

# ЕКОНОМІЧНІ НАУКИ

UDC 330

## CZY GOSPODARCE ŚWIATOWEJ ZAGRAŻA NOWY KRYZYS FINANSOWY?

**Bakhnivskiy Valentyn**

Wydział Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych,  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Codzienne rozważania ekonomiczne obracają się zazwyczaj wokół tytułów prasowych, z których co raz większą część stanowią wiadomości pod tytułem: czy grozi nam nowy kryzys finansowy, z której części świata on zacznie się? Problematyka artykułu wprowadza nas w historyczne dane na temat globalnego kryzysu finansowego w 2007–09, rozpoczynając od analizy struktury kryzysu według Hymana Minskyego, który odpowiada odmianę gospodarek kapitalistycznych krajów zachodnich. Zrozumienie mechanizmu funkcjonowania kryzysu finansowego stanowi nawiązanie do wydarzeń z 2007–09, kiedy światowe rynki zostały sparalizowane przez krach gospodarczy było bardzo ważnym elementem dla poniższej przedstawionej analizy powiadomień eksperytów co do możliwości we światowej gospodarce zagrożenia nowego kryzysu finansowego.

**Słowa kluczowe:** kryzys finansowy, gospodarka, model Minskyego, system finansowy, banki.

**W**stęp. Dotychczas, nie mamy ani intelektualnego, ani tym bardziej politycznego konsensusu co do istoty kryzysu. Trwają kontrowersje tak w kwestii jego uwarunkowań systemowych i sprawczych przyczyn natury technicznej, jak odnośnie do mechanizmów przesądających o ruchu strumieni i zasobów ludzkich, rzeczowych i finansowych. Nie wygasły do końca spory co do następstw ekonomicznych i społecznych. No i, co bardziej zrozumiałe, nie ma wciąż zgodności, na jakiej teorii ekonomicznej oprzeć politykę gospodarczą, aby nie tylko poradzić sobie z przejawami i skutkami kryzysu, lecz także przede wszystkim skutecznie zapobiegać podobnym szkodliwym perturbacjom w przyszłości [13]. W związku z tym wyłania się zasadnicze pytanie, czy i na ile nauka ekonomii dysponuje zakresem badań oraz metodami badawczymi pozwalającymi polityce gospodarczej poprzez uzyskane rezultaty badawcze na w miarę skuteczną realizację tych zadań w czasie kryzysu jednak od tego, ktyrego dotyczy powiedzenie Johna Maynarda Keynesa: „In the long run we are all dead”? [17].

Prof. A. Wojtyna w swojej pracy „Gospodarki wschodzące w obliczu kryzysu finansowego duża oporność czy podatność” wskazuje na kierunki badań, które zyskały bardzo wyraźnie na popularności. Po pierwsze, ze względu na analogie z Wielkim Kryzysem, swoisty renesans przeżywa teoria Keynesa. Jak zwracają jednak uwagę wybitni znawcy jego myśli, dla zrozumienia istoty kryzysu przydatna jest nie tyle sama „Ogólna teoria”, ile wcześniejsze prace, a przede wszystkim „Traktat o pieniądzu”. Po drugie, poszukiwanie endogenicznego mechanizmu wiążącego w cyklu koniunkturalnym dynamikę zjawisk w sferze realnej i finansowej skierowała ponownie uwagę badaczy na teorię Minsky’ego oraz na poglądy szkoły austriackiej. Po trzecie, duże znaczenie baniek spekulacyjnych i „zachowań stadnych” w obecnym kryzysie zwiększyło skokowo zainteresowanie dorobkiem ekonomii behawioralnej. Po czwarte, doświadczenia „straconej dekady” w Japonii wskazują, że rywnież bardzo ważnym elementem obecnego kryzysu jest silny wzrost zadłużenia podmiotów gospodar-

czych w wyniku nadmiernego lewarowania. Dlatego przydatna w zrozumieniu jego charakteru i przebiegu okazuje się koncepcja recesji bilansowej (*balance-sheet recession*), która jednocześnie stanowi pewne istotne uzupełnienie teorii Keynesa. Po piąte, ekonomiści ponownie i bardziej krytycznie przyjrzyli się wynikom badań nad kanałami transmisji impulsów koniunkturalnych w skali międzynarodowej oraz nad kosztami i korzyściami finansowej globalizacji i liberalizacji. Po szyste, pojawiły się ważne nowe prace na temat historii kryzysu finansowego oparte na dużo dłuższych szeregach czasowych i uwzględniające znacznie większą liczbę krajów oraz przekrojowy analizy [1, s. 27].

Globalny kryzys finansowy w latach 2007–09 był istotną nauką o wielopoziomowej naturze, która uderza zarywno w bogate jak i biedne kraje. Z tego powodu, proponuję w danym eseju zacząć od analizy pojęcia kryzysu finansowego, mechanizmów jego rozwoju, przyczyn i skutków na przykładzie kryzysu globalnego 2007–09 lat.

**Pojęcie kryzysu finansowego.** Pod pojęciem kryzysu finansowego rozumiemy sytuację, gdzie wartość instytucji finansowej lub jej aktywów gwałtownie spada. Kryzysy mają swoje źródło w lokalnych wydarzeniach lub spoza granic, z sektora prywatnego albo publicznego. Mogą występować w różnej skali, przemieniać się w czasie w inne formy i szybko przekraczać granice. Skala ostatniego (od grudnia 2007 do czerwca 2009 r.) kryzysu finansowego podkreśla znaczenie, jakie ma poznanie jego natury, dzięki której możemy zrozumieć jego ekonomiczne i polityczne implikacje.

Dziesięć lat wcześniej, w czasie azjatyckiego kryzysu finansowego, wiele się dyskutowało o konieczności reformy globalnej architektury finansowej. Trochę za mało, teraz jest oczywiste, że zostało zrobione. Konieczne jest, abysmy nie tylko odpowiednio zareagowali na obecny kryzys, ale także rozpoczęli proces długoterminowych reform, które będą konieczne, jeśli chcemy mieć bardziej stabilną i dobrze prosperującą gospodarkę światową. Musimy starać się unikać przyszłych kryzysów globalnych [14].

Podczas gdy wszystkie rodzaje kryzysów mają podobne elementy, następują w różnych formach. Finansowe rodzaje kryzysów powiązane są w większości przypadkach z określonymi czynnikami: wprowadzenie istotnych zmian w skali udzielonych kredytów i polityce wyceny aktywów; defektach rynku, będących wynikiem wprowadzenia innowacyjnych produktów finansowych, za którymi nie nadążały odpowiednie rozwiązania regulacyjne [2, s. 180]; szereg naruszeń popełnianych w sektorze pośrednictwa finansowego oraz dopuszczenie do wprowadzenia finansowania zagranicznego do wielu instytucji funkcjonujących na rynku; wysoka skala przypadków niezgodności występujących w zeznaniach finansowych instytucji świadczących usługi finansowe oraz znaczne świadczenia dla przedsiębiorstw bliskich bankructwa ze strony rządu [8]. Kryzys finansowy jest wydarzeniem wielowymiarowym, które nie może być scharakteryzowane pojedynczym wskaźnikiem.

Literatura opisuje kilka czynników, które w większości przypadków są charakterystyczne dla kryzysu, jednak szczegółowa analiza i precyzyjna definicja jego przyczyn w dalszym ciągu pozostanie wyzwaniem. Wymienione wcześniej czynniki są zaliczane do fundamentalnych komponentów kryzysu, który posiada również irracjonalne przesłanki. Zalicza się do nich niespodziewane działania rynkowe banków, wprowadzanie limitów w kupowaniu i sprzedawaniu aktywów na innych rynkach w czasach załamania, powstanie instrumentów finansowych bazujących na niewypłacalności przedsiębiorstwa, sprzedaż aktywów po ekstremalnie niskich cenach oraz inne wydarzenia związane z finansowym zamieszaniem [8].

**Mechanizmy kryzysu finansowego.** Żeby dokładnie zrozumieć przyczyny przedstawiamy poniżej mechanizmy kryzysu finansowego. Od początku lat 70 XX wieku aż do czasów współczesnych odnotowano znaczną ilość przypadków istotnych wahań dybr oraz usług, walut, nieruchomości i rynków, jak również wydarzeń, które doprowadziły do wystąpienia kryzysów finansowych, często na szeroka skalę. W drugiej połowie lat 80 XX wieku Japonia doświadczyła zjawiska dużej bańki spekulacyjnej w sektorze nieruchomości oraz na giełdzie papierów wartościowych [12]. W tym samym czasie ceny ziemi na terenie Finlandii, Norwegii i Szwecji podniosły się jeszcze szybciej niż w Japonii. Na początku lat 90 tego samego wieku zaobserwowano wzrost cen nieruchomości w Tajlandji, Malezji i Indonezji oraz w krajach je otaczających, a już w 1993 roku ceny na rynku papierów wartościowych wzrosły o około 100% w każdym z wymienionych państw [12]. W drugiej połowie lat 90 XX wieku zjawisko bańki spekulacyjnej wystąpiło również w Stanach Zjednoczonych, gdzie jednym ze zjawisk, które miały znaczący wpływ na zaistniałą w tamtym czasie sytuację, były akcje nowo powstałych przedsiębiorstw, między innymi branży technologicznej, wyceniane niewspółmiernie do wartości i możliwości zwrotu z zainwestowanego kapitału. Wiele przypadków wystąpienia zjawiska kryzysu finansowego powstało w połączeniu z paniką w sektorze bankowym oraz recesją, która zbiegła się z paniką.

Z punktu widzenia analizy wydarzeń historycznych, każde zjawisko i proces są unikatowe. Historia jest szczególnie i indywidualna, ekonomia

zaś generalna i uniwersalna. Występowanie cykli koniunkturalnych jest cechą charakterystyczną dla gospodarek rynkowych [10, s. 29-48], makroekonomia skupia się zaś na wyjaśnieniu przyczyn zaistnienia zjawiska cyklu z punktu widzenia długoterminowego wzrostu gospodarczego [6].

Ogólny model ekonomicznej destabilizacji finansowej został zaprezentowany i zanalizowany przez Hymana Minskyego [15]. Rozważania Minskyego są na ogół używane do interpretacji wydarzeń uznanych za przyczyny wystąpienia kryzysów sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i w innych państwach o gospodarce rynkowej. W swoich badaniach Minsky uwydatnił wpływ następujących cyklicznie zmian w polityce linii kredytowych przedsiębiorstwom, które otrzymały wysokie finansowanie od banków w okresach, kiedy następowały nagle wzrosty koniunktury oraz analogicznie, których możliwości pozyskania kapitału spadały, gdy koniunktura spadała. W czasie ekspansji ekonomicznej inwestorzy stawali się bardziej optymistyczni w kwestii przyszłych dochodów, decydowali się na zwiększenie puli projektów przedsiębiorstwa, co skłaniało ich do zaciągania większych zobowiązań w banku. Według badań Minskyego cykliczne zmiany w polityce banków odnoszącej się do finansowania przedsiębiorstw prowadziły do osłabienia całego sektora finansowego i zwiększały prawdopodobieństwo wystąpienia załamania.

W swojej pracy Minsky przyjął założenia Fishera [9, s. 337-357] o istotnym wpływie przedsiębiorstw o wysokim zadłużeniu, które zwiększyły skalę zaległych zobowiązań w wyniku ekspansji finansowej związanej z kupnem nieruchomości lub innych dybr w oczekiwaniu szybkiego zwrotu z zainwestowanego kapitału. Motywacją do takich transakcji było przekonanie, że stopy wzrostu cen aktywów przewyższą oprocentowanie kredytów zaciągniętych na ich zakup. Ponieważ opisywane stopy wzrostu wyceny inwestycji często okazały się znacznie mniejsze od oczekiwanych, część przedsiębiorstw, które zdecydowały się wcześniej na takie przedsięwzięcie, stanęło na kraju upadłości.

Minsky zwrócił również uwagę na istotę wydarzeń, których skala okazuje się rodzajem szoku dla makroekonomicznego systemu gospodarczego. W wyniku boomu gospodarczego przedsiębiorstwa oraz prywatni inwestorzy zaczęli zaciągać zobowiązania w instytucjach bankowych w nadziei uczestnictwa w oczekiwanych zyskach, które są związane z pasmem inwestycji. Skala wzrostu ekonomicznego wzrosła, wynikiem czego będzie jeszcze większy optymizm wśród uczestników rynku. Zyski firm w Stanach Zjednoczonych (SZ) w latach 90 rosły około 3 razy szybciej niż PKB, co z kolei przyczyniło się do wzrostu cen akcji tych przedsiębiorstw.

Model zaprezentowany przez Minskyego zwraca również uwagę na zjawisko ekspansji kredytowej, która jest wynikiem boomu gospodarczego. W miarę wzrastania obrotu gospodarczego obserwowano zwiększony popyt na dobra i usługi, których cena była stale dostosowywana do wielkości popytu. Na tym stadium rozwoju, można było już dostrzec rodzaj euforii panującej na rynku w związku z perspektywą dalszego jeszcze szybszego wzrostu. Chcąc wykorzystać sprzyjającą sytuację ekonomiczną, instytucje finansowe zaczęły coraz powszechniej

stosować metody spekulacji w obrocie papierami wartościowymi. Spekulacja uważana jest za wysoce ryzykowną procedurę, ale jeśli zostanie zastosowana trafnie i adekwatnie do rynkowego trendu, może przynieść wysoki zysk. Opisany proces może zakłócić normalne oraz logiczne zachowania i prowadzić w efekcie do irracjonalnych, które stają się jedną z przyczyn zaistnienia bańki spekulacyjnej. Określenie bańki wskazuje również na tymczasowość procesu, który zwykle kończy się nagłym spadkiem cen, nazywanym krachem. W XX wieku większość przypadków wystąpienia bańki związana była ze zmianami na rynku nieruchomości oraz na rynkach papierów wartościowych.

Model Minskiego skupia się na zjawisku obejmującym jedną gospodarkę w obrębie tego samego kraju. Historycznie euforia związana z nagłym wzrostem cen często przekracza granice państw poprzez różne rodzaje kanałów. Przykładem jest wystąpienie bańki spekulacyjnej w Japonii w 1980 roku, która miała istotny wpływ na zmiany w Korei Południowej, na Tajwanie oraz na Hawajach. Korea Południowa i Tajwan są dostawcami zasobów dla Japonii, dlatego jeśli japońska gospodarka znajduje się w fazie zwykłej, jej poprzednie kolonie również będą w podobnym stanie. Japończycy często podryżują na Hawaje w celach rekreacyjnych, dlatego kiedy egzotyczne wyspy doświadczały boomu gospodarczego związanego z rynkiem nieruchomości w 1980 roku, japońscy przedsiębiorcy nabyli wiele z ich domów, hoteli oraz kortów tenisowych.

Krytyka wyżej opisanego modelu kryzysu finansowego opiera się wokół tezy, iż każde ze zjawisk jest na swój sposób unikalne, ponieważ powstało na skutek specyficznych, niepowtarzalnych zdarzeń, podczas gdy Minsky wyraźnie wskazuje na jego cykliczność. Podsumowując analizę Minskiego na temat kryzysu finansowego, można stwierdzić, iż w uproszczeniu składa się on z następujących stadiów: szoku związanego z przełomowym odkryciem istotnie wpływającym na ekonomię, boomu gospodarczego, euforii wśród producentów, inwestorów oraz instytucji bankowych, okresu gromadzenia zysków oraz przybierającej na sile paniki spowodowanej przez zwolnienie tempa rozwoju gospodarki, aż do krachu rynkowego. Nie wątpliwie każde zjawisko z historycznego punktu widzenia jest unikalne, jednak analizując kryzys finansowy 2007–2009 oraz czas recesji, który nastąpił zaraz po nim, to właśnie model Minskiego, który po raz pierwszy zaprezentowany w latach 80 XX wieku, był przywoływany w analizach Wall Street, co sugeruje powtarzalność określonych ekonomicznych zjawisk. Cykl ostatniego kryzysu finansowego rozpoczął się w 2003 roku w Stanach Zjednoczonych szokiem związanym z decyzją Alana Greenspana, szefa Systemu Rezerwy Federalnej, o redukcji stóp procentowych do 1 procenta oraz napływem kapitału z tytułu wykupu obligacji skarbu państwa przez chińskich inwestorów. Niski koszt zaciągania zobowiązań w bankach, a przede wszystkim kredyty hipotecznych, zapoczątkował boom gospodarczy związany z wykupem nieruchomości oraz rynkowymi spekulacjami na nich bazującymi. Podobnie jak w modelu Minskiego boom prowadzi do euforii, która wśród instytucji finansowych przejawiała się w udostępnianiu linii kredytowej nawet najbardziej wątpliwym pożyczkobiorcom, często

tworząc nowe instrumenty finansowe, żeby pokryć należność. Panika rozpoczęła się wraz z upadkiem funduszy inwestycyjnych Bear Stearns, które wcześniej inwestowały w sekurytyzowane kredyty hipoteczne na szeroką skalę.

Pośród wielu czynników, jakie literatura wymienia jako przyczyny wystąpienia kryzysu finansowego 2007–09, przywołuje się działania finansowych instytucji regulacyjnych, które nie rozpoznały na czas zagrożeń związanych z ryzykownymi inwestycjami przedsiębiorstw. Niedopatrzania ze strony regulatorów rynku wystąpiły między innymi w związku z wielopoziomą strukturą systemu, gdzie odpowiedzialność za poszczególne gałęzie gospodarki jest rozmyta i nieklarowna. Szczegółowa analiza skutków kryzysu przedstawiam poniżej.

**Skutki kryzysu finansowego 2007–09.** Jesienią roku 2008 roku gospodarka Stanów Zjednoczonych doświadczyła krachu gospodarczego. Gdy instrumenty finansowe, które w latach przed kryzysem były wysoko wyceniane, straciły całą swoją wcześniejszą wartość, rynki operujące na zadłużeniu zostały zamrożone, giełda papierów wartościowych zapadła się, a za nią zarywano przedsiębiorstwa specjalizujące się w udzielaniu kredytów, jak i te, których portfel inwestycyjny obejmował instrumenty oparte na kredytach hipotecznych, osiągnęły wyraźne spadki. Miliony Amerykanów straciło swoje domy i prace. Do zdefiniowania wielkiej recesji, występującej w SZ bierze się pod uwagę takie czynniki, jak istotny spadek PKB, spowolnienie produkcji przemysłowej i handlu, obniżenie przepływu kapitałowych, redukcję konsumpcji ropy naftowej i olejów napędowych oraz wysoki odsetek bezrobocia. Ogólny szok spowodował, że Międzynarodowy Fundusz Monetarny określił ją jako najpotężniejsza od czasu II Wojny Światowej.

Na terenach SZ wystąpił wysoki poziom bezrobocia, który rósł od 2008 roku z 5% do 10% w drugiej połowie 2009 roku i zaczął powoli obniżać się do poziomu 7,3% do marca 2013 roku. Rynek nieruchomości, głównie inwestycji prywatnych z 13 bilionów dolarów w 2006 roku spadł do 8,8 w 2008. Spadki były również widoczne w wartości aktywów funduszy emerytalnych, również powiązanych z rynkiem nieruchomości, które obniżyły się o 22% od 2006–08 [5, s. 1-19]. Według badań przeprowadzonych przez Reuters więcej niż połowa Amerykanów do roku 2011 była przekonana o trwającej recesji gospodarczej, pomimo oficjalnych danych na temat wskaźników odbudowy, co świadczy o psychologicznych skutkach kryzysu. Ze względu na publikowane raporty o krachu na giełdzie, amerykańskie społeczeństwo zaczęło obawiać się o bezpieczeństwo swoich rezerw finansowych posiadanych w instytucjach bankowych, w rezultacie czego około 150 miliardów dolarów zostało wycofanych funduszy kapitałowych przez zaniepokojonych Amerykanów w ciągu dwóch dni we wrześniu 2008 roku [5, s. 1-19].

W ciężkiej kondycji znalazły się też rynki papierów wartościowych w SZ, o czym świadczy 45% spadek indeksu S&P 500 od 2007 roku, kiedy osiągnął historycznie najwyższy poziom. Znaczne spadki w przychodach przedsiębiorstw łączą się również z atmosferą panującą wśród konsumentów, którzy oprócz wycofywania aktywów z banków, zaczęli

redukować wydatki i spłacać zadłużenie. Zaniżony popyt konsumentów odzwierciedla indeks zaufania konsumenckiego, który w październiku 2008 roku osiągnął szczególnie niski poziom.

Przeprowadzone przez agencję National Bureau of Economic Research na grupie 1050 przedsiębiorców ze SZ, Europy oraz Azji badanie w grudniu 2008 roku, ukazuje jak sytuacja ekonomiczna wpłynęła na funkcjonowanie ich firm [7]. Analiza dowodzi, że przedsiębiorstwa ograniczone pod względem zasobów kapitałowych, a więc bez dostępu do linii kredytu, były zmuszone do znacznego ograniczenia inwestycji w technologię, działania marketingowe oraz zatrudnienie. Były one również zmuszone do istotnego ograniczenia rezerw kapitałowych w czasie trwania kryzysu oraz zredukowania wielkości dywidend. Na skutek sytuacji rynkowej, ponad połowa firm z grupy badawczej pozbawiona możliwości zaciągnięcia kredytu, była zmuszona zrezygnować z już rozpoczętych projektów inwestycyjnych, a prawie 90% z badanych przedsiębiorstw nie była w stanie podjąć nowych przedsięwzięć.

Skutki kryzysu były szczególnie widoczne w międzynarodowym systemie finansowym. Straty w związku ze stagnacją na rynku kredytowym mocno naruszyły bankowe rezerwy kapitałowe i obniżyły płynność wielu instytucji finansowych. Od końca 2007 roku przedsiębiorstwa prowadzące działalność kredytową drastycznie zaostrzyły politykę udzielania zobowiązań. Zamrożenie płynności kapitałowej przez odmowę udzielenia kredytu doprowadziło system finansowy na skraj upadku. W rezultacie instytucje takie jak amerykański System Rezerwy Federalnej, Europejski Bank Centralny oraz banki centralne należące do innych jednostek terytorialnych przekazały około 2,5 mld. dolarów rynkom kredytowym w celu poprawienia ogólnej sytuacji ekonomicznej. Następnie rząd SZ i poszczególne kraje Europy przekazały kolejne 1,5 mld. dolarów bezpośrednio poszczególnym instytucjom.

W globalnym kryzysie zaawansowane kraje uprzemysłowione mogą być wrażliwe na nieodłączne asymetrie na stanowiskach ekonomicznych rozwoju i rozwoju krajów oraz fakt, że podobne polityki przyjęte w krajach rozwiniętych i rozwijających się mogą mieć znacząco różne skutki, na przykład, gwarancje rządowe udzielane przez kraje rozwijające się mogą nie mieć wiarygodności takiej, jaką zapewniają kraje rozwinięte, powodując znaczny napływ środków z krajów rozwijających się do krajów rozwiniętych [14].

Rozwiązanie problemów związanych z globalnym kryzysem finansowym wymaga specjalistycznej wiedzy, takiej jak wyspecjalizowane agencje, takie jak MFW i Bank Światowy. Ale w przeszłości instytucje te były zbyt przywiązane do konkretnej gospodarczej perspektywy, które zakładały, że rynki są samoregulujące, zbyt mało uwagi poświęcały perspektywom ekonomicznym, które wskazywały na ryzyko w rodzajach polityki prowadzonej w ostatnich latach przez zaawansowane kraje uprzemysłowione. Liberalizacja rynku kapitałowego i finansowego często nie przyniosła obiecanych korzyści z szybkiego wzrostu, ale zwiększyła się niestabilność. Systematyczne wspieranie procyklicznych polityk makroekonomicznych w krajach rozwijających się, podczas gdy kraje rozwinięte kontynuują politykę antycykliczną, jest nie

tylko niekorzystne dla krajów rozwijających się, ale przyczynia się do globalnej niestabilności [14].

**Czy zbliża się nowy kryzys?** Według opinii Edmunda Phelps'a wygłoszonej na XIX Forum Ekonomicznym w Krynicy we wrześniu 2009 r., „czeka nas w przyszłości radykalna reforma ekonomii. Nowe zasady. I nie chodzi o to, że ta nowa ekonomia będzie mywić, że ludzie są szaleni i zachowują się psychotycznie. Nowa ekonomia przyzna, że żyjemy w świecie, którego mechanizmów do końca nie rozumiemy, podobnie jak wszystkich konsekwencji naszych obecnych decyzji” [19].

O ile wejść dwa razy do tej samej rzeki się nie da, to dwa razy wdepnąć w to samo bagno można – pisze o reformie podatkowej prezydenta Stanów Zjednoczonych D. Trumpa były polski wicepremier ds. Gospodarki – Grzegorz Kołodko [20].

Zastanowimy się, czy możemy w przyszłości wdepnąć w to samo bagno, Reinhart i Rogoff naliczyli od 1800 do 1945 roku 127 przykładów niewypłacalności państw trwających przeciętnie (mediana) 6 lat. Przez 60 następnych lat, do 2006 roku było ich już 169. Kryzysy mnożą się zatem coraz intensywniej. Trwają krycej – w okresie po II wojnie mediana wyniosła 3 lata. Jeśli to tak, rozumiemy, że następnego kryzysu finansowego nie uniknąć, tylko nie wiemy gdzie zacznie się i kiedy. Właśnie to potwierdza profesor Andrzej Wojtyna mywiąc, że w ostatnich 10 latach powinniśmy być czujni, ekonomiści powinni przestrzegać, oczywiście nie przesadzać, bo optymizm jest też ważny. Czas kiedy kryzys może wystąpić i w którym segmencie rynku on mygłby się zacząć to jest bardzo trudne do określenia. Wystąpią czujność, żeby reagować na sygnały i syntezować je w pełny szerszy obraz i przeprowadzać pogłębioną analizę na zasadzie alternatywnych scenariuszy. Dla wielu krajów nie ma niepokoju nadmiernego, zwłaszcza dla krajów do których należy Polska – gospodarek wschodzących, a nawet przez Bank światowy ostatnio Polska została zaliczona do nowych wysokouprzemysłowionych krajów dzięki pomyślnym tendencjom w gospodarce w czasie naszej transformacji i co do tych krajów, one wszystkie zanotują wzrost. Ale są obawy miękkiego czy twardego lądowania przez Chiny, problem zadłużenia w sektorze prywatnym jest dość znaczącym problemem, jak to miejsce wcześniej w Unii Europejskiej [3]. Kryzys jest obecnie immanentną cechą Unii Europejskiej. Problemy finansowe Grecji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii, wysoki poziom zadłużenia publicznego, bezrobocie oraz recesja gospodarcza wskazują, że znajduje się ona w kryzysie ekonomicznym [4].

Prof. Gruszecki zwraca uwagę, że dziś wielu ekspertów gospodarczych przewiduje w najbliższym czasie kolejny duży kryzys w światowej gospodarce. Przypomina, że zarywno w UE, jak i w USA czy Japonii jest duży stosunek zadłużenia do PKB, ponadto w Stanach "ceny akcji są nadmuchane". Możliwe jest też, że Chiny porozumieją się z Arabią Saudyjską i zrezygnują z dolarowego rozliczania za ropę.

Banki na całym świecie są teraz bardziej narażone na kryzys niż były w szczyście kryzysu kredytowego, ostrzega Światowe Forum Ekonomiczne. Złe kredyty w Indiach wzrosły ponad dwukrotnie w ciągu ostatnich dwóch lat, podczas gdy w chińskim systemie finansowym "kredyty dla firm rozwijają

się podobnie jak przed kryzysem w Stanach Zjednoczonych, jaki opisaliśmy powyżej, i mogą być nowym źródłem słabych punktów." Chiński boom kredytowy był przedmiotem kilku ostrzeżeń ze strony globalnych grup finansowych i organów nadzoru w ostatnich miesiącach. Bank Rozrachunkowy Międzynarodowych ostrzegł, że wyższe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych mogą wywołać efekt domina w drugiej co do wielkości gospodarce świata, co wymusza wzrost stóp w Chinach, co sprawia, że grypa dłużyw jest droższa w utrzymaniu i silnym uderzeniem w gospodarkę [16]. Wielka Brytania, Stany Zjednoczone i inne rozwinięte gospodarki podjęły poważne kroki w celu wzmocnienia swoich systemów bankowych, ponieważ znajdowały się one w centrum kryzysu finansowego, ale globalny system finansowy jako całość staje w obliczu nowego i rosnącego ryzyka [16]. "Ogólnie rzecz biorąc, wciąż jest zbyt dużo dłużyw w części sektora prywatnego, a czołowe globalne banki są wciąż zbyt duże, by upaść" – zgodnie z Globalnym Raportem Konkurencyjności WEF.

Kredytodawcy w Afryce i Ameryce Łacińskiej nie byli tak dotknięci bohem kredytowym, ale cierpią z powodu spadających cen towarów, ponieważ ich gospodarki są częściowo uzależnione od sektora. Słaby system bankowy jest ważny nie tylko ze względu na ryzyko kolejnego kryzysu. Jest to również szkodliwe dla globalnego wzrostu, ponieważ banki są potrzebne do finansowania innowacji i inwestycji.

Minister finansów Niemiec Wolfgang Schäuble wskazał w wywiadzie dla Financial Times, że mamy do czynienia z widmem kolejnego kryzysu finansowego. Odpowiedzialne za niego miałyby być banki centralne (jak np. EBC czy FED), które wpuszczają na rynek biliony dolarów, co grozi powstaniem kolejnych baniek finansowych. Do tego dochodzi kwestia wciąż rosnącego globalnego zadłużenia (Stany Zjednoczone są dwa razy bardziej zadłużone niż przed wybuchem kryzysu w 2008 roku) [18].

Analicyści Deutsche Banku: Jim Reid, Nick Burns, Sukanto Chanda i Craig Nicol wszystkie ewentualne przyczyny przyszłego kryzysu zebrały w jednym raporcie. Już teraz, w 2017 roku jest według nich kilka miejsc na świecie, gdzie ryzyko tąpnięcia na rynku finansowym jest na „ekstremalnym poziomie”. W analizach przewijają się cały czas banki centralne – także Deutsche Bank widzi w ich działaniach zagrożenie. Największym z nich ma być „Great Unwind”, w luźnym tłumaczeniu „Wielkie Odprężenie”, czyli nic innego jak polityka pompowania w gospodarki ogromnych pieniędzy, przy jednoczesnym przymykaniu oka na dalsze zadłużanie się, i utrzymywania niskich stóp procentowych [18].

Zgodnie z powyższym powiedzianym przez profesora Andrzeja Wojtynę innym krajem w ocenie analityków Deutsche Banku światowego kryzysu mogą być – Chiny. Państwo w 2016 roku zanotowało najgorszy wynik od 26 lat – wzrost gospodarczy wyniósł wywczas 6,7 proc. PKB. Spekulacje o możliwym „kryzysie chińskim” napędza kilka czynników: spore ryzyko kredytowe (w 2016 roku chińskie banki udzieliły kredytów na około 1,84 biliona dolarów), oparcie rozwoju tylko i wyłącznie na zadłużaniu się i inwestowaniu oraz – na co wskazywał Bank Światowy – nadmierne napompowanie państwowych spółek kosztem prywatnych przedsiębiorców i ogólnie wolnego rynku [18].

Czy można powiedzieć, że chińskie spowolnienie zagraża globalnej gospodarce? Czy inwestorzy powinni martwić się, że spowolnienie w chińskiej gospodarce oznaczać będzie koniec krajowego cyklu gospodarczego i stanowić zagrożenie dla rynków akcji i obligacji? Chiny są gospodarką w okresie przejściowym, a perspektywa starzenia się społeczeństwa oznacza, że kraj musi przyspieszyć ten postęp w dojrzałą gospodarkę, charakteryzującą się silnymi i wewnętrznymi źródłami działalności gospodarczej, przejrzystym środowiskiem biznesowym i politycznym oraz wystarczającą ilością ludności, która w coraz większym stopniu będzie się domagać wsparcia rządowego. Inne gospodarki dokonały podobnych przejść w historii, ale nie na taką skalę i nie pod taką presją czasu, przed którą stoją Chiny. Stwarza to ryzyko, a ponieważ Chiny odgrywają coraz większą rolę na arenie światowej, ryzyko to nie dotyczy tylko samych Chin [11].

Głównym ryzykiem jest trudne przejście od prawdziwego komunizmu do jakiejś hybrydowej formy rynkowego socjalizmu. Ta transformacja była już w toku, odkąd Deng Xiaoping w 1978 r. Po raz pierwszy wprowadził koncepcję prywatnej własności ziemi, zezwolił na bardziej wolnorynkowe ustalanie cen towarów i stworzył specjalne strefy ekonomiczne, aby zachęcić do eksportu. Zarządzanie odgryne przez państwo zostało zastąpione oddolnym inicjatywą, a nawet przedsiębiorczością, która pomogła zwiększyć PKB per capita z 195 USD w 1978 roku do 3866 USD dzisiaj. Gospodarka pozostaje centralnie prowadzona. Protesty na Placu Tiananmen w 1989 roku są przykładem tego, co może się stać, jeśli wzrost gospodarczy spowolni zbyt mocno lub partia będzie starała się zbyt mocno ograniczać swobody społeczne i gospodarcze. Ta transformacja jest trudna i nie ma gwarancji, że partia to zrobi [11].

Istnieje wiele wyzwań związanych z rozwojem gospodarczym. W jaki sposób kraj i partia rządząca zrywnowazą wyzwolenie rynku? W jaki sposób rząd ustanowi prawdziwie niezależny system bankowy, który obecnie istnieje w dużej mierze jako ramię polityczne rządu? Tylko czas pokaże, czy dynamika ewoluuje płynnie, ale jasne jest, że chiński rząd chce odgrywać bardziej wpływową rolę na arenie światowej i docenia to, że cel ten wymaga, aby uwzględnić te zmiany.

Szybkie zmiany opisane w tym eseju sprawiają, że Chiny są szczególnie trudnym miejscem do inwestowania. Oprócz podstawowych i związanych z wyceną ryzyka, które zwykle towarzyszą inwestycjom, chińskie akcje wymagają od inwestorów ponoszenia dodatkowego ryzyka politycznego, regulacyjnego i ekonomicznego.

Wierzmy, że Chiny będą nadal motorem globalnej aktywności gospodarczej, ale dynamiczny rozwój przeszłości ustąpi miejsca skromniejszemu, ale trwałemu wzrostowi w przyszłości. Jest to naturalne dojrzewanie gospodarki, która chce stać się bardziej znaczącym graczem na globalnej scenie, jednocześnie tworząc wystarczające bogactwo gospodarcze, aby zbudować infrastrukturę społeczną, która starzeje się.

Należy rozważyć utworzenie nowego międzynarodowego instrumentu finansowego, finansowanego w szczególności przez kraje (takie jak Chiny i Japonia oraz niekiedy eksporterzy ropy naftowej),

ktyrzy dysponują dużymi rezerwami. Instrument ten mygłby zostać wykorzystany do pomocy krajom rozwijającym się i gospodarkom wschodzącym w finansowaniu gwarancji dłużów swoich korporacji, unikając ryzyka ucieczki na te korporacje. W razie potrzeby może rywnież finansować gwarancje dotyczące kredytu kupieckiego kierowanego do bankyw w krajach rozwijających się. Taka instytucja miałaby wyraźnie odmienne zarządzanie od istniejących globalnych instytucji finansowych, odzwierciedlając nowe źródła globalnych funduszy i konieczność większego głosu na rynkach wschodzących i w krajach mniej rozwiniętych. Instrumenty MFW służące zrekompensowaniu pogorszenia warunków handlu w krajach rozwijających się muszą zostać znacznie rozszerzone, a ich uwarunkowania znacznie zredukowane lub wyeliminowane [14].

**Podsumowanie.** Na podstawie powyższej analizy możemy stwierdzić, że kryzys finansowy jest wydarzeniem wielowymiarowym, ktyre nie może być scharakteryzowane pojedynczym wskaźnikiem. Na ten moment czasu nie możemy jednoznacznie odpowiedzieć na pytanie: czy możliwy nowy kryzys? Z historii wiemy, że kryzysy finansowe mają charakter cykliczny i są coraz częściej powtarzane w ciągu ostatniego czasu, na podstawie czego możemy myśleć o ich zdolnościach, ale nie możemy twierdzić o żadne miejsce i czas gdzie i kiedy on może zacząć się, czy to w Stanach Zjednoczonych, czy w Chinach. Znając przyczyny i mechanizmy rozwoju poprzednich kryzysów finansowych musimy starać się unikać ich w przyszłości.

W przeszłości globalny system finansowy często działał na niekorzyść krajów rozwijające się. Na przykład banki w krajach rozwiniętych były zachęcane do pożyczek krótkoterminowo krajom rozwijającym się, doprowadziło to do większej niestabilności. Społeczność międzynarodowa musi zobowiązać się do rozwoju instytucji i instrumentów na rzecz zwiększenia stabilności i rywności globalnego systemu finansowego.

Wszystkie kraje, a zwłaszcza kraje rozwinięte, z ktorych powstał kryzys, będą musiały natychmiast rozważyć reformę swoich struktur regulacyjnych. Na szczeblu krajowym i międzynarodowym należy rozważyć utworzenie komisji ds. Ustanowienia bezpieczeństwa nowych produktów finansowych i ich odpowiedzialności dla różnych stron, i prowizji do oceniać stabilność systemową na poziomie krajowym i międzynarodowym. Zasadnie zreformowane Forum Stabilności Finansowej może zostać przekształconym w globalny organ odpowiedzialny za ocenę ryzyka systemowego. Należy pilnie zbadać stworzenie globalnego organu nadzoru finansowego, to oznaczałoby skoordynowaną regulację wszystkich centryw finansowych, w tym także offshore [14].

Banki centralne muszą rozważyć zmianę swoich uprawnień, uznając, że stabilność cen nie jest wystarczająca, aby utrzymać stabilność gospodarczą i dobrobyt, a nadmierne skupienie się na stabilności cen może rzeczywiście przyczynić się do spowolnienia i niestabilności. Należy zwrócić należytą uwagę na stabilność systemu finansowego i jego interakcje z tendencjami makroekonomicznymi.

## References:

1. Andrzej Wojtyna. Gospodarki wschodzące w obliczu kryzysu finansowego duża oporność czy podatność. *Gospodarka Narodowa*, № 9, 2010, s. 27.
2. Andrzej Wojtyna. Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju. PWE, Warszawa, 2011, s. 180.
3. Andrzej Wojtyna, profesor, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie. „Czy czeka na nas kryzys?” analiza na radio TOK FM, 2017.
4. Adam Kirpsza. Kryzys w Unii – Unia w Kryzysie? Koło studentów stosunków międzynarodowych. UJ, 2013.
5. Altman R. The Great Crash, 2008, *Foreign Affairs*, Vol 88, Number 1, s. 1-19.
6. Blanchard O. What do we know about macroeconomics that Fisher and Wicksell did not? *National Bureau of Economic Research*. Cambridge, 2000.
7. Campello M., Harvey C. The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *National Bureau of Economic Research*. Cambridge, 2009.
8. Claessen S., Kose A.M. *Financial Crises: Explanation, Types, and Implications*, International Monetary Fund. Waszynton, 2013.
9. Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depression, *Econometrica*. *The Journal of Economic Society*, 1933, s. 337-357.
10. Geodecki T. Innowacje a wzrost gospodarczy. *Polityka innowacyjna*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. Kraków, 2016, s. 29-48.
11. G. Scott Clemons. Does a Chinese Slowdown Threaten the Global Economy, 2013.
12. Kindleberger C.P., Aliber R.Z. *Manias, Panics and Crashes, A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2005.
13. Łukasz Jabłoński „Czynniki wzrostu gospodarczego w czasie bieżącego kryzysu” UEK, Katedra Ekonomii Stosowanej.
14. Stiglitz J.E. Co-president of the Initiative for Policy Dialogue and University Professor, Columbia University, The following summarizes my personal views, as well as the views of the Initiative for Policy Dialogue, on key elements of a response to the current global financial crisis.
15. Minsky H. *The Financial Instability Hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Nowy Jork, 1992.
16. Tim Wallace. Debt boom in India and China threatens new financial crisis, warns World Economic Forum, *Business*.
17. Piotr Pysz. *Ekonomia przed kryzysem gospodarki światowej i po nim*. *Studia Ekonomiczne*, NR 3-4, 2009.
18. Kacper Świsłowski. „Business” na podstawie „Forbes”.
19. Strona internetowa Forum Ekonomicznego w Krynicy.
20. Strona internetowa Polskiego Stowarzyszenia Ekonomicznego.

**Bakhnivskyi Valentyn**

Факультет економіки та міжнародних стосунків,  
Економічний університет в Кракові

**ЧИ МОЖЛИВИЙ НОВИЙ ФІНАНСОВИЙ КРИЗИС В СВІТОВІЙ ЕКОНОМІЦІ?**

**Анотація**

Повсякденні економічні міркування, як правило, обертаються навколо заголовків преси, більшість з яких є новими під назвою: чи нам загрожує нова фінансова криза, з якої частина світу вона розпочнеться? Проблематика статті висвітлює нам історичні дані про глобальну фінансову кризу 2007–2009 рр., починаючи з аналізу кризової структури згідно з Химаном Мінським, яка відповідає різноманітності капіталістичних економік країн Заходу. Розуміння механізму фінансової кризи – це посилання на події 2007–2009 років, коли глобальні ринки були піддані економічному колапсу, що стало дуже важливим елементом у наступному етапі нашого аналізу повідомлень експертів щодо можливості нової фінансової кризи в глобальній економіці.

**Ключові слова:** фінансова криза, економіка, модель Мінського, система фінансова, банки.

**Bakhnivskyi Valentyn**

Faculty of Economics and International Relations,  
Cracow University of Economics

**IS THE NEW FINANCIAL CRISIS THREATENING THE GLOBAL ECONOMY?**

**Summary**

Everyday economic considerations usually revolve around press titles, most of which are the news titled: Are we threatened with a new financial crisis, from which part of the world will it start? The issue of the article introduces us to the historical data on the global financial crisis in 2007–09, beginning with the analysis of the crisis structure according to Hyman Minsky, who corresponds to the variety of capitalist economies of Western countries. Understanding the mechanism of the financial crisis is a reference to the events of 2007–09, when global markets were parried by economic collapse was a very important element in the following analysis of experts' notifications regarding the possibility of a new financial crisis in the global economy.

**Keywords:** financial crisis, economy, model of Minsky, financial system, banks.