

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

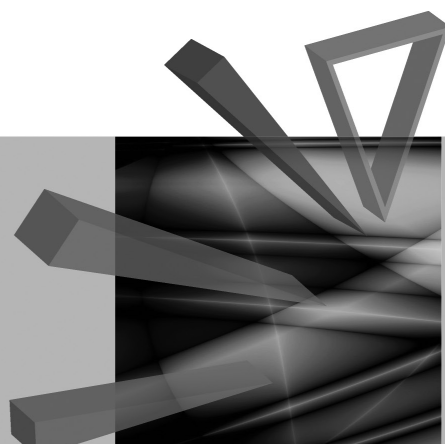
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

267

Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu

Tom 1



Redaktorzy naukowi

**Jan Rymarczyk, Małgorzata Domiter,
Wawrzyniec Michalczyk**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Jarosław Kundera, Leon Olszewski, Zdzisław Puślecki,
Kazimierz Starzyk, Krystyna Żołądkiewicz

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kożuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-235-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-239-0 t. 1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Łukasz Ambroziak: Handel wewnątrzgałęziowy państw Grupy Wyszehradzkiej na przykładzie przemysłu motoryzacyjnego	11
Eric Ambukita: Wielkie gospodarki wschodzące – nowi partnerzy gospodarczy krajów Afryki	25
Anna Barwińska-Małajowicz: Inwestycje w kapitał ludzki w kontekście <i>brain waste</i>	37
Daša Belkovicsová: Theoretical models of financing tertiary education and its application on example of Slovakia.....	48
Mateusz Benedyk: Wpływ banków centralnych na inwestycje od czasu wybuchu kryzysu finansowego.....	54
Zbigniew Bentyn: Wpływ rozwiązań informatycznych na zmianę zachowań nabywczych klientów oraz rozwiązań logistycznych przedsiębiorstw handlowych.....	63
Joanna Bogolebska: Zarządzanie rezerwami walutowymi Chin – problemy i wyzwania.....	73
Magdalena Broszkiewicz, Paweł Broszkiewicz: Rola ładu korporacyjnego w przeciwdziałaniu manipulacjom na globalnych rynkach kapitałowych .	84
Ignacy H. Chrzanowski: Economics and politics of foreign direct investment. Is it beneficial for the recipient countries?.....	96
Anna Chrzęściewska: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne Indii.....	110
Małgorzata Czarnas: Rozwój korporacji transnarodowych na przykładzie Amazon.com.....	121
Elżbieta Czarny, Jerzy Menkes, Katarzyna Śledziwska: PKB i handel państw transformacji w czasie kryzysu gospodarczego	130
Katarzyna Czech: Realizacja celów Strategii Europa 2020 – Polska na tle wybranych krajów UE	140
Tomasz Dorożyński: Znaczenie funduszy strukturalnych Unii Europejskiej dla polskich regionów.....	151
Kamila Drelich: Controlling projektów jako narzędzie współpracy wewnętrzkoncernowej.....	162
Agnieszka Dybizbańska: Konkurencyjność państw strefy euro w kontekście kryzysu gospodarczego.....	170
Katarzyna Dymitrow: Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na rozwój gospodarczy Indii	180

Po-Kai Fang: Taiwan's strategy of integrating into global and regional economy	190
Bartosz Fortuński: Proekologiczne podejście do energetyki i jej wpływ na handel zagraniczny Unii Europejskiej	200
Joanna Garlińska-Bielawska, Magdalena Opiola: Handel Maquiladora w kontekście obecnego kryzysu gospodarczego	210
Jadwiga Gierczycka: Wpływ kryzysu w strefie euro na sytuację gospodarczą Polski	221
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski: Kraje rozwijające się w ramach rundy WTO z Doha	230
Bohdan Jeliński: Rekonfiguracja gospodarki globalnej (dynamika, mechanizmy, struktury)	241
Bogusław Kaczmarek, Katarzyna Święcicka: Potencjał rozwojowy (inwestycyjny) MŚP na terenie województwa łódzkiego	253
Barbara Klimas: Inwestycje w kapitał wiedzy jako wyzwanie dla polityki państwa w globalizującej się gospodarce	260
Szymon Kłopocki: Lokalna i globalna współpraca firm w klastrze	272
Irena Kociszewska, Monika Kamińska: Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w Polsce w latach 2007-2010	282
Aneta Kosztowniak: Przepływy BIZ i zmiany struktury akumulacji kapitału a wzrost gospodarczy w krajach wschodzących i rozwijających się	295
Anetta Kuna-Marszałek: Rola ekoinnowacji w strategii działania przedsiębiorstw na przykładzie systemów zarządzania środowiskiem	309
Jarosław Kuśpit: Rozwój stosunków gospodarczych z zagranicą krajów byłego ZSRR	320
Andżelika Kuźnar: Dobra niematerialne oparte na wiedzy jako czynnik wzrostu innowacyjności Unii Europejskiej	330

Summaries

Łukasz Ambroziak: Intra-industry trade of the Visegrad Countries: the case of automotive industry	24
Eric Ambukita: Big emerging economies – new economic partners for African countries	36
Anna Barwińska-Malajowicz: Investments in human capital in the context of “brain waste”	46
Daša Belkovicsová: Teoretyczne modele finansowania szkolnictwa wyższego i ich zastosowanie na przykładzie Słowacji	53
Mateusz Benedyk: Influence of central banks policies on investments since the financial crisis	62

Zbigniew Bentyn: The impact of information solutions on the change of customers' behavior and trading companies logistics.....	72
Joanna Bogolebska: Management of foreign reserves in China – problems and challenges.....	83
Magdalena Broszkiewicz, Paweł Broszkiewicz: The role of corporate governance in solving the problem of manipulations on the global capital markets.....	95
Ignacy H. Chrzanowski: Ekonomiczne i polityczne aspekty zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Czy są one korzystne dla odbiorców?.....	109
Anna Chrzęściewska: Foreign Direct Investment outflows from India.....	120
Małgorzata Czarnas: Development of transnational corporations on the example of Amazon.com.....	129
Elżbieta Czarny, Jerzy Menkes, Katarzyna Śledziwska: GDP and trade of transformation countries in the time of the economic crisis.....	139
Katarzyna Czech: Implementation of goals of the Europe 2020 strategy – Poland compared to selected EU countries.....	150
Tomasz Dorożyński: The role of EU structural funds for regions in Poland..	161
Kamila Drelich: Controlling of projects as the instrument of intercompany cooperation.....	169
Agnieszka Dybizbańska: Competitiveness of the euro zone countries in the context of economic crisis.....	179
Katarzyna Dymitrow: The influence of direct foreign investments on the economic development of India.....	189
Po-Kai Fang: Tajwan: globalna i regionalna strategia integracji ekonomicznej.....	199
Bartosz Fortuński: Environmental approach to energy and its impact on foreign trade of the European Union.....	209
Joanna Garlińska-Bielawska, Magdalena Opiola: Trade under Maquiladoras in conjunction with the current economic crisis.....	220
Jadwiga Gierczycka: Impact of the crisis in the euro zone on the economic situation of Poland.....	229
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski: Developing countries in the WTO Doha round.....	240
Bohdan Jeliński: Global economy reconfiguration.....	252
Bogusław Kaczmarek, Katarzyna Święcicka: An investment potential of SME in the area of Łódź Voivodeship.....	259
Barbara Klimas: Investments in knowledge capital as a challenge for the state policy in the globalizing economy.....	271
Szymon Kłopocki: Local and global firm cooperation in clusters.....	281
Irena Kociszewska, Monika Kamińska: Foreign direct investments in Poland between 2007-2010.....	294

Aneta Kosztowniak: FDI flows and changes of structure of capital accumulation vs. economic growth in the emerging and developing countries.....	308
Anetta Kuna-Marszalek: The role of eco-innovations in business strategy as an example of environmental management systems	318
Jarosław Kuśpit: The development of economic relations with foreign countries of the former USSR	329
Andżelika Kuźnar: Intangibles based on knowledge as a factor of the innovation growth of the European Union	339

Mateusz Benedyk

Uniwersytet Wrocławski

WPLYW BANKÓW CENTRALNYCH NA INWESTYCJE OD CZASU WYBUCHU KRYZYSU FINANSOWEGO

Streszczenie: Od czasu wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. banki centralne państw zachodnich regularnie zwiększają zakres swojej ingerencji w systemy gospodarcze. Taki model prowadzenia polityki pieniężnej sprawia, że decyzje inwestycyjne coraz bardziej zależą od posunięć politycznych, a coraz mniej od wyceny rynkowej. Rozszerzanie takiego modelu mogłoby prowadzić do *quasi*-socjalizmu.

Słowa kluczowe: bank centralny, polityka pieniężna, rachunek ekonomiczny, socjalizm, kryzys finansowy, inwestycje.

1. Wstęp

Od wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r. banki centralne najważniejszych gospodarczych potęg prowadzą bardzo aktywną politykę pieniężną, wprowadzając nowe narzędzia polityki i wykorzystując stare narzędzia w niespotykanej wręcz skali. Ten artykuł ma odpowiedzieć na pytanie, jakie konsekwencje dla systemu gospodarczego, a zwłaszcza decyzji inwestycyjnych, mogą mieć działania banków centralnych. W tym celu w pierwszej części opiszę krótko zakres interwencji banków centralnych w gospodarkę przed wybuchem kryzysu. Druga część będzie poświęcona analizie polityki banków centralnych od 2008 r. Trzecia część będzie próbą refleksji nad możliwymi konsekwencjami obecnie prowadzonej polityki pieniężnej. Argumentuję tam, że dalsze poszerzanie zakresu obecnych polityk może prowadzić do nowego, *quasi*-socjalistycznego systemu gospodarczego.

2. Banki centralne w rozwiniętych gospodarkach przed rokiem 2008

Banki centralne to specyficzne instytucje publiczne, które dzięki prawnym przywilejom kontrolują produkcję pieniądza. Można powiedzieć, że są niejako wyspą cen-

tralnego planowania na oceanie rynkowej gospodarki¹. Z biegiem lat ustalono pewne „dobre praktyki” prowadzenia polityki pieniężnej i pewne rozwiązania instytucjonalne (tzw. niezależność banków centralnych), które miały zapobiegać pojawieniu się chaotycznej polityki monetarnej, prowadzącej do niestabilności gospodarczej i wysokiej inflacji. Nie sposób wymieniać tu wszystkich takich praktyk, więc skoncentruję się na tych, które istotnie się zmieniły w ostatnich latach.

Podstawowym narzędziem polityki banków centralnych, którego zmiany są ciągle głośno relacjonowane przez prasę finansową, było ustalanie pewnych stóp procentowych. Banki zazwyczaj określają procent, na jaki chcą przyjmować od banków depozyty, oraz odsetki, jakie banki muszą płacić za uzyskanie krótkoterminowych pożyczek. Tym samym określają pewne ramy, w których powinny się odbywać pożyczki na rynku międzybankowym² – banki, które chcą pozyskiwać fundusze, muszą oferować stawki wyższe niż bank centralny na swoich depozytach, a instytucje posiadające nadwyżki płynności muszą żądać odsetek od pożyczek niższych niż banki centralne.

Pożyczki dla banków komercyjnych miały zazwyczaj dwie ważne cechy: były krótkoterminowe i zabezpieczone aktywami wysokiej klasy. Pożyczki te miały na celu rozwiązywać krótkoterminowe problemy banków z płynnością, a nie być podstawowym źródłem finansowania aktywów będących na bilansie banków komercyjnych, stąd pożyczki były raczej udzielane na dni lub tygodnie. Uważano także, że banki centralne powinny być ostrożne w działaniu, więc miały wymagać jako zabez-

¹ J. Huerta de Soto w swojej książce *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne* (przeł. G. Łuczkiwicz, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009) szczegółowo rozważa analogię pomiędzy systemem centralnego planowania a współczesnym systemem bankowym, zwłaszcza na stronach 491-509. W przypisie 79 na s. 492 syntetycznie wskazuje na te cechy systemu bankowego, które decydują o jego zsojalizowanym charakterze: „a) system ten opiera się na rządowym monopolu pieniądza; b) system opiera się na przywileju pozwalającym bankom tworzyć pożyczki *ex nihilo* dzięki utrzymywaniu częściowej tylko rezerwy na depozyty; c) system jest zarządzany przez bank centralny będący niezależną władzą pieniężną, która w stosunku do systemu finansowego występuje w roli prawdziwej agencji planistycznej; d) z prawnego punktu widzenia zasada, która stosuje się do rządu i stwierdza, że może on działać tylko w obrębie własnej jurysdykcji, stosuje się także do banków, w przeciwieństwie do innych podmiotów prywatnych, które zawsze mogą robić to, co nie jest zakazane; e) banki są powszechnie wyłączone z ogólnych zasad postępowania upadłościowego przewidzianych w prawie handlowym, podlegają jednak procedurom prawa administracyjnego, takim jak interwencja i wymiana kierownictwa; f) bankructwom banków zapobiega się przez przeniesienie na zewnątrz skutków kryzysów płynności banków, których koszty, związane z udzielanymi przez bank centralny nisko oprocentowanymi pożyczkami czy z bezzwrotnym zasilaniem z funduszu gwarancyjnego dla depozytów, ponosi ogół obywateli; g) do bankowości stosuje się olbrzymi, niezmiernie skomplikowany zbiór przepisów, bardzo przypominających przepisy kontrolujące rząd; h) nadzór nad interwencją rządu w razie kryzysów bankowych jest niewielki lub nie ma go wcale. Niejednokrotnie interwencje takie ustala się *ad hoc*, lekceważąc zasady racjonalności, wydajności i skuteczności”.

² J. Jabłecki, *Po co nam rynek międzybankowy?*, [w:] *Zmienność gospodarcza i ryzyko. Materiały pokonferencyjne IV Letniego Seminarium Ekonomicznego Instytutu Misesa*, oprac. S. Chrupczalski, A. Gruhn, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011, s. 61-71.

pieczeń pożyczek aktywów o wysokich ratingach (najczęściej papierów dłużnych zachodnich państw). Im bardziej ryzykowne było aktyw, tym naliczono większy *haircut* od wartości nominalnej, ustalając, na jaką sumę będzie opiewać pożyczka.

W niedawnym wystąpieniu B.S. Bernanke, prezes Systemu Rezerwy Federalnej, uznał, że w czasach finansowej paniki dalej aktualne jest „*dictum* Bagehota”³, według którego bank centralny powinien:

- pożyczać bankom bez ograniczeń,
- pod zastaw wysokiej jakości aktywów,
- po wysokiej stopie procentowej (aby uniknąć nadmiernego użycia tego środka).

Takie działania mają w teorii ograniczyć panikę wśród instytucji finansowych i ich klientów, pozwolić na uniknięcie nagłej wyprzedaży aktywów i rozlania się kryzysu na bardziej stabilne podmioty.

Ponadto banki centralne raczej rzadko uciekały się do bezpośredniego zakupu aktywów (tak działał zwłaszcza Europejski Bank Centralny, nieco inaczej było w przypadku Systemu Rezerwy Federalnej). Takie zachowanie można wytłumaczyć niechęcią do bezpośredniego wpływania na ceny aktywów (choć oczywiście sama selekcja aktywów nadających się jako zabezpieczenie pożyczek od banku centralnego zmienia już ich atrakcyjność). Podsumowując, należy stwierdzić, że banki centralne: udzielały krótkoterminowych pożyczek pod zastaw dobrych aktywów i zbierały krótkoterminowe depozyty, wysokimi stopami procentowymi zniechęcały do nadmiernego zadłużania się w banku centralnym, unikały bezpośredniego zakupu aktywów finansowych.

3. Zmiany w działaniach banków centralnych od wybuchu kryzysu finansowego

Od wybuchu kryzysu finansowego banki centralne podjęły działania, które nie mieszczą się w zakresie dotychczas stosowanych „dobrych praktyk” polityki pieniężnej. Co ciekawe, B.S. Bernanke już w 2004 r. rozważał w artykule zamieszczonym w „*The American Economic Review*”⁴, do jakich operacji bank centralny może się uciec, jeśli dotychczasowe, standardowe narzędzia nie będą działać. Bernanke postulował wówczas: wpływanie na oczekiwania co do stóp procentowych, zwiększanie bilansu banku centralnego, zmianę kompozycji bilansu banku centralnego. Zarówno Rezerwa Federalna, jak i inne banki centralne rozwiniętego świata zastosowały się do wskazań Bernankego.

Po upadku banku Lehman Brothers rynek międzybankowy praktycznie zamarł. Banki niechętnie pożyczają sobie pieniądze, przez co część instytucji finansowych

³ B.S. Bernanke, *Prezentacja do wykładu wygłoszonego 20 marca 2011 roku*: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/files/bernanke-lecture-one-20120320.pdf>, zwłaszcza slajdy 13- 16.

⁴ B.S. Bernanke, V.R. Reinhart, *Conducting monetary policy at very low short-term interest rates*, „*The American Economic Review*” 2004, vol. 94, nr 2, s. 85-90.

miała problemy z płynnością. Wtedy zainterweniowała Rezerwa Federalna, która dokonała dwóch kroków – drastycznie obniżyła oprocentowanie swoich pożyczek i znacznie rozszerzyła zakres aktywów, które mogły służyć jako zabezpieczenie pożyczek. W ramach kolejnych programów pożyczkowych (m.in. Term Auction Facility, Term Securities Lending Facility, Primary Dealers Lending Facility, Commercial Paper Funding Facility, Money Market Investor Funding Facility, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity⁵) finansowano banki w zamian za zastaw w „śmieciowych” aktywach – np. papierach wartościowych opartych na kredytach hipotecznych. Mieliśmy więc do czynienia ze złamaniem „*dictum* Bagehota”.

Pożyczki te znacznie zwiększyły bilans Rezerwy Federalnej. Gdy banki spłacały pożyczki, nie pozwalano, by bilans ten się kurczył. Rezerwa Federalna dokonała wówczas pierwszej tury tzw. luzowania ilościowego (*quantitative easing*). W ramach tej operacji bank centralny zaczął skupować papiery wartościowe, zwłaszcza Mortgage-Backed-Securities. W drugiej turze luzowania dokonano zakupu obligacji skarbowych rządu amerykańskiego. Jednocześnie wszelkie przepływy pieniężne z aktywów trzymany w banku centralnym są systematycznie reinwestowane w zakup nowych aktywów, przez co bilans banku centralnego nie spada. W taki sposób osiągnięto i utrzymano jeden z celów Bernankego – zwiększenie bilansu banku centralnego. Europejski Bank Centralny i Bank Anglii także znacznie zwiększyły swoją sumę bilansową – ta pierwsza instytucja głównie przez udzielanie bankom pożyczek, ta druga głównie przez programy zakupu obligacji rządu brytyjskiego.

Bernanke chciał także wpływać na długoterminowe oczekiwania odnośnie do stóp procentowych. Żeby osiągnąć ten cel, prezes Rezerwy Federalnej zaczął zapewniać o tym, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie przez kolejne kilka lat, co także nie jest praktyką uznawaną za normalną w przedkryzysowych czasach. Stóp procentowych dotyczy także trzeci punkt programu Bernankego z 2004 r.: zmiana składu bilansu. W ramach operacji „Twist”, przeprowadzanej od września 2011 r., Rezerwa Federalna wyprzedaje obligacje krótkoterminowe i kupuje obligacje długoterminowe. Ma to spłaszczyć krzywą dochodowości i zachęcić do długoterminowych inwestycji, które mają pobudzić wzrost gospodarczy.

Podobnie zachowuje się Europejski Bank Centralny. Co prawda bezpośredni skup obligacji państw strefy euro to dość niewielki segment aktywności frankfurckiej instytucji, jednak ten sam cel osiągany jest w inny sposób. Na przełomie 2011 i 2012 r. banki mogły zadłużyć się w Europejskim Banku Centralnym w ramach programu *longer-term refinancing operations* (LTRO) na rekordowe trzy lata (wcześniej zapadalność tych pożyczek nie przekraczała roku). Żeby uzyskać takie pożycz-

⁵ M. Machaj, *7,7 biliona dolarów na ratowanie bankrutów*, „Kryzys Blog”, 25 XI 2008, <http://kryzys.mises.pl/2008/11/25/77-biliona-dolarow-na-ratowanie-bankrutow/>.

ki banki mogły przekazać jako zabezpieczenie wiele aktywów, które wcześniej nie mogły pełnić takiej funkcji⁶.

Rozbudowane powiązania między instytucjami finansowymi w różnych państwach doprowadziły także do utworzenia przez banki centralne swapów walutowych, które miały m.in. pomóc europejskim bankom w uzyskaniu finansowania w dolarach, niezbędnego z powodu znacznego zaangażowania europejskich banków w rynek amerykańskich kredytów hipotecznych przez tzw. *shadow banking system*⁷.

Możemy zatem podsumować, że banki centralne znacznie zwiększyły swoje bilanse, zaczęły wpływać na ceny długoterminowych aktywów, rozluźniły standardy co do zabezpieczeń udzielanych przez siebie pożyczek, koordynowały swoje działania m.in. przez utworzenie specjalnych swapów walutowych.

4. Skutki działań banków centralnych

W gospodarce rynkowej wycena aktywów jest głównym zadaniem przedsiębiorców, którzy ryzykując własnym majątkiem, starają się przewidzieć przyszłe stany rynku i dokonują transakcji kupna/sprzedaży dóbr produkcyjnych. W wyniku ich działań powstaje system cen czynników produkcji umożliwiający kalkulację ekonomiczną i oszacowanie zysków i strat z danego przedsięwzięcia inwestycyjnego. To powoduje, że zasoby są angażowane w tych liniach produkcji, w których mogą generować najwyższy dochód⁸.

W dzisiejszym świecie duża część inwestycji jest podejmowana przy pośrednictwie instytucji finansowych. Choć działania banków centralnych przed kryzysem ograniczały (obok różnych regulacji sektora finansowego⁹) swobodę wyceny aktywów, to były one mocno ograniczone i dotyczyły głównie aktywów krótkoterminowych i uważanych za relatywnie bezpieczne. Znaczne zwiększenie aktywności banków centralnych w ostatnich latach skłania do zastanowienia, czy dalej możemy mówić o wolnorynkowej wycenie aktywów finansowych.

W krajach rozwiniętych bilanse banków centralnych przed 2008 r. miały rozmiar ok. 10% PKB¹⁰. Bezpośredni wpływ na inwestycje w danym kraju był więc dość

⁶ ECB announces measures to support bank lending and money market activity, Press Release, 8 December 2011, dostępne online (20.03.2012): http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html.

⁷ H.S. Shin, *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, wykład wygłoszony na 2011 IMF Annual Research Conference, 10-11 listopada 2011, dostępny on-line (20.03.2012): http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf.

⁸ J. Salerno, *The entrepreneur: real and imagined*, „The Quarterly Journal of Austrian Economics” 2008, nr 11, s. 188-207.

⁹ Na wpływ regulacji finansowych, zwłaszcza tzw. regulacji bazylejskich, zwracają uwagę m.in. J. Jabłecki, M. Machaj, *The regulated meltdown of 2008*, „The Critical Review” 2009, nr 21:2, s. 301-328; C. Goodhart, *Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego*, Zeszyty BRE Bank — CASE 2009, nr 100.

¹⁰ H. Hannoun, *Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy*, przemowa wygłoszona na 47. SEACEN Governors’ Conference, Seul, Korea, 13-14 lutego 2012, dostępna on-line (20.03.2012): <http://www.bis.org/speeches/sp120216.pdf>, s. 4.

nikły. Jednak w 2011 r. było to już ponad 20% i liczba ta ciągle rośnie¹¹. Widzimy, że w krótkim czasie rozmiar inwestycji zależnych od decyzji politycznych, a nie od procesu wyceny rynkowej, podwoił się i ciągle rośnie.

Szczególnie drastycznie widać to na przykładzie europejskiego systemu bankowego. Przed ostatnimi operacjami LTRO banki miały ogromne trudności z pozyskaniem finansowania głównie z powodu obaw o kondycję europejskiej gospodarki i o los obligacji rządowych peryferyjnych państw strefy euro. Europejskie banki sporą część finansowania osiągały tradycyjnie na rynku pieniężnym, emitując swoje obligacje. Przez cały 2011 r. te emisje malały, a rentowności bankowych obligacji rosły, co utrudniało działalność bankom i sprawiało, że scenariusz masowej wyprzedaży aktywów przez banki, ponoszenia strat na tej wyprzedaży i bankructw stawał się możliwy¹². Dopiero nadzwyczajne pożyczki Europejskiego Banku Centralnego sprawiły, że inwestorzy obdarzyli banki zaufaniem i rynek bankowych obligacji znowu odżył¹³.

Ujmując to nieco inaczej – inwestorzy nie chcieli finansować aktywów banków, dopóki nie zapadła konkretna decyzja instytucji politycznej, która zwiększyła wartość tych aktywów. Widzimy zatem, że wycena dóbr kapitałowych w coraz większym stopniu zależy od decyzji politycznych, a w coraz mniejszym od przedsiębiorczych spekulacji prywatnych podmiotów rynkowych. Banki centralne stały się swego rodzaju lombardem, w którym banki „komercyjne” mogą zastawić tanio dowolne aktywo. Istnienie takiego lombardu jest dla uczestników rynku gwarantem dalszego funkcjonowania systemu i trudno sobie wyobrazić funkcjonowanie rynków finansowych bez Bernankego lub Dragiego.

Jakie są konsekwencje ekonomiczne takiego stanu rzeczy? Po pierwsze, mamy do czynienia z postępującą redystrybucją dochodu od wszystkich użytkowników pieniądza do sektora finansowego, który jest pierwszym odbiorcą nowo kreowanych przez bank centralny środków (tzw. finansjalizacja gospodarki). Nie jest to zjawisko nowe, ale od kryzysu nasiliło się o tyle, że mamy obecnie prawie wyłącznie do czynienia z kreacją pieniądza bazowego, nie ma natomiast praktycznie kreacji kredytu, z której korzystałyby także inne sektory gospodarcze (np. duże przedsiębiorstwa przemysłowe).

Rozrost kontroli banków centralnych nad finansowaniem inwestycji może także odbić się na międzynarodowych stosunkach gospodarczych. Jest bowiem możliwe, że banki centralne będą faworyzowały aktywa mające związek z danym krajem (w ramach zachęcania do prowadzenia akcji kredytowej „u siebie”, tak aby można było pochwalić się wzrostem koniunktury na obszarze swojego działania), co może relatywnie zmniejszyć atrakcyjność inwestycji podejmowanych za granicą. Istnieje tu zatem groźba zaburzeń w międzynarodowym przepływie kapitałów.

¹¹ Tamże.

¹² M. Drehmann, G. von Peter, N. Vause, V. Sushko, *European bank funding and deleveraging*, „BIS Quarterly Review”, March 2012.

¹³ Tamże.

Wydaje się, że jeśli obecna polityka będzie kontynuowana, albo wręcz rozszerzana, to możemy mówić o jeszcze jednym, najpoważniejszym skutku działań banków centralnych. Wzrost roli decyzji politycznych w prowadzeniu kalkulacji ekonomicznej może doprowadzić do sytuacji, w której „prawdziwa”, prywatna kalkulacja przestanie być w końcu możliwa i wejdziemy w okres jakiegoś *quasi*-socjalizmu¹⁴. Od woli banku centralnego, a nie od dochodowości czynników produkcji w konkurencyjnych liniach produkcji, będzie zależało, jakie inwestycje w gospodarce będą realizowane.

Jako ciekawostkę można podać fakt, że socjaliści często podkreślali kluczową rolę polityzacji decyzji bankowych w tworzeniu socjalizmu. Marks i Engels w *Manifestie komunistycznym* pisali: „Początkowo może to się oczywiście dokonać tylko za pomocą despotycznych wtargnięć w prawo własności i w burżuazyjne stosunki produkcji, a więc za pomocą zarządzeń, które ekonomicznie wydają się niedostateczne i nieuzasadnione, ale które w przebiegu ruchu przerastają same siebie i są nieuniknione jako środki przewrotu w całym sposobie produkcji. Zarządzenia te będą oczywiście w różnych krajach odpowiednio różne. Jednakże w krajach najdalej w rozwoju posuniętych będą mogły być na ogół powszechnie zastosowane zarządzenia następujące [...] 5. Centralizacja kredytów w rękach państwa za pomocą banku narodowego o kapitale państwowym i o wyłącznym monopolu”¹⁵.

Podobne rozwiązanie postulował O. Bauer, jeden z polityków austriackich z czasów międzywojennych: „Według Otto Bauera nacjonalizacja banków byłaby ostatecznym i rozstrzygającym krokiem w realizacji socjalistycznego programu uspołecznienia. Kiedy już wszystkie banki zostaną znacjonalizowane i połączone w jeden bank centralny, wówczas jego rada nadzorcza będzie pełnić funkcję »najwyższej władzy gospodarczej, naczelnego organu zarządzającego całą gospodarką. Tylko nacjonalizacja banków pozwala społeczeństwu w pełni kontrolować realizację planu pracy i dokonywać racjonalnej alokacji zasobów pomiędzy poszczególne gałęzie produkcji, by dostosować całą wytwórczość do potrzeb narodu«”¹⁶.

¹⁴ Mam tu na myśli socjalizm jako system publicznej własności środków produkcji. Jednak, jak wskazywał L. von Mises, może on także przyjmować formy, w których nominalnie zachowywana jest prywatna własność, jednak decyzje gospodarcze są podejmowane przez ciała polityczne: L. von Mises, *Socjalizm*, tłum. S. Sękowski, ARCANA, Kraków 2009; L. von Mises *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, przeł. W. Falkowski, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2007. Wydaje mi się, że przy kontroli inwestycji przez bank centralny mielibyśmy do czynienia z podobnym zjawiskiem. Według współczesnych kontynuatorów myśli L. von Misesa (np. J. Huerta de Soto, *Socjalizm, rachunek ekonomiczny i funkcja przedsiębiorcza*, przeł. W. Rybicki, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011.) socjalizm to system instytucjonalnej agresji w przedsiębiorcze możliwości działania człowieka. Przy takiej definicji opisywany powyżej system z pewnością zasługiwałby na miano socjalizmu.

¹⁵ F. Engels, K. Marks, *Manifest Partii Komunistycznej*, Studenckie Koło Filozofii Marksistowskiej, Warszawa 2007, dostępne on-line (20.03.2012): <http://www.filozofia.uw.edu.pl/skfm/publikacje/marks-engels01.pdf>, s. 14.

¹⁶ L. von Mises, *Kalkulacja ekonomiczna w socjalizmie*, przeł. J. Jabłecki, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011, s. 65-66.

Choć powyższe cytaty nie dowodzą oczywiście słuszności moich twierdzeń, to jednak warto chyba pamiętać, do czego może prowadzić zwiększona kontrola inwestycji przez instytucje publiczne.

5. Podsumowanie

W moim artykule starałem się wskazać na kilka zasadniczych zmian, jakie zaszły w funkcjonowaniu banków centralnych od wybuchu kryzysu finansowego. Zwiększony zakres interwencji banków centralnych w gospodarkę może mieć dalekosiężne skutki, z których najbardziej poważnym wydaje się możliwość dominacji decyzji politycznych nad prywatną wyceną w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Literatura

- Bernanke B.S., *Prezentacja do wykładu wygłoszonego 20 marca 2011 roku*: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/files/bernanke-lecture-one-20120320.pdf>.
- Bernanke B.S., Reinhart V.R., *Conducting monetary policy at very low short-term interest rates*, „The American Economic Review” 2004, vol. 94, nr 2.
- Drehmann M., Peter G. von, Vause N., Sushko V., *European bank funding and deleveraging*, „BIS Quarterly Review”, March 2012.
- Engels F., Marks K., *Manifest Partii Komunistycznej*, Studenckie Koło Filozofii Marksistowskiej, Warszawa 2007, dostępne on-line (20.03.2012): <http://www.filozofia.uw.edu.pl/skfm/publikacje/marks-engels01.pdf>.
- Goodhart C., *Kryzys finansowy i przyszłość systemu finansowego*, Zeszyty BRE Bank – CASE2009, nr 100.
- Hannoun H., *Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy*, przemowa wygłoszona na 47. SEACEN Governors’ Conference, Seul, Korea, 13-14 lutego 2012, dostępna on-line (20.03.2012): <http://www.bis.org/speeches/sp120216.pdf>.
- Huerta de Soto J., *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, przeł. G. Łuczkiwicz, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009.
- Huerta de Soto J., *Socjalizm, rachunek ekonomiczny i funkcja przedsiębiorcza*, przeł. W. Rybicki, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011.
- Jablecki J., *Po co nam rynek międzybankowy?*, [w:] *Zmienność gospodarcza i ryzyko. Materiały konferencyjne IV Letniego Seminarium Ekonomicznego Instytutu Misesa*, oprac. S. Chrupczalski, A. Gruhn, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011, s. 61-71.
- Jablecki J., Machaj M., *The regulated meltdown of 2008*, „The Critical Review” 2009), nr 21:2
- Machaj M., *7,7 biliona dolarów na ratowanie bankrutów*, „Kryzys Blog”, 25 XI 2008, <http://kryzys.mises.pl/2008/11/25/77-biliona-dolarow-na-ratowanie-bankrutow/>.
- Mises L. von, *Kalkulacja ekonomiczna w socjalizmie*, przeł. J. Jablecki, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011.
- Mises L. von, *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, przeł. W. Falkowski, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2007.
- Mises L. von, *Socjalizm*, tłum. S. Sękowski, ARCANA, Kraków 2009.
- Salerno J., *The entrepreneur: real and imagined*, „The Quarterly Journal of Austrian Economics” 2008, nr 11.

Shin H.S., *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, wykład wygłoszony na 2011 IMF Annual Research Conference, 10-11 listopada 2011, dostępny on-line (20.03.2012): http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf.

INFLUENCE OF CENTRAL BANKS POLICIES ON INVESTMENTS SINCE THE FINANCIAL CRISIS

Summary: Since the financial crisis of 2008 central banks in western countries have systematically increased the scope of intervention in the economy. The current model of monetary policy makes investment decisions more dependent on political factors rather than market appraisal. If the model is widened further it can lead to a *quasi*-socialist economic system.

Keywords: central bank, monetary policy, economic calculation, socialism, financial crisis, investment.