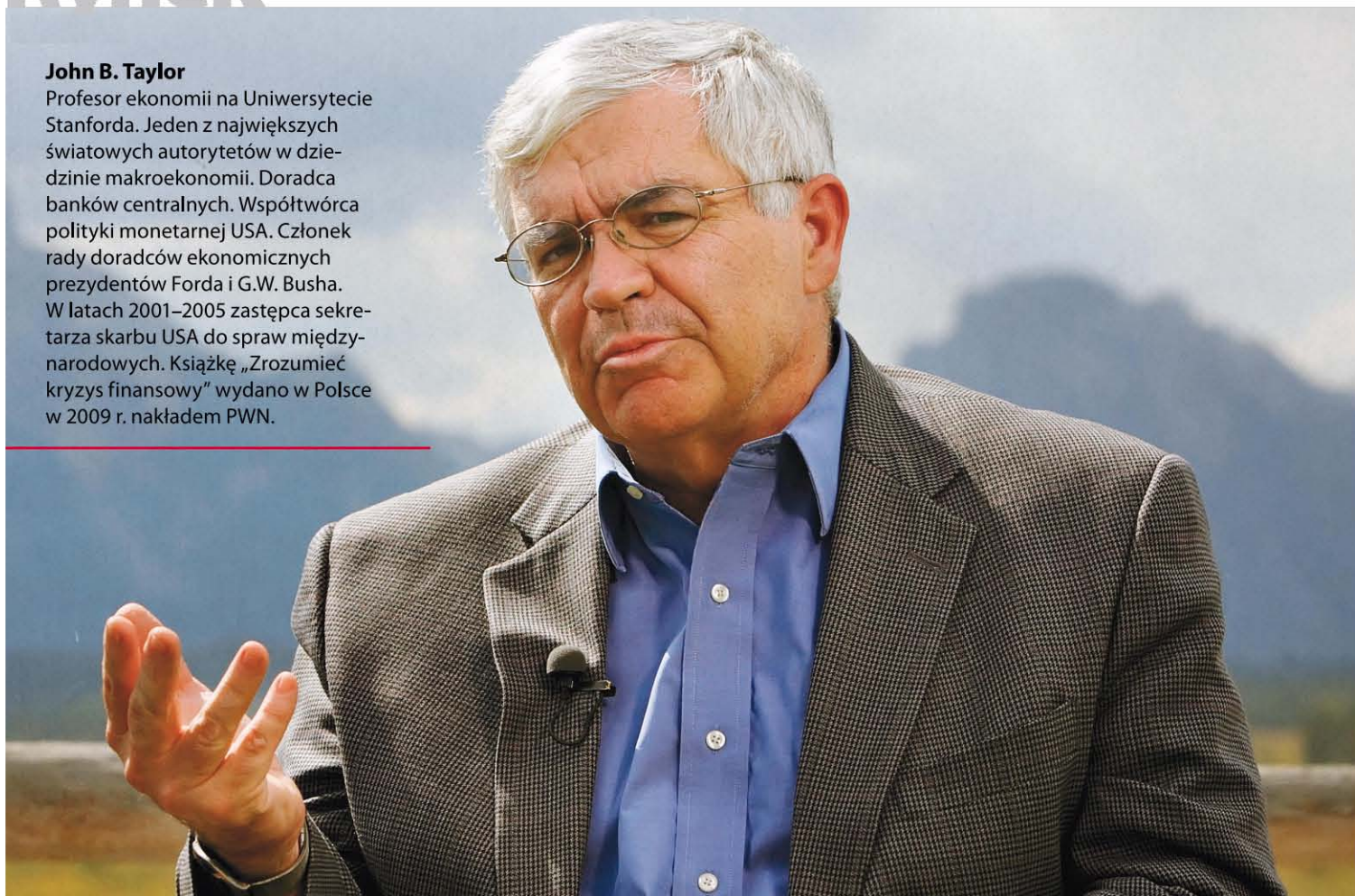


John B. Taylor

Profesor ekonomii na Uniwersytecie Stanforda. Jeden z największych światowych autorytetów w dziedzinie makroekonomii. Doradca banków centralnych. Współtwórca polityki monetarnej USA. Członek rady doradców ekonomicznych prezydentów Forda i G.W. Busha. W latach 2001–2005 zastępca sekretarza skarbu USA do spraw międzynarodowych. Książkę „Zrozumieć kryzys finansowy” wydano w Polsce w 2009 r. nakładem PWN.



Rozmowa z prof. **Johnem B. Taylorem** z Uniwersytetu Stanforda i Instytutu Hoovera, autorem książki „Zrozumieć kryzys finansowy”

Z damą pik w rękawie

ANDRZEJ LUBOWSKI: – Już w podtytule do amerykańskiego wydania swojej książki zdradza pan konkluzję: „Jak działania i interwencje rządów wywołały, przedłużyły i pogorszyły kryzys”. To ciężkie oskarżenie, zważywszy że sektor prywatny – banki, firmy ubezpieczeniowe czy agencje ratingowe – dołożył swoje cegiełki do tego, co się stało.

JOHN B. TAYLOR: – To prawda, że winnych było wielu i w wielu miejscach popełniono błędy. Poszukując źródeł kryzysu, pytając o rolę i odpowiedzialność, trzeba jednak zacząć od pytania o to, kto zasiał kryzys. Nie mam wątpliwości co do winy rządu. Mam na myśli nie tylko działania banku centralnego (Fed) czy departamentu skarbu, ale także gigantów rynku hipotecznego, Fannie Mae i Freddie Mac, których przecież nie można uznać za prywatne instytucje tylko dlatego, że

są notowane na giełdzie. To instytucje quasi-rządowe.

Nie byłoby kryzysu, gdyby inaczej wyglądała polityka monetarna. Na początku minionej dekady stała się zbyt luźna. Polityka nadmiernie niskich stóp procentowych, a taką moim zdaniem prowadził Fed po 2001 r., wywołuje skłonność do podejmowania nadmiernego ryzyka. Tani pieniądz ośmiela zarówno kredytodawców, jak i kredytobiorców. Ośmiela, znów użyję tego słowa, nadmiernie. Taka przecież jest geneza lawiny pożyczek tzw. sub-prime, czyli kredytu hipotecznego dla klienta o słabej wiarygodności. Lawina ta przyczyniła się do szaleńczego wzrostu cen nieruchomości i z czasem pojawiły się uzasadnione obawy o kondycję całego ogromnego rynku.

Bank centralny odszedł od zasad prowadzenia polityki monetarnej, które sprawdziły się przez poprzednie 20 lat.

Wiele lat temu sformułowałem zasady kształtowania stopy procentowej banku centralnego sprzyjające niskiej inflacji i stabilizujące aktywność gospodarczą. Tzw. reguła Taylora (patrz obok) mówi po prostu, jak powinny się zmieniać stopy procentowe, zważywszy na zmiany podstawowych parametrów, takich jak inflacja czy tempo wzrostu.

Odstępstwo od wskazań algorytmu można uznać za sygnał ostrzegawczy, rodzaj kanarka w kopalni węgla, oznakę, że coś jest nie tak. Ale oczywiście zawsze pozostaje miejsce dla ocen. Faktem jest, co pokazuję w książce, że im wyższe odchylenie stopy procentowej od mojej reguły, tym większy boom mieszkaniowy, tym większa i groźniejsza bańka spekulacyjna. Hiszpania, kraj o największym odchyleniu, miała największy boom, zaś kraj o najmniejszym, Austria, najmniejszy.

Problemy związane z nadmiernie tanim kredytem spotęgowała sekurytyzacja, czyli fakt, że pożyczki *sub-prime* zostały zapakowane w skomplikowane obligacje i ruszyły w świat. W którymś momencie przestało być jasne, gdzie one są, do kogo trafiły. Przyrównuję tę sytuację do gry w kierki i damy pikowej, której trzeba się wystrzegać, bo jest toksyczna, sporo kosztuje. Z wyjątkiem tego, kto trzyma ją w ręku, nikt nie wie, gdzie ona jest. Wiadomo tylko, że nikt nie chce jej dostać.

Ta alegoria jest bardzo atrakcyjna, ale czy nie odrobinę chybiona? W przeciwieństwie bowiem do kierek, w globalnej grze finansowej uczestniczyło wielu, którzy nie wiedzieli, że w grze krąży dama pik, nigdy o niej nawet nie słyszeli. Miasteczko w Norwegii czy fundusz emerytalny w Islandii nie wiedziały, że do ich portfela inwestycyjnego bez ich wiedzy może trafić dama pik. Powraca zatem wątpliwość, czy nie obarcza pan zbyt dużą odpowiedzialnością rządów, wykazując jednocześnie pobłażliwość dla innych aktorów tego dramatu? To przecież banki komercyjne oferowały pożyczki

Reguła Taylora powiada, że stopa procentowa banku centralnego powinna być równa: stopie inflacji pomnożonej przez 1,5; plus połowa luki w PKB, rozumianej jako różnica między rzeczywistym tempem wzrostu PKB a normalnym, potencjalnym poziomem trendu; plus jeden.

o zmiennej stopie oprocentowania często nieświadomym klientom. To wreszcie agencje ratingowe swym stemplem uwierzytelniały papiery, które trafiły do klientów.

Moja analogia do damy pik w kierkach odnosi się do okresu po sierpniu 2007 r., kiedy banki zrozumiały powagę sytuacji i stały się ogromnie ostrożne w udzielaniu sobie nawzajem pożyczek. Były bowiem świadome, że kontrahent może być posiadaczem sporej liczby toksycznych aktywów, co może utrudnić mu wypełnienie zobowiązań. Nikt nie wiedział, gdzie one są, ale banki wiedziały, że krążą.

Ludzie odpowiedzialni za politykę monetarną to pana koleczy. Pewnie dlatego unika pan wskazania palcem głównych winowajców, ale i tak jawią się bez trudu: ich paradę otwiera oczywiście były szef Fed Alan Greenspan, który zafundował krajowi kredyt tak tani, że grzechem było nie brać, jak mówili moi sąsiedzi w Dolinie Krzemowej.

Obecny prezes Fed Ben Bernanke odpowiada za kontynuację tego trendu, a wcześniej – jako jeden z gubernatorów Fed – był gorącym zwolennikiem niskich stóp. Lansował także tezę, która moim zdaniem nie ma pokrycia, o tzw. global-

nym nawisie oszczędności. W myśl tej tezy niskie stopy procentowe są możliwe, bo po świecie krąży mnóstwo wolnego pieniądza. Ten nawis, w mojej opinii iluzoryczny, miał w latach 2002–2004 obniżyć stopy procentowe.

W jakim stopniu niskie stopy procentowe w Europie wynikały z zaprzetycia się na USA, w jakim działania w Ameryce tworzyły presję na resztę świata?

Analiza danych pokazuje korelację w działaniach banków centralnych. Część z tej korelacji wynika z faktu, że Europa chciała przyhamować tempo aprecjacji swej waluty. Jeśli Stany Zjednoczone tną swe stopy procentowe mocno, a inne gospodarki, relatywnie małe, powiedzmy Wielka Brytania, nie idą ich śladem, powoduje to aprecjację ich waluty, w tym przypadku funta, co może budzić obawy o konkurencyjność eksportu, a więc dostarcza dodatkowego argumentu na rzecz obniżki stóp.

Nie ulega wątpliwości, że źródłem problemów podczas ostatniego kryzysu była przede wszystkim Ameryka, a różne kraje zostały nim dotknięte w różnym stopniu. Podatność na zakażenie wynika

w ogromnej mierze z polityki poszczególnych krajów. Jedne ucierpiały bardzo, inne znacznie mniej.

Od czego to zależy?

Te, które miały solidną politykę makroekonomiczną, nie zadłużyły się po uszy; gdzie banki nie straciły głowy, wyszły obronną ręką. Przypomnijmy, że w przypadku poprzednich kryzysów finansowych, czy to była Ameryka Łacińska, Rosja czy Azja Południowo-Wschodnia, Stany Zjednoczone dały sobie świetnie radę. Tym razem kryzys znacznie poważniejszy oszczędził na przykład Australię czy Polskę. Płyną z tego oczywiście lekcje. Globalizacja nie znaczy, że krajowa polityka się nie liczy. Kraje, które wyszły z tej zawieruchy obronną ręką, miały lepszą politykę, były bardziej przewidujące lub ostrożniejsze.

Ale, generalnie, obwinia pan rządy nie tylko o spowodowanie kryzysu, ale także o jego przedłużenie. Na czym to polegało?

Chybiona diagnoza doprowadziła do wypisania złej recepty. Przyjęto początkowo, że problemem sektora finansowego jest niedostateczna płynność, a tymczasem problemem było ryzyko kredytowe. Banki centralne, które tak postrzegały problem, pospieszyły więc z pompowaniem pieniędzy. Tymczasem właściwym działa-

niem byłoby skupienie się na jakości aktywów banków i ich przejrzystości. To było znacznie trudniejsze.

Zapytany późnym latem 2008 r. o rozmiary toksycznych aktywów Ben Bernanke odpowiedział rozbrajająco: sam chciałbym wiedzieć.

Gdyby wcześniej zrozumiano, że problemem nie jest – jak w czasach Wielkiego Kryzysu – płynność, ale ryzyko kredytowe, można by wcześniej podjąć właściwe kroki, takie jak usunięcie złych aktywów lub zasilenie banków w kapitał. Dodawanie pieniędzy bez poprawy kondycji banków na niewiele się zdaje.

W książce, mówiąc o gwałtownym pogłębieniu się kryzysu w rok po jego rozpoczęciu, pisze pan o lądowaniu czarnego łabędzia na rynku pieniężnym.

Czarny łabędź to rzadkość. Użyłem tej metafory dla opisu rzadkiego zbiegu okoliczności, gdy spadkowi stóp banku centralnego towarzyszy nagły i nieoczekiwany wzrost kosztów kredytu, jakiego banki o świetnej uprzednio reputacji udzielały sobie nawzajem. Wielu komentatorów uważa, że powodem raptownego pogorszenia się sytuacji była decyzja władz, aby nie ratować Lehman Brothers. Prawda jest, moim zdaniem, bardziej skomplikowana. Bez wątpienia nieprzemysłany plan interwencji, brak jasności co do tego, kogo i jak ratować, nie pomogły w uspokojeniu rynków. Ale ważniejsze było to, że pogarszająca się kondycja aktywów banków nadszarpnęła wzajemne między nimi zaufanie. To właśnie miałem na myśli, mówiąc o lądowaniu czarnego łabędzia na rynku pieniężnym.

Wnioski?

Podstawową przyczyną kryzysu były zbyt niskie stopy procentowe. Przedłużyła go i skomplikowała sanację chybiona diagnoza, za którą poszła chybiona kuracja. I wreszcie poszedł za tym nadmierny, moim zdaniem, stopień interwencji. O ile w dwóch pierwszych kwestiach znajduję niemal powszechne zrozumienie, o tyle trzecia teza, zakres interwencji państwa, pozostaje przedmiotem największych kontrowersji.

Polityka uległa wykołajeniu w październiku 2008 r. Interwencja rządu na ogromną skalę, jaka się wówczas dokonała, to ostateczna manifestacja dramatu. Rząd zaczął ingerować znacznie silniej, niż czynił to uprzednio i niż jest to, moim zdaniem, wskazane. W grudniu 2008 r. – jak powiedział prezydent George W. Bush – nie pozostało nic innego, jak porzucić zasady wolnego rynku, aby ratować wolny rynek.

ROZMAWIAŁ ANDRZEJ LUBOWSKI

Obszerniejsza wersja rozmowy na:

WWW.POLITYKA.PL / RYNEK