

**Marian Turek**

Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku  
Katedra Ekonomii  
e-mail: [ekomt@univ.gda.pl](mailto:ekomt@univ.gda.pl)  
tel. 58 323 89 01

## **Neoinstytucjonalne aspekty interpretacji światowego kryzysu finansowego**

**Streszczenie.** Artykuł przedstawia neoinstytucjonalne (czyli uwspółcześnioną wersję instytucjonalnego) podejście do spraw kryzysu finansowego, który jest w centrum uwagi świata od 2007 r. Pierwsza część artykułu zawiera krótką historię instytucjonalnej interpretacji funkcjonowania gospodarki, ze zwróceniem uwagi na to, jak to podejście różni się od rozumienia proponowanego przez ekonomię neoklasyczną. Druga część przedstawia neoinstytucjonalne wyjaśnienie globalnego kryzysu finansowego. Trzecia zaś identyfikuje niektóre kroki w dziedzinie polityki ekonomicznej, które są wymagane do uzyskania oczekiwanej, stabilniejszej i doskonalszej polityki współczesnego państwa dobrobytu. Omawiany wariant ekonomii neoinstytucjonalnej może być nazwany postkeynesowskim instytucjonalizmem. Ten aspekt myśli instytucjonalnej, który pojawił się w USA w 1980 r., wyrasta z teorii Thorsteina B. Veblena, Wesleya C. Mitchella i Johna R. Commonsa, a także korzysta z poglądów Johna M. Keynesa, a nawet Josepha A. Schumpetera. Publikacje Hymana P. Minsky'ego miały charakter modelowy dla postkeynesowskiego instytucjonalizmu w latach 80. i 90., a jego idee nadal pozostają aktualne.

**Słowa kluczowe:** neoinstytucjonalizm, postkeynesowski instytucjonalizm, kryzys finansowy 2008, państwo dobrobytu

### **Wstęp**

Artykuł przedstawia neoinstytucjonalne (czyli uwspółcześnioną wersję instytucjonalnego) podejście do spraw kryzysu finansowego, który jest w centrum uwagi świata od 2007 r. Ukazuje krótką historię instytucjonalnej interpretacji funkcjonowania gospodarki, zwracając uwagę na to, jak to podejście różni się od

rozumienia proponowanego przez ekonomię neoklasyczną. Ponadto przedstawia neoinstytucjonalne wyjaśnienie globalnego kryzysu finansowego oraz identyfikuje niektóre kroki w dziedzinie polityki ekonomicznej, które są wymagane do uzyskania bardziej stabilnej i oczekiwanej, doskonalszej polityki współczesnego państwa dobrobytu.

Omawiany wariant ekonomii neoinstytucjonalnej może być nazwany post-keynesowskim instytucjonalizmem (PKI). Ten aspekt myśli instytucjonalnej, który pojawił się w USA w 1980 r., wyrasta z teorii Thorsteina B. Veblena, Wesleya C. Mitchella i Johna R. Commonsa, a także korzysta z poglądów Johna M. Keynesa, a nawet Josepha A. Schumpetera. Publikacje Hymana P. Minsky'ego miały charakter modelowy dla PKI w latach 80. i 90., a jego idee nadal pozostają aktualne. W ostatnich latach przyczyniły się do rozwoju teorii PKI u takich autorów, jak: Martin H. Wolfson, Kenneth P. Jameson, Chris Niggle, Fadhel Kaboub, Eric Tymoigne i L. Randall Wray.

## 1. Jak funkcjonuje ekonomia

Ekonomia instytucjonalna i neoklasyczna zawsze różniły się zakresem badawczym. Ekonomia neoklasyczna obejmuje badanie gospodarki rynkowej; jej teorie nie nadają się więc do badania gospodarki nakazowej lub prekapitalistycznej. Natomiast ekonomia instytucjonalna obejmuje znacznie szersze badania „społecznych rezerw”. Jest zainteresowana tym, co, jak i dlaczego zachodzi na wszystkich etapach produkcji i dystrybucji organizowanych przez człowieka, niezależnie od tego, czy procesy te obejmują rynki, czy nie<sup>1</sup>.

W związku z tym ekonomia neoklasyczna skupia się na mechanizmie cenowym i zakłada, że korekta cen jest kluczem do regulacji sił w gospodarce. Natomiast instytucjonalizm koncentruje się na instytucjach społecznych i postrzega je jako klucz do regulacji gospodarczych. Według instytucjonalisty Yngve Ramstada „centralne podejście” szkoły instytucjonalnej jest takie, że regulacja instytucjonalna jest „kołem zamachowym zrównoważonej gospodarki”<sup>2</sup>.

Choć instytucjonalisci badają gospodarkę rynkową, ich odmienne podejście skutkuje tworzeniem alternatywnych koncepcji działania gospodarek. Od czasów Thorsteina B. Veblena instytucjonalisci podkreślali, że różnica między ich podejściem do studiowania kapitalistycznych gospodarek a podejściem głównego nurtu sprowadza się do innego „punktu widzenia” – neoklasyczne podejście zakłada,

<sup>1</sup> Zob. W.M. Dugger, *Redefining economics: From market allocation to social provisioning*, w: *Political Economy for the 21<sup>st</sup> Century: Contemporary Views on the Trend of Economics*, red. C.J. Whalen, M.E. Sharpe, Armonk, NY 1996, s. 31-43.

<sup>2</sup> Y. Ramstad, *Comments on Adams and Brock paper*, „Journal of Economic Issues” 1985, nr 19(2), s. 509.

że system cen jest samoregulujący, a ekonomia instytucjonalna nie czyni takiego założenia. Instytucjoniści rozpoznają tendencje systemu, ale nie chcą przyjąć samonapędzających lub samoregulujących sił dominujących a priori. Według nich wszystko zależy od instytucji społecznych.

Neoklasyczne i instytucjonalne koncepcje gospodarki rynkowej prowadzą do rozbieżnych programów badawczych. Ekonomia głównego nurtu poświęca wiele uwagi identyfikacji normalnych warunków i długookresowych tendencji, które są zgodne z jej fundamentalnym poglądem na sprawę dopasowania cen. Ekonomia instytucjonalna stara się natomiast zrozumieć rzeczywisty rozwój instytucji społecznych. Takie też było podejście Veblena w 1898 r., gdy pisał: „A ekonomiczny proces życia nadal w dużej mierze oczekuje na teoretyczne opracowanie”<sup>3</sup>.

Kryzysy finansowe były jednym z aspektów życia gospodarczego, które zostały włączone do teorii Veblena, a także jego ucznia, Wesleya C. Mitchella<sup>4</sup>. Takie podejście nie jest zaskakujące, gdyż kryzysy wydają się być integralną częścią cykli gospodarczych i pojawiały się regularnie w czasie ich życia. Jednak takim kryzysom i cyklom konwencjonalni ekonomiści poświęcili niewiele uwagi. Jak zauważył Mitchell w 1927 r.: „To nie byli ortodoksyjni ekonomiści, którzy postawili problem kryzysów i depresji na właściwe miejsce w gospodarce”. Dla uczonych głównego nurtu ekonomii kwestie te nie znajdowały się „wśród głównych problemów teorii ekonomii” i były w najlepszym przypadku przedmiotem „wtórnego zainteresowania”<sup>5</sup>.

Chociaż Mitchell był znacznie bardziej zainteresowany wykorzystaniem teorii do rozwiązywania najpilniejszych problemów życia gospodarczego niż Veblen, to chyba najbardziej zaangażowanym w rozwiązywanie praktycznych problemów spośród wczesnych instytucjonalistów był John R. Commons. Motywowany problematyką ludzi pracy został on pochłonięty studiowaniem systemu kredytowego i cykli gospodarczych. Uważał on, że „Bezrobocie jest największą wadą kapitalizmu”, cykl koniunkturalny był najważniejszą przyczyną bezrobocia, a cykl kredytowy leżał u podstaw cyklu koniunkturalnego<sup>6</sup>. Zajmując się tymi problemami, był więc w jego centrum przez całe życie podejmowania prób „ratowania kapitalizmu przez czynienie go dobrym”<sup>7</sup>.

<sup>3</sup> T. B. Veblen, *Why is economics not an evolutionary science?*, „The Quarterly Journal of Economics” 1898, nr 12(4), s. 387.

<sup>4</sup> T. B. Veblen, *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner’s Sons, New York 1904; W. C. Mitchell, *Business Cycles: The Problem and Its Setting*, National Bureau of Economic Research, New York 1927.

<sup>5</sup> W. C. Mitchell, *Business Cycles: The Problem...*, s. 3-4.

<sup>6</sup> S. A. Lewisohn, E. G. Draper, J. R. Commons, D. D. Lescohier, *Can Business Prevent Unemployment?*, Alfred A. Knopf, New York 1925, s. 52; J. R. Commons, *Unemployment prevention*, „American Labor Legislation Review” 1922, nr 12(1).

<sup>7</sup> J. R. Commons, *Myself*, Macmillan, New York 1934, s. 143.

John M. Keynes pod wieloma względami spełniał taką samą misję jak John R. Commons<sup>8</sup>. Ponadto prowadzili oni korespondencję, a czasami wymieniali swoje publikacje. W jednym z listów do Commonsa Keynes napisał: „wydaje się, że nie ma innego ekonomisty, z którego ogólnym sposobem myślenia czułbym się tak szczerze zgodny”<sup>9</sup>.

W serii wykładów i artykułów napisanych w latach 20. i 30. Keynes odróżniał własne spojrzenie na to, jak funkcjonuje system kapitalistyczny, od poglądów ekonomistów głównego nurtu. Twierdził on, że z powodu odrzucenia tradycyjnego przekonania „istniejący system gospodarczy jest na dłuższą metę samodopasowujący się”<sup>10</sup>. Jak pisał w 1925 r.: „Z jednej strony Skarb Państwa i Bank Anglii prowadzą ortodoksyjną dziewiętnastowieczną politykę opartą na założeniu, że zmiany gospodarcze mogą i powinny być spowodowane przez wolną grę sił popytu i podaży [...]. Z drugiej strony, nie tylko fakty, ale także opinia publiczna przeszły długą drogę w kierunku epoki stabilizacji w rozumieniu Profesora Commonsa”<sup>11</sup>.

„Epoka stabilizacji”, do której odnosi się Keynes, dotyczy etapu historii gospodarczej świata przedstawionej w *Reasonable Value*, 100-stronicowym rękopiśmie, który Commons ostatecznie rozwinął w *Institutional Economics*<sup>12</sup>. Z wypowiedzi Keynesa na temat epoki niedoboru, obfitości i stabilizacji (które pojawiły się w dwóch esejach Commonsa z 1925 r.) wynika, że obaj ekonomiści doceniali zmiany instytucjonalne wpływające na wydajność gospodarki i potrzeby polityki.<sup>13</sup> W literaturze kierunku instytucjonalnego starano się nawet wykazać, że uwarunkowania krajowej produkcji i zatrudnienia przedstawione przez Keynesa w *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* są uwarunkowane historycznie i określone instytucjonalnie<sup>14</sup>.

Mimo powinowactwa Keynesa z poglądami Commonsa idee Keynesowskiej rewolucji w ekonomii zostały szybko rozpropagowane i *Ogólną teorię* wkrótce włączono do ekonomii głównego nurtu. Dzięki pracom Johna R. Hicksa, Paula A. Samuelsona, Jamesa Tobina i innych poglądy Keynesa stały się tylko szcze-

<sup>8</sup> G. Atkinson, T. Oleson Jr., *Commons and Keynes: Their assault on laissez faire*, „Journal of Economic Issues” 1998, nr 32(4), s. 1019-1030.

<sup>9</sup> J. M. Keynes, *Letter to John R. Commons, 26 April*, w: J. R. Commons, *Papers*, State Historical Society of Wisconsin, Madison, WI 1927.

<sup>10</sup> J. M. Keynes, *A self-adjusting economic system?*, „The New Republic” 1935, nr 82(1055).

<sup>11</sup> J. M. Keynes, *Am I a liberal?*, w: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, t. IX: *Essays in Persuasion*, red. D. Moggridge, Macmillan, London 1972, s. 305.

<sup>12</sup> J. R. Commons, *Reasonable Value*, w: *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, t. 26-B, red. W. J. Samuels, Emerald, Bingley 2008, s. 239-307.

<sup>13</sup> J. M. Keynes, *Am I...*

<sup>14</sup> Dyskusja o tym, co jest ogólne w *Ogólnej teorii*: J. R. Crotty, *Keynes on the stages of development of the capitalist economy: The institutional foundation of Keynes's methodology*, „Journal of Economic Issues” 1990, nr 24(3).

gólnym przypadkiem teorii makroekonomicznej, zgodnym z prekeynesowskim mainstreamem i mikroekonomią neoklasyczną. W latach 50. i 60. teoria ta osiągnęła szczyt swej popularności i była powszechnie uważana za przewodnik do polityki fiskalnej USA i zarządzania zagregowanym popytem, który sprowadzał się do „dostrajania” w odpowiedzi na egzogeniczne zakłócenia. Zamiast przyjmowania dynamicznej perspektywy cyklu koniunkturalnego analiza makroekonomiczna była silnie zorientowana na porównawczą statykę.

Jednak na początku lat 70. i 80. Keynesowska neoklasyczna synteza była atakowana za niewłaściwe interpretacje stagflacji i powrót do niestabilności finansowej. W sferze teorii makroekonomicznej nurt ten zdystansował się od Keynesa, obejmując pojęcie naturalnej stopy bezrobocia, a nawet nowej klasycznej makroekonomii, która określa problem bezrobocia, nie dopuszczając możliwości, że bezrobocie może być dobrowolne. W odniesieniu do polityki w międzyczasie ekonomia głównego nurtu skierowała się w stronę monetaryzmu, a później – w stronę celu inflacyjnego. Przypadek aktywnego zarządzania popytem stał się bardziej niż kiedykolwiek zależny od istnienia niedoskonałości rynku, takich jak sztywne płace, które mogą być stosowane do uzasadnienia więcej niż krótkoterminowych działań rządu.

Liczba instytucjonalistów odpowiedzialnych za atak na główny nurt keynesizmu jest dość znaczna, choć istnieje też podobieństwo między ich podejściem i podejściem Keynesa. To otworzyło drogę do powstania postkeynesowskiego instytucjonalizmu (PKI). Wallace C. Peterson w przemówieniu z 1976 r. przed członkami Association for Evolutionary Economics (AFEE) powiedział, że „istnieje wspólny kamień węgielny dla poglądów instytucjonalizmu i Keynesa”. Zaznaczył on, że nie jest zaskoczeniem zwrócenie uwagi na to, iż *Ogólna teoria* opisuje system gospodarczy „z natury wadliwy” ze względu na „trudną cykliczną niestabilność” i że „neoklasyczna synteza oderwała Keynesa od rzeczywistego czasu historycznego”. Według Petersona „Pominięcie historii i niepewny ruch w kierunku pominięcia analizy tworzy fałszywe poczucie determinacji i przewidywalności procesu gospodarczego”<sup>15</sup>.

Dudley Dillard, W. Robert Brazelton i Robert R. Keller pomogli utworzyć drogę dla PKI. Dillard podkreślił, że instytucje finansowe odgrywają kluczową rolę w ekonomii Veblena, Mitchella i Keynesa i że każda z nich miała element, który „można by nazwać teorią monetarną produkcji”<sup>16</sup>. Brazelton zwrócił uwagę na mikroekonomiczną i makroekonomiczną kompatybilność ekonomii instytucjonalnej i *Ogólnej teorii* oraz powstającej ekonomii postkeynesowskiej, związanej z pracami Sidneya Weintrauba, Daniela R. Fufelda i kilku innych amerykańskich

<sup>15</sup> W. C. Peterson, *Institutionalism, Keynes and the real world*, „Journal of Economic Issues” 1977, nr 11(2).

<sup>16</sup> D. Dillard, *A monetary theory of production: Keynes and the institutionalists*, „Journal of Economic Issues” 1980, nr 14(2).

ekonomistów<sup>17</sup>. Keller ukazał też komplementarność podejścia instytucjonalnego i postkeynesowskiego, zwracając np. uwagę, że to pierwsze kładzie silniejszy nacisk na sprawy konstruktywnego zaangażowania państwa w gospodarkę, zaś drugie dokonało bardziej szczegółowej analizy problemów, takich jak stagflacja<sup>18</sup>.

Stagflacja jest jedną z głównych kwestii poruszanych w pierwszej książce o analizie gospodarki z perspektywy PKI, którą przygotowali Charles K. Wilber i Kenneth P. Jameson pt. *An Inquiry into the Poverty of Economics*<sup>19</sup>. Opierając się na przekonaniu Keynesa, że gospodarka jest niestabilna, i na tradycji instytucjonalnej zapoczątkowanej przez Veblena i Mitchella, Wilber i Jameson zwrócili uwagę na pojęcia stworzone przez Johna K. Galbraitha, związane z bifurkacją systemu gospodarczego: „sektor planowania” z około tysiącem oligopolistycznych korporacji i „sektor rynkowy” z milionami małych firm posiadających mało lub nieposiadających żadnej siły rynkowej. W głównych rozdziałach swojej książki koncentrują się oni na tym, jak te dwa sektory i rząd oddziałują na produkcję, zatrudnienie i ceny.

W dynamicznie zmieniającej się gospodarce opracowanie Wilbera i Jamesona dość szybko zeszło na dalszy plan. Nawet bardziej niż skupienia na stagflacji PKI potrzebował zwrócenia uwagi na dynamikę cyklu koniunkturalnego i powojennego rozwoju kapitalizmu. W przededniu pojawienia się *An Inquiry into the Poverty of Economics* Hyman P. Minsky trafił dokładnie w oczekiwania ekonomistów. On również włączył kluczowe poglądy Schumpetera do teorii PKI, które dotyczyły tego, jak funkcjonuje współczesna gospodarka.

Chociaż Minsky nosił etykietkę postkeynesowskiego ekonomisty, utrzymywał bliskie stosunki z instytucjonalistami w całej swojej karierze i sam uważał się zarówno za instytucjonalistę, jak i postkeynesistę. Na początku 1980 r. Minsky i jego kolega Steven Fazzari zostali wybrani, by napisać artykuł na temat polityki pieniężnej do specjalnego wydania „Journal of Economic Issues”<sup>20</sup>. Pod koniec lat 80. kolejny numer specjalny tego czasopisma został przygotowany, by naświetlić badania instytucjonalne, a poglądy Minsky’go na niestabilność finansową zyskały poczesne miejsce w rozdziałach dotyczących pieniądza i makroekonomii<sup>21</sup>.

Główny wkład Minsky’ego w sprawę niestabilności finansowej nazywany jest „hipotezą niestabilności finansowej”. Stwierdził on, że kapitalistyczny sys-

<sup>17</sup> W. R. Brazelton, *Post Keynesian economics: An institutional compatibility*, „Journal of Economic Issues” 1981, nr 15(2).

<sup>18</sup> R. R. Keller, *Keynesian and institutional economics: Compatibility and complementarity*, „Journal of Economic Issues” 1983, nr 17(4).

<sup>19</sup> C. K. Wilber, K. P. Jameson, *An Inquiry into the Poverty of Economics*, University of Notre Dame Press, Notre Dame, IN 1983.

<sup>20</sup> S. Fazzari, H. P. Minsky, *Domestic monetary policy: If not monetarism, what?*, „Journal of Economic Issues” 1984, nr 18(1).

<sup>21</sup> Zob. D. Dillard, *Money as an institution of capitalism*, „Journal of Economic Issues” 1987, nr 21(4).

tem finansowy dąży od cyklu endogennego, tj. od konserwatywnego stanu rzeczy zwanego finansowaniem zabezpieczeń do bardziej ryzykownej formy zwanej spekulacyjnym finansowaniem, do jej nie zrównoważonej postaci zwanej finansowaniem Ponzi'ego, a następnie z powrotem do zabezpieczenia finansowania na kolejną rundę. Hipoteza ta silnie kontrastuje z głównym nurtem „efektywnego rynku”, który zakłada, że inwestorzy, kredytodawcy i inni uczestnicy rynków finansowych nie są zbiorowo predysponowani do nadmiernej pewności siebie i uprzedzeń wobec innych. Bez terminowej i właściwej interwencji publicznej cykl niestabilności finansowej może mieć daleko idące konsekwencje makroekonomiczne – okres umiarkowanego dobrobytu może być bowiem szybko przekształcony w boom, który nawet szybciej może przyczynić się do głębokiej recesji<sup>22</sup>.

Według Minsky'ego hipoteza niestabilności finansowej ma korzenie w wizji świata wspólnego dla Keynesa i Mitchella. Obydwaj ekonomiści spoglądali na współczesną im gospodarkę i widzieli świat, w którym Wall Street i inne główne centra finansowe odgrywają kluczową rolę<sup>23</sup>. W przeciwieństwie do konwencjonalnej makroekonomii, którą Minsky postrzegał jako mającą po prostu dodatek pieniężny i inne aktywa finansowe do analizy opartej na gospodarce barterowej, twierdził on, że spostrzeżenia Keynesa i Mitchella mogą ukształtować się w coś, co można by nazwać „nowoczesnym keynesizmem”: „Nowoczesny pogląd keynesowski zaczyna się od stworzenia i kontroli zasobów w ramach rzeczywistych (*real world*) warunków kapitalistycznych. Analiza Keynesa jest instytucjonalnie dość specyficzna – analizuje on gospodarkę kapitalistyczną z wyrafinowanym systemem bankowym i finansowym, które głównym przedmiotem działalności uczyniły finansowanie biznesu. Oznacza to, że w każdym okresie zasoby kapitałowe w firmach korzystających z funduszy muszą być dostarczane przez banki, ponieważ wcześniejsze umowy finansowe stają się wymagalne. Wizja przedstawicieli Wall Street dotycząca przedsiębiorców i bankierów negocjujących struktury odpowiedzialności finansowania aktywów i działalności, a te struktury pasywów są zatwierdzane lub odrzucane przez wydarzenia, które zachodzą w czasie kalendarzowym, stanowią niezbędną teoretyczną i instytucjonalną strukturę, na której opiera się teoria Keynesa”<sup>24</sup>.

<sup>22</sup> H. P. Minsky, *The financial instability hypothesis*, Working Paper nr 74, The Levy Economics Institute of Bard College, Dutchess County, NY 1992; idem, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven, CT 1986.

<sup>23</sup> H. P. Minsky, *Schumpeter: Finance and evolution*, w: *Evolving Market Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*, red. A. Heertje, M. Perlman, The University of Michigan Press, Ann Arbor, MI 1990, s. 72; idem, *Schumpeter and finance*, w: *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honour of Paulo Sylos Labini*, red. S. Biasco, A. Roncaglia, M. Salvati, St Martin's Press, New York 1993; idem, *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York 1975, s. 57-58.

<sup>24</sup> S. Fazzari, H. P. Minsky, op. cit.

Minsky dostrzega, że w nowoczesnym keynesizmie niestabilność finansowa i cykle koniunkturalne są nieodłączną cechą gospodarki kapitalistycznej, biorąc pod uwagę strukturę instytucjonalną Wall Street i drogich, długotrwałych aktywów kapitałowych (tj. wyspecjalizowanych maszyn i urządzeń). Twierdził on jednak, że cykle koniunkturalne to nie są tylko wahania wewnątrz stałej struktury gospodarczej, ale na odwrót – cykle są zarówno przyczyną, jak i skutkiem zmian w tej strukturze<sup>25</sup>. Jak napisał kilkadziesiąt lat wcześniej, głównym wyzwaniem dla teoretyków cyklu koniunkturalnego jest to, że „każdy nowy cykl przedstawia sobą osobliwość”<sup>26</sup>.

Minsky przedstawił swą nowoczesną keynesowską perspektywę w książce i artykule opublikowanych w połowie lat 70.<sup>27</sup>, zaś w połowie lat 80. był zaniepokojony, że dekady skumulowały zmiany w amerykańskich stosunkach i instytucje finansowe stworzyły nową formę kapitalizmu<sup>28</sup>. W rezultacie zwrócił się on ku piśmnom Schumpetera, swego profesora i doradcy na Harvardzie, w celu dokonania oglądu długoterminowego rozwoju kapitalizmu. W eseju napisanym dla uczczenia setnej rocznicy urodzin Keynesa i Schumpetera napisał: „Dalszy postęp w rozumieniu kapitalizmu może być uzależniony od ujęcia poglądów Schumpetera na temat dynamiki kapitalistycznego procesu oraz roli innowacyjnych przedsiębiorców w ramy analityczne, które w swojej istocie są keynesowskie. Kapitalizm ukazywał zarówno swą delikatność, jak i elastyczność, począwszy od śmierci Marksa aż po narodziny Keynesa i Schumpetera. Analityczna struktura teorii Keynesa pozwala nam zrozumieć, a nawet poradzić sobie z niestabilnością kapitalizmu. Wizja przedsiębiorczości u Schumpetera pomaga nam zrozumieć odporność kapitalizmu, a zwłaszcza to, jak reakcje polityczne na kryzysy, które odzwierciedlają keynesowskie spostrzeżenia, mają doprowadzić do świadomości i dodać nowy wymiar do niestabilności struktur finansowych”<sup>29</sup>.

Podsumowując swoje stanowisko, Minsky dodaje: „Zadanie konfrontacji dzisiejszej ekonomii można scharakteryzować jako konieczność integracji wizji Schumpetera sprężystego procesu kapitalistycznego z przenikliwym spostrzeżeniem Keynesa o niestabilności wprowadzonej do kapitalistycznego procesu

<sup>25</sup> H. P. Minsky, *Stabilizing...*

<sup>26</sup> Według W. C. Mitchella historia działalności powtarza się, ale zawsze z pewną różnicą (*Business Cycles and their Causes*, University of California Press, Berkeley, CA 1941, s. ix). Z tego powodu podkreślał on, że historia i teoria uzupełniają się wzajemnie (*Business Cycles: The Problem...*, s. 57).

<sup>27</sup> H. P. Minsky, *John Maynard...*; idem, *Can „it” happen again? Essays on instability and finance*, M. E. Sharpe, Armonk, NY 1982.

<sup>28</sup> H. P. Minsky, *The evolution of financial institutions and the performance of the economy*, „Journal of Economic Issues” 1986, nr 20(2).

<sup>29</sup> H. P. Minsky, *Money and crisis in Schumpeter and Keynes*, w: H.-J. Wagener, J. W. Drukker, *The Economic Law of Motion of Modern Society: A Marx-Keynes-Schumpeter Centennial*, Cambridge University Press, Cambridge 1986, s. 113.



akumulacji przez niektóre nieuniknione właściwości kapitalistycznych struktur finansowych<sup>30</sup>.

Wynikiem tego jest stworzenie teorii rozwoju amerykańskiego kapitalizmu. Zgodnie z nią ewolucja kapitalizmu jest kształtowana przez struktury instytucjonalne, które zawsze zmieniają się w wyniku osiągania zysku z działalności. System finansowy nabiera szczególnego znaczenia w tej teorii, ponieważ podczas gdy produkcja poprzedza wymianę, finanse poprzedzają produkcję. Ponadto – jak Minsky dowiedział się bezpośrednio od Schumpetera – „Nigdzie ta ewolucja, zmiana i przedsiębiorczość nie są bardziej widoczne niż w bankowości i finansach, i nigdzie indziej nie jest to dążenie do zysków bardziej wyraźnym czynnikiem dokonywania zmian<sup>31</sup>, ponieważ związek między finansami i rozwojem przemysłowym nie jest symbiotyczny. Ewolucja finansów wpływa więc istotnie na przebieg rozwoju kapitalistycznego.

Polityka publiczna jest niezbędnym elementem teorii Minsky’ego. Działania rządu stanowią nieunikniony wyznacznik kapitalistycznej ewolucji – polityka wpływa „zarówno na szczegóły, jak i na ogólny charakter gospodarki”, napisał Minsky w 1986 r. Zatem „polityka gospodarcza musi być związana z projektowaniem instytucji, jak również działań w ramach zestawu instytucji<sup>32</sup>. Ponadto kształtowanie gospodarki wymaga określenia celów. Nie ma mechanizmu cen lub innej „niewidzialnej ręki”, które mogą być powołane w celu zapewnienia optymalnego dobrobytu gospodarczego. Jest tylko system społeczny kształtowany przez indywidualne i zbiorowe wybory<sup>33</sup>. Ponieważ gospodarka rozwija się endogenicznie, żaden reżim polityki nie może zapewnić jednego uniwersalnego rozwiązania problemów gospodarczych: „nie możemy w dynamicznym świecie spodziewać się rozwiązania problemów organizacji instytucjonalnej raz na zawsze<sup>34</sup>.”

Teoria Minsky’ego o rozwoju amerykańskiego kapitalizmu prowadzi amerykańską gospodarkę przez szereg etapów. Najnowsza transformacja wymaga przejścia od kapitalizmu menedżerskiego, zapoczątkowanego przez New Deal, do kapitalizmu menedżerów pieniądza, który pojawił się w 1980 r. Według tej teorii kapitalizm rozwijał się w USA przez dziesięciolecia po II wojnie światowej z postaci napędzanej kadrą kierowniczą do kontrolowanej przez menedżerów formy funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych i innych instytucji inwestycyjnych, którzy starają się zmaksymalizować wartość aktywów, jakimi zarządzają<sup>35</sup>. Teoria ta może być postrzegana jako rozszerzenie analizy amerykańskiego roz-

<sup>30</sup> Ibidem, s. 121.

<sup>31</sup> H. P. Minsky, *Schumpeter and finance*, s. 106.

<sup>32</sup> H. P. Minsky, *Stabilizing...*, s. 7.

<sup>33</sup> Ibidem, s. 7-9.

<sup>34</sup> Ibidem, s. 333.

<sup>35</sup> H. P. Minsky, *Schumpeter: Finance...*; idem, *Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies*, „Journal of Economic Issues” 1996, nr 30(2).

woju gospodarczego i przemysłowego, jakie można znaleźć zarówno u Veblena, jak i u Commonsa.

Chociaż Minsky nie dożył azjatyckiego kryzysu finansowego z końca lat 90., ery baniek dot-com czy obecnego globalnego kryzysu finansowego i pogorszenia koniunktury gospodarczej, to inni uczeni nadal wykorzystują jego nauki i budują na fundamencie, który on postawił. Na przykład Jan Kregel w artykule z 1998 r. oparł się na teorii Minsky'ego, aby zdiagnozować i zarekomendować polityki dla azjatyckiego kryzysu w momencie, gdy ekonomiści głównego nurtu mieli niewiele do zaoferowania<sup>36</sup>. W ślad za „irracjonalnym entuzjazmem” i kolejnymi trudnościami ekonomicznymi, które powitały początek nowego tysiąclecia, David A. Zalewski<sup>37</sup> zastosował pojęcie pieniężnego menedżera kapitalizmu, tłumacząc rosnącą niepewność sektora funduszy emerytalnych USA, natomiast Martin H. Wolfson<sup>38</sup> rozciągnął teorię kryzysów finansowych Minsky'ego na gospodarkę międzynarodową. Chris Niggle<sup>39</sup>, L. Randall Wray<sup>40</sup> i Charles J. Whalen<sup>41</sup> są zaś dziś wśród tych, którzy oferują nowsze aplikacje tej teorii i poszerzone interpretacje.

Na dorobek ekonomiczny Minsky'ego i innych instytucjonalistów składają się efekty badań nad funkcjonowaniem gospodarki w czasie. W przeciwieństwie do konwencjonalnych ekonomistów, którzy starali się skupić na tym, jak działają rynki w każdym momencie czasu, bez zwracania uwagi na to, jak te rynki rozwijają się w pewnym okresie. Jednak, jak zauważył Douglas C. North – który był kolegą Minsky'ego w Washington University – w swoim wykładzie noblowskim z 1993 r.: „W jaki sposób można rekomendować politykę, gdy nie rozumiemy, jak gospodarka się rozwija?”. Według Northa, ponieważ teoria neoklasyczna zakłada, że instytucje i czas nie mają znaczenia, jest ona „po prostu nieodpowiednim narzędziem” do analizowania i zalecania realnej polityki<sup>42</sup>.

<sup>36</sup> J. Kregel, *Yes „it” did happen again: A Minsky crisis in Asia*, Working Paper nr 234, The Levy Economics Institute of Bard College, Dutchess County, NY 1998.

<sup>37</sup> D. A. Zalewski, *Retirement insecurity in the age of money-manager capitalism*, „Journal of Economic Issues” 2002, nr 36(2).

<sup>38</sup> M. H. Wolfson, *Minsky's theory of financial crises in a global context*, „Journal of Economic Issues” 2002, nr 36(2).

<sup>39</sup> C. Niggle, *Evolutionary Keynesianism: A synthesis of institutionalist and post-Keynesian macroeconomics*, „Journal of Economic Issues” 2006, nr 40(2).

<sup>40</sup> L. R. Wray, *The commodities market bubble: Money manager capitalism and the financialization of commodities*, Public Policy Brief nr 96, The Levy Economics Institute of Bard College, Dutchess County, NY 2008.

<sup>41</sup> C. J. Whalen, *The credit crunch: A Minsky moment*, „Studi e Note di Economia” 2008, nr 13(1); idem, *Toward „wisely managed” capitalism: Post-Keynesian institutionalism and the creative state*, „Forum for Social Economics” 2008, nr 37(1).

<sup>42</sup> D. North, *Economic performance through time*, „The American Economic Review” 1994, nr 84(3), s. 359.

## 2. Wyjaśnianie globalnego kryzysu finansowego

PKI zawiera założenie Minsky'ego, że „podstawowa ścieżka” kapitalizmu w świecie rzeczywistym jest cykliczna<sup>43</sup>, i stwierdzenie Mitchella, że każdy cykl ma swoje osobliwości. PKI uznaje też, że takie osobliwości są w dużej mierze wynikiem trwającej instytucjonalnej ewolucji. A zatem do analizy instytucjonalnej obecnego kryzysu konieczne jest spojrzenie na podstawową tendencję do niestabilności finansowej oraz dodanie instytucjonalnych unikalnych elementów do najnowszego cyklu.

Z perspektywy PKI struktura finansowa gospodarki USA staje się coraz bardziej krucha w okresie prosperity. W początkowej fazie prosperity w wysoce dochodowych segmentach gospodarki przedsiębiorstwa są nagradzane za przyjmowanie rosnącej ilości długu, a ich sukces zachęca inne firmy do podobnego zachowania.

Ten wzór był z pewnością widoczny w sektorze high-tech w latach 90. oraz w sektorze mieszkaniowym na początku i w połowie pierwszej dekady XXI w. W rzeczywistości firmy budowlane i wykonawcy nie byli jedynymi, którzy najbardziej zadłużyli się po 2000 r. Nabywcy nieruchomości także brali więcej pożyczek, gdy rynek nieruchomości zaczął się rozgrzewać, częściowo ponieważ stopy procentowe były niskie, a na giełdzie stały się mniej atrakcyjne w przeddzień boomu dot-com i recesji. Mimo że już od dawna zwyczajowo nabywcy domów w USA dawali 20% zaliczki na dom, to 42% kupujących dom po raz pierwszy i 13% kupujących, którzy nie byli po raz pierwszy nabywcami, nie dawali zaliczek przy nabyciu nieruchomości w połowie pierwszej dekady XXI w.<sup>44</sup>

Z perspektywy czasu można stwierdzić, że przedsiębiorstwa i nabywcy domów powinni oprzeć się impulsom prowadzącym do wzrostu zadłużenia, ale zachęty były wtedy zbyt wielkie. Jak wyjaśniali Gary Dymski i Robert Pollin w artykule z 1992 r., nikt w solidnym sektorze gospodarki nie chce zostać w tyle z powodu niedoinwestowania: „Nawet jeżeli uczestnicy rynku nie mieli pełnej wiedzy o modelu Minsky'ego i byli świadomi, że kryzys finansowy nadejdzie w pewnym momencie, to nadal nie mogli przewidzieć, kiedy kryzys finansowy nastąpi. Tymczasem agresywni menedżerowie firm i oficerowie pożyczek bankowych zostaną nagrodzeni za realizację rentownych możliwości i zdobycie przewagi konkurencyjnej. Ostrożni menedżerowie, działający z przekonaniem, że warunki boomu skończą się w jakimś niepewnym momencie i że zostaną ukarani,

<sup>43</sup> H. P. Minsky, *John Maynard...*

<sup>44</sup> Kupujący byli również w stanie napędzać boom konsumpcyjny w drodze do jeszcze większych długów. Wynikało to częściowo z rosnących cen mieszkań, zachęcających banki do zwiększania klientom limitów kart kredytowych i promowania pożyczek kapitałowych na nieruchomości.

gdy bardziej agresywni konkurenci przewyższą ich wynikami w krótkim okresie działania<sup>45</sup>.

Okazuje się, że zarówno kredytodawcy, jak i kredytobiorcy tworzyli tendencję do większego zadłużania się w okresie ekspansji. Ten sam klimat oczekiwaniami, który zachęca kredytobiorców do nabywania bardziej ryzykownych struktur finansowej odpowiedzialności, łagodzi także obawy kredytodawców, że nowe kredyty mogą być niespłacone<sup>46</sup>. Co więcej, nie jest tak, że udzielanie i zaciąganie pożyczek prowadzi do boomu. Istnieją także innowacje finansowe. W rzeczywistości – jak pisał Minsky w artykule z 1992 r. – bankierzy i inni pośrednicy finansowi są „kupcami zadłużenia, którzy dążą do innowacji w odniesieniu do obu nabywanych przez nich aktywów oraz finansowania rynku”<sup>47</sup>.

Boom nie może trwać wiecznie, lecz w końcu osiąga to, co niektórzy obserwatorzy nazywają „momentem Minsky’ego”<sup>48</sup>. Dzieje się tak, gdy staje się jasne, że części kredytobiorców nie stać na zakupy i trzeba sprzedawać aktywa, by spłacić długi. W czasie ostatniego kryzysu wczesne głośne sprawy dotyczyły brokerów kredytów hipotecznych Countrywide i dwóch funduszy hedgingowych prowadzonych przez Bear Stearns<sup>49</sup>. Potem problem rozprzestrzenił się. Bankierzy i inwestorzy mają własne poglądy na temat dopuszczalnych poziomów zadłużenia. Gdy niedobór gotówki i wymuszona sprzedaż aktywów zmaterializuje się gdzieś w gospodarce, może dojść do ponownej powszechnej oceny, jaka ilość długu lub pożyczki jest odpowiednia. Ponadto gromadzenie może trwać latami, ale gdy coś pójdzie nie tak z aktualizacją wyceny, reakcje mogą być gwałtowne<sup>50</sup>.

Kiedy banki zdecydują się ograniczyć swą działalność kredytową, znajdziemy się w zapaści kredytowej. Łatwo jest myśleć o obecnym kryzysie gospodarczym jak o czymś, co zaczęło się od światowego kryzysu na giełdzie jesienią 2008 r. W rzeczywistości trudności z 2008 r. były poprzedzone kryzysem kredytowym, który rozpoczął się latem 2007 r., a objawy problemów – w dużej mierze na rynku kredytów hipotecznych typu subprime – były widoczne już w marcu 2007 r.<sup>51</sup>

<sup>45</sup> G. Dymski, R. Pollin, *Minsky as hedgehog: The power of the Wall Street paradigm*, w: *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, red. S. Fazzari, D. B. Papadimitriou, M.E. Sharpe, Armonk, NY 1992 s. 45: „Kiedy okoliczności boomu dobiegają końca, agresywni menedżerowie zostali już awansowani, a ostrożni menedżerowie zostaną zdegradowani, jeśli nie wyrzuceni. Co więcej, w trakcie kryzysu wszyscy agresywni menedżerowie nie przyznają się do winy, więc żadna osoba nie zostanie ukarana. Jest to przeciwieństwem sytuacji w okresie boomu, w którym ostrożnie kalkulujący zostaną wyizolowani”.

<sup>46</sup> H. P. Minsky, *John Maynard...*

<sup>47</sup> H. P. Minsky, *The financial instability...*, s. 6.

<sup>48</sup> J. Lahart, *In time of tumult, obscure economist gains currency*, „The Wall Street Journal” z 8.08.2007 r.

<sup>49</sup> Oczywiście Bear Stearns sam stał się ofiarą kryzysu na początku 2008 r.

<sup>50</sup> H. P. Minsky, *Can ‘it’ happen again?...*, s. 67.

<sup>51</sup> G. Magnus, *The credit cycle and liquidity: Have we arrived at a Minsky moment?*, Economic Insights, UBS Investment Research, London, March 2007; S. Foley, *Anatomy of a credit crunch*,

Kiedy powstaje kryzys kredytowy, trudności finansowe nie ograniczają się tylko do jednego sektora. Kryzys zagraża bowiem nie tylko inwestycjom biznesowym, ale także konsumpcji gospodarstw domowych. Oznacza to, że gdy bańka pęka – w sektorze high-tech ponad dziesięć lat temu lub w sektorze nieruchomości ostatnio – upadek grozi całej gospodarce i następuje recesja.

Tego rodzaju recesja ma miejsce obecnie w USA, ale także doświadcza jej większość świata. Co więcej, jest całkiem jasne, że sytuacja wyszła poza „moment Minsky’ego” i jest bardziej podobna do „ekonomicznego stopienia się”, przynajmniej w odniesieniu do nieruchomości, bankowości i zapasów w USA. Na przykład Dow Jones Industrial Average spadł o 37 p.p. w okresie od 1 kwietnia 2007 do 1 kwietnia 2009 r.<sup>52</sup> Tymczasem stopa bezrobocia w USA wzrosła z 4,4% w marcu 2007 do 8,5% w 2009 r. i powszechnie oczekiwany jest dalszy jej wzrost po 2009 r.<sup>53</sup>

Chociaż powyższa analiza pozwala na ogłód obecnego kryzysu, obraz staje się jaśniejszy, gdy charakterystyczne cechy instytucjonalne kryzysu przedstawia się w sposób bardziej wyraźny. Źródła dzisiejszych problemów gospodarczych można upatrywać przede wszystkim w czterech sektorach finansowych innowacji: niekonwencjonalnych pożyczek, sekurytyzacji, wzrostu funduszy hedgingowych i globalizacji finansów. Znaczenie tych elementów podkreśla wartość dwóch głównych elementów PKI zaproponowanych przez Minsky’ego – wprowadzenie pod wpływem Schumpetera tezy o ewolucji systemu finansowego i sformułowanie pojęcia kapitalizmu menedżerów pieniądza.

W centrum obecnego kryzysu finansowego są kredyty hipoteczne, które różnią się od tradycyjnej amerykańskiej instytucji pożyczki na dom, wiążącej się z długoterminowym kredytem na warunkach stałej stopy procentowej. Wiele z tych niekonwencjonalnych (zwanych też „egzotycznymi”) kredytów hipotecznych ma regulowane stopy procentowe i/lub płatności, które powodują narastanie baniek w czasie. Prawo federalne pozwoliło bankom na stanowienie regulowanego oprocentowania kredytów hipotecznych od 1982 r., ale ich zastosowanie i złożoność nasiliły się dopiero w ostatniej dekadzie. Na przykład eksperci szacują, że wariant zwany „opcją regulowanych rat kredytów hipotecznych” (*ARM option*), który oferuje niskie stawki (*teaser*), a później resetuje je tak, że minimalne stawki strzelają nagle w górę, wyniósł ok. 0,5% wszystkich kredytów hipotecznych w USA w 2003 r., ale blisko 15% (i do 33% w wielu społecznościach lokalnych USA)

„The (London) Independent” z 27.07.2007 r., <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/anatomy-of-a-credit-crunch-459209.html> [13.04.2009].

<sup>52</sup> *Dow Jones Industrial Average: Historical Prices*, Yahoo Finance, 2009, <http://finance.yahoo.com> [18.11.2013].

<sup>53</sup> *Employment situation summary*, Bureau of Labor Statistics, US Department of Labor, 2009, <http://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm> [18.11.2013].

w 2006 r. Dokładniejsze dane są niedostępne, ponieważ banki nie są zobowiązane do przedstawiania w sprawozdaniach, ile udzielają ARM w danym roku<sup>54</sup>.

Wiele z tych kredytów hipotecznych zostało stworzonych w celu obniżenia zdolności kredytowej klientów, łącznie z tym, co sektor bankowy nazywa rynkiem subprime<sup>55</sup>. Inne były sprzedawane ludziom, którzy chcieli spekulować na dynamicznie rozwijającym się rynku mieszkaniowym, tj. zamierzali kupić, a następnie szybko odsprzedać nieruchomości. Jednak wiele niekonwencjonalnych pożyczek zostało wprowadzonych do obrotu dla zwykłych pracujących rodzin, które mogłyby być obsługiwane przez tradycyjne kredyty hipoteczne<sup>56</sup>.

Od początku było wiadomo, że wiele z tych „egzotycznych” kredytów hipotecznych nie może być zwróconych<sup>57</sup>. Dlaczego więc tak się stało i dlaczego rynek kredytów hipotecznych ewoluował w tym niebezpiecznym kierunku?

Taka sytuacja zdarza się, gdy następuje sekurytyzacja. Sekurytyzacja jest sprzedażą wiązanych kredytów – które mogą obejmować kredyty samochodowe, kredyty studenckie, należności oraz kredyty hipoteczne – i późniejszej sprzedaży pakietów akcji dla inwestorów. W połowie 1980 r. Minsky wrócił z konferencji sponsorowanej przez Bank Rezerwy Federalnej w Chicago i napisał, że sekurytyzacja została stworzona jako kluczowy, innowacyjny instrument finansowy. „To, co może zostać poddane sekurytyzacji, będzie sekurytyzowane”<sup>58</sup>. Miał rację i znacząco wyprzedził tym swój czas. Sekurytyzacja kredytów hipotecznych eksplodowała w praktyce w ostatniej dekadzie.

Po bańce dot-com, która pękła w 2001 r., sektor nieruchomości w USA wielu Amerykanom wydawał się bezpieczniejszy i bardziej atrakcyjny niż jakikolwiek inny sektor inwestycji, zwłaszcza przy niskich stopach procentowych wynikających z polityki Rezerwy Federalnej. Nadal zwrot z tradycyjnych kredytów hipotecznych był zbyt niski, aby spełniać cele większości menedżerów pieniędzy. W rezultacie to, co Minsky i Schumpeter mogli nazwać „innowacyjną maszyną finansową”, zwróciło uwagę na sektor nieruchomości i nadało mu wysokie obroty.

Sekurytyzacja kredytów hipotecznych sprawiła, że inicjatorzy pożyczek mieszkaniowych byli mniej zainteresowani zdolnością kredytową kredytobiorców niż w przeszłości. Mieli więc motywację do kierowania klientów w stronę najbar-

<sup>54</sup> M. der Hovanesian, *Nightmare mortgages*, „Business Week” z 11.09.2006 r., [http://www.businessweek.com/magazine/content/06\\_37/b4000001.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/06_37/b4000001.htm) [18.11.2013].

<sup>55</sup> D. Baker, *The economic crisis: How we got here*, Labor and Employment Relations Association Annual Meeting, UCLA, San Francisco, CA, 3.01.2009 r.

<sup>56</sup> B. Marks, *Bailout must address the foreclosure crisis*, „The Boston Globe” z 24.09.2008 r., [http://www.boston.com/bostonglobe/editorial\\_opinion/oped/articles/2008/09/24/bailout\\_must\\_address\\_the\\_foreclosure\\_crisis/](http://www.boston.com/bostonglobe/editorial_opinion/oped/articles/2008/09/24/bailout_must_address_the_foreclosure_crisis/) [18.11.2013].

<sup>57</sup> Pouczająco na temat agresywnego marketingu niekonwencjonalnych kredytów hipotecznych pisze G. Morgenson, *Inside the Countrywide lending spree*, „The New York Times” z 26.08.2007 r., <http://www.nytimes.com/2007/08/26/business/yourmoney/26country.html?hp> [13.04.2009].

<sup>58</sup> H. P. Minsky, *Schumpeter: Finance...*, s. 64.

dziej dochodowych rodzajów kredytów hipotecznych, nawet jeśli były ryzykowne (które, oczywiście, takie były)<sup>59</sup>. Rezultatem był nagły wzrost opcji ARM i pożyczek „bez dokumentacji (dochodów)”. Minsky ostrzegał przed tym już w 1992 r., kiedy zauważył, że sekurytyzacja oznacza, iż inicjatorzy hipotek są nagradzani tak długo, jak unikają „oczywistego oszustwa”<sup>60</sup>. Sekurytyzacja działała jak magia na rynku ryzykownych kredytów hipotecznych. Zamiast być eliminowane z rynku ryzykowne kredyty przeszły do procesu sekurytyzacji i w efekcie powstały pakiety, które uzyskały wysoki rating kredytowy, jak np. z agencji Standard & Poor. Według Christophera Huhne’a, członka brytyjskiego parlamentu i byłego ekonomisty agencji ratingowych, wyzwanie oceny wiązki polegało częściowo na tym, że „rynki finansowe zakochały się w nowych produktach z innowacjami, a [ważnym] aspektem tych nowych produktów jest to, że bardzo trudno jest ocenić prawdziwie ryzykowne produkty, ponieważ z definicji nie mają one historii”<sup>61</sup>.

Innym problemem było to, że agencje ratingowe nie weryfikowały informacji przekazywanych im przez emitentów kredytów hipotecznych. Opierali zaś oni swoje decyzje na informacjach uzyskanych od pośredników, a zatem „nie ryzykowali którymkolwiek ze swoich zasobów w długim okresie”<sup>62</sup>.

Co więcej, istnieje tak wielu pośredników w grze sekurytyzacji kredytów hipotecznych, w tym działających w sposób nieuregulowany, że niejednej osobie lub organizacji może być przypisana wina w przypadku niedopełnienia zobowiązań. Łańcuch pomiędzy kredytobiorcą a inwestorem obejmuje pośredników w handlu nieruchomościami, rzeczoznawców domów, hipotekę, inicjatorów kredytów hipotecznych, banki inwestycyjne, które dołączono do kredytów hipotecznych, instytucje, które oceniły wiązki, a nawet firmy (jak American International Group), które ubezpieczały wiele z tych pakietów.

Papiery wartościowe o wartości bilionów dolarów będących zabezpieczoną hipoteką były rozprowadzane i sprzedawane inwestorom jako akcje. Pod koniec 2008 r. tylko Fannie Mae i Freddie Mac posiadały 4,1 bln dolarów<sup>63</sup>.

<sup>59</sup> M. der Hovanesian, op. cit.

<sup>60</sup> Oto niektóre dane, które wskazują na wielkość sekurytyzacji kredytów hipotecznych w USA: na początku 2007 r. ok. 65% kredytów hipotecznych stało się obligacjami poprzez sekurytyzację, w porównaniu z 40% w 1990 r., a w latach 2004-2006 prawie 100 mld dolarów opcji rocznie zostało sprzedanych inwestorom. Por. M. Pittman, *Subprime bondholders may lose \$75 billion from slump*, Bloomberg.com, 24.04.2007 r., <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aq3f1DbwBCbk&refer=home> [18.11.2013]; M. der Hovanesian, op. cit.

<sup>61</sup> C. Huhne, *Comments on credit rating agencies and the US credit crunch*, BBC World Service, „World Business Review” z 1.09.2007 r.

<sup>62</sup> H. P. Minsky, *The capital development of the economy and the structure of financial institutions*, Working Paper nr 72, The Levy Economics Institute of Bard College, Dutchess County, NY 1992.

<sup>63</sup> S. Lanman, D. Kopecki, *Fed commits \$800 billion more to unfreeze lending*, Bloomberg.com, 25.11.2008 r., <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601103&refer=us&sid=a.IQxm-dJnJMc> [18.11.2009].

Zaległości hipoteczne były również wysokie. W lutym 2009 r. 7% właścicieli domów w USA z kredytami hipotecznymi było co najmniej 30 dni spóźnionych ze spłatą swoich kredytów, co stanowi wzrost o ponad 50 p.p. w porównaniu z poprzednim rokiem<sup>64</sup>.

Z perspektywy PKI najbardziej odpowiedzialni za spowolnienie gospodarki uczestnicy gospodarki to fundusze hedgingowe i inne fundusze inwestycyjne, banki inwestycyjne i inne instytucje finansowe. Spojrzenie na fundusze hedgingowe daje pojęcie o tym, co zaszło. Wśród największych nabywców sekurytyzowanych kredytów hipotecznych były fundusze hedgingowe i inne fundusze inwestycyjne. Pierwszy tego typu fundusz został powołany w pierwszych latach po II wojnie światowej w celu poszukiwania bezwzględnej stopy zwrotu (a nie podwyższenia poziomu indeksu giełdowego). Były to rzeczywiście „zabezpieczone” fundusze, bo starały się chronić kapitał od straty finansowej zabezpieczania inwestycji dzięki krótkiej sprzedaży lub w inny sposób. Liczba funduszy hedgingowych oraz aktywów przez nich zarządzanych została rozbudowana w latach 90. i rosła coraz szybciej po 2000 r. W tym czasie aktywa te coraz bardziej koncentrowały się w pierwszej dziesiątce firm, a fundusze stały się bardziej zróżnicowane ze względu na strategie zatrudnionych w nich menedżerów. W połowie 2008 r. Alternative Investment Management Association oszacowało, że w świecie funduszy hedgingowych (przede wszystkim w USA) było w ich zarządzaniu 2,5 bln dolarów, choć inne szacunki określały je na 4 bln dolarów<sup>65</sup>. Łączna wartość aktywów w zarządzaniu funduszami hedgingowymi jest niepewna, ponieważ fundusze te są zwykle ograniczone do osób zamożnych i inwestorów instytucjonalnych, które zwalniają ich w większości z wymogu sprawozdawczości sektora finansowego i innych regulacji. Korzystając z ich statusu, w dużej mierze nieuregulowanego, menedżerowie funduszy hedgingowych wykorzystywali swoje papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką jako gwarancję wykupienia wysoko lewarowanych pożyczek. Następnie zakupili oni asortyment instrumentów finansowych, w tym instrumenty zawierające jeszcze więcej pakietów hipotecznych. W rezultacie w świecie funduszy hedgingowych stosowanie sekurytyzowanych kredytów hipotecznych stanowiło słaby fundament położony pod finansowy „domek z kart”<sup>66</sup>.

<sup>64</sup> H. Chemikoff, *U.S. mortgage delinquencies up 50 percent*, Reuters UK, 2009, <http://uk.reuters.com/article/economyNews/idUKTRE5374LT20090408> [18.11.2013].

<sup>65</sup> A. Ineichen, K. Silberstein, *AIMA's roadmap to hedge funds*, The Alternative Investment Management Association, London 2008; G. Irwin, *No money down gains more buyers*, „AkronBeacon Journal” z 31.07.2005 r., [http://www.poUcymattersohio.org/media/ABJ\\_No\\_money\\_down\\_gains\\_more\\_buyers\\_2005\\_0731.htm](http://www.poUcymattersohio.org/media/ABJ_No_money_down_gains_more_buyers_2005_0731.htm) [18.11.2013].

<sup>66</sup> J. Freeman, *How the money vanished*, „The Wall Street Journal” z 6.03.2009 r., <http://online.wsj.com/article/SB123630340388147387.html> [18.11.2013]; C. Holt, *A graphical look at hedge fund leverage*, „Seeking Alpha” z 8.03.2009 r., <http://seekingalpha.com/article/124783-a-graphical-look-at-hedge-fund-leverage> [18.11.2013].



Obecny kryzys ma niewątpliwie charakter światowy, a zatem konsekwencje gospodarcze i polityczne występują na wszystkich kontynentach. Kłopoty sięgają nawet wpływami tak nieoczekiwanych miejsc, jak chińskie wioski – fabryki w miastach wzdłuż wybrzeża tego kraju zwalniają pracowników i odsyłają ich z powrotem do wiosek<sup>67</sup>.

Globalny charakter obecnej sytuacji nie byłby zaskoczeniem dla Minsky'ego, który pisząc o pieniężnym charakterze kapitalizmu menedżerskiego, podkreślił, że „jest międzynarodowy zarówno jeśli chodzi o fundusze, jak i aktywa w funduszach”<sup>68</sup>. Wybiegając w przyszłość, do obecnego kryzysu, napisał z kolei: „problemem finansów, które pojawią się w przyszłości, będzie to, czy [...] instytucje rządów poszczególnych państw mogą poradzić sobie zarówno ze skutkami światowego kryzysu finansowej kruchości, jak i międzynarodową deflacją długu”<sup>69</sup>. Martwił się, że USA nie będzie w stanie odgrywać w przyszłości rolę „anioła stróża stabilności w gospodarce światowej” i podkreślił potrzebę „międzynarodowego podziału odpowiedzialności za utrzymanie globalnego zagregowanego zysku brutto”<sup>70</sup>.

Krótko mówiąc, z uwagi na infrastrukturę PKI globalna gospodarka doświadcza teraz konsekwencji klasycznego kryzysu Minsky'ego. Jego początki sięgają boomu mieszkaniowego napędzanego wzrostem oczekiwań, rozrostem długu i innowacji finansowych. Potem ta bańka pękła, powodując kryzys kredytowy, a dalej bankowości i kryzys na giełdzie, a następnie recesję.

Konsekwencje tego były zdumiewające. W sektorze budownictwa mieszkaniowego bezprecedensowo na dziewięć domów amerykańskich (14 mln) jeden był wolny, podczas gdy pozostałe 9,4 mln było na sprzedaż<sup>71</sup>. Rynek akcji w USA stracił 1,2 bln dolarów wartości w ciągu zaledwie jednego dnia pod koniec września 2008 r., a w 2008 r. łączny Dow Jones Industrial Average miał najgorszy rok od 1931 r.<sup>72</sup>

Od 2007 r. globalny sektor bankowy nie doświadczył tego załamania, ale wciąż nie ma pewności, jak wiele trudności pojawi się w przyszłości. Jak wskazał Bank for International Settlements w raporcie opublikowanym w czerwcu 2007 r.: „Zakładając, że wielkie banki zdołały rozdystrybuować szerzej ryzyko związane

<sup>67</sup> D. Lee, *Migrant factory workers at a loss as China's economy slumps*, „Los Angeles Times” z 23.01.2009 r., <http://articles.latimes.com/2009/jan/23/business/fi-chinamigrant23> [18.11.2013].

<sup>68</sup> H. P. Minsky, *Schumpeter: Finance...*, s. 71.

<sup>69</sup> H. P. Minsky, *Longer waves in financial relations: Financial factors in the more severe depressions*, „Journal of Economic Issues” 1995, nr 29(1).

<sup>70</sup> H. P. Minsky, *Global consequences of financial deregulation*, „The Marcus Wallenberg Papers on International Finance” 1986, nr 2(1).

<sup>71</sup> H. El Nasser, *Open house anyone? 1 in 9 homes sit empty*, USA Today, 2009, [http://www.usatoday.com/money/economy/housing/2009-04-09-vacant-homes\\_N.htm](http://www.usatoday.com/money/economy/housing/2009-04-09-vacant-homes_N.htm) [18.11.2013].

<sup>72</sup> C. Blaine, *Wall Street says „good riddance!” to 2008*, MSN Money z 31.12.2008 r., <http://articles.moneycentral.msn.com/Investing/Dispatch/worst-year-since-1931-123108.aspx> [18.11.2013].

z pożyczkami, których udzieliły, to kto teraz panuje nad tymi zagrożeniami i czy może nimi odpowiednio zarządzać? Uczciwa odpowiedź jest taka, że nie wiemy. Wiele z tych zagrożeń zawartych jest w różnych formach papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami o rosnącej złożoności i braku przejrzystości. Zostały one zakupione przez wiele mniejszych banków, funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych, funduszy hedgingowych i innych funduszy, a nawet przez osoby prywatne, które były zachęcane do inwestowania poprzez wysokie ratingi przypisywane tym instrumentom<sup>73</sup>.

### 3. Kierunki odnowionej prosperity

Obecna sytuacja gospodarcza na świecie wymaga dwutorowej strategii polityki gospodarczej: odnowy i reform. Oprócz stabilizacji problemów sektora finansowego i zapobiegania obecnemu kryzysowi nadrzędnym celem polityki powinna być większa stabilność makroekonomiczna i szeroko rozpowszechniony dobrobytu w USA, jak i za granicą.

Strategia rządu w zakresie odnowy musi zawierać co najmniej trzy elementy: politykę monetarną, politykę fiskalną i politykę rynku finansowego. Rozważmy je po kolei na przykładzie USA.

Polityka monetarna USA jest na dobrej drodze. Federal Reserve stara się ustabilizować sektor finansowy i całą gospodarkę. To właśnie agresywne obniżanie stopy procentowej pozwoliło bankom pożyczać od niego według nominalnych stóp procentowych i – biorąc pod uwagę środki pieniężne banków – w zamian za ryzykowne aktywa (obiecując wziąć na siebie ryzyko, jeżeli aktywa te okażą się bezwartościowe). Fed zaprojektował również fuzje banków i pracował z innymi bankami centralnymi w celu zwiększenia podaży dolarów na całym świecie. W bardzo krótkim czasie Ben Bernanke, prezes Fed, przeszedł długą drogę od czasu, gdy był znany jako zwolennik celu inflacyjnego.

Polityka fiskalna USA również zmierza w dobrym kierunku, ale zbyt powoli. Pierwszy bodziec przyszedł na początku 2008 r. i zawierał 100 mld dolarów ulg podatkowych, pomagając podtrzymać konsumpcję<sup>74</sup>, ale także rachunek dziesiątków bilionów mniej stymulujących cięć podatkowych w biznesie. Prezydent Barack Obama podpisał ustawę z pakietem stymulacyjnym o łącznej wartości 787 mld dolarów na okres dwóch lat. Jednak Paul Krugman, prawdopodobnie

<sup>73</sup> 77<sup>th</sup> Annual Report, Bank for International Settlements Press and Communications, Basel 2007, s. 145.

<sup>74</sup> C. Broda, J. Parker, *The impact of the 2008 tax rebates on consumer spending: Preliminary evidence*, Working paper, July 2008, <http://faculty.chicagobooth.edu/christian.broda/website/research/unrestricted/Research.htm> [18.11.2013].

słusznie, zasugerował, że pakiet powinien być dwa razy większy i bardziej nachylony w kierunku wydatków<sup>75</sup>.

Polityka dotycząca rynku finansowego w Departamencie Skarbu USA była zdecydowanie niewystarczająca. Troubled Asset Relief Program, bardziej znany jako „700 mld dolarów dla ratowania Wall Street”, zdawał się ratować bilanse banków przez zakup ich złych aktywów. Zamiast tego Treasury wsparł banki czekami i zakupem dużej liczby akcji banków. Podstawowe problemy z „toksycznymi” aktywami pozostały nierozwiązane, banki nadal niechętnie pożyczają, a wiele dodatkowej płynności przekształcono w dywidendy akcji bankowych.

Najnowszy plan Departamentu Skarbu to „partnerstwo publiczno-prywatne”, które tworzy rynek dla niespokojnych aktywów z rządowych pożyczek i gwarancji, choć i tu sytuacja nie jest dużo lepsza. Plan oferuje to, co Joseph E. Stiglitz nazywa „propozycją *win-win-lose* (wygrał-wygrał-stracił)”, tj. zwycięstwo banków, wygraną inwestorów i stratę podatników. Twierdzi on, że plan zachęca inwestorów do składania ofert na tym rynku wysokiej niepewności i socjalizuje straty, które mogą zaistnieć: „Być może jest to rodzaj urządzenia Rube Goldberga, które Wall Street kocha – sprytnie, skomplikowane i nieprzejrzyste, pozwalające na ogromne transfery bogactwa na rynkach finansowych”<sup>76</sup>.

Minsky, który podziwiał, jak administracja prezydenta Franklina D. Roosevelta zamknęła niewypłacalne banki i udzieliła pomocy jedynie w czasie Wielkiego Kryzysu, prawie na pewno wezwał do bardziej praktycznego zajęcia się finansowym bałaganem poprzez restrukturyzację banków. Dziś Paul Krugman, Dean Baker i James K. Galbraith<sup>77</sup> zachęcają do podobnych działań. Jak pisze Galbraith: „Jeżeli papiery wartościowe typu subprime są naprawdę śmieciami, to większość dużych banków ma problemy, a niektóre są niewypłacalne. FDIC powinno umieścić je pod nadzorem komisarycznym, otrzymać obiektywne au-

<sup>75</sup> Innym powodem sugerowania, że bodziec 2009 r. był zbyt słaby, jest to, że dla pierwszego roku mnożnik podatkowy oszacowany przez Christine Romer i Jareda Bernsteina była znacznie poniżej 1,0 (C. Romer, J. Bernstein, *The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan*, Presidential Transition Team, Washington, DC 2009, s. 12). Zatem modyfikacja pakietu w kierunku obniżenia podatków (w celu zapewnienia przejścia) wydawała się to być źle ustalona z makroekonomicznego punktu widzenia.

<sup>76</sup> J. E. Stiglitz, *Obama's ersatz capitalism*, „The New York Times” z 31.03.2009 r., <http://www.nytimes.com/2009/04/01/opinion/01stiglitz.html> [18.11.2013].

<sup>77</sup> P. Krugman, *Despair over financial policy*, „The New York Times” z 21.03.2009 r., <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/21/despair-over-financial-policy/> [18.11.2013]; idem, *Geithner plan arithmetic*, „The New York Times” z 23.03.2009 r., <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/23/geithner-plan-arithmetic/> [18.11.2013]; D. Baker, *Geithner's plan will tax Main Street to make Wall Street Richer*, „The Huffington Post” z 30.03.2009 r., <http://www.huffingtonpost.com/dean-baker/geithners-plan-will-tax-main-street-to-make-wall-street-richer/> [18.11.2013]; J.K. Galbraith, *The Geithner plan won't work*, „The Daily Beast” z 24.03.2009 r., <http://www.thedailybeast.com/blogs-and-stories/2009-03-24/the-geithner-plan-wont-work/full/> [18.11.2013].

dyty, ustanowić nowy zarząd i rozpocząć niezbędne zmiany systemu bankowego z rozdętym zarządem na mniej liczny<sup>78</sup>.

Administracja Obamy nakazała federalnej administracji przeprowadzenie „testów stresowych”, aby ocenić stan banków. W następnym kroku zostanie zwiększone znaczenie tych działań ponad tworzenie dotowanego przez rząd rynku „toksycznych” aktywów.

Wychodząc poza obecny kryzys, program reform musi zawierać ściślejszą regulację i nadzór nad systemem finansowym, krajowymi zobowiązaniami do wyzwań stojących przed USA względem rodzin pracujących i udziału Stanów Zjednoczonych w działaniach, które promują międzynarodową stabilność gospodarczą i tworzenie nowych miejsc pracy.

Minsky wierzył, że osoby odpowiedzialne za rządowe regulacje i nadzór systemu finansowego są w „niekończącej się walce” z rynkami finansowymi<sup>79</sup>. Jak pisał w 1986 r.: „Po początkowym interwale w podstawowej nierównowadze tendencje kapitalistycznych finansów po raz kolejny przesuną strukturę finansową na skraj niestabilności”<sup>80</sup>. Mimo to zawsze uważał, że nadzór powinien kontynuować walkę. Dzisiejsi instytucjonałisci reprezentują ten sam pogląd.

Większa przejrzystość branży, bardziej rygorystyczne badanie banków i szerszy nadzór regulacyjny będą dobrym punktem wyjścia do dalszych działań. Gdyby politycy mieli informacje na temat tego, w jakim stopniu instytucje finansowe wykorzystywały instrumenty typu ARM, to być może co najmniej kilku z nich podjęłoby bardziej zdecydowane działania, by rozwiązać ten problem. Właściwe wydaje się więc przypomnienie zalecenia Minsky’ego dotyczącego badania przepływów pieniądza banków, który jest „przeznaczony do procesu generowania informacji na temat nie tylko płynności i wypłacalności poszczególnych instytucji, ale także zagrożenia w ogóle dla stabilności rynków finansowych”<sup>81</sup>. Podobnie brokerzy kredytów hipotecznych, fundusze hedgingowe i inne instytucje, które zyskały większe znaczenie w minionym dziesięcioleciu, zasługują na większą kontrolę nadzoru regulującego<sup>82</sup> finansów w związku z obecnym kryzysem gospodarczym. Ostrzejszy nadzór nad sekurytyzacją i pozostałymi innowacjami finansowymi jest wyraźnie spóźniony, konieczne zaś są dodatkowe regulacje w zakresie poszukiwania przyszłych innowacji w celu zapobieżenia kryzysom<sup>83</sup>.

<sup>78</sup> J.K. Galbraith, *The Geithner plan...*

<sup>79</sup> R.J. Phillips, *Rethinking bank examinations: A Minsky approach*, „Journal of Economic Issues” 1997, nr 31(2), s. 512.

<sup>80</sup> H. P. Minsky, *Stabilizing...*, s. 333.

<sup>81</sup> H. P. Minsky, cyt. za: R. J. Phillips, op. cit., s. 513.

<sup>82</sup> Wykorzystywanie dźwigni finansowej w funduszach hedgingowych (i innych instytucjach finansowych) i podpisywanie bez dokumentacji kredytów na nieruchomości to praktyki wymagające największej uwagi przy regulacji.

<sup>83</sup> Departament Skarbu USA w połowie czerwca 2009 r. przedstawił obiecującą propozycję reformy regulacji finansowych.

Przynajmniej rząd USA nie powinien blokować wysiłków państw mających na celu ochronę obywateli przed lukami w prawie federalnym. Dziś większość Amerykanów wie o Dniu św. Walentego w Waszyngtonie w 2008 r., który kosztował stanowisko byłego gubernatora Nowego Jorku Eliota Spitzera, ale większe znaczenie miała jego kolumna w „The Washington Post”, gdzie opisywał on, jak rząd federalny powstrzymał stany od rozprawienia się z praktyką nadmiernych pożyczek: „Nie tylko administracja Busha nic nie robi, aby chronić konsumentów, to jeszcze zdecydowała się na agresywną i bezprecedensową kampanię wyłączenia stanów z ochrony swoich mieszkańców przed problemami, na które rząd federalny przyrywał oko. Praktyki te nadal rozwijają się, ale kiedy opadnie kurz, administracja Busha będzie oceniana jako chętny współnik kredytodawców, którzy poszli na wszystko w dążeniu do zysków”<sup>84</sup>.

W dobie menedżerskiego kapitalizmu wystarczające może być skupienie się na pełnym zatrudnieniu, niskiej inflacji i stabilnym wzroście gospodarczym. W dobie kapitalizmu menedżerów pieniądza cele te nadal są ważne, ale wyzwania, przed którymi stoją amerykańskie rodziny pracownicze, wymagają bardziej bezpośredniej uwagi. Amerykanie, tak jak obywatele innych krajów na całym świecie, powinni mieć możliwość rozwoju, wykorzystywania swoich talentów i podwyższania poziomu życia. Chcą mieć również perspektywę lepszego życia dla swoich dzieci.

Wyzwania gospodarcze stojące przed USA sięgają więc daleko poza stabilizację systemu finansowego oraz zapobieganie długiej i głębokiej recesji. Rząd musi pobudzić wzrost krajowych miejsc pracy, które przyczynią się do wypłaty dodatkowych wynagrodzeń i zapewnią obywatelom dostęp do wykształcenia. Musi znaleźć sposób na promowanie partnerstwa między pracownikami i menedżerami, aby przedsiębiorstwa mogły konkurować innowacyjnymi usługami o jakość i obsługę klienta, a nie uciekać się do prac o charakterze outsourcingu lub cięć płac i świadczeń. Musi on zapewnić pomoc w postaci regulacji prawnych dla pracowników, którzy są ofiarami handlu międzynarodowego, i zatrudnienia w sektorze publicznym osób, które nie mogą znaleźć pracy w sektorze prywatnym. Potrzeba także reformy służby zdrowia, systemu emerytalnego i prawa pracy, aby zająć się nie tylko opieką medyczną i emeryturami, ale także brakiem poczucia bezpieczeństwa pracowników, którzy starają się egzekwować swoje prawo do uczestniczenia w związkach zawodowych i zbiorowych negocjacjach<sup>85</sup>.

<sup>84</sup> E. Spitzer, *Predatory lenders' partner in crime*, „The Washington Post” 2008, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/02/13/AR2008021302783.html> [18.11.2013].

<sup>85</sup> Aby sprostać wyzwaniom stojącym przed USA wobec rodzin pracujących, administracja Baracka Obamy stworzyła Task Force Middle Class, kierowany przez wiceprezydenta Joe Bidena. Jego cele wskazują na świadomość omawianych wyżej zagadnień. Por. *About the Task Force*, The White House Blog, 30.01.2009 r., [http://www.whitehouse.gov/blog\\_post/about\\_the\\_task\\_force\\_1/](http://www.whitehouse.gov/blog_post/about_the_task_force_1/) [18.11.2013].

Ponadto wprowadzenie większej stabilności i dobrobytu gospodarczego nie może kończyć się na granicy USA. Amerykanie powinni podejmować działania w instytucjach międzynarodowych, które powodują globalną niestabilność finansową, choć miały działać na rzecz zwiększenia praw pracowniczych i wspierać wzrost zatrudnienia. J. E. Stiglitz pisze: „Podczas moich trzech lat jako głównego ekonomisty Banku Światowego problemy rynku pracy były oceniane przez pryzmat ekonomii neoklasycznej. »Szytywność płac« – często owoc twardych negocjacji – uważano za problem dotyczący wielu krajów. Standardowe zalecenie dotyczyło zwiększenia elastyczności rynku pracy. Mniej subtelny podtekst dotyczył niższych płac i zwolnienia niepotrzebnych pracowników. [...] Mieli oni strategię likwidacji miejsc pracy. Nie mieli strategii tworzenia miejsc pracy”<sup>86</sup>. Instytucjonaliści w USA muszą więc współpracować z podobnie myślącymi ekonomistami w innych krajach, aby opracować tę brakującą strategię.

## Podsumowanie

H. P. Minsky mawiał, że należy stanąć na ramionach gigantów, by lepiej zrozumieć gospodarkę; PKI także zmierza w tym kierunku. T. B. Veblen, W. C. Mitchell, J. R. Commons, J. M. Keynes oraz J. A. Schumpeter dostarczyli podstaw. Minsky i inni powojenni postkeynesowscy instytucjonaliści budowali na tym fundamencie. Obecne pokolenie neoinstytucjonalistów jest na drodze zastosowania i dostosowania odziedziczonych ram jako sposobu interpretacji i podejścia do obecnej sytuacji. Jeśli PKI odniesie sukces, to zostawi nowej generacji zarówno bogatszą globalną gospodarkę, jak również bardziej instytucjonalnie i ewolucyjnie osadzone nauki ekonomiczne.

## Literatura

- 77<sup>th</sup> Annual Report, Bank for International Settlements Press and Communications, Basel 2007.  
*About the Task Force*, The White House Blog, 30.01.2009 r., [http://www.whitehouse.gov/blog\\_post/about\\_the\\_task\\_force\\_1/](http://www.whitehouse.gov/blog_post/about_the_task_force_1/) [18.11.2013].  
Atkinson G., Oleson T. Jr., *Commons and Keynes: Their assault on laissez faire*, „Journal of Economic Issues” 1998, nr 32(4).  
Baker D., *Geithner’s plan will tax Main Street to make Wall Street Richer*, „The Huffington Post” z 30.03.2009 r., [http://www.huffingtonpost.com/dean-baker/geithners-plan-will-tax-m\\_b\\_181021.html](http://www.huffingtonpost.com/dean-baker/geithners-plan-will-tax-m_b_181021.html) [18.11.2013].  
Baker D., *The economic crisis: How we got here*, Labor and Employment Relations Association Annual Meeting, UCLA, San Francisco, CA, 3.01.2009 r.

<sup>86</sup> J.E. Stiglitz, w: L. Komisar, *Interview with Joseph Stiglitz*, „The Progressive”, June 2000, <http://www.progressive.org/0901/intv0600.html> [18.11.2013].

- Blaine C., *Wall Street says „good riddance!” to 2008*, MSN Money, 31.12.2008 r., <http://articles.moneycentral.msn.com/Investing/Dispatch/worst-year-since-1931-123108.aspx> [18.11.2013].
- Brazelton W. R., *Post Keynesian economics: An institutional compatibility*, „Journal of Economic Issues” 1981, nr 15 (2).
- Broda C., Parker J., *The impact of the 2008 tax rebates on consumer spending: Preliminary evidence*, Working paper, July 2008, <http://faculty.chicagobooth.edu/christian.broda/website/research/unrestricted/Research.htm> [18.11.2013].
- Chernikoff H., *U.S. mortgage delinquencies up 50 percent*, Reuters UK, 2009, <http://uk.reuters.com/article/economyNews/idUKTRE5374LT20090408> [18.11.2013].
- Commons J. R., *Myself*, Macmillan, New York 1934.
- Commons J. R., *Reasonable Value*, w: *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, t. 26-B, red. W.J. Samuels, Emerald, Bingley 2008.
- Commons J. R., *Unemployment prevention*, „American Labor Legislation Review” 1922, nr 12 (1).
- Crotty J. R., *Keynes on the stages of development of the capitalist economy: The institutional foundation of Keynes’s methodology*, „Journal of Economic Issues” 1990, nr 24 (3).
- Dillard D., *A monetary theory of production: Keynes and the institutionalists*, „Journal of Economic Issues” 1980, nr 14 (2).
- Dillard D., *Money as an institution of capitalism*, „Journal of Economic Issues” 1987, nr 21 (4).
- Dow Jones Industrial Average: Historical Prices*, Yahoo Finance, 2009, <http://finance.yahoo.com> [18.11.2013].
- Dugger W. M., *Redefining economics: From market allocation to social provisioning*, w: *Political Economy for the 21<sup>st</sup> Century: Contemporary Views on the Trend of Economics*, red. C.J. Whalen, M. E. Sharpe, Armonk, NY 1996.
- Dymski G., Pollin R., *Minsky as hedgehog: The power of the Wall Street paradigm*, w: *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, red. S. Fazzari, D. B. Papadimitriou, M. E. Sharpe, Armonk, NY 1992.
- El Nasser H., *Open house anyone? 1 in 9 homes sit empty*, USA Today, 2009, [http://www.usatoday.com/money/economy/housing/2009-04-09-vacant-homes\\_N.htm](http://www.usatoday.com/money/economy/housing/2009-04-09-vacant-homes_N.htm) [18.11.2013].
- Employment situation summary*, Economic News Release, Bureau of Labor Statistics, US Department of Labor, 2009, <http://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm> [18.11.2013].
- Fazzari S., Minsky H. P., *Domestic monetary policy: If not monetarism, what?*, „Journal of Economic Issues” 1984, nr 18 (1).
- Foley S., *Anatomy of a credit crunch*, „The (London) Independent” z 27.07.2007 r., <http://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/anatomy-of-a-credit-crunch-459209.html> [13.04.2009].
- Freeman J., *How the money vanished*, „The Wall Street Journal” z 6.03.2009 r., <http://online.wsj.com/article/SB123630340388147387.html> [18.11.2013].
- Galbraith J. K., *The Geithner plan won’t work*, „The Daily Beast” z 24.03.2009 r., <http://www.thedailybeast.com/blogs-and-stories/2009-03-24/the-geithner-plan-wont-work/full/> [18.11.2013].
- Holt C., *A graphical look at hedge fund leverage*, „Seeking Alpha” z 8.03.2009 r., <http://seekingalpha.com/article/124783-a-graphical-look-at-hedge-fund-leverage> [18.11.2013].
- Hovanesian M. der, *Nightmare mortgages*, „Business Week” z 11.09.2006 r., [http://www.businessweek.com/magazine/content/06\\_37/b4000001.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/06_37/b4000001.htm) [18.11.2013].
- Huhne C., *Comments on credit rating agencies and the US credit crunch*, BBC World Service, „World Business Review” z 1.09.2007 r.
- Ineichen A., Silberstein K., *AIMA’s roadmap to hedge funds*, The Alternative Investment Management Association, London 2008.
- Irwin G., *No money down gains more buyers*, „Akron Beacon Journal” z 31.07.2005 r., [http://www.poUcymattersohio.org/media/ABJ\\_No\\_money\\_down\\_gains\\_more\\_buyers\\_2005\\_0731.htm](http://www.poUcymattersohio.org/media/ABJ_No_money_down_gains_more_buyers_2005_0731.htm) [18.11.2013].

- Keller R. R., *Keynesian and institutional economics: Compatibility and complementarity*, „Journal of Economic Issues” 1983, nr 17 (4).
- Keynes J. M., *A self-adjusting economic system?*, „The New Republic” 1935, nr 82 (1055).
- Keynes J. M., *Am I a liberal?*, w: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, t. IX: *Essays in Persuasion*, red. D. Moggridge, Macmillan, London 1972.
- Keynes J. M., *Letter to John R. Commons, 26 April*, w: J. R. Commons, *Papers* [microfilm edition, reel 4], State Historical Society of Wisconsin, Madison, WI 1927.
- Komisar L., *Interview with Joseph Stiglitz*, „The Progressive” June 2000, <http://www.progressive.org/0901/intv0600.html> [18.11.2013].
- Kregel J., *Yes „it” did happen again: A Minsky crisis in Asia*, Working Paper nr 234, The Levy Economics Institute of Bard College, Dutchess County, NY 1998.
- Krugman P., *Despair over financial policy*, „The New York Times” z 21.03.2009 r., <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/21/despair-over-financial-policy/> [18.11.2013].
- Krugman P., *Geithner plan arithmetic*, „The New York Times” z 23.03.2009 r., <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/23/geithner-plan-arithmetic/> [18.11.2013].
- Lahart J., *In time of tumult, obscure economist gains currency*, „The Wall Street Journal” z 8.08.2007 r.
- Lanman S., Kopecki D., *Fed commits \$800 billion more to unfreeze lending*, Bloomberg.com, 25.11.2008 r., <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601103&refer=us&sid=a.IQxmdJnJMc> [18.11.2009].
- Lee D., *Migrant factory workers at a loss as China’s economy slumps*, „Los Angeles Times” z 23.01.2009 r., <http://articles.latimes.com/2009/jan/23/business/fi-chinamigrant23> [18.11.2013].
- Lewisohn S. A., Draper E. G., Commons J. R., Lescohier D. D., *Can Business Prevent Unemployment?*, Alfred A. Knopf, New York 1925.
- Magnus G., *The credit cycle and liquidity: Have we arrived at a Minsky moment?*, Economic Insights – By George, UBS Investment Research, London, March 2007.
- Marks B., *Bailout must address the foreclosure crisis*, „The Boston Globe” z 24.09.2008 r., [http://www.boston.com/bostonglobe/editorial\\_opinion/oped/articles/2008/09/24/bailout\\_must\\_address\\_the\\_foreclosure\\_crisis/](http://www.boston.com/bostonglobe/editorial_opinion/oped/articles/2008/09/24/bailout_must_address_the_foreclosure_crisis/) [18.11.2013].
- Minsky H. P., *Can it happen again? Essays on instability and finance*, M. E. Sharpe, Armonk, NY 1982.
- Minsky H. P., *Global consequences of financial deregulation*, „The Marcus Wallenberg Papers on International Finance” 1986, nr 2 (1).
- Minsky H. P., *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York 1975.
- Minsky H. P., *Longer waves in financial relations: Financial factors in the more severe depressions II*, „Journal of Economic Issues” 1995, nr 29 (1).
- Minsky H. P., *Money and crisis in Schumpeter and Keynes*, w: *The Economic Law of Motion of Modern Society: A Marx-Keynes-Schumpeter Centennial*, red. H.-J. Wagener, J. W. Drukker, Cambridge University Press, Cambridge 1986.
- Minsky H. P., *Schumpeter and finance*, w: *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honour of Paulo Sylos Labini*, red. S. Biasco, A. Roncaglia, M. Salvati, St Martin’s Press, New York 1993.
- Minsky H. P., *Schumpeter: Finance and evolution*, w: *Evolving Market Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*, red. A. Heertje, M. Perlman, The University of Michigan Press, Ann Arbor, MI 1990.
- Minsky H. P., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven, CT 1986.
- Minsky H. P., *The capital development of the economy and the structure of financial institutions*, Working Paper nr 72, The Levy Economics Institute of Bard College, Dutchess County, NY 1992.



- Minsky H. P., *The evolution of financial institutions and the performance of the economy*, „Journal of Economic Issues” 1986, nr 20(2).
- Minsky H. P., *The financial instability hypothesis*, Working Paper nr 74, The Levy Economics Institute of Bard College, Dutchess County, NY 1992.
- Minsky H. P., *Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies*, „Journal of Economic Issues” 1996, nr 30(2).
- Mitchell W. C., *Business Cycles and their Causes*, University of California Press, Berkeley, CA 1941.
- Mitchell W. C., *Business Cycles: The Problem and Its Setting*, National Bureau of Economic Research, New York 1927.
- Morgenson G., *Inside the Countrywide lending spree*, „The New York Times” z 26.08.2007 r., <http://www.nytimes.com/2007/08/26/business/yourmoney/26country.html?hp> [13.04.2009].
- North D., *Economic performance through time*, „The American Economic Review” 1994, nr 84(3).
- Niggle C., *Evolutionary Keynesianism: A synthesis of institutionalist and post Keynesian macroeconomics*, „Journal of Economic Issues” 2006, nr 40(2).
- Peterson W. C., *Institutionalism, Keynes and the real world*, „Journal of Economic Issues” 1977, nr 11(2).
- Phillips R. J., *Rethinking bank examinations: A Minsky approach*, „Journal of Economic Issues” 1997, nr 31(2).
- Pittman M., *Subprime bondholders may lose \$75 billion from slump*, Bloomberg.com, 24.04.2007 r., <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aq3fIDbwBCbk&refer=home> [18.11.2013].
- Ramstad Y., *Comments on Adams and Brock paper*, „Journal of Economic Issues” 1985, nr 19(2).
- Romer C., Bernstein J., *The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan*, Presidential Transition Team, Washington, DC 2009.
- Spitzer E., *Predatory lenders partner in crime*, „The Washington Post” 2008, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/02/13/AR2008021302783.html> [18.11.2013].
- Stiglitz J. E., *Obama's ersatz capitalism*, „The New York Times” z 31.03.2009 r., <http://www.nytimes.com/2009/04/01/opinion/01stiglitz.html> [18.11.2013].
- Veblen T. B., *Why is economics not an evolutionary science?*, „The Quarterly Journal of Economics” 1898, nr 12(4).
- Veblen T. B., *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons, New York 1904.
- Whalen C. J., *Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky's theory of capitalist development*, „Journal of Economic Issues” 2001, nr 35(4).
- Whalen C. J., *The credit crunch: A Minsky moment*, „Studi e Note Di Economia” 2008, nr 13(1).
- Whalen C. J., *Toward „wisely managed” capitalism: Post-Keynesian institutionalism and the creative state*, „Forum for Social Economics” 2008, nr 37(1).
- Wilber C. K., Jameson K. P., *An Inquiry into the Poverty of Economics*, University of Notre Dame Press, Notre Dame, IN 1983.
- Wolfson M. H., *Minsky's theory of financial crises in a global context*, „Journal of Economic Issues” 2002, nr 36(2).
- Wray L. R., *The commodities market bubble: Money manager capitalism and the financialization of commodities*, Public Policy Brief nr 96, The Levy Economics Institute of Bard College, Dutchess County, NY 2008.
- Zalewski D. A., *Retirement insecurity in the age of money-manager capitalism*, „Journal of Economic Issues” 2002, nr 36(2).

## A Neo-institutional Interpretation of the Global Financial Crisis

**Abstract.** *The paper presents a neo-institutional economics outlook on the 2008 financial crisis. The first part of the article offers a brief account of institutionalism, with special attention to where it differs from neoclassical economics. The second part provides a neo-institutional explanation of the global financial crisis. Section three identifies some economic policy measures that could help materialize the much awaited, improved modern version of the welfare state. The strand of economics that has inspired this paper may be termed as “post-Keynesian institutionalism,” which is particularly strong in the USA and originates in the ideas of Thorstein B. Veblen, Wesley C. Mitchell, and John R. Commons. In addition, some of John M. Keynes’s and Joseph A. Schumpeter’s contributions to economics have been drawn upon. The well-received works of Hyman P. Minsky are, on the other hand, the main source of post-Keynesian neo-institutionalist citations.*

**Keywords:** *neo-institutionalism, post-Keynesian institutionalism, 2008 financial crisis, welfare state*