na rzecz zwiększenia jego nieaktywnych zasobów.

Problemem dla globalnego systemu finansowego jest przede wszystkim to, że proces uruchomienia zasobów lub wchłonięcia przez nie pieniądza popytotwórczego może być bardzo szybki. Określenie „może” ma samo w sobie istotne znaczenie, ponieważ oznacza niepewność, nieprzewidywalność. Drugą składową tego problemu jest to, że zasoby zdolne do bardzo szybkiego uruchomienia są bardzo duże. Najważniejszą składową tej niepewności wydają się duże rozmiary i wysoka dynamika obrotów instrumentami pochodnymi.

### Rysunek 2

**Wartość kontraktów na instrumenty pochodne i kapitalizacja instrumentów kasowych na rynku światowym w lipiec 2007 r. (w bln euro)**



Źródło: [Deutsche Börse, s. 11].

Z danych Deutsche Börse wynika, że wartość kontraktów na instrumenty pochodne znacznie przewyższa wartość instrumentów spotowych.

Wartość znajdujących się w obrocie kontraktów objętych instrumentami pochodnymi szybko rosła do kryzysu finansowego. Później nieco spadła, ale zadziwiająco niewiele jak na skalę ostatniego kryzysu. Na rynku OTC w 2008 r. był to spadek o około 60 bln euro, w następnym wszakże roku wartość kontraktów powróciła do poziomu z 2008 r., nawet z lekką nadwyżką [IMF 2010].

Wykresy te, szczególnie pierwszy, trzeba jednak brać pod uwagę we właściwych proporcjach. O stabilności systemu decydują nie tyle zasoby, ile strumienie pieniądza, jakie generują. Jak się dalej okaże, pochodne generują obecnie większe przepływy finansowe, niż akcje i obligacje razem wzięte. Średnia płynność akcji (które są sprzedawane prawie wyłącznie na giełdach) wynosi około 0,5% (dzienny obrót/kapitalizacja), obligacji – 1% (jak poprzednio)<sup>1</sup>. Daje to około 0,8 bln euro dziennie.

Obliczenie wielkości strumieni generowanych przez kontrakty terminowe jest znacznie trudniejsze. Wynika to z następujących przyczyn:

- część pozycji na kontraktach funkcjonuje bez jakichkolwiek przepływów finansowych, tzn. utrzymywanych jest bez zabezpieczania pozycji (w operacjach międzybankowych) i zamykanych przed rozliczeniem;
- znaczna część (większość) pochodnych na rynku OTC to swapy, rozliczane kwartalnie w dodatku niesymetrycznie (krótka pozycja rozlicza się zwykle dwa razy rzadziej).

W tej sytuacji najprościej jest ograniczyć się tylko do pochodnych giełdowych. Na kontraktach *futures*, ze względu na potrzebę zapewnienia wypłacalności, codzienne przepływy między pozycjami na depozytach zabezpieczających są przeciętnie rzędu 1–2% (odpowiada to średnim wahaniom cen instrumentów bazowych). Tyle samo też wynoszą zmiany zabezpieczeń krótkiej pozycji na opcjach. Na samych giełdach przepływy te przekraczają więc średnio około 1 bln euro.

Na rynku OTC prawie 90% to kontrakty na stopy procentowe (swapy, FRA, w małej części – opcje)<sup>2</sup> [Yavorsky 2010], przy czym swapy w 2010 r., według danych Bank of International Settlement, stanowiły około 2/3 wszystkich kontraktów. W tych ostatnich i w forwardach międzybankowych nie stosuje wzajemnych depozytów zabezpieczających. Przepływy mają miejsce dopiero przy rozliczeniach, jednak, ze względu na specyfikę tego rynku, rzadziej niż na giełdzie występuje zjawisko zamykania pozycji przed terminem zapadnięcia kontraktu. Pełne zamknięcie pozycji występuje tu tylko wtedy, gdy transakcja odwrotna została dokonana z tym samym podmiotem co transakcja na rynku pierwotnym. Duże jednak banki stale kwotują podstawowe serie pochodnych, nie jest to więc szczególnie trudne.

Tak czy inaczej, przepływy na rynku OTC są znaczące. W sumie więc wartość kontraktów instrumentami pochodnymi, które generują codziennie przepływy pieniężne, jest obecnie co najmniej taka sama jak wartość kontraktów na rynku kasowym. Wartość samych przepływów pieniężnych, wywołanych obrotem pochodnymi, będzie jednak około dwa razy wyższa niż przepływów kasowych.

W tym zakresie można byłoby przeprowadzić bardziej szczegółowe wyliczenia, nie jest to jednak w tym miejscu niezbędne. Teza więc, że instrumenty pochodne,

<sup>1</sup> W 2010 r. średni dzienny obrót na giełdach USA wyniósł 60 mld dol., przy kapitalizacji giełd w tym kraju 12 bln dol., daje to prawie równo 0,5% (obliczenia na podstawie danych Loans&Credit). Podobny wynik otrzymujemy dla GPW na podstawie danych KNF. Dla obligacji dane te potwierdzają statystyki europejskie, amerykańskie [por. Loth] i azjatyckie [ADB AsiaBondsOnline]. Ta wysoka płynność wynika z intensywności obrotu obligacjami skarbowymi. Pozostałe aktywa są mało płynne, stanowią jednak tylko kilka procent całego obrotu.

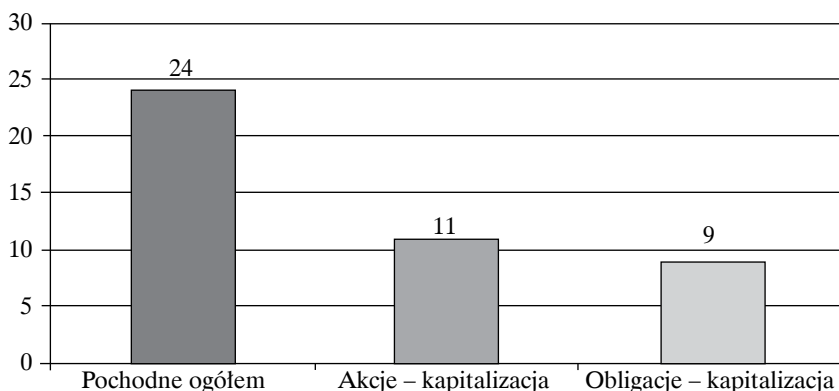
<sup>2</sup> Opcji giełdowych jest około 10% więcej niż pozagiełdowych [Devai, Naacke 2011].



giełdowe i pozagiełdowe, generują ponad dwukrotnie większe przepływy pieniężne niż kasowy rynek papierów wartościowych, wydaje się bardzo prawdopodobna. Nie jest szczególnie ważne podawanie dokładnych szacunków, ponieważ obrót na tych instrumentach jest zmienny i praktycznie nieograniczony żadnymi fizycznymi barierami. W dodatku tempo wzrostu obrotu pochodnymi jest istotnie większe niż pozostałymi instrumentami finansowymi, co pokazuje rysunek 3.

**Rysunek 3**

**Średni roczny wzrost wartości kontraktów na globalnym rynku finansowym w latach 1995–2007 (w %)**



Źródło: Devai, Naacke [2011 s. 8].

Sam obrót pochodnymi generował także pewien strumień pieniędzy. Koszt obrotu pochodnymi (opłata na 1 mln euro kontraktu) wynosiła na giełdach 7 euro (w tym giełda i depozyt – 3,2, brokerzy – 3,8), na OTC–55 euro [*The Global Derivatives Market...*, s. 31].

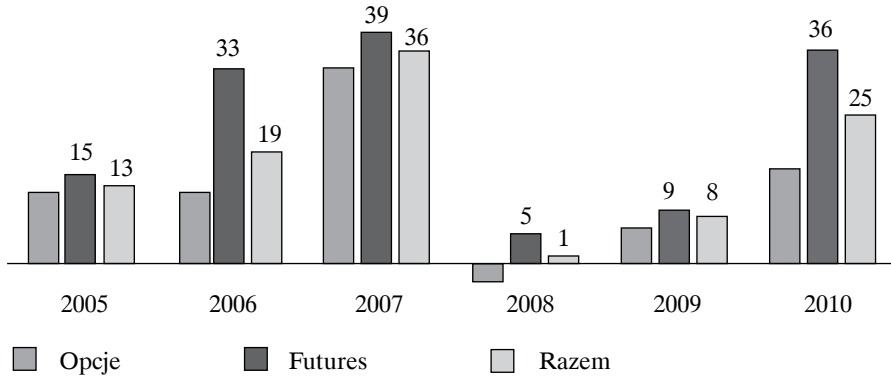
W ostatnim czasie obrót pochodnymi wzrasta dwukrotnie szybciej niż w najlepszym dla rynku kasowego okresie. Gdyby to tempo się utrzymało, po pięciu latach przewaga się podwoi i przepływy pieniądza związane z pochodnymi będą co najmniej trzy lub nawet cztery razy większe od obrotów spot. Będzie to stanowiło wielki problem dla stabilności systemu finansowego.

Pochodne mają pod tym względem kilka niedobrych cech. Pierwszą jest to, że wielkość kontraktów może być generowana dowolnie. Są one swoistą stawką w grze. Wielkość stawki zależy wyłącznie od graczy, tzn. od ich zasobów gotówkowych, jakie mogą przeznaczyć, i motywacji do gry. To zaś są elementy subiektywne, niezwiązane bezpośrednio z obiektywnymi parametrami, jak np. produktywność przedsiębiorstwa (zdolność generowania przyszłych zysków) czy walory użytkowe w przypadku dóbr konsumpcyjnych. Tym się więc różnią od akcji czy obligacji, które – przynajmniej w średnich okresach – odpowiadają pewnym wielkościom realnym, takim jak np. wartość przedsiębiorstwa czy rozmiary kredytu udzielonego (przez objęcie emisji) przedsiębiorstwu czy instytucji publicznej.



Rysunek 4

Szybkie odrodzenie – wzrost obrotu instrumentami pochodnymi przed, w trakcie i po kryzysie (w % rocznie)



Źródło: Devai, Naacke [2011 s. 8].

Drugą cechą derywatów jest zależność tylko od wysokości cen. Przepływy związane z pochodnymi nie są prostą funkcją obrotów na rynku kasowym, zależą tylko od aktualnego kursu tych instrumentów. Oczywiście, pośrednia zależność od obrotów ma miejsce, ponieważ zwykle przy wzroście obrotów ceny akcji, obligacji itp. rosną. Jest to jednak zależność co najwyżej typu stochastycznego.

Trzecią, najbardziej kłopotliwą własnością derywatów jest wysoka dźwignia finansowa. Płynne instrumenty finansowe mają dzienną zmienność na poziomie kilku procent, z tym, że zmiany na poziomie 5% uważa się już za bessę (w dół) i lub hossę na rynku (w górę). Zwykle są to zmiany rzędu 1–2%. Biorąc pod uwagę przedstawione wyżej szacunki, jeśli dotychczasowy wzrost obrotów derywatami się utrzyma, za kilka lat te zmiany będą powodowały fluktuacje przepływów pieniądza związanego z derywatami rzędu 400%, a całego systemu finansowego – nieco ponad 300% w stosunku do obecnego poziomu. Rachunek jest prosty i można go przedstawić następująco:

- wzrost cen o 1% powoduje wzrost przepływów na rynku kasowym (akcje i obligacje) o 0,8%, co wynika z relacji obrotów i płynności tych instrumentów;
- przepływy związane z derywatami są obecnie około dwa razy wyższe od przepływów kasowych;
- w okresie 5–6 lat, przy obecnym tempie wzrostu rynku pochodnych, ta relacja się podwoi;
- relacja przepływów związanych derywatami do przepływów związanych z rynkiem kasowym wyniesie 4:1.

Sam przepływ pieniądza nie jest groźny, jeśli odbywa się w tym samym kręgu. Sztabę złota można sprzedać i kupić tego samego dnia pięć razy i niekoniecznie muszą wynikać z tego jakieś konsekwencje dla lokalnego rynku. Jeśli transakcje będą miały charakter zabezpieczający lub uczestnicy rynku będą mieli zamknięte pozycje netto, to przy niskim ryzyku kredytowym, nic złego nie powinno nastąpić.

Powszechnie pozamykane pozycje oznaczają także brak zagrożenia negatywnym działaniem dźwigni finansowej. Gdy nadzór finansowy ograniczy inne elementy ryzyka kredytowego (jak np. pożyczanie przy zbyt niskim wskaźniku płynności), zagrożenie zapaścią finansową jest niewielkie.

Problemem mógłby być czysto spekulacyjny obrót pochodnymi (otwarte pozycje). Z danych IMF wynika, że w USA w 97% wartości kontraktów pochodnych stroną jest jeden z pięciu największych banków tego kraju [*United States...* 2010]. Prawie cała reszta to inne banki. Rekomendacje ostrożnościowe nie pozwalają mieć otwartych pozycji dłużej niż jeden dzień roboczy.

Warto także dodać, że nie należy bynajmniej obrotów pochodnymi, zabezpieczających pozycje na rynku kasowym, uznawać za stabilne. Nie ma żadnych twardych zasad, określających jakiś poziom zabezpieczenia, który jest konieczny. Zabezpieczenie chroni przecież przed groźnymi co do rozmiarów stratami, ale też odbiera nieoczekiwane wysokie zyski. Ponadto wielkość zabezpieczenia powinna zależeć nie tyle od wysokości stosownych aktywów, co od zmienności ich cen. W okresie spokojnego wzrostu wielkość zabezpieczenia powinna być mniejsza, w okresach zawirowań globalnego rynku – większa. Towarzyszyć temu będzie ściąganie gotówki bądź jej uwalnianie. Rezultatem tego ostatniego będzie inflacja lub, jak to się teraz dzieje, nadmierne depozyty w bankach centralnych, spowodowane utrzymującym się stanem niepewności w komercyjnych instytucjach finansowych.

Fluktuacje przepływów na rynku pochodnych mogą więc być bardzo duże. Teoretycznie rzecz biorąc, instrumenty te mogą w ogóle w pewnym okresie przestać istnieć. Praktycznie, co prawda, nie ma szans na takie zdarzenie, ale ten teoretyczny wariant pokazuje potencjał zmian. Zamknięcie pozycji na instrumencie pochodnym kończy jego istnienie. Nie można zaś tego zrobić na rynku wtórnym akcji czy obligacji. Aby tutaj instrument zniknął, trzeba go umorzyć, co zdarza się bardzo rzadko. Ponadto pochodne, będące w znakomitej większości instrumentami krótkookresowymi (do kilku miesięcy), znikają same, nawet jeśli nie wystąpi zamknięcie pozycji wskutek zawarcie transakcji odwrotnej. Niekoniecznie też muszą być odtwarzane na tym samym poziomie co poprzednio. W tej sytuacji falowanie zainteresowania spekulacjami na tym wielce ryzykownym rynku ma znaczący wpływ na wielkość strumieni pieniędzy na całym rynku finansowym. Zwiększenie spekulacji, ze względu na depozyty zabezpieczające, będzie absorbowало pieniądze, zmniejszenie – będzie go uwalniało.

Pieniądze z depozytów, oczywiście, nie są trzymane w skarpecie, lecz w banku, co teoretycznie powinno generować strumień pieniądza w sektorze pozabankowym, czyli zasilać inwestycje i konsumpcję. W rzeczywistości jest to jednak bardzo gorący pieniądz. Nawet jeśli w wymiarze makroekonomicznym jego wielkość się nie zmienia, to w wymiarze mikroekonomicznym – jak najbardziej. Każdy bank, przechowujący własne lub cudze depozyty, zabezpieczające pozycje na pochodnych, ma świadomość ich potencjalnej nietrwałości. Powinien więc utrzymywać odpowiednio większe rezerwy gotówkowe. Jeśli depozyt się uwalnia, to bank, który go przechowuje musi być przygotowany na przekazanie gotówki właścicie-

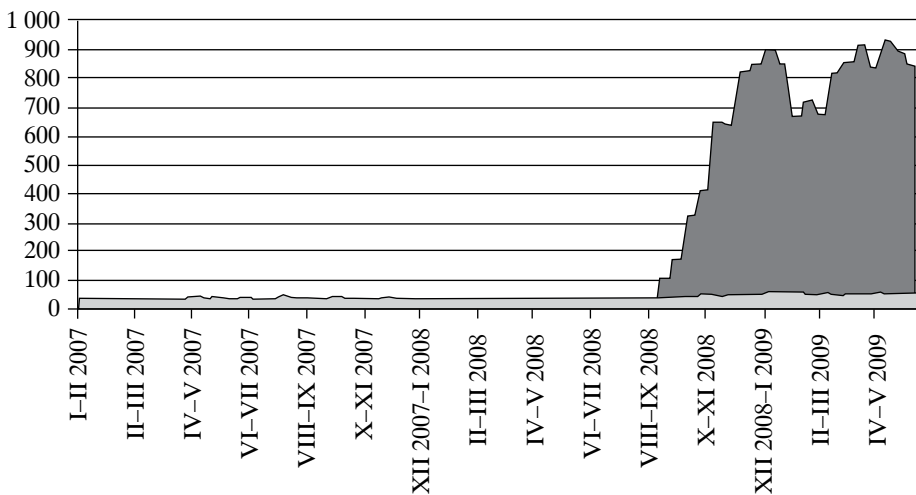
lowi. Musi ona istnieć fizycznie, a nie w postaci lokat w jakiegokolwiek, nawet płynne aktywa.

Na spokojnym rynku bank może dość dokładnie szacować wielkość rezerwy gotówkowej, niezbędnej dla nieoczekiwanych płatności. Pojedyncze płatności są nieprzewidywalne, jednak masowe zachowania na rynku – w większości tak. Jeśli jednak rynek jest niespokojny, nawet w procesach masowych zdarzają się nieoczekiwane zwroty i nawroty, co powoduje głód gotówki albo względny nadmiar pieniądza.

Takie zmiany, gdy nagle gotówka z króla staje się pariasem i odwrotnie, następują zadziwiająco szybko. Za szybko, aby miało to wpływ na procesy realne. Tak więc pieniądz się pojawia i znika, ale nie powoduje to zmian w popycie na dobra i usługi. Widać to m.in. w procesie narastania nadpłynności sektora bankowego w USA (rys. 5).

Rysunek 5

Nadpłynność sektora finansowego w USA, styczeń 2007 r.–maj 2009 r. (w mld USD)



Jaśniejsze pole – rezerwa obowiązkowa banków, ciemniejsze pole – środki ponad rezerwę, lokowane w banku centralnym.

Źródło: Keister, McAndrews [2010].

Jedną z przyczyn istniejącej w USA wysokiej nadpłynności systemu bankowego jest głęboka niewiara w efektywność długookresowego chyba nawet średniookresowego inwestowania. Pieniądz „parkuje” na rachunkach gotówkowych. W części jednak musi być za to odpowiedzialny reaktywujący się obrót pochodnymi. Wchłania on gotówkę poprzez regulaminowe depozyty, przetrzymywane później na rachunkach *overnight* w banku centralnym.

Jedną z przyczyn nadpłynności jest utrzymujące się nadal wysokie tempo wzrostu obrotów pochodnymi; nie jest to jednak przyczyna dominująca. Skok

nadpłynności jest nieporównywalny do przyrostu obrotu tymi instrumentami. Idąc jednak tym śladem, warto rozważyć bardziej ogólne przyczyny i konsekwencje obecnych rozmiarów i niestabilności rezerw w systemie finansowym.

Oczywiste jest, że wzrostowi niestabilności musi towarzyszyć wzrost rezerw, w przeciwnym razie brak tego swoistego koła ratunkowego, jakim są stojące do dyspozycji zasoby gotówkowe, prowadziłby do załamania. Nie można bowiem sądzić, że bank centralny w każdej takiej sytuacji wygeneruje niezbędną ilość pieniądza.

Po pierwsze, bank centralny reaguje na potrzeby rynku, a nie pojedynczych instytucji finansowych. Inaczej mielibyśmy do czynienia z nadzwyczaj miękką polityką finansową. Brak zaś gotówki pojawia się jako skutek niewłaściwej gospodarki pewnych instytucji finansowych, które – jak Lehman Brothers – wywołały efekt domina i zapaść w globalnym świecie finansowym. Po drugie, bank centralny jest w stanie racjonalnie reagować tylko na długofalowe procesy, wyraźne, katastrofalne zagrożenia. W rezultacie system finansowy musi sam stworzyć narzędzie zabezpieczenia. Bank centralny, wspólnie z innymi instytucjami nadzorującymi, może jedynie naciskać na wprowadzenie bardziej restrykcyjnej procedury ostrożnościowej. Nie ma jednak w ogóle mowy, aby samodzielnie tworzone przez banki rezerwy zastąpił swoją własną działalnością.

Jeśli system finansowy musi zwiększać rezerwy wskutek fluktuacji istotnych czynników, to obie rzeczy na raz (fluktuacje i rosnące rezerwy) będą nie tylko absorbowały pieniądź, ale także go uwalniały. System skazany jest zatem na rosnącą niestabilność. W coraz większym zakresie będzie ona generowana przez zmiany intensywności gry na derywatach.

Co będzie określać tę intensywność, trudno powiedzieć. Obrót pochodnymi jako całość, z formalnego punktu widzenia, nie powinien np. zależeć od koniunktury. Przy koniunkturze czy dekoniunkturze jedni tracą, drudzy zyskają, jest to bowiem gra o sumie zerowej. W rzeczywistości jednak ważną rolę odgrywa tu czynnik psychologiczny. Lepszej koniunkturze towarzyszy wzrost optymizmu, co z kolei pociąga za sobą większą skłonność do ryzykownych operacji, w tym na derywatach. Pokazują to zresztą statystyki z szczytowych okresów koniunktury (patrz rys. 3). Wychodzi więc na to, że bąblom spekulacyjnym na rynku kasowym będą towarzyszyć rosnące obroty pochodnymi.

W dłuższym jednak okresie najważniejsze jest to, ile mogą zarobić na tych operacjach główni gracze rynkowi. Jeśli dużo, to będą promować transakcje pochodnymi i koncentrować na nich uwagę pozostałych graczy. I jak się wydaje, taka sytuacja właśnie ma miejsce.

Otóż na rynku pochodnych, choć jest to gra o sumie zerowej, przewagę mają szybsi inwestorzy, więc ci, do których szybciej docierają informacje i którzy łatwiej mogą zamknąć swoje pozycje. Tego rodzaju przewaga ma charakter trwały i przypisuje się ją instytucjom finansowym. Ponieważ nie ma powodów, by jednostkowe straty czy zyski zależały w jakikolwiek sposób od kierunku zmian cen lub przewidywań, w każdej sytuacji instytucje te będą oferowały swoim klientom zaangażowanie w operacje pochodnymi.

Skutek tego zjawiska nie jest jednoznaczny. Wzrost obrotów pochodnymi, ze względu na zabezpieczenia, absorbuje pieniądź, przede wszystkim typu *M1*. W pewnym zakresie będzie on ściągnięty z realnej gospodarki, uszczuplając podaż kredytów i ograniczając popyt na papiery dłużne. W przypadku spadku obrotów pochodnymi pieniądź ten będzie się uwalniał. Jeżeli – jak na to wszystko wskazuje – następować to będzie w okresie dekoniunktury, uwolniony pieniądź powinien zasilać słabnącą akurat gospodarke.

Jak jednak pokazuje rysunek 4, zasilenie to nie następuje. Przyczyny wydają się oczywiste. Dodatkowy pieniądź jest ważny, ważniejsze jednak jest, by przedsiębiorstwa, konsumenci i pozostali aktorzy chcieli ten pieniądź wykorzystać. Pieniądź pożyczony będzie trzeba przecież kiedyś oddać, a to znaczy, że przewidywania co do przyszłości muszą być dobre. Musi istnieć nadzieja, że się zarobi. I właśnie o to przy dekoniunkturze jest najtrudniej. Przedsiębiorcy muszą mieć optymistyczną wizję popytu, a więc – na zasadzie pozornego paradoksu – przy dekoniunkturze powinni wierzyć w koniunkturę. Nie jest to niemożliwe, ale trudne i, jak widać, polityka taniego pieniądza nie wystarcza. Bardzo ważne w tej sytuacji stają się inwestycyjne wydatki publiczne, ale o tym będzie mowa w dalszej części artykułu. Obecnie sprawy w tym zakresie nie są tak proste jak za czasów J.M. Keynesa.

Znacząca część globalnego pieniądza (walut wymiennalnych), wchłaniana jest obecnie przez gry finansowe, a ściślej – trzymana w wymaganych przez nie depozytach. Gdy intensywność gry maleje, pieniądź oczekuje na wejście do gry, „zaparkowany” na krótkoterminowych depozytach systemu bankowego i banku centralnego. Opornie włącza się w zasilenie gospodarki.

Zjawisko to ogranicza ogromną podaż papierów dłużnych, wynikająca ze skokowego wzrostu długu publicznego na świecie. Jak na razie nie było większych problemów z jego ulokowaniem. Jak zwykle bowiem awersja do ryzyka po kryzysie znacznie wzrasta. Obligacje, należące do papierów o relatywnie małym ryzyku, cieszą się w takim czasie dużym powodzeniem. To zainteresowanie powinno jednak z czasem maleć, przede wszystkim ze względu na konieczność utrzymywania niskich stop procentowych. To, co było dobre na przetrwanie, później nie będzie wystarczać. Na to zaś, aby stopy procentowe w najbliższych latach rosły, szanse są małe, ponieważ (jak wspomniano) zrujnowałoby to budżety kluczowych dla światowego systemu finansowego państw (por. rys. 1). Istnieje też opinia, że pogrzebałoby to nadzieję na oczekiwany wzrost gospodarczy.

O ile więc obecnie problemy z destabilizującą system grą finansową nie są mocno odczuwane, o tyle w ciągu najbliższych lat wydają się nieuniknione. Gra finansowa, ze względu na niezależność od kierunku zmian koniunktury (w dół czy w górę), znowu stanie się bardziej atrakcyjna, ciekawsza od rynku akcji. Tu, mimo możliwości krótkiej sprzedaży, kierunek koniunktury jest bardzo ważny. Zasoby „szybkiego” pieniądza *M1* będą pulsować z coraz większą siłą, wchodząc i wychodząc z rezerw zabezpieczających pozycje na spekulacyjnych instrumentach pochodnych. Tym bardziej że chętnych do gry przybywa. Globalne kasyno będzie przechowywało coraz więcej gotówki jako równowartość żetonów, którymi stały się instrumenty pochodne.

### 3. Przyrost zasobów *casino capitalism*

Ostrożność jest powszechną cechą inwestorów. Istnieje od wieków margines ryzykantów marzących o interesie życia, który poprzez wysoką dźwignię finansową pozwoli im przez długie lata prowadzić życie zasobnych rentierów. W większości jednak mamy do czynienia z racjonalnym zarządzaniem ryzykiem, którego elementy oparte są na instynkcie przetrwania. Tak więc ryzyko obniżenia standardu życia jest wyżej oceniane niż ryzyko utraty posiadanych środków rezerwowych. Trzeba więc mieć środki, które nie są niezbędne dla realizacji podstawowych, życiowych przedsięwzięć. Ewentualny stres jest silniej związany ze stratą istotnej części zasobów, niż jest wynikiem straty na określonej inwestycji. Jeżeli zainwestujemy bagatelną kwotę, to strata, nawet relatywnie duża (np. 90%, gdy ze 100 zł stracimy 90 zł) uznana zostanie za bagatelną.

Wartość kwoty, której utrata jest nieznacząca, zależy przede wszystkim od zasobów finansowych inwestora. Do ryzykownej, obiecującej wysoką dźwignię finansową gry będą przystępować przede wszystkim ludzie bogaci, zasobni w dobra materialne i płynne środki. Ta koniunkcja jest istotna, ponieważ osoby ubogie, których zasoby mają przede wszystkim charakter materialny (domy, samochody itp.), będą raczej skłonne lokować pozyskiwane pieniądze w te właśnie dobra, w celu poprawy statusu materialnego. Osiągnięcie satysfakcjonującego poziomu życia trwa latami. Czasem staje się on zbyt wysoki (np. za duży dom po wyprowadzeniu się dzieci), jednak zakumulowane w postaci materialnej środki niełatwo i niechętnie przekształcają się w płynny pieniądz, pozwalający uczestniczyć w grze. Inaczej rzecz ujmując, gracie finansowi rekrutują się zwykle spośród osób zamożnych, ustabilizowanych i jednocześnie aktywnych życiowo. Stabilizacja materialna wiąże się z wiekiem, ale u osób z górnego decyla najzamożniejszych próg wiekowy czynnego uczestnictwa w spekulacyjnych operacjach finansowych ulega obniżaniu.

Z punktu widzenia całej gospodarki długookresowy wzrost dochodów powinien prowadzić zarówno do powszechnego wzrostu bogactwa materialnego, jak i zasobów płynnych środków. Jest to niewątpliwie prawda, ale istotny jest także inny czynnik, tj. poziom rozwarstwienia dochodowego. Koncentracja dochodów i bogactwa będzie prowadzić do ciągłego wzrostu ilości środków, które można zaangażować w gry rynkowe. Mimo bowiem teoretycznie nieograniczonego wzrostu konsumpcji (jachty, posiadłości ziemskie, biżuteria itp.), niewielka tylko część bogatych ludzi podąża w kierunku ostentacyjnego bogactwa. Badania T. Stanleya przeprowadzone na próbie obejmującej ponad tysiąc milionerów amerykańskich pokazują, że jako grupa żyją oni na niższym poziomie niż powołana na to ich status finansowy i są bardzo skrupulatni w rozliczeniach dotyczących nawet niewielkich sum. Mają za to bardzo duże oszczędności [Stanley 2000].

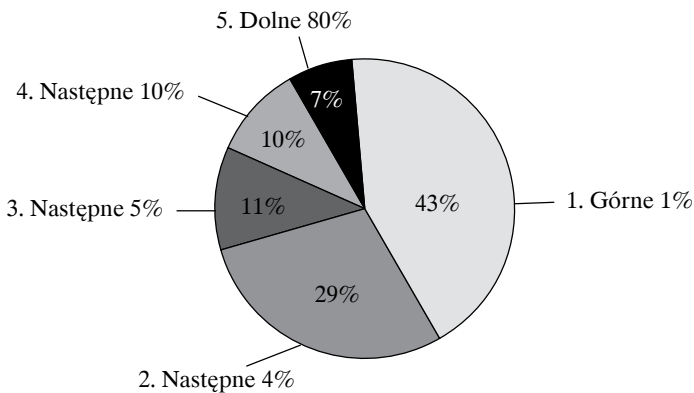
Korespondują z tym dane o rozkładzie oszczędności w Stanach Zjednoczonych, przedstawione na rysunku 6.

Jak tu widać, 1% najbogatszych ma niewiele poniżej połowy wszystkich oszczędności, a 80% społeczeństwa ma zaledwie 7% zasobów finansowych.

Oszczędności są więc bardzo mocno skoncentrowane w portfelach najbogatszych. Co ciekawsze, proces koncentracji oszczędności nie wydaje się wyhamowywać. Nawet ostatni kryzys, mimo że przyniósł dość duży spadek wartości aktywów finansowych i z konieczności najbardziej dotknął tych, co posiadali ich dużo, nie stał się bynajmniej przełomem. Relatywnie więcej stracili najlepiej sytuowani. Okazuje się jednak, że w perspektywie kilkuletniej niewiele to zmieniło. Dalej prawdziwa jest teza, że praktycznie tylko bogaci się wzbogacili (1%), natomiast prawie cała reszta społeczeństwa (90%) straciła.

**Rysunek 6**

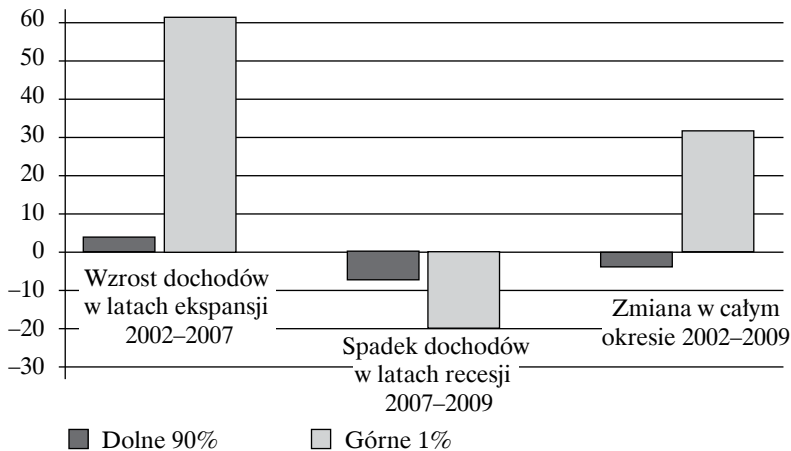
**Zasoby finansowe ludności w USA według grup dochodowych w 2008 r. (w %)**



Źródło: Sherman, Stone [2010].

**Rysunek 7**

**Zmiany w dochodach ludności USA w latach 2002–2008 (w %)**

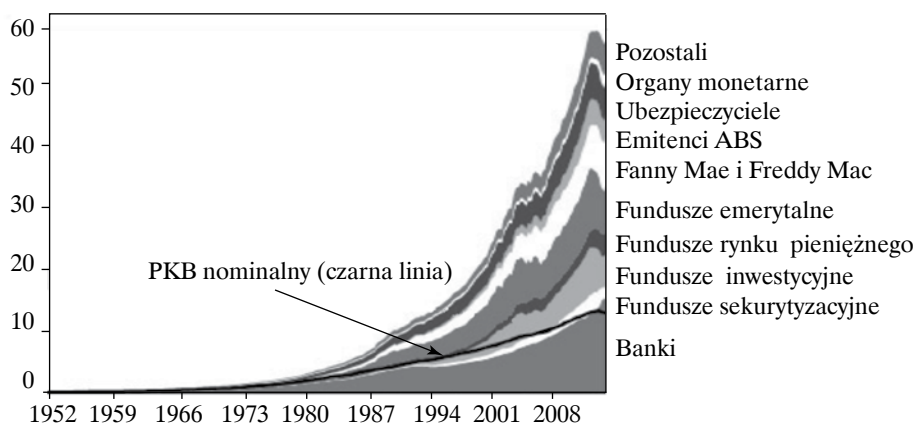


Źródło: Shaw, Stone [2010].



Wzrostowi dochodów najbogatszej grupy społecznej towarzyszył wzrost spekulacji na walorach finansowych, powodując wzrost ich cen. To niewątpliwie uatrakcyjniło grę finansową. Wzrost wartości aktywów finansowych w USA na tle wzrostu PKB przedstawia rysunek 8.

**Rysunek 8**  
**Aktywa finansowe w USA latach 1952–2008 (w bln USD)**



Źródło: Leonhardt [2011].

Stany Zjednoczone są najważniejszym ośrodkiem finansowym na świecie (1/3 globalnych zasobów kapitałowych i prawie połowa kontraktów pochodnych świata w 2007 r., wiodąca rola dolara w sferze walut wymiennalnych). Stąd procesy zachodzące na rynku finansowym w USA w istotny sposób wpływają na resztę globalnej gospodarki. W innych krajach też ma miejsce wzrost zróżnicowania w rozkładzie dochodów i bogactwa.

Z danych Eurostatu wynika, że w ostatnich pięciu latach zróżnicowanie dochodów nieznacznie wzrosło w bogatszej części Unii (UE-15), podczas gdy w całej Unii (UE-27) nieznacznie zmalało. W latach 2000, 2005 i 2009 relacja górnego do dolnego kwintyla dochodowego kształtowała się w wybranych krajach UE następująco:

**Tabela 1**  
**Zróżnicowanie dochodów w wybranych krajach Unii Europejskiej**  
**(relacja najwyższego do najniższego kwintyla)**

Kraj	2000	2005	2009
UE-27	·	5,0	4,9
UE-15	4,5	4,8	4,9
Bułgaria	3,7	3,7	5,9
Dania	·	3,5	4,6

Niemcy	3,5	3,8	4,5
Grecja	5,8	5,8	5,8
Hiszpania	5,4	5,5	6,0
Francja	4,2	4	4,4
Holandia	4,1	4,0	4,0
Rumunia	4,5	4,9	6,7
Finlandia	3,3	3,6	3,7
Szwecja	.	3,3	3,7
Szwajcaria	.	.	4,6
Belgia	4,3	4	3,9
Włochy	4,8	5,6	5,2
Węgry	3,3	4,0	3,5
Austria	3,4	3,8	3,7
Polska	4,7	5,6	5,0
Portugalia	6,4	7	6,0
Wielka Brytania	5,2	5,9	5,2
Norwegia	3,3	4,1	3,5

Źródło: Eurostat [2010].

Na ile ta wspólna tendencja wzrostu nierównomierności rozkładu dochodów w bogatszych krajach Europy jest trwała, trudno stwierdzić. W przedstawionym zestawieniu nie ma informacji o górnym 1%, a więc nie sposób określić, na ile sytuacja w tej części świata odpowiada amerykańskim wzorcom koncentracji dochodów i oszczędności. Dane także są bardzo trudno dostępne, w niektórych krajach (w tym w Polsce) nie ma ich w oficjalnych statystykach. Można mieć nadzieję, że się pojawią, raczej jednak trzeba na to poczekać kilka lat.

W Polsce, gdzie zróżnicowanie dochodów w 2005 r. należało do najwyższych wśród krajów UE w ostatnich latach, dała się zauważyć lekka tendencja odwrotna. Widać to po zmianach współczynnika Giniego oraz udziałach najbogatszego decyla w ogólnej sumie dochodów ludności.

**Tabela 2**  
**Zróżnicowanie dochodów ludności w Polsce w latach 2003–2008**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Gini	0,343	0,344	0,345	0,340	0,340	0,339
Udział 10. decyla (w %)			26,6	26,5	26,9	26,3

Źródło: GUS [2008].

Gdyby ta tendencja miała charakter trwały (względne zróżnicowanie nie powiększałoby się), byłby to pozytywny symptom, nie tylko ze względów społecznych. Optymizm nie może być jednak za daleko posunięty. Brak jest danych za lata 2009–2010, od kiedy zlikwidowano trzeci próg podatkowy, obejmujący relatywnie najlepiej zarabiających. Wydaje się, że zwiększyło to raczej zróżnicowanie dochodowe.

Jak wykazano, zróżnicowanie dochodów sprzyja angażowaniu się w spekulacje finansowe. Oczywiście przesadą byłoby stwierdzenie, że w Polsce stanowi to zagrożenie dla gospodarki. Dla naszego kraju istotne są inne czynniki, w szczególności struktura popytu bogatszej i biedniejszej części społeczeństwa. Ta pierwsza ma wyższą skłonność do kupowania dóbr luksusowych, w większości nie produkowanych w kraju. Najbogatsi w istotnie mniejszym stopniu wspierają popyt wewnętrzny w porównaniu z biedniejszymi. Względnie równomierne bogacenie się społeczeństwa jest więc lepszym stymulatorem gospodarki i równowagi zewnętrznej niż rozwój, któremu towarzyszy wzrost nierówności dochodowych.

Zasady tej jednak nie należy generalizować zbyt szeroko. Wydaje się ona nie obowiązywać w ekstremalnych sytuacjach, tzn. zarówno w bardzo biednych społeczeństwach (np. Afryka Środkowa), jak i bardzo bogatych (Szwajcaria). W pierwszym przypadku na dobra wytwarzane przy użyciu współczesnej techniki nie ma prawie w ogóle popytu, ponieważ praktycznie żadna grupa społeczna nie ma środków na ich zakup. W drugim przypadku, jeśli bogactwo społeczeństwa zapewnia zaspokojenie nawet dość wysokich aspiracji konsumpcyjnych (mieszkania, zasiłki, dostęp do oświaty i służby zdrowia itp.), zróżnicowanie dochodowe ma relatywnie małe znaczenie, ponieważ nie prowadzi ono do znaczących różnic w przeciętnych wydatkach na dobra wytwarzane w gospodarce. Bardzo bogaci będą przeznaczać znaczne sumy na dobra rzadkie, jak biżuteria, obrazy itp., ale pranie będą robić w takich samych pralkach jak ludzie żyjący z zasiłku. Zwiększenie dochodów jednych i drugich słabo przekształca się w zakupy dóbr przemysłowych czy rolniczych, ponieważ jedni i drudzy „mają wszystko”.

Problem zróżnicowania dochodów pojawia się natomiast poza grupą bardzo biednych. W krajach nieco zasobniejszych dochody najbogatszych mogą być w początkowej fazie lokomotywą wzrostu, jednak tylko do momentu, gdy konsumenci zaczną przestawiać się na dobra importowane. Jeżeli proces dywersyfikacji będzie się pogłębiał, popyt wewnętrzny zacznie popadać w stagnację.

Sytuację może poprawić eksport (przypadek Chin), ale dla mniejszych krajów jest to raczej trudny przykład do naśladowania. W Chinach popyt wewnętrzny jest wystarczająco duży. Fabryka wytwarzająca kilkaset tysięcy rowerów może cały ten towar ulokować na rynku krajowym, opłaca się więc zainwestować w nowoczesną i wydajną technologię. Daje to dobre podstawy do wyjścia na rynki zagraniczne. Mniejszy kraj, w którym popyt wewnętrzny jest mały, nie tyle w relatywnych, co w bezwzględnych wartościach, aby produkować w efektywnej skali, musi od początku stanąć do walki ze światową konkurencją. Tylko w wyjątkowych przypadkach może się to udać.

W większości krajów średnio rozwiniętych (szczególnie takich jak Polska) popyt wewnętrzny będzie kluczowy dla rozwoju. Rosnące zróżnicowanie dochodów,

polegające na przyspieszonym wzroście dochodów najbogatszych, będzie zwiększać nadproporcjonalnie zapotrzebowanie na zagraniczne, luksusowe dobra i jednocześnie pozwoli kierować zasoby oszczędnościowe ku grze finansowej. Będzie więc ograniczać popyt na produkcję krajową, stając się coraz bardziej hamulcem wzrostu gospodarczego.

Niekorzystne oddziaływanie wysokiej dywersyfikacji dochodowej nie powinno wystąpić w krajach bogatych. Generalnie wydaje się to prawdą, jednak nie wszędzie. O ile bowiem trudno uznać ten problem za istotny we wspomnianej Szwajcarii czy krajach skandynawskich, to jednak w USA występuje on jak najbardziej. Tam bowiem od czterdziestu lat dla 50% społeczeństwa nie zanotowano praktycznie wzrostu dochodów realnych, dla 80% wzrost ten był znikomy (0,7%) [DeNavas-Walt, Proctor, Mills 2004]. Bogacili się najbogatsi. Według R. Rajana (były główny ekonomista MFW) w tym czasie 58 centów z każdego dolara przyrostu dochodów trafiało do 1% najbogatszych [Rajan 2010].

Przykład USA pokazuje, że silny wzrost zróżnicowania dochodowego specyficznie kształtuje popyt wewnętrzny. Przez bogacenie się najbogatszych dosyć szybko następuje przejście z fazy zwiększającego się zapotrzebowania na wytwarzane towary konsumpcyjne do fazy, w której obiektem zainteresowania jest przede wszystkim gra finansowa i dobra rzadkie, których wartość nie jest ukształtowana przez wartość włożonej w nie pracy.

Jak się wydaje, klasyczne modele malejącego krańcowego przyrostu konsumpcji są dalej aktualne. Proces spowolnienia konsumpcji jest więc nieuchronny, ale może być dodatkowo przyspieszany przez wzrost zróżnicowania dochodów. Będzie to tym bardziej odczuwane, im bogatszy jest dany kraj.

Obecnie w krajach rozwiniętych mamy do czynienia z ograniczeniem wzrostu płac realnych. Przede wszystkim dzieje się to wskutek osłabienia pozycji pracobiorców, a czynniki tego osłabienia to przede wszystkim:

- przesunięcie znacznej części zasobów pracy do rozdrobnionej (bardziej niż przemysł) sfery usług, gdzie o zorganizowaną siłę pracowników najemnych jest trudno;
- globalizacja produkcji i możliwości przesunięcia miejsc wytwarzania, co jest zarówno zjawiskiem obiektywnym (przesunięcie ku tańszym czynnikom wytwarzania), jak i subiektywnym, tj. używanym jako element psychologicznego szantażu.

W ten sposób siła kontroli nad zasobami pracy przesuwa się w stronę pracodawców, co jest źródłem przesunięć w strukturze dochodów na rzecz bogatych. Presja na wzrost dochodów jest dalej silna, tyle że wskutek słabnącej pozycji pracobiorców dochód przechodzi od nich na korporacje, a dalej – na akcjonariuszy spółek. Słabnący jednak nadzór właścicielski (rozproszenie akcjonariatu dużych firm) powoduje, że beneficjentami są przede wszystkim bezpośredni zarządzający, czyli główni menedżerowie i członkowie zarządów.

Proces ten odbywa się ze szkodą dla popytu wewnętrznego, można więc rozważać możliwości przeciwdziałania. Praktycznie w grę wchodzi tu jedynie progresywna polityka fiskalna, której konsekwencje w tej dziedzinie nie wydają się jednak jednoznaczne.

Otóż można rozważyć zmianę stawek podatkowych w kierunku silnej progresji. Jeśli jednak zmiana ta prowadziłaby tylko do przesunięcia obciążeń, a nie zwiększała ogólnej kwoty poboru, można wątpić, czy doprowadziłaby do rzeczywiście pozytywnych efektów popytowych. Teoretycznie więcej pieniądza trafiłoby do grupy silnie zainteresowanej wzrostem konsumpcji, mniej – czystą grą finansowa. Teoretycznie korporacje powinny być wtedy zainteresowane zatrudnieniem większej liczby pracowników o niższych zarobkach, a mniejszej liczby pracowników o wysokich zarobkach.

Choć wspomniany proces jest logiczną sekwencją zdarzeń, to jednak jego zaistnienie jest raczej życzeniem. Polityczne ryzyko wprowadzenia wyższej progresji (utrata elektoratu) jest ogromne. Nawet jeśli mniej bogaci na tym by skorzystali, lobby bogatych będzie przekonywać (zazwyczaj skutecznie), że jest to wzrost obciążeń podatkowych w ogóle, pod hasłem: „państwo znowu sięga do naszej kieszeni”. Wymyślić więc taką regulację łatwo, wprowadzić – niezwykle trudno. Aby się udało, trzeba szczególnie korzystnych warunków społeczno-politycznych.

Takie warunki nie powstają na życzenie. Nie wydaje się, aby istniał związek między potrzebą restrukturyzacji dochodów a możliwością dokonania tej operacji. Jeśli więc upierać się tylko przy tym rozwiązaniu, wypadałoby się pogodzić z patowym wariantem sytuacji. A więc:

- aby skierować strumień pieniądza z gry finansowej na dobra i usługi materialne, trzeba zmienić strukturę dochodów, pozwalając zwiększyć wydatki niżej zarabiających, kosztem bardzo bogatych;
- dokonanie takiej operacji jest mało realne, ponieważ decydenci (parlamentarzyści, kierownictwo partii politycznych) reprezentuje tę ostatnią grupę bądź przez nią jest finansowane.

Wyjściem z tego pata jest sięgnięcie po inne metody zwiększenia popytu na dobra materialne niż restrukturalizacja dochodów indywidualnych. Aby konsumpcja stała się ponownie motorem wzrostu, warto ją zwiększyć, niekoniecznie jednak na obszarze wydatków prywatnych. Można bowiem również próbować zwiększyć wydatki publiczne. Jednak jest to obecnie znacznie trudniejsze niż w czasach J.M. Keynesa.

#### **4. Konsumpcja a wzrost**

Równowaga gospodarcza wymaga, aby wytworzone dobra były spożytkowane, a więc praktycznie – kupione. Dla gospodarki o zbilansowanej wymianie zagranicznej oznacza to, że wzrostowi produktu końcowego gospodarki powinien towarzyszyć taki sam przyrost konsumpcji i inwestycji.

Jak wiadomo jednak, inwestorzy nie przejmują się zbyt ogólną wielkością inwestycji w gospodarce, przede wszystkim szacują przyszły popyt na własne wyroby. Z makroekonomicznego punktu widzenia istotne są więc przewidywania przyszłego popytu końcowego, ciągnącego za sobą zapotrzebowanie na pozostałe

dobra. W sumie więc, przy względnie stałym współczynniku efektywności inwestycji, w takiej zbilansowanej na zewnątrz gospodarce wzrost produkcji musi być bliiski wzrostowi konsumpcji. Jeśli jest inaczej, gospodarka taka musi być albo eksporterem netto, albo importerem netto.

Niewątpliwie taką autonomiczną gospodarką jest gospodarka światowa, a w zasadzie trójkąt najbardziej rozwiniętych krajów (Europa, USA, Japonia i azjatyckie tygrysy) plus Chiny. Także jednak bliski temu system, ze względu na zbilansowanie przepływów towarowych i pieniężnych, tworzy sama Unia Europejska. Podobnie, z oczywistych względów, musi być w drugiej części tego „świata”, tj. w układzie: USA, Japonia, Chiny.

Z wymienionych państw tylko w Chinach popyt zewnętrzny jest znaczący (podstawowy nawet) dla gospodarki. Przed laty takim krajem była Japonia, dopóki nie dołączyła do grupy najbogatszych, a rosnące koszty produkcji istotnie ograniczyły ekspansję eksportową. W przyszłości to też prawdopodobnie czeka Chiny, bo przy rozmiarach tego kraju i długotrwałym wzroście produkcji, po prostu nie będą mieli do kogo ten eksport kierować.

Kraje rozwinięte jako grupa muszą dynamizować popyt wewnętrzny. Jest to niezbędne oczywiście dla rozwoju, łatwo jednak wykazać, że jest to niezbędne nawet do utrzymania istniejącego poziomu produkcji i dochodów, czyli także istniejącego *status quo*.

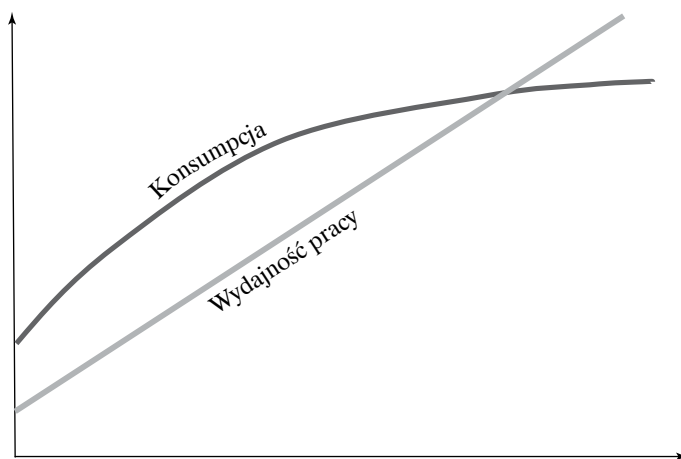
Trzeba przyjąć, że wydajność pracy ma skłonność do ruchu tylko w jedną stronę, tzn. do wzrostu. Jeśli wydajność rośnie, a popyt nie wzrasta, trzeba ograniczać produkcję i zwalniać pracowników, co dalej ten popyt obniża i wprowadza gospodarkę w spiralę kryzysu. Brak popytu może ograniczać przyrost wydajności pracy przez wstrzemięźliwość w instalowaniu nowej i lepszej techniki wytwarzania, jednak przy konkurencyjnym rynku zjawisko takiego samoograniczenia może mieć niewielką skalę i raczej przejściowy charakter. Najlepiej by było, gdyby konsumpcja rosła tak jak wydajność pracy. Z tym jest jednak trudno.

Potwierdzająca się stale hipoteza o malejącej użyteczności przyrostów konsumpcji daje wykres tego procesu w postaci krzywej rosnącej coraz wolniej. Załóżmy teraz (co dalej będzie udowodniane), że w kraju rozwiniętym wydajność pracy rośnie liniowo. Dlaczego tak jest?

Jak przedstawiono nieco dalej (rys. 10), innowacje w postaci nowych wynalazków od długiego czasu mają charakter liniowy. Jeśli przyjąć, że ludzie nie stają się ani bardziej leniwi, ani skłonni do dalszego zwiększania wysiłków (są tu zresztą granice fizjologiczne), wydajność pracy będzie zależała od narzędzi. A te przyrastają w taki właśnie sposób. Co prawda, przedstawiony dalej przyrost jest przyrostem ilościowym innowacji. Jak dotąd jednak nie ma powodu, aby stwierdzić istnienie trendu w ich efektywności, tj. że innowacje są coraz mniej lub coraz bardziej efektywne.

Otóż z charakteru tych linii – konsumpcji i wydajności pracy – wynika, że muszą one gdzieś się przeciąć. Oznaczać to będzie, że wydajność pracy przekroczy przyrost zapotrzebowania na konsumpcję i kaskada zdarzeń kryzysowych nastąpi nieuchronnie.

**Rysunek 9**  
**Teoretyczne rozejście się wydajności pracy i konsumpcji**



Źródło: Opracowanie własne.

Przedstawiony na rysunku wzrost wydajności pracy ma charakter potencjalny, czyli taki, jakby mógł być, gdyby nie było ograniczeń popytowych, surowcowych, ochrony środowiska itp. W rzeczywistości ten wzrost jest hamowany i ograniczany na wiele sposobów i z różną intensywnością w poszczególnych latach. Dane światowe pokazują, że zróżnicowanie dynamiki wydajności jest tak wielkie, iż trudno znaleźć tu jakąś regułę. Żadna z typowych w takiej sytuacji hipoteza, a więc korelacja wydajności z wielkością krajów, strefami świata, poziomem rozwoju itp., nie znajduje tu potwierdzenia. Jest to o tyle zrozumiałe, że w żadnym kraju nie prowadzi się identycznej polityki gospodarczej i żaden z nich nie ma takich samych warunków zewnętrznych i wewnętrznych. Ten niejednorodny obraz zróżnicowania i zmienności dynamiki wydajności pracy przedstawia tabela 3.

Na podobnej zasadzie można byłoby też przedstawić zróżnicowanie dynamiki konsumpcji prywatnej, jednak niewiele by to wniosło dla wnioskowania o długofalowych procesach rozchodzenia się trendów konsumpcji i wydajności pracy.

Dla określenia immanentnej natury tych procesów potrzebne jest pewne postępowanie upraszczające, polegające na próbie wyabstrahowania danego procesu od licznych uwarunkowań zewnętrznych. Jest to pytanie, co by było z wydajnością pracy, gdyby owe czynniki zakłócające nie wystąpiły. Przyjmijmy więc, że – tak jak w inkubatorze – nic nie zakłóca czynników kształtujących wydajność pracy. Co jest w takim razie podstawowym stymulatorem wzrostu?

O wzroście produktu końcowego będzie decydować ilościowy i jakościowy przyrost czynników produkcji. Rozważmy najpierw aspekt ilościowy, tj. jakie są możliwości przyrostu nakładów pracy i kapitału.

W krajach rozwiniętych, ze względu na niewysoki przyrost naturalny, ilościowe zasoby pracy nie rosną znacząco. Nie ma to zresztą znaczenia, ponieważ ze względu na uzyskiwany jakościowy postęp w materialnych czynnikach produkcji,



**Tabela 3**  
**Przyrost produktywności pracy w krajach OECD w latach 2000–2012 (w % w stosunku do poprzedniego roku)**

Kraje	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
OECD	2,87	0,62	1,68	1,77	2,21	1,65	1,71	1,50	-0,01	-1,60	2,77	1,56	1,73
Strefa euro	1,59	0,49	0,37	0,48	1,25	0,90	1,61	1,14	-0,36	-2,18	2,17	1,31	1,41
Australia	0,76	1,51	1,73	1,20	1,30	0,05	-0,16	1,82	-0,70	0,50	0,96	1,52	1,94
Austria	2,32	-0,19	1,74	0,73	1,17	1,31	2,02	1,83	0,19	-2,92	1,30	1,21	1,17
Belgia	1,74	-0,65	1,51	0,75	2,13	0,59	1,49	1,17	-0,92	-2,30	1,59	1,32	1,21
Chile	2,66	2,41	0,22	-0,08	3,10	1,78	3,09	1,81	0,45	-1,43	-1,48	1,94	2,14
Czechy	4,13	1,98	1,27	5,02	3,97	5,29	4,96	3,38	1,05	-2,85	3,71	1,96	2,48
Dania	2,98	-0,20	0,42	1,50	2,93	1,38	1,31	-1,24	-2,72	-1,43	3,98	0,96	0,89
Finlandia	3,18	0,86	0,79	2,00	3,72	1,63	2,45	3,02	-0,58	-5,42	2,99	2,50	2,40
Francja	1,36	0,00	0,44	0,95	2,14	1,40	1,42	0,86	-0,50	-1,31	1,59	0,87	1,30
Grecja	3,02	4,25	1,22	3,50	3,43	0,97	2,53	2,92	0,15	-1,19	-1,54	-0,32	0,79
Hiszpania	-0,04	0,47	0,29	-0,02	-0,26	-0,46	0,10	0,53	1,27	3,13	1,81	0,61	0,50
Irlandia	4,74	2,55	4,90	2,50	1,19	1,05	0,96	1,86	-2,46	0,61	3,57	2,20	0,66
Islandia	2,31	2,17	1,62	2,28	8,21	4,08	-0,48	1,37	0,24	-0,83	-2,87	2,99	1,87
Izrael	5,40	-1,48	-0,80	0,74	3,20	1,44	2,67	0,85	0,15	0,27	0,30	1,01	1,67
Japonia	3,12	0,71	1,55	1,64	2,54	1,50	1,63	1,88	-0,81	-3,67	4,06	1,68	1,65
Kanada	2,68	0,60	0,48	-0,46	1,29	1,61	0,87	-0,09	-0,99	-0,89	1,27	0,68	1,50
Korea Południowa	4,30	1,97	4,27	2,94	2,68	2,60	3,84	3,84	1,67	0,50	4,92	3,31	2,35
Luksemburg	2,74	-2,89	0,85	-0,25	2,13	2,47	1,34	2,07	-3,16	-4,59	1,97	1,58	2,13

cd. tab. 3

Meksyk	3,68	-1,18	-2,21	0,54	0,58	2,55	2,01	1,64	0,36	-6,99	3,19	1,16	1,46
Niderlandy	1,65	-0,13	-0,42	0,84	3,14	1,54	1,67	1,35	0,41	-2,80	2,35	1,81	2,15
Niemcy	1,56	0,92	0,58	0,71	0,34	1,03	2,94	1,10	-0,68	-4,66	3,26	2,08	0,82
Norwegia	2,80	1,61	1,14	1,78	3,56	2,12	-0,92	-0,66	-2,45	-0,81	0,44	1,01	0,52
Nowa Zelandia	1,80	0,00	1,55	1,50	0,81	0,18	-1,38	0,90	-0,79	-0,62	1,20	0,98	2,92
Polska	6,08	3,56	4,57	5,22	3,86	1,21	2,70	2,29	1,30	1,22	2,54	2,53	3,90
Portugalia	1,80	0,15	0,12	-0,34	1,64	1,09	0,92	2,43	-0,43	0,04	2,67	0,85	1,44
Słowacja	3,39	2,89	4,49	3,66	5,27	5,22	6,07	8,28	3,32	-2,36	5,77	3,12	3,37
Słowenia	3,05	2,37	2,41	3,24	3,96	4,68	4,28	3,75	0,95	-6,37	3,41	2,89	2,40
Szwajcaria	2,53	-0,47	-0,14	0,17	2,20	1,86	1,16	1,07	-0,08	-2,53	2,07	0,75	0,99
Szwecja	2,08	-0,70	2,44	3,06	4,45	2,87	2,82	0,94	-1,50	-3,13	3,24	1,76	2,08
Turcja	9,02	-5,67	6,25	6,46	6,80	6,38	4,96	3,39	-1,58	-5,19	2,18	3,32	2,82
USA	2,39	1,23	3,03	2,46	2,49	1,43	0,89	1,06	0,74	1,60	3,26	1,32	1,36
Wielka Brytania	2,72	1,62	1,33	1,84	1,87	1,14	1,89	1,99	-0,80	-3,47	1,75	1,40	1,47
Węgry	3,87	4,23	4,34	3,90	6,05	3,42	2,99	1,08	2,13	-3,97	1,41	2,61	1,80
Włochy	1,90	-0,27	-1,23	-1,42	0,91	0,22	0,14	0,11	-1,60	-3,45	1,41	0,82	0,82

Źródło: GUS [2011, s. 44].

większy przyrost zasobów pracy jest raczej obciążeniem dla gospodarki niż elementem sprzyjającym jej wzrostowi. Pewne znaczenie mają tu takie aspekty, jak wzrost kwalifikacji pracowników, ich mobilność i czynniki kulturowe (zdyscyplinowanie, identyfikacja z przedsiębiorstwem itp.).

Czynniki kulturowe są raczej niezmiennie, kształtują się w bardzo długich okresach; w perspektywie wieloletniej należy przyjąć, że są stale. Jeśli chodzi zaś o kwalifikacje, to zależą one od formalnego wykształcenia oraz zdobytego doświadczenia zawodowego. Te dwa elementy mają jednak zupełnie odmienny charakter. Doświadczenie zdobywa się *ex post*, tzn. zdolność do posługiwania się nową techniką zależy od tego, jaką techniką posługiwano się do tej pory. W tym aspekcie, im bardziej dany kraj jest zaawansowany technicznie, tym lepiej jest przygotowany do jeszcze nowszej techniki. W tym przypadku więc technika ma główne znaczenie.

Jeśli chodzi o wykształcenie formalne, to jego wartość dla późniejszych osiągnięć zawodowych jest tym większa, im wcześniej następuje edukacja. Późniejsze etapy edukacji mają malejącą efektywność [Heckman, Carneiro 2003; Krueger, Lindahl 2001]. Stosunkowo szybko jednak następuje nasylenie, czyli wyczerpanie dalszych możliwości wykorzystania tego czynnika. Przy bardzo wysokich stopniach wczesnej scholaryzacji przedłużanie i tak długiego okresu edukacji (obejmowanie np. prawie wszystkich trzecim stopniem kształcenia) nie daje już istotnych korzyści dla jego beneficjentów. Z danych OECD wynika, że tam gdzie jest najwyższy odsetek osób kończących trzeci stopień edukacji (Norwegia, Korea, Nowa Zelandia) różnice w płacach w stosunku do pozostałych pracowników są najmniejsze. A więc ten drugi (oprócz doświadczenia) czynnik w wielu rozwiniętych krajach (np. wyżej wspomniane kraje) wykorzystywany jest już w prawie maksymalnym zakresie (3/4 dzieci przeszło edukację przedszkolną, 3/4 studentów – edukację trzeciego stopnia) [Education at Glance 2010; Kamerman 2000].

Jeśli więc chodzi o siłę roboczą, to wywodzące się z poprawy jej jakości możliwości wzrostu wydajności pracy, aczkolwiek znaczące, nie wydają się jednak decydujące. Decydujące elementy, jak się wydaje, leżą po stronie kapitału. Rozumieć to należy w następujący sposób: przy zbliżającym się do maksimum poziomie edukacji w wysoko rozwiniętych krajach czynniki, które powodują dalszy wzrost wydajności pracy, muszą znajdować się w grupie czynników kapitałowych.

W tym zakresie mamy także czynnik ilościowy i czynniki jakościowe. Otóż przy obecnych, coraz szybciej rosnących zasobach wolnego kapitału, raczej trudno uznać ten czynnik za istotny. Globalizacja rynku finansowego powoduje, że kapitał nie ma granic, a jak wskazywano w pierwszej części, niepokojąco wzrastają niewykorzystane jego finansowe zasoby<sup>3</sup>. Kapitał ten powinien się przekształcać w majątek fizyczny, jeśli dostrzeże szansę na wzrost wydajności, niehamowaną ograniczeniami popytowymi. Nie bardzo jednak tę szansę dostrzeżę, ponieważ globalny popyt końcowy zmniejsza swoje przyrosty.

<sup>3</sup> Już w 1875 r. K.M. Rotschild miał powiedzieć „Cały świat staje się jednym wielkim centrum finansowym” [za: Roubini, Mihm 2011, s. 147].

Stwierdzenie, że kapitału jest zawsze dosyć, niewątpliwie upraszcza problem, ale bynajmniej nie zniekształca jego istoty. Decydują bowiem elementy jakościowe, a w szczególności jeden podstawowy, jakim jest postęp techniczny (nowe produkty i technologie). Niewątpliwie mają znaczenie takie elementy, jak umiejętności organizacyjne czy szybkość adaptacji. Są to jednak czynniki zmieniające się wolno, nie one więc decydują o postępie wydajności pracy. Można je traktować jako uzupełniające do postępu technicznego, rozumianego jako tworzenie nowych konstrukcji, procesów i procedur.

W tych warunkach można więc odważyć się na postawienie tezy, że – przynajmniej w krajach rozwiniętych – tak rozumiany postęp techniczny decyduje o wzroście wydajności pracy. W pozostałych krajach niewątpliwie będzie dochodzić także omawiane wcześniej wykształcenie i inne czynniki (np. poprawa infrastruktury). W krajach najlepiej rozwiniętych jednak potencjał tkwiący w tych czynnikach jest już w wysokim stopniu zmaterializowany. Tutaj kluczem jest jakościowa poprawa techniki wytwarzania i produktów. Pozostaje jednak problem, co może być zadowalającym miernikiem poprawy tej techniki.

W tym zakresie niewątpliwie można zastosować bardzo wyrafinowane rozwiązania analityczne, łączą się jednak z tym znaczne trudności ze zdobyciem danych, co chyba byłoby nadmiernym nakładem w stosunku do wyznaczonego celu, którym jest tylko wykazanie liniowości procesu potencjalnej poprawy wydajności pracy. Ponieważ zależy ona przede wszystkim od techniki, wystarczy wykazać liniowość poprawy (potencjalnej) jakości urządzeń wytwórczych.

O wspomnianej poprawie decydują usprawnienia i wynalazki. Te ostatnio dość łatwo zidentyfikować, ponieważ są one opatentowywane. Do przyjęcia wydaje się więc stwierdzenie, że w kraju rozwiniętym o możliwościach wzrostu wydajności pracy decyduje poprawa techniki, przedstawiana przez wzrost liczby patentów. To stwierdzenie nie będzie oczywiście prawdziwe dla krajów o niższym poziomie rozwoju, czerpiących korzyści z „renty zacofania”. Tu, w odróżnieniu od czołówki krajów rozwiniętych, decydować będzie siła przyciągania i możliwości absorpcji zagranicznego kapitału, wprowadzającego nowe technologie. Kraje rozwinięte są uważane za takie, ponieważ stosują najlepsze i najwydajniejsze technologie. Powstają one przede wszystkim w tych właśnie krajach, a więc źródła poprawy techniki mają w podstawowej części charakter wewnętrzny.

Dla określenia kształtu tej krzywej wydajności należy sięgnąć po dane dotyczące patentów z kraju, który ze względu na wielkość, poziom rozwoju ekonomicznego i wysoki poziom badań naukowych, jest zaliczany do ścisłej czołówki krajów przodujących na świecie. W innych krajach należy liczyć się importem netto wynalazków i usprawnień, co podwyższa możliwości poprawy techniki i zwiększenia wydajności pracy poprzez spożytkowanie renty zacofania. Najbardziej zasadne więc wydaje się tu przyjęcie danych z USA, także ze względu na przedstawione poprzednio wykresy i zestawienia liczbowe.

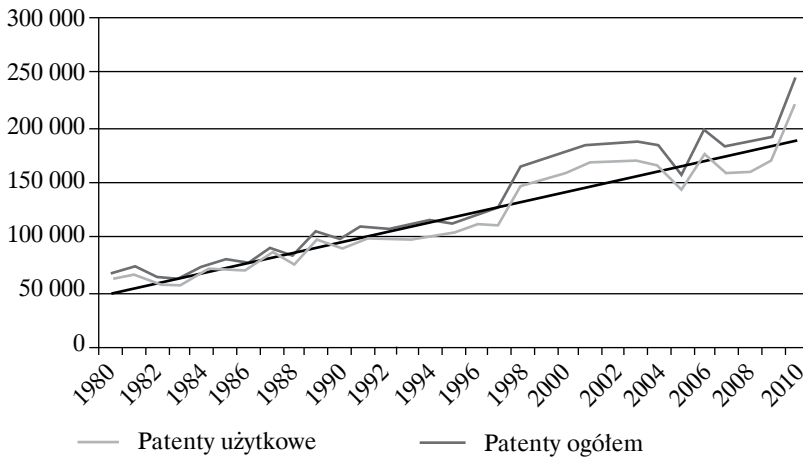
Przedstawiony na rysunku 10 wykres powstał na podstawie danych urzędu patentowego Stanów Zjednoczonych. Dotyczą one ostatnich trzydziestu lat. Na wykresie znajdują się dwie krzywe. Jedna ilustruje wydane patenty w ogóle, druga

tw. *utility*, tzn. patenty znajdujące zastosowanie w przemyśle. Oprócz tych ostatnich urząd ten wyodrębnia patenty wzorów przemysłowych (*design*), patenty odnawiane (*reissue*) oraz natury biologicznej (*plants*). Warto też zaznaczyć, że w USA nie rejestruje się patentów na urządzenia użytkowe, które nie mają realnego zastosowania (np. cudownie leczące piramidy czy koła napędzane siłą woli)<sup>4</sup>. Jest to więc zweryfikowany potencjał poprawy techniki.

Na przedstawionym rysunku czarną prostą przedstawiono linię trendu, który – jak widać – ma wyraźnie charakter liniowy.

**Rysunek 10**

**Liczba nowych patentów w Stanach Zjednoczonych w latach 1980–2010**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych U.S. Patent and Trademark Office ([http://www.uspto.gov/web/offices/ac/ido/oeip/taf/us\\_stat.htm](http://www.uspto.gov/web/offices/ac/ido/oeip/taf/us_stat.htm)).

Na wykresie nie ma bezpośrednio patentów biologicznych. Nie wydają się one tu szczególnie ważne, ponieważ wykazanie ich związku (jako całości) z wydajnością pracy mogłoby wzbudzać wątpliwości. Poza tym nie jest ich wiele, rejestruje się ich około tysiąca rocznie. Niewątpliwie jednak w wielu przypadkach mają one wpływ na wydajność pracy, np. przy oczyszczaniu ścieków, produkcji żywności (piwo, sery) i niektórych leków. Gdyby przedstawić stosowny wykres, okazałoby się, że przyrost liczby tych patentów jest nawet szybszy od liniowego. Otrzymana krzywa lekko przyspiesza względem czasu.

Z przedstawionych zależności wynika, że potencjał wzrostu techniki jest liniowo rosnący. Wartość średniorocznej stopy wzrostu otrzymano na poziomie 5,6%. Można byłoby to określić jako maksymalny, teoretycznie możliwy wzrost wydajności pracy, wynikający z nowych opracowań ulepszających technikę wytwarzania. To określenie jednak, nawet na gruncie teoretycznym, nie może być uznane

<sup>4</sup> Reguluje to odnośne przepisy Kodeksu Cywilnego, określające wynalazek jako użyteczny, jeśli prowadzi on do identyfikowalnych korzyści i jest możliwy do zastosowania.

za poprawne. Jest to bowiem górna granica, która jest nieosiągalna dla kraju niecierpiącego korzyści z renty zacofania, i to przynajmniej z dwu przyczyn.

Po pierwsze, maksymalne wykorzystywanie jakiegokolwiek zasobu jest nierealne, z różnych względów pozostaje pewna część niewykorzystana. Patenty w różnym stopniu dają się przekształcać w gotowe produkty lub technologie; jedne wymagają większych nakładów i czasu, drugie mniej. Jeśli tempo wdrażania patentów byłoby stałe i wysokie, także kapitałochłonność i inne czynniki (np. potrzeba wykorzystywania rzadkich zasobów pracy) musiałyby być stałe. Nie ma na to dowodów ani logicznych przesłanek, aby tak było.

Po drugie, struktura nowych projektów wcale nie musi całkowicie odpowiadać możliwościom absorpcyjnym gospodarki. Tak więc np. wysokiemu przyrostowi wynalazków z zakresu technologii kosmicznej może towarzyszyć nawet spadek ich zastosowań, jeśli tego rodzaju programy są ograniczane ze względu na inne priorytety wydatków budżetowych. Ponadto zdolności przyswajania nowej techniki zależą od samego wzrostu gospodarczego. Trochę jest to błędne koło, tzn. gospodarka nie rozwija się, bo czerpie za mało z zasobów innowacji, a dzieje się tak, bo gospodarka się nie rozwija. Nie jest to jednak ani pętla bez wyjścia, ani do końca zaciśnięta. Oprócz nowej techniki działa wiele innych czynników, zarówno społecznych (np. mobilność zawodowa i terytorialna siły roboczej), jak i materialnych (zmiany *terms of trade*, wąskie gardła wytwarzania, nieskoordynowane poczynania sektora publicznego itd.). W sumie więc należy oczekiwać rozejścia się przyrostu zasobów nowych możliwości technicznych z ilością ich zastosowań.

Jeżeli tempo wzrostu innowacji jest szybsze od ich wytwarzania, powinien stale powiększać się zasób pomysłów, które mogą być w każdej chwili (w każdym roku) wykorzystywane. Z rachunkowego punktu widzenia jest to oczywiste, z praktycznego – nie. Patenty i pomysły usprawnień też się starzeją, np. przy obecnym rozwoju elektroniki przestają mieć znaczenie mechaniczne układy sterujące, zaostrażające się wymogi ochrony środowiska eliminują niektóre pomysłowe technologie (np. gazyfikacji węgla), a szerzej – kolejne, nowe wynalazki czynią bezużytecznymi te rozwiązania, które związane były z wcześniejszymi stadiami rozwoju techniki.

Technika wytwarzania jest elementem potencjału sił wytwórczych, wykorzystanie jej możliwości powinno następować w takim samym (mniej więcej) stopniu, co cały ich potencjał. Z kolei cały ten potencjał, przy powszechnym w krajach rozwiniętych nadmiarze zasobów pracy i kapitału, nie może wzrastać szybciej niż praktycznie spożytkowane zasoby innowacji. W tej sytuacji nie ma bowiem innych możliwości wzrostu, jak właśnie nowa technika. Zasoby produkcyjne nie mogą więc w dłuższym okresie rosnąć szybciej niż zasób nowych rozwiązań technicznych. Jeśli więc w takim kraju jak USA mielibyśmy do czynienia z możliwością długookresowego wykorzystania potencjału wytwórczego na poziomie np. 80%, to w takiej samej mniej więcej części będzie wykorzystany przyrost zasobów nowej techniki. Przyjmując ich przyrost na poziomie średniej trzydziestoletniej tempa wzrostu liczby patentów (przy założeniu, że nie ma barier popytowych oraz że nie maleje kapitałochłonność PKB), w takim kraju jak USA wzrost produktu końcowego może osiągać wartości maksymalne w okolicach 4% rocznie.

Założenie o braku bariery popytowej miało tu jedynie roboczy charakter, ponieważ przy dotychczasowym, liberalnym modelu rozwoju musi ona wystąpić. Jeżeli rysunek 9 jest prawdziwy, krzywe możliwego wzrostu wydajności pracy i przyrostu konsumpcji muszą się przeciąć. Powstaje pytanie, kiedy to nastąpi. Otóż wydaje się, że – przynajmniej w USA – krzywe te już się przecięły. Bezpośrednio trudno to wykazać, jednak pośrednio potwierdza to, jak się wydaje, następny wykres.

Otóż do momentu przecięcia się wspomnianych krzywych przyrost wydajności pracy nie napotyka przeszkody w postaci ograniczonego rynku zbytu wytwarzanych towarów. Jeżeli proces inwestycyjny i wymiana zagraniczna jest stabilna, decyduje o tym konsumpcja. W tych warunkach po przecięciu się krzywych na rysunku 9 niedostateczna konsumpcja będzie powodowała trudności zbytu. Wzrost wydajności nie da się bowiem przenieść na sprzedaż produktów. W tych warunkach niezatrzymanie tego wzrostu wydajności (a jest to, ze względów konkurencyjnych, bardzo trudne) musi spowodować redukcję zatrudnienia.

Redukcja zatrudnienia w całej gospodarce jest poważnym problemem politycznym. Bez względu na obiektywne trudności zatrzymania tego procesu, podejmuje się próby zatrzymania go za pomocą specjalnych ulg dla przedsiębiorców zatrudniających nowych pracowników, nowych ulg inwestycyjnych, wdrażania programów szkoleniowych, których słuchacze wymykają się ze statystyki bezrobotnych itd. W stabilnych warunkach określenie rzeczywistej skali zmian w zatrudnieniu jest bardzo trudne, ponieważ zaciemniają je tego rodzaju zabiegi.

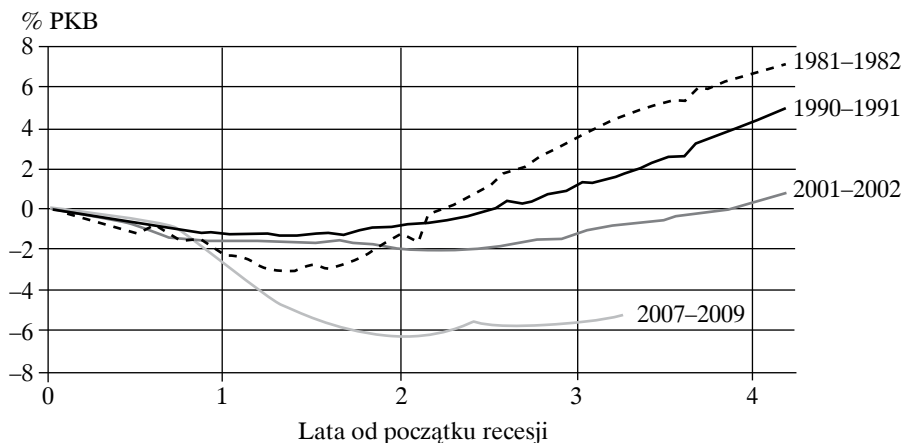
Inaczej jest w okresie kryzysu. Tu zwykle nie ma już możliwości ani czasu na *face lifting* problemu zatrudnienia, trzeba ratować cały system przed posuwaniem się w recesję. Zatrudnienie wówczas spada, ale potem odbudowuje się na zdrowszych zasadach. Zatrudnia się tylu pracowników, ile trzeba, a nie tylu, ile było. Jeśli wielkość zatrudnienia nie obudowuje się przy istniejącym poziomie konsumpcji, tzn. że wystąpiła ona w roli bariery. Wydajność pracy jest bowiem wyższa (i taka była przed kryzysem) niż niezbędna dla zaspokojenia aktualnego popytu końcowego. Konsumpcja, która jest jego podstawą, wystąpiła w roli bariery. Prawdopodobnie nie będzie to bariera jedyna, ale można chyba zaryzykować stwierdzenie, że jest to bariera najważniejsza.

Oczywiście, żeby za taką ją uznać, musi ona wystąpić przed kryzysem. Wykres przedstawiony na rysunku 11 wydaje się wskazywać, że w USA bariera ta wystąpiła przed 2008 r. Mimo bowiem przejścia przez kryzys odbudowanie zatrudnienia nie wystąpiło.

Wspomniana bariera bierze się z malejącej użyteczności krańcowej konsumpcji. Ta właściwość, a więc przebieg krzywej konsumpcji na rysunku 9, jest określona przede wszystkim dla konsumpcji prywatnej. Pozostaje jednak konsumpcja publiczna. Być może jej wzrost ma podobne ograniczenia, jednak wydają się one znacznie mniejsze. Nie ma przecież sygnałów, że w którymś z krajów zabrakło projektów na wykorzystanie funduszy publicznych. Jak się wydaje, na wiele lat można przyjąć, że granice zaspokojenia potrzeb publicznych będą raczej nie do osiągnięcia. Jeśli nawet ich użyteczność krańcowa będzie malała, to w nieporównywalnie mniejszym stopniu niż użyteczność konsumpcji prywatnej. W tym przy-



**Rysunek 11**  
**Proces odbudowywania zatrudnienia w kolejnych załamaniach gospodarki USA w latach 1981–2009**



Źródło: Center on Budget and Policy Priorities, *Statement*, 1.04.2011.

padku bowiem granicą są nie tyle potrzeby, co wyobraźnia. Ta zwykle przewyższa możliwości techniki. Być może w pojedynczych dziedzinach będzie występować względne nasycenie, w całości jednak taki przesyt trudno sobie wyobrazić. Jeśli więc np. potrzeby edukacji trzeciego stopnia będą względnie zaspokojone (wystarczająca liczba pracowników, dostateczna ilość wyposażenia i liczby zainteresowanych studiami), pozostaje wiele innych dziedzin, gdzie limity nasycenia są trudne do określenia (badania naukowe, obronność itd.). W związku z tym – przynajmniej w perspektywie obecnego pokolenia – przecięcia krzywej konsumpcji publicznej i możliwości technicznych nie należy się spodziewać. W grę wchodzi bowiem nie tylko często podnoszona konieczność poprawy infrastruktury materialnej (drogi, transport publiczny) i społecznej (oświata, służba zdrowia), ale także ochrona środowiska, podstawowe badania naukowe, zbrojenia.

Słabnący przyrost konsumpcji prywatnej teoretycznie łatwo mógłby być uzupełniony przyrostem konsumpcji publicznej. Na to musi być jednak gotowy cały system finansowy oraz świadomość społeczna.

## 5. Spożycie publiczne a stabilizowanie wzrostu

Powiększający się niedostatek popytu konsumpcyjnego, po przecięciu krzywej wydajności i krzywej konsumpcji, jest zagrożeniem dla zatrudnienia, a przez to dla całej gospodarki. Oznacza bowiem niedostateczny popyt w stosunku do stale rosnących możliwości wytwarzania. Konsekwencją tego, wcześniej czy później, jest wzrost bezrobocia, stanowiący zwykle punkt startowy ogólnego kryzysu. Jak rośnie wydajność, a popyt nie – trzeba zwalniać pracowników. Bezrobotni zaś mało kupu-

ją, a ci, co jeszcze mają pracę, też boją się zwiększyć konsumpcję, bo sami mogą niedługo stać się bezrobotnymi. Stanowi to więc kolejny element znanego cyklu zdarzeń, prowadzącego do głębokiego załamania gospodarczego i społecznego.

Państwo może ten popyt uzupełnić, ale jedynie co do ogólnej wielkości. Trudno, a właściwie nie sposób, uzupełnić go w takiej strukturze, jaką miała konsumpcja prywatna. Państwo może kupować specyficzne usługi (np. budowlane, informatyczne, badawcze), towary (np. pociągi, samoloty bojowe)), ale nie będzie (w znaczącej skali) kupować ubrań czy sprzętu audio-video. Popyt kreowany przez wydatki publiczne nie może być traktowany jako ratunkowy zakup określonych dóbr, uzasadniony tylko potrzebami podtrzymania tracących szanse rozwojowe gałęzi. Byłoby to nieracjonalne i oczywiście nieakceptowalne. Generowany on może być praktycznie tylko przez duże programy podejmowane przez rząd. Nie może być ich wiele, choćby dlatego, że zdolności sterujące szczebla centralnego są ograniczone. Dobrze wiedzą o tym kraje postsocjalistyczne, które na własnej skórze przeżyły chaos rozdętego centralnego planowania. W grę wchodzi więc wspomniane inwestycje z zakresu ochrony środowiska, transportu, bezpieczeństwa i obronności, badań naukowych, edukacji, ochrony zdrowia itp. oraz dobra i usługi z nimi związane. Te właśnie programy będą kreowały popyt, a więc także (w stosownej części) będą pobudzać wzrost produkcji.

Rezultatem tego procesu będzie przekształcenie struktury produkcji. W coraz większym stopniu będzie ona obejmować usługi i dobra typowe dla sektora publicznego, stanowiące rezultat przesunięcia spożycia z konsumpcji prywatnej (indywidualnej) na zbiorową, która jest finansowana w rosnącym stopniu z funduszy społecznych.

Wzrost konsumpcji zbiorowej, szczególnie finansowanej z funduszy publicznych, stanowi problem regulacyjny. Jej cele są określane przez polityków, a efektywność jest oceniana przez rozmaite instytucje, komisje i inne ciała społeczne. Nie przez rynek, który w tym zakresie pozostaje w zasadzie wyłączony. A przecież jest to jedynie, niepodlegający degeneracji system, weryfikujący całość procesu wytwarzania. Wszystkie inne podlegają ogólnej erozji, biurokratyzacji lub przechodzą z rzeczywistości do pozorowanej aktywności. Łatwo stają się też narzędziem realizacji interesów wpływowych grup społecznych bądź wręcz osób prywatnych.

Z tego powodu wieloletnie programy publiczne są trudne w realizacji, nawet w państwie demokratycznym, które dysponuje stosowną ilością instytucji samokontroli lub w razie potrzeby zdolne jest je wygenerować. Niestety, są one znacznie wolniejsze od rynku i z tego powodu mogą nie nadążyć za procesami destrukcji (autodestrukcji) ciał wyznaczających priorytety konsumpcji zbiorowej, mierzących efektywność jej zaspokajania i sprawujących kontrolę nad całym procesem.

Natura państwa demokratycznego także sama tworzy pewne problemy. Należy do nich niestabilność organów sterujących. Wynikająca z głosowań rotacja władzy powoduje zmiany personalne, a w ślad za nimi co najmniej modyfikacje istniejących projektów, finansowanych z funduszy publicznych. Dotyczy to przynajmniej tych programów, które wychodzą poza 4–5 letnie okresy pomiędzy kolejnymi wyborami.

W praktyce trudno o spektakularne przykłady takich przedsięwzięć prowadzonych ze środków publicznych, których realizacja nie przeszła na następną kadencję. I nie wychodzi im to na dobre. Oczywiście, gdy są to programy wielce użyteczne, powinny być kontynuowane przez zmienników w klasie rządzącej. Ale ci, którzy doprowadzili do zmiany władzy, z zasady nie występują z hasłami kontynuacji prowadzonej dotąd polityki. Najczęściej dzieje się wręcz odwrotnie, tzn. nowa ekipa przedtem wychodzi do społeczeństwa pod hasłem „potrzeba zmian”, „nie może być tak jak dotąd”. Gdyby dotrzymywano zapowiedzi wyborczych, każda zmiana ekipy rządzącej skutkowałaby istotną modyfikacją kontynuowanych przedsięwzięć.

Na szczęście ani możliwości nowych ekip rządzących, ani motywacja do realizacji obiecanych zmian nie są przesadne, co ogranicza niestabilność długofalowych programów. Niemniej jednak problem utrzymania konsensusu społecznego wokół nich istnieje. Można przecież od nich nie odstępować, ale zmieniać intensywność realizacji, metody wykonania itp. Siłą rzeczy obniża to ich efektywność, a w rezultacie – ich efekt popytowy.

Projekty przedsięwzięć publicznych mogłyby być swoistymi stabilizatorami stabilności systemu finansowego. Pewna część gospodarki, a więc i związanych z nią strumieni pieniądza, dostosowałaby się do nich. Dotyczyłoby to np. przedsiębiorstw budujących drogi, ich kooperantów, firm realizujących na potrzeby rządu długofalowe badania naukowe (zbrojenia, energetyka, medycyna itp.). Jednak ciągłością realizacji tych przedsięwzięć jest różnie, a to ze względu na rozbieżność zamiarów z możliwościami, wspomniana kadencyjność władz, czy też ze względu na fluktuacje zasilania finansowego.

Potrzeba, aby przedsięwzięcia te były realizowane nieprzerwanie, wynika zarówno z potrzeb gospodarki, jak i samej ich natury. Z przyczyn technicznych mają one w większości sporą inercję, tzn. nie bardzo można je przerwać lub spowolnić bez znacznych kosztów, a nawet – zagrożenia bezpieczeństwa (np. niedokończony most, niespodziewane zwężenia drogi czy niedopracowany samolot wojskowy). Ponadto ponieważ programy te są wieloletnie, towarzyszą im także zawarte już wieloletnie umowy z wykonawcami, dostawcami itp. To ogranicza pole manewru przy zmianie sposobu realizacji takich przedsięwzięć. Można oczywiście stworzyć sobie pole do szybszych zmian, przez dzielenie ich na krótkie zadania. Towarzyszyłyby temu także krótsze umowy z wykonawcami i podwykonawcami.

Choć jest to w większości przypadków możliwe, jednak okazuje się zwykle znacznie droższe. Oznacza bowiem rezygnację lub daleko idące ograniczenie efektu skali produkcji. Dla usług budowlanych byłoby to np. zamawianie krótszych odcinków dróg, co powoduje dodatkowe koszty przenoszenia sprzętu, zmiany dostawców itp. W przypadku towarów nieprodukowanych w sposób ciągły krótsze serie zamawianych dóbr będą też istotnie droższe ze względu na znaczne koszty przygotowań do produkcji. Muszą się one zamortyzować, a tu przecież o skali produkcji nie decyduje rynek, tylko wielkość zamówienia. Jeśli chodzi bowiem np. o pociągi, samoloty itp., są to zamówienia specjalne, jednostkowe, realizowane (przynajmniej w pierwszym etapie) tylko dla państwa. Im więc

cej takich produktów zamawia państwo, tym mniejsze muszą być narzuty związane z pracami przygotowawczymi, projektowymi, sprawdzającymi itp.

Ta inercja przedsięwzięć publicznych ma zaletę jako czynnik stabilizacyjny dla gospodarki, wadę jednak ze względu na ich finansowanie. Dochody państwa są niestabilne, a w każdym razie – niedostatecznie przewidywalne. Wydatki natomiast, mimo że dysponentem środków są władze budżetowe, są stabilne, przede wszystkim ze względu na wysoki udział wydatków sztywnych. W poszczególnych krajach ich udział w budżecie jest różny. W państwach o utrwalonej, liberalnej doktrynie gospodarowania udział ten jest mniejszy. Tam natomiast, gdzie istnieje opiekuńcza rola państwa (a więc wyższe ustawowe wydatki publiczne), jest on większy. W USA jest to (2010 r.) 57%, w Polsce 70–75%, a w Finlandii – ponad 90%<sup>5</sup>.

Jest rzeczą oczywistą, że zwiększenie udziału konsumpcji finansowanej z funduszy publicznych wymaga zwiększenia stopnia redystrybucji PKB. Wysoki stopień redystrybucji z kolei zwiększa wysokość wydatków sztywnych, co ze względu na niedające się do końca kontrolować dochody państwa stanowi problem dla równowagi budżetowej. Jeśli dochody państwa spadną, nie pozostaje nic innego jak dokonywać równoważenia budżetu za pomocą zwiększania długu publicznego, który jednak później powinien wrócić do poprzedniego poziomu.

Im większe są wydatki publiczne, tym bardziej rygorystycznie trzeba podchodzić do kontroli długu publicznego. Jego nadmierny przyrost powoduje łatwe przekroczenie granicy, poza którą trudno utrzymać nad nim panowanie. Im mniejsza jest względnie elastyczna część budżetu, tym mniejsze szanse na wy gospodarowanie środków, które spowodują zahamowanie dalszego przyrostu długu. Im wyższy więc stopień redystrybucji dochodu narodowego, tym pułapka zadłużenia jest szybciej osiągalna. Należy bowiem jeszcze pamiętać, że im wyższe zadłużenie, tym większe koszty obsługi długu. A przy wysokich kosztach obsługi kraj jest narażony na znaczące fluktuacje tej części wydatków.

Przy wysokim zadłużeniu i znacznych wydatkach sztywnych nawet niewielkie zmiany stóp procentowych będą skutkować dużymi zmianami w wydatkach „elastycznych”. Przy długu rządu 100% PKB, stopie jego redystrybucji na poziomie 60% i wydatkach sztywnych o takiej skali jak w krajach skandynawskich, zmiana stóp procentowych o 0,25% powoduje zmniejszenie wydatków elastycznych o prawie 10%.

W sferze „elastycznych” wydatków nie jest też tak, że wszystkie pozycje są tak samo wrażliwe społecznie, przez co skłonność do ich redukcji jest także zróżnicowana. Niektóre rodzaje wydatków można zmniejszyć, jednak tylko niewiele, ze względu na ograniczenia społeczne (np. wydatki jednostek budżetowych). Jak się wydaje, pierwszą w kolejności ofiarą takiego zmniejszenia wydatków państwa są właśnie planowane inwestycje publiczne. One dopiero tworzą nową jakość, nie są uwarunkowane przeszłością, jak wydatki instytucji i podmiotów już działających.

---

<sup>5</sup> W USA wydatki budżetu wynikające z uchwalonych reguł w 2010 r. wyniosły 57% budżetu. [Kimberly 2010]. W Polsce Z. Springer szacowała tzw. wydatki zdeterminowane, tj. wynikające z ustaleń prawnych w latach 2003–2006, na około 71–75% budżetu [Biuro Analiz Sejmowych 2006]. W Finlandii przyjmuje się, że 92% budżetu jest tak czy inaczej zdeterminowane [Meklin, Liinavuori, Nummikoski 2000, s. 205].

Trudno zredukować płace czy zmniejszać zatrudnienie w funkcjonujących już instytucjach. Tak więc publiczne wydatki inwestycyjne są najłatwiejsze do zredukowania i one też stają się najczęściej ofiarami zaburzeń równowagi budżetowej.

Powstaje więc pewna sekwencja zależności, które muszą być przestrzegane, aby utrzymać stabilny wzrost gospodarczy:

1. W wysoko rozwiniętych krajach gasnące tempo wzrostu konsumpcji prywatnej jest zagrożeniem nie tylko dla wzrostu, ale także przybliża do zapaści gospodarczej.
2. Niezbędnym uzupełnieniem malejącego popytu końcowego jest wzrost konsumpcji zbiorowej, finansowanej z funduszy publicznych.
3. Wzrost konsumpcji zbiorowej, zwiększając stopę redystrybucji PKB, powoduje przyrost wydatków sztywnych.
4. Wysoki poziom wydatków sztywnych, wobec nieuniknionych wahań dochodów budżetowych, wymaga okresowego zwiększania długu publicznego.
5. Przy niewielkiej części wydatków elastycznych w budżecie, możliwość utrzymywania długu publicznego pod kontrolą istnieje wtedy, gdy jest on relatywnie mały. Jeśli będzie duży, wejście w pułapkę zadłużenia jest nieuniknione.

Jeśli uwzględnimy wspomniane uwarunkowania, można wiedzieć, że w najtrudniejszej sytuacji będą kraje wysoko rozwinięte, które powinny zwiększyć swój popyt końcowy dla wyjścia z kryzysowej sytuacji, a jednocześnie są obciążone bardzo wysokim długiem publicznym (jak USA, Włochy, Japonia). Wydaje się, że jedynym wyjściem z tej sytuacji jest program, który łączy w sobie dwa działania: zmianę polityki fiskalnej oraz poluzowanie ograniczeń inflacyjnych polityki pieniężnej.

Wnioskiem płynącym z przedstawionych rozważań jest konieczność zwiększenia wpływów budżetowych, aby zwiększyć konsumpcję realizowaną z funduszy publicznych. Oznacza to bezpośrednio konieczność zwiększenia podatków. Podwyżka podatków nie może być jednak równa dla wszystkich lub pozornie neutralna, jak to się nieraz zdaje w przypadku wzrostu VAT (obciąża on tych, którzy kupują, a nie tych, którzy posiadane środki przeznaczają na gry finansowe, czyli najlepiej wynagradzanych). Aby zmiany fiskalne miały istotny efekt popytowy, kraje rozwinięte powinny dążyć do istotnego zwiększenia obciążeń podatkowych najbogatszych. Tego się nie da uniknąć, choć trudności z realizacją takiego zabiegu będą bardzo wielkie. Najbardziej dotknięci zostaną przecież ci, którzy mają największe wpływy i środki na uruchomienie lobbingu przeciwdziałającemu reformie.

Drugie rozwiązanie – ekspansja monetarna – także będzie budzić sprzeciw, ponieważ panuje powszechne przekonanie, że emisja pieniądza istotnie szybsza niż przyrost PKB musi prowadzić do inflacji. Pogląd ten byłby jednak prawdziwy tylko wtedy, gdyby dodatkowy pieniądź trafiał na rynek dóbr i usług, a nie do gry finansowej. W krajach rozwiniętych, jak się okazuje, dodatkowa emisja pieniądza w niewielkim stopniu wpływa na wzrost cen konsumpcyjnych, natomiast tworzy silną presję na inflację aktywów. Przed kryzysem owocowało to bąblami spekulacyjnymi na giełdach i na rynku nieruchomości. Po kryzysie dodatkowy pieniądź nie tworzy bynajmniej tak potrzebnego dla ożywienia gospodarki nowego popytu końcowego, lecz czeka na lepszy klimat dla kolejnej fali gier finansowych, „par-

kując” na kontach gotówkowych lub wręcz wracając na rachunki banku centralnego.

Z przedstawionych tu danych i argumentów wydaje się wynikać, że pieniądza powinno przybywać w tempie przewyższającym PKB i planowany poziom inflacji. W wysoko rozwiniętych krajach jest to konieczne dla ustabilizowania wzrost popytu końcowego. Im bowiem bogatsze społeczeństwo, tym więcej zasobów, w sposób nieunikniony, przejdzie do gry finansowej. Skalę tego przechodzenia polityka fiskalna może ograniczyć, ale nie zahamować.

Nie wystarczy jednak, aby pieniądza było więcej. Rzecz w tym, aby tworzył on w miarę możliwości wyższy popyt, a nie wyższy potencjał gier finansowych. Jak wspomniano poprzednio, powinien on wspierać proces zwiększania konsumpcji zbiorowej ze źródeł publicznych. Beneficjentem dodatkowego przyrostu pieniądza powinien być przede wszystkim budżet, co oznacza potrzebę prowadzenia korzystnych dla budżetu operacji na papierach skarbowych.

## Wnioski

Świat w ostatnich kilkudziesięciu latach zmienił się na tyle, że kontynuacja efektywnych dotąd liberalnych koncepcji gospodarki, uznających konsumpcję prywatną jako motor rozwoju, wydaje się przechodzić do przeszłości. Dzieje się tak nie z powodu utraty samoregulujących funkcji rynku i wypaczeń w samej strukturze konsumpcji. Zaszły inne, raczej nieoczekiwane zjawiska. Przede wszystkim nastąpił wzrost dywersyfikacji dochodów oraz względnego nasycenia konsumpcyjnego górnych, pod względem dochodów, warstw społecznych. W skutek tego wzrosło zainteresowanie nie tyle kupowaniem kolejnych dóbr, co inwestowaniem, w celu powiększenia posiadanych płynnych środków. Przy niskich obecnie stopach procentowych dla depozytów bankowych gra na ryzykownych aktywach stała się bardzo atrakcyjna. Pokryzysowa ostrożność i ogromna oferta dłużnych papierów skarbowych pozwoliła zaabsorbować pewną część tej płynności, jednak statystyka pokazuje, że wzrost obrotów ryzykownymi walorami w nadspodziewanie małym stopniu został dotknięty niedawnym załamaniem. Przepływy finansowe wywołane obrotem pochodnymi ponad dwukrotnie przewyższają przepływy wynikające z handlu akcjami i obligacjami. Ten stan rzeczy destabilizuje rynek finansowy, ponieważ gra pochodnymi nie ma znaczących obiektywnych ograniczeń. Wydaje się, że – podobnie jak w przypadku inwestycji giełdowych – kierowana jest ona przez meandry psychologii inwestowania. Tyle tylko, że jest jeszcze bardziej dynamiczna. Prowadzi to do nieprzewidywalnych fluktuacji pieniądza gotówkowego, z którymi bank centralny może sobie nie poradzić. Narzędzia polityki monetarnej zdają się obecnie mało wydajnymi instrumentami stabilizującymi system finansowy, a przez to – gospodarkę. Tę stabilizującą funkcję przejąć musi konsumpcja z funduszy publicznych, co jednak wiąże się z kilkoma warunkami wstępnymi. Pierwszym jest zwiększenie progresji podatkowej, aby przejąć środki naj-



bogatszych grup społeczeństwa, kierowane dotąd do gier finansowych. Drugim jest realizacja w miarę niezmiennych, państwowych programów rozwojowych – niezbyt licznych, ale wzajemnie skoordynowanych i o realistycznych kosztach finansowych. Trzecim jest niski próg zadłużenia budżetowego. Wzrost redystrybucji PKB poprzez budżet prowadzi nieuchronnie do zwiększenia udziału wydatków sżywnych. Nieoczekiwane i w końcu nieuniknione wahania w dochodach państwa będą zmuszały do okresowego zwiększania długu publicznego. Aby wrócić do poprzedniego poziomu w okresie lepszej koniunktury, trzeba uszczknąć odpowiednie sumy z wydatków elastycznych. Jeśli stanowią one małą część wydatków publicznych w ogóle albo towarzyszące wysokiemu zadłużeniu koszty obsługi długu będą bardzo duże, powrót taki się nie uda. Każde wahnięcie w dochodach budżetowych będzie prowadzić do zwiększania zadłużenia państwa, aż do sytuacji, w której nie będzie możliwości obsługi długu publicznego.

Tekst wpłynął 9 października 2011 r.

## Bibliografia

- ADB AsiaBondsOnline ([http://asianbondsonline.adb.org/regional/data/bondmarket.php?code=Bond\\_turn\\_ratio](http://asianbondsonline.adb.org/regional/data/bondmarket.php?code=Bond_turn_ratio)).
- Bank of International Settlements (<http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>).
- Biuro Analiz Sejmowych, *Informacja 1161 (IP-108G)*, Warszawa 2006.
- DeNavas-Walt C., Proctor B., Mills R.J., *Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States*, U.S. Census Bureau, U.S. Department of Commerce 2004
- Devai R., Naacke G., *IOMA/IOCA Derivatives Market Survey 2010*, World Federation of Stock Exchanges, May 2011 ([http://www.world-exchanges.org/files/file/2010\\_IOMA\\_Survey.pdf](http://www.world-exchanges.org/files/file/2010_IOMA_Survey.pdf)).
- Deutsche Börse, *The Global Derivatives Market* ([http://www.eurexchange.com/download/documents/publications/global\\_derivatives\\_market.pdf](http://www.eurexchange.com/download/documents/publications/global_derivatives_market.pdf)).
- Education at Glance 2010* (<http://www.oecd.org/dataoecd/61/61/48630790.pdf>).
- Eurostat, *Integrity of Income Distribution. Income Quintile Share Ratio*, 2010 (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsisc010&plugin=1>).
- Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*, OECD, Paris 2008.
- GUS, *Budżety gospodarstw domowych w 2008 r.*, Warszawa 2008 ([http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbr/gus/PUBL\\_wz\\_budzety\\_gospodarstw\\_domowych\\_w\\_2008.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbr/gus/PUBL_wz_budzety_gospodarstw_domowych_w_2008.pdf)).
- GUS, *Monitoring banków 2005–2010* ([http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbr/gus/PUBL\\_eaf\\_monitoring\\_of\\_banks\\_2005-2010.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbr/gus/PUBL_eaf_monitoring_of_banks_2005-2010.pdf)).
- Heckman J., Carneiro P., *Human Capital Policy*, UCL Discussion Papers, 2003 (<http://www.ucl.ac.uk/~uctppca/HCP.pdf>).
- IMF 2010 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/chap3.pdf>).
- Kamerma S.B., *Early Childhood Education and Care: an Overview of Developments in the OECD Countries*, „International Journal of Education Research” 2000, t. 33 (<http://www.sciencedirect.com/science/journal/08830355>).
- Keister T., McAndrews J., *Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?* Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 380, New York 2010.



- Kimberly A., *What Did the Government Spend on Mandatory Programs in FY*, w: US Economy About, 2010 ([http://useconomy.about.com/od/usfederalbudget/p/FY2010\\_Mandatory\\_Budget.htm](http://useconomy.about.com/od/usfederalbudget/p/FY2010_Mandatory_Budget.htm)).
- Kindleberger Ch., *A History of Financial Crises*, Macmillan, Palgrave 2005.
- Krueger A.B., Lindahl L.M., *Education for Growth: Why and For Whom?* „Journal of Economic Literature” 2001, t. XXXIX.
- Leonhardt D., *Smaller Banks Are „No Safer”*, „New Times”, 18.05.2011.
- Loans & Credit, *World Largest Stock Exchanges* (<http://www.loansandcredit.com/worlds-largest-stock-exchanges/>).
- Loth R., *Portfolio Turnover*, w: *Ivestopedia* (<http://www.investopedia.com/university/quality-mutual-fund/chp7-fund-activity/portfolio-turnover.asp#axzz1WhmnHXIX>).
- Minsky, Hyman, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, New York 2008.
- Meklin P., Liinavuori J., Nummikowski J., w: *The Fiscal Policy Latitude of the Council of State in Finland*, Public Administration, t. 78, Oxford, Spring 2000.
- Rajan R., *Naked Kapitalizm*, 14.07.2010 (<http://www.nakedcapitalism.com/2010/07/58-of-real-income-growth-since-1976-went-to-top-1-and-why-that-matters.html>).
- Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Shaw H., Stone C., *Statement*, on Budget and Policy Priorities, October 2010 (<http://www.cbpp.org>).
- Sherman A., Stone C., *Income Gap Between Very Rich and Everyone Else*, Center on Budget and Priorities, 2010 (<http://www.cbpp.org/cms/index.cfm?fa=view&id=3220>).
- Stanley T., *The Millionaire Mind*, Andrews McMeel Publishing, Kansas City, 2000.
- The Global Derivatives Market – An Introduction* ([http://www.eurexchange.com/download/documents/publications/global\\_derivatives\\_market.pdf](http://www.eurexchange.com/download/documents/publications/global_derivatives_market.pdf)).
- United States: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation – Technical Note on Regulatory Reform: OTC Derivatives* (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10252.pdf>).
- Wilkinson R., Pickett K., *Duch wolności. Tam gdzie panuje równość wszystkim żyje się lepiej*, Wydawnictwo Czarna Owca, Warszawa 2011.
- „World Rconomic Outlook”, April 2010 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/chap3.pdf>).
- Yavorsky A., *OTC Derivatives Market Structure and The Credit Profiles of Wholesale Investment Banks. Moody’s Investors Service*, July 2010 ([http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2010/etude17\\_rsf\\_1007.pdf](http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2010/etude17_rsf_1007.pdf)).

## FINANCIAL GAME: STAGNATION OR GROWTH OF THE RICH WORLD?

### Summary

Current money streams have been raised on an unexpected scale and the financial market became free, in its core part, from the frames created by the monetary authorities. The global financial game system has appeared, with very low sensibility on the regulation coming outside. Former efficiency of interest rates and monetary base operations belongs already to the past. What is worse, the theory is not able to prepare new solutions or give something else instead. Perhaps the world (notably, the developed economies) have reached a break-even point, where even significant improvement of the standard monetary

instruments, is not enough. A new package is needed, maybe the whole approach to the financial equilibrium should also be changed. The rise in labor productivity is accompanied by the falling power of employees representation, directing almost full income growth to the upper percentiles of the wealthy population. The rich, in turn, are marked by a low propensity to consume, and they direct a rising part of their revenues to the financial game. This process hampers the rise of demand which is necessary to maintain employment levels under the labor productivity growth. To avoid the outbreak of the next economic crisis, consumption must rise, especially its part derived from the public funds. Private consumption stopped to be the main growth driver. Public consumption could substitute it in this function, but its increase is prevented by big central budget debts. To overcome this barrier, it is necessary to raise the tax rates for the rich taxpayers or implement the non-orthodox monetary solution of directing money there, where efficient demand can be created.

**Key words:** monetary policy • financial market • income structure • financial equilibrium

## ФИНАНСОВАЯ ИГРА – СТАГНАЦИЯ ИЛИ РОСТ БОГАТОГО МИРА?

### Резюме

Потоки финансового рынка в последнее время приобрели небывалые темпы, а сам финансовый рынок в большой мере освободился от рамок, навязанных ему национальной монетарной властью. Образовалась глобальная система игры с низкой податливостью на внешнее регулирование. Прежняя эффективность операций на референционных ставках и монетарной базе ушла в прошлое. Хуже того, теория не в состоянии предложить новые или даже замещающие решения. Может быть таким образом мир (особенно круг развитых экономик) пришел к некоторой критической точке, где недостаточно более умело пользоваться уже существующими инструментами, надо поменять не только их прежний состав, но и сам подход к проблеме равновесия. Постоянный рост производительности труда сопровождается ослаблением силы представительства работников, что меняет направление приростов доходов в пользу верхних групп доходов населения. В свою очередь самые богатые, в результате эффекта насыщения, не склонны к значительному увеличению потребления и растущую часть своих доходов направляют на финансовую игру. От этого страдает спрос, рост которого необходим для сохранения занятости при постоянном росте производительности труда. Чтобы приостановить очередной кризис, потребление должно расти, что в свою очередь означает необходимость увеличения той его части, которая удовлетворяется за счет публичных фондов. Частное потребление уже не является локомотивом роста. Публичное потребление могло бы его в этом плане заменить, однако этому мешает огромная задолженность бюджета. Возникший таким образом барьер может преодолеть только повышение налогообложения наиболее богатых или применение неортодоксальных монетарных операций, направляющих деньги только там, где они будут создавать эффективный спрос.

**Ключевые слова:** денежная политика • финансовый рынок • структура доходов  
• финансовое равновесие