

**UNIWERSYTET EKONOMICZNY W KATOWICACH**  
**Wydział Ekonomii**

*Ekonomia*

*Łukasz Matysek*

**Wpływ spekulacji finansowych na koniunkturę  
gospodarczą – analiza światowego kryzysu  
gospodarczego 2007-2010**

**The impact of financial speculation on the conjuncture –  
analysis of the global economic crisis 2007-2010**

Praca dyplomowa  
napisana w Katedrze Ekonomii  
pod kierunkiem prof. UE dr. hab. Jacka Pietruchy

Oświadczam, że niniejsza praca została przygotowana pod moim kierunkiem  
i stwierdzam, że spełnia wymogi stawiane pracom dyplomowym.

.....  
(data)

.....  
(podpis promotora pracy dyplomowej)

**KATOWICE 2012**

Łukasz Matysek

Katowice, dnia .....

Wydział: Ekonomia

Kierunek: Ekonomia

## OŚWIADCZENIE

Świadom odpowiedzialności prawnej oświadczam, że złożona praca licencjacka/magisterska pt.: „Wpływ spekulacji finansowych na koniunkturę gospodarczą – analiza światowego kryzysu gospodarczego 2007-2010” została napisana przeze mnie samodzielnie.

Równocześnie oświadczam, że praca ta nie narusza praw autorskich w rozumieniu ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. 1994, nr 24, poz. 83) oraz dóbr osobistych chronionych prawem. Ponadto praca nie zawiera informacji i danych uzyskanych w sposób nielegalny i nie była wcześniej przedmiotem innych procedur związanych z uzyskaniem dyplomów lub tytułów zawodowych uczelni wyższej.

Wyrażam zgodę na przetwarzanie moich danych osobowych oraz nieodpłatne udostępnienie mojej pracy w celu oceny samodzielności jej przygotowania przez system elektronicznego porównywania tekstów oraz przechowywania jej w bazie danych tego systemu.

Oświadczam także, że wersja pracy znajdującą się na przedłożonej przeze mnie płycie CD jest zgodna z wydrukiem komputerowym pracy.

.....

podpis

<b>WSTĘP</b>	<b>4</b>
<b>1. SPEKULACJE NA RYNKACH FINANSOWYCH W GOSPODARCE WOLNORYNKOWEJ</b>	<b>6</b>
1.1. Historia spekulacji finansowych	6
1.2. Globalizacja i współczesne trendy na rynkach finansowych	17
1.3. Kryzysy finansowe	19
1.4. Spekulacje finansowe a gospodarka	21
1.5. Kryzys ekonomii?	23
<b>2. PRZYCZYNY I PRZEBIEG KRYZYSU FINANSOWEGO W USA W LATACH 2008-2010</b>	<b>29</b>
2.1. Geneza kryzysu – Sytuacja gospodarcza w Stanach Zjednoczonych przed 2008 r.	29
2.2. Załamanie na amerykańskim rynku nieruchomości	32
2.3. Sektor bankowy Stanów Zjednoczonych w obliczu kryzysu	37
2.4. Plan Paulsona i inne pakiety ratunkowe dla sektora finansowego	40
<b>3. MAKROEKONOMICZNE SKUTKI SPEKULACJI FINANSOWYCH W LATACH 2008-2010</b>	<b>43</b>
3.1. Nastroje na światowych parkietach a wzrost gospodarczy	43
3.2. Wpływ kryzysu na wskaźniki makroekonomiczne	48
3.3. Luzowanie ilościowe jako odpowiedź banków centralnych na kryzys	51
<b>ZAKOŃCZENIE</b>	<b>56</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>59</b>
<b>WYKAZ RYSUNKÓW</b>	<b>64</b>

## Wstęp

W czasach prosperity niejednokrotnie zapomina się o tym, że po każdym okresie dobrobytu nastają chude lata. Człowiek nie pamięta o tym, jak żyje się w niesprzyjających warunkach gospodarczych i często nie jest przygotowany na nadchodzące załamanie koniunktury. Prawdopodobnie nie tylko nie jest przygotowany lecz zarazem przyczynia się do powstania sytuacji, która zaburzy hossę na giełdzie, wzrost gospodarczy, niskie bezrobocie i stabilną inflację.

W niniejszej pracy mam zamiar przedstawić przyczyny i skutki owych załamań analizując kryzysy gospodarcze występujące w przeszłości ze szczególnym uwzględnieniem kryzysów mających swoje źródła w systemie finansowym. Moja analiza opiera się głównie o kryzys, który wystąpił na amerykańskim rynku nieruchomości w latach 2008-2009. Jako, że jest to zdarzenie ciągle świeże, wciąż wzbudza wiele emocji i odbija się na światowej gospodarce. Dlatego warto się zastanowić, dlaczego współczesna ekonomia nie była w stanie zaradzić temu kryzysowi. Dzięki analogiom do historycznych dziejów gospodarek europejskich i światowych będę chciał wyjaśnić dlaczego rodzą się niebezpiecznie duże spekulacje finansowe i czemu podstawą każdego załamania koniunktury kierują proste, ludzkie emocje. Wspomnę o działaniach władz państwowych w obliczu kryzysu i ocenę skuteczność i sens przeznaczania środków publicznych na walkę z recesją gospodarczą.

Ważnym aspektem tej pracy ma być również analiza wpływu sektora finansowego na życie zwykłych ludzi, którzy odczuwają na własnym ciele niedomagania gospodarki. Sektor bankowy, który jest dziś tak bardzo skomplikowanym narzędziem, sprawia obywatelowi niemałe trudności i stwarza zagrożenia, o których wcześniej nie było mowy. Chciałbym przedstawić w tejże pracy jak kruchym i nietrwałym stanem jest okres pomyślnej koniunktury.

Pierwszy rozdział będzie poświęcony spekulacjom finansowym, które będą przedstawione w wielu aspektach. Rozpocznę od opisu historii spekulacji finansowych, który pozwala zrozumieć powtarzające się cyklicznie kłopoty występujące w różnych gospodarkach. Następnie wytłumaczę jak współczesna globalizacja działa na rynki

finansowe. Przytoczę najpopularniejsze teorie dotyczące cyklu koniunkturalnego oraz teorie powstawania kryzysów gospodarczych. Pod koniec rozdziału opiszę współczesne problemy, z którymi ekonomia jako nauka musi się zmagać.

W drugim rozdziale opiszę przebieg kryzysu na amerykańskim rynku nieruchomości, który rozpoczął się w 2008 roku. Kryzys ten posłuży do późniejszej analizy wpływu kryzysów gospodarczych na gospodarkę, a także pokaże reakcje władz publicznych, banków centralnych i innych podmiotów.

Rozdział trzeci przeznaczony będzie na analizę skutków kryzysu opisanego w rozdziale drugim. Główny nacisk będę kładł na makroekonomiczne zmiany w gospodarce wynikłe w skutek kryzysu oraz wpływ działań banku centralnego Stanów Zjednoczonych

## 1. Spekulacje na rynkach finansowych w gospodarce wolnorynkowej

W niniejszym rozdziale postaram się przybliżyć termin spekulacji finansowych, ich historii oraz bieżących trendów w rozwoju instrumentów finansowych. Przywołam z historii kilka przykładów manii spekulacyjnych i kryzysów z nimi związanych. Odwołam się także do teorii ekonomicznych wyjaśniających cykl koniunkturalny korzystając głównie z osiągnięć szkoły chicagowskiej w postaci *monetaryzmu*, *austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego* oraz *teorii realnego cyklu koniunkturalnego* autorstwa noblistów Kydlanda i Prescottta. Pod koniec rozdziału nawiążę do kryzysu sektora nieruchomości w Stanach Zjednoczonych i opiszę jego wpływ na ekonomię jako naukę. Głównym celem tego rozdziału jest opisanie środowiska, w którym przychodzi spekulantowi prowadzić swoje operacje oraz zestawienie pozytywnych i negatywnych skutków spekulacji finansowych w odniesieniu do realnego sektora gospodarki.

### 1.1. Historia spekulacji finansowych

Aby zagłębić się w zagadnienie jakim są spekulacje finansowe należy wpiery zrozumieć czym jest ich istota. Spekulacje finansowe występują w gospodarce wolnorynkowej i dążą do osiągnięcia zysku z transakcji kupna-sprzedaży; występuje tu prosta zasada: kupić tanio – sprzedać drogo<sup>1</sup>. Są racjonalnym zachowaniem ekonomicznym i w gospodarce wolnego rynku nie mają pejoratywnego wydźwięku. Spekulacje są również często nazywane inwestycjami o charakterze spekulacyjnym, a także inwestycjami (oczywiście błędnie). Istnieje cienka granica pomiędzy inwestorem, a spekulantem. Klasyk inwestowania w wartość – Benjamin Graham stworzył następującą definicję: „Operacja inwestycyjna to taka, która dzięki starannej analizie, obiecuje bezpieczeństwo oraz rentowność zaangażowanej kwoty. Operacje nie spełniające tych wymogów są spekulacjami”<sup>2</sup>. Oczywiście łatwo zauważyć silnie uznaniowy charakter tej definicji. Często trudno jest jednoznacznie stwierdzić, czy dana operacja finansowa jest inwestycją sensu *stricte*, czy też mamy do czynienia z graczem giełdowym, którego celem jest spekulacja. Spekulacja nie jest tylko i wyłącznie domeną postaci z Wall Street, City of

---

<sup>1</sup> PWN Biznes, <http://biznes.pwn.pl/haslo/3978140/spekulacja.html>

<sup>2</sup> B. Graham, *Inteligentny inwestor*, Studio EMKA, Warszawa 2010, s.29

London, Hongkong SE i innych znanych parkietów świata. Nie ogranicza się także do regulowanych rynków finansowych i towarowych. Spekulacją zajmują się przedsiębiorstwa w sytuacji skupowania zapasów, banki centralne dywersyfikując swoje rezerwy dewizowe, a także gospodarstwa domowe nabywając łatwe do wymiany dobra lub stabilną walutę w przypadku hiperinflacji. Wszyscy spekulujemy.

Chciałbym przedstawić pokrótce historię i genezę giełd papierów wartościowych. Pierwsze akcje (stock) zostały wyemitowane w 1602 r. przez Holenderską Kompanię Wschodnioindyjską. Jedną z pierwszych akcji wyemitowanych w Polsce były akcje Kompanii Manufaktur Wełnianych z 1768 r.<sup>3</sup> Ta nowa forma inwestycji kapitału w znacznym stopniu przyspieszyła rozwój gospodarczy. Przed erą akcjonariatu na wielkie inwestycje mogły pozwolić sobie tylko państwa. Kapitał akcyjny pozwolił w końcu na zgromadzenie środków wielkości odpowiedniej dla przedsięwzięć typu wyprawy zamorskie.

Geneza zorganizowanych rynków giełdowych sięga jednak o wiele wcześniej. Początków giełdy należy upatrywać w jarmarkach średniowiecznej Europy. Jednak wielu badaczy twierdzi, że już w starożytnym Rzymie istniały jarmarki odbywające się cyklicznie kilka razy w roku, najczęstszymi towarami w obrocie były artykuły spożywcze i bydło. Istniały również tzw. collegia mercatorum, czyli zebrania ówczesnych bankierów w celu wymiany informacji. Upadek Rzymu zatrzymał światowy rozwój handlu na wiele wieków. W miarę umacniania się państw feudalnych i rozkwitu miast rósł także handel. Miasta zaczęły tworzyć jarmarki na wzór tych Rzymskich by zachęcić kupców do handlu. Jednym z przykładów średniowiecznych jarmarków jest ten z dwunastowiecznej szampanii. Prawdziwą poprzedniczką giełd pieniężnych była czternastowieczna giełda zbożowa z Antwerpii.<sup>4</sup>

Współcześnie w wielu językach spotykamy się z nazwami giełd typu „die Boerse”, „bourse” lub „beurs”. Nazwy te wywodzą się od łacińskiego „bursa” oznaczającego sakiewkę, lub od nazwiska wekslarzy z Niderlandów (szesnastowiecznej metropolii finansowej) – Van der Beurse. Określenie bursa dominuje od XVI w. wszędzie za wyjątkiem krajów anglojęzycznych, tam giełdy są określane od „Royal Exchange” przez słowo exchange – czyli wymianę.

---

<sup>3</sup> PWN Biznes, <http://biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3924571>

<sup>4</sup> C. P. Kindleberger, Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych, WIG PRESS, Warszawa 1999

Gięda papierów wartościowych, zwana także giełdą kapitałową lub giełdą walorów finansowych jest częścią rynku kapitałowego. Pomimo tego, że od ponad dwóch stuleci odgrywa ona istotną rolę w gospodarce rynkowej to pojęcie giełdy papierów wartościowych nie jest jednoznaczne. Najczęściej giełdę papierów wartościowych określa się jako „instytucjonalną formę rynku kapitałowego”. Przyjmijmy jednak bardziej ścisłą definicję, która jest syntezą twierdzeń różnych autorów: Giełdą papierów wartościowych są regularne, odbywające się w określonym czasie i miejscu, podporządkowane określonym normom i zasadom spotkania osób pragnących zawrzeć umowę kupna-sprzedaży oraz osób pośredniczących w zawieraniu transakcji, których przedmiot stanowią zamienne papiery wartościowe, przy czym ceny owych transakcji ustalane są na podstawie układu podaży i popytu, a następnie podawane do informacji publicznej.<sup>5</sup>

Gięda spełnia w gospodarce trzy podstawowe funkcje: ułatwia mobilizację kapitału jego transformację i ocenę. Dzisiejsza giełda koncentruje się na rynku rozprzedanych papierów wartościowych, gdyż emisja papierów wartościowych jest w przeważającej mierze domeną banków. Nie umniejsza to znaczenia giełdy, gdyż dobrze działający rynek wtórny jest ważnym warunkiem powodzenia emisji papierów wartościowych.<sup>6</sup>

Za pierwszą giełdę papierów wartościowych na świecie uznaje się giełdę z Antwerpii powstałą w 1531 r., giełda ta była najważniejszym ośrodkiem ówczesnego finansowego świata, jej dominująca rola została zdetronizowana dopiero w XVIII w. przez giełdę londyńską.<sup>7</sup> Tą drugą – „Royal Stock Exchange” założono w roku 1569.

17 maja 1792 r. powstała giełda papierów wartościowych na Wall Street, istniała ona poprzez podpisanie dokumentu „Buttonwood Agreement” przez 24 maklerów, którzy handlowali papierami wartościowymi między sobą. 8 marca 1817 r. założono oficjalnie „the New York Stock & Exchange Bard”, a w 1863 r. skrócono nazwę do obecnego stanu: „New York Stock Exchange” (NYSE).<sup>8</sup>

Historia giełdy w Polsce sięga XVIII w., kiedy były organizowane przez kupców zgromadzenia - tzw. gildie, od których przyjęła się w Polsce nazwa „giełda”. 12 maja 1817 r. w warszawskim Pałacu Saskim odbyło się uroczyste otwarcie pierwszej giełdy w naszym kraju. Sesje odbywały się w godzinach 12.00 - 13.00. Na początku przedmiotem handlu były głównie weksle i obligacje, akcje stały się popularniejsze od drugiej połowy

---

<sup>5</sup> A. Dorosz, M. Puławski, praca pod redakcją W. Januszkiewicza; Giełdy w gospodarce światowej, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1991, s. 100-120

<sup>6</sup> Tamże, s. 120

<sup>7</sup> NYSE Euronext, <http://corporate.nyx.com/en/who-we-are/history/amsterdam>

<sup>8</sup> NYSE Euronext, <http://corporate.nyx.com/en/who-we-are/history/new-york>



XIX w. W dwudziestoleciu międzywojennym istniały także giełdy papierów wartościowych w Katowicach, Krakowie, Lwowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie. Jednak 90% obrotu miało miejsce w Warszawie. W okresie powojennym miały miejsce próby reaktywacji giełdy, jednak z powodu doktryny ówczesnego systemu ekonomiczno-społecznego nie doszło do wznowienia jej działalności.

W okresie transformacji systemowej rząd polski nawiązał współpracę z Société de Bourses Françaises. Współpraca ta wynikała głównie z powodu silnego zestandaryzowania globalnych rynków finansowych, a także pozwoliła przyspieszyć proces konstruowania procedur i wdrażania technologii nowoczesnego obrotu giełdowego. 22 marca 1991 r. Sejm uchwalił ustawę „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych”. 12 kwietnia 1991 r. podpisano akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i cztery dni później, 16 kwietnia odbyła się pierwsza sesja giełdowa z udziałem 7 domów maklerskich, na której notowano akcje 5 spółek.<sup>9</sup> Dzisiaj kapitalizacja GPW wynosi sporo ponad 120 mld € i jest większa od giełdy wiedeńskiej<sup>10</sup>, największa giełda na świecie (NYSE) jest kapitalizowana na około \$13 bln. Poza rynkiem głównym istnieje rynek alternatywny – „New Connect”, a także rynek obligacji GPW – „Catalyst”. Od 9 listopada 2010 r. GPW S.A. jest notowane na GPW.

Poza giełdami w gospodarkach kapitalistycznych występuje również rynek pozagiełdowy. Jest to rynek wtórny papierów wartościowych, nie uznawany za giełdę papierów wartościowych. Obecnie bardzo często takie rynki są regulowane i różnice pomiędzy giełdą papierów wartościowych, a rynkiem pozagiełdowym się zacierają.<sup>11</sup> W Polsce takim rynkiem pozagiełdowym jest wcześniej wspomniany New Connect, na którym pierwsza sesja miała miejsce 30 sierpnia 2007. Rynek ten jest przeznaczony dla powstających bądź młodych firm o stosunkowo niewielkiej przewidywanej kapitalizacji, do ok. 20 mln zł i jest zarezerwowany dla spółek z sektorów innowacyjnych, takich jak: IT, media elektroniczne, biotechnologia, energia alternatywna.<sup>12</sup> Obecnie największym rynkiem pozagiełdowym jest amerykański NASDAQ, który był pierwszym w pełni elektronicznym systemem obrotu papierami wartościowymi, został otwarty w 1971 r.

---

<sup>9</sup> GPW, <http://www.gpw.pl/historia>

<sup>10</sup> Parkiet.com, GPW zbliżyła się do giełdy norweskiej, <http://www.parkiet.com/artukul/10,1192122.html>

<sup>11</sup> PWN Biznes, <http://biznes.pwn.pl/haslo/3970478/rynek-pozagiełdowy.html>

<sup>12</sup> Encyklopedia zarządzania, Rynek pozagiełdowy, [http://mfiles.pl/pl/index.php/Rynek\\_pozagie%C5%82dowy](http://mfiles.pl/pl/index.php/Rynek_pozagie%C5%82dowy)

Jednak największym obecnie rynkiem jest rynek OTC (ang. *Over-the-counter*). Jest to segment gospodarki, na którym transakcje są zawierane bez obecności głównej jednostki nadzorującej, jest to rynek zdecentralizowany. Największe obroty na świecie są generowane poprzez Forex (ang. *Foreign Exchange*) – międzynarodowy rynek walutowy, który jest rynkiem typu OTC. Obroty dzienne na Forex-ie przekraczają 4 biliony dolarów, dla porównania wartość PKB całej Unii Europejskiej w 2011 roku wyniosła 17 bilionów dolarów.

Już na wiele lat przed otwarciem giełdy w Amsterdamie spekulacje na wielu różnych płaszczyznach były popularne. Jednak dopiero od okresu rozpowszechniania wolnego rynku w XVIII w. można mówić o spekulacjach finansowych na dużą skalę, które miały wpływ na gospodarki krajowe, regionalne i gospodarkę światową. Zaczęły powstawać kryzysy natury finansowej. Samo słowo *kryzys* ma swoje pochodzenie z języka greckiego, oznaczało ono moment przełomowy, punkt zwrotny, a także rozstrzygnięcie i odsiew, takie znaczenie zachowało to słowo do dziś w medycynie. Kiedyś o rytmie kryzysów decydowały głównie czynniki zewnętrzne, takie jak klęski żywiołowe, nieurodzaj lub epidemie.<sup>13</sup> Kryzysy pojawiające się od 400 lat różnią się pewnymi szczegółami, ale zwykle wywoływane były i są tymi samymi przyczynami i wciąż wymagają takich samych metod terapii.<sup>14</sup> Wraz z rozwojem gospodarki rynkowej rosło znaczenie czynników ekonomicznych, pojawiły kryzysy nadprodukcji i kryzysy przeinwestowania.

Pierwszą z dobrze zbadanych baniek spekulacyjnych była tzw. „Tulipomania” nazywana również „Tulipanomanią”. Terminem tym określa się kryzys lat 30. XVII w. Bańka, która pękła 3 lutego 1637 r. w Niderlandach, była modelowym przykładem wszystkich późniejszych baniek spekulacyjnych, takich jak: kryzys kolejowy w XIX w., wielki kryzys gospodarczy lat trzydziestych czy kryzys spółek technologicznych początku trzeciego tysiąclecia.

Holenderski problem z tulipanami miał swój początek wraz z końcem szesnastego stulecia, kiedy to tulipany przybyły do Europy z Imperium Otomańskiego. Rozpoczęła się moda na te kwiaty, które dzisiaj możemy znaleźć w każdej kwiaciarni. Największą popularnością cieszyły się kwiaty, które posiadały bardzo ciekawą fakturę płatków ze względu na zarażenie wirusem - chorobą pstrości TBV. Wzrost popytu na kwiaty spowodował również wzrost cen, tulipany stały się symbolem luksusu i pozycji

---

<sup>13</sup> W. Morawski, Kronika kryzysów gospodarczych, TRIO, Warszawa 2003, s.9

<sup>14</sup> T. T. Kaczmarek, Globalistyka – Przyszłość globalnej gospodarki, Difin, Warszawa 2007, s. 30

społecznej, a po pewnym czasie cebulki tulipanów zaczęto traktować jako towar inwestycyjny. Stworzono specjalną giełdę cebulek tulipanów, brano kredyty na taką formę „inwestycji” zastawiając nieruchomości, w sztuce tulipan zaczął odgrywać rolę symbolu bogactwa i przepychu. Mania tulipanowa ogarnęła cały Amsterdam. W 1623 r. za cebulkę jednej z najbardziej pożądaných odmian płacono około tysiąca guldenów, a średni roczny dochód wynosił wówczas 150 guldenów. W roku 1635 r. sprzedano cebulkę odmiany *Semper Augustus* w cenie 5500 guldenów, które odpowiadałoby dzisiaj około 180 tysięcy dolarów amerykańskich (przyjmując przelicznik 1700 dolarów za uncję).<sup>15</sup> Dla porównania osiem tłustych świń kosztowało wtedy 240 guldenów. Od 1636 r. handel cebulkami tulipanów zmienił formę, zaczęto handlować przyszłymi, jeszcze nie wyhodowanymi roślinami, tzw. „handel wiatrem”. Transakcje tego typu uznaje się za odpowiednik dzisiejszych kontraktów terminowych (*futures*).<sup>16</sup> Poza tego rodzaju instrumentami używano również instrumentów przypominających opcje, które dzięki lewarowaniu otworzyły dostęp do manii spekulacyjnej szerszej grupie społeczeństwa. Psychologiczne podstawy tulipomanii mocno obrazuje fakt, że bańka spekulacyjna pękła w ciągu jednego dnia z powodu pogłoski, że nie ma już chętnych na kupno cebulek i tak się w rzeczywistości stało. Tulipanowymi inwestycjami zajmowała się spora część ówczesnego społeczeństwa, żądza szybkich zysków i moda na spekulacje były głównymi pobudkami klasy średniej, która była motorem napędowym bańki spekulacyjnej. Spekulacja na tak dużą skalę spowodowała, że załamanie się handlu cebulkami tulipanów miało katastrofalne skutki. Posiadacze cebulek nie byli w stanie znaleźć kupców na swój towar, którego cena spadała w gwałtowny sposób z powodu spadku popytu. Przed kryzysem zawarto wiele umów z hodowcami cebulek, które miały zostać zrealizowane w okresie wiosennym, jednak kontrahenci nie wywiązywali się z umów, w skutek czego hodowcy ponieśli olbrzymie straty. Bankructwa jednych powodowały bankructwa innych, upadki banków były na porządku dziennym. Kryzys zdestabilizował niderlandzką gospodarkę na wiele lat.

Po pęknięciu bańki 3 lutego 1637 r. nastąpiło gwałtowne załamanie cen. W obliczu dramatycznego obrotu sytuacji 24 lutego doszło do spotkania przedsiębiorców, którzy zmusili lokalne władze do umożliwienia zmian w kontraktach terminowych zawartych po 30 listopada 1636 r., które miały zostać zrealizowane najbliższą wiosną. Dokonane

---

<sup>15</sup> C. P. Kindleberger, dz. cyt., s. 31-44

<sup>16</sup> Tamże

później zmiany umów polegały na konwersji kontraktów na opcje.<sup>17</sup> Ostatecznie ceny tulipanów spadły o około 95% i zrujnowały fortuny i majątki wielu ludzi i instytucji. Ceny najdroższych odmian nigdy już nie wróciły do wartości sprzed kryzysu.

Spekulacje na holenderskim rynku tulipanów, a w zasadzie ich oplakane skutki spowodowały, że ludzie zaczęli podchodzić mniej ufnie do wszelkich form łatwego i szybkiego pieniądza. Powrócono do realnej i niezlewarowanej gospodarki nie opartej na żadnych skomplikowanych instrumentach finansowych. Wydawać by się mogło, że tak irracjonalne zachowanie inwestorów i spekulantów zmieni ich mentalność na długie lata. Jednak już z początkiem osiemnastego wieku dochodzi do dwóch kolejnych dużych krachów finansowych. Tym razem przedmiotem spekulacji zostały akcje szanowanych dużych przedsiębiorstw powiązanych z rządem i skarbem państwowym.

Pierwszym z nich jest Kompania Missisipi założona przez Johna Lawa, szkockiego ekonomistę, który jest uznawany za wynalazcę pieniądza kredytowego. Nie wdrażał swoich pomysłów w ojczyźnie, a we Francji ze względu na to, iż w wyniku pojedynku w Londynie zabił swojego rywala i był ścigany w Anglii, a potem również w Szkocji ze względu na Unię Angielsko-Szkocką. Za namową Lawa, który został "Generalnym kontrolerem finansów" w Paryżu w 1716 r. utworzono "Prywatny Bank Generalny". Był on tworem politycznym, potrzebnym między innymi z powodu pustek w królewskim skarbcu po wojnach prowadzonych przez Ludwika XIV. W 1717 r. bank zakupił Kompanię Missisipi, rzekomo z chęci uzupełnienia skarbcza państwa zyskami ze spółki, dla Johna Lawa była to tylko część gry, która polegała na wzroście cen akcji i zwiększeniu zaufania społecznego do spółki. Dla zaufania zmieniono również nazwę banku na „Bank Królewski” w 1718 r. Kompania Missisipi była spółką, która posiadała monopol we Francji na wyprawy dalekomorskie. W kraju prowadzono propagandę o bogactwach, które będą przyplływać na okrętach Kompanii. Rozpoczęła się spekulacja finansowa na ogromną skalę, do Paryża po zakup akcji przyjeżdżali ludzie z całej Europy. W lutym 1720 r. płacono za akcję spółki około 10 tysięcy liwów, gdy rok wcześniej były one warte 5% tej wartości. U szczytu hossy akcje Kompanii były warte 15000 liwów i po przekroczeniu tej sumy ich wartość zaczęła gwałtownie spadać. W 1721 r. jeden udział był już wart niewiele ponad 400 liwów. Jeszcze w 1720 r. regent Filip II Orleański zwolnił Lawa, który potem uciekł z kraju, było to związane nie tylko z

---

<sup>17</sup> C. P. Kindleberger, dz. cyt., s. 62

samą Kompanią Missisipi ale również z Bankiem Królewskim, który nie był w stanie wypłacać pieniędzy, gdyż posiadał tylko dziesiątą część swoich depozytów w postaci gotówki.

Historia Kompanii Mórz Południowych była w gruncie rzeczy bardzo podobna do paryskiego krachu, w dodatku oba wydarzenia miały miejsce w tym samym czasie, z czego możemy wysnuć wniosek o wzajemnym wpływie tych gospodarek, a fakt, iż także w Holandii i innych europejskich państwach były widoczne skutki tych baniek spekulacyjnych, świadczyć może o zależnościach gospodarczych, które dzisiaj nazywamy globalizacją. Na początku osiemnastego stulecia w Londynie można było nabyć akcje wielu różnych spółek. Niejednokrotnie były to przedsiębiorstwa, w które zainwestowałby jedynie hazardzista, np. jedno z przedsiębiorstw, które chciało pozyskać kapitał akcyjny przedstawiało się w ten sposób: „zyskowna kompania od przedsięwzięcia i wykonywania, ale nikt nie wie czego”.<sup>18</sup> Przebieg krachu w 1720 r. był równie dynamiczny i żałosny w skutkach co w przypadku Kompanii Missisipi.

Kryzysy początku XVIII w. były generowane przez małe grupy ludzi, którzy grali na zwyżkę akcji. Na początku spekulacji reklamowali swoje przedsiębiorstwa i starali się wzbudzać do nich zaufanie poprzez osobę króla czy brytyjskich lordów. Przekupywali akcjami urzędników na najwyższych szczeblach państwowych, mając ogromnymi zyskami z „pewnych inwestycji”. Wspólną cechą jest także to, że żadne z tych przedsiębiorstw w rzeczywistości nie przynosiły żadnych nadzwyczajnych zysków, a nawet były stratne w pewnych okresach. Tak naprawdę ówczesnych przeciętnych inwestorów nie interesowała istota działalności spółek, w które inwestowali, a nierzadko jedynym powodem, dla którego decydowano się na zakup udziałów w spółkach było to, że inni też to robią. O analizie zysków i bilansów spółek nikt nie mówił. Najczęściej na maniach spekulacyjnych tracili zwykli, prości ludzie. Chociaż wśród arystokracji i ludzi nauki również zdarzały się bankructwa. Sir Isaac Newton stracił 20 tys. funtów na akcjach Kompanii Mórz Południowych, po swojej stracie znakomity fizyk podobno stwierdził, że: „Potrafi przewidzieć ruch ciał niebieskich, ale nie szaleństwo ludzi.”

Bańki spekulacyjne, które pokrótce opisałem powyżej są klasycznymi przykładami przeinwestowania jakiegoś sektora gospodarki. Sytuacja taka kończy się rozstrojeniem systemu gospodarczego co skutkuje stagnacją bądź recesją. Wielu badaczy zwraca uwagę

---

<sup>18</sup> C. P. Kindleberger, dz. cyt., s. 68

na to, że do nieracjonalnego boomu na inwestycje dochodzi w innowacyjnych sektorach gospodarki. Rzadko można się spotkać z uzasadnionymi spadkami cen akcji w tradycyjnych branżach. W przypadku Tulipomanii innowacyjnym produktem stał się tulipan, który został zbyt ciepło przyjęty przez inwestorów z powodu swojego egzotycznego pochodzenia. Z kolei niezrozumiały popyt na udziały przedsiębiorstw, które zajmowały się wyprawami dalekomorskimi w XVIII w. wynikał z braku wiedzy o nowoodkrytych obszarach globu i wyobrażeniach o bogactwie tamtych krain dodatkowo podsycanych przez ludzi, którzy mieli w tym swój własny interes. To właśnie nowe zdobycze cywilizacyjne są najczęstszym powodem kryzysów finansowych. Nowe trakty handlowe siedemnastowiecznej Europy sprowadziły tulipany do Niderlandów, a uaktualnione mapy świata i duże statki handlowe umożliwiły podróże dalekomorskie, które miały zapewnić mnóstwo bogactw społeczeństwu starego kontynentu. W późniejszych wiekach możemy zaobserwować na kartach historii inne, bardziej przełomowe osiągnięcia człowieka, które z powodu ludzkiej natury były przedmiotem zbyt pochopnych i gwałtownych inwestycji przeradzających się w przeinwestowanie. W XIX w. spotykamy się z kryzysami w nowoczesnych i kluczowych sektorach gospodarki światowej. Cały wiek XIX to nieustanne inwestycje w kolej, dzięki wynalezieniu maszyny parowej pod koniec XVIII w. przez Jamesa Watta ludzkość mogła przeżyć rewolucję transportową, która miała miejsce głównie w Imperium Brytyjskim i Stanach Zjednoczonych, a także we Francji i w Niemczech. Maszyna parowa wymusiła rozwój przemysłu górniczego. W drugiej połowie wieku popularny stał się również przemysł chemiczny, który również sprawił sporo kłopotów ówczesnym inwestorom, podobnie jak przemysł elektryczny i budowa infrastruktury związanej z tym przełomowym odkryciem. Koniec wieku to już domena przemysłu naftowego i najbardziej znana na świecie firma z tego sektora – Standard Oil, której właścicielem był słynny D. Rockefeller.

Największym kryzysem XIX w. był kryzys z 1873 r. Rozpoczął on się w Europie kontynentalnej oraz w Stanach Zjednoczonych. Zaczęło się od paniki na wiedeńskim parkiecie, a wcześniejsza spekulacja finansowa była motorem napędowym tej paniki. Głównym ośrodkiem spekulacji były Niemcy, które były wzbogacone po zwycięskiej wojnie z Francją. Kryzys z 1873 r. był związany z nowopowstałymi bankami grynderskimi, które w odróżnieniu od tradycyjnych banków mogły posiadać udziały w spółkach akcyjnych. W roku pęknięcia bańki spekulacyjnej kryzys przedostał się za ocean. W Nowym Jorku upadła Jay Cook Company. Zaczęto odchodzić od liberalnych

idei wolnego handlu, państwa stawiały na protekcjonizm własnych gospodarek.<sup>19</sup>

Zacznijmy jednak od Wiednia, w 1867 r. powstały Austro-Węgry w wyniku historycznego kompromisu dynastii habsburskiej z Węgrami. Umożliwiło to liberalizację monarchii, która stała się impulsem do szybkiego rozwoju gospodarczego napędzanego dodatkowo przez „gorączkę kolejową”. W bardzo krótkim czasie powstało 126 banków akcyjnych, narastała spekulacja, która osiągnęła szczytowy punkt jesienią 1872 r. 1 maja 1873 r. cesarz Franciszek Józef otworzył Wystawę Światową w Wiedniu, a już 9 maja tego roku doszło do paniki na giełdzie. 12 maja zawieszono wszystkie transakcje giełdowe. Ze 126 banków akcyjnych kryzys przetrwały 52. Kraj ogarnęła depresja gospodarcza trwająca aż do 1879 r.<sup>20</sup>

W maju 1873 r. doszło również do paniki giełdowej w Niemczech, ogromne sumy francuskich odszkodowań wojennych napędzały tam spekulację. W 1869 r. Powstały Deutsche Bank i Dresdner Bank. Wraz z innymi niemieckimi bankami stworzyły one niemiecką formę bankowości, w której bank był zarówno kredytodawcą jak i inwestorem, ułatwiało to mobilizację środków na cele inwestycyjne kosztem wzrostu zależności od koniunktury. Dziś jest to bardzo powszechna praktyka. Kryzys w Niemczech przyczynił się do wzrostu antysemityzmu, niemiecki historyk, Otto Glagau, winą za wybuch tego kryzysu obarczał kapitał żydowski, szczególnie zaprzyjaźnionego z Bismarckiem bankiera Gersona Bleinchoedera. Jesienią 1873 r. kryzys ogarnął Stany Zjednoczone. Nastąpił spadek cen akcji towarzystw kolejowych. Dekadę wcześniej miała miejsce gwałtowna ekspansja kolei żelaznych w Ameryce, otwarto pierwszą kolej transkontynentalną, a płace robotników w Stanach po raz pierwszy przekroczyły poziom płac w Europie.<sup>21</sup>

Najpóźniej kryzys pojawił się w Wielkiej Brytanii, bo dopiero w roku 1878, przyspieszając daleko idące zmiany strukturalne w gospodarce (na które miała wpływ też druga rewolucja przemysłowa) — upadek wielu drobnych firm i umocnienie się wielkich przedsiębiorstw (najczęściej o postaci spółek akcyjnych) i grup finansowych; kryzys agrarny, związany m.in. z napływem tanich artykułów żywnościowych z krajów pozaeuropejskich (amerykańskie zboże, argentyńskie mięso, australijska wełna) spowodował intensyfikację zachodnioeuropejskiego rolnictwa, m.in. odejście od dominacji upraw zbożowych na korzyść hodowli.<sup>22</sup>

---

<sup>19</sup> W. Morawski, dz. cyt., s.70

<sup>20</sup> Tamże, s.71

<sup>21</sup> Tamże, s.71-72

<sup>22</sup> PWN Biznes, <http://encyklopedia.pwn.pl/haslo.php?id=3928086>

Ostatnim przykładem spekulacji, które poruszyły w istotny sposób światowymi rynkami jest powszechnie znany Wielki Kryzys lat trzydziestych. Legendarny kryzys, który ciągle istnieje w świadomości dzisiejszego społeczeństwa, rozpoczął się w czwartek 24 października 1929 r. Czarny Czwartek był dniem początku gwałtownej przeceny akcji, jednak geneza tego kryzysu jest nieco bardziej skomplikowana niż w innych przypadkach. W roku 1907 dochodzi do tzw. paniki giełdowej przeobrażonej następnie w kryzys gospodarczy, w wyniku którego w 1913 r. dzięki pracom komisji Aldricha powstał System Rezerw Federalnych Stanów Zjednoczonych – FED. Jest to prywatny bank zarządzany przez organy władzy federalnej, który kontroluje ilość emitowanego pieniądza, zarządza polityką monetarną i prowadzi nadzór nad bankami. W latach dwudziestych FED prowadził bardzo luźną politykę monetarną, która skutkowałą wzrostem spekulacji, banki udzielały niskooprocentowanych kredytów na zakup przewartościowanych akcji, Pod koniec dekady FED podniósł stopy procentowe, żeby zmniejszyć skalę spekulacji. Milton Friedman stwierdził, że gdyby nie interwencje FED, do krachu w roku 1929 by nie doszło. Według niego zewnętrznej panice towarzyszył drastyczny wzrost bankructw i runów na banki.<sup>23</sup> W ciągu trzech lat PKB Stanów Zjednoczonych spadło o 30%.<sup>24</sup> Od grudnia 1932 r. do 15 marca 1933 r. 447 banków zostało zawieszonych, połączonych lub zlikwidowanych.<sup>25</sup> Między 1 lutego, a 4 marca 1933 r. Bank Rezerwy Federalnej utracił 61% rezerw złota, a na początku marca rynek dewizowy dolara się załamał na skutek wyprzedaży tej waluty przez Brytyjski Dewizowy Fundusz Wyrównawczy.<sup>26</sup> To wszystko świadczy o stanie gospodarki monetarnej i niestabilności sektora bankowego, a te czynniki w dobie kryzysu są kluczowe dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki.

---

<sup>23</sup> H. James, *Koniec globalizacji? Czego nauczył nas wielki kryzys?*, Wydawnictwo naukowe Scholar, Warszawa 2010, s. 111-113

<sup>24</sup> J. Ostaszewski, W. Bołkunow, K. Kreczmańska-Gigol, R. Tuziemek, *Nowe wyzwania w zakresie ekonomii i polityki gospodarczej po kryzysie subprime*, SGH w Warszawie, Warszawa 2010, s. 13

<sup>25</sup> M. Friedman, A.J. Schwartz, *Monetary History of the United States*, Princeton University Press, 1967, s. 423

<sup>26</sup> H. James, dz. cyt., s. 116



## 1.2. Globalizacja i współczesne trendy na rynkach finansowych

Na przestrzeni lat razem z ogólnym rozwojem ludzkości tworzyły się i rozwijały rynki finansowe. Ciągła dynamika rynków finansowych wynika ze wzrostu potrzeb podmiotów operujących na tych rynkach, czyli wszystkich ludzi żyjących w gospodarkach rynkowych. Znacznym skokiem w rozwoju szeroko pojętych finansów w ostatnich latach było upowszechnienie Internetu. Dało to możliwość zarządzania swoimi pieniędzmi w sposób o wiele bardziej efektywny i przyjazny szerokiej grupie ludzi. Dzięki Internetowi spadły opłaty transakcyjne i koszty obsługi klientów. Wzrosła także liczba rachunków maklerskich (w roku 2010 w Polsce istniało już prawie 1,5 mln rachunków maklerskich<sup>27</sup>), które obecnie są najczęściej zarządzane właśnie za pośrednictwem Internetu. Oczywiście także w tym segmencie zmniejszyły się koszty po obu stronach, spadły koszty transakcyjne dla inwestorów i wydatki na obsługę klientów domów maklerskich. Dzisiejszy inwestor do analizy spółek giełdowych coraz rzadziej wykorzystuje tradycyjne narzędzia, a to dzięki rozwojowi oprogramowania komputerowego, które jest dołączane do rachunków maklerskich. Nawet bez otwartego rachunku w domu maklerskim każdy może śledzić notowania spółek, zapoznawać się z raportami kwartalnymi przedsiębiorstw i analizami ekspertów przed własnym komputerem nie kupując specjalistycznej prasy. Internet nie stworzył zupełnie nowych możliwości w sferze finansowej, ale w bardzo znacznym stopniu ją ożywił. Obecnie indywidualny inwestor jest w stanie aktywnie uczestniczyć w spekulacjach na rynku walutowym, który jeszcze nie dawno był zarezerwowany dla dużych instytucji finansowych działających na rynku międzybankowym.

Należy zwrócić również uwagę na to, że współcześnie na największych giełdach świata za transakcjami coraz częściej nie stoją ludzie. Za sporą część obrotu, szacowaną na 40-70%, odpowiadają programy komputerowe kupujące i sprzedające miliony akcji na podstawie sygnałów wysyłanych przez skomplikowane algorytmy. W przeciwieństwie do tradycyjnych inwestorów indywidualnych roboty tego typu nie prowadzą analizy wartości spółki w oparciu o jej przewidywane wyniki w przyszłości, fundamentalna wycena spółki, plany ekspansji na nowe rynki czy kompetencje menadżerów, nie mają najmniejszego znaczenia dla matematyków i informatyków tworzących te systemy transakcyjne. Roboty tego typu w ciągu trwania sesji giełdowej zawierają setki, a nawet tysiące transakcji, które

---

<sup>27</sup> KDPW, Raport na temat rachunków maklerskich w Polsce,  
[http://www.kdpw.pl/pl/KDPW/aktualnosci/News/Rach\\_maklerskie.pdf](http://www.kdpw.pl/pl/KDPW/aktualnosci/News/Rach_maklerskie.pdf)

są nastawione na minimalny ruch kursów i szybki zysk. Ich działalność określana jest terminem High Frequency Trading (HFT), czyli w wolnym przekładzie „błyskawiczne spekulowanie”. Należy zaznaczyć, że tego rodzaju operacje dostarczają giełdom płynności, która pozwala, przynajmniej w teorii, na lepszą wycenę instrumentów finansowych.<sup>28</sup>

Dzisiejszy inwestor porusza się w świecie globalnej gospodarki. Współcześnie niektórzy uczeni, a wśród nich amerykański ekonomista Lester Thurow, mówią o trzeciej rewolucji przemysłowej. Oznacza to, że przechodzimy z ery przemysłowej opartej na eksploatacji bogactw naturalnych do epoki opartej na wiedzy, nowa epoka charakteryzuje się również tym, że powstają nowe technologie komunikacji. Globalizacja nie jest niezależną przemianą rewolucyjną, ale ma charakter wtórnego procesu, wynikającego z nowej generacji technologii i w ten sposób jest częścią składową rewolucji przemysłowej.<sup>29</sup> Globalizacja w świecie finansów jest dzisiaj faktem. Gospodarki krajowe mają wpływ na gospodarkę globalną w stopniu o wiele większym niż kiedykolwiek w historii. Globalizacja daje wiele możliwości, pozwala lepiej wykorzystać światowe zasoby w postaci kapitału intelektualnego, fizycznego i siły roboczej, dzięki ich lepszemu wykorzystaniu może być podnoszona jakość metod wytwarzania. Procesy globalizacyjne prowadzą do wzrostu konkurencji i przejrzystości rynku, a to głównie wskutek rozwoju informatyki i komunikacji. Następuje wzrost produktywności, który łączy się z poprawą poziomu życia na całym świecie. Coraz więcej krajów przyjmuje zasady liberalnego kapitalizmu, a dzięki zwiększeniu mobilności kapitału wzrasta szansa, że ten kapitał napłynie do krajów rozwijających się. Jednak poza pozytywnymi aspektami globalizacji zwraca się również uwagę na jej negatywne skutki. Uważa się, że globalizacja podważa tradycyjną rolę państwa. Kształtuje się globalna gospodarka ale bez globalnego rządu. Państwa są zdominowane przez rynki finansowe, które wymuszają pewne zachowania na poszczególnych rządach. Powstaje konflikt między liberalizmem gospodarczym a liberalizmem politycznym. Osłabianie humanizmu, spadek popytu na niewykwalifikowaną siłę roboczą, zagrożenie demokracji czy zagrożenia ekologiczne to również przykłady lęków związanych z rozwojem globalizacji.<sup>30</sup>

---

<sup>28</sup> Ł. Wróbel, Open Finance, <http://www.newtrader.pl/roboty-na-gieldzie-dawcy-plynnosci-i-zrodlo-krachow,25,metody.html>

<sup>29</sup> T. T. Kaczmarek, dz. cyt., s. 13, 21

<sup>30</sup> K. Kreczmańska-Gigil, Światowy kryzys finansowy a perspektywy rozwoju sekurytyzacji aktywów w Polsce, Studia i prace kolegium zarządzania i finansów, zeszyt naukowy 95, SGH w Warszawie, Warszawa 2009, s. 11

### 1.3. Kryzysy finansowe

Z pojęciem globalizacji w aspekcie spekulacji finansowych możemy wiązać pojęcie koniunktury gospodarczej, a dokładniej – teorii cykli koniunkturalnych. Logika cykli koniunkturalnych pokazuje, iż nie możemy wierzyć, że dany wzrost gospodarczy będzie trwał nieprzerwanie. Po każdym wzroście musi przyjść recesja. To pokazuje bardzo dobitnie historia kryzysów i cykli. Wyżej opisane przeze mnie bańki spekulacyjne były momentami przełomowymi, kończącymi okres prosperity i rozpoczynającymi recesję gospodarczą. Polski historyk gospodarczy – prof. Wojciech Morawski porównuje proces kryzysu w gospodarce do momentu sprawdzania w pokerze. Według niego gospodarce jest potrzebny taki moment rozstrzygający, który pokaże jakie były „grzechy” realizowanej gospodarki i podsumuje okres dobrej koniunktury.

Cykliczność w gospodarce została pierwszy raz zbadana i opisana w XIX w. przez francuskiego ekonomistę - Clementa Juglara. Według niego pełny cykl koniunkturalny trwa 10-12 lat i jest związany ze zmianami wydatków inwestycyjnych, a także inflacją i bezrobociem.<sup>31</sup> Krótszym cyklem jest cykl Kitchina, trwa 2-3 lata i mają na niego wpływ zmiany zapasów, cen hurtowych i rozliczenia międzybankowe. Najdłuższym z kolei cyklem koniunkturalnym jest cykl Kondratiewa, sam termin został stworzony przez Josepha Schumpetera. W 1928 roku Nikołaj Kondratiew opublikował pracę pt. *Wielkie cykle koniunktury gospodarczej*, w której w wyniku analizy gospodarek: francuskiej, niemieckiej, angielskiej i amerykańskiej w latach 1780-1920 wyodrębnił cykl, który trwa zazwyczaj 50-60 lat.

Bardziej współczesnymi teoriami ekonomicznymi wyjaśniającymi zjawisko cykli koniunkturalnych w gospodarce są teoria monetarystyczna i teoria realnego cyklu koniunkturalnego. Co ciekawe, obie teorie nie uznają recesji gospodarczej jako stanu nienaturalnego. Obie teorie zakładają, że zarówno recesja, jak i ożywienie gospodarcze, są wynikami optymalnych wyborów z punktu widzenia podmiotów gospodarujących. Twórcą pierwszej z tych teorii jest wspomniany już Milton Fredman, jego teoria zakładała prymat czynników pieniężnych w kształtowaniu się dynamiki rozwoju w gospodarce, stąd też nazwa tej teorii. Z kolei druga z teorii, autorstwa noblistów – F.E. Kydlanda oraz E.C.

---

<sup>31</sup> W. Morawski, dz. cyt., s.10

Prescotta, pomija czynniki monetarne i zwraca uwagę na realne czynniki w gospodarce, którymi mogą być np. wojny lub klęski żywiołowe.<sup>32</sup>

Również warto wspomnieć o teorii jednej ze szkół znajdujących się poza głównym nurtem współczesnej ekonomii. Tą heterodoksyjną szkołą jest szkoła austriacka, która stworzyła swoją własną i niezwykle oryginalną teorię cykli koniunkturalnych. Ojcowie tej szkoły ekonomicznej, w osobach Ludwiga von Misesa i Friedricha von Hayeka doszli do wniosku, że cykle w gospodarkach są tworzone przez banki centralne, które emitują pieniądź fiducyjny i poprzez to powodują sztuczny ruch na rynku kapitałowym. Te postulaty wynikają głównie z założenia, że rola niepewności w zjawiskach gospodarczych jest kluczowa. Innymi słowy „Austriacy” nie wierzą w nieomylność ludzkiego umysłu i wykreowane przezeń skomplikowane modele matematyczne.<sup>33</sup>

W tym momencie warto również przytoczyć model Misesa-Hayeka, który stara się wytłumaczyć zjawisko przeinwestowania. Model ten opiera się na dysproporcji między stosunkiem popytu do podaży dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych. Chodzi tu o przemieszczanie się pieniądza z wydatków konsumpcyjnych na cele inwestycyjne, przy zachowaniu dotychczasowych preferencji konsumentów, w skutek czego powstaje luka, która przeistacza się w kryzys, a następnie prowadzi ponownie do równowagi. Według tej szkoły każde wywołanie sztucznego boomu musi zakończyć się załamaniem (np. długotrwałe utrzymywanie niskich stóp procentowych).<sup>34</sup> Mises twierdził, że główną przyczyną kryzysów gospodarczych jest nadmierna ekspansja kredytowa.<sup>35</sup>

---

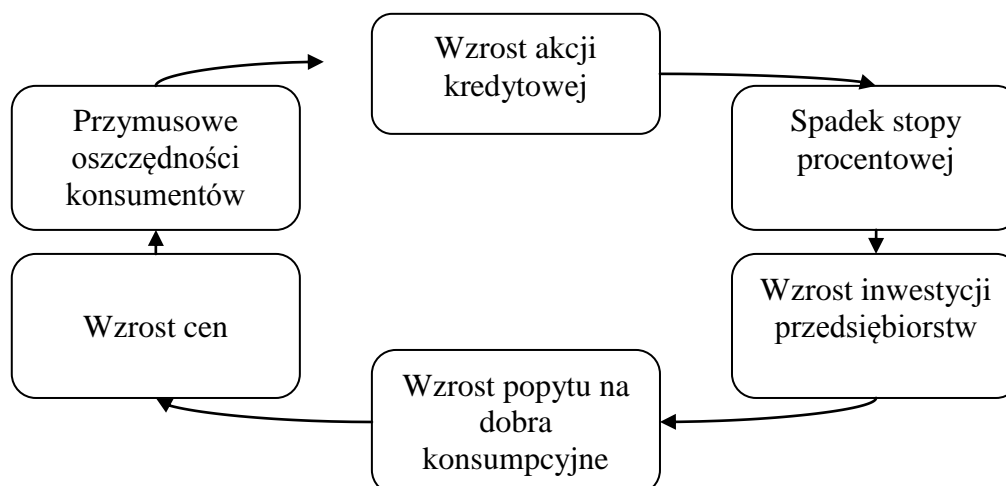
<sup>32</sup> K. Piech i K. Marczak, Cykle koniunkturalne: ujęcie historyczne i przegląd głównych teorii, [http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra\\_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K.\\_Cykle%20koniunkturalne\\_ujecie%20historyczne%20i%20przeglad%20glownych%20teorii.pdf](http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K._Cykle%20koniunkturalne_ujecie%20historyczne%20i%20przeglad%20glownych%20teorii.pdf)

<sup>33</sup> J. Cholewiński, Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego, <http://mises.pl/wp-content/uploads/2007/05/austriacka-teoria-cyklu-koniunkturalnego.pdf>

<sup>34</sup> K. Piech i K. Marczak, Cykle koniunkturalne: ujęcie historyczne i przegląd głównych teorii, [http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra\\_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K.\\_Cykle%20koniunkturalne\\_ujecie%20historyczne%20i%20przeglad%20glownych%20teorii.pdf](http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K._Cykle%20koniunkturalne_ujecie%20historyczne%20i%20przeglad%20glownych%20teorii.pdf)

<sup>35</sup> L. von Mises, Interwencjonizm, Arcana, Kraków 2000, s. 75-76

Rysunek 1 Model Misesa-Hayeka



Źródło: K. Piech, K. Marczak, Cykle koniunkturalne: Ujęcie historyczne i przegląd głównych teorii [http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra\\_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K.\\_Cykle%20koniunkturalne\\_ujecie%20historyczne%20i%20przegl%C4%85d%20g%C5%82ownych%20teorii.pdf](http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K._Cykle%20koniunkturalne_ujecie%20historyczne%20i%20przegl%C4%85d%20g%C5%82ownych%20teorii.pdf)

Chciałem wspomnieć również o teorii nierównowagi inwestycji i finansowej niestabilności autorstwa H. Minsky’ego. Zgodnie z tą teorią cykl ma charakter endogeniczny i tłumaczy kryzys z 1973r., a także kryzys bańki internetowej z początku obecnego wieku. Model Minsky’ego zakłada, że po okresie recesji firmy przyjmują konserwatywne strategie w kwestii finansowania przedsięwzięć, a wraz z poprawą koniunktury i wzrostem zysków firmy decydenci w danych podmiotach gospodarczych podejmują coraz to większe ryzyko w celu zapewnienia sobie większych zysków. Powoduje to rozrost rynków kredytowych, a co za tym idzie, wzrasta liczba pozabankowych pośredników finansowych lub dochodzi do wzrostu podaży pieniądza.<sup>36</sup> Tworzy się coś, co Minsky zwał „the euphoric economy”<sup>37</sup>. Efektem wtórnym jest wzrost stopy procentowej, która zmniejsza płynność finansową banków, co w rezultacie prowadzi do osłabienia pozycji banków i stworzenia sytuacji, która może rozpocząć kryzys bankowy.

#### 1.4. Spekulacje finansowe a gospodarka

<sup>36</sup>K. Piech i K. Marczak, Cykle koniunkturalne: ujęcie historyczne i przegląd głównych teorii, [http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra\\_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K.\\_Cykle%20koniunkturalne\\_ujecie%20historyczne%20i%20przegl%C4%85d%20g%C5%82ownych%20teorii.pdf](http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K._Cykle%20koniunkturalne_ujecie%20historyczne%20i%20przegl%C4%85d%20g%C5%82ownych%20teorii.pdf)

<sup>37</sup> H. Minsky, Can ‘it’ happen again? Essays on instability and finance, M. E. Skarpe, New York 1982

Spekulacje finansowe mają realny wpływ na funkcjonowanie gospodarki Łatwo to zauważyć chociażby zaznajamiając się z historią gospodarczą, którą ciągle przytaczamy i cytujemy ze względu na jedną z cech historii – powtarzalność. Nadmierne spekulacje „przegrzewają” gospodarkę i prowadzą do przeinwestowania, którego skutkiem jest recesja. Często mówi się o tym, że spekulanci są odpowiedzialni za ceny towarów na rynkach, szczególnie towarów żywnościowych i ropy. Należy jednak zaznaczyć, że spekulant nie decyduje sam o cenie towaru, jego decyzja o zakupie bądź sprzedaży jest podyktowana realną sytuacją na danym rynku. Dzięki informacjom w postaci raportów organizacji rządowych czy pozarządowych, konfliktów zbrojnych, stabilności politycznej, klęsk żywiołowych itd. każdy inwestor sam podejmuje racjonalną, w jego opinii, decyzję związaną z konkretnymi ruchami na rynku. Można powiedzieć, że spekulanci w skutek swoich wyborów dokonują wyceny instrumentów finansowych, a więc dyskontują to, co obecnie jest istotne dla danego rynku. Zatem spekulant nie jest osobą odpowiedzialną za wysokie ceny zbóż, cukru czy ropy, gdyż on jest tylko kimś, kto oszacowuje cenę na podstawie masy informacji. Mimo dużej liczby niezależnych „spekulantów – rzeczoznawców” dochodzi jednak niekiedy do sporych pomyłek w cenie, które są jednak po jakimś czasie gwałtownie korygowane w czasie w postaci baniek spekulacyjnych, przykładem może być klasyczna Tulipomania. Poza wyceną, spekulanci zapewniają rynkom płynność, dzięki której gospodarka może rozwijać się w tempie, które nie byłoby możliwe do osiągnięcia bez dawców owej płynności.

W wyniku załamania finansowego może dojść w gospodarce do kryzysu zaufania. Zaufanie jest przekonaniem, że inni uczestnicy rynku wywiążą się z podjętych zobowiązań. Pojęcie to nieodłącznie wiąże się z ryzykiem. Banki ryzykują tym, że nie otrzymają spłat kredytów, klienci boją się o swoje depozyty, a inwestorzy liczą na wzrost cen swoich aktywów. Gdy gospodarka i system finansowy są zdrowe i sprawne zaufanie jest powszechnie występującym zjawiskiem. Jednak o problemie zaufania dowiadujemy się wtedy, gdy go brakuje. Nastroje społeczne napędzają w takim przypadku proces utraty zaufania. Po upadku banku Lehman Brothers w trakcie trwania kryzysu *subprime* nastąpiła gwałtowna eksplozja utraty zaufania do rynków. U podstaw utraty zaufania można wymienić wiele czynników. Są nimi dla przykładu:

- złożoność i nieprzejrzystość obecnego systemu finansowego

- egzotyczność i poczucie nieznajomości instytucji finansowych i innych uczestników rynku: inwestorów, spekulantów, bankierów, itd.
- dematerializacja pieniądza jako aspekt psychologicznej utraty zaufania
- szybkość zawieranych transakcji zwiększa podatność rynków na chwilowe nastroje
- łatwość przesyłu informacji

W świecie, w którym doszło do kryzysu zaufania nie jest łatwe przeprowadzanie transakcji, a ryzyko związane z tym kryzysem przenosi się na gospodarkę w postaci wzrostów cen, może prowadzić do hiperinflacji i ogólnego zastoju gospodarczego.<sup>38</sup>

### 1.5. Kryzys ekonomii?

Kryzys lat 2007-2009 zapoczątkował nowy spór, którego przedmiotem stała się ekonomia. Zaczęto mówić o tym, czy minione wydarzenia były spowodowane dysfunkcyjnością gospodarki, czy może niektóre nurty ekonomii mają jakieś fundamentalne nieprawidłowości. Zarzucono ekonomii, że:

- nie pozwoliła przewidzieć kryzysu,
- nie oferuje skutecznych środków zaradczych.

Paul Krugman twierdzi, że ekonomia neoklasyczna dlatego się nie sprawdziła w warunkach kryzysu ekonomicznego, gdyż jej podstawowe założenia: teoria racjonalnych zachowań konsumentów, a także teorie finansowe wykorzystujące hipotezę rynku efektywnego E. Famy sprawdzają się jedynie w akademickiej teorii.<sup>39</sup> Noblista obarcza winą za kryzys także doktrynę monetaryzmu, która zakłada minimalną ingerencję państwa w gospodarkę. Uznaje on, że jedyną szansą dla gospodarki w czasach braku skłonności sektora prywatnego do inwestycji jest wzrost zatrudnienia i zwiększenie wydatków rządowych, co jest bezpośrednim nawiązaniem do Keynesa. Także zachęca do baczniejszego przyjrzenia się ekonomii behawioralnej. Z kolei przedstawiciele ekonomii neoklasycznej odpowiadają na zarzuty Krugmana tym, że:

- ekonomiczne modele przewidują jedynie prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysów ekonomicznych

<sup>38</sup> P. Sztompka, Polityka, <http://www.polityka.pl/rynek/ekonomia/271378,1,ten-kryzys-to-kryzys-zaufania.read>

<sup>39</sup> A. Szyszka, Zachowanie inwestora a teoria rynku kapitałowego, „Ekonomista” 2004, nr 3, s. 394.

- hipoteza efektywnych rynków została przez nowoczesne teorie zaktualizowana i zakłada, że informacje są przyswajane w sposób niedoskonały
- obecna polityka jest zdominowana przez model neokeynesowski, który jest powodem obecnych problemów
- ekonomia behawioralna jest argumentem przeciwko regulacjom i kontrolom

Najpoważniejszą kontrowersją ze strony Paula Krugmana było poparcie prezydenta Stanów Zjednoczonych – Baracka Obamy dla jego wydatków rządowych w postaci zachęt fiskalnych. Neoklasycy przywołują tu twierdzenie Davida Ricardo o równoważności, które głosi, że wydatki rządowe nie sprawią, że wzrosną również wydatki prywatne. Profesor Harvardu tłumaczy to tym, że w przypadku wzrostu zadłużenia rządu racjonalna jednostka spodziewa się wzrostu podatków, a tym samym zwiększa obecne oszczędności, między innymi kupując obligacje.<sup>40</sup> Współcześni liberałowie proponują strukturalne reformy w postaci zaostrzenia dyscypliny fiskalnej i uelastycznienia rynku pracy.<sup>41</sup>

Po drugiej wojnie światowej nastąpił okres 4 dekad opartych na filozofii uprawiania ekonomii i polityki inspirowanej Johnem Maynardem Keynesem. Należy przyznać, że przez ten czas zapewniała ona konsekwentny wzrost gospodarczy. Po kryzysie paliwowym lat siedemdziesiątych, gwiazda keynesizmu zbladła, a paradygmatem w ekonomii stał się monetaryzm, nieodłącznie związany z Miltonem Friedmanem. Był on podstawą uprawiania polityki w Stanach Zjednoczonych za prezydentury Ronalda Reagana i w Wielkiej Brytanii w czasach Margaret Thatcher, tzw. żelaznej damy.

Ostatnie dekady XX wieku były czasem obalania tez Keynesa. Friedman tłumaczył wahania koniunktury błędną polityką państwa, głównie w sferze pieniężnej. Sądził on, że najlepszym mechanizmem jaki istnieje jest mechanizm wolnego rynku, krytykował także etatyzm.<sup>42</sup> Monetaryści z Friedmanem i Lucasem na czele chcieli walczyć z inflacją za pomocą restrykcji pieniężnych, a nie polityki fiskalnej państwa. Spadająca popularność keynesizmu wynikała z braku wyjaśnienia istnienia wysokiej inflacji wraz ze stagnacją.<sup>43</sup>

Od 1981 roku w okresie prezydentury Reagana wprowadzono szereg ustaw przywracających wolną konkurencję, zaczęto stosować poważne restrykcje pieniężne, a

<sup>40</sup> R. Skidelsky, Keynes versus klasycy, Project Syndicate, 2009, Gazeta Wyborcza 31.X-1.XI.2009

<sup>41</sup> G. Przesławska, Ekonomia w czasach kryzysu, [www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/35511](http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/35511)

<sup>42</sup> M. Friedman, Kapitalizm i wolność, PWN, Warszawa 1993, s. 15-32

<sup>43</sup> A. Lityńska, Światowy kryzys finansowy. Przyczyny i skutki gospodarcze, w: Przyczyny i skutki kryzysu w ujęciu makro- i mikroekonomicznym, praca zbiorowa pod red. Fatuły D., Wydział Ekonomii i Zarządzania Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, Kraków 2009, s. 11-12



także ograniczono udział wydatków federalnych w PKB. W tym samym duchu nastąpiła późniejsza reforma w Polsce jako tzw. plan Balcerowicza.<sup>44</sup>

Jednak już od połowy lat dziewięćdziesiątych nauki Keynesa zaczęły powracać, a w dobie kryzysu *subprime* stały się podstawową doktryną. Interwencje państwa zostały uznane za podstawę wyjścia z kryzysu. Z tego względu to właśnie państwo zdecydowało i nie dopuściło do upadku żadnej ważnej instytucji, które były określane mianem *za duże by upaść*. Zgodnie z postulatami twórcy teorii interwencjonizmu państwowego tworzono aktywną politykę gospodarczą i sterowano koniunkturą dzięki wydatkom państwa.<sup>45</sup> Co za tym idzie sektor bankowy otrzymał pieniądze podatników na odbudowanie zaufania społecznego, przywrócenie płynności finansowej i ożywienie realnej gospodarki.<sup>46</sup>

Cały plan Henrego Paulsona, który będzie opisany w drugim rozdziale był kwintesencją myśli Johna Maynarda Keynesa. Można sobie tylko zadać pytanie, dlaczego nie skorzystano z rozwiązania, które sprawdziło się na jednej z wysp północnego Atlantyku, gdzie 3 banki stworzyły zadłużenie kilkakrotnie większe od produktu krajowego?

„Choć rządzący zazwyczaj uważają się za niezależnych pragmatyków, to tak naprawdę w rzeczywistości zawsze są niewolnikami teorii jakiegoś dawno zmarłego ekonomisty” – pisał w 1936 r. John Maynard Keynes w ostatnim rozdziale swojego opus magnum „Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza”. Dziś te słowa są niezwykle aktualne, a jak na ironię odnoszą się właśnie do autora owych słów.

Aby zrozumieć dokładnie co brytyjski ekonomista miał na myśli należy zapoznać się z innymi autorami prac o tematyce kryzysów ekonomicznych. W odróżnieniu od teorii na temat cykli koniunkturalnych przytoczę teraz myśli ekonomistów i filozofów, które współcześnie traktuje się jako możliwe panaceum na kryzys z lat 2007-2009.

John Stuart Mill był prawdopodobnie pierwszym, który tak obszernie zajął się zagadnieniem kryzysu. Oto, co mówi ten filozof polityczny: „jakaś przypadkowa okoliczność wzbudzająca oczekiwanie wzrostu cen, jak otwarcie się nowego zagranicznego rynku, (...) puszcza w ruch spekulację”.<sup>47</sup> Czyli kiedy ceny rosną, widok licznych bogacących się ludzi rodzi „licznych naśladowców i spekulacja nie tylko idzie

---

<sup>44</sup> A. Lityńska, dz. cyt., s. 12

<sup>45</sup> J.M. Keynes, Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza, PWN, Warszawa 1985

<sup>46</sup> A. Lityńska, dz. cyt., s. 12

<sup>47</sup> J.S. Mill, Zasady ekonomii politycznej i niektóre jej zastosowania do ekonomii społecznej, t. 2, PWN, Warszawa 1966, s. 150

dużo dalej ponad to, co jest uzasadnione przez pierwotne podstawy oczekiwania zwyżki cen, lecz rozszerza się i na dobra, przy których nie było zupełnie takich podstaw”<sup>48</sup> Zyski spowodowane wzrostami cen tworzą nowe zyski i tak rośnie bańka spekulacyjna. To dokładnie obrazuje sytuację z rosnącego długie dziesięciolecia rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Mill twierdziła, iż same spekulacje nie są przyczynami kryzysów. Jako główne problemy przedstawiał kredyt i dług.<sup>49</sup>

Inną postacią, która zajmowała się problemami systemu kapitalistycznego był Karol Marks, zajadły krytyk tegoż systemu. Uważał on, iż kryzys jest immanentną częścią kapitalizmu i pokazuje to, że wcześniej czy później ten system sam ulegnie zagładzie. W swoim dziele – „Manifeście komunistycznym” z roku 1848, w którym to czasie również opublikowano „Zasady” Milla, Marks opisuje kruchość będącą naturą kapitalizmu. Pisał on: „Nowoczesne społeczeństwo burżuazyjne, które wyczarowało tak potężne środki produkcji i wymiany, podobne jest do czarnoksiężnika, który nie może już opanować wywołanych przez siebie potęg podziemnych”.<sup>50</sup> Ten niezwykle barwny opis kapitalizmu widziany oczami wyobraźni Marksa pokazuje, jak różnie można spoglądać na nasz system ekonomiczny. Twórca marksizmu kładł głównie nacisk na cykliczność pojawiających się w kapitalizmie kryzysów: „Kryzysy handlowe, które periodycznie się ponawiają, coraz mocniej stawiają pod znakiem zapytania istnienie całego burżuazyjnego społeczeństwa”<sup>51</sup> Marksa wyróżnia na tle starszego pokolenia ekonomistów to, że widzi w kapitalizmie chaos i dążenie do zagłady. Po Karolu Marksie ekonomiści przestali ignorować to, że w tym systemie ekonomicznym może istnieć zarodek samozagłady.<sup>52</sup>

Hyman Minsky, o którym już wspominałem wcześniej, zajmował się głównie problemem skłonności gospodarki kapitalistycznej do zadłużania się. Z Marksem łączy go podobny, choć nieco mniej radykalny stosunek do cykliczności kryzysów: „Nie da się zaprowadzić porządku, który byłby wieczny; niestabilność, powstrzymana dzięki jednemu pakietowi reform, po pewnym czasie wyłoni się w nowej postaci”.<sup>53</sup> Schemat jest prosty: im koniunktura trwa dłużej, tym inwestorzy działają bardziej ryzykownie. Nieustannie zwiększając swoje zyski, inwestorzy zapominają o koniecznych zabezpieczeniach. Tak właśnie było w przypadku omawianego w tym rozdziale kryzysu, gdy pokusa nadużycia przeważała i banki zaczęły udzielać kredytów, których w normalnych warunkach by nie

---

<sup>48</sup> J.S. Mill, dz. cyt., s. 150

<sup>49</sup> N. Roubini, S. Mihm, *Ekonomia Kryzysu*, Wolters Kluwer Polska, 2011, s. 65

<sup>50</sup> K. Marks, F. Engels, *Manifest komunistyczny*, Książka i Wiedza, Warszawa 1956, s. 55

<sup>51</sup> Tamże, s. 56

<sup>52</sup> N. Roubini, S. Mihm, dz. cyt., s. 66-68

<sup>53</sup> H. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, New York 2008, s. 370

udzielały. W pewnym momencie inwestorzy dochodzą do momentu, w którym inwestycje nie przynoszą już żądanych zysków, a wierzyciele domagają się spłat. W tym tzw. momencie Minsky'ego inwestor musi masowo sprzedawać swoje aktywa, co dodatkowo obniża ich wartość. Istnieje z tego wniosek, iż należałoby zoptymalizować system w taki sposób, by w chwili wystąpienia problemu zminimalizować wynikłe z niego skutki.<sup>54</sup>

Profesor Minsky'ego - Joseph Alois Schumpeter był postacią wielce barwną. Ten, zaliczany do austriackiej szkoły ekonomii, a urodzony na Morawach rówieśnik Keynesa posiadał własną i niezwykle dziś popularną teorię twórczej destrukcji. Głosiła ona, że istnieją cztery fazy koniunktury. Pierwsza faza, to faza, w której jeszcze trwa recesja ale innowacyjni przedsiębiorcy pracują już nad tym, czego oczekuje rynek, w drugiej fazie innowatorzy stają się monopolistami bogacąc się na swoich produktach. Jednak w tej samej fazie konkurencja kopiuje ich rozwiązania zmniejszając tym samym ceny i nasycając rynek. W fazie trzeciej dawni monopolisci są zmuszeni prowadzić restrukturyzację i zwolnienia. Końcówka jest taka, że część firm bankrutuje i wszystko zaczyna się toczyć na nowo. Entuzjastą austriackiego ekonomisty są głównie managerowie korporacji, gdyż, w przeciwieństwie do polityków, mają oni swój własny interes w dążeniu do rozwoju firmy.<sup>55</sup>

Zastanawiając się nad podejściem prawdziwych entuzjastów wolnego rynku, czyli przedstawicieli szkoły austriackiej w postaci Hayeka bądź Misesa należałoby rozważyć, czy współczesna gospodarka jest rzeczywiście zderegulowana i wolna. Większość zarzutów neokeynesistów wobec współczesnego stanu rzeczy odnosi się do krytyki w pełni wolnego rynku. Zatem pozostaje refleksja nad tym, czy w obecnej dobie mamy rzeczywiście do czynienia z czystym kapitalizmem podobnym do tego, który istniał w XIX-to wiecznej Ameryce.

Niezależnie od zastosowanej teorii czy użytych modeli kryzys na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, który się przerodził w ogólnoświatowy kryzys gospodarczy, jest dowodem na to, że kryzysy ekonomiczne to nieodłączny element koniunktury gospodarczej. Kryzys powstały w 2007 roku wykazał wiele nieprawidłowości związanych między innymi z:

- niewłaściwym modelem sprawowania nadzoru właścicielskiego

---

<sup>54</sup> R. Woś, Keynes, Hayek, Schumpeter: w czasie kryzysu stare idee przeżywają renesans, [http://forsal.pl/artykuly/581927,keynes\\_hayek\\_schumpeter\\_w\\_czasie\\_kryzysu\\_stare\\_idee\\_przezywaja\\_renesans.html](http://forsal.pl/artykuly/581927,keynes_hayek_schumpeter_w_czasie_kryzysu_stare_idee_przezywaja_renesans.html)

<sup>55</sup> Tamże

- absurdalne zasady wynagradzania kadry kierowniczej – system motywacyjny
- zawodnością współczesnych modeli zarządzania ryzykiem
- nieefektywnością nadzoru bankowego
- sekurytyzacją
- nadmierną ekspansją kredytową
- stosowaniem olbrzymich dźwigni finansowych

Ze względu na to, że banki należą do instytucji zaufania publicznego ważną kwestią jest dążenie do zmian i reform w systemie nadzoru bankowego. Rygorystyczny nadzór nad instytucjami finansowymi powinien sprawiać, że staną się one stabilne i będą przynosić długotrwałe zyski nie tylko sobie ale i całej gospodarce.<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup> T. Gieraszek, Przyczyny obecnego kryzysu systemu bankowego (na tle historycznym), w: Przyczyny i skutki kryzysu w ujęciu makro- i mikroekonomicznym, praca zbiorowa pod red. D. Fatuły, Wydział Ekonomii i Zarządzania Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, Kraków 2009, s. 36-37

## 2. Przyczyny i przebieg kryzysu finansowego w USA w latach 2008-2010

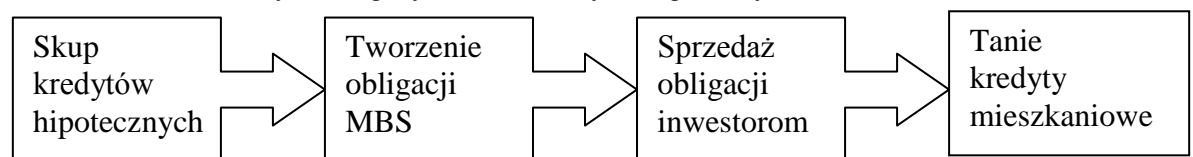
W rozdziale drugim spróbuję dokonać takiej analizy kryzysu sprzed kilku lat, która pokaże zarówno powody powstania owego kryzysu jak i skutki wynikłe z jego trwania. Kryzys amerykańskiego rynku hipotecznego, który często jest nazywany *kryzysem subprime*, był pierwszym tak dużym i wielopłaszczyznowym kryzysem gospodarczym od wielu lat. Częste porównania do Wielkiego Kryzysu lat trzydziestych ubiegłego wieku, jak i obecne skutki pokazują, że rzeczywiście końcówka zeszłej dekady należała do przełomowych momentów naszej historii. W związku z tym coraz częściej mówi się także o zmierzchu pewnej epoki i kryzysie w ekonomii.

### 2.1. Geneza kryzysu – Sytuacja gospodarcza w Stanach Zjednoczonych przed 2008 r.

Źródła kryzysu opiszę na trzech płaszczyznach ze względu na to, że na „narodziny” kryzysu złożyło się wiele czynników z różnych źródeł. Prawdopodobnie właśnie dlatego kryzys *subprime* jest tak trudny do jednoznacznej oceny i analizy.

Pierwszych początków kryzysu należy upatrywać w roku 1930, kiedy to prezydent Stanów Zjednoczonych Franklin D. Roosevelt zlecił utworzenie Fannie Mae, która to spółka miała pomóc Amerykanom marzącym o swoim własnym domu. Istota działalności tego przedsiębiorstwa wyglądała w ten sposób, że Fannie Mae zajmowała się skupem kredytów hipotecznych od banków i tworzyła z nich obligacje (MBS) dzięki gwarancjom rządowym. Następnie owe obligacje były sprzedawane inwestorom. Wiarygodność rządu USA sprawiała, że papiery te zapewniały tanie refinansowanie akcji kredytowej i obniżało oprocentowanie. Skutek był taki, że wzrosła w dużym stopniu dostępność kredytów mieszkaniowych.<sup>57</sup>

**Rysunek 2** Mechanizm amerykańskiego rynku tanich kredytów hipotecznych



Źródło: Opracowanie własne

<sup>57</sup> K. Kolany, Historia o wilkach i owcach, czyli co stało u źródeł kryzysu, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Historia-o-wilkach-i-owcach-czyli-co-stalo-u-zrodel-Kryzysu-1842667.html>

Obligacje, które były zabezpieczone hipotekami stały się podstawową przyczyną późniejszych problemów na rynkach.<sup>58</sup> W następnych latach fundusze hedgingowe i banki zaczęły inwestycje w fundusze pożyczkowe. Dzięki zyskom z tych inwestycji rozpoczęto przejmowanie mniejszych funduszy i zaczęto je łączyć w grupy. W wyniku tego powstały duże instytucje finansowe, które sekurytyzowano emitując Collateralized Debt Obligations (CDO). W dodatku zaczął się prężnie rozwijać rynek instrumentów Credit Default Swaps (CDS), które chroniły przed ryzykiem kredytowym.<sup>59</sup>

W roku 1999 pod wpływem administracji Billa Clintona doszło do poluzowania kryteriów dotyczących sprzedaży kredytów przez Fannie Mae. Zachęcono banki do udzielania kredytów osobom o kiepskiej sytuacji finansowej (między innymi imigrantom), które to osoby są podstawą elektoratu Demokratów. Nowy rynek nazwano subprime i zdawano sobie powszechnie sprawę o jego ryzykownej naturze.<sup>60</sup>

Na początku XXI wieku doszło do gwałtownej spekulacji na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Po kryzysie spółek internetowych z przełomu wieków pozostały niskie stopy procentowe, które w latach 2001-2003 przez FED z Alanem Greenspanem na czele były jeszcze obniżane aż do poziomu 1%, a tani pieniądz dawał możliwość na coraz to większe inwestycje.<sup>61</sup>

Ceny nieruchomości ciągle rosły już od roku 1997, a instytucje kredytowe ignorując zasady finansowania, udzielały kredytów osobom nie mającym stałego dochodu i z czasem coraz bardziej zmniejszały swoje wymagania w stosunku do kredytobiorców. W końcu udzielano kredytów osobom o kiepskiej historii kredytowej, bezrobotnym i nie posiadającym praktycznie żadnego wkładu własnego w nieruchomość. Banki tłumaczyły swoją zachłanność tym, że ceny nieruchomości ciągle rosną i to dawało im zabezpieczenie w hipotece. Ponadto łatwe kredyty miały też swoje uzasadnienie w gwarancjach rządowych programów promujących budownictwo dla klas średnich udzielanych za pośrednictwem Fannie Mae i Freddie Mac. Od połowy 2003 roku do czerwca 2006 System Rezerwy Federalnej podnosił stopę procentową kilkanaście razy aż do poziomu 5,25%. Wywołało to wzrost rat kredytowych i uniemożliwiło ich spłatę setkom tysięcy Amerykanów.<sup>62</sup> Szczytna idea tanich mieszkań jednak nie do końca się sprawdziła.

---

<sup>58</sup> M. Nagórska, Krokodyl kryzysu, Wprost 2008, nr 45

<sup>59</sup> M. Zaleska, Przyczyny i skutki kryzysu w USA, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Przyczyny-i-skutki-kryzysu-w-USA-1739652.html>

<sup>60</sup> K. Kolany, Historia o wilkach i owcach, czyli co stało u źródeł kryzysu, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Historia-o-wilkach-i-owcach-czyli-co-stalo-u-zrodel-Kryzysu-1842667.html>

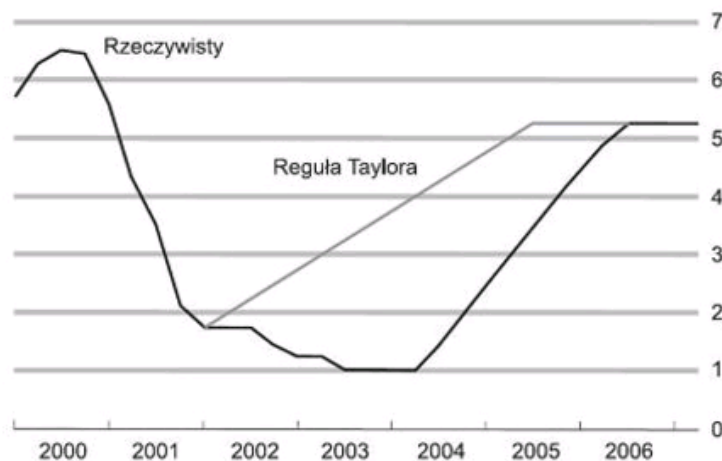
<sup>61</sup> A. Lityńska, dz. cyt., s. 9-15

<sup>62</sup> Tamże

Pomimo tego instytucje kredytowe nie zaprzestały rozwijania sprzedaży kredytów. Banki zaczęły przejmować niespłacone nieruchomości i sprzedawały je na rynku, co poskutkowało dalszymi spadkami ich cen ze względu na wzmożoną podaż. Od początku 2006 roku do połowy 2007 znaczny spadek cen nieruchomości spowodował ostateczne pęknięcie bańki na tym rynku. Jeszcze w listopadzie 2007 roku wskaźnik S&P 500 ustanowił rekord wszechczasów ale rozpoczęta wtedy bessy została już niecały rok później nazywana Krachem i finansową Apokalipsą. Powszechnie oczekiwano ratunku z Rezerwy Federalnej i rządu, których działania doprowadziły do wybuchu kryzysu.<sup>63</sup>

Kolejnym źródłem kryzysu były działania amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Według Johna B. Taylora „Nie byłoby kryzysu, gdyby inaczej wyglądała polityka monetarna. Na początku minionej dekady stała się zbyt luźna.” Według profesora Uniwersytetu Stanford polityka nadmiernie niskich stóp procentowych jest powodem wzmożonej skłonności do ryzyka i w tym upatruje „genezę lawiny pożyczek *subprime*”. Profesor Taylor jest twórcą reguły jego imienia, która to reguła pomaga obliczyć stopę procentową odpowiednią dla danego okresu. Banki centralne stosowały tę regułę przez okres około 20 lat i to z powodzeniem. Jednak odejście od niej jest według Taylora przyczyną powstałego kryzysu. Jak pokazuje wykres od reguły zaczęto odchodzić około roku 2002.<sup>64</sup>

**Rysunek 3** Stopa procentowa FED-u – przebieg rzeczywisty i scenariusz alternatywny w procentach



Źródło: „The Economist”, 18 października 2007 r.

<sup>63</sup> K. Kolany, Historia o wilkach i owcach, czyli co stało u źródeł kryzysu, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Historia-o-wilkach-i-owcach-czyli-co-stalo-u-zrodel-Kryzysu-1842667.html>

<sup>64</sup> A. Lubowski, Przyczyny kryzysu – wywiad z prof. Johnem B. Taylorem, <http://www.polityka.pl/rynek/ekonomia/1503550,1,przyczyny-kryzysu---wywiad-z-prof-johnem-b-taylorem.read>

Polityka banku centralnego Stanów Zjednoczonych spowodowała, że niemożliwy był już spokojny powrót do wyjściowych stóp procentowych. Jest bardzo możliwe, że największe odchylenie polityki Fed od reguły Taylora od czasu kryzysu paliwowego lat siedemdziesiątych było główną przyczyną boomu mieszkaniowego.<sup>65</sup> Taylor zaznacza, że jego reguła nie jest automatem, a jedynie rekomendacją. Należy jednak zaznaczyć, że krajem o największym odchyleniu od reguły Taylora była Hiszpania zaś najmniejsze odchylenie zanotowano w Austrii, gdzie wybuch bańki spekulacyjnej był najmniejszy.<sup>66</sup>

Jako trzecie źródło kryzysu można podać teorię o światowym nawisie oszczędności, która była lansowana przez na przykład Bena Bernanke. Warto zaznaczyć, że twórca reguły Taylora nie zgadza się z tym, że ów nawis oszczędności rzeczywiście miał znaczący wpływ na rozwój kryzysu.

Według teorii o globalnym nawisie oszczędności stopy procentowe w latach 2002-2004 były tak niskie przez globalne czynniki, które były poza kontrolą władz monetarnych. Wynika to z nadmiaru oszczędności globalnych, które obniżyłyby stopy procentowe.<sup>67</sup>

## **2.2. Załamanie na amerykańskim rynku nieruchomości**

Uproszczony mechanizm, który był przyczyną wybuchu kryzysu na Wall Street, jest łatwy do opisanie. W Stanach Zjednoczonych stworzono możliwość zaciągnięcia kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka, czyli tzw. *subprime*. Kredyty zostały sprzedane grupie klientów o nikłej zdolności kredytowej. Z kolei te hipoteki były sprzedawane w pakietach jako rodzaj obligacji, czyli oprocentowane papiery wartościowe. Ludzie nabywający te walory nie mieli pojęcia o tym, w jak dużym stopniu są one ryzykowne. Oczywiście to ryzyko wiązało się z możliwościami spłat kredytów przez rzesze ubogich Amerykanów. Handel stworzonymi obligacjami był oparty na fałszywych założeniach. Aby jednak ten rynek funkcjonował ubezpieczono obligacje na wypadek zaprzestania spłat kredytów. Problemem było to, co dzisiaj wydaje się oczywiste, że

---

<sup>65</sup> J. B. Taylor, Zrozumieć kryzys finansowy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011

<sup>66</sup> A. Lubowski, Przyczyny kryzysu – wywiad z prof. Johnem B. Taylorem,

<http://www.polityka.pl/rynek/ekonomia/1503550,1,przyczyny-kryzysu---wywiad-z-prof-johnem-b-taylorem.read>

<sup>67</sup> J. B. Taylor, dz. cyt.



obligacje zostały źle ocenione i w skutek tego powstały bardzo groźne instrumenty CDS, o których już wspominałem.<sup>68</sup>

Należy w tym miejscu wspomnieć o sekurytyzacji, czyli procesie polegającym na emisji papierów wartościowych na rynku finansowym w oparciu o aktywa. Aktywami takimi mogą być na przykład nieruchomości, udzielone kredyty lub należności pieniężne. Banki inwestycyjne są w stanie sekurytyzować większość swoich aktywów. Charakterystyczną cechą sekurytyzacji jest to, że inicjator takiego programu jest izolowany od zdarzeń związanych z realizacją tegoż programu poprzez sprzedaż aktywów organizatorowi emisji papierów wartościowych. Powoduje to zmniejszenie się zależności ryzyka papierów wartościowych od kondycji finansowej inicjatora.<sup>69</sup>

Już w roku 2006 spadło zaufanie ze strony inwestorów do papierów wartościowych emitowanych w wyniku sekurytyzacji. Spadek zaufania był wynikiem wzrostu zarówno ilości złych kredytów jak i świadomości inwestorów. Na przełomie lipca i sierpnia 2007 r. kilka dużych instytucji finansowych na świecie zgłosiło problemy z wyceną CDS-ów, a 9 sierpnia jeden z największych banków Europy – francuski BNP Paribas zawiesił wypłaty z trzech funduszy działających na rynku obligacji zabezpieczonych kredytami hipotecznymi *subprime*. Było to spowodowane tym, że już wtedy zaburzenia finansowe na tym rynku nie pozwalały na efektywną wycenę tych aktywów. Modele matematyczne, które pomagały obliczać wartość tych walorów przestały być skuteczne i zaczęto je weryfikować.<sup>70</sup>

Pod koniec 2006 roku i na początku 2007 swoją upadłość ogłosiły pierwsze instytucje parabankowe zajmujące się sprzedażą kredytów wysokiego ryzyka. Było to związane z problemami klientów, którzy nie potrafili spłacić wysokich rat kredytów. W czerwcu 2007 roku upadły dwa fundusze hedginowe, których właścicielem był Bear Stearns. Fundusze te inwestowały zabezpieczonymi kredytami hipotecznymi w papiery wartościowe. Ich upadek był wyraźnym sygnałem dla rynku, a szczególnie dla wszystkich posiadaczy CDS-ów. Niepewność i panika spowodowały, że ryzyko finansowe przenoszono na banki inwestycyjne, a następnie na inne instytucje finansowe i inwestorów. W momencie krachu operacje przenoszenia ryzyka były w trakcie realizacji,

---

<sup>68</sup> O'Keefe D., Polityka do upadłego: światowy kryzys finansowy 2008 roku, w: Platon na Wall Street, Praca pod redakcją J. Kleczkowskiego i J. Price'a, Ośrodek Myśli Politycznej, Kraków 2010, s. 67-68

<sup>69</sup> A. Wiśniewski, Co to jest sekurytyzacja i kto z niej korzysta, [http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/26099,co\\_to\\_jest\\_sekurytyzacja\\_i\\_kto\\_z\\_niej\\_korzysta.html](http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/26099,co_to_jest_sekurytyzacja_i_kto_z_niej_korzysta.html)

<sup>70</sup> M. Konopczak, R. Sieradzki, M. Wiercicki, Kryzys na światowych rynkach finansowych, [www.bik.nbp.pl/content/2010/06/bik\\_06\\_2010\\_02\\_art.pdf](http://www.bik.nbp.pl/content/2010/06/bik_06_2010_02_art.pdf)

co spowodowało spory popłoch, tym bardziej, że toksyczne aktywa obciążały bilanse uznanych banków. Nikt nie miał pewności co do rozmiarów i alokacji tychże aktywów. System, który czerpał dotąd korzyści na swojej złożoności i stopniu skomplikowania zaczął się rozpadać.<sup>71</sup> Już 17 sierpnia 2007 roku Rezerwa Federalna obniżył stopę dyskontową, a następnego miesiąca obniżyła główną stopę procentową. Należy zaznaczyć, że obniżki stopy procentowej trwały do 16 grudnia 2008 roku do poziomu 0%. W połowie września również wynikły problemy brytyjskiego banku Northern Rock. Gdy spadła płynność finansowa tego banku, Northern Rock zwrócił się o pomoc do Banku Anglii. Szacuje się, że w wyniku runu na bank w tym dniu wypłacono z depozytów 1 mld GBP, co odpowiadałoby około 5% brytyjskich oszczędności.<sup>72</sup>

Grudzień roku 2007 był chwilą wytchnienia na rynkach. W tym miesiącu Rezerwa Federalna, Europejski Bank Centralny, Bank Anglii, Bank Szwajcarii i Bank Kanady ogłosiły plan działań, których koordynacja miała załagodzić sytuację na rynkach głównie poprzez uruchomienie dolarowych linii swapowych. Oczywiście tego typu działania miały tylko krótkookresowe skutki. Awersja do ryzyka spowodowała znaczną zmienność cen aktywów finansowych. Nastąpiło zjawisko ucieczki w stronę płynnych i jakościowych aktywów, co załamało wzrosty na zachodnich parkietach.<sup>73</sup>

2008 rok to czas, w którym kryzys nabral już zdecydowanie szybszego tempa. Po upadku ponad 300 parabankowych spółek hipotecznych zaczęły bankrutować podmioty funkcjonujące poza systemem regulacji finansowych. W końcu ku upadkowi zaczęły chylić się potężne banki inwestycyjne ze światka Wall Street. Głównym czynnikiem takiego obrotu spraw było wyczerpanie się krótkoterminowych pożyczek *repo*, które były przeprowadzane od czasu problemów BNP Paribas na rekordową skalę przez FED i EBC.<sup>74</sup> Pierwszym, który poszedł na dno, był Bear Stearns, który od początku miał duże problemy z zaangażowanymi środkami w kredyty *subprime*. Sytuacja banku była na tyle poważna, że groziła bankructwem tej spółki finansowej, co zostało fatalnie odebrane przez rynek ze względu na możliwe konsekwencje upadku. W takim przypadku upadłość tego giganta mogłaby wpłynąć na płynność finansową i wypłacalność wielu instytucji, nie tylko tych, które posiadały otwarte pozycje z tytułu transakcji z Bear Stearns ale także tych, które posiadały kontrakty CDS z ekspozycją na ten bank. Problem rozwiązała

---

<sup>71</sup> N. Roubini, S. Mihm, dz. cyt., s. 54-56

<sup>72</sup> M. Konopczak, R. Sieradzki, M. Wiercicki, Kryzys na światowych rynkach finansowych, [www.bik.nbp.pl/content/2010/06/bik\\_06\\_2010\\_02\\_art.pdf](http://www.bik.nbp.pl/content/2010/06/bik_06_2010_02_art.pdf)

<sup>73</sup> Tamże

<sup>74</sup> N. Roubini, S. Mihm, dz. cyt., s. 56

Rezerwa Federalna, która zaaranżowała przejęcie banku przez JP Morgan Chase zapewniając przy tym finansowanie aktywów o niskiej płynności na kwotę 30 mld USD. Stało się to 15 marca 2008r.<sup>75</sup>

W lipcu ogłoszono plan ratunkowy dla Fannie Mae i Freddie Mac. Polegać on miał na przejęciu kontroli przez rząd nad obiema agencjami, do której rzeczywiście doszło 7 września. Plan obejmował także dokapitalizowanie spółek kwotą 100 mld dolarów oraz wykupienie ich obligacji za sumę 5 mld dolarów.<sup>76</sup>

Następnie Merrill Lynch przeszedł podobną operację i został wykupiony przez Bank of America 14 września 2008 roku. Następnego dnia swoją upadłość ogłosił jeden z największych i najstarszych banków inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych - Lehman Brothers. Brytyjski Barclays zgodził się przejąć bankowość inwestycyjną Lehman Brothers<sup>77</sup>, zaś oddziały azjatyckie i część europejskich przejęła Japońska Nomura.<sup>78</sup> Goldman Sachs i Morgan Stanley zdołały w porę przeobrazić się w holdingi bankowe i zdobyły dostęp do pożyczek Rezerwy Federalnej w zamian za nałożenie na siebie większych i bardziej restrykcyjnych regulacji finansowych.<sup>79</sup>

---

<sup>75</sup> M. Konopczak, R. Sieradzki, M. Wiercicki, Kryzys na światowych rynkach finansowych, [www.bik.nbp.pl/content/2010/06/bik\\_06\\_2010\\_02\\_art.pdf](http://www.bik.nbp.pl/content/2010/06/bik_06_2010_02_art.pdf)

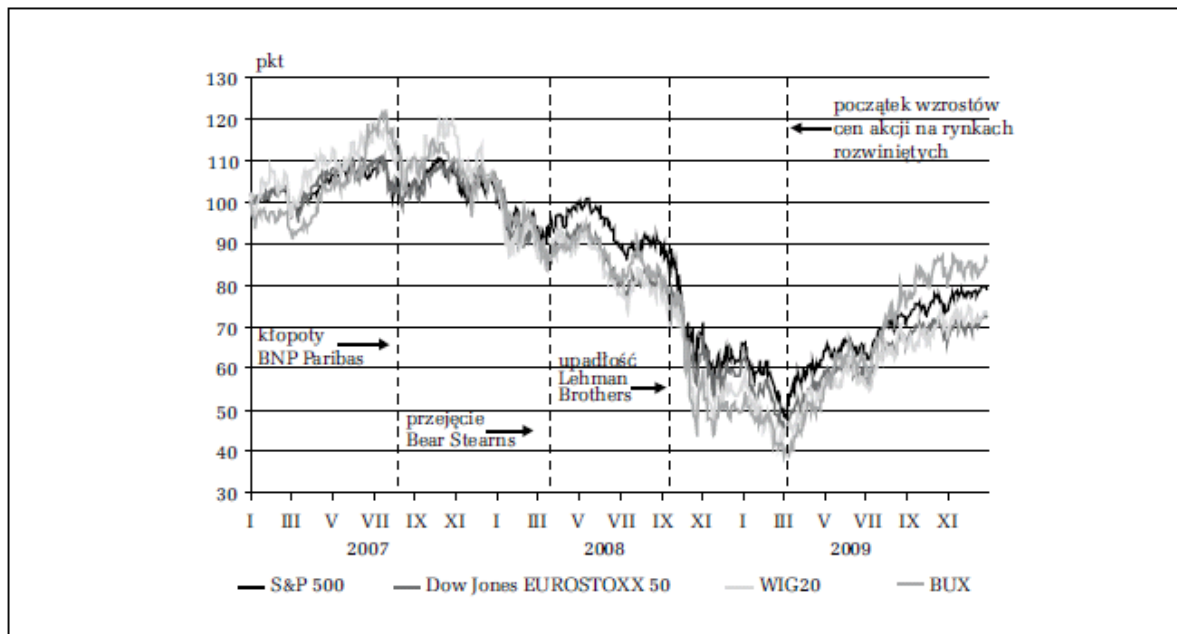
<sup>76</sup> Tamże

<sup>77</sup> Gazeta.pl, Barclays przejmuje bankowość inwestycyjną Lehman, <http://gospodarka.gazeta.pl/Gielda/1,85951,5702821.html>

<sup>78</sup> The Telegraph, Nomura snaps up Lehman Rother's European business, <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/3069838/Nomura-snaps-up-Lehman-Brothers-European-business.html#>

<sup>79</sup> N. Roubini, S. Mihm., dz. cyt., s. 56

Rysunek 4 Wybrane indeksy giełdowe w latach 2007-2009



Źródło: Bloomberg

Po upadku Lehman Brothers wartość około 4 biliony dolarów amerykańskich fundusze rynku pieniężnego zaczęły tracić depozyty w bardzo szybkim tempie. W skutek wzajemnych powiązań Reserve Primary Fund stał się niewypłacalny, a była to instytucja uważana za szczególnie bezpieczną. Rząd Stanów Zjednoczonych nie chcąc dopuścić do upadku rynku finansowego był zmuszony do udzielenia pełnej gwarancji wszystkim funduszom na rynku pieniężnym.<sup>80</sup>

Kolejnym niebezpiecznym zdarzeniem były problemy funduszy hedgingowych. Wynikały one z trudności, które spotykały domy maklerskie, które z kolei udzielały jednodniowych pożyczek funduszom. W wyniku tych problemów doszło do olbrzymich strat tych funduszy, co wiązało się z bankructwami setek takich funduszy i redukcji aktywów, a to powodowało kolejne obniżki cen tych egzotycznych walorów. Z tego powodu AIG, stanęło na krawędzi przepaści, gdyż było ubezpieczycielem owych funduszy. Fed zaczął pełnić rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji tak jak miało to miejsce w okresie Wielkiego Kryzysu. Zapaść na rynkach finansowych spowodowała jesienią 2008 roku zakłócenia na globalnych rynkach pieniężnych i kredytowych. Handel borykał się z załamaniem ze względu na trudności zabezpieczenia finansowego transportów.<sup>81</sup>

<sup>80</sup> N. Roubini, S. Mihm., dz. cyt., s. 56

<sup>81</sup> Tamże, s. 57

W końcu 2008 roku kryzys sięgał już daleko poza Stany Zjednoczone. Panika dotknęła Irlandię i Islandię, a także dotarła do Chin i Japonii. Załamanie się systemu pokazało, że praktyki z amerykańskiego rynku nieruchomości są powszechne. Olbrzymia dźwignia finansowa, nadmierny deficyt na rachunkach bieżących, boom spekulacyjny na rynkach nieruchomości i waluty o zawyżonych kursach to tylko niektóre z powodów narastających problemów pod koniec 2008 roku. Okazało się, że wiele państw europejskich ma bardzo chwiejne gospodarki, które w każdej chwili mogą się zapąć. Na całym świecie nie znalazła się żadna gospodarka odporna na kryzys, dochodziło do finansowych pandemii tak różnych gospodarek jak gospodarka Łotwy czy Dubaju.<sup>82</sup>

Utrata płynności finansowej banków skutkowałą zmniejszeniem kredytów dla przedsiębiorstw i ludności, powstaniem trudności płatniczych w podmiotach gospodarczych i zmniejszeniem zaufania między podmiotami życia gospodarczego. W takich warunkach kryzys na rynku finansowym przeniósł się do realnej sfery gospodarki. Nastąpiło zmniejszenie dopływu pieniądza do gospodarki i ludności, a w rezultacie ograniczenie popytu<sup>83</sup>. Niektóre państwa znalazły się w fazie recesji. Wpływ kryzysu okazał się tak znaczący, że po raz pierwszy w okresie powojennym nastąpił spadek światowego PKB (o 2,2%) w roku 2009.<sup>84</sup>

### **2.3. Sektor bankowy Stanów Zjednoczonych w obliczu kryzysu**

Bez zdrowego systemu finansowego trudno sobie wyobrazić dynamiczny rozwój gospodarki światowej. W trakcie kryzysu *subprime* to właśnie ten system był powodem największych problemów gospodarczych. Sektor bankowy zarażony toksycznymi aktywami razem z upływem czasu uszczuplał się w trakcie trwania kryzysu. Upadek kilkudziesięciu banków i utrata płynności przez cały sektor stały się dla rządu główną zmorą. Na początku 2009 roku odsetek zaległych płatności kredytowych wynosił prawie 10%, kiedy w latach 1990-2006 wynosił on 4,6%.<sup>85</sup>

---

<sup>82</sup> N. Roubini, S. Mihm., dz. cyt., s. 57

<sup>83</sup> Ministerstwo gospodarki, Wpływ kryzysu na globalnym rynku finansowym na PKB i produkcję przemysłową ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji w polskim przemyśle przetwórczym, Warszawa 2009, s. 3.

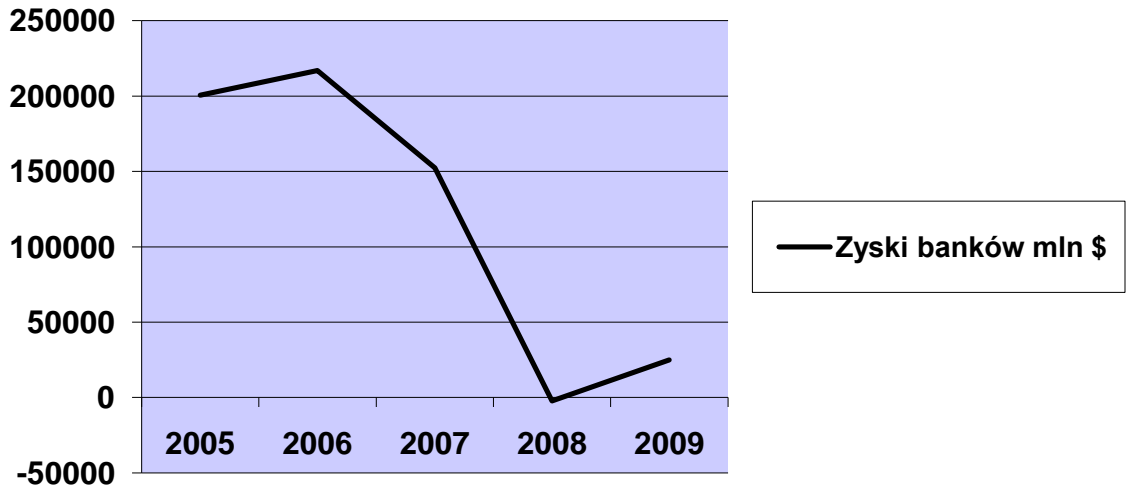
<sup>84</sup> World Bank, Bazy danych Banku Światowego,

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries?display=graph>

<sup>85</sup> A. Antoniak, Czy sektor bankowy USA czeka kolejna fala kryzysu?,

<http://blog.parkiet.com/antoniak/2009/07/10/czy-sektor-bankowy-usa-czeka-kolejna-fala-kryzysu/>

**Rysunek 5** Wykres zysków amerykańskiego sektora bankowego przed opodatkowaniem

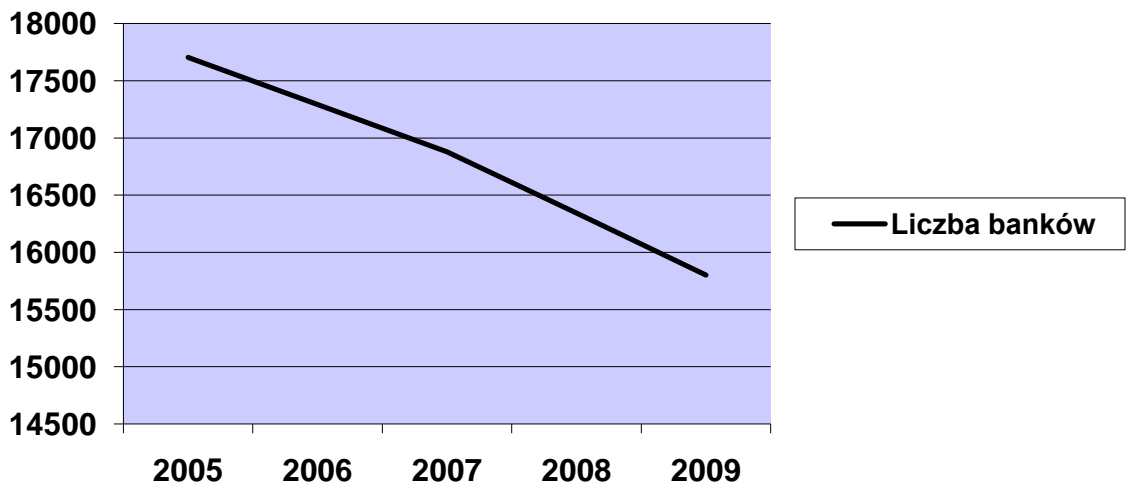


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <http://stats.oecd.org>

Ogromne zyski banków w Stanach Zjednoczonych na przestrzeni kilku lat zamieniły się w stratę przeszło 2 miliardów dolarów. Krytyczny rok 2008 zamienił się jednak rok później w rok zysków amerykańskich banków. Sytuacja banków z innych gospodarek nie różniła się w dużym stopniu od tej amerykańskiej.

Straty banków były podstawowym problemem w pierwszej fazie kryzysu. W ich wyniku doszło do załamania gospodarki. Amerykański sektor bankowy stara się odbudowywać swoją pozycję od 2009 roku, kiedy to uzyskał zysk w wysokości niespełna 25 miliardów dolarów.

**Rysunek 6** Liczba banków w Stanach Zjednoczonych

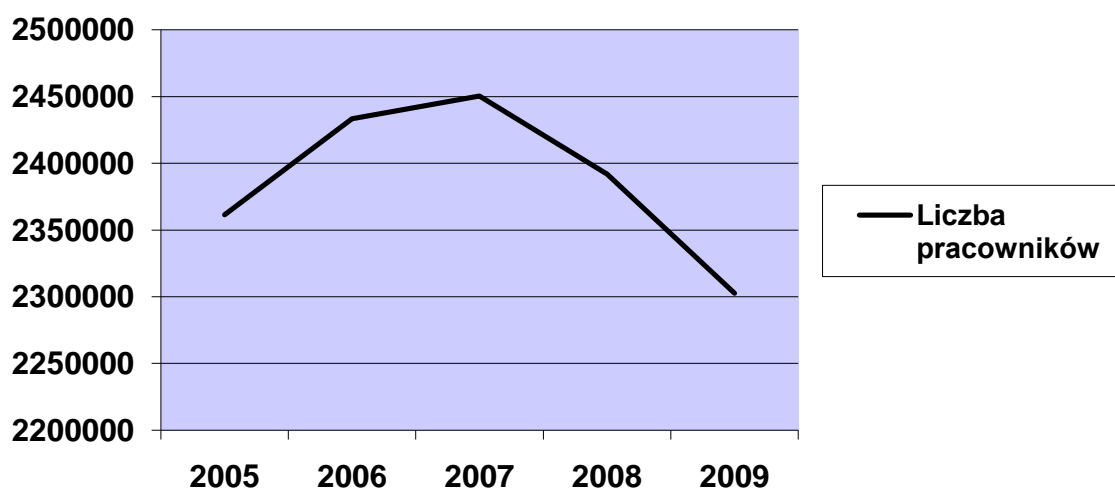


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <http://stats.oecd.org>

Upadek wielu instytucji finansowych w latach kryzysu to rzecz naturalna. Jednak wykres liczby banków w Stanach Zjednoczonych w latach 2005-2009 pokazuje, że liczba banków malała jeszcze przed wybuchem kryzysu finansowego. Może z tego wynikać fakt, że rynek dążył już od dłuższego czasu do środka równowagi.

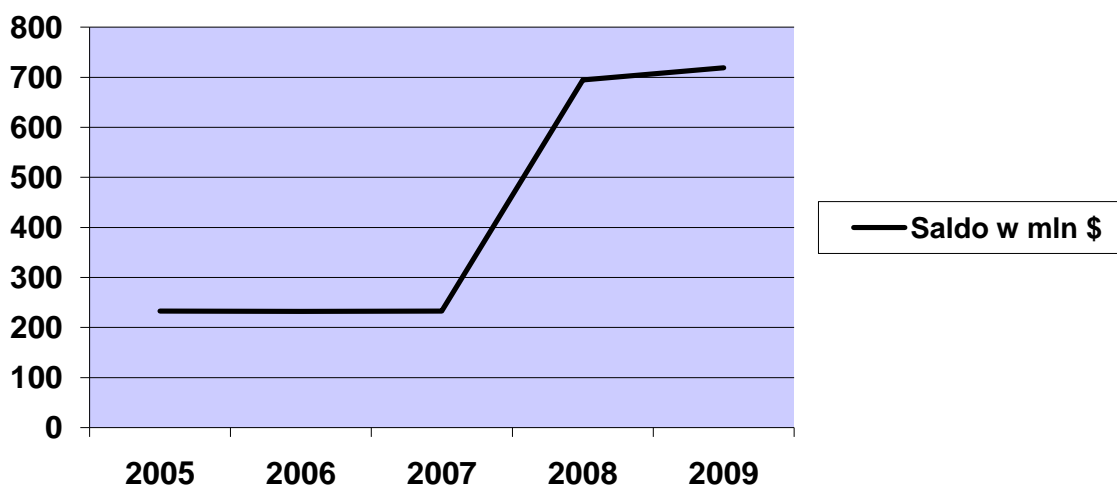
Naturalną konsekwencją zmniejszenia się liczby banków i restrukturyzacji był spadek liczby pracowników, który wystąpił jednak dopiero po wybuchu kryzysu. Świadczyć to może o tym, że wcześniejsze spadki liczby banków wynikały z przejęć przez inne banki. Liczba zwolnionych pracowników od 2007 roku do 2009 wyniosła prawie 148 tysięcy.

**Rysunek 7** Liczba pracowników banków amerykańskich



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <http://stats.oecd.org>

**Rysunek 8** Saldo środków pieniężnych z operacji z bankiem centralnym



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <http://stats.oecd.org>

Olbrzymie ingerencje w sektor bankowy pokazuje powyższy wykres. W momencie wystąpienia kryzysu banki zostały zasilone setkami miliardów dolarów, które miały za zadanie usprawnić banki i utrzymać płynność całego sektora. Banki „za duże by upaść” dzięki tym interwencjom zostały uratowane przed poważnymi problemami ze strony wierzycieli, a także bankructwem.

## 2.4. Plan Paulsona i inne pakiety ratunkowe dla sektora finansowego

Rząd Stanów Zjednoczonych w październiku 2008 roku przyjął rozwiązania zalecane przez sekretarza skarbu – Henrego Paulsena. Rozwiązania te przyjęły się później jako *Plan Paulsena*. Plan ów zakładał wykupienie przez państwo złych długów od instytucji finansowych o wartości 700 mld dolarów.<sup>86</sup> Naturalnie plan został mocno skrytykowany przez społeczeństwo amerykańskie ze względu na to, że pieniądze na pokrycie długów pochodziłyby z kieszeni podatników.<sup>87</sup>

Z kolei program ratunkowy Rezerwy Federalnej na wykup papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami wydał 600 mld dolarów.<sup>88</sup>

We wrześniu 2008 roku Fed ratował Fannie Mae i Freddie Mac. Zmienił wtedy także przepisy na takie, które nie pozwalały już bankom stosowania nieuczciwych praktyk, wobec osób zainteresowanych pożyczkami wysokiego ryzyka. Po upadku Lehman Brothers Fed wykupił 79,9% udziałów grupy AIG, co zapobiegło upadkowi tej spółki. 8 października Fed postanowił obniżyć stopę procentową o 50 punktów bazowych w celu poprawienia nastrojów na rynku. Zaś 25 listopada zapadła decyzja o skupie kredytów hipotecznych. W późniejszym okresie Bernanke sam namawiał uczestników rynku do zakupu toksycznych aktywów i apelował o gwarancje rządowe dla tych transakcji.<sup>89</sup>

Pieniądze amerykańców przeznaczone przez Henrego Paulsona na próbę walki z recesją najpierw zasiły konta koncernów samochodowych, tzw. wielkiej trójki czyli General Motors, Chryslera i Forda. Subsydia te były tłumaczone możliwością zwolnienia

---

<sup>86</sup> W. Gadomski, Jak trwoga to do Keynesa, *Gazeta Wyborcza*, 6.12.2008

<sup>87</sup> A. Lityńska, dz. cyt., s. 12

<sup>88</sup> M. Nagórska, Krokodyl kryzysu, *Wprost* 2008, nr 45

<sup>89</sup> P. Fedor, Działania FED w kryzysie,

[http://www.hossaprocapital.ue.wroc.pl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=27:dziaania-fed-w-kryzysie&catid=4:referaty&Itemid=9](http://www.hossaprocapital.ue.wroc.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=27:dziaania-fed-w-kryzysie&catid=4:referaty&Itemid=9)



nawet 3 milionów osób.<sup>90</sup> W czerwcu 2009 roku włoski koncern Fiat wykupił pakiet większościowy Chryslera.<sup>91</sup>

Na starym kontynencie prezydent Francji Nicolas Sarkozy przeforsował pakiet ulg dla spłacających kredyty hipoteczne, a także zreformowano rynek pracy i prawo spadkowe. Łącznie pakiety pomocy publicznej osiągnęły roczną wartość 13-19 mld euro. W Hiszpanii z kolei rząd zareagował również wydatkami publicznymi na tanie mieszkania oraz małe i średnie przedsiębiorstwa, co wiązało się początkowo z kwotą rządu 20 mld euro.<sup>92</sup>

W 2009 roku rolę wydobywania świata z kryzysu powierzono Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu. Fundusz został wzmocniony na tą okoliczność i dysponował 750 mld dolarów gdy dotychczas było to 250 mld dolarów.<sup>93</sup> Dodatkowo fundusz zmienił nieco charakter swoich działań.

Mimo to w marcu 2009 roku kondycja gospodarki światowej nie napawała optymizmem. W Stanach Zjednoczonych spadły dochody i zarobki obywateli o 0,2%. Gospodarka brytyjska skurczyła się o 2%, a w Japonii sprzedaż detaliczna spadła o 5,8%.<sup>94</sup>

Należy zwrócić uwagę na brak efektów wprowadzanych akcji ratunkowych. Plan Paulsona został oficjalnie skrytykowany w liście do Kongresu Stanów Zjednoczonych przez 166 ekonomistów, wśród nich 3 laureatów nagrody Nobla. W liście tym ekonomiści ostrzegali przed szkodliwymi skutkami dla gospodarki. Twierdzono, że nieograniczona władza nad funduszem ratowniczym uczyni z Paulsona swoistego dyktatora, w którego gestii będzie leżeć to, komu i na jaką sumę wypłacić subsydia. Sprawę zaostbrał fakt, iż Henry Paulson był od 1974 roku pracownikiem Goldman Sachs, a do roku 2006 prezesem tego banku. Profesor Jeffrey Miron pomysł Henrego Paulsona określił „brutalną i bezprecedensową ingerencją państwa”.<sup>95</sup>

Ważna jest także rola kongresu Stanów Zjednoczonych. W styczniu 2008 roku ustawodawcy wprowadzili cięcia podatkowe dla osób fizycznych i przedsiębiorstw o wartości 152 miliardów dolarów. W następnym roku wprowadzono z kolei American

---

<sup>90</sup> C. Kowanda, Wielkie pompowanie, Polityka, 2.12.2008

<sup>91</sup> J. Okrzesik, Fiat kupi dziś Chryslera [http://forsal.pl/artykuly/324197,fiat\\_kupi\\_dzis\\_chryslera.html](http://forsal.pl/artykuly/324197,fiat_kupi_dzis_chryslera.html)

<sup>92</sup> A. Lityńska, dz. cyt., s. 13

<sup>93</sup> D. Walewska, Nowa składka na MFW, Rzeczpospolita 2009, nr 79

<sup>94</sup> E. Głapiak, Pesymizm rodzi recesję, Rzeczpospolita 2009, nr 74

<sup>95</sup> K. Kolany, Ekonomiści krytykują Plan Paulsona, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ekonomisci-krytykuja-8222-Plan-Paulsona-8221-1836919.html>

Recovery and Reinvestment Act. Ustawa ta zamykała się w kwocie 787 miliardów dolarów i miała za zadanie pokrycie nowej polityki fiskalnej państwa. Duża część tej sumy była związana z wydatkami państwa na towary i usługi. Bezpośredni wydatek na infrastrukturę i projekty energetyczne wyniósł około 140 miliardów dolarów. Pieniądze publiczne zostały także wydane na ulgi podatkowe dla określonych sektorów rynku takich jak na przykład: osoby starsze, bezrobotni, a także władze stanowe.<sup>96</sup>

Interwencje rządu USA pomogły w wyraźny sposób na spowolnienie gospodarcze. Trzeba jednak zaznaczyć, że w sytuacji obniżek podatkowych i wzrostu wydatków publicznych Stany Zjednoczone w olbrzymi sposób zwiększyły swój deficyt budżetowy. Wzrost zadłużenia USA sprawia, że kraj ten musi emitować więcej papierów dłużnych, których rentowność będzie musiała rosnąć, żeby zachęcić inwestorów. Przekłada się to na wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych i konsumenckich, a także obligacji przemysłowych. W wyniku tego mogą spaść nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw i wydatki gospodarstw domowych. Proces ten może się odbić negatywnie na gospodarce USA w przyszłości.<sup>97</sup>

W czasach gdy nawet największa gospodarka na świecie nie radziła sobie z kryzysem istniało miejsce na świecie, gdzie całkiem szybko i sprawnie poradzono sobie z zamieszaniem spowodowanym przez nadużycia na rynkach finansowych. Miejscem tym był kraj położony w północnej części Oceanu Atlantyckiego. Islandia, bo o niej mowa, została dotknięta światowym kryzysem gospodarczym w 2008 roku. W kraju zamieszkałym przez 320 tysięcy ludzi (w przybliżeniu liczba mieszkańców Katowic) i posiadającym 13 mld dolarów PKB straty banków wyniosły 100 mld dolarów. Jesienią 2008 roku Islandia de facto zbankrutowała. Trzy największe islandzkie banki: Glittnir, Kaupthing i Landsbankinn zostały znacjonalizowane i rząd postanowił sponosać wierzytelności tych banków, podobnie jak miało to miejsce w wykupywaniu złych długów w Stanach Zjednoczonych. W 2009 roku islandzcy obywatele obrzucili kamieniami gmach parlamentu domagając się od bankierów i polityków wzięcia odpowiedzialności za wybuchły kryzys, w wyniku tego wydarzenia i licznych protestów 26 stycznia 2009 roku premier Islandii Geir Haarde ogłosił natychmiastową dymisję rządu. W kraju rozpisano referendum w wyniku którego 93% głosujących nie zgodziło się na spłatę zagranicznych zobowiązań banków. Po przedterminowych wyborach uchwalono

---

<sup>96</sup> N. Roubini, . Mihm, dz. cyt., s. 190-192

<sup>97</sup> Tamże

ustawę, według której spłaty długów należały się tylko rodzimym firmom i osobom prywatnym, a długi zagraniczne obciążały akcjonariuszy, a nie podatników.<sup>98</sup> Prezesi islandzkich banków zostali ukarani karą pozbawienia wolności, z kolei przeciwko byłemu premierowi wytoczono zarzuty o rażące zaniedbanie obowiązków i zaniechanie niezbędnych działań antykryzysowych.<sup>99</sup> W 2012 roku specjalny prokurator Islandii zapowiedział możliwość oskarżenia jeszcze nawet 90 osób.<sup>100</sup>

„Lekcja, która powinna zostać wyciągnięta z islandzkiego kryzysu, jest następująca: jeśli inne państwa myślą o obniżeniu długów, powinny zobaczyć, jak skuteczne okazało się porozumienie o poziomie 110 proc.” – uważa Thorolfur Matthiasson, profesor ekonomii z Uniwersytetu Islandii w Reykjavíku. „To najobszerniejsze porozumienie, jakie dotychczas podjęto.” Jego zdaniem bez redukcji kredytów wiele gospodarstw załamałoby się pod ciężarem zobowiązań, gdy w 2008 r. stosunek wartości długu do dochodów wzrósł do 240 proc.<sup>101</sup> Niestety islandzka lekcja pod tytułem „Najpierw obywatele, dopiero potem rynki” nie została odrobiona przez decydentów zachodnich gospodarek.

### **3. Makroekonomiczne skutki spekulacji finansowych w latach 2008-2010**

Rozdział trzeci będzie poświęcony analizie danych historycznych, która ma na celu przedstawienie tego, czym skutkują kryzysy finansowe i w jaki sposób wpływają one na koniunkturę gospodarczą, a co za tym idzie także na sferę realną gospodarki. Analiza obejmie gospodarkę narodową jak i gospodarkę globalną, głównie jednak będzie skupiona na rynku amerykańskim i transferze kryzysu do Europy i wschodniej Azji.

#### **3.1. Nastroje na światowych parkietach a wzrost gospodarczy**

---

<sup>98</sup> R. Gwiazdowski, Islandzki Gejzer, <http://gwiazdowski.blogbank.pl/2012/09/10/islandzki-gejzer/>

<sup>99</sup> Rzeczpospolita, Islandia: Premier zdymisjonował rząd, <http://www.rp.pl/arttykul/252714,254031.html>

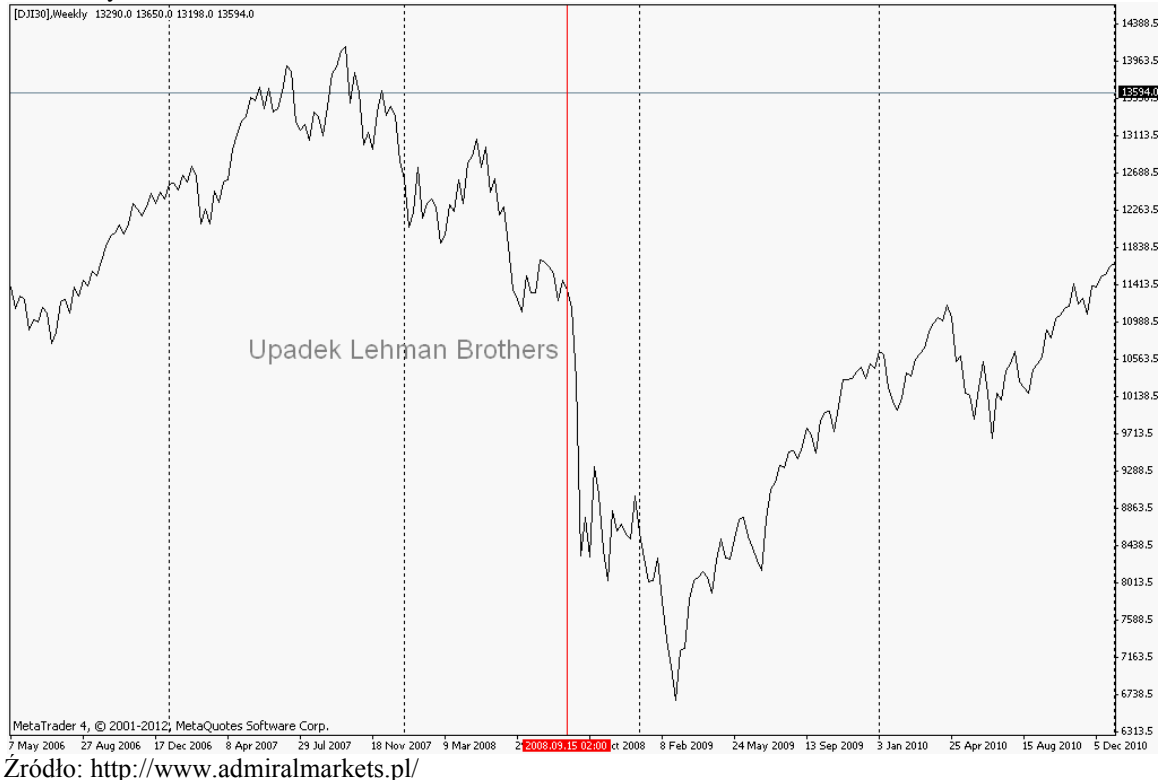
<sup>100</sup> Forsal.pl, Najpierw obywatele, potem rynki – sposób Islandii na wyjście z kryzysu, [http://forsal.pl/arttykuly/595754,najpierw\\_obywatele\\_potem\\_rynki\\_sposob\\_islandii\\_na\\_wyjscie\\_z\\_kryzysu](http://forsal.pl/arttykuly/595754,najpierw_obywatele_potem_rynki_sposob_islandii_na_wyjscie_z_kryzysu)

<sup>101</sup> Forsal.pl, Najpierw obywatele, potem rynki – sposób Islandii na wyjście z kryzysu, [http://forsal.pl/arttykuly/595754,najpierw\\_obywatele\\_potem\\_rynki\\_sposob\\_islandii\\_na\\_wyjscie\\_z\\_kryzysu](http://forsal.pl/arttykuly/595754,najpierw_obywatele_potem_rynki_sposob_islandii_na_wyjscie_z_kryzysu)

Powszechnie ludzie intuicyjnie łączą wyższe ceny akcji i hossę na giełdzie ze wzrostem gospodarczym. Jest to naturalnie myślenie błędne, gdyż wartości gospodarki nie możemy oceniać jedynie po nastrojach inwestorów. Gospodarka to przecież przede wszystkim to, co produkujemy, a więc suma pracy wszystkich obywateli, a nie wykresy giełdowe. Jednak mimo to można odszukać analogie pomiędzy indeksami giełdowymi a stanem gospodarki. Na początek przedstawię wykresy głównych indeksów giełdowych i omówię ich kształtowanie się w trakcie kryzysu.

Indeksy giełdowe niejednokrotnie są określane mianem barometru gospodarki. Mówi się o tym, że ich wartość jest wskaźnikiem wyprzedzającym koniunkturę. Znaczący to mniej więcej tyle, że jeśli w gospodarce realnej nie widać jeszcze oznak spowolnienia gospodarczego, a na giełdach panuje bessy to prawdopodobnie za niedługo również wśród przedsiębiorstw i konsumentów nastąpi wyraźne spowolnienie. Indeksy giełdowe są zależne co prawda od stanu gospodarki ale ta zależność nie jest bezpośrednia. Fundamentalnym znaczeniem dla indeksów są wyniki finansowe spółek. Jest to w zasadzie tylko teoria, gdyż kurs akcji niekoniecznie odzwierciedla sytuację danej spółki. Pod wpływem wzmożonej spekulacji akcje mogą być przeszacowane lub ze względu na niedostateczną wiedzę inwestorów dana spółka może być niedoszacowana. W dobie globalizacji należałoby zauważyć, iż ruchy indeksów giełdowych z różnych stron świata są ze sobą skorelowane, co wynika z globalnego charakteru współczesnej gospodarki. Wzrosty na Europejskich parkietach często przeradzają się na wzrosty na amerykańskich i azjatyckich giełdach.

Rysunek 9 Wykres indeksu Dow Jones 30

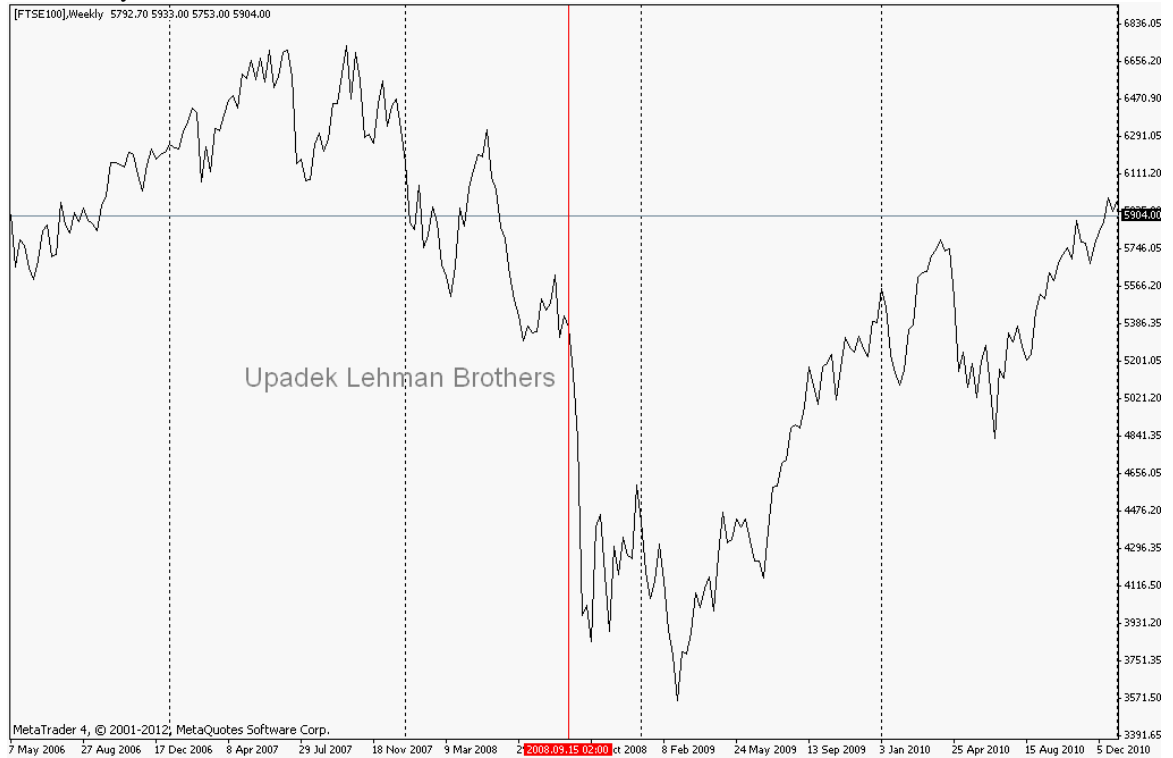


Najstarszym amerykańskim indeksem jest Dow Jones Industrial Average. Indeks stworzony przez Charlesa Dowa obecnie obejmuje 30 największych amerykańskich spółek. Wykres indeksu pokazuje, że prawdziwe zniżki na giełdach rozpoczęły się dopiero po upadku Lehman Brothers, odnotowano wtedy największy dzienny punktowy spadek w historii, wynosił on 777,7 punktów.<sup>102</sup> Przyjęcie planu Paulsona zatrzymało jednak wrześnie spadki, a wpompowane w amerykańską gospodarkę dolary poskutkowały wzrostem indeksu Dow Jones od lutego 2009 roku.

Sam wykres sugeruje, że plan sekretarza skarbu USA odniósł sukces. Jednak to, że setki miliardów dolarów zostały wprowadzone do obrotu i przeznaczono je na zakup aktywów nie świadczy bynajmniej o wzroście dobrobytu. Poza tym aby dokładnie określić skutki planu Paulsona należałoby spojrzeć na dane z wielu lat po wprowadzeniu planu w życie, czego z wiadomych względów jeszcze zrobić nie można.

<sup>102</sup> Rzeczpospolita, Chude czasy dla firm, <http://www.rp.pl/artykul/5,268663.html>

**Rysunek 10** Wykres indeksu FTSE 100

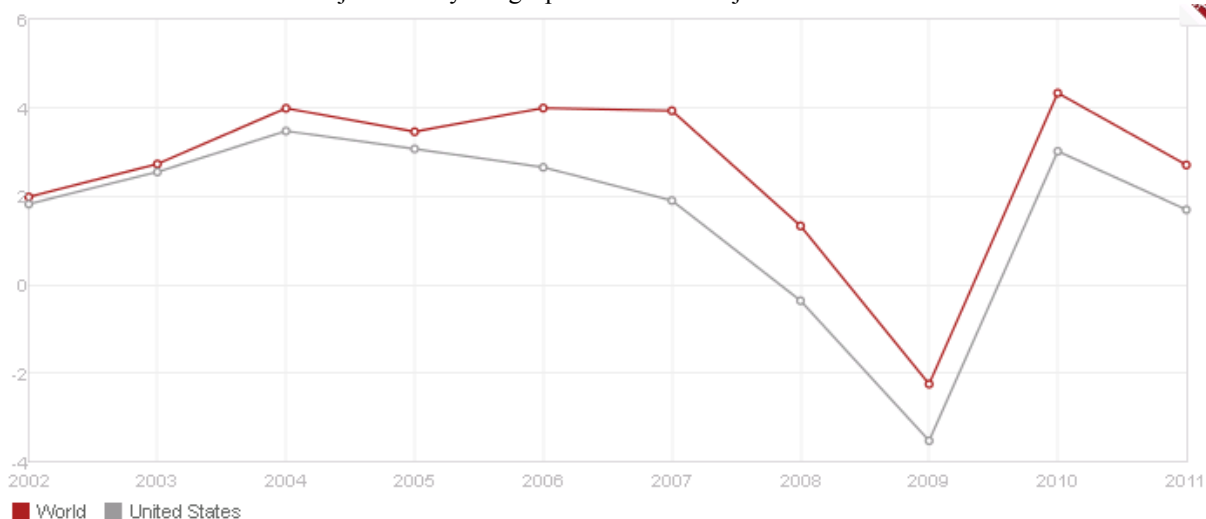


Źródło: <http://www.admiralmarkets.pl/>

Brytyjski indeks giełdowy FTSE 100 obejmuje setkę największych spółek z londyńskiego parkietu. Na analogicznym wykresie do wykresu Dow Jones możemy zaobserwować równie dramatyczną reakcję rynku brytyjskiego na upadek banku inwestycyjnego ze Stanów Zjednoczonych. Pokazuje to, jak bardzo współczesna gospodarka jest połączona i potwierdza teorie o transferze kryzysów gospodarczych.

Tak jak FTSE100 inne największe światowe indeksy giełdowe, włącznie z polskim WIG20, są skorelowane ze sobą w pewnym stopniu i oddziałują na siebie. Oczywiście o wiele większy wpływ na inne mają indeksy z dużych gospodarek, jak np. Dow Jones 30, S&P500, niemiecki DAX, francuski CAC40, czy japoński Nikkei 225.

**Rysunek 11** Wzrost PKB Stanów Zjednoczonych i gospodarki światowej w latach 2002-2011



Źródło: <http://data.worldbank.org>

Zestawienie ze sobą wykresu wzrostu PKB USA i z wykresem wzrostu PKB całego świata pokazuje, że dynamika tego wzrostu jest kształtowana właśnie przez amerykańską gospodarkę. Widać jednak wyraźnie, że gospodarka ta nie utrzymuje tempa reszty świata, co jest w zasadzie normalnym zjawiskiem ze względu na to, że gospodarki rozwijające charakteryzuje efekt doganiania.

Na wykresie widać ewidentne załamanie gospodarcze zarówno w Stanach Zjednoczonych jak i na całym świecie, które spowodowało ujemny przyrost gospodarczy na świecie w 2009 roku, który wyniósł -2,2%. Sama gospodarka amerykańska straciła w tamtym roku 3,5% PKB i zaznaczyć trzeba, że rok wcześniejszy również zakończyła 0,4% pod kreską. Załamanie na giełdach i w sektorze finansowym miało zatem olbrzymi wpływ na wzrost PKB nie tylko USA ale całego świata co potwierdza także tabela.

**Tabela 1** Wzrost PKB wybranych krajów w latach 2006-2010

Kraj	2006	2007	2008	2009	2010
USA	2,7%	1,9%	-0,4%	-3,5%	3,0%
UK	2,6%	3,5%	-1,1%	-4,4%	2,1%
Niemcy	3,7%	3,3%	1,1%	-5,1%	3,7%
Japonia	1,7%	2,2%	-1,0%	-5,5%	4,4%
Chiny	12,7%	14,2%	9,6%	9,2%	10,4%
Islandia	4,7%	6,0%	1,3%	-6,8%	-4,0%

Źródło: <http://data.worldbank.org>

### 3.2. Wpływ kryzysu na wskaźniki makroekonomiczne

Bardzo intrygującym przedmiotem dla badań wpływu kryzysu gospodarczego są skutki działań władz państwowych. Postaram się podać kilka przykładów takich skutków, które wpłynęły na stan gospodarki w postaci przedsiębiorstw bądź konsumentów.

**Rysunek 12** Inflacja konsumencka w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej w latach 2002-2011



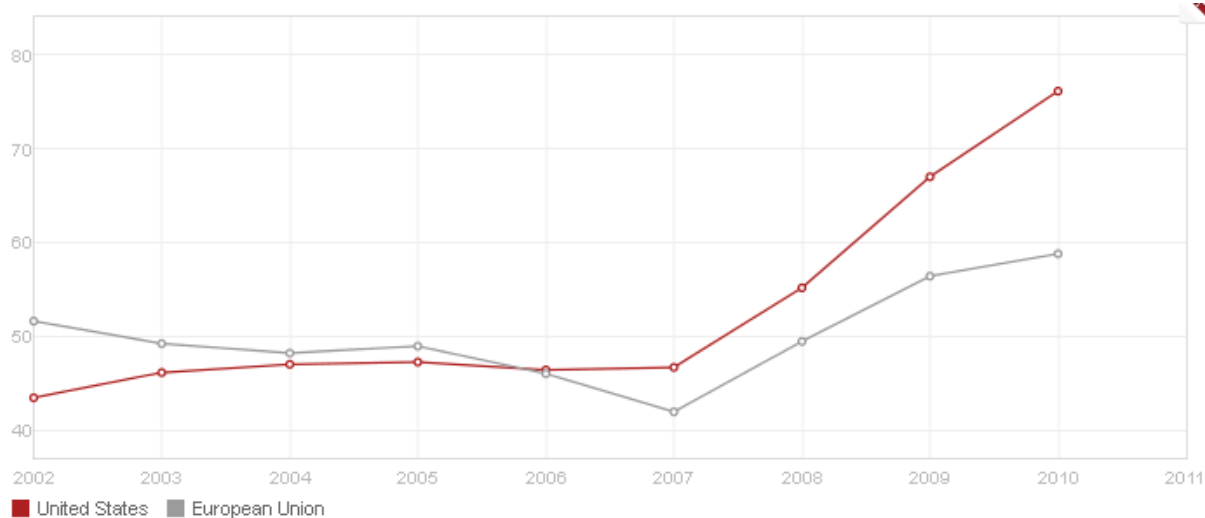
Źródło: <http://data.worldbank.org>

Pierwszym wskaźnikiem makroekonomicznym, który chcę poruszyć odnośnie polityki luzowania pieniężnego jest inflacja. Z wykresu można odczytać, że po roku 2009 nastąpił silny wzrost tego wskaźnika. Spowodowane to zostało ogromną ilością pieniędzy, które zostały wprowadzone do systemu przez FED, plan Paulsona i EBC. Narastającej inflacji nie można było zdiagnozować od razu, gdyż jej skutki są zazwyczaj odwleczone w czasie. Inflacja po kryzysie stała się narastającym problemem, który rozpanoszył się praktycznie na całym świecie. Na wykresie widać, że gospodarka europejska reagowała podobną inflacją na zdarzenia rynkowe co amerykańska. Inflacja występująca od czasu kryzysu ekonomicznego w istotny sposób przyczynia się ciągle do procesu ubożenia społeczeństw wielu krajów. Jest to o tyle niebezpieczne, że ceny surowców i płodów rolnych na światowych rynkach w ostatnich latach wykazują tendencje do dalszych wzrostów.<sup>103</sup>

<sup>103</sup> Wprost, Ceny żywności rosną, <http://www.wprost.pl/ar/336626/Ceny-zywnosci-rosna-Bank-Swiatowy-to-niepokojace-bedziemy-pomagac/>



**Rysunek 13** Dług publiczny w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej

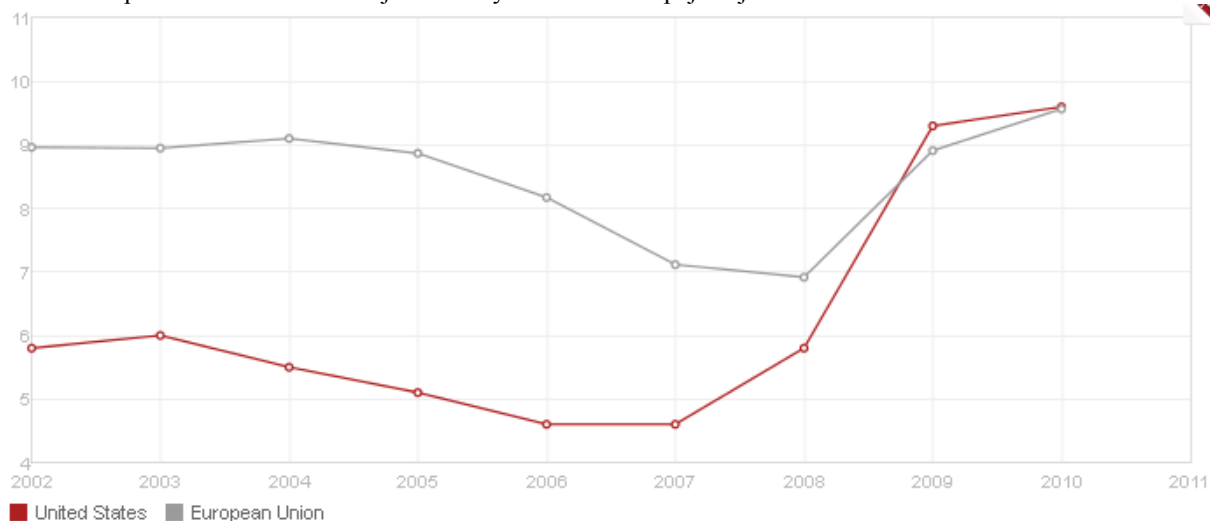


Źródło: <http://data.worldbank.org>

Suma pomocy z pieniędzy publicznych osłabiła budżety państwowe w taki sposób, że w wielu gospodarkach wzrósł dług publiczny i to w sposób istotny. Na wykresie widać, że już od roku 2007 rośnie dług publiczny zarówno Stanów Zjednoczonych jak i Unii Europejskiej. Jest to związane z klasycznym przypadkiem, w którym po kryzysie bankowym następuje kryzys zadłużenia.

Zadłużony kraj nie może cieszyć się przychylnością inwestorów ze względu na ryzyko bankructwa. Dodatkowo takiemu krajowi będzie coraz to trudniej wyjść ze swoich długów z powodu rosnących kosztów obsługi długu publicznego. W tego typu przypadkach należy dokonać reform budżetowych, które pozwolą zmniejszyć wydatki w przyszłości.

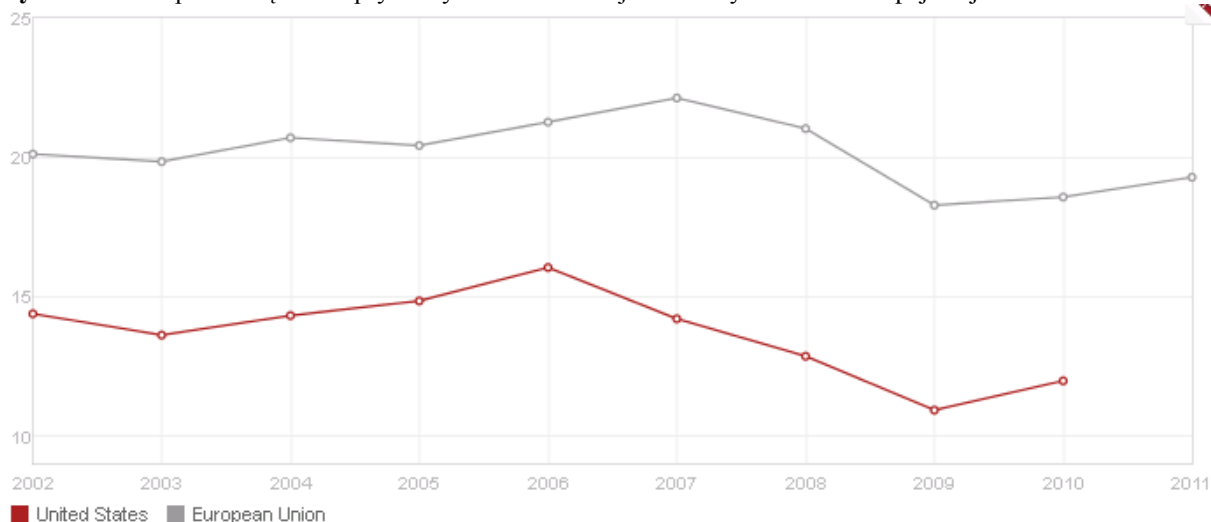
**Rysunek 14** Stopa bezrobocia Stanów Zjednoczonych i Unii Europejskiej



Źródło: <http://data.worldbank.org>

Wysokie bezrobocie jest bardzo charakterystyczną cechą kryzysów gospodarczych, gdyż ze względu na dużą ilość bankructw i restrukturyzacje przedsiębiorstw następuje duża liczba zwolnień pracowników. Na wykresie można zaobserwować, że państwa Unii Europejskiej zareagowały zmniejszeniem liczby miejsc pracy w podobny sposób jak Stany Zjednoczone.

**Rysunek 15** Stopa oszczędności prywatnych w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej



Źródło: <http://data.worldbank.org>

To już zrozumiała konsekwencja kryzysu. Obniżenie oszczędności sektora prywatnego jest w kryzysie czymś naturalnym ze względu na wydatkowanie oszczędności ze względu na spadek zarobków bądź utratę miejsca pracy.

### 3.3. Luzowanie ilościowe jako odpowiedź banków centralnych na kryzys

Wspominane już wcześniej luzowanie ilościowe określane skrótem QE (ang. *Quantitative Easing*) to jeden ze sposobów niestandardowej polityki pieniężnej, który jest stosowany przez banki centralne w celu stymulowania gospodarki narodowej. Polega na wzroście podaży pieniądza poprzez zakup aktywów finansowych od banków. Tego typu polityka jest stosowana jako alternatywa dla konwencjonalnych rozwiązań ze względu na ryzyko wystąpienia wzrostu inflacji.<sup>104</sup>

Stany Zjednoczone po drugiej wojnie światowej były przyzwyczajone do przewidywalnych cykli gospodarczych. Po każdej recesji następowało ożywienie, a następnie boom, który był sygnałem dla systemu rezerw federalnych do domykania cyklu, który polegał na podnoszeniu stóp procentowych. Wyższe stopy procentowe zapobiegały nadmiernemu wzrostowi inflacji i chroniło przed przegrzaniem się gospodarki. Skutkiem, który towarzyszył wzrostom stóp procentowych była recesja. Niejednokrotnie była ona wywoływana egzogenicznym negatywnym szokiem podażowym. Zdarzało się tak w czasach kryzysów paliwowych w 1973 roku i 1979 roku. Ówczesne działania Fedu, mające na celu kontrolę wzrostu cen, spowodowały spowolnienie gospodarcze.<sup>105</sup>

System Rezerw Federalnych USA dzięki operacjom otwartego rynku kontroluje podaż pieniądza. Polega to na zakupie lub sprzedaży krótkoterminowych papierów wartościowych na rynku wtórnym. Poprzez takie akcje zostaje zwiększona lub zmniejszona ilość pieniędzy krajowego systemu bankowego. Poprzez to dochodzi do zmiany oprocentowania jednodniowych pożyczek udzielanych przez banki federalne w operacjach międzybankowych. Takie oprocentowanie jest najczęściej odzwierciedlane w oprocentowaniu kredytów na wszystkich stopniach gospodarki.<sup>106</sup>

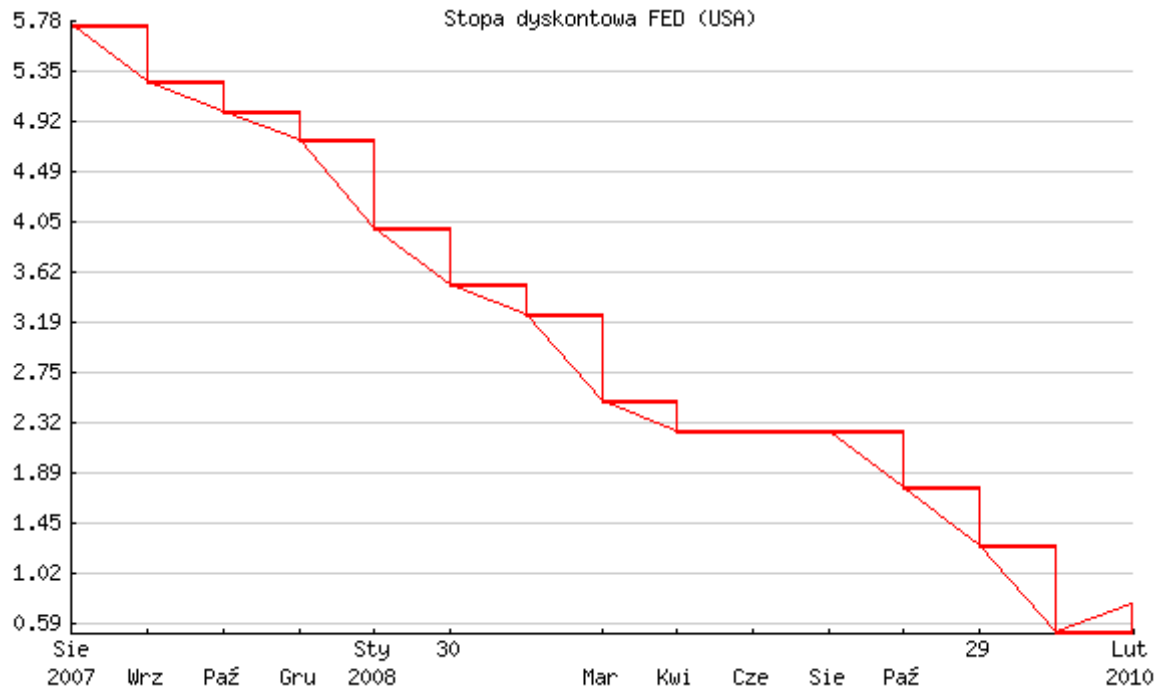
---

<sup>104</sup> Forsal.pl, Luzowanie ilościowe, [http://finansopedia.forsal.pl/wiki/Luzowanie\\_ilo%C5%9Bciowe](http://finansopedia.forsal.pl/wiki/Luzowanie_ilo%C5%9Bciowe)

<sup>105</sup> N. Roubini, S. Mihm, dz. cyt., s. 165

<sup>106</sup> Tamże, s. 170-171

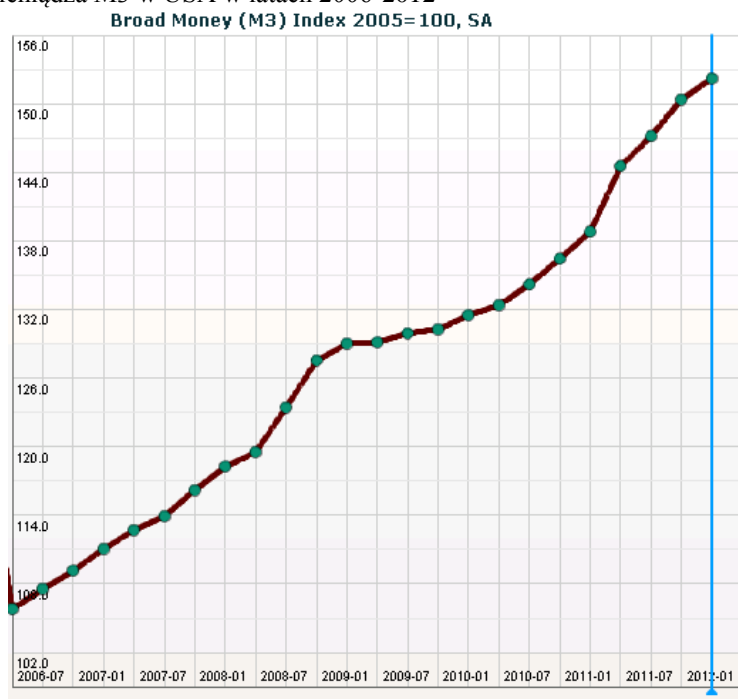
**Rysunek 16** Stopa dyskontowa FED 2007-2010



Źródło: bankier.pl

W trakcie trwania kryzysu *subprime* Fed obniżał stopy procentowe do minimalnych poziomów. Pomimo to nie był w stanie opanować rozrastającego się kryzysu dlatego też wykorzystał w tym celu luzowanie ilościowe na niespotykaną do tej pory skalę.

**Rysunek 17** Podaż pieniądza M3 w USA w latach 2006-2012



Źródło: stats.oecd.org

Marzec roku 2009 to moment, w którym amerykański bank centralny rozpoczął program zakupu aktywów. Program ten otrzymał nazwę QE1. W wyniku tego programu Fed potroił swój bilans w przeciągu kilku miesięcy. Z powodu tego, że QE1 nie przyniosło wymiernych długoterminowych rezultatów zimą 2010 roku zdecydowano się na otwarcie akcji QE2.<sup>107</sup>

Najbardziej widocznymi skutkami luzowania ilościowego są wzrosty na giełdach są wyższe ceny akcji. Jest to naturalny efekt tego, że większa ilość pieniądza w gospodarce wpływa na wzrost inwestycji.

**Rysunek 18** Wykres kursu indeksu S&P 500 w latach 2007-2011



Źródło: <http://www.admiralmarkets.pl/>

Na wykresie indeksu S&P 500 można zaobserwować, że marzec 2009 roku był momentem, w którym indeks zakończył spadki i zmienił swój trend. Sama obserwacja wykresu może prowadzić do wniosku, że luzowanie ilościowe przyczyniło się do wyjścia USA z kryzysu. Trzeba jednak mieć na uwadze to, że wartości indeksów giełdowych nie oddają tego, jaki jest stan gospodarki narodowej, a sztucznie „napompowane” ceny akcji mogą łatwo opaść.

<sup>107</sup> P. Bagus, Czy dojdzie do trzeciego, czwartego i piątego ilościowego luzowania?, <http://mises.pl/wp-content/uploads/2011/01/Bagus-czy-dojdzie-do-trzeciego-czwartego-i-piatego-ilosciowego-poluzowania.pdf>

W marcu 2009 roku indeks Dow Jones znajdował się w okolicach 7000 punktów. QE1 spowodowało jego wzrost do 10800 punktów. W przeciwieństwie do QE1, które było odpowiedzią na problemy banków, QE2 powstało z myślą o wsparciu rządu. Z powodu wydatków budżetowych wzrósł deficyt budżetowy USA, który jest finansowany obligacjami. Fed w ramach QE2 rozpoczął skup owych obligacji, tym samym aktywnie przyczynił się do keynesowskiej polityki rządu. Działania te miały miejsce również z powodu ryzyka deflacji. Jednak w rzeczywistości ryzyko to nie było istotnym czynnikiem, a Fed drukował pieniądze z tego powodu, że inflacja była za niska. Luzowanie ilościowe wpłynęło również na kurs dolara, który spadł i zapewnił eksporterom większe zyski.<sup>108</sup>

**Rysunek 19** Wykres kursu EUR/USD w latach 2007-2012



Źródło: <http://www.admiralmarkets.pl/>

Wielu ekonomistów twierdzi, że negatywne skutki luzowań ilościowych mogą się pojawić dopiero po pewnym czasie. Z obecnej perspektywy ocena działań banku centralnego Stanów Zjednoczonych jest trudna z powodu ciągłych działań Fedu związanych z luzowaniem ilościowym. Nouriel Roubini twierdzi, że ciągła polityka luzowania ilościowego

<sup>108</sup> P. Bagus, Czy dojdzie do trzeciego, czwartego i piątego ilościowego luzowania?, <http://mises.pl/wp-content/uploads/2011/01/Bagus-czy-dojdzie-do-trzeciego-czwartego-i-piatego-ilosciowego-poluzowania.pdf>

nie pomoże już Amerykanom w obniżaniu kursu dolara w celu wzrostu eksportu, gdyż inne państwa także zaczęły realizować podobną politykę.<sup>109</sup>

---

<sup>109</sup> Onet.pl, <http://wiadomosci.onet.pl/swiat/doktor-zaglada-ostzega-roubini-ma-obawy-o-gospoda,1,5195630,wiadomosc.html>

## Zakończenie

„Jedną z konsekwencji kryzysu finansowego 2008/2009 było odkrycie przez Amerykanów i Brytyjczyków tego, co Azjaci wymyślili już ponad dziesięć lat temu: że otwarte rynki kapitałowe, w połączeniu z nieuregulowanym sektorem finansowym, to doskonała recepta na katastrofę.”<sup>110</sup>

Powyższy cytat jest tylko jedną z prób spójnego i krótkiego podsumowania kryzysu *subprime*. Jednoznaczna ocena tego kawałka historii światowej gospodarki jest niełatwa, a często jest ona zależna od preferencji polityczno-ekonomicznych.

Całokształt analizowanego kryzysu, przytoczone historyczne dzieje spekulacji finansowych i teorie wybitnych ekonomistów pokazują, że cykl koniunkturalny jest procesem ciągłym. Po każdym okresie dobrobytu następuje „pokerowe sprawdzanie”, które wykazuje, w czym gospodarka zawiniła w minionym czasie. Historia zaś uczy tego, że pomimo powtarzających się perturbacji gospodarczych ciągle dochodzi do nierozważnych i nieracjonalnych działań ludzi, którzy kierują się w swoim działaniu zbyt często emocjami.

Kryzys, który rozpoczął się na amerykańskim rynku nieruchomości, pokazał, że kryzysy gospodarcze, które zrodziły się wraz z kapitalizmem ciągle powracają w niewiele zmienionej formie. Każdy z kryzysów rozpoczyna się od mało spektakularnych i często niezauważalnych czynników. Początkowe fazy załamania mogą trwać lata, a nawet dekady. Przy czym są one niewidoczne dla większości społeczeństwa i decydentów, a przez to stają się tak niebezpieczne.

Kryzys pokazał, że współczesna globalizacja istnieje w postaci bardzo efektywnej. Szybkość i skala transferu kryzysu okazała się ogromna, a skutki w wielu krajach wywołały rewolucyjne zmiany.

Załamanie rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, po którym zbankrutował między innymi Lehman Brothers nie było wcale wyjątkowe. Początek rozwoju tego kryzysu zaczął się wiele dziesięcioleci wcześniej, a na tworzenie się sprzyjającego klimatu dla tego rozwoju złożyło się wiele kwestii.

---

<sup>110</sup> F. Fukuyama, Nie stać nas na kapitalizm, „Foreign Affairs”, tłum. „Forum”, 26 kwietnia 2011



Jedną z nich była sekurytyzacja aktywów, która na ironię zwiększyła w trakcie trwania kryzysu poziom ryzyka. Sama procedura sekurytyzacji nie była wcale nowością, lecz jej masowość i wykorzystywaniu w niej bardzo skomplikowanych instrumentów finansowych sprawiły, że obawa o toksyczne aktywa pozostaje ciągle nierozwiązanym problemem.

Innym fundamentem kryzysu, o którym należy pamiętać, była polityka banku centralnego Stanów Zjednoczonych. Fed od początku XXI wieku preferował niskie stopy procentowe, które napędzały inwestycje, a przy tym także spekulację. Tanie kredyty sprawiły, że w rękach wielu ludzi znalazły się pieniądze, które potem pośrednio trafiały na rynki nieruchomości, giełdy papierów wartościowych czy były przeznaczane na zakup toksycznych walorów.

Spekulacja, w wyniku której doszło do kryzysu, powstała również na skutek liberalizacji zbyt wielu przepisów regulujących rynek bankowy i cały sektor finansowy. Wielu ekspertów sądzi, że to właśnie deregulacja była główną przyczyną kryzysu.

W roku 2008 znowu została przypomniana definicja wielu różnych terminów związanych z bankowością, takich jak na przykład kryzys zaufania lub ryzyko nadużycia. Sektor bankowy, który był głównym winowajcą powstania kryzysu, zgrzeszył na wiele różnych sposobów, a za jego grzechy zapłacili zwykli obywatele, którzy swoimi podatkami spłacili winy banków. Najbardziej bulwersuje fakt, że w sytuacji osobistych tragedii obywateli zarządy banków wypłacały sobie olbrzymie premie finansowe.

Niepokojącą kwestią związaną z kryzysem jest fakt, że rządzący i organy odpowiedzialne za kontrolę rynków nie były w stanie nie tylko zapobiec kryzysowi finansowemu ale przede wszystkim nie potrafiły walczyć z kryzysem w sposób, który byłby możliwie skuteczny.

Działania banku centralnego, rządu Stanów Zjednoczonych, plan Paulsona i inne sposoby na kryzys nie okazały się zbawiennym środkiem, który pozwoliłby Stanom Zjednoczonym na stabilny wzrost gospodarczy. Stało się tak głównie ze względu na ogromną skalę kryzysu poprzedzonego wieloma latami rozwoju.

Z każdego momentu zwrotnego w historii świata wynurza się zawsze pewnego rodzaju nowy ład, który jest tworzony przez współczesnych. Kryzys końca pierwszej dekady XXI wieku nie przyniósł do tej pory rewolucyjnych zmian i reform. Pomimo to można zaobserwować wzmożone działania w tym kierunku.

Przede wszystkim należy zwrócić uwagę na kryzys, który wystąpił wraz z kryzysem gospodarczym. Był nim kryzys ekonomii jako nauki. Ekonomiści analizujący tą kwestię mają bardzo różne zdania na ten temat. W zależności od przedstawiciela danej szkoły ekonomicznej możemy się spotkać z różnorodnymi poglądami w kwestii minionego kryzysu, o czym dokładnie wspominałem w pierwszym rozdziale. Ze wszystkich nauk istniejących na świecie ekonomia najbardziej roi się od błędów, tak mawiał Henry Hazlitt. Tłumaczył to tym, że nauka ta jest nader często wykorzystywana do egoistycznych interesów.

Rząd Stanów Zjednoczonych nie wprowadził drastycznych i oczekiwanych reform, a prezydent Barack Obama od początku swojej kadencji tracił z tego tytułu poparcie Amerykanów.

Kryzysy gospodarcze są nieodłącznym elementem naszego systemu ekonomicznego. Nie możemy ich wykluczyć. Natomiast jesteśmy w stanie je w pewnym stopniu diagnozować i minimalizować ich skutki. Należy zadbać o mechanizmy, które w przyszłości będą chronić gospodarkę i jej obywateli. Może warto zwrócić uwagę na przykłady mało popularnych ale skutecznych metod walk z kryzysem. Takim pozytywnym przykładem opisanym w tej pracy była Islandia, która pożegnała się z kryzysem w sposób drastyczny i zarazem skuteczny.

## Bibliografia

1. Antoniak A., Czy sektor bankowy USA czeka kolejna fala kryzysu?,  
<http://blog.parkiet.com/antoniak/2009/07/10/czy-sektor-bankowy-usa-czeka-kolejna-fala-kryzysu/>
2. Bagus P., Czy dojdzie do trzeciego, czwartego i piątego ilościowego luzowania?,  
<http://mises.pl/wp-content/uploads/2011/01/Bagus-czy-dojdzie-do-trzeciego-czwartego-i-piatego-ilosciowego-poluzowania.pdf>
3. Cholewiński J., Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego, <http://mises.pl/wp-content/uploads/2007/05/austriacka-teoria-cyklu-koniunkturalnego.pdf>
4. Dorosz A., Puławski M., praca pod redakcją Włodzimierza Januszkiewicza; Gieldy w gospodarce światowej, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1991
5. Encyklopedia zarządzania, Rynek pozagieldowy,  
[http://mfiles.pl/pl/index.php/Rynek\\_pozagie%C5%82dowy](http://mfiles.pl/pl/index.php/Rynek_pozagie%C5%82dowy)
6. Fedor P., Działania FED w kryzysie,  
[http://www.hossaprocapital.ue.wroc.pl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=27:dziaania-fed-w-kryzysie&catid=4:referaty&Itemid=9](http://www.hossaprocapital.ue.wroc.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=27:dziaania-fed-w-kryzysie&catid=4:referaty&Itemid=9)
7. Forsal.pl, Luzowanie ilościowe,  
[http://finansopedia.forsal.pl/wiki/Luzowanie\\_ilo%C5%9Bciowe](http://finansopedia.forsal.pl/wiki/Luzowanie_ilo%C5%9Bciowe)
8. Forsal.pl, Najpierw obywatele, potem rynki – sposób Islandii na wyjście z kryzysu,  
[http://forsal.pl/artykuly/595754,najpierw\\_obywatele\\_potem\\_rynki\\_sposob\\_islandii\\_na\\_wyjście\\_z\\_kryzysu](http://forsal.pl/artykuly/595754,najpierw_obywatele_potem_rynki_sposob_islandii_na_wyjście_z_kryzysu)
9. Friedman M., Schwartz A.J., Monetary History of the United States, Princeton University Press, 1967
10. Friedman M., Kapitalizm i wolność, PWN, Warszawa 1993
11. Fukuyama F., Nie stać nas na kapitalizm, „Foreign Affairs”, tłum. „Forum”, 26 kwietnia 2011
12. Gadomski W., Jak trwoga to do Keynesa, Gazeta Wyborcza, 6.12.2008
13. Gazeta.pl, Barclays przejmuje bankowość inwestycyjną Lehman,  
<http://gospodarka.gazeta.pl/Gielda/1,85951,5702821.html>

14. Gieraszek T., Przyczyny obecnego kryzysu systemu bankowego (na tle historycznym), w: Przyczyny i skutki kryzysu w ujęciu makro- i mikroekonomicznym, praca zbiorowa pod red. D. Fatuły, Wydział Ekonomii i Zarządzania Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, Kraków 2009
15. Głapiak E., Pesymizm rodzi recesję, Rzeczpospolita 2009, nr 74
16. GPW, <http://www.gpw.pl/historia>
17. Graham B., Inteligentny inwestor, Studio EMKA, Warszawa 2010
18. Gwiazdowski R., Islandzki Gejzer,  
<http://gwiazdowski.blogbank.pl/2012/09/10/islandzki-gejzer/>
19. Hazlitt H., Ekonomia w jednej lekcji, Seria wydawnicza Wyższej Szkoły Europejskiej im. Ks. Józefa Tischnera, Kraków 2004
20. James H., Koniec globalizacji? Czego nauczył nas wielki kryzys?, Wydawnictwo naukowe Scholar, Warszawa 2010
21. Kaczmarek T.T., Globalistyka – Przyszłość globalnej gospodarki, Difin, Warszawa 2007
22. KDPW, Raport na temat rachunków maklerskich w Polsce,  
[http://www.kdpw.pl/pl/KDPW/aktualnosci/News/Rach\\_maklerskie.pdf](http://www.kdpw.pl/pl/KDPW/aktualnosci/News/Rach_maklerskie.pdf)
23. Keynes J.M., Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza, PWN, Warszawa 1985
24. Kindleberger C. P., Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych, WIG PRESS, Warszawa 1999
25. Kolany K., Ekonomiści krytykują Plan Paulsona,  
<http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ekonomisci-krytykuja-8222-Plan-Paulsona-8221-1836919.html>
26. Kolany K., Historia o wilkach i owcach, czyli co stało u źródeł kryzysu,  
<http://www.bankier.pl/wiadomosc/Historia-o-wilkach-i-owcach-czyli-co-stalo-u-zrodel-Kryzysu-1842667.html>
27. Konopczak M., Sieradzki R., Wiercicki M., Kryzys na światowych rynkach finansowych, [www.bik.nbp.pl/content/2010/06/bik\\_06\\_2010\\_02\\_art.pdf](http://www.bik.nbp.pl/content/2010/06/bik_06_2010_02_art.pdf)
28. Kowanda C., Wielkie pompowanie, Polityka, 2.12.2008
29. Kreczmańska-Gigil K., Światowy kryzys finansowy a perspektywy rozwoju sekurytyzacji aktywów w Polsce, Studia i prace kolegium zarządzania i finansów, zeszyt naukowy 95, SGH w Warszawie, Warszawa 2009

30. Lityńska A., Światowy kryzys finansowy. Przyczyny i skutki gospodarcze, w: Przyczyny i skutki kryzysu w ujęciu makro- i mikroekonomicznym, praca zbiorowa pod red. Fatuły D., Wydział Ekonomii i Zarządzania Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, Kraków 2009
31. Lubowski A., Przyczyny kryzysu – wywiad z prof. Johnem B. Taylorem, <http://www.polityka.pl/rynek/ekonomia/1503550,1,przyczyny-kryzysu---wywiad-z-prof-johnem-b-taylorem.read>
32. Marks K., Engels F., Manifest komunistyczny, Książka i Wiedza, Warszawa 1956
33. Mill J.S., Zasady ekonomii politycznej i niektóre jej zastosowania do ekonomii społecznej, t. 2, PWN, Warszawa 1966
34. Ministerstwo gospodarki, Wpływ kryzysu na globalnym rynku finansowym na PKB i produkcję przemysłową ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji w polskim przemyśle przetwórczym, Warszawa 2009
35. Minsky H., Stabilizing an Unstable Economy, McGraw-Hill, New York 2008
36. Minsky H., Can 'it' happen again? Essays on instability and finance, M. E. Skarpe, New York 1982
37. Mises L., Interwencjonizm, Arcana, Kraków 2000
38. Morawski W., Kronika kryzysów gospodarczych, TRIO, Warszawa 2003
39. Nagórska M., Krokodyle kryzysu, Wprost 2008, nr 45
40. Onet.pl, <http://wiadomosci.onet.pl/swiat/doktor-zaglada-ostreza-roubini-ma-obawy-o-gospoda,1,5195630,wiadomosc.html>
41. NYSE Euronext, <http://corporate.nyx.com/en/who-we-are/history/amsterdam>
42. NYSE Euronext, <http://corporate.nyx.com/en/who-we-are/history/new-york>
43. OECD, [stats.oecd.org](http://stats.oecd.org)
44. O'Keefe D., Polityka do upadłego: światowy kryzys finansowy 2008 roku, w: Platon na Wall Street, praca pod redakcją Kleczkowskiego J. i Price'a J., Ośrodek Myśli Politycznej, Kraków 2010
45. Okrzesik J., Fiat kupi dziś Chylera, [http://forsal.pl/artykuly/324197,fiat\\_kupi\\_dzis\\_chylera.html](http://forsal.pl/artykuly/324197,fiat_kupi_dzis_chylera.html)
46. Ostaszewski J., W. Bołkunow, K. Kreczmańska-Gigol, Tuziemek R., Nowe wyzwania w zakresie ekonomii i polityki gospodarczej po kryzysie subprime, SGH w Warszawie, Warszawa 2010
47. Parkiet.com, GPW zbliżyła się do giełdy norweskiej, <http://www.parkiet.com/artykul/10,1192122.html>

48. Piech K. i Marczak K., Cykle koniunkturalne: ujęcie historyczne i przegląd głównych teorii,  
[http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra\\_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K.\\_Cykle%20koniunkturalne\\_ujecie%20historyczne%20i%20przeblad%20glownych%20teorii.pdf](http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra_ekonomii/Piech%20K.,%20Marczak%20K._Cykle%20koniunkturalne_ujecie%20historyczne%20i%20przeblad%20glownych%20teorii.pdf)
49. Przesławska G., Ekonomia w czasach kryzysu,  
[www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/35511](http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/35511)
50. PWN Biznes, <http://biznes.pwn.pl/haslo/3978140/spekulacja.html>
51. PWN Biznes, <http://biznes.pwn.pl/haslo/3970478/rynek-pozagieldowy.html>
52. PWN Biznes, <http://encyklopedia.pwn.pl/haslo.php?id=3928086>
53. PWN Biznes, <http://biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3924571>
54. Roubini N., Mihm S., Ekonomia Kryzysu, Wolters Kluwer Polska, 2011
55. Rzeczpospolita, Chude czasy dla firm, <http://www.rp.pl/artykul/5,268663.html>
56. Rzeczpospolita, Islandia: Premier zdymisjonował rząd,  
<http://www.rp.pl/artykul/252714,254031.html>
57. Skidelsky R., Keynes versus klasycy, Project Syndicate, 2009, Gazeta Wyborcza 31.X-1.XI.2009
58. Sztompka P., Polityka, <http://www.polityka.pl/rynek/ekonomia/271378,1,ten-kryzys-to-kryzys-zaufania.read>
59. Szyszka A., Zachowanie inwestora a teoria rynku kapitałowego, „Ekonomista” 2004, nr 3
60. Taylor J. B., Zrozumieć kryzys finansowy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011
61. The Telegraph, Nomura snaps up Lehman Rother’s European business,  
<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/3069838/Nomura-snaps-up-Lehman-Brothers-European-business.html#>
62. Walewska D., Nowa składka na MFW, Rzeczpospolita 2009, nr 79
63. Wiśniewski A., Co to jest sekurytyzacja i kto z niej korzysta,  
[http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/26099,co\\_to\\_jest\\_sekurytyzacja\\_i\\_kto\\_z\\_niej\\_korzysta.html](http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/26099,co_to_jest_sekurytyzacja_i_kto_z_niej_korzysta.html)
64. World Bank, Bazy danych Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/indicator>
65. Woś R., Keynes, Hayek, Schumpeter: w czasie kryzysu stare idee przeżywają renesans,

[http://forsal.pl/artykuly/581927,keynes\\_hayek\\_schumpeter\\_w\\_czasie\\_kryzysu\\_stare\\_idee\\_przezywaja\\_renesans.html](http://forsal.pl/artykuly/581927,keynes_hayek_schumpeter_w_czasie_kryzysu_stare_idee_przezywaja_renesans.html)

66. Wprost, Ceny żywności rosną, <http://www.wprost.pl/ar/336626/Ceny-zywnosci-rosna-Bank-Swiatowy-to-niepokojace-bedziemy-pomagac/>
67. Wróbel Ł., Open Finance, <http://www.newtrader.pl/roboty-na-gieldzie-dawcy-plynosci-i-zrodlo-krachow,25,metody.html>
68. Zaleska M., Przyczyny I skutki kryzysu w USA, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Przyczyny-i-skutki-kryzysu-w-USA-1739652.html>

## Wykaz rysunków

RYSUNEK 1 MODEL MISESA-HAYEKA	21
RYSUNEK 2 MECHANIZM AMERYKAŃSKIEGO RYNKU TANICH KREDYTÓW HIPOTECZNYCH	29
RYSUNEK 3 STOPA PROCENTOWA FED-U – PRZEBIEG RZECZYWISTY I SCENARIUSZ ALTERNATYWNY W PROCENTACH	31
RYSUNEK 4 WYBRANE INDEKSY GIEŁDOWE W LATACH 2007-2009	36
RYSUNEK 5 WYKRES ZYSKÓW AMERYKAŃSKIEGO SEKTORA BANKOWEGO PRZED OPODATKOWANIEM	38
RYSUNEK 6 LICZBA BANKÓW W STANACH ZJEDNOCZONYCH	38
RYSUNEK 7 LICZBA PRACOWNIKÓW BANKÓW AMERYKAŃSKICH	39
RYSUNEK 8 SALDO ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH Z OPERACJI Z BANKIEM CENTRALNYM	39
RYSUNEK 9 WYKRES INDEKSU DOW JONES 30	45
RYSUNEK 10 WYKRES INDEKSU FTSE 100	46
RYSUNEK 11 WZROST PKB STANÓW ZJEDNOCZONYCH I GOSPODARKI ŚWIATOWEJ W LATACH 2002-2011	47
RYSUNEK 12 INFLACJA KONSUMENCKA W STANACH ZJEDNOCZONYCH I UNII EUROPEJSKIEJ W LATACH 2002-2011	48
RYSUNEK 13 DŁUG PUBLICZNY W STANACH ZJEDNOCZONYCH I UNII EUROPEJSKIEJ	49
RYSUNEK 14 STOPA BEZROBOCIA STANÓW ZJEDNOCZONYCH I UNII EUROPEJSKIEJ	50
RYSUNEK 15 STOPA OSZCZĘDNOŚCI PRYWATNYCH W STANACH ZJEDNOCZONYCH I UNII EUROPEJSKIEJ	50
RYSUNEK 16 STOPA DYSKONTOWA FED 2007-2010	52
RYSUNEK 17 PODAŻ PIENIĄDZA M3 W USA W LATACH 2006-2012	52
RYSUNEK 18 WYKRES KURSU INDEKSU S&P 500 W LATACH 2007-2011	53
RYSUNEK 19 WYKRES KURSU EUR/USD W LATACH 2007-2012	54

## Wykaz tabel

TABELA 1 WZROST PKB WYBRANYCH KRAJÓW W LATACH 2006-2010	47
---	----