

*Anna Staszal*

Studia Doktoranckie Wydziału Finansów  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

# Przyczyny i skutki kryzysu finansowego: sporne kwestie teoretyczne

## Streszczenie

W niniejszym artykule starano się zebrać poglądy różnych ekonomistów na temat przyczyn powstawania kryzysów finansowych na świecie i ich skutków. Przedstawiono także stanowiska metodologów nauk ekonomicznych wobec przemian zachodzących we współczesnej ekonomii. W pracy omówiono również skrótowo przyczyny globalnego kryzysu gospodarczego XXI w., osadzając je w modelu H. Minsky'ego oraz skutki kryzysu wraz z działaniami różnych instytucji w odpowiedzi na ten kryzys.

Głównym celem artykułu jest nakreślenie spornych kwestii teoretycznych prezentowanych przez takich ekonomistów, jak: H. Minsky, P. Krugman, Ch. Kindleberger i J. Stiglitz, oraz skonfrontowanie ich poglądów i racji.

**Słowa kluczowe:** kryzys finansowy, model ekonomiczny, interwencjonizm, liberalizm.

## 1. Wstęp

Zagadnienia przyczyn powstawania i skutków kryzysów finansowych są według Ch. Kindlebergera jednymi z najbardziej popularnych przedmiotów rozważań w ekonomii. Obecnie w związku z zaistniałym kryzysem ekonomia znalazła się w centrum zainteresowania i zagadnienia ekonomiczne są powszechnie komentowane. P. Krugman [2001, s. 174] zauważył, że „wielu mędrców nie akceptuje poglądu, że seria nowych kryzysów gospodarczych dowodzi istnienia pewnego

problemu systemowego”. W podobnym tonie wypowiadał się K. Sosenko [2008, s. 132]: „dopiero ewentualny kryzys obnażyłby ułomność wiedzy ekonomicznej i zmusił do zmiany jej paradygmatu”. T. Sedláček zaś stwierdził, że „kryzys nie był dość twardy [...], czegoś się nauczyliśmy, ale na pewno nie doszło do zasadniczej reformy tego, jak postrzegamy ekonomię [...], potrzeba nam twardszego kryzysu. Potem będzie lepiej” [Sedláček i Orrell 2012, s. 16].

W czasie kryzysu w dyskusjach prowadzonych wśród ekonomistów kwestionowano nawet podstawy kapitalizmu, rynku i współczesnej ekonomii. W niniejszym artykule podjęto próbę przedstawienia różnych poglądów dotyczących przyczyn powstawania kryzysów finansowych na świecie, jak i przedstawienia skutków kryzysu będących weryfikacją teorii. W artykule korzystano z opracowań ekonomistów różnych nurtów i różnych epok: P. Krugmana, Ch.P. Kindlebergera, J. Stiglitz, H. Minsky’ego, K. Marksa, J.M. Keynesa, M. Friedmana. Powoływano się również na opinie polskich ekonomistów, m.in.: W. Nawrot, S. Owsiańska, T. Kaczmarka oraz na badania statutowe prowadzone w 2011 r. w Katedrze Bankowości i Rynków Finansowych Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach przez J. Żabińską, K. Mitręę-Niestrój i B. Puszer.

## 2. Stabilizacja gospodarki – model Hymana Minsky’ego

H. Minsky (1919–1996) wśród teoretyków pieniądza miał opinię pesymisty, jeżeli chodzi o podatność systemu finansowego na różnorakie wstrząsy, jego kruchość i niestabilność [Kindleberger 1999, s. 22]. Początkowo książka amerykańskiego ekonomisty pt. *Stabilizing an Unstable Economy* opublikowana w latach 80. XX w. przez Yale University Press nie cieszyła się popularnością jednakże trzy dekady później zyskała duży rozgłos i stała się jedną z najczęściej cytowanych publikacji. Według W. Nawrot [2009] H. Minsky przedstawił kluczowe tezy niestabilności systemu finansowego, a nowoczesnością wyprzedził swoje czasy, sięgając okresu globalnego kryzysu gospodarczego XXI w.

H. Minsky wskazywał (podobnie jak klasycy ekonomii: I. Fisher, J.S. Mill i A. Marshall) na zmiany w strukturze finansowania jako na jedną z przyczyn wrażliwości obecnego systemu finansowego. Współcześnie zarówno przedsiębiorstwa, jak i gospodarstwa domowe finansują wydatki konsumpcyjne i wydatki na inwestycje z zewnętrznych źródeł na bardzo dużą skalę. Ekspozycja jednostek na rynek finansowy (w szczególności na segment dłużny tego rynku) jest tak duża, że kondycja finansowa tych jednostek paradoksalnie jest uzależniona od nastrojów panujących na tych rynkach. Jednakże w takim samym stopniu stabilność rynków finansowych jest uzależniona od kondycji jednostek gospodarczych. Powstaje w ten sposób globalny rynek finansowy XXI w.: mechanizm niezwykle złożony,

którego składowe (tak jak w prawie Pascala) mają ogromne możliwości oddziaływania na siebie.

Kolejny według H. Minsky'ego powód zwiększonej podatności systemu finansowego na zjawiska kryzysowe to zmiany w strukturze zobowiązań, a dokładniej wzrost zobowiązań krótkoterminowych kosztem malejącej liczby zobowiązań długoterminowych. Oznacza to finansowanie długoterminowych przedsięwzięć inwestycyjnych krótkoterminowymi zadłużeniami, które są następnie „rolowane”. Konsekwencją tych poczynań jest uzależnienie możliwego terminu spłaty zobowiązań od zdolności do zaciągania nowych. Zobowiązania nie są regulowane z wypracowanych środków, lecz ze środków z nowego kredytu. Taka praktyka jest kolejnym przyczynkiem do powstania sytuacji kryzysowych.

H. Minsky zwraca uwagę, że po wydarzeniach z okresu „wielkiej depresji” i następującej niedługo po nich II wojnie światowej, wykształciły się solidne mechanizmy stabilizacyjne w gospodarce amerykańskiej, jednakże pod wpływem nowych nurtów ekonomicznych te mechanizmy, jak i wypracowany konserwatyzm finansowy z biegiem czasu zaczęły tracić znaczenie. Deregulacje z lat 70. i 80. XX w. ukształtowały nową strukturę systemu finansowego: bardziej elastyczną, otwartą, korzystniejszą dla podmiotów rynku, ale także bardziej skomplikowaną, bardziej niestabilną i bardziej podatną na zjawiska kryzysowe [Nawrot 2009, s. 11–12].

Również państwa Europy Zachodniej, które po II wojnie światowej sukcesywnie stawały się państwami nadopiekuńczymi, co skutkowało spowolnieniem gospodarczym, w latach 80. XX w. zmieniły nastawienie, promując swobodę rynku. Wprowadzane zmiany legislacyjne, które zakładały oddziaływanie na procesy gospodarcze w minimalnym stopniu przyczyniły się do stopniowej deregulacji rynków finansowych i braku rzetelnego nadzoru nad tymi rynkami. Do kryzysu finansowego przyczyniło się też powstawanie coraz to nowych, bardziej egzotycznych instrumentów finansowych. Jeszcze inną przyczynę można odnaleźć we wzroście skłonności do ryzyka wśród instytucji finansowych. Banki, które w odczuciu społeczeństwa stanowić powinny instytucje społecznego zaufania, zaczęły dążyć za wszelką cenę do maksymalizacji zysków. W swych działaniach mogły czuć się bezkarne, gdyż w krytycznych sytuacjach mogły liczyć na pomoc rządową [Feldman i Stern 2004].

Polscy ekonomiści przyczynę zwiększonej wrażliwości krajów na załamania występujące na rynkach finansowych również upatrują w zbyt szybko przeprowadzanej deregulacji i liberalizacji, bez wdrażania odpowiednich instytucjonalnych rozwiązań, które zabezpieczałyby stabilność finansową [*Zapobieganie i zarządzanie...* 2012, s. 13]. Wielu ekonomistów odpowiedzialnością za kryzys obarcza tzw. konsensus waszyngtoński. Zgodnie z nim władze miały upłynniać kursy, otwierać rynki, walut, znosić ograniczenia rynku i deregulować je

[Kołodko 1999]. Początkowo Agenda Williamsa miała dotyczyć krajów Ameryki Łacińskiej, jednakże szybko stała się politycznym wzorcem dla innych krajów, także dla MFW i Banku Światowego. Konsensus waszyngtoński szybko zyskał miano bycia credo globalizacji. Ślepo naśladowano zasady konsensusu, były one też rekomendowane przez G7. Dopiero pod koniec lat 90. XX w. zaczęto krytykować agendę, gdy kolejne kraje ją stosujące popadały w kryzys. Najbardziej liberalni ekonomiści wyjaśniali, że nie dość konsekwentnie wprowadzano zalecenia konsensusu. Jednakże to właśnie działania pod agendę pozbawiły rynek bezpieczeństwa i wystawiły go na działanie kryzysu. Obecnie konsensus stracił swoją reputację, a wnioski z tych „wydarzeń są takie, że nie wolno ślepo wierzyć w moc „niewidzialnej ręki rynku”, która zresztą według niektórych ekonomistów wcale nie istnieje. J. Stiglitz [2007, s. 36] stwierdza, że rynki nie są doskonałe, nie potrafią same załatwiać swoich spraw, a wzrost gospodarczy nie stanowi lekarstwa na wszystkie bolączki świata finansów. Podobnego zdania jest T. Sedlacek, podając w wątpliwość przekonanie, że ciągły wzrost gospodarczy jest zupełnie normalny, skoro ekonomia ma się znajdować w stanie równowagi [Sedlacek i Orrell 2012, s. 17]. Również T. Kaczmarek [2009, s. 142] stwierdza, że obecny kryzys ma swoje źródło w konsumpcji, która osiągnęła wielkie i patologiczne rozmiary, „przekroczono racjonalne granice wzrostu globalnej gospodarki”.

Wielu ekonomistów za punkt wyjścia rozważań o przyczynach powstawania kryzysów finansowych stawia sobie model H. Minsky’ego. H. Minsky zapisał się w historii ekonomii poprzez wskazanie, w jaki sposób pożądana przez ludzi stabilność ekonomiczna sprzyja nadmiernej ekspansji kredytowej, rośnięciu banki spekulacyjnej, a w konsekwencji zahamowaniu wzrostu gospodarczego.

Według H. Minsky’ego powstanie lawiny zaczyna się od „szoku”. W latach 20. XX w. w USA była to dynamiczna gospodarka: produkcja samochodów i budowa autostrad, w latach 80. XX w. w Japonii – liberalizacja finansowa i aprecjacja jena, w latach 90. XX w. rewolucja informatyczna w USA. Poprzez taki szok rośnie popyt na dane dobro/usługę, któremu towarzyszy wzrost cen, a wzrost cen oznacza wzrost zysków przedsiębiorstw. Dochodzi do ponadprzeciętnego wzrostu gospodarczego, co skłania uczestników rynku do inwestowania. W końcu pojawia się stan „euforii”. Z pojęciem tym powiązane są inne pojęcia: *overtrading* – oczekiwania nadmiernego wzrostu aktywów; *follow-the-leader* – ślepe podążanie w jednym kierunku celem spekulacyjnego osiągnięcia dużych zysków. W tym samym czasie banki, walcząc o klienta, zwiększają akcję kredytową. To wszystko prowadzi do nieracjonalnego zachowania inwestorów. Pojawia się „bańka”, której cechą charakterystyczną jest pęknięcie, czego konsekwencją jest właśnie kryzys.

### 3. Studia nad kryzysami finansowymi XX w. celem odkrycia przyczyn zjawisk kryzysowych

Kryzysy finansowe od wieków stanowią nieodłączną część ludzkiego bytu i ekonomicznej rzeczywistości. Tabela 1 przedstawia niektóre kryzysy finansowe, które dotknęły świat w ubiegłym wieku.

Tabela 1. Największe kryzysy finansowe XX w.

Kraje dotknięte kryzysem (lata krachu)	Przyczyny powstania bańki spekulacyjnej
Wielka Brytania, USA (1921 r.)	Silny wzrost cen akcji, surowców, zapasów
USA (1929 r.)	Silny wzrost cen ziemi, a później akcji
Austria, Niemcy, Wielka Brytania, Japonia (1931 r.) USA (1933 r.)	Odcięcie krajów Europy od pożyczek z USA
Francja (1958 r.), Kanada (1962 r.), Włochy (1963 r.), Wielka Brytania (1964 r.), USA (1973 r.)	Niestabilność kursów walutowych
USA, świat (lata 1974–1975)	Upadek Breeton Woods, wzrost cen ropy
USA, świat (OPEC 1979 r., dolar: 1979 r., zie- mia: 1979 r., ropa: 1980 r.)	Wzrost cen ropy, ziemi, dolara
USA (1987 r.)	Wzrost cen akcji, luksusowych domów, dolara
Japonia (1990 r.)	Wzrost indeksu Nikkei, wzrost cen nierucho- mości
Meksyk (lata 1994–1995)	Deregulacja, wewnętrzny boom
Tajlandia, Indonezja, Malezja, Korea, Rosja, Brazylia (lata 1997–1998)	Deregulacja, zadłużenie zagraniczne

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Kindleberger 1999, s. 402–406, Krugman 2001, s. 58–79, Kaczmarek 2009, s. 129–137].

Na podstawie danych zawartych w tabeli można stwierdzić, że wraz z rozwojem gospodarczym wzrastał optymizm inwestorów oraz dynamika udzielania kredytów, ale równoległe ze wzrostem gospodarczym tworzyła się także bańka spekulacyjna. Drugie półwiecze było bardzo niestabilne, kryzysy doprowadziły do załamania systemów bankowych w wielu państwach, gdzie banki musiały zmierzyć się ze zbyt dużą ilością udzielonych kredytów, a rządy obciążały podatników kosztami ratowania banków. Od 1980 r. powstało więcej baniek spekulacyjnych niż kiedykolwiek wcześniej w takich krajach, jak np: Japonia, Finlandia, Norwegia, Szwecja, kraje Azji Wschodniej, USA. W konsekwencji we wspomnianych krajach musiało dość do recesji gospodarczej.

Wielu ekonomistów, analizując przebieg minionych kryzysów gospodarczych, starało się dociec przyczyn ich powstawania, w literaturze można się więc zetknąć z różnymi modelami kryzysów finansowych. Tradycyjny model kryzysów finansowych (*model of general financial crises*) obejmuje szybki wzrost cen danych aktywów (np. akcji, nieruchomości, walut), a następnie korektę ich wyceny (*boom and bust*). W modelu tym pojawia się psychologiczny motyw epizodycznej „manii ludzkiej”, natomiast inne modele opierają się na założeniach cykliczności. Należą do nich np. cykl zapasów Kitchinga, cykl inwestycji w budowę fabryk Juglara czy też cykl w budownictwie mieszkaniowym Kutznesa. Ch. Kindleberger [1999] w książce o znaczącym tytule *Szaleństwo, panika, krach* również wskazuje, że kryzysy finansowe wiążą się ze szczytami cykli koniunkturalnych: kryzys to kulminacja okresu ekspansji i początek zwrotu w dół. Ch. Kindleberger odrzuca monetarystyczny punkt widzenia, zgodnie z którym zjawisk kryzysowych można uniknąć, jeżeli tylko podaż pieniądza kształtowałaby się na ustalonym, regularnym poziomie. Według niego nawet jeżeli rynki działają bez zarzutu, to i tak zdarza się im załamanie, a wówczas konieczna jest interwencja pożyczkodawcy ostatekniej instancji, czyli interwencja państwa. Ch. Kindleberger twierdzi, że rynki są „generalnie skuteczne”. To stwierdzenie plasuje poglądy Ch. Kindlebergera dokładnie pośrodku między tymi, którzy uważają, że rynki finansowe i towarowe działają perfekcyjnie, a tymi, którzy sądzą, że mechanizm rynkowy przynosi więcej szkody niż pożytku. Pomimo że Ch. Kindleberger nie zgadza się do końca z H. Minskim, przyznaje, że jego model doskonale wyjaśnia minione kryzysy finansowe Stanów Zjednoczonych. Ch. Kindleberger stoi jednakże na stanowisku, że model Minsky’ego nie nadaje się do analizy współczesności i wskazuje, że każdy kryzys finansowy jest jedyny w swoim rodzaju, stanowiąc rezultat niepowtarzalnych splotów wydarzeń.

#### 4. Przyczyny globalnego kryzysu gospodarczego XXI w.

W ogólnym modelu kryzysu finansowego H. Minsky’ego pierwszym krokiem do zaistnienia kryzysu jest tzw. szok. Za taki „modelowy” szok, który doprowadził do globalnego kryzysu finansowego XXI w., został uznany dynamiczny rozwój rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych [Nawrot 2009, s. 42]. W następstwie rosły ceny nieruchomości mieszkalnych i zyski przedsiębiorstw, w rezultacie szok doprowadził do ponadprzeciętnego wzrostu gospodarczego, co podsycało optymizm uczestników rynku, a rynek nieruchomości coraz bardziej się nakręcał, doprowadzając do powstania bańki cenowej. Ów optymizm, jak i łatwość dostępu i taniaść kredytu (FED sukcesywnie obniżał stopy procentowe: od 6,5% w 2000 r. do 1,5% w 2003 r.) sprzyjały inwestycjom, rosło zaintereso-

wanie kupnem papierów wartościowych, a przez to zwiększały się ich ceny. Rynek papierów wartościowych jednakże tym się cechuje, że wzrost cen na nim pobudza tendencje spekulacyjne: inwestorzy popadają w gorączkę zakupów, licząc na szybkie zyski. W cały ten cykl włączają się banki i powstaje subrynek kredytów. Banki, stosując agresywną politykę finansową nastawioną na maksymalizację zysków, udzielają kredytów osobom niemającym żadnej zdolności kredytowej (tzw. NINJA od ang.: *No Income, No Job, No Assets* – czyli osobom bez pracy, przychodów czy też aktywów zabezpieczających). Jednakże gdyby działania kończyły się tylko na udzielaniu takich „złych” kredytów, to wówczas problemem stałyby się jedynie masowe bankructwa banków hipotecznych. To system sekurytyzacji długów sprawił, że problem mieszkańców Stanów Zjednoczonych niepotrafiących spłacić zaciągniętych długów urósł do rangi globalnego kryzysu finansowego. Dynamika wzrostu kredytów hipotecznych była tak ogromna, że dynamika wzrostu depozytów bankowych nie mogła jej dorównać, dlatego banki decydowały się na emisję papierów wartościowych zabezpieczonych na portfelu udzielonych kredytów. Poprzez ich sprzedaż banki nie tylko pozyskiwały kapitał, ale również transferowały ryzyko na kupców tych papierów wartościowych. Kolejnym ogniwem łańcucha przyczyn kryzysu finansowego były CDS (*credit default swaps*). Nabywcy instrumentów dłużnych, aby ograniczyć ryzyko kupowali ten rodzaj ubezpieczenia ryzyka kredytowego swoich inwestycji.

Podwyżka stóp procentowych w USA spowodowała wzrost kosztu obsługi kredytów i już pod koniec 2005 r. pojawiły się pierwsze symptomy zbliżających się problemów rynku nieruchomości. W marcu 2007 r. ukazał się raport *Mortgage Bankers Association*, który wskazał zagrożenia płynące z rynku *subprime mortgages*. Wtedy rozpoczęła się masowa wyprzedaż akcji tych instytucji, które były zaangażowane na rynku złych kredytów. W czerwcu agencje ratingowe zaczęły obniżać im rankingi, aż w końcu nastąpiło załamanie zaufania instytucji finansowych. W końcu pękła bańka nieruchomości, załamał się ten segment rynku, ceny zaczęły spadać, co spowodowało zmniejszenie zabezpieczeń kredytowych, a uczestnicy rynku *mortgages* wpadli pułapkę zadłużenia. Kolejnym segmentem, który się załamał, był rynek papierów wartościowych. Rosnąca niepewność ogarnęła inne segmenty rynku.

Reasumując, wśród przyczyn globalnego kryzysu finansowego XXI w. teoretycy wyróżniają: niski poziom przejrzystości rynków finansowych, zbyt skomplikowane instrumenty finansowe, brak skutecznych systemów ostrzegania, niedoszacowanie ryzyka i hazardowe do niego podejście [*Zapobieganie i zarządzanie...* 2012, s. 7–8]. Niektórzy wskazują również niewystarczającą skuteczność rachunkowości jako instrumentu kontroli [Piaszczyk 2011, s. 8]. Kontrolna funkcja rachunkowości okazała się nieskuteczna w wykrywaniu przejawów oszukańczej sprawozdawczości finansowej, nie ustrzegła ona ani wielkich przedsięwzięć

przed upadkiem, ani inwestorów przed ogromnymi stratami. Według J.E. Stiglitz [2006, s. 128–145] zarówno manipulacje księgowe, tak zwana agresywna rachunkowość, jak i defraudacje i oszustwa finansowe można uznać za jedną z przyczyn sytuacji kryzysowych na świecie. Tezę tę potwierdzają zawirowania rynku, które miały miejsce na początku XXI w. Symbolicznym początkiem kryzysu była w 2001 r. afera finansowa wokół amerykańskiego giganta Enron oraz afery w WorldCom, Xerox czy Freddie Mac. Niewiele później również w Europie ujawniono wielkie skandale księgowe, m.in. spółek Parmalat we Włoszech czy Royal Ahold w Holandii. W Polsce także podejrzewano księgowych o manipulowanie wynikami finansowymi spółek giełdowych. Zmanipulowane dane finansowe jednak przechodziły przez weryfikację biegłych rewidentów i audytorów wewnętrznych i zewnętrznych pozytywnie [Piaszczyk 2011, s. 57–58]. Zarówno wyżej wspomniane afery księgowe, jak i fakt, że nazbyt często korygowano sprawozdania finansowe już po ich ogłoszeniu, spowodowały spadek zaufania do systemu rachunkowości i wiarygodności sprawozdań finansowych. Po pęknięciu bańki sztucznego wzrostu cen akcji firm komputerowych ponad połowa mieszkańców Stanów Zjednoczonych straciła zaufanie do inwestowania w papiery wartościowe. Jednakże spadek zaufania inwestorów odczuły nie tylko te spółki, u których wykryto nieuczciwe praktyki księgowe, lecz prawie wszystkie spółki publiczne. Od stycznia do października 2002 r. indeks nowojorskiej giełdy Dow Jones spadł o 27%, a jeszcze mocniej zareagował rynek pozagiełdowy: indeks Nasdaq spadł o 43% ([www.wyborcza.pl](http://www.wyborcza.pl)). Powyższe wydarzenia pociągnęły za sobą spadek wartości dolara, a także spadek dochodowości 10-letnich obligacji skarbowych, które można nazwać miernikiem zaufania do państwa. W erze globalizacji kryzys zaufania do rynków finansowych szybko przeniknął do innych państw; spadły indeksy giełd we Frankfurcie, Londynie, Paryżu i Tokio.

Na obronę systemu rachunkowości należy przytoczyć słowa Ch. Lundersa, dyrektora FASB (Financial Auditing Standards Board), który uznał, że problemu nie stanowi sam system rachunkowości, ale ludzie [Gut 2006, s. 2]. Podobne stanowisko przyjmuje A. Kamela-Sowińska: „Za kryzys finansowy odpowiadają analitycy finansowi, księgowi, dyrektorzy finansowi i audytorzy, a nie rachunkowość jako system” [Pokojska 2008].

W 2008 r. na szczycie G20 przyznano [*Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy, G-20, 2008*], że w okresie silnego wzrostu gospodarczego uśpiona została czujność: uczestnicy rynków zapatrzeni w zyski niestarannie przeprowadzali analizy ryzyka, zamiast odpowiednich standardów panoszyły się szkodliwe praktyki zarządzania ryzykiem, pojawiały się rozmaite instrumenty finansowe: pochodne od pochodności i równocześnie luki prawne do nich się odnoszące, a polityka makroekonomiczna była słaba, niespójna i nieade-



kwatna do potrzeb. Na deregulację dostępu do rynków finansowych i liberalizację przepisów kapitałowych jako zakrzewie kryzysu wskazuje również T. Sedlacek. Zaznacza on, że kurczenie się sektora finansowego nie musi przynosić negatywnych skutków: ponieważ problematyczna nierównowaga powstaje wtedy, gdy sektor finansowy przerasta realną gospodarkę. Szukając najbardziej skrajnej opinii dotyczącej przyczynków powstania kryzysów finansowych, należy zacytować K. Marksa i F. Engelsa: „Wystarczy przypomnieć kryzysy handlowe, które cyklicznie podważają, za każdym razem coraz poważniej, podstawy istnienia burżuazyjnego społeczeństwa”. M. Scousen [2012, s. 219] zaś stwierdza, że niektórzy przeciwnicy wolnego rynku obarczają winą za globalny kryzys finansowy kapitalizm, mówiąc o kryzysie kapitalizmu. Jednakże inni mówią raczej o kryzysie etatyzmu: to kryzys państwa nadopiekuńczego, interwencjonizmu, który to przecież zalicza się do łagodniejszych form socjalizmu.

Niech konstatacją dotyczącą przyczyn powstawania kryzysów finansowych będzie definicja podana przez NBP: „Kryzys finansowy jest następstwem załamania się zaufania do stabilności całego systemu finansowego gospodarki lub jego poszczególnych elementów” [*Raport o stabilności...* 2003, s. 7].

Niewątpliwym objawem kryzysu jest pogorszenie się płynności na rynku finansowym, co niesie liczne negatywne skutki. Zakłócenia na rynku finansowym niemal natychmiast przekładają się na kondycję rynku papierów wartościowych, a złe nastroje na giełdzie z kolei powodują spadek konsumpcji, mniejsze kredytowanie i niższe inwestycje w gospodarce.

Badania przeprowadzone przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (dotyczyły analizy ponad stu sytuacji kryzysowych z różnych krajów) ukazały, że recesja występowała najczęściej po kryzysach w sektorze bankowym [International Monetary Fund 2008, s. 129–150]. Prawdopodobieństwo wystąpienia recesji było tym większe, im silniejszy był wzrost cen nieruchomości, akcji, i im większa była ekspansja kredytowa przed kryzysem. Recesja była głębsza w tych przypadkach, w których zadłużenia gospodarstw domowych były największe. Wnioski z badań empirycznych wskazują również, że recesje pokryzysowe były bardziej dotkliwe w tych krajach, w których rozpowszechnione są nowoczesne techniki finansowe (np. sekurytyzacja).

## 5. Skutki kryzysu finansowego

Kryzys finansowy, dotykając jednego elementu systemu finansowego, może zakłócić cały segment rynku, system finansowy danego kraju bądź też objąć

swym zasięgiem cały świat. W dobie globalizacji<sup>1</sup> zakłócenia rynku Stanów Zjednoczonych nie pozostaną w odizolowaniu. W efekcie współczesny świat musi mierzyć się z największym i najpoważniejszym w skutkach kryzysem gospodarczym.

Globalny kryzys finansowy dotknął nie tylko uczestników rynku finansowego, lecz zakłócił również działanie całej gospodarki. W pierwszej kolejności kryzys odcisnął swoje piętno na rynkach finansowych. Najbardziej ucierpiał z powodu kryzysu finansowego, który wystąpił w wyniku pęknięcia bańki nieruchomości w USA, sektor bankowy, ponieważ jest silnie powiązany z rynkiem nieruchomości. Instytucje finansowe po załamaniu rynku subprime były zmuszone dokonać ogromnych odpisów z tytułu trwałej utraty wartości aktywów – łącznie w kwocie 700 mld. USD, które to zgodnie z zasadami rachunkowości (były wyceniane w wartości godziwej) wpłynęły bezpośrednio na wynik finansowy, generując straty. Przez problemy związane ze złymi kredytami w okresie od 2007 r. do listopada 2008 r. instytucje finansowe straciły 1 bln USD [Nawrot 2009, s. 84]. W tym czasie, gdy kryzys doskwierał bankom amerykańskim i europejskim, banki Azji wydawały się odporne na kryzys. Pod koniec 2008 r. również i banki w Japonii odczuły jego skutki. Kryzys dotknął nie tylko banków, lecz również i sektora ubezpieczeniowego, w którym odnotowano duże straty, a także branże gospodarki, takie jak przemysł samochodowy czy budownictwo. Wiele instytucji upadło (Lehman Brothers, Hume Bank, Washington Mutual Inc) lub znalazło się na skraju upadłości, niektóre z nich zostały uratowane tylko dzięki nacjonalizacji (Northern Rock, Bradford & Bingley, landsbanki Islandii). Rządy wielu państw musiały podjąć się dokapitalizowania banków. Jednakże te działania nie spowodowały zatrzymania utraty zaufania na rynku międzybankowym, a wręcz informacje o nich podsyciły atmosferę. Po upadku Lehman Brothers stopa *overnight* była trzykrotnie wyższa od oficjalnej stopy procentowej USA, a niektóre banki będące w skrajnie trudnej sytuacji były skłonne zapłacić nawet jedenastoprocentowe odsetki od pożyczki z EBC. Do dyspozycji banków w formie pożyczek postawiono pod koniec września 2008 r. 620 mld USD (wspólne działania FED, banku Anglii, banku Japonii i EBC) [Nawrot 2009, s. 130–136]. Na rynku papierów wartościowych także zapanowała panika. Po upadku Lehman Brothers ceny akcji na głównych światowych giełdach spadły o około 33%, natomiast na rynku dłużnych papierów wartościowych zapanował kompletny zastój: z jednej strony była to konsekwencja niepewności i obaw co do przyszłości, a z drugiej okazało

---

<sup>1</sup> T. Kaczmarek w swojej książce pt. *Globalna gospodarka i globalny kryzys* wskazuje, że globalizacja miała już wpływ na wystąpienie kryzysów w Brazylii w Meksyku w 1982 r. W przytoczonej powyżej książce autor podchodzi do zagadnienia kryzysu finansowego w kontrowersyjny sposób, używając twardego języka i mocnych ocen, jednakże w wielu problematycznych kwestiach trudno jest się z tym autorem nie zgodzić.

się, że Ci, którzy dotychczas inwestowali na rynku obligacji korporacyjnych sami znaleźli się na skraju bankructwa. Zamarł również rynek *commercial papers*, do jego ożywienia okazały się konieczne silne działania interwencyjne. Załamanie się tych segmentów miało dwie przyczyny: narastającą awersję do ryzyka oraz postępujące kurczenie się bazy inwestorów. Ucierpiał także segment innowacyjnych instrumentów finansowych, który był oparty na kredytach hipotecznych. Rynek CDO i CDS utracił zupełnie płynność [Nawrot 2009, s. 104]. Kryzys swym zasięgiem objął również fundusze inwestycyjne i emerytalne, gdyż to one właśnie są głównymi inwestorami na rynkach papierów wartościowych. W konsekwencji zamieszania na rynkach finansowych ucierpiały także gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa.

Mieszkańcy wielu krajów znaleźli się w obszarze kryzysu finansowego. Odczuli konsekwencje kryzysu, takie jak: ograniczenie akcji kredytowej, destabilizacja funduszy inwestycyjnych, stopnienie oszczędności gospodarstw domowych czy spadek wartości portfeli funduszy emerytalnych.

Narastanie zjawisk kryzysowych było wprost proporcjonalne do spowolnienia gospodarczego i wejścia w fazę recesji. Spadek tempa PKB wielu państw, wzrost bezrobocia, spadek konsumpcji, zahamowanie inwestycji. Jeżeli potraktuje się inwestycje jako „koło zamachowe” całej gospodarki, a przedsiębiorstwa będą mieć problem z pozyskaniem kapitału, to musi nastąpić średnio-, a nawet długoterminowe zahamowanie gospodarki.

## 6. Działania pokryzysowe

Skutkiem kryzysu finansowego była także konieczność wprowadzenia różnych działań interwencyjnych przez państwa, a jak stwierdził A. Smith, „sztuką, której jeden rząd najszybciej uczy się od drugiego, jest sztuka wyciągania pieniędzy z kieszeni poddanych”. Wydatki rządu rosły, zwiększał się dług publiczny wielu państw, osłabiła się także aktywność handlowa na rynku międzynarodowym. Prognozy dla gospodarki całego świata zostały obniżone. Zaczęto wprowadzać programy pobudzające aktywność gospodarczą. Oprócz tego zajęto się regulacjami, które miały na celu wzmocnienie stabilności systemu finansowego, aby historia ta nie powtórzyła się. Kryzys finansowy uświadomił politykom i ekonomistom konieczność przedefiniowania systemu finansowego i wprowadzenia światowych reform.

Gospodarka rynkowa potrzebuje instytucji, które nie tylko zabezpieczą ramy prawne i zadbają o bezpieczeństwo prawne, ale również zapewnią harmonię w funkcjonowaniu rynków, wesprą stabilność finansową oraz spójność społeczną. Na rzecz stabilnego rozwoju świata były podejmowane liczne działania. Należy

wymienić następujące wysiłki w celu wzmocnienia stabilności rynków finansowych podejmowane w reakcji na kryzys finansowy:

– inicjatywy G20 mające na celu ustabilizowanie systemu finansowego, uznanie znaczenia polityki pieniężnej, jak i wykorzystywanie środków fiskalnych. W rezultacie nastąpiło wzmocnienie przejrzystości rynków finansowych, zwiększenie odpowiedzialności podmiotów tego rynku, zaostrzenie kontroli, ale też wspieranie uczciwych działań na rynkach finansowych, aż w końcu wzmocnienie międzynarodowej współpracy w walce z sytuacjami kryzysowymi. Wskutek kryzysu finansowego wzrosła ranga G20, z podmiotu mającego charakter nieformalnego forum do aktywnego działacza na arenie międzynarodowej celem naprawy architektury finansowej i przywrócenia stabilności systemów finansowych [*Zapobieganie i zarządzanie...* 2012, s. 49–50];

– reformy systemu finansowego, wprowadzanie nowych reguł ostrożnościowych i nadzorczych. Komitet Bazylejski przygotował propozycje wskaźników umożliwiających wyodrębnić SIFI (Systematically Important Finance Institution) systemowo ważnych instytucji, aby można było konsekwentnie dążyć do wyeliminowania zasady *to big to fail* poprzez wprowadzenie nowych standardów oraz systemu sankcji;

– inicjatywy prowadzone przez IOSCO (International Organization of Securities Commissions) na rzecz rozwiązywania zidentyfikowanych istotnych nieprawidłowości będących następstwem kryzysu: regulację i monitoring uczestników rynku, w szczególności agencji ratingowych, funduszy hedgingowych, następnie promocję przejrzystości i stabilności na rynkach poprzez reformy na rynku pozagiełdowym i sekurytyzację rynków CDS oraz poprawę współpracy między organami regulacyjnymi;

– w gospodarce niepewności uznano za kluczowe stosowanie systemów wczesnego ostrzegania, ponieważ pozwalają one prowadzić aktywną politykę zarządzania kryzysowego, zapobiegają sytuacjom kryzysowym, jak i wzmacniają międzynarodową stabilność finansową [*Zapobieganie i zarządzanie...* 2012, s. 98].

Sektor bankowy w UE stanowi główne źródło finansowania gospodarki europejskiej. Kryzys finansowy ujawnił słabe punkty NUK (*Nowej umowy kapitałowej*) z 2004 r. W związku z tym przygotowano kompleksową reformę w zakresie regulacji, nadzoru i zarządzania ryzykiem sektora bankowego opracowaną przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego zwaną Bazylea III. Niesie ona zmiany w zakresie: podniesienia i poprawy jakości kapitałów własnych, ograniczenia wykorzystywania dźwigni finansowej oraz bardziej rygorystycznego nadzoru nad sektorem bankowym poszczególnych państw. Krytycy Bazylei III wskazują na takie jej słabe strony, jak: zerowa waga ryzyka dla dłużnych papierów rządowych, możliwość stosowania przez banki arbitrażu wag kapitałowych, sam wskaźnik dźwigni oraz niezajęcie się kwestią tzw. shadow banków (banków na rynku równoległym).

Doświadczenia wyniesione z globalnego kryzysu pozwalają wysunąć wniosek, że w Unii Europejskiej i strefie euro brakowało skutecznych mechanizmów zarządzania kryzysowego, a istniała konieczność wprowadzenia prawnych i instytucjonalnych rozwiązań dotyczących stabilizacji finansowej. Należy zauważyć [Central bank 2011], że instytucjami, które mają doświadczenie w zarządzaniu sytuacjami kryzysowymi, są banki centralne, co wskazuje także na ich szczególną rolę w obliczu wystąpienia kryzysu finansowego. Europejski Bank centralny również odgrywa dużą rolę w zapewnieniu bezpieczeństwa finansowego. Podczas ostatniego kryzysu wprowadził on wiele niestandardowych instrumentów, które miały na celu przywracanie płynności na niestabilnych rynkach. Raport EBC wskazuje, że działania te (m.in. wydłużenie terminu zapadalności operacji refinansujących, poszerzenie listy akceptowalnych zabezpieczeń, obniżki stóp procentowych) pozytywnie wpłynęły na nastroje panujące na rynkach.

## 7. Podsumowanie

T. Kaczmarek [2009] stwierdza, że „kryzysy nie powstają same z siebie, a ich przygotowanie i zorganizowanie wymaga działania wielu osób i instytucji przez kilka lat”, i konstatuje, że nie ma czegoś takiego, jak przyczyna wybuchu kryzysu, a jedynie istnieją czynniki, które go uruchamiają. T. Sedláček [2012, s. 50] zauważa, że „kryzysy finansowe nie są żadną obrzydliwością. Stanowią naturalną część systemu [...], dlatego musimy nauczyć się z tym pracować”. Rodzi się pytanie, czy w ekonomii również może pojawić się ktoś, kto stworzyłby piękny ekonomiczny model, na dodatek działający. Ekonomia jest specyficzną dziedziną nauki określoną przez niektórych pseudonauką [Youngson 2005, s. 250]. Ekonomiści tworzą liczne modele, wierząc, że język matematyki jest w stanie opisać ludzkie nieprzewidywalne i irracjonalne nieraz zachowania, a później nadchodzi kryzys finansowy i okazuje się, że ekonomiści, nie mieli racji. „Czy po „udowodnieniu” istnienia stabilności multirynkowej równowagi dowiedzieliśmy się czegoś o gospodarce? Absolutnie niczego” pyta i odpowiada zarazem M. Blaug. Analiza literatury pozwala wymienić wiele przyczyn kryzysu finansowego XXI w., takich jak: zmiany w strukturze finansowania, deregulacja rynków finansowych, brak rozwiązań instytucjonalnych w zakresie ich stabilności i wiele innych. Czy wiedza ta okaże się przydatna? Czy spowoduje, że ludzie zmienią swoje postępowanie? Kryzysy nie są tworamii powstającymi samoistnie, nie można również obarczać winą systemów, lecz tylko i wyłącznie ludzi, których cechuje m.in. chciwość, dążenie do dobrobytu, nieograniczona konsumpcja. Współczesny człowiek, współtwórca kryzysu finansowego, ma jednak świadomość, że ludzie od dawna zmagali się z cyklicznie powracającymi kryzysami gospodarczymi.

## Literatura

- Blaug M. [2005], *Metodologia ekonomii*, PWN, Warszawa.
- Central Bank Governance and Financial Stability [2011], Bank for International Settlements, Basel.
- Engels F., Marks K. [1949], *Dzieła wybrane*, t. 1, KiW, Warszawa.
- Europejski Bank Centralny, Raport roczny 2010 [2010], Frankfurt am Main.
- Feldman R., Stern G. [2004], *Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*, Brookings Institute Press, International Edition.
- Friedman M. [1987], *Quantity Theory of Money* [w:] *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Macmillan, London.
- Gut P. [2006], *Kreatywna księgowość a fałszowanie sprawozdań finansowych*, C.H. Beck, Warszawa.
- Kindleberger Ch. [1999], *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG-Press, Warszawa.
- Kołodko G.K. [1999], *Od szoku do terapii, Ekonomia i polityka transformacji*, Poltext, Warszawa.
- Krugman P. [2001], *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, PWN, Warszawa.
- Kaczmarek T.T. [2009], *Globalna gospodarka i globalny kryzys*, Difin, Warszawa.
- Marx K., Engels F. [1964], *The Communist Manifesto*, Monthly Review Press, New York.
- Minsky H. [2008], *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill International Edition, New York.
- Nawrot W. [2009], *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa.
- Piaszczyk A. [2011], *System kontroli przedsiębiorstwa w gospodarce pokryzysowej na przykładzie jednostek zainteresowania publicznego*, C.H. Beck, Warszawa.
- Pokojska A. [2008], *Zmiany w rachunkowości banków nie zakończą kryzysu finansowego*, „Gazeta Prawna” z 13.10.
- World Economic Outlook [2008], *Financial Stress, Downturns and Recoveries*, International Monetary Fund, Waszyngton.
- Perspektywy rozwoju rachunkowości, analizy i rewizji finansowej w teorii i praktyce*, Studia i Prace Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie [2010] red. B. Micherda, Kraków.
- Raport o stabilności systemu finansowego* [2003], NBP, Warszawa.
- Scousen M. [2007], *The Big Three in Economics: Adam Smith, Karl Marx and John Maynard Keynes*, M.E. Sharpe, Armonk.
- Sedláček T., Orrell D. [2012], *Zmierzch homo economicus*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa.
- Sosenko K. [2008], *Problemy filozofii i metodologii nauk dla ekonomistów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Stiglitz J.E. [2006], *Szalone lata dziewięćdziesiąte. Nowa historia najświetniejszej dekady w dziejach świata*, PWN, Warszawa.
- Stiglitz J.E. [2007], *Wizja sprawiedliwej globalizacji. Propozycje usprawnień*, PWN, Warszawa.
- World Economic Outlook [2008], *Financial Stress, Downturns and Recoveries*, International Monetary Fund, Waszyngton.

Youngson R. [2005], *Błędy uczonych*, Amber, Warszawa.

*Zapobieganie i zarządzanie kryzysem finansowym* [2012], red. J. Żabińska, K. Między-  
-Niestrój, B. Puszer, CeDeWu, Warszawa.

### **The Causes and Effects of Financial Crisis: Controversial Theoretical Issues**

This paper gathers different views of economists on the causes and effects of financial crises. It also examines the position of professors of economics on the path chosen by contemporary economics. The article briefly discusses the causes of the global economic crisis of the 21st century, running them through Hyman Minsky's model. It also looks at the effects of the crisis along with the actions taken by different institutions in response to the crisis.

The main purpose of the paper is to look closer at theoretical views and arguments presented by economists including Hyman Minsky, Paul Krugman, Charles Kindleberger, and Joseph Stiglitz.

**Keywords:** financial crisis, economical model, interventionism, liberalism.