

# Artykuły

JACEK KULAWIK

Instytut Ekonomiki Rolnictwa  
i Gospodarki Żywnościowej – PIB  
Warszawa

## GLOBALIZACJA FINANSOWA A FINANSE ROLNICTWA

### Wstęp

Dla potrzeb poniższego opracowania przyjęto, że przez globalizację finansową, nazywaną również integracją lub otwartością finansową, rozumie się wzrost i komplikowanie się ogólnoświatowych więzi oraz współzależności, spowodowanych transgranicznymi przepływami kapitału. Globalizacja ta potencjalnie może przynosić wiele korzyści, których sumarycznym wyrazem są przyspieszenie wzrostu gospodarczego i zmniejszenie wahań konsumpcji, co powinno w dalszej kolejności podnosić poziom ogólnego dobrobytu. Z drugiej strony jednak, internacjonalizacja przepływów finansowych niesie ze sobą szereg zagrożeń, łącznie z możliwością wybuchu i zarażenia się kryzysem, którego skutków obecnie nadal doświadczamy. Prezentowany tekst jest próbą zbilansowania korzyści i ryzyka związanego z obecną, trzecią już falą globalizacji finansowej, z podkreśleniem jej wpływu na politykę finansową w krajowym rolnictwie.

### Sily sprawcze globalizacji

W ostatnich kilkunastu latach tempo światowego wzrostu uległo znacznemu zróżnicowaniu, a najnowszy kryzys jeszcze je pogłębi. Chociażby z powodu niskiej bazy wyjściowej należało oczekiwać, iż kraje rozwijające się, takie jak np. Chiny, Indie, Rosja i Brazylia – określane w literaturze i publicystyce akronimem BIRC – wykazywać będą najwyższą dynamikę gospodarczą. Tak też, z grubsza rzecz biorąc, w istocie było. Wydawało się również rzeczą oczywistą, że w ślad za tym zmieniają się udziały krajów wysoko rozwiniętych i rozwijających się w światowej ekonomice. Tymczasem malało znaczenie krajów wysoko rozwiniętych w handlu światowym, ale dla odmiany rosło w sektorze finansowym, szczególnie w pozycji (innych niż rezerwowe) aktywa i pasywa o charakterze dłużnym. Na skutek występowania globalnej nierównowagi ekonomicznej malał natomiast udział ww. grupy krajów w światowych aktywach rezerwowych. Innymi słowy, kraje rozwijające się w coraz większym stopniu stawały się wierzycielami krajów bogatych, z USA na czele. Sytuacja ta to je-

den z paradoksów współczesnej fali globalizacji, a z drugiej strony dowód na pogłębianie się światowych współzależności. Okoliczność ta dobrze też wyjaśnia mechanizm przenoszenia się w skali globalnej rozmaitych szoków i możliwość zakażenia się kryzysami. Niesprawdzenie się w praktyce w pełni hipotezy *decouplingu*, którą łudzono się jeszcze pod koniec 2007 r., również ma swe źródło w globalnej nierównowadze i wspomnianym paradoksie oraz w błyskawicznym rozchodzeniu się szoków i kruchości finansowej.

Najnowsza fala globalizacji finansowej cechowała się dużym zróżnicowaniem tworzących się więzi między krajami i centrami finansowymi. Generalnie była ona stymulowana przez otwieranie się kolejnych krajów na zewnętrzne przepływy kapitału, postępującą liberalizację i deregulację rynków finansowych oraz ogromny postęp w technologiach informacyjnych, prowadzący do spadku jednostkowych kosztów komunikacji i upowszechniania się handlu całodobowego.

W przypadku krajów wysoko rozwiniętych, które wyróżniały się ogromną intensywnością transgranicznej wymiany aktywami finansowymi, do podanej listy stymulatorów globalizacji włączone były jeszcze innowacje finansowe, z sekurytyzacją na czele, burzliwy rozwój funduszy hedgingowych, tworzenie niebanków, bardzo silnie wspieranych długiem, przesuwanie operacji do enklaw finansowych i rajów podatkowych, czyli ogólnie do systemu *offshore*. W rezultacie otwierało się szerokie pole do stosowania wielorakich typów arbitrażu i spekulacji. Nie wolno też przeoczyć faktu utworzenia strefy euro, która dała silny bodziec do intensyfikacji operacji wewnątrzstrefowych oraz między eurolandem a pozostałymi centrami finansowymi świata, a także krajami pretendującymi do UGW i tworzącymi EOG (UE plus Islandia, Norwegia, Szwajcaria, Liechtenstein). Powstanie eurostrefy zmniejszyło również zakres efektu określanego jako *home bias*, czyli preferencji szeroko ujętych inwestorów dla krajowych instrumentów finansowych, mimo że nabycie aktywów zagranicznych stwarza im potencjalnie większą możliwość zdywersyfikowania i obniżenia ryzyka.

Dla odmiany, w krajach zaliczanych do *emerging markets* i do grupy rozwijających się relacja aktywów i pasywów zagranicznych do PKB w ostatnich latach przeciętnie była 2-2,5-krotnie niższa w porównaniu z krajami wysoko rozwiniętymi. Poza tym ta pierwsza zbiorowość krajów była narażona głównie na ryzyko kursowe, co dosyć skutecznie powstrzymywało je przed szerokim prowadzeniem operacji transgranicznych. Sporo krajów azjatyckich zdołało jednakże zmniejszyć swą zależność od długu zewnętrznego, a z drugiej strony – zwiększyć dopływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz stan rezerw walutowych. Ogólnie można zatem stwierdzić, że azjatyckie *emerging markets* w ostatnich latach zmniejszyły swą ryzykowność. Toteż obecnie zakłada się, że łatwiej poradzą sobie one z kryzysem. W wymiarze natomiast globalnym przepływy towarowe i finansowe stały się coraz bardziej złożone, współzależne, ale też prowadzące do szybszego rozchodzenia się szoków ekonomicznych, których mechanizmy nie są do końca zidentyfikowane, nie mówiąc już o zapanowaniu nad nimi na poziomie regionalnym i ogólnoswiatowym.

Wydaje się, że na gruncie teoretycznym czynniki wpływające na globalizację finansową najbardziej kompleksowo ujęli Lane R.P. i Milesi-Ferretti M.G. w pracy z 2003 r. [7]. Są to:

- otwartość (integracja) handlowa,
- rozwój finansowy kraju,
- wielkość kraju,
- restrykcje w odniesieniu do rachunku kapitałowego,
- europejska integracja monetarna,
- pełnienie roli centrum finansowego.

Większość badań dowodzi, że otwartość handlowa powinna współwystępować z otwartością finansową, aczkolwiek niektórzy utrzymują, iż mniej restrykcji dla obrotów towarowych może zachęcać do podwyższenia optymalnego poziomu *home bias* w transakcjach finansowych. Ogólnie jednak dotychczas przyjmowano, że większa otwartość handlowa sprzyjała lepszej dywersyfikacji ryzyka, zmniejszała asymetrię informacji oraz stymulowała rozwój instrumentów finansujących handel (kredyty importowe i eksportowe, ubezpieczenia transakcji zagranicznych, rozliczanie rozrachunków itp.).

Rozwój finansowy ma dosyć złożony wpływ. Z jednej strony może zachęcać do korzystania z miejscowych instytucji finansowych, ale ich dobra kondycja, a jeszcze bardziej duży potencjał rynku, mogą zachęcać inwestorów zagranicznych do lokowania się w danym kraju goszczącym. Są tego plusy i minusy, chociaż dotychczas najczęściej uzyskiwano dowody, iż rozwój finansowy z reguły stymuluje globalizację finansową. Ważne, że nie ma tu tylko jednokierunkowego przepływu kapitału, tzn. część krajów goszczących, po wzmocnieniu swoich instytucji finansowych, może coraz odważniej interesować się rynkami zagranicznymi. W ślad za tym w ich bilansach zaczynają się pojawiać nie tylko pasywa nierzydentów, ale także aktywa.

Przy założeniu, że występują koszty stałe, a koszty opanowania handlu aktywami zagranicznymi rosną mniej niż proporcjonalnie wobec tych pierwszych, można oczekiwać, iż kraje o wyższym rozwoju ekonomicznym, a więc w przybliżeniu bogatsze, będą chętniej angażować się w międzynarodowe transakcje finansowe. Dodatkowo oczekiwanie to uzasadnia fakt, iż awersja do ryzyka maleje wraz z bogaceniem się kraju. Uzasadnione jest również przypuszczenie, że kraje większe w sensie potencjału gospodarczego i ludnościowego chętniej będą stosować dywersyfikację ryzyka przez dokonywanie zagranicznych inwestycji portfelowych.

Nakładanie w przeszłości restrykcji na obroty kapitałowe z zagranicą sugeruje, że kraj je stosujący mniej chętnie będzie się włączać w procesy globalizacji finansowej, zwłaszcza wtedy, gdy w mniejszym stopniu stymulowała ona rozwój finansowy kraju. Natomiast per saldo udana integracja monetarna w strefie euro zachęcać będzie do dalszej intensyfikacji transgranicznych obrotów kapitałowych, także w krajach nie należących do eurostrefy. Najbardziej na tym mogą zyskać jednak kraje lub regiony, czy miasta, które dorobiły się statusu centrum finansowego. Ustalenie to jest prawdziwe nawet obecnie, gdy euroland przeżywa poważne problemy.

W tym miejscu warto odwołać się do najnowszych badań Lanego i Millesii-Ferretti, opublikowanych w *American Economic Review* w maju 2008 r., a więc przed „pełnym opierzeniem się” obecnemu kryzysu [8]. Przedmiotem analizy wspomnianych autorów były czynniki wpływające na udział aktywów i zobowiązań zagranicznych w PKB w grupie 21 krajów wysoko rozwiniętych (AE) i 46 należących do *emerging markets* (EM). Wyniki oszacowania równania regresji dla roku 2006 zestawiono w tabeli 1.

Wynika z niej, że najnowsze obliczenia są generalnie zgodne z badaniami wcześniejszymi i zależnościami teoretycznymi. Trzeba jednak podkreślić, że stymulantami (dodatnie wartości w tabeli 1) globalizacji finansowej były: handel, czyli stosunek sumy eksportu i importu do PKB, rozwój finansowy, status centrum finansowego i europejska integracja monetarna (utworzenie strefy euro).

Tabela 1

### Determinanty globalizacji finansowej

Determinanta	Grupa AE		Grupa EM	
	Aktywa zagraniczne	Zobowiązania zagraniczne	Aktywa zagraniczne	Zobowiązania zagraniczne
Handel	0,43	0,11	0,18	0,18
FINDEV	0,67	0,18	0,33	0,14
PKB per capita	0,63	-0,07	0,18	0,14
Ludność	0,04	-0,08	-0,13	-0,14
De jure glob. finansowa	0,02	-0,22	-0,07	-0,05
Europa (strefa euro)	0,73	0,54	-	-
Rola centrum finansowego	0,20	0,63	-	-
Stała	-7,79	6,04	2,29	4,37
$R^2$	0,90	0,82	0,60	0,65

Uwagi: Opuszczono (z braku miejsca) poziomy istotności  $\alpha$ .

FINDEV – rozwój finansowy mierzony sumą kapitalizacji i depozytów bankowych do PKB.

Źródło: [8].

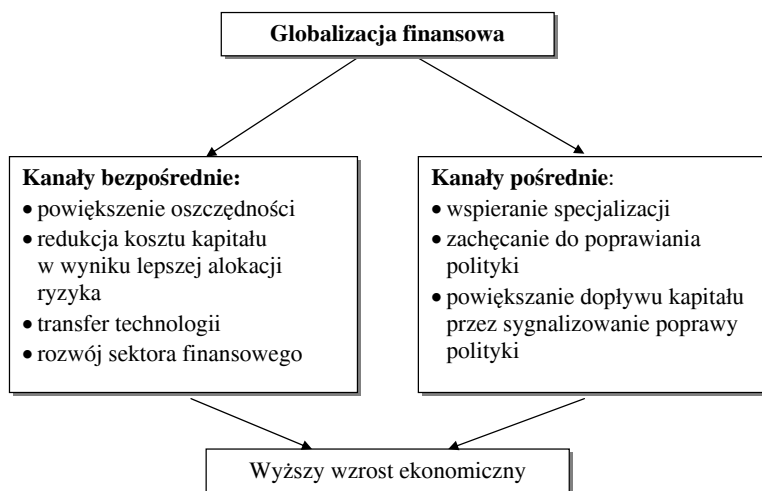
Ponieważ zaliczani jesteśmy do *emerging markets*, warto zauważyć, że wielkość kraju (mierzona liczbą mieszkańców) i de jure liberalizacja obrotów kapitałowych negatywnie wpływały na stosunek aktywów i zobowiązań zagranicznych do PKB. Oznaczać to może, że w tej grupie krajów silniej nadal oddziaływało wspomniane *home bias* (ciężenie narodowe). Inaczej układało się natomiast w strefie euro powiększonej w tej analizie o Islandię, Norwegię i Szwajcarię. Wyjaśnia to zaobserwowana prawidłowość: aby osiągać w Europie korzyści z globalizacji finansowej, trzeba być dostatecznie rozwiniętym w stosunku do EU-15. Tym samym przeciwnicy naszego szybkiego wejścia do eurolandu dostali dosyć ważny argument, dodatkowo wzmacniany tym, że globalizacji finansowej towarzyszy większa kruchość finansowa, a więc większa podatność na wybuch kryzysu lub zakażenie się nim. Z drugiej jednak strony, dotychczasowe doświadczenia z aktualnym kryzysem pokazują, że obecność w eurostrefie chroniła do pewnego stopnia przed

zawirowaniami na światowych rynkach finansowych. A zatem, stosowane do tej pory porównywanie kosztów i korzyści z przyjęcia euro musi być każdorazowo uzupełnione o analizę stabilności finansowej. Musimy wszelako obecnie bardzo uważnie przyglądać się rozwojowi eurostrefy, bo przypadki Grecji i Irlandii pokazują, że parasol ochronny euro nie musi działać automatycznie.

Warto również zauważyć, że najczęściej korelacje są ściślejsze dla aktywów zagranicznych niż zobowiązań tego samego typu. Szczególnie widoczne jest to dla zmiennych rozwój finansowy i rozwój ekonomiczny. Sugeruje to dominację w tym obszarze relacji komplementarnych, tzn. kraje lepiej rozwinięte finansowo i ekonomicznie były bardziej skłonne nabywać aktywa zagraniczne, a więc to one były podstawową siłą napędową globalizacji finansowej. Niektórzy przy tym sugerowali, że również *emerging markets* stopniowo będą wykazywać zbieżność z wzorcami inwestowania w krajach wysoko rozwiniętych, ale obecny kryzys prawdopodobnie zweryfikuje te oczekiwania. Wydaje się natomiast, że większość krajów w najbliższych latach raczej będzie skłaniać się do praktykowania *home bias* niż otwierania się na zewnątrz. Jest też silna pokusa, zwłaszcza w krajach wysoko rozwiniętych, by mocniej ingerować w rynki finansowe, co w skrajnej postaci prowadzić może do tzw. represji finansowej. Najnowsze badania Ranciere et al. pokazują jednak, że tylko w krótkim okresie zmniejszyła to poziom ryzyka [17]. W długim zaś okresie represja finansowa najczęściej hamowała wzrost gospodarczy. Jest zatem sprawą otwartą, jak powszechna obecnie ekspansja fiskalna i monetarna oraz częściowa nacjonalizacja znacznej liczby globalnych i regionalnych banków wpłyną na powrót na ścieżkę wzrostu w większości krajów świata.

### Globalizacja a sfera realna

W ujęciu czysto teoretycznym można wyróżnić kilka samoistnych kanałów oddziaływania globalizacji finansowej na wzrost. Punktem wyjścia może być tu propozycja Prasada et al. przedstawiona na schemacie 1 [16].



**Schemat 1.** Kanały wpływu globalizacji finansowej na wzrost gospodarczy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [16].

**Wzrost oszczędności krajowych** przynosi korzyści krajom, do których kapitał napływa, jak i jego dawcom. Pierwszym pozwala bowiem na większe inwestycje, drugim natomiast daje możliwość uzyskania wyższej rentowności kapitału. Per saldo w krajach goszczących maleje oczekiwana stopa zwrotu wolna od ryzyka, a więc i stopa dyskontowa przyjmowana w ocenie projektów inwestycyjnych.

**Redukcja kosztu kapitału w wyniku poprawy globalnej alokacji ryzyka** wiąże się w pierwszym rzędzie z rozwojem rynku kapitałowego, ale w jeszcze większym stopniu z jego otwarciem na inwestorów zagranicznych. Liberalizacja stwarza bowiem tym inwestorom, podobnie jak inwestorom miejscowym, możliwość lepszego zdywersyfikowania ryzyka. To z kolei powinno zachęcać do podejmowania dalszych inwestycji, w ostateczności skutkujących wyższym wzrostem ekonomicznym. I wreszcie, napływ kapitału zagranicznego na rynek kapitałowy prowadzi do zwiększenia jego płynności, a tym samym do redukcji premii za ryzyko nabycia papierów właścicielskich, co stanowi dodatkowy bodziec do obniżenia kosztów kapitału, a więc i podejmowania nowych inwestycji.

**Transfer technologii** oznacza także pozyskanie know-how. Kanał ten zasadniczo odnosi się do bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Wśród rozmaitych efektów ich napływu do krajów goszczących wymienia się efekt rozchodzenia się wpływów (ang. *spillovers*) i swoisty import skuteczniejszych praktyk zarządczych. Łącznie stwarzają one potencjalne warunki dla podniesienia agregatywnej produktywności i w rezultacie przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

**Zachęcanie do rozwijania krajowego sektora finansowego** może polegać na wroście płynności rynku kapitałowego albo przejmowaniu aktywów systemu bankowego. W tym ostatnim przypadku nabyte banki rodzime zyskują ułatwienia w dostępie do międzynarodowych rynków finansowych, poddane mogą być też skuteczniejszemu nadzorowi i kontroli, uzyskują również z reguły dostęp do nowoczesnego know-how w zakresie nowych instrumentów finansowych i technik zarządczych. Jeszcze jednym źródłem poprawy efektywności w krajowym sektorze bankowym może stać się wzrost w nim konkurencji.

**Promowanie specjalizacji** wydaje się z pozoru naturalnym następstwem wszelkiej globalizacji. Trzeba jednak dodać, że samo zachęcanie do specjalizacji mogłoby bardzo szybko spowodować wzrost zmienności makroekonomicznej i w rezultacie spadek produktu, konsumpcji i dobrobytu. Jeśli zatem specjalizacja ma wykształcić pozytywną więź ze wzrostem gospodarczym, do rozważań powinno się wprowadzić możliwość lepszej dywersyfikacji ryzyka w wyniku globalizacji finansowej. W tym miejscu należałoby powtórzyć jeszcze raz to, co podano wyżej odnośnie lepszej globalnej alokacji ryzyka. Przykład ten pokazuje nam, że zaprezentowane na schemacie 1 kanały wpływu są jedynie pewną idealizacją, ułatwiającą zrozumienie analizowanych zjawisk i prostsze prowadzenie obliczeń korelacyjno-regresyjnych. W praktyce kanały wpływu się przeplatają i wchodzą w różne interakcje.

**Angażowanie się w lepsze polityki ekonomiczne** wskazuje, że globalizacja finansowa może dyscyplinować rządy krajów goszczących kapitał międzyna-

dowy, zmuszając je do wdrażania zmian w polityce inwestycyjnej na rzecz realokacji jego zasobów do bardziej produktywnych zastosowań. Obecność inwestorów zagranicznych może też utrudniać władzom krajowym nadmierne bezpośrednie i pośrednie opodatkowanie działalności gospodarczej oraz kapitału.

**Sygnalizowanie poprawy polityki ekonomicznej** ściśle wiąże się z kanałem scharakteryzowanym powyżej. Warto tu tylko dodać, że sam fakt zakomunikowania, iż jakiś kraj gotów jest czynić swoją politykę bardziej przyjazną dla kapitału zagranicznego, może w sposób wyraźny powiększyć jego napływ i potencjalnie uruchomić pozytywne dla wzrostu ekonomicznego następstwa jego zastosowania.

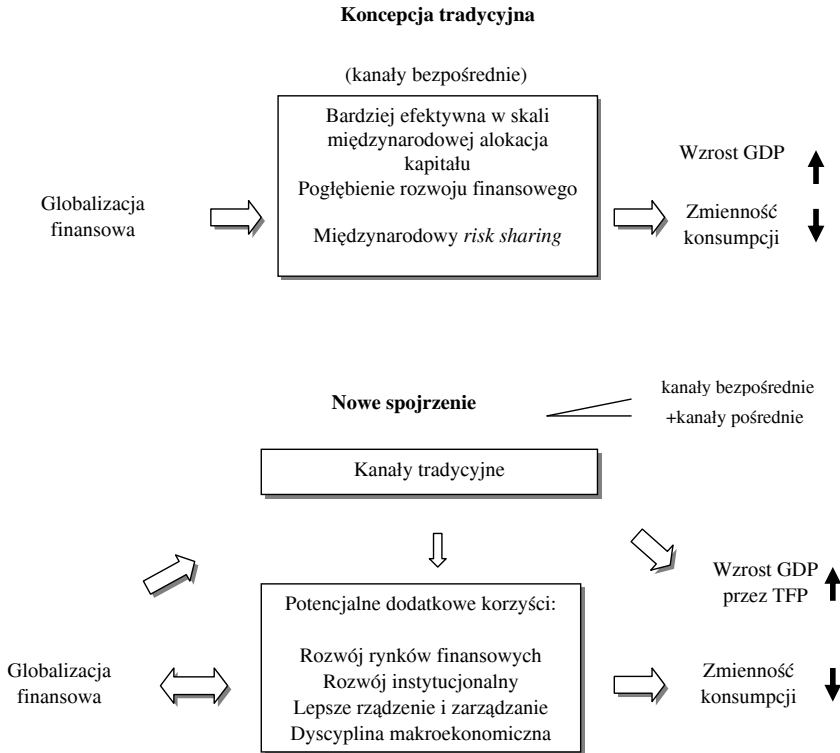
Żeby wymienione wyżej kanały wpływu globalizacji finansowej mogły zacząć funkcjonować, konieczne jest pojawienie się określonych mechanizmów i warunków, dzięki którym kapitał może trafiać do krajów odczuwających jego niedobór. Prasad et al. [16] widzą dwa rodzaje takich mechanizmów. Pierwszy, określany jako siły „pull”, wynika ze zmian politycznych w krajach kreujących popyt, które prowadzą do znoszenia restrykcji na rachunku kapitałowym bilansu płatniczego, liberalizacji warunków dostępu do rynku giełdowego i dużych programów prywatyzacyjnych. Drugi mechanizm, nazywany jako czynnik „push”, występuje u kapitałodawców. Wykorzystuje on różnice w przebiegach cykli koniunkturalnych między krajami i reformy systemów emerytalnych w krajach wysoko rozwiniętych, które poważnie zwiększyły w nich znaczenie inwestorów instytucjonalnych. Czynnik „push” dobrze odzwierciedla też znaną charakterystykę krajów bogatych, tzn. ich wyraźną tendencję do pozostawania bardziej otwartymi, co jest możliwe m.in. dzięki temu, że mają one dobrze rozwinięte systemy finansowe oraz osiągnęły wysoki poziom rozwoju instytucjonalnego, wyrażający się łatwą egzekwowalnością kontraktów i niską korupcją.

Poglądy na oddziaływanie globalizacji finansowej na sferę realną ewoluowały. Problem ten przedstawiono na schematach 2 i 3. Jak z nich wynika, coraz bardziej komplikowały się kanały wpływu powyższej globalizacji, pojawiały się zależności dwukierunkowe, rosło znaczenie oddziaływań pośrednich – szczególnie za pośrednictwem całkowitej produktywności czynników (ang. *total factor productivity* – TFP). Coraz więcej było też dowodów, iż zależności mają raczej charakter krzywoliniowy niż prostoliniowy, wreszcie że globalizacja finansowa zwiększała kruchość finansową i podatność na wybuch kryzysu lub zakażenie się nim.

Warto w powyższym kontekście nieco szerzej skomentować istotę kruchości finansowej. Ogólnie pod pojęciem tym rozumie się pewien rodzaj nadwrażliwości systemu finansowego na różnego typu szoki zewnętrzne i wewnętrzne. Zgodnie z tym, źródłami kruchości finansowej mogą być:

- nedorozwój otoczenia prawno-instytucjonalnego,
- niestabilność makroekonomiczna,
- zbyt wczesna i niewłaściwie sekwencjonowana liberalizacja finansowa,
- przeregulowanie lub nieadekwatna i spóźniona interwencja,
- brak istnienia pożyczkodawcy ostatniej instancji (szansy),
- niepewność, nieznanomość i różnorodność celów oraz motywacji podstawowych agentów ekonomicznych,

- niedobór płynności w sektorze finansowym,
- brak zgodności między potencjałem instytucji finansowych a ich celami, strategiami i *corporate governance*.



**Schemat 2.** Dwie koncepcje oddziaływania globalizacji w krajach rozwijających się  
Źródło: [3, 4].

Koncepcja tradycyjna koncentruje się na znaczeniu kanałów, za pośrednictwem których napływ kapitału mógłby bezpośrednio podwyższać wzrost GDP i obniżyć zmienność konsumpcji.

Nowa perspektywa uznaje znaczenie kanałów tradycyjnych, ale globalizacja finansowa może być pewnym katalizatorem, tworząc dodatkowe korzyści. Te ostatnie, przez wyższy TFP, mogą być jeszcze ważniejsze dla przyspieszenia wzrostu GDP i obniżenia zmienności konsumpcji.

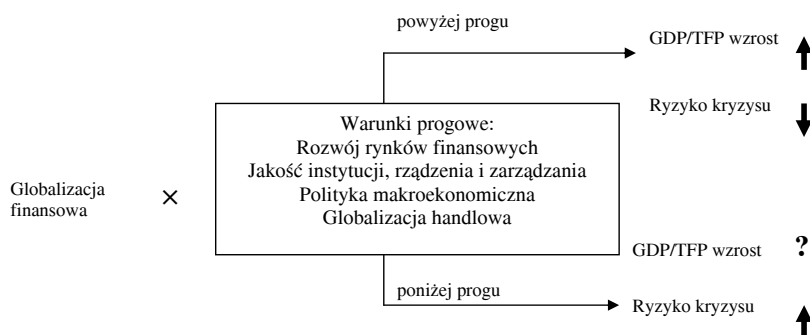
Według schematu 3, globalizacja finansowa prowadzi do lepszych wyników makroekonomicznych, gdy osiągnięte zostaną pewne wielkości progowe. To tworzy jednak szereg napięć, bo wiele spośród warunków progowych jednocześnie znajduje się wśród dodatkowych korzyści tej formy globalizacji.

W ujęciu czysto teoretycznym kruchość finansowa jest jednym z możliwych stanów równowagi. Może pojawić się nagle, nawet w gospodarkach o solidnych tzw. fundamentach makroekonomicznych. Bardzo dobrym przykładem jest tu



Polska. Jak pamiętamy, jeszcze późnym latem 2008 r. sporo naszych czołowych ekonomistów, analityków rynkowych i polityków głośniło, że nie mamy powodu obawiać się kryzysu finansowego, gdyż mamy właśnie te solidne fundamenty i płynny reżim kursowy. Dziś wiemy, że zapewnienia te nie wystarczyły, bo np. złoty bardzo szybko zaczął się osłabiać. Przykład ten dobitnie pokazuje, że w warunkach wstrząsów na rynkach światowych kraje należące do *emerging markets*, a Polska do nich wciąż jest zaliczana, szczególnie podatne są na ich negatywne skutki, stając się kruche w sensie finansowym. Na szczęście, w wyniku korzystnego zbiegu wielu okoliczności, Polsce udało się – jak dotąd – uchronić przed jawnym wybuchem kryzysu. Nie oznacza to jednak wcale, że nasza kruchość finansowa radykalnie zmalała.

Na schemacie 3 zaznaczono m.in. występowanie progów, a więc fakt przekroczenia określonego poziomu rozwoju finansowego, aby mogły ujawnić się pozytywne efekty globalizacji finansowej. Istnienie owych progów sugerowałoby też, że w interesującym nas obszarze problemowym występują zależności nieliniowe lub krzywoliniowe. Niedawno A.B. Masten, F. Coricelli oraz I. Masten dostarczyli wiele nowej wiedzy do ich zrozumienia [11].



**Schemat 3.** Istota progów rozwoju w globalizacji finansowej

Źródło: Jak do schematu 2.

## Globalizacja a kryzysy

W ujęciu encyklopedycznym kryzys to sytuacja przesilenia, przełomu albo zmiany dotychczasowych tendencji rozwoju określonego zjawiska. Klasyczny zaś kryzys gospodarczy (ekonomiczny) to okres poważnych trudności manifestujących się gwałtownym spadkiem aktywności gospodarczej, a więc przejściem z fazy ekspansji do fazy depresji (recesji). Z takim rodzajem kryzysów nasi przodkowie mieli już do czynienia w XIV i XVII wieku, ale najbardziej dotkliwy okazał się wielki, ogólnoświatowy kryzys kapitalistyczny z lat 1929–1933.

Charakter i natura kryzysów gospodarczych zmieniły się po II wojnie światowej, co w znacznym stopniu wynikało z polityki antycyklicznej i interwencjonizmu rządów. Generalnie załamania, jeśli w ogóle występowały, były płytsze, zamiast spad-

ku cen najczęściej pojawiała się inflacja, a później (lata 70.) także stagflacja. Zazwyczaj rosła też międzynarodowa wymiana handlowa. Stałym elementem współczesnych kryzysów gospodarczych, który w zasadzie występował już w czasie Wielkiego Kryzysu, są zaburzenia w systemach walutowych, bankowych i skarbowości.

Ostatnia dekada XX w. przyniosła jednakże nowy rodzaj kryzysów ekonomicznych, których źródłem jest globalizacja, a w szczególności liberalizacja międzynarodowych przepływów kapitału. Wtedy to wybuchały kryzysy w Meksyku, Azji Południowo-Wschodniej, Rosji, Turcji i Ameryce Południowej. Jako ogólne wytłumaczenie ich pojawienia się przyjmuje się, że globalizacja finansowa przez możliwość zadłużania się na światowych rynkach finansowych wzmacnia niedoskonałości wszelkich rynków, głównie jednak w krajach średnio rozwiniętych. W ślad za tym w szerszym zakresie spotyka się w nich zachowania określane jako hazard moralny (negatywna zmiana zachowania przez dłużnika po zawarciu kontraktu finansowego), najczęściej nazywane w Polsce pokusą nadużycia, oraz praktyki racjonowania kredytów przez banki, czego też ostatnio doświadczyliśmy.

W momencie poszukiwania źródeł współczesnych kryzysów gospodarczych trzeba oczywiście widzieć immanentne rodzaje ryzyka zawarte w obecnej fali globalizacji. Chodzi tu zatem o ryzyko:

- niewywiązywania się w terminie z przyjętych zobowiązań i płatności,
- syndrom nadmiernego zadłużenia i przeinwestowania w sytuacji pojawienia się boomu kredytowego,
- niedopasowania walutowego – występującego, gdy dług nominowany jest w innej walucie niż uzyskiwane są przychody i wpływy,
- pojawienia się bąbli (baniek) spekulacyjnych na rynku nieruchomości i/lub rynku finansowym oraz na rynkach surowcowych, w tym żywnościowych.

Badania Martina i Rey'ego wskazują, że liberalizacja handlowa zmniejsza zagrożenie kryzysem ekonomicznym, podczas gdy uwolnienie obrotów finansowych działa z reguły przeciwnie. Jak wynika z tabeli 2, *emerging markets* są w zdecydowanie większym stopniu wystawione na destruktywne oddziaływanie globalizacji niż kraje wysoko rozwinięte, a zwłaszcza te z nich, które są zliberalizowane w wymiarze finansowym, ale zamknięte w zakresie wymiany handlowej.

Tabela 2

### Prawdopodobieństwo wybuchu kryzysu gospodarczego

Stopień liberalizacji finansowej krajów	Handel towarami						
	<i>Emerging markets</i>				Kraje wysoko rozwinięte		
	zamknięte		otwarte		zamknięte	otwarte	
– zamknięte	0,40 <sup>a</sup>	0,35 <sup>b</sup>	0,09 <sup>a</sup>	0,15 <sup>b</sup>	0,07 <sup>b</sup>	0,09 <sup>a</sup>	0,10 <sup>b</sup>
– otwarte	0,78 <sup>a</sup>	0,76 <sup>b</sup>	0,55 <sup>b</sup>	0,57 <sup>b</sup>	0,05 <sup>b</sup>	0,06 <sup>a</sup>	0,14 <sup>b</sup>

<sup>a</sup> Otwartość wg propozycji Sachsa-Warnera z 1995 r.

<sup>b</sup> Otwartość mierzona relacją sumy eksportu i importu do PKB.

Próba obejmowała 62 kraje za lata 1975-2001.

Źródło: [9].

Najświeższy kryzys finansowy oficjalnie rozpoczął się w USA latem 2007 r. Jest to novum, gdyż większość współczesnych kryzysów wybuchała w krajach rozwijających się i średnio rozwiniętych. Kryzys amerykański, nazywany również kryzysem kredytów hipotecznych lub *subprime*, w istocie „tlił się” już jednak pod koniec 2005 r. Jest to typowa sytuacja, w tym sensie, że przez jakiś czas każdy kryzys przebiega bezobjawowo, a dopiero w momencie, gdy szoki przekroczą zdolność ich absorbowania przez sektor finansowy, przechodzi do fazy ostrej, pełnoobjawowej. Analogie z chorobą są tu o tyle uzasadnione, że w stosunku do rozprzestrzeniania się kryzysów mówi się wręcz o „zakażeniu” się nimi. Globalizacja temu bardzo sprzyja przez powiązania handlowe, kapitałowe, organizacyjne i funkcjonalne w sektorach finansowych oraz skorelowanie rynków finansowych, towarowych i surowcowych, a w tym także rynków rolno-żywnościowych. W ślad za tym niestabilność, panika wśród inwestorów, ich zachowania stadne, czemu sprzyja powszechność dostępu do Internetu, bardzo szybko mogą przenosić się w przestrzeni, zagrażając nawet krajom o solidnych fundamentach makroekonomicznych. Polska już w połowie października 2008 r. tego mocno doświadczyła, kiedy to mieliśmy namiastkę ataku spekulacyjnego na złotego. Prawdziwy jednak test odporności przechodziliśmy na początku 2009 r., gdy kurs naszej waluty zbliżał się niemalże do 5 zł za euro. Na szczęście udało się odwrócić tę niekorzystną tendencję. W skrajnej sytuacji kryzys może wręcz doprowadzić do „topnienia” (ang. *financial meltdown*) całych systemów finansowych, z katastrofalnymi skutkami dla sfery realnej.

### **Determinanty sukcesu globalizacji finansowej**

Mimo kryzysu możemy powtórzyć dość oczywisty wniosek, że globalizacja ekonomiczna sama z siebie nie dynamizuje ani wzrostu, ani nie redukuje zmienności podstawowych agregatów makroekonomicznych, a więc w sumie per se nie poprawia dobrobytu.

Dotychczasowe badania pokazują jednak, że większość gospodarek, które odniosły sukces ekonomiczny, to kraje bardziej otwarte na zewnątrz. Wydaje się przede wszystkim dobrze udokumentowane oczekiwanie, iż to władze publiczne każdego kraju powinny zaprojektować, wdrożyć i modyfikować indywidualne strategie osiągania per saldo korzyści z globalizacji, a wszyscy wspólnie powinni się troszczyć, by otoczenie zewnętrzne tym usiłowaniom sprzyjało. Niestety, brakuje jednolitego wzorca, swoistej „mapy drogowej”, jak taką strategię stosować. Ogólnie możemy tylko stwierdzić, że będzie ona skuteczna, gdy zapanuje się nad różnymi rodzajami ryzyka związanego z globalizacją i stworzy się odpowiednie warunki wstępne, głównie ze sfery infrastruktury instytucjonalnej i kapitału ludzkiego oraz społecznego. Cały czas musimy wszelako pamiętać, że instytucje same z siebie też niczego jeszcze nie przesądzą i nie gwarantują.

Bardzo interesująco wpływ infrastruktury instytucjonalnej na osiągnięcie korzyści z globalizacji ujął Frederic S. Mishkin – profesor *Columbia Business School* i gubernator amerykańskiego banku centralnego (Fed) [12, 13]. Do infrastruktury tej zaliczył:

- **prawa własności** – bez ich przestrzegania nie ma sensu w ogóle mówić o realizowaniu efektywnych inwestycji współfinansowanych kapitałem obcym i wydobywaniu się z biedy przez dostęp do rynku finansowego. Kluczowe w tym kontekście staje się posiadanie tytułów prawnych do aktywów oraz gwarancje, że zyski z inwestycji nie zostaną przejęte przez państwo albo grupy pod nie podszywające się;
- **system prawny** – bardzo ściśle łączy się ze składnikiem pierwszym. Ogólnie chodzi tu o to, że bez właściwych rozwiązań prawnych i ich egzekwowania bardzo trudno przejść z fazy wymiany naturalnej do gospodarki opartej o kontrakty. Nie można też stworzyć odpowiednich bodźców do rozwoju rynku finansowego. Ważne jest przy tym, by dostęp do instytucji prawnych był powszechny i tani;
- **korupcję** – podstawowy problem polega tu na tym, że wiele rządów ucieka się do rozmaitych form administracyjnych ingerencji w rynki finansowe, oficjalnie deklarując, iż popierają np. przestrzeganie praw własności i reguł porządku prawnego. Nawet jeśli nie osiągają przez to bezpośrednich korzyści finansowych, to pośrednio wzmacniają tzw. kapitalizm „kolesiowski” i praktyki klientelizmu politycznego, a więc uprawiają korupcję polityczną. Jawna zaś korupcja utrudnia podejmowanie racjonalnych decyzji inwestycyjnych, zmniejsza przejrzystość obrotu gospodarczego i płynne funkcjonowanie systemu ekonomicznego oraz finansowego. Trzeba tu jeszcze dodać, że korupcja w sposób wyraźny zmniejsza napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które są najbardziej pożądaną formą pozyskania kapitału międzynarodowego. Zasadny jest więc wniosek, iż rozległa korupcja prowadzi do niższego wzrostu gospodarczego;
- **odpowiednią jakość informacji finansowych** – to wymóg oczywisty, jeśli zważymy, że na rynkach finansowych powszechnie występuje asymetria informacji między stroną oferującą fundusze a podmiotami zgłaszającymi na nie zapotrzebowanie. Bez odpowiednich standardów księgowych i obowiązków sprawozdawczych funduszo dawcy mają problemy z racjonalnym wyborem projektów, ich monitorowaniem i odzyskiwaniem wyłożonego kapitału wraz z dodatkowym wynagrodzeniem (premią za ryzyko);
- **nadzór (ład) korporacyjny (*corporate governance*)** – znalezienie równowagi między interesami menedżerów spółek a ich właścicielami, jak pokazuje to m.in. najnowszy kryzys, jest wyzwaniem dla wszystkich bez wyjątku krajów. Jeśli nie poradzimy sobie z tendencjami do autonomizacji zarządów firm i ich oportunistycznym, trudno będzie w sposób trwały zapobiec przyszłym wstrząsom finansowym i ekonomicznym. Bez postępu w tej dziedzinie nie należy też oczekiwać wyraźniejszej poprawy alokacji wszelkich kapitałów. Z zagadnieniem powyższym ściśle wiąże się tzw. *insider trading*, czyli wykorzystywanie m.in. przez menedżerów poufnych informacji do przeprowadzenia zakulisowych operacji akcyjnymi. Jeśli nie zminimalizuje się tego zagrożenia, giełdy papierów wartościowych zdominowane będą przez wysoce nieprzejrzyste transakcje spekulacyjne. Pod tym względem sytuacja w Polsce nie jest najlepsza;

- **solidny nadzór i regulacje banków** – przekonywać o znaczeniu tego czynnika nie potrzeba, jeśli ponownie odwołamy się do przyczyn obecnego kryzysu. Można tylko powtórzyć, że nadzór ten i te regulacje są nieodzowne dla efektywnej alokacji kredytu i kapitału, przejrzystej polityki kredytowej banków, ich bezpieczeństwa, płynnego funkcjonowania sfery realnej, akceptowalnego poziomu ogólnego ryzyka i niepewności. W tym kontekście warto dodać, że burzliwy rozwój w niektórych krajach sektora mikrofinansowego też musi podlegać państwowym regulacjom ostrożnościowym i nadzorczym, gdyż jest dopełnieniem, a nie substytutem formalnego sektora bankowego. Należy tu jeszcze zauważyć, że jednym z następstw aktualnego kryzysu jest postulowanie objęcia systematycznym nadzorem i regulacjami także innych segmentów szeroko rozumianego sektora finansowego. Nie będzie to jednak łatwe, bo rozbieżności interesów głównych aktorów światowej sceny politycznej i finansowej są często ogromne.

Mishkin wykazuje duże poczucie realizmu, gdy swoje ostatnie teksty podsumowuje akcentując w nich, iż globalizacja finansowa nie jest pełną odpowiedzią na problemy współczesnego świata, ale stanowi ważną część takiej odpowiedzi, aczkolwiek przeciwnicy tej globalizacji dodają tu od razu, że ona sama jest problemem. Ogólnie trudno też nie zgodzić się z tezą Mishkina, że nie zawsze i nie wszędzie proste powiększanie otwartości finansowej prowadzi do ich rozwiązania – często bywa całkiem odwrotnie. W istocie każdy kraj przecież w ostateczności sam jest odpowiedzialny za swój los, a wspólnota międzynarodowa, z krajami najbogatszymi (choć nie tylko z nimi) na czele, może im ułatwić lub przeszkadzać w wejściu na ścieżkę zrównoważonego wzrostu i rozwoju. Wyrwanie się z biedy i ubóstwa nigdy nie było przy tym łatwe, a teraz prawdopodobnie będzie jeszcze trudniejsze, bo wciąż nie mamy jednej odpowiedzi, gotowego do powielania wzorca, co robić, żeby przejść do wyższych stadiów rozwojowych, do dobrobytu i lepszej jakości życia. Na pewno kryzys, recesja i spowolnienie aktywności gospodarczej w większości krajów świata są dobrą okazją do głębszej refleksji nad dotychczasowym paradygmatem ekonomii i finansów. Obserwowane ostatnio „odbicie” koniunktury będzie do tego zniechęcać.

Pojawia się jednak pewien niedosyt. Po pierwsze, w sferze sprzyjających globalizacji uwarunkowań brakuje podkreślenia przez Mishkina znaczenia dbałości o kapitał intelektualny i społeczny, a więc np. o potrzebę umacniania zaufania w gospodarce i społeczeństwie. Po drugie, w ramach poszerzania przestrzeni narodowej polityki gospodarczej rzeczą ważną jest wzmacnianie także sfery mikroekonomicznej. Po trzecie, mówiąc o postępie społeczno-ekonomicznym, warto też akcentować działania korygujące zawodność rynków i państwa.

Wszyscy zwolennicy i propagatorzy globalizacji finansowej powinni koniecznie zapoznać się z poglądami D. Rodriki i A. Subramaniana [18]. Ci dwaj ekonomiści wychodzą z dobrze udokumentowanego ustalenia, iż brak przekonujących dowodów empirycznych na istnienie w długim okresie dodatniej korelacji między globalizacją finansową a wzrostem zmusza jej zwolenników do poszukiwania nowych ujęć. Według Rodriki i Subramaniana, na razie nie są w tym prze-

konujący. Problem polega bowiem głównie na tym, że obrońcy globalizacji zakładają, iż kraje rozwijające się, i w dużym stopniu także *emerging markets*, cierpią na niedobór oszczędności. Jeśli tak, to dostęp do kapitału zagranicznego powinien złagodzić to ograniczenie i w ślad za tym powiększyć inwestycje oraz długookresowy wzrost. Obrońcy globalizacji przyjmują dalej, że jeśli są z nią jakieś problemy, to najpewniej wynikają one z niedorozwoju i niedopasowania instytucjonalnego.

Rodrik i Subramanian natomiast opowiadają się za tezą, że w krajach rozwijających się i *emerging markets* główną barierą rozwojową są bardziej ograniczenia po stronie inwestycji niż oszczędności. W konsekwencji dopływ kapitału zagranicznego może ograniczenia te jeszcze pogłębić, gdyż prowadzić może do aprecjacji realnego kursu walutowego i redukcji zyskowności oraz możliwości korzystnego inwestowania w sektorze dóbr podlegających wymianie handlowej. W rezultacie ucierpieć może też długookresowy wzrost. Krótko zatem: każdorazowo ważny jest kontekst krajowy. Bardzo mocno powinni sobie wziąć to do serca politycy i ekonomiści, którzy mają skłonność do mechanicznego powielania cudzych wzorców.

Rodrik i Subramanian są nadzwyczaj sceptyczni co do możliwości wystąpienia pozytywnych efektów bezpośrednich i pośrednich globalizacji finansowej, nawet abstrahując od najświeższego kryzysu. Starają się też uczulić wszystkich, by nie przeceniali woli i umiejętności wdrażania reform ekonomicznych i instytucjonalnych w szybki, bezkosztowy i powszechny sposób, skoro nie radzą sobie z tym kraje najbogatsze, a budowa światowej architektury finansowej następuje z dużymi oporami. Z drugiej zaś strony, bez takiej architektury finanse międzynarodowe narażone będą wciąż na większe deformacje, niż ma to miejsce w przypadku finansów krajowych. Co nie mniej ważne, Rodrik i Subramanian przestrzegają wszystkich, żeby nie ulegać złudnemu przekonaniu, iż więcej czegokolwiek (tu: swobodnego przepływu kapitału) oznacza automatycznie lepiej. Jak tego dowodzą, w określonych warunkach łatwiejszy dostęp do kapitału zagranicznego co najwyżej prowadzi do wyższej konsumpcji, głównie na kredyt, ale niekoniecznie do solidniejszego, trwale zrównoważonego wzrostu. Taki model rozwojowy na naszych oczach się właśnie kończy. Jako równoprawne trzeba przyjąć zatem rozmaite strategie osiągania ważnych celów społeczno-ekonomicznych, które należy umieć analizować pod kątem kosztów i korzyści. Należy też wystrzegać się poglądu, iż wszystkie problemy redukują się do niedostatku kapitału i niedorozwoju sektora finansowego. Czasem inne bariery oddziałują silniej i należy je w pierwszym rzędzie usunąć. Jeśli chodzi zaś o samofinansowanie, to dobrze byłoby, aby narody na dorobku dbały w pierwszej kolejności o pomnażanie rodzimych oszczędności.

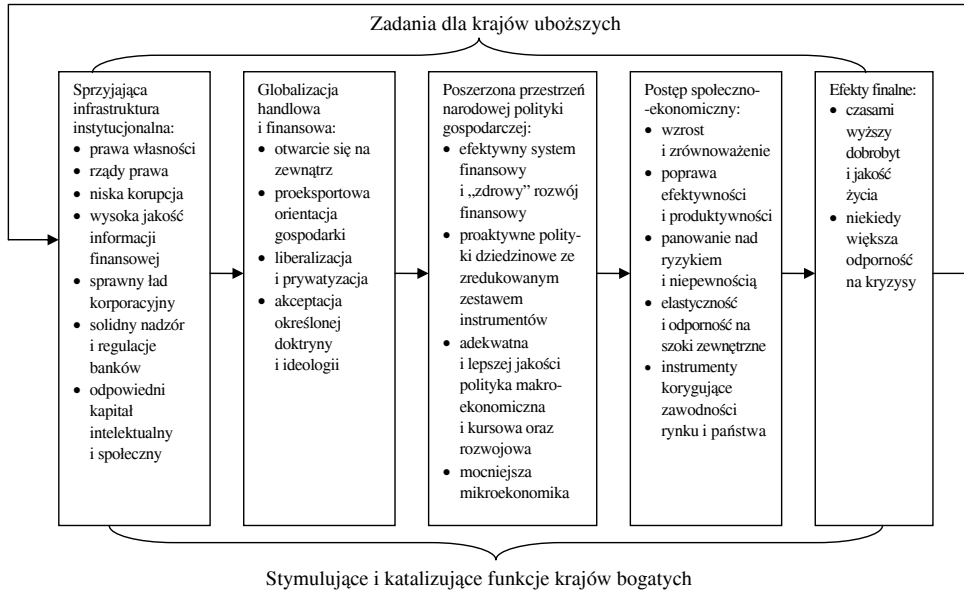
Na pewno też na duże uznanie zasługuje propozycja Rodrika i Subramaniana rozróżniania sytuacji krajów z ograniczeniami po stronie oszczędności i w postaci niedostatecznego popytu inwestycyjnego. To novum w analizie wpływów globalizacji finansowej. Wydaje się, że może być to także interesująca koncepcja projektowania działań antykryzysowych. Przykładowo, wiele banków komercyjnych

ma już ponownie niezłą sytuację płynnościową, a banki centralne nadal starają się ją poprawiać, chociaż popyt na kredyty inwestycyjne odbudowuje się bardzo powoli. Może lepiej zatem zacząć od rozpoznania ograniczeń popytowych, zanim zaczniesz się stymulować podaż kredytu.

Na pewno warto poznać jeszcze stanowisko kompromisowe M. Obstfelda [14]. Badacz ten w konkluzji swoich dociekań dochodzi do wniosku, że rzeczywiście trudno jest obecnie potwierdzić empirycznie automatyczne pojawienie się pozytywnych następstw globalizacji finansowej dla krajów rozwijających się. Dotyczy to bardziej analiz makro, ale badania mikro też nie dają definitywnych rozstrzygnięć. Wynika to ze złożoności problemu, niedostatków stosowanej metodologii, komplikowania się zależności między rozwojem finansowym a wzrostem ekonomicznym i dobrobytem oraz nierealistycznych oczekiwań, iż otwartość finansowa będzie lekarstwem na rozmaite bolączki krajów biedniejszych. W niesprzyjających okolicznościach może być ona nawet silną trucizną.

Ogromnym wyzwaniem dla wszystkich krajów otwierających się na przepływy kapitałów międzynarodowych jest trylemat w ich polityce pieniężnej, a więc niemożność jednoczesnego zrealizowania trzech celów: swobodnego przepływu kapitału, stałości kursu walutowego i prowadzenia polityki pieniężnej zorientowanej na potrzeby rodzimej gospodarki oraz będący jego następstwem boom kredytowy i konsumpcyjny, a w ostateczności również realna aprecjacja waluty krajowej. Zalecane wówczas przystąpienie do unii walutowej, upłynnienie kursu walutowego, stopniowe liberalizowanie rachunku kapitałowego, zorientowanie polityki pieniężnej na stabilność cen uwzględniającą nawet ceny aktywów, czy też różne formy kontroli i/lub opodatkowania napływu kapitału albo makroregulacje ostrożnościowe i zaostrzenie nadzoru nad rynkami finansowymi nie dają *ex ante* w pełni skutecznej obrony przed skutkami realnej aprecjacji.

Zdaniem Obstfelda, potrzebujemy zatem wszyscy więcej realizmu przy formułowaniu oczekiwań wobec globalizacji finansowej. W tym kontekście można jednak zaryzykować wniosek, iż *per saldo* można na niej zyskać, gdy wdrażana będzie stopniowo i bardzo ostrożnie, towarzyszyć temu będzie troska o mocny bilans płatniczy i bezpieczne rezerwy walutowe oraz podjęcie się reformy strukturalne o charakterze pro wzrostowym i pro efektywnościowym. Należy jednak wykazać się dużą dbałością o zachowanie stabilności i zrównoważenie gospodarki, koncentrując uwagę na usuwaniu niedoskonałości i niekompletności wszystkich rynków oraz na słabościach instytucjonalnych kraju i gospodarki, a w wymiarze międzynarodowym pogłębiać koordynację finansów i polityki pieniężnej, z równoprawnym traktowaniem krajów rozwijających się. To bardzo dużo, bardzo trudnych do spełnienia równocześnie warunków, mało miejsca pozostaje zatem na optymizm. Porażka konferencji klimatycznej w Kopenhadze w grudniu 2009 r. i mały postęp szczytu w Cancún doskonale się z tym stwierdzeniem komponują. Można natomiast spróbować podsumować całość zaprezentowanych w tym podrozdziale czynników sukcesu globalizacji finansowej, co uczyniono na schemacie 4.



**Schemat 4.** Determinanty sukcesu globalizacji ekonomicznej

Źródło: Opracowanie własne.

### Polityka finansowa w rolnictwie w warunkach globalizacji

Globalizacja finansowa i zaburzenia na rynkach finansowych oraz kryzys ekonomiczny w sposób naturalny zwiększają zainteresowanie znaczeniem wpływu sytuacji makroekonomicznej na kondycję ekonomiczno-finansową rolnictwa. Ten nurt badań w literaturze określa się jako „*macro-agricultural nexus*”. Brakuje tu wprawdzie tłumaczenia polskiego, ale można przyjąć, że są to „relacje/związki rolnictwa ze sferą makroekonomiczną”. Pierwsze badania z tego obszaru pojawiły się w USA w latach 70. i 80. ubiegłego wieku [22]. Ponowne zainteresowanie tą problematyką pojawiło się na przełomie poprzedniej i obecnej dekady [21].

*Macro-agriculture nexus* przyjęto dzielić na dwie części:

1. **Domestic monetary channels** – kanały (mechanizmy) transmisji krajowej polityki pieniężnej oraz szoków monetarnych. Wykształciły się tu trzy podejścia: (1) oparte na hipotezie neutralności pieniądza, które zakłada, że wszystkie zmiany wielkości nominalnych są proporcjonalną reakcją na szok w postaci zmiany podaży pieniądza, a zatem ceny względne pozostają niezmiennie w stosunku do szoku; (2) przyjmujące, że ekspansywna (luźna) polityka pieniężna zwiększa relację ceny otrzymywanej przez rolników do ceny produktów i usług nabywanych przez producentów rolnych, ponieważ te pierwsze mają szybciej reagować na szoki monetarne niż te drugie; (3) twierdzące z kolei, że presja inflacyjna prowadzi do spadku relacji cenowej wyżej wymienionych, bo rolnicy generalnie są biorcami cen (ang. *price-takers*), a więc nie wpływają na ceny



rynkowe. Rolnicy nie są w stanie więc przenieść wyższych kosztów nakładów na ogniwa niżej położone w łańcuchu żywnościowym, a w ostateczności na konsumentów.

2. **International nexus** – kanały wpływu szoków w postaci zmian kursu walutowego na rolnictwo za pośrednictwem dostosowań eksportu rolnego. Tu także wyodrębniły się trzy koncepcje: (1) bazujące na hipotezie parytetu siły nabywczej, która dowodzi, że zmiany kursu walutowego mają tylko skutki monetarne, a więc jednakowo wpływają na ruchy wszystkich cen; (2) przyjmujące możliwość pojawienia się zróżnicowanych reakcji sektorowych na szoki kursu walutowego, co ostatecznie powinno realnie odzwierciedlić się w bilansie handlowym kraju; (3) zakładające, że zmiany kursu walutowego powodują niewielkie wahania wolumenu eksportu oraz cen, gdyż podaż i popyt na produkty rolnictwa są nieelastyczne [6].

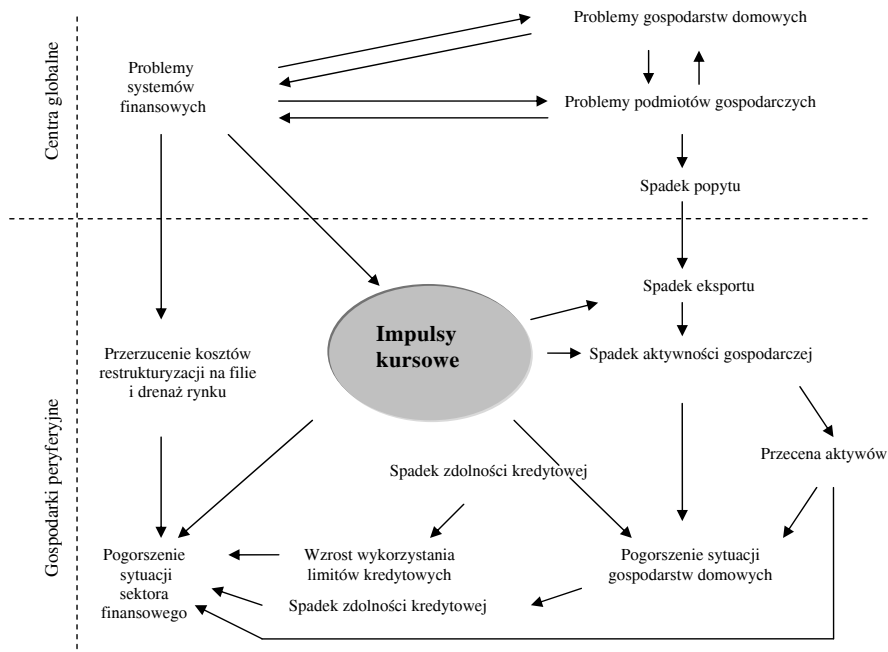
Najczęściej punktem wyjścia w rozważaniach z zakresu *macro-agricultural nexus* jest specyfikacja krajowych i międzynarodowych determinant makroekonomicznych dochodu netto rolnictwa. Są to: ceny sprzedawanych produktów rolnych; ceny płacone za nabywane przez rolników środki produkcji i usługi; przychody rolnictwa z eksportu; realny kurs walutowy; podaż pieniądza krajowego (zazwyczaj agregat M2); realny produkt brutto rolnictwa i główna stopa procentowa banku centralnego. Procedury ekonometryczne szacowania modeli powyższego typu są dosyć złożone i obejmują wektorowy model korekty błędem (VEC), przekształcany przez reparametryzowanie do równoważnego modelu wektora autokorelacji (VAR). Ostatnio jednak rozpowszechnia się analiza wektora średniej ruchomej (VMA). W dalszej kolejności stosuje się funkcje reakcji impulsów (IRFs), by ustalić charakter i wielkość powiązań wzajemnych między zmiennymi w modelu oraz ich wpływ na dochód rolnictwa netto. Wpływy te bardziej precyzyjnie dają się jednak określić za pomocą prognozy dekompozycji wariancji błędu (FEVDs). Postępując wg powyższego schematu, Kwon i Koo [6] doszli do wniosku, że reakcję rolnictwa na szoki makroekonomiczne lepiej opisuje hipoteza przestrzelenia kursu walutowego niż jego niedostrzelenia albo klasyczna teoria polityki monetarnej. Trzeba dodać, że przez przestrzelenie (*overshooting*) długookresowego poziomu kursu walutowego rozumie się sytuację, w której krótkookresowy wzrost podaży pieniądza – w warunkach danego poziomu produkcji i pełnego wykorzystania potencjału gospodarki – spowoduje w okresie krótkim więcej niż proporcjonalną deprecjację waluty krajowej, a dopiero później nastąpi jej aprecjacja do kursu długookresowego. Przestrzelenie kursu jest rezultatem powolności procesu dostosowywania się cen krajowych i płac oraz parytetu stóp procentowych. Jego następstwem jest większa zmienność kursu, czasami bardzo duża w skali nawet jednego dnia [5, 21]. Zgodnie z hipotezą przestrzelenia, rolnictwo ponosi określone koszty dostosowawcze, mierzone w stosunku do wariancji ogólnej dochodu netto sektora. Kwon i Koo oszacowali je w warunkach USA na 20-30% całkowitej wariancji. Płynny kurs walutowy, który stosuje Polska już od kilkunastu lat, pozwala jednak znacząco koszty te zredukować, ale nie jest w stanie całkowicie ich zaabsorbować. W dalszym ciągu zatem kurs walutowy, stopa

procentowa i podaż pieniądza (typ polityki monetarnej) wnoszą swój wkład do zmienności podstawowych agregatów ekonomicznych w rolnictwie. Tego źródła zmienności nie usunie całkowicie również nasze wejście do eurostrefy, a w określonych warunkach może wręcz utrudnić prowadzenie autonomicznej polityki gospodarczej i rolnej. Na razie mieliśmy jednak problem z wysyłaniem sprzecznych sygnałów przez nową Radę Polityki Pieniężnej i zarząd NBP, które prowadzą do aprecjacji złotego (skutek wypowiedzi nieprofesjonalnych, bo nominowanych przez polityków członków Rady) albo prób słownego osłabienia naszej waluty (wypowiedź pierwszego wiceprezesa NBP o gotowości operacyjnej banku centralnego do przeprowadzenia interwencji na rynku walutowym). Na to wszystko nakładała się wypowiedź ministra finansów, iż oczekiwał dużej wpłaty z zysku NBP, która zmniejszy deficyt budżetowy. Nie ma się co dziwić, że w takich warunkach kurs złotego wykazuje zdecydowanie większą zmienność niż inne waluty w naszym regionie Europy.

Zmienność kursu złotego w polskim rolnictwie w bardzo małym stopniu dotyczy sfery kredytu bankowego i deponowania oszczędności przez rolników w bankach. Wystarczy tu podać, że w ostatnich latach udział operacji walutowych rolników nie przekraczał 0,1% w ogólnym zadłużeniu kredytowym oraz w całkowitym saldzie depozytów. Kurs złotego względem euro ma natomiast duży wpływ na strumień wsparcia unijnego dopływającego do naszego rolnictwa. Przykładowo, kwota dopłat bezpośrednich w 2008 r. wyniosła ok. 9 mld zł, ale w 2009 r. już 12,6 mld zł. Wkład osłabionego złotego w powyższy przyrost był zdecydowanie przy tym wyższy niż podwyższenie stawek płatności na 1 ha. Wahanía kursowe są też problemem dla budżetu państwa, generują bowiem dodatnie lub ujemne różnice kursowe. W tym kontekście wydaje się dobrze uzasadniony wniosek, iż rolnictwo byłoby z pewnością beneficjentem netto przyjęcia przez Polskę wspólnej waluty.

*Macro-agriultural nexus* w ujęciu wyżej przedstawionym nie może być jednak uznana za koncepcję kompletną. Brakuje w niej przecież oddziaływań fiskalnych na rolnictwo, a te w warunkach globalizacji finansowej są znacznie słabiej rozpoznane niż kanały monetarne. Wystarczy w tym momencie odwołać się do badań empirycznych z bieżącej dekady, z których wynika m.in., że większej otwartości finansowej w ujęciu *de facto* towarzyszył przeciętnie spadek inflacji, ale deficyt budżetowy sektora rządowego pozostawał praktycznie stały [19, 23, 25].

Scharakteryzowana wyżej koncepcja abstrahuje też od dostosowań po stronie importu rolno-żywnościowego i w zakresie jednostkowych kosztów pracy do zmiany kursu złotego. Wreszcie, w rozważaniach powyższych w ogóle pomija się kwestię przenoszenia się niestabilności za pośrednictwem rynków i instytucji finansowych. Jasno z tego wynika, że potrzebujemy szerszej ramy analizy, która musi zawierać relacje między *policy mix* a polityką rolną, w tym finansową realizowaną w tym sektorze, oraz stabilnością finansową. Dobrym wstępem do takich poszukiwań może być schemat 5. Od razu trzeba tu dodać, że coraz bardziej nagłym problemem staje się wypracowanie narzędzi głębszego skoordynowania polityki pieniężnej z polityką nadzorczą, m.in. w celu stabilizowania systemu finansowego oraz koniunktury gospodarczej.



**Schemat 5.** Schemat przeniesienia problemów gospodarczych z centrów globalnych na gospodarkę peryferyjną (w sektorach finansowych)

Źródło: [10].

Problemy fiskalne spowodowane przez najświeższy kryzys, a w tym zwłaszcza eksplozja deficytów i zadłużenia publicznego, jeszcze bardziej zwiększają zainteresowanie zakresem i formami interwencjonizmu państwowego. Obecna sytuacja jest znacznie bardziej złożona, gdyż większość gospodarek świata nie w pełni wykorzystuje swój potencjał czynników produkcji. W takich warunkach spada skuteczność mechanizmów mnożnikowych związanych ze stymulacją fiskalną aktywności ekonomicznej. Jest to jednoznaczna przestroga przed próbami podejmowania dalszej ekspansji fiskalnej. Dodatkowym ograniczeniem dla takiej strategii staje się też szybkie narastanie negatywnych skutków wzrostu opodatkowania i/lub deficytu budżetowego, a więc dalszego zadłużenia gospodarki i społeczeństwa. Ogólnie zatem stoimy w obliczu spadku krańcowej i przeciętnej efektywności interwencjonizmu finansowego, a fiskalnego w szczególności. Większość rządów wydaje się jednakże o tym zapominać. Wciąż działa straszak drugiego dna obecnego kryzysu. Tendencje te są ważne dla rolnictwa, przynajmniej w UE, które bardzo silnie uzależnione są od wsparcia budżetowego.

Pozycja fiskalna Polski na tle UE jest przeciętna, ale mamy relatywnie wyższy deficyt budżetowy i dług publiczny w porównaniu do krajów lepiej rozwiniętych w tych samych stadiach rozwojowych. Wyróżnia nas natomiast wysoki stopień sztywności wydatków publicznych, a więc ich procykliczność i silne uza-

leżnienie kondycji fiskalnej państwa od tempa wzrostu PKB. Najnowsze prognozy wskazują, że tempo to w najbliższych latach może w Polsce oscylować wokół 3%, a więc będzie niższe o 1-1,5 p.p. w stosunku do potencjału krajowej gospodarki. Równocześnie objęci jesteśmy unijną procedurą nadmiernego deficytu i wciąż aspirujemy do strefy euro. Wszystkie te okoliczności wskazują, że przy niekorzystnym splocie uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych może zajść potrzeba wdrożenia bolesnego ekonomicznie, społecznie i politycznie programu głębokich dostosowań fiskalnych, które najprawdopodobniej obejmować będą i wzrost podatków, i redukcję wydatków budżetowych. Trudno oczekiwać, by rolnictwo zostało wyłączone z tych dostosowań.

Integralnym składnikiem polityki interwencjonizmu finansowego, a fiskalnego w szczególności, jest ustosunkowanie się do kwestii podaży i jakości usług publicznych oraz ich kosztów. Nie ma się co oszukiwać: sfera ta w Polsce jest głęboko nieefektywna i osłabia bodźce do ponoszenia przez obywateli ciężarów fiskalnych. Poprawa w tej dziedzinie uzależniona jest m.in. od możliwości wdrożenia odpowiedniej polityki strukturalnej. Ta ostatnia ma jednak zdecydowanie szerszy wachlarz celów: umacnianie trwałego i zrównoważonego wzrostu i rozwoju, międzynarodowej konkurencyjności gospodarki oraz spójności społeczno-ekonomicznej państwa. Współcześnie uważa się, że polityka strukturalna powinna koncentrować się na wzmacnianiu w pierwszym rzędzie sektorów tworzących dodatnie efekty zewnętrzne dla całej gospodarki oraz na wdrażaniu postępu technologicznego i innowacji, zwrotnie unowocześniających strukturę całej narodowej ekonomiki. Filozofię tę znajdujemy w propozycji Komisji Europejskiej – „Europa 2020”. Stąd też jakiś sektor zasługuje na wsparcie budżetowe, gdy dodatnie efekty zewnętrzne przez niego tworzone znacząco przewyższają nakłady ponoszone na zdynamizowanie jego rozwoju, ale równocześnie możliwości ich sfinansowania przekraczałyby fundusze generowane w nim samym. Mamy tu zatem do czynienia z alternatywnym kosztem budżetowego wspierania gospodarki, a więc konkurencją różnych jej dziedzin o pieniądze podatnika. W przypadku rolnictwa trzeba jednak jeszcze uwzględnić, iż rachunek kosztów alternatywnych obejmuje wariant, w którym np. wyłączenie części rolników i nierolników z systemu KRUS wymagałoby analizy kosztów i korzyści związanych z objęciem ich pomocą społeczną. Istnieje jednak jeszcze inny punkt widzenia na kwestię kosztów alternatywnych, a mianowicie zmiana statusu właściciela małego gospodarstwa na robotnika rolnego w obiektach dużych. Łagodna, ekspansywna polityka finansowa w rolnictwie na pewno temu nie będzie sprzyjać, nie mówiąc już o gotowości mentalnej do takiej zmiany wśród drobnych rolników.

Polityka finansowa w rolnictwie w najbliższych latach pozostawać będzie pod silnym wpływem następstw najświeższego kryzysu. Ujawnią się one za pośrednictwem rynków finansowych, towarowych i pracy. Odzwierciedlą się przy tym w zmianach strukturalnych i zachowaniach gospodarstw rolnych oraz konsumentów żywności, jak i w sektorze publicznym, a więc w sferze polityki fiskalnej, monetarnej i regulacyjnej w odniesieniu do sektora finansowego. Przyszłe ceny produktów rolniczych z kolei w jeszcze większym stopniu determinowane będą

zmianami kursu złotego oraz cenami ropy naftowej, a łącznie obydwie te czynniki pozostawać będą pod silnymi wpływami sytuacji makroekonomicznej, regionalnej i globalnej. Trzeba się przeto liczyć z tym, że wpływ szoków makroekonomicznych na rolnictwo jeszcze bardziej się skomplikuje. Dla polityki finansowej w rolnictwie praktycznie wszystkich krajów płyną stąd trzy implikacje:

- (1) należy systematycznie monitorować zmiany regulacyjne w sektorze finansowym pod kątem ich wpływu na dostęp rolników do kredytu i poziom zarządzania ryzykiem w gospodarstwach;
- (2) więcej uwagi należy poświęcić tendencjom na rynku ziemi rolniczej oraz dzierżaw;
- (3) mechanizmy transmisji cen rolnych, konstrukcja marż w łańcuchach dostaw (podaży) oraz w łańcuchach żywnościowych i tworzenia wartości muszą być bardzo ściśle analizowane w powiązaniu z procesami występującymi na rynkach aktywów finansowych, surowców energetycznych, metali przemysłowych i metali szlachetnych [2].

Jedną z kluczowych kwestii w polityce finansowej w rolnictwie jest zapewnienie gospodarstwom rolnym odpowiednich warunków kredytowania działalności. Skala, zakres i warunki kredytowania zależą przy tym od trzech czynników: (1) poziomu subsydiowania sfery kredytu rolnego; (2) jakości i stabilności wartości oferowanych przez rolników zabezpieczeń kredytowych; (3) wielkości, konkurencyjności i stopnia skomplikowania operacji realizowanych przez kredytodawców [1]. W powyższym kontekście można podać, że na razie system kredytowania polskiego rolnictwa funkcjonuje zadowalająco, chociaż pojawiają się w nim typowe zjawiska dla krajowego systemu bankowego (wzrost udziału należności nieregularnych, tworzenie rezerw, procykliczność kredytowania). Nasze banki spółdzielcze i komercyjne wyspecjalizowane w kredytowaniu rolnictwa są dobrze wyposażone w kapitał własny, nie mają większych problemów z pozyskiwaniem depozytów, ale w bardzo dużym stopniu bazują na kredytach preferencyjnych i obsłudze wsparcia budżetowego, krajowego oraz unijnego. W przypadku kredytów preferencyjnych, ich opłacalność bardzo silnie zdeterminowana jest polityką stóp procentowych NBP, a więc są one kanałem przenoszenia zmienności makroekonomicznej do rolnictwa.

Rolnictwo praktycznie we wszystkich krajach świata uzależnione jest od kredytu jako źródła kapitału obcego. W polityce finansowej w tym sektorze należałoby zatem systematycznie monitorować kilka wskaźników, charakteryzujących stan i zagrożenia w sferze kredytu rolnego. Zazwyczaj lista ta składa się z poniższych wskaźników: wartości ziemi rolniczej do poziomu gotówki operacyjnej generowanej w całym sektorze oraz w poszczególnych gospodarstwach; wartości ziemi do zapłaconych czynszów dzierżawnych; rezerwy banków na kredyty nieregularne do wartości tych ostatnich; wartości ziemi rolniczej do kwoty rezerw utworzonych przez banki na należności (kredyty) nieregularne; współczynnika wypłacalności (adekwatności kapitałowej) banków; rentowności, płynności i wypłacalności rolnictwa oraz poszczególnych typów gospodarstw.

Z powyższego jasno wynika, że jednym z najważniejszych parametrów do monitorowania, będącym zarazem dobrym predykatorem trudności finansowych

w rolnictwie oraz wśród kredytodawców, jest wartość ziemi rolniczej. Dotychczas przeprowadzone analizy empiryczne dowodzą m.in., że wartość ta jest ujemnie skorelowana z wielkością tworzonych rezerw bankowych na należności nieregularne. Negatywne skutki tej zależności są szczególnie dotkliwe w krajach, w których dominuje tzw. *collateral-based lending*, a więc pożyczanie na bazie rzeczowych i osobowych zabezpieczeń kredytów. System ten przeważa w Polsce. Jego przeciwieństwem jest tzw. model *cash-based lending*, czyli rozwiązanie, w którym banki jako główne zabezpieczenie stosują gotówkę generowaną w gospodarstwie lub w konkretnym projekcie. Podejście to z reguły prowadzi do mniejszych strat kredytów, ale stawia wysokie wymagania odnośnie szerokoego rozpowszechnienia w rolnictwie systematycznej rachunkowości, co najmniej w wariacie kasowym. Dobrze byłoby zatem o tym pamiętać, rozważając różne opcje w zakresie reformowania opodatkowania i sfery ubezpieczeń społecznych w rolnictwie.

Ceny i wartość ziemi rolniczej powinny być systematycznie monitorowane, ponieważ mogą się tu pojawić tzw. bąble (bańki) spekulacyjne, które w dalszej kolejności mogą być bezpośrednimi detonatorami kryzysu bankowego. W tym kontekście warto zwrócić uwagę, że subsydiowanie rolnictwa w prostej drodze prowadzi do wzrostu cen ziemi. Dodatkowo do tego przyczynia się boom gospodarczy (zwłaszcza w budownictwie) i produkcja biopaliw. Badania ortogonalnej funkcji reakcji kredytodawców na szok cenowy na rynku ziemi rolniczej, przeprowadzone za pomocą wektora autokorelacji (VAR), pokazują, że jego zaabsorbowanie może trwać nawet cztery lata. Czynnikiem specyficznym natomiast dla Polski są inicjatywy prawno-regulacyjne, które w istocie zmierzają do formalnej likwidacji dużych gospodarstw dzierżawców. Zapomina się przy tym, że w dzierżawy wmontowane są dwa silne, automatyczne stimulatory poprawy efektywności gospodarowania: konieczność płacenia stałego czynszu dzierżawnego oraz znaczące poleganie na generowaniu gotówki operacyjnej jako zabezpieczeniu zaciąganych kredytów. W praktyce ten drugi instrument proefektywnościowy jest osłabiony. Dzieje się tak za sprawą pojawienia się kosztów agencji, będących następstwem niepełnej zgodności interesów kredytobiorcy i kredytodawcy, których źródłem może być: substytucja aktywów (tzw. transfer ryzyka), niedoinwestowanie/przeinwestowanie, rozdrobnienie roszczeń wierzycieli [20]. Dążenie najpierw do ograniczenia dzierżaw, a później zastąpienie ich wykupem ziemi w byłych gospodarstwach pegeerowskich prowadzi do napięć w płynności, spowolnienia postępu technicznego i utraty efektywności z tytułu korzyści skali oraz dezorganizacji takich gospodarstw. Poprawa efektywności w obiektach indywidualnych przejmujących część ziemi dotychczas dzierżawionej prawdopodobnie napotka szybko swe naturalne granice zawarte w ich ustroju i filozofii działania [24].

Każdy kryzys podwyższa poziom ryzyka w rolnictwie [15]. Zwiększa się bowiem zmienność cen otrzymywanych przez rolników, a jednocześnie maleje możliwość jej zredukowania przez nabycie np. kontraktów typu *futures*. Powszechnie zmniejsza się chęć udzielania zaliczek, kredytów i gwarancji kredytowych przez odbiorców, a dostawcy często regramentują kredyty handlowe (kupieckie). Wszyscy uczestnicy łańcucha żywnościowego skracają horyzont podejmowanych

decyzji, co jeszcze potęguje ryzyko. Ogólnie jednak rolnicy mają znacznie mniejsze możliwości wdrożenia skutecznej strategii zarządzania ryzykiem po stronie nabywania nakładów niż sprzedaży wytworzonej produkcji. Każdorazowo wybierając powyższą strategię, producenci rolni powinni rozważyć m.in. dostęp do subsydiowanych ubezpieczeń majątkowych, możliwości wewnętrznej dywersyfikacji, zakres korzystania z dzierżaw i podobnych instrumentów finansowych, koszt wewnętrznych rezerw finansowych. Rolnicy powinni przy tym także zaakceptować dobrze udokumentowany wniosek, że w ostateczności ryzyko i koszty kryzysu oraz regulacji antykryzysowych muszą zaabsorbować finalni producenci i konsumenci oraz podatnicy.

### Literatura:

1. Briggeman C.B., Gunderson A.M., Gloy A.B.: The financial health of agricultural lenders. *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 91, no. 5, 2009.
2. Ellinger N.P.: An overview of the linkages of the global financial crisis to production agriculture. *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 91, no. 5, 2009.
3. Kose A.M., Prasad E., Rogoff K., Wei J.S.: Financial globalization: a reappraisal. IMF Working Paper, WP/06/189, 2006.
4. Kose A.M., Prasad E., Rogoff K., Wei J.S.: Financial globalization: a reappraisal. *IMFstaffpapers*, vol. 56, no. 1, 2009.
5. Krugman R.P., Obstfeld M.: *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka*. PWN, Warszawa 2007.
6. Kwon H.D., Koo W.W.: Interdependence of macro and agricultural economics: how sensitive is the relationship? *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 91, no. 5, 2009.
7. Lane P.R., Milesi-Ferretti M.G.: International financial integration. *IMFstaffpapers*, vol. 50, 2003.
8. Lane P.R., Milesi-Ferretti M.G.: The drivers of financial globalization. *American Economic Review*, vol. 98, no. 2, 2008.
9. Martin P., Rey H.: Globalization and emerging markets: with or without crash? *The American Economic Review*, vol. 96, no. 5, 2006.
10. Masny M.: Chcesz pokoju, szykuj się na kryzys. *Bank*, nr 7/8, 2008.
11. Masten B.A., Coricelli F., Masten I.: Non-linear growth effects of financial development: does financial integration matter? *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, 2008.
12. Mishkin S.F.: Globalization and financial development. *Journal of Development Economics*, vol. 81, no. 2, 2009.
13. Mishkin S.F.: Why we shouldn't turn our backs on financial globalization. *IMFstaffpapers*, vol. 56, no. 1, 2009.
14. Obstfeld M.: International finance and growth in developing countries: what have we learned? *IMFstaffpapers*, vol. 56, no. 1, 2009.
15. Paulsen D.N., Sherrick J.B.: Impacts of the financial crisis on risk capacity and exposure in agriculture. *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 91, no. 5, 2009.
16. Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.J., Kose A.M.: Effects of financial globalization on developing countries. Some empirical evidence. *International Monetary Fund*, 2003.

17. Ranciere R., Tornell A., Westermann F.: Systemic crises and growth. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 89, no. 3, 2008.
18. Rodrik D., Subramanian A.: Why did financial globalization disappoint? *IMFstaffpapers*, vol. 56, no. 1, 2009.
19. Rose K.A., Spiegel M.M.: International financial remoteness and macroeconomic volatility. *Journal of Development Economics*, vol. 89, no. 2, 2009.
20. Rychłowska-Musiał E.: Przeinwestowanie i koszty agencji długu w spółce. *Ekonomista*, nr 1, 2010.
21. Saghaian S.H., Reed R.M., Marchant A.M.: Monetary impacts and overshooting of agricultural prices in an open economy. *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 84, no. 1, 2002.
22. Schuh G.E.: The exchange rate and U.S. agriculture. *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 56, no. 1, 1974.
23. Spiegel M.M.: Financial globalization and monetary policy discipline: a survey with new evidence from financial remoteness. *IMFstaffpapers*, vol. 56, no 1, 2009.
24. Swinnen M.F.: Reforms, globalization, endogenous agricultural structures. *Agricultural Economics*, vol. 40, supplement to issue 40.6, 2009.
25. Tytell I., Wei J.S.: Global capital flows and national policy choices. IMF, Washington DC, 2005.

*JACEK KULAWIK*

Institute of Agricultural and Food Economics  
– National Research Institute  
Warszawa

## FINANCIAL GLOBALIZATION AND AGRICULTURAL FINANCE

### Summary

Financial globalization affects agricultural finance through the foreign exchange channel and the transfer of disturbances within financial systems, as well as a decrease in overall economic activity abroad. International external factors modify the nature, objectives and instruments of the national macroeconomic policy, and thus, in the narrowest perspective, the combination of fiscal and monetary policy. In wider terms, macroeconomic policy today must also take account of the financial stability of the state. These are all parameters given for financial policy in agriculture, which i.a. decrease the effectiveness of fiscal and monetary multipliers, and in consequence reduce marginal and average effectiveness of financial interventionism.

The programmes enhancing fiscal and monetary expansion in agriculture should therefore be prepared with great caution and regular monitoring should cover the sector's debt, prices on the land and lease market, mechanisms of agricultural price transmission, creating margins and values in the supply chains, and the risk of speculative bubbles in the area of agricultural assets and agri-food products.