

Peter L. Bernstein, *Capital Ideas Evolving*

Review of the book by Peter L. Bernstein, *Capital Ideas Evolving*

John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2007

Adam Koronowski*

Capital Ideas Evolving jest nową książką Petera L. Bernsteina, finansisty od kilku dziesięcioleci zaangażowanego w doradztwo i zarządzanie finansowe oraz autora wcześniejszych książek: *Capital Ideas. The Improbable Origins of Modern Wall Street* (1992), *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* (1996), *The Power of Gold: The History of an Obsession* (2000)¹. Nowa książka już tytułem nawiązuje do *Capital Ideas*, w której Bernstein przedstawiał narodziny i wzrost uznania na rynkach finansowych koncepcji z zakresu teorii finansów, które obejmuje łącznym mianem *capital ideas*, a które w tej recenzji dalej nazywam klasyczną teorią finansów. Na ten zbiór składa się przede wszystkim teoria portfelowa Markowitza, model CAPM Sharpa, idea rynku efektywnego Famy wraz z racjonalnymi oczekiwaniami oraz model wyceny opcji Blacka-Scholesa-Mertona. W nowej książce Bernstein stawia sobie za cel ukazanie ewolucji akademickiej klasycznej teorii finansów dokonującej się poprzez jej praktyczne zastosowania na rynku finansowym. Siłą książki jest osobista znajomość łącząca Bernsteina ze wszystkim wymienionymi znakomitościami (w większości laureatami nagrody Nobla) i oparcie treści książki w znacznej mierze na rozmowach z wybitnymi teoretykami i praktykami rynku finansowego.

Trzeba jednak wyraźnie – znacznie mocniej, niż czyni to Bernstein – zaznaczyć, że praktyczne walory klasycznej teorii finansów są w świetle doświadczenia

i badań empirycznych wątpliwe lub bardzo skromne. Typowe dla postawy Bernsteina jest stwierdzenie, że „być może najważniejszą cechą tych idei jest ich przemożny wpływ na decyzje inwestycyjne, mimo że te teorie nie oparły się licznym testom empirycznym” (s. XVIII²). Bernstein wbrew faktom nie przestaje być zafascynowany klasyczną teorią i nie jest w tym odosobniony.

Liczne obserwacje zjawisk niezgodnych z rozumieniem racjonalności przyjętym przez teorię klasyczną oraz wyprowadzoną w jej ramach koncepcją rynku efektywnego stanowiły zaczyn, na którym wyrosła behawioralna teoria finansów³. Bernstein traktuje tę teorię jako opis anomalii, odstępstw od teorii klasycznej, które opisane i zrozumiane staną się przedmiotem korygujących działań przywracających rynkom efektywność. Owe anomalie miałyby być jedynie źródłem stóp zwrotu wyższych niż zgodne z teorią klasyczną, tzn. pólmistycznej alfy, i prowadzić do pędu inwestorów eliminującego ową alfę. Bernstein ujmuje to następująco: „Każda alfa ścigana przez nienasycone rekiny musi mieć krótki żywot. Dlaczego rynki nie miałyby osiągnąć stanu, w którym rekiny pożarły wszystko w zasięgu wzroku? Wtedy otrzymalibyśmy rynki doskonale efektywne, gdzie ryzyko znajduje właściwe odzwierciedlenie w stopie zwrotu. Osiągnęlibyśmy (...) nirwanę (...)” (s. 244).

W sporze pomiędzy klasyczną a behawioralną teorią finansów Bernstein zajmuje pozycję stronniczego ar-

¹ Wszystkie trzy książki ukazały się w języku polskim wydane przez warszawskie wydawnictwo WIG-Press: pierwsza pt. *Intelektualna historia Wall Street* (1998), druga pt. *Przeciw bogom: niezwykłe dzieje ryzyka* (1997), trzecia pt. *Historia złota: dzieje obsesji* (2003)

² Wszystkie tłumaczenia zamieszczone w opracowaniu są autorstwa recenzenta.

³ Obszerne omówienie tej teorii polski Czytelnik znajdzie w Cieślak (2003).

bitra. Nie może zaprzeczyć spostrzeżeniom teorii behawioralnej, ale za wieczny i doskonały paradygmat uznaje teorię klasyczną. Taka postawa wyraża bardzo uproszczone postrzeganie dylematu, na którym koncentruje się, nie zawsze konsekwentnie, autor recenzowanej książki. Poniżej postaram się wyjaśnić, na czym to błędne uproszczenie polega.

Zacznijmy od stwierdzenia, że teoria portfelowa H. Markowitza, niejako otwierająca teorię klasyczną, ukazuje w ścisły i przejrzysty sposób korzyści z dywersyfikacji portfela i warunki ich maksymalizacji (konstrukcję portfeli efektywnych). Korzyści tych nie sposób kwestionować. Bernstein niejednokrotnie jednak fałszywie sugeruje, że wcześniej nie uświadamiano sobie znaczenia ryzyka i dywersyfikacji. Tymczasem praktycznie stosowaną dywersyfikację obserwujemy często w działaniach nawet prostych, niewykształconych ludzi. Zapewne najbardziej znanym przypadkiem jest wybór strategii połowów przez rybaków z Jamajki, wybierających kombinację słabych i pewnych oraz ryzykownych, lecz obfitych połowów⁴. Przypadek ten analizowany jest jednak w kategoriach teorii gier, jako gra przeciw naturze, a nie w kategoriach teorii finansów. Przewagą teorii Markowitza nad rozwiązaniem w ramach teorii gier jest ujęcie zagadnienia dywersyfikacji w eleganckie, ścisłe, matematyczne formuły, pozwalające na wprowadzenie pojęcia portfela efektywnego i jego zestawienie z funkcją użyteczności.

Z książki Bernsteina dowiadujemy się też, że Markowitz nie był pierwszy. W 1940 r., dwanaście lat przed Markowitzem, zagadnienie dywersyfikacji portfela przedstawił w zasadzie w ten sam sposób włoski matematyk Bruno de Finetti. Jego praca aż do 2006 r. nie została zauważona przez amerykańskich finansistów, zapewne dlatego, że dotyczyła ubezpieczeń, a nie inwestycji; przede wszystkim jednak została opublikowana po włosku. Jak widać, rynek wiedzy też nie jest rynkiem efektywnym.

Zalety teorii portfelowej Markowitza nie wystarczą jednak na jej obronę, zwłaszcza na obronę wyprowadzonego z niej modelu CAPM i powiązanych idei racjonalnych oczekiwań oraz rynku efektywnego (znamienne jest, że te pozytywne określenia nie oznaczają w istocie nic innego, jak działanie ludzi i funkcjonowanie rynków zgodne z „wytycznymi” klasycznej teorii finansów). Zauważmy, że według tych koncepcji możliwe jest prawidłowe wyznaczenie oczekiwanych stóp zwrotu z poszczególnych aktywów i ich wariacji. O ile takie założenie wydaje się być rozsądne wobec natury, gdzie występują pewne obiektywne, statystycznie powtarzalne zjawiska i prawidłowości, o tyle jest ono pozbawione podstaw w przypadku rynków finansowych. Wyrazem przyjętej postawy jest rozpatrywanie działalności na rynkach finansowych tak, jak gry przeciw naturze (jak w przypadku jamajskich rybaków kierujących

się wiecznymi prawami przyrody), a nie jak gry strategicznej. Bernstein pisze: „W dawnych czasach, kiedy większość działalności gospodarczej stanowiło łowiectwo, rybactwo i rolnictwo, pogoda była jedynym źródłem niepewności gospodarczej. Na pogodę nic się nie poradzi. W konsekwencji ludzie odwoływali się do modlitwy i zaklęć jako jedynej dostępnej formy zarządzania ryzykiem” (s. XIV). Wiemy już z przykładu jamajskich rybaków, że to nieprawda, a Bernstein zbyt hojnie przypisuje zasługi Markowitzi. Następnie Bernstein trafnie rozpoznaje społeczny wymiar decyzji ekonomicznych, zwłaszcza na rynkach finansowych, oraz wskazuje, że wymaga to analizy w kategoriach teorii gier strategicznych wywodzącej się od von Neumanna. Są to trafne spostrzeżenia. Niestety jednak tego właśnie postulatu nie spełnia klasyczna teoria finansów, gdzie – jak zauważyliśmy – oczekiwania odzwierciedlają pewne, w zamyśle obiektywne zjawiska, a nie społeczne interakcje. Elementy gier strategicznych w teorii finansów (np. racjonalne – sic! – bąble lub kaskady informacyjne) pojawiają się dopiero wówczas, gdy porzucimy ideę rynku efektywnego, a uwzględnimy zjawiska będące przedmiotem behawioralnej teorii finansów.

Bernstein zdaje się nie dostrzegać, że klasyczna teoria finansów analizuje zagadnienie ryzyka statystycznego, a nie strategicznej niepewności wynikającej ze społecznego charakteru procesów zachodzących na rynkach finansowych; nie zmienia tego wrażenia nawet przytoczony cytat z rozmowy z W. Sharpem „Niebezpiecznie jest myśleć (...) o ryzyku jako liczbie” (s. 96). Nie dostrzegając tego „grzechu pierworodnego” teorii klasycznej, skłonny jest życzliwie traktować teorię behawioralną jako przydatny opis anomalii, które dzięki ich rozpoznaniu zostaną wyeliminowane i staną się żerem dla inwestorów-rekinów z wcześniejszego cytatu.

Bernstein w ten sposób nie tylko nie docenia destrukcyjnej wobec klasycznej teorii finansów siły teorii behawioralnej, lecz także niesłusznie chyba oczekuje od tej ostatniej konstruktywnych wniosków, które miałyby stanowić poprawkę do teorii klasycznej. Niestety, chociaż teoria behawioralna wskazuje systematyczne błędy w ludzkim rozumowaniu, to formułowane w jej ramach spostrzeżenia raczej nie tworzą spójnego modelu systematycznych błędów w wycenie aktywów. Teoria behawioralna nie jest aneksem do teorii klasycznej, nie jest także alternatywną teorią, która wyjaśniałaby kształtowanie się cen na rynkach finansowych. Ciekawe, że Bernstein zamieszcza w swojej książce cytaty, które wyraźnie prezentują takie stanowisko, na przykład wypowiedź Daniela Kahnemana: „Myślę, że modele behawioralne mogą być bardzo istotne w projektowaniu instytucji, ale nie jest jasne, czy ostatecznie mają one istotną moc objaśniającą ceny aktywów” (s. 31). Andrew Lo mówi o teorii behawioralnej, że jej odkrycia stanowią „zbiór anomalii, a nie teorię. Aby pokonać teorię, potrzeba innej teorii” (s. 61). Pomimo przytoczenia tych

⁴ Patrz: Straffin (2001, rozdz. 4).

sformułowań, Bernstein ludzi się, że uzupełniając teorię klasyczną obserwacjami z zakresu teorii behawioralnej można osiągnąć... nirwanę. Uważam zatem, że Bernstein stawia istotne pytania dotyczące teorii finansów, pobudza do myślenia, ale udziela niezadowolających lub niewłaściwych odpowiedzi.

Duża część książki nie stanowi w pełni czytelnego i bezpośredniego odniesienia do ogólnych kwestii omawianych powyżej, lecz jest prezentacją osób, instytucji i strategii inwestycyjnych. Większość rozdziałów jest owocem rozmów autora ze znakomitościami teorii finansów i amerykańskiego rynku finansowego.

Pierwsza, po wstępie, część książki pod tytułem „The Behavioral Attack” składa się z dwóch rozdziałów. Pierwszy z nich zawiera bardzo krótkie przedstawienie idei sformułowanych przez twórców teorii behawioralnej: Daniela Kahnemana, Amosa Tverskiego, oraz przynoszącej ponadprzeciętne wyniki działalności inwestycyjnej firmy, w którą zaangażowany jest sam Kahneman oraz Richard Thaler, inny prominentny przedstawiciel szkoły behawioralnej. Drugi rozdział stanowi raczej atak na teorię behawioralną niż przedstawienie istoty „ataku behawioralnego”. Bernstein utrzymuje, że na rozwiniętych rynkach inwestorzy wykorzystują wszystkie możliwości arbitrażu, nie pozostawiając możliwości systematycznego uzyskiwania ponadprzeciętnych zysków, które miałyby być skutkiem behawioralnych anomalii. W swoim rozumowaniu Bernstein zaciera jednak różnicę pomiędzy arbitrażem a spekulacją, której nieodłącznie towarzyszą ryzyko oraz niepewność i poprzez którą mogą się wyrażać zjawiska właściwe teorii behawioralnej.

Druga część książki („The Theoreticians”) zawiera aż siedem rozdziałów, stanowiących owoc rozmów autora z Paulem A. Samuelsonem, Robertem C. Mertonem, Andrew Lo, Robertem Schillerem, Williamem Sharpem, Harrym Markowitzem i Myronem Scholesem. Wśród tych twórców bądź kontynuatorów teorii klasycznej pewne zdziwienie może budzić osoba Schillera, który jako pierwszy już na początku lat 80. ubiegłego wieku zwrócił uwagę na nadmierną zmienność cen aktywów, a w 2000 r. opublikował książkę *Irrational Exuberance*. Jego spostrzeżenia stanowiły jedną z przesłanek teorii behawioralnej. Wydaje się jednak, że takie zestawienie odpowiada zamysłowi Bernsteina, który stara się pokazać ewolucję teorii klasycznej pod wpływem nowych idei. Z kolei w przypadku Scholesa włączenie go do grupy teoretyków (a nie kolejnej kategorii praktyków) można uzasadniać jedynie jego uhonorowanym nagrodą

Nobla udziałem w stworzeniu modelu Blacka-Scholesa-Mertona. Odpowiedni rozdział dotyczy wyłącznie aktualnej działalności biznesowej Scholesa. Znamienne, że ledwie mimochodem wspomniane jest w tym rozdziale bankructwo w 1998 r. funduszu LTCM, które zachwiało amerykańskim systemem finansowym. Scholes (i Merton) był właśnie partnerem LTCM (przypadek ten jest nieco szerzej omówiony w innym rozdziale).

Kolejna część książki („The Pactioners”) zawiera sześć rozdziałów. Nie we wszystkich daje się wyszczególnić centralną postać, wokół której osnuty byłby rozdział. Właściwie we wszystkich przypadkach jest to raczej przedstawienie pewnych praktycznych strategii inwestycyjnych. W wielu z nich rzeczywiście widać „ewolucję” teorii klasycznej, np. w rozdziale „CAPM II: The Great Ralph Dream Machine: We Don't See Expected Returns”. Bernstein z jednej strony przywołuje tu modele wieloczynnikowe, a z drugiej wikała się w mgliste rozważania na temat strategii łączących zarządzanie strategiczne i taktyczne (a więc wychodzące z przesłanek rynku efektywnego i – przeciwnie – zaprzeczające im). Zdanie Bernsteina, że inwestorzy „poszukują wyższych zwrotów bez podejmowania nadmiernego ryzyka” (s. 177) w kategoriach CAPM oznaczałoby tyle samo, co zjeść ciasteczko i mieć ciasteczko. Osobiście za najciekawszy w tej części książki uznałem rozdział poświęcony wspaniałym osiągnięciom Davida Swensena w zarządzaniu funduszem Uniwersytetu Yale. Przypadek ten pokazuje wielkie możliwości, jakie stwarza inwestowanie na mniejszych rynkach, często towarowych, a nie *stricte* finansowych. Biorąc jednak pod uwagę zaangażowanie funduszu Uniwersytetu Yale w rynek nieruchomości, ciekawy byłby „suplement” do tego rozdziału, pokazujący wpływ obecnych zawirowań na rynku nieruchomości i rynku finansowym na wyniki funduszu.

Czwarta część książki (zawierająca tylko jeden, bardzo krótki rozdział) stanowi dość konwencjonalne zakończenie, po którym nie należy oczekiwać odpowiedzi na liczne pytania nasuwające się po lekturze.

W mojej ocenie książka Bernsteina często budzi zastrzeżenia, a tekst nie jest wolny od wad. Jej wielką zaletą jest jednak to, że pozwala zajrzeć za kurtynę powyżej rozwiniętego w świecie amerykańskiego systemu finansowego i poznać idee współcześnie zajmujące teoretyków i praktyków. Kurtynę uchyla bywalec, znający najważniejszych aktorów. Warto skorzystać z tego zaproszenia.

Bibliografia

- Cieślak A. (2003), *Behawioralna ekonomia finansowa, modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, „Materiały i Studia”, nr 165, NBP, Warszawa.
- Straffin P.D. (2001), *Teoria gier*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.

Andrzej Rzońca *Czy Keynes się pomylił? Skutki redukcji deficytu w Europie Środkowej*

Review of the book by Andrzej Rzońca, *Was Keynes Wrong? Consequences of Deficit Reduction in the Central Europe*

Wydawnictwo Naukowe „Scholar” oraz Fundacja Kronenberga Citi Handlowy, Warszawa 2007

*Tomasz Tokarski**

Dyskusje na temat restrykcyjności lub ekspansywności prowadzonej przez państwo polityki fiskalnej stanowią jeden z najważniejszych sporów zarówno wśród makroekonomistów z ośrodków akademickich, jak i wśród polityków gospodarczych na całym świecie. Zagadnienie to jest ważne głównie dlatego, że (w krótszej lub dłuższej perspektywie czasowej) decyduje o losach milionów gospodarstw domowych, dynamice wzrostu gospodarczego oraz kształtowaniu się zatrudnienia i bezrobocia w realnie funkcjonujących gospodarkach. Używając pewnego uproszczenia, można stwierdzić, że wśród polityków gospodarczych (bo niekoniecznie wśród ekonomistów z ośrodków akademickich) strony tego sporu dzielą się na zwolenników stymulowania zagregowanego popytu i wzrostu gospodarczego poprzez wydatki rządowe i podatki (nazywanych dalej umownie keynesistami) oraz zwolenników stosowania restrykcyjnej polityki fiskalnej (zwanych dalej niekeynesistami)¹. Keynesiści twierdzą,

że (szczególnie w okresach obniżenia aktywności gospodarczej) stymulowanie wielkości zagregowanego popytu może korzystnie oddziaływać (m.in. poprzez działanie efektów mnożnikowych) na wielkość produkcji i zatrudnienia, natomiast niekeynesiści uważają, iż dla utrzymania gospodarki na stabilnej ścieżce wzrostu gospodarczego najistotniejsze jest zachowanie dyscypliny fiskalnej. Problemom tym poświęcona jest też w głównej mierze praca Andrzeja Rzońcy.

Książka A. Rzońcy składa się z dwóch części. W pierwszej, teoretycznej części pracy (z tytułem „Konkurencyjne teorie”), scharakteryzowane są najistotniejsze modele makroekonomiczne opisujące oddziaływanie polityki fiskalnej na gospodarkę zarówno w krótkim, jak i (w pewnych przypadkach) w długim okresie. W drugiej części, pt. „Empiryczna weryfikacja teorii”, Autor przedstawia zarówno wyniki znanych z literatury, wybranych analiz empirycznych dotyczących skutków zacieśniania polityki fiskalnej, jak i własne analizy odnoszące się głównie do Węgier, Litwy, Estonii oraz Łotwy w okresie transformacji.

W teoretycznej części książki A. Rzońcy scharakteryzowane są następujące modele makroekonomiczne:

¹ Podział ten nie jest już tak jednoznaczny na gruncie makroekonomii akademickiej, gdyż np. uważany za keynesistę wybitny amerykański teoretyk wzrostu gospodarczego E. Domar analizował wpływ inwestycji (które mogą być również finansowane z wydatków rządowych) zarówno na popytową stronę gospodarki, jak i na jej możliwości podażowe. Podobnie R. Solow (twórca neoklasycznego modelu wzrostu gospodarczego), N. Mankiw, D. Romer i D. Weil uważani są za umiarkowanych keynesistów, mimo że w swoich opracowaniach dotyczących wzrostu gospodarczego (w przeciwieństwie do Keynesa) zajmowali się głównie podażową stroną gospodarki.

- Samuelsona,
- Hicksa-Hansena (model IS-LM),
- Mankiwa-Summersa,
- Silberta,
- Friedmana,
- Mundella-Fleminga,
- Ramseya-Cassa-Koopmansa,
- Blancharda,
- Lane'a-Perrotiego.

Wybór oraz charakterystyka modeli makroekonomicznych wykorzystanych w teoretycznej części pracy wydają się trafne i poprawne z punktu widzenia problematyki poruszanej w książce A. Rzońcy. Podziw musi też budzić różnorodność i liczba pozycji literatury, z których Autor korzystał w czasie pisania tej części pracy. Niewątpliwą słabością, w mojej ocenie, jest tu brak równań wykorzystywanych w przytaczanych przez Autora modelach równowagi krótko- i długookresowej. Często to, co słownie opisywane jest w opracowaniach ekonomicznych na kilku stronach, może być zapisane w postaci kilku mniej lub bardziej skomplikowanych równań, których rozwiązanie pozwala na wyciągnięcie wniosków natury ekonomicznej. Co prawda A. Rzońca (na s. 17) przytacza opinię P. Krugmana, że równania są „rusztowaniem ułatwiającym budowę intelektualnego gmachu; z chwilą gdy gmach ten zostanie wzniesiony do pewnego punktu, rusztowanie można usunąć, pozostawiając jedynie potoczny język”. Ja jednak nie zgadzam się z tą opinią, gdyż nie wszystkie zależności matematyczne da się opisać potocznym językiem (spróbujmy opisać w potocznym języku np. diagramy fazowe, które są często wykorzystywane w modelowaniu procesów wzrostu gospodarczego). Co więcej, sądzę, że we współczesnej makroekonomii zależności matematyczne (gdyż nie muszą to być tylko równania) są nie rusztowaniem, lecz fundamentem, na którym buduje się „gmach intelektualny”. Wyobraźmy sobie, co stanie się z budynkiem, jeśli po jego postawieniu usuniemy fundamenty. Gwoli uczciwości należy jednak stwierdzić, że w wielu przypadkach Autor odwołuje się do swoich wcześniejszych opracowań, w których można znaleźć również matematyczną stronę prezentowanych w książce rozważań teoretycznych. Sądzę jednak, że matematyczna strona omawianych zależności makroekonomicznych powinna się znaleźć (przynajmniej w formie aneksów) w książce A. Rzońcy, gdyż praca ta byłaby wówczas znacznie ciekawsza np. dla takich Czytelników, jak piszący te słowa.

W drugiej części (którą moim zdaniem nie do końca można nazwać empiryczną weryfikacją modeli teoretycznych) znajduje się zarówno przegląd wcześniejszych wyników analiz empirycznych dotyczących skutków zacieśnienia polityki fiskalnej, jak i rozważania A. Rzońcy na temat skutków takiej polityki fiskalnej na Węgrzech, na Litwie, w Estonii oraz na Łotwie w ciągu ostatnich dwóch dekad.

Przegląd wcześniejszych wyników badań empirycznych uważam za ciekawy i pouczający dla Czytelników książki. Słabością tego przeglądu jest jednak to, że A. Rzońca rzadko wspomina o tym, jakimi metodami statystycznymi posługiwali się cytowani przez niego autorzy. Stąd też Czytelnicy mają stosunkowo mało podstaw do wyrobienia sobie zdania na temat wiarygodności przytaczanych w tej części pracy wyników analiz empirycznych.

Przechodząc do empirycznych analiz książki A. Rzońcy (rozdziały XIV–XVII), należy przede wszystkim zwrócić uwagę na bogactwo danych statystycznych, które wykorzystano w tej części omawianej pracy. Uzasadniając tezę o niekeynesistowskich skutkach zacieśnienia polityki fiskalnej w czterech wspomnianych uprzednio krajach Europy Środkowo-Wschodniej, Autor analizuje wpływ ograniczenia wydatków budżetowych państwa lub wzrostu jego dochodów głównie na prywatną konsumpcję, eksport, inwestycje oraz tempo wzrostu gospodarczego (mierzone zwykle tempem wzrostu PKB). Analizy te zazwyczaj prowadzone są w roku poprzedzającym ograniczenie deficytu budżetowego, w okresie zacieśnienia fiskalnego oraz w rok po procesie rozważanym w książce A. Rzońcy. Prowadzone przez Autora rozważania na pozór wydają się przekonujące. Niemniej jednak mogą być obciążone kilkoma istotnymi mankamentami. Do mankamentów tych zaliczam głównie to, że:

- Autor w zasadzie abstrahuje od koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej (bodaj w jednym tylko miejscu w liczącej ponad 300 stron książce wspomina o tym, że instrumenty polityki monetarnej nie mogą amortyzować skutków polityki fiskalnej, co wydaje się tezą dość kontrowersyjną).

- Wydaje się także, że na wielkość realizowanego w gospodarce produktu wpływa zarówno to, co dzieje się po popytowej stronie gospodarki, jak i to, co ma miejsce po jej stronie podażowej (chyba jedyne występujące w książce A. Rzońcy analizy dotyczące podażowej strony gospodarki odnoszą się do wpływu płac i kursu walutowego na konkurencyjność eksportu). Analizując skutki zacieśniania polityki fiskalnej Autor odnosi się głównie do zmian po stronie produkcji, inwestycji, prywatnej konsumpcji oraz eksportu. Analizy takie mają głównie charakter analiz popytowych (czyli w jakiejś mierze również keynesistowskich). Sądzę, że rozważając skutki zacieśnienia polityki fiskalnej, należałoby sprawdzić, jak to zacieśnienie oddziałuje nie tylko na tempo rzeczywistego PKB, ale również na różnicę między tempem wzrostu rzeczywistego PKB a potencjalnego PKB². W ten sposób oddzieliłoby się skutki wpływu zacieśnienia polityki fiskalnej na popytową stronę gospodarki od tempa wzrostu potencjalnego PKB, które szczególnie w pierwszych latach transformacji systemowej w dużym

² Inną sprawą jest to, czy dla gospodarek transformacji (szczególnie na początku procesu transformacji systemowej) możliwe jest wiarygodne statystycznie oszacowanie ścieżki produktu potencjalnego.

stopniu zależało zarówno od czynników zewnętrznych, jak i od zmian rzeczowej struktury popytu, struktury produktu oraz zmian na rynku pracy. Analizując zaś oddziaływanie zacieśnienia polityki fiskalnej jedynie na rzeczywisty PKB, nie sposób oddzielić efekty tej polityki od uwarunkowań zewnętrznych, jak też uwarunkowań wewnętrznych niezwiązanych bezpośrednio z polityką fiskalną.

- Sądzę również, że od zestawiania ze sobą pewnych par danych statystycznych (zazwyczaj w przedziałach 3–4-letnich) znacznie bardziej użytecznym narzędziem analitycznym są modele ekonometryczne złożone z kilku (lub może kilkunastu) równań dla każdej z gospodarek analizowanych w pracy A. Rzońcy. Modele takie można byłoby skonstruować, np. wykorzystując kwartalne dane statystyczne dla tych gospodarek, począwszy – powiedzmy – od 1994 lub 1995 r. Konstrukcja i analiza parametrów takich modeli ekonometrycznych miałyby przynajmniej kilka zalet w stosunku do analiz jakościowych prowadzonych w pracy A. Rzońcy. Po pierwsze, pozwalałaby na precyzyjniejszy ilościowo opis sprzężeń zwrotnych pomiędzy podstawowymi zmiennymi makroekonom-

icznymi (nie tylko związanymi z instrumentami polityki fiskalnej) na Węgrzech, na Litwie, w Estonii i na Łotwie. Po drugie, modele ekonometryczne pozwalają na oszacowanie rozkładów opóźnień pomiędzy zmiennymi (na gruncie prowadzonych przez A. Rzońcę analiz jakościowych długość tych opóźnień może być dobierana dość arbitralnie, Czytelnik musi tu wierzyć Autorowi na słowo). Po trzecie, wykorzystanie takich modeli umożliwiłoby również szacunkowe oddzielenie skutków zacieśnienia polityki fiskalnej od skutków zdarzeń niezależnych od owego zacieśnienia. Po czwarte, modele ekonometryczne pozwalają również na symulacje zachowań najważniejszych zmiennych makroekonomicznych w przypadku, w którym zaniechano by restrykcyjnej polityki fiskalnej (symulacje takie są, moim zdaniem, raczej niemożliwe na gruncie analiz jakościowych).

Podsumowując, sądzą, że książka A. Rzońcy *Czy Keynes się pomylił?* jest ważnym głosem w prowadzonej w Polsce dyskusji na temat zacieśniania bądź rozluźniania polityki fiskalnej. Niemniej jednak nie przekonuje mnie, że odpowiedź na postawione w tytule pytanie powinna być twierdząca.