

**LESZEK LEŚNIEWSKI**

## **UWARUNKOWANIA GLOBALNEGO KRYZYSU FINANSOWEGO W ŚWIETLE WYNIKÓW DOTYCHCZASOWYCH BADAŃ**

**Streszczenie:** W artykule dokonano analizy uwarunkowań kryzysu zapoczątkowanego w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych.

Celem artykułu jest przegląd literatury przedmiotu na temat mechanizmu kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych – pomocniczo w oparciu o analizę reakcji grup krajów europejskich na ten kryzys.

W pierwszej części przeanalizowano globalny charakter mechanizmu współczesnego kryzysu finansowego. Odwołując się do wybranej literatury przedmiotu, w drugiej części przedstawiono przyczyny wystąpienia kryzysu globalnego. W kolejnej części, na podstawie analizy literatury, zaprezentowano kanały międzynarodowej transmisji kryzysu. W ostatniej części przedstawiono implikacje kryzysu finansowego dla gospodarki europejskiej.

**Słowa kluczowe:** kryzys globalny; mechanizm kryzysu; przyczyny kryzysu; transmisja kryzysu; kraje europejskie.

### **1. WSTĘP**

Kryzysowi finansowemu, w licznej literaturze przedmiotu, towarzyszy dyskusja na temat jego mechanizmu. Globalny kryzys finansowy<sup>1</sup> to sytuacja, w której kryzys finansowy, ze względu na zasięg geograficzny, obejmuje międzynarodowy obszar wystąpienia<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Dla celów niniejszej pracy przyjęto określenie globalnego kryzysu finansowego, jako kryzysu zapoczątkowanego w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych. W pracy pojęcie to jest stosowane zamiennie z określeniami kryzys globalny, kryzys finansowy, współczesny kryzys.

<sup>2</sup> S. Claessens, G. Dell’Ariccia, D. Igan, L. Laeven, *Lessons and policy implications from the global financial crisis*, IMF Working Paper WP/10/44, International Monetary Fund, Washington 2010; S. Claessens, M. A. Kose, L. Laeven, F. Valencia, *Financial crises causes, consequences, and policy responses*, International Monetary Fund, Washington 2014.

Z przeprowadzonego badania bibliometrycznego wynika, że w latach 2007–2013, *global financial crisis* był tematem 1808 prac naukowych, tj. (2007 r. – 1; 2008 r. – 9; 2009 r. – 310; 2010 r. – 344; 2011 r. – 353; 2012 r. – 392; 2013 r. – 399)<sup>3</sup>. Literatura skupiła się na globalnym charakterze oraz mechanizmie współczesnego kryzysu. Stąd w artykule przedstawiono wyniki w ujęciu regionalnym–europejskim.

Celem artykuł jest przegląd literatury przedmiotu na temat mechanizmu kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych – pomocniczo w oparciu o analizę reakcji grup krajów europejskich na ten kryzys.

W artykule dokonano analizy uwarunkowań kryzysu zapoczątkowanego w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych. W pierwszej części przeanalizowano globalny charakter mechanizmu współczesnego kryzysu finansowego. Odwołując się do wybranej literatury przedmiotu, w drugiej części przedstawiono przyczyny wystąpienia kryzysu globalnego. W kolejnej części, na podstawie analizy literatury, zaprezentowano kanały międzynarodowej transmisji kryzysu. W ostatniej części przedstawiono implikacje kryzysu finansowego dla gospodarki europejskiej.

## 2. MECHANIZM KRYZYSU ZAPOCZĄTKOWANEGO W 2007 ROKU

Zmiany na rynku globalnym mają podłoże w zjawiskach ekonomicznych, politycznych, prawnych, społecznych i technologicznych. Pomimo pozytywnego ich wpływu na rozwój społeczno–gospodarczy, wpływają również na niestabilność poszczególnych krajów<sup>4</sup>. Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r. uwiłdocił słabości rynku globalnego i niską jego odporność na wstrząsy. Globalny charakter sprawił, że zasięg – porównywany do Wielkiego Kryzysu – objął całą gospodarkę światową oraz większość jej dziedzin<sup>5</sup>. Wymusił zweryfikowanie uwarunkowań stabilnej gospodarki narodowej<sup>6</sup>.

Poprzez sprzężenie zwrotne pomiędzy sferą finansową a sferą realną, wywołał zagrożenie światowego kryzysu gospodarczego. Przyczyna wybuchu kryzysu

---

<sup>3</sup> Badanie zostało przeprowadzone 12–12–2014 r. Generując dane posłużono się bazą *Web of Science*. Zastosowane kryteria wyszukiwania: *all citations databases, topic: global financial crisis*.

<sup>4</sup> A. Crockett, *Why is financial stability a goal of public policy?*, Federal Reserve Bank Of Kansas City Economic Review, Fourth Quarter 1997, pp. 5 – 22; W. A. Allen, G. Wood, *Defining and achieving financial stability*, “Journal of Financial. Stability” 2006, Vol. 2, No. 2.

<sup>5</sup> Porównania te pojawiają się w literaturze przedmiotu, lecz można zaobserwować rozbieżność w opiniach i brak jednomyślności w ocenie tych dwóch zjawisk. Do podobieństw można zaliczyć m.in. miejsce wybuchu kryzysu, rola rynków finansowych, zasięg kryzysu, załamanie działalności gospodarczej oraz popytu konsumpcyjnego. Natomiast do różnic, można zaliczyć m.in. zmiany na rynku pracy, deflację, podaż pieniądza w gospodarce oraz walkę z kryzysem. Zob. P. Krugman, *The return of depression economics and the crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, New York, London 2009.

<sup>6</sup> A. Кудрин, *Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию*, “Вопросы экономики” 2009, no. 1, s. 9–27.

związana była z dynamicznym rozwojem rynku nieruchomości, determinowanym rozwiniętą ekspansją kredytową<sup>7</sup>.

Globalny rynek finansowy doświadczył spadku zaufania jego uczestników, bankructw podmiotów, zmian płynności na rynku oraz wartości aktywów. Spowodowało to panikę wśród klientów banków, a w dalszej konsekwencji doprowadziło do spadku zaufania w sektorze finansowym.

Ciąg zdarzeń, które przyczyniły się do wybuchu kryzysu, rozpoczął się w drugiej połowie lat 90. oraz w początkowych latach XXI w. Nastąpił wtedy wzrost stabilności makroekonomicznej. Wynikał on z międzynarodowej realizacji polityki pieniężnej i fiskalnej. W 2001 r. Stany Zjednoczone na pęknięcie banku internetowej, zareagowały poprzez redukcję stóp procentowych<sup>8</sup>. Doprowadziło to do wzrostu inflacji na rynku nieruchomości, aktywów finansowych oraz deficytu na rachunku obrotów bieżących. W latach 90. dotknięte kryzysem kraje Azji Południowo-Wschodniej, skoncentrowały wysiłki na funkcjonowaniu sektora eksportowego, poprzez generowanie nadwyżki na rachunku obrotów bieżących<sup>9</sup>. Efektem tego była wysoka akumulacja kapitału reinwestowanego w Stanach Zjednoczonych, deregulacja rynków finansowych, rozwój innowacji i instrumentów finansowych oraz kapitalizacja rynków<sup>10</sup>.

W skutek dynamicznego rozwoju gospodarczego w latach 2003–2006, w 2007 r. ujawniły się pierwsze przejawy przegrzania gospodarki, tj.: nieadekwatne moce produkcyjne w relacji do popytu, ograniczenia w dostępności wykwalifikowanej siły roboczej, presja inflacyjna oraz rosnący deficyt handlowy. Jednym z powodów pogłębiania się kryzysu w Stanach Zjednoczonych było pogorszenie zaufania inwestorów zagranicznych do amerykańskiego rynku. W pierwszych latach załamania gospodarczego pojawiły się argumenty sugerujące prawdopodobieństwo międzynarodowego przenoszenia się jego skutków. Oceniając przebieg zmian na rynku globalnym oraz oznaki narastania problemów, okres 2007–2013 można podzielić na siedem etapów:

- 2007 r. – wybuch kryzys na rynku kredytów typu *subprime*<sup>11</sup>,

<sup>7</sup> M. Obstfeld, K. Rogoff, *Global imbalances and the financial crisis: products of common causes*, Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference October 18–20, 2009.

<sup>8</sup> C. Collins, *Globalny kryzys finansowy w perspektywie historycznej*, „Bezpieczny Bank” 2011, nr 2(44), s. 155–162.

<sup>9</sup> M. D. Brood, J. S. Landon-Lane, *The global financial crisis of 2007–08: is it unprecedented?*, The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 16589, Cambridge 2010.

<sup>10</sup> B. S. Bernanke, *On the implications of the financial crisis for economics*, Remarks at the Conference Co-sponsored by the Center for Economic Policy Studies and the Bendheim Center for Finance, Princeton University, Princeton, New Jersey 2010.

<sup>11</sup> Wraz z rozwojem zmian na rynkach finansowych, banki zaczęły odnotowywać straty wywołane przez kryzys. Początkowo problemy dotyczyły kredytów *subprime* – w ograniczeniu do gospodarki amerykańskiej. Z czasem, perturbacje finansowe objęły swoim zasięgiem globalny system finansowy. Por. m.in. C. Borio, P. Disyatat, *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Papers No 346, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, Basel 2011.

- 2008 r. – bankructwo banku Lehman Brothers<sup>12</sup>,
- 2009 r. – pogorszenie się kondycji gospodarczej strefy euro<sup>13</sup>,
- 2010 r. – decyzja o zacieśnieniu Paktu Stabilności i Wzrostu<sup>14</sup>,
- 2011 r. – oznaki wyjścia z kryzysu<sup>15</sup>,
- 2012 r. – ustanowienie Traktat o Europejskim Mechanizmie Stabilności<sup>16</sup>,
- 2013 r. – oznaki stabilizacji koniunktury gospodarczej<sup>17</sup>.

Globalny kryzys finansowy to pierwszy kryzys, który dotknął kraje wysoko rozwinięte, w okresie funkcjonowania zintegrowanego i zglobalizowanego systemu finansowego. Odpyływ kapitału spekulacyjnego, destabilizująco wpłynął na funkcjonowanie instytucji finansowych. Niska jakość udzielanych kredytów hipotecznych przyczyniła się do wzrostu niewypłacalności. Oprocentowanie funduszy federalnych pozwoliło bankom komercyjnym na oferowanie kredytów mało wiarygodnym kredytobiorcom. W konsekwencji spadek wartości nieruchomości

<sup>12</sup> Momentem przełomowym była odmowa udzielenia bankowi Lehman Brothers wsparcia przez amerykański rząd. Przyczyniło się to do upadku trzeciego co do wielkości amerykańskiego banku inwestycyjnego. Odmowa ta była uzasadniona niechęcią do ratowania banku prywatnego za pomocą środków publicznych. Por. m.in. z W. J. McKibbin, A. Stoeckel, *The potential impact of the global, financial crisis on world trade*, Policy Research Working Paper 5134, The World Bank, Poverty Reduction and Economic Management Network, International Trade Department & Development Research Group, Trade and Integration Team, Washington 2009.

<sup>13</sup> Kryzys finansowy ujawnił niedoskonałości Unii Gospodarczej i Walutowej. Utrata możliwości realizacji autonomicznej polityki monetarnej, poziom zadłużenia publicznego oraz deficyt finansów publicznych, przyczyniły się do niewypłacalności wybranych krajów członkowskich. Największym wyzwaniem dla stabilności europejskiej waluty była sytuacja gospodarcza w Grecji, Portugalii, Hiszpanii, Irlandii i Włoszech. Kraje członkowskie pozbawione możliwości osłabiania kursu walutowego, skierowały aktywność na rzecz pakietów fiskalnych, jako głównego instrumentu pobudzania koniunktury. Por. m.in. z R. Chen, G. M. Milesi-Ferretti, T. Tressel, *External imbalances in the Euro Area*, IMF Working Paper WP/12/236, International Monetary Fund, Washington 2012.

<sup>14</sup> Zgodnie z zaleceniami Rady Unii Europejskiej oraz Komisji, nadzór i koordynacja narodowych polityk budżetowych, sprowadzały się do minimalizowania ryzyka wynikającego z długotrwałych i nadmiernych deficytów budżetowych. Opracowany został cel dotyczący stabilności finansów publicznych. W procedurze nadmiernego deficytu uwzględniono wzajemną zależność długu publicznego i deficytu budżetowego. Por. m.in. z R. Kollmann, M. Ratto, W. Roeger, J. Veld, *Fiscal policy, banks and the financial crisis*, Working Papers ECARES 2012–034, Université Libre de Bruxelles, Brussels 2012.

<sup>15</sup> W 2011 r. można było zaobserwować pierwsze oznaki wychodzenia z kryzysu. Nastąpił postęp w likwidowaniu tzw. złych aktywów, korygowaniu rynków finansowych oraz porozumień w realizacji polityk gospodarczych poszczególnych krajów. Por. m.in. z S. Mihm, N. Roubini, *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.

<sup>16</sup> Traktat o utworzeniu ESM wszedł w życie w 2012 r. Rola mechanizmu skupiła się na udzielaniu pomocy finansowej państwom członkowskim strefy euro, w celu ochrony stabilności strefy euro jako całości. Por. m.in. z J. Skrzypczyńska, *Koordinacja polityki fiskalnej i pieniężnej strefy euro w obliczu kryzysu finansowego*, „Rocznik Integracji Europejskiej” 2012, nr 6, s. 289–299.

<sup>17</sup> Rok 2013 charakteryzował się występowaniem różnych trendów w globalnej gospodarce. Wiele krajów nadal zmagало się z konsekwencjami globalnego kryzysu finansowego oraz kryzysu strefy euro. Por. m.in. z A. Wojtyna, *Kontrowersje wokół charakteru ożywienia po kryzysie finansowym i recesji*, „Gospodarka Narodowa” 2013, vol. 11–12 (267–268), s. 5–21.

spowodował utratę zabezpieczeń finansowych<sup>18</sup>. Kryzys ten objawił się spadkiem podaży na międzybankowym rynku pieniężnym i wzrostem oprocentowania środków finansowych. W późniejszych latach kryzys wywarł wpływ na sektor realny – przede wszystkim przemysł i usługi. Przekształcił się on w recesję gospodarczą oraz nierównowagę finansów publicznych<sup>19</sup>.

Z analizy literatury przedmiotu, wynika że narodowe i międzynarodowe organy odpowiedzialne za utrzymanie stabilności finansowej, nie podjęły odpowiednio wcześniej działań antykryzysowych. Podjęte zbyt późno były mniej efektywne lub całkowicie nieefektywne<sup>20</sup>. Znaczenie Stanów Zjednoczonych w światowej wymianie handlowej, wysoki stopień globalizacji oraz swoboda przepływu czynników wytwórczych, przyczyniły do rozprzestrzeniania się kryzysu na inne kraje. Biorąc swój początek w zachwianiach systemów finansowych, kryzys ten osiągnął dotychczas niespotykaną skalę i zasięg.

### 3. PRZYCZYNY WYSTĄPIENIA KRYZYSU – PRZEGLĄD LITERATURY

W obliczu kryzysu finansowego istotne jest określenie czynników jego wystąpienia. Literatura przedmiotu prezentuje liczne analizy przyczyn kryzysu, wywołanego załamaniem na rynku kredytów hipotecznych typu *subprime*. Odnoszą się one przede wszystkim do powstałych niedoskonałości na rynkach finansowych. Podaje się wiele przykładów tego, że kryzys zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych, okazał się głębokim wstrząsem dla globalnej gospodarki.

Badania naukowe na temat źródeł globalnego kryzysu finansowego są zróżnicowane. Znajduje to odzwierciedlenie w licznych publikacjach. Stanowiska badaczy, w zależności od uogólnienia, wzajemnie się uzupełniają i weryfikują.

Wśród przyczyn wystąpienia zaburzeń na światowych rynkach finansowych – w konsekwencji przeniesienia się na sferę realną – wymienia się zjawiska o charakterze mikroekonomicznym i makroekonomicznym<sup>21</sup>.

Mikroekonomiczne czynniki związane były z funkcjonowaniem systemu finansowego oraz zachowaniem jego uczestników. Z literatury przedmiotu wynika, że do tej grupy należały:

- wzrost wolumenu udzielonych kredytów,
- upowszechnienie innowacyjnych produktów finansowych,
- rozwój substandardowych kredytów hipotecznych,
- nieefektywne ramy prawne i działania instytucji nadzoru finansowego.

<sup>18</sup> B. Bayot, *Crise financiere et modeles bancaires*, Federation Wallonie–Bruxelles Namur 2012.

<sup>19</sup> В. Т. Рязанов, Мировой экономический кризис и его последствия, “Христианское чтение” 2010, но4 (35), с. 155–176.

<sup>20</sup> A. Horsch, *Financial crisis and institutional change*, “Zeszyty Naukowe 228. Consequences of world economic crisis for Poland and Central East Europe” 2012, pp. 9–44.

<sup>21</sup> S. Claessens, H. Tong, S. Wei, *From the financial crisis to the real economy: using firm-level data to identify transmission channels*, The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 17360, Cambridge 2011.

Deregulacja rynków finansowych, szybki rozwój innowacji i instrumentów finansowych oraz wzrost kapitalizacji rynków, przyczyniły się do wybuchu kryzysu finansowego. Szczególnie ważna stała się sekurytyzacja należności kredytowych na rynkach nieruchomości, kart kredytowych i kredytów konsumenckich. Inwestorzy, optymistycznie nastawieni do trendów rynkowych, poszukiwali bardziej ryzykownych form inwestowania na rynku kapitałowym. Nastąpił wzrost liczby udzielanych kredytów. Współczynniki zmienności wartości procentowego udziału kredytów w PKB dla sektora prywatnego w latach 1999–2008 wyniosły: dla Świata – 0,04; dla Chin – 0,05; dla Unii Europejskiej – 0,07; dla Stanów Zjednoczonych – 0,09; dla Unii Gospodarczej i Walutowej – 0,05<sup>22</sup>.

Powszechny dostęp do tanich środków finansowych oraz rosnąca akceptacja ryzyka, sprawiły że papiery wartościowe były chętnie akumulowane. W późniejszym czasie aktywa te okazywały się tzw. aktywami toksycznymi.

Kreacja instrumentów finansowych utrudniła monitorowanie ryzyka przez nadzór publiczny. Efektem tego było osłabienie długookresowego bezpieczeństwa instytucji finansowych<sup>23</sup>.

Rosnąca presja na tworzenie innowacyjnych instrumentów finansowych, prowadziła do spekulacji. Sprzyjała temu pogłębiająca się przepaść między sferą zarządzania a sferą własności kapitału<sup>24</sup>. Mikroekonomiczne przyczyny kryzysu wynikały z funkcjonowania systemu finansowego, tj.: błędów w technikach pomiaru i wyceny ryzyka oraz w zarządzaniu nim, strukturze nadzoru właścicielskiego i systemie regulacyjnym.

Na podstawie stanu literatury, do najważniejszych makroekonomicznych źródeł globalnego kryzysu finansowego należą<sup>25</sup>:

- zmiana rozkładu sił gospodarczych na świecie,
- wysokie tempo wzrostu gospodarczego,
- narastająca skala globalnej nierównowagi,
- długotrwałe utrzymywanie realnych stóp procentowych na niskim poziomie.

Główną przyczyną współczesnego kryzysu była zmiana rozkładu sił gospodarczych na świecie. Współczynniki zmienności PKB (w cenach bieżących USD) dla okresu 1999–2008 wyniosły: dla Świata – 0,24; dla Chin – 0,49; dla Indii – 0,37, dla Unii Europejskiej – 0,27; dla Stanów Zjednoczonych – 0,14<sup>26</sup>. Utrzymująca się nierównowaga płatnicza – wyrażająca się w trwałych i dużych deficytach i nadwyżkach bilansów obrotów bieżących – przyczyniła się do pogłębienia współczesnego kryzysu. Średnie wartości sald na rachunku obrotów bieżących

<sup>22</sup> Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Banku Światowego.

<sup>23</sup> P. Boone, S. Johnson, *The european crisis deepens*, Policy Brief Number PB 12–4, Peterson Institute for International Economics, Washington 2012.

<sup>24</sup> L. Nord, A. Shehata, *Finansskrisen, forvantningarna och fortroendet*, DEMICOM Mittuniversitetet, Ostersund 2013.

<sup>25</sup> F. Browne, D. T. Llewellyn, P. Molyneux, *Regulation and banking after the crisis*, SUERF – The European Money and Finance Forum, Vienna 2011.

<sup>26</sup> Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Banku Światowego.

(w mld USD) dla okresu 1999–2008 wyniosły: dla Chin – 133898,1; dla Japonii – 145219,2; dla Unii Gospodarczej i Walutowej – 1597,2; dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej – –4467,5; dla Stanów Zjednoczonych – –565328,6<sup>27</sup>.

Na świecie odwrócił się kierunek przepływów kapitałowych, z krajów azjatyckich do krajów rozwiniętych. Niskie realne stopy procentowe doprowadziły do boomu kredytowego, boomu na rynku nieruchomości oraz hossy na rynku akcji. Wpłynęło to na tworzenie się bąbli spekulacyjnych. Ożywienie gospodarcze doprowadziło do akcji kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka. Kłopoty kredytobiorców uniemożliwiające im spłatę zaciągniętych kredytów, rozpoczęły się po spowolnieniu gospodarki amerykańskiej<sup>28</sup>.

Nastąpił wzrost cen ropy naftowej i innych surowców. Drożęjąca ropa naftowa (na podstawie danych OECD, w 2000 r. baryłka ropy naftowej kosztowała średnio 25USD, w 2008 r. osiągnęła poziom 93USD) uczyniła z krajów eksporterów netto ropy naftowej, ważnych eksporterów kapitału. Zaczęły one tworzyć państwowe fundusze walutowe, których celem było inwestowanie nadwyżek kapitału za granicą. Największym odbiorcą tej nadwyżki były Stany Zjednoczone. Ze względu na niską skłonność do oszczędzania oraz dzięki rozwiniętym rynkom finansowym, źródło napływającego kapitału – przy relatywnie niskich stopach banku centralnego – prowadziło do dalszego spadku rynkowych stóp procentowych

Jako główne powody takiego stanu rzeczy, wskazuje się w literaturze przedmiotu na:

- rozwój rynków finansowych m.in. innowacji finansowych,
- błędy popełniane w polityce m.in. słabość systemu nadzoru i kontroli,
- uwarunkowania gospodarcze m.in. dynamiczny rozwój,
- czynniki społeczne m.in. optymizm inwestorów.

#### **4. MIĘDZYNARODOWY CHARAKTER TRANSMISJI WSPÓŁCZESNEGO KRYZYSU**

Kanał transmisji to międzynarodowe powiązania między państwami. W literaturze wyróżnia się zróżnicowane kanały międzynarodowej transmisji kryzysów. Za ich sprawą może dojść do wzajemnego przenoszenia impulsów koniunkturalnych, ze szczególnym uwzględnieniem kryzysu. Międzynarodowa transmisja kryzysu, zwana efektem domina lub zjawiskiem zarażania, to przenoszenie zjawisk kryzysowych w skali świata<sup>29</sup>.

<sup>27</sup> Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

<sup>28</sup> P. Carlsson, *Finanskrisen 2008/2009 – vad händer sedan?*, Lunds Universitet, Lund 2009; J. B. Taylor, *Getting back on track: macroeconomic policy lessons from the financial crisis*, “Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2010, May/June 92(3), pp. 165–176.

<sup>29</sup> M. P. Dooley, M. M. Hutchison, *Transmission of the U.S. subprime crisis to emerging markets: evidence on the decoupling–recoupling hypothesis*, The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 15120, Cambridge 2009.

Współczesne załamanie gospodarcze miało charakter międzynarodowy. Silniej lub słabiej, ale zawsze negatywnie oddziaływało na większość krajów świata. Rozprzestrzenianie się współczesnego kryzysu miało wymiar:

- geograficzny (z kontynentu na kontynent, z jednego kraju do drugiego) pomimo braku bezpośredniego geograficznego sąsiedztwa pomiędzy państwami,
- sektorowy, wyrażający się tym, że kryzys w sektorze finansowym negatywnie wpłynął na inne sektory, mimo braku powiązań między nimi.

Kryzys, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych, rozprzestrzenił się na gospodarkę światową. Początkowo miał wyraźnie lokalny charakter. Z czasem dotknął wysoko rozwinięte kraje europejskie, kraje wschodzące, a także Japonię oraz Chiny. Silne powiązania finansowe krajów europejskich ze Stanami Zjednoczonymi, spowodowały materializację czynników kryzysowych. Związki pomiędzy krajami oraz stopień ich rozwoju, sprawiły że kryzys finansowy rozprzestrzenił się szybko<sup>30</sup>.

Kryzys dotknął sektor bankowy, nieruchomości, transportowy oraz produkcyjny – szczególnie motoryzacyjny, metalowy i maszynowy. Nastąpiło przesunięcie problemów z sektora finansowego do sektora publicznego. Zmiany na rynkach finansowych przełożyły się na sferę realną gospodarki światowej. Stopień integracji w sferze realnej i finansowej wpłynął na rozprzestrzenienie się kryzysu poprzez powiązania krajów tego samego regionu<sup>31</sup>.

Z analizy literatury przedmiotu, wynika że globalny kryzys przeniósł się poprzez powiązania finansowe i handlowe.

Kanałem przepływu kryzysu były rynki finansowe. Charakteryzował się stratami na rynku kredytowym Stanów Zjednoczonych i jednoczesnym spadkiem produkcji. Odegrało to istotną rolę w rozprzestrzenianiu się kryzysu<sup>32</sup>.

W ramach kanału transmisji – związanego z przepływem kapitału – oddziaływanie na realną sferę gospodarki odbyło się poprzez poziom zagranicznych inwestycji bezpośrednich i portfelowych. Spadek ich napływu wynikał ze wzrostu ryzyka dla inwestorów. Zmniejszyły się możliwości do pozyskiwania źródeł finansowania. W następstwie tego, pogorszyły się warunki i wielkości udzielanych kredytów eksportowych<sup>33</sup>.

Jednym z kanałów transmisji o charakterze handlowym był spadek przychodów eksportowych. W krajach będących eksporterem netto, spadek cen

<sup>30</sup> S. Kalemlı–Özcan, E. Papaioannou, F. Perri, *Global banks and crisis transmission*, The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 18209, Cambridge 2012.

<sup>31</sup> A. Chudik, M. Fratzscher, *Identifying the global transmission of the 2007–09 financial crisis in a gvar model*, Working Paper Series No 1285 / January 2011, European Central Bank, Brussels 2011.

<sup>32</sup> N. Frank, B. Gonzalez–Hermosillo, H. Hesse, *Transmission of liquidity shocks: evidence from the 2007 subprime crisis*, IMF Working Paper WP/08/200, International Monetary Fund, Washington 2008.

<sup>33</sup> R. Anderson, *Quelles leçons tirer de la grande crise financière de notre temps?*, “Regards Economiques d’Institut de Recherches Economiques et Sociales” Juin 2012, Numero 96, p. 1–8.



surowców, spowodował obniżenie popytu w krajach rozwiniętych na dobra eksportowane przez kraje rozwijające się. Natomiast w krajach będących importerem netto, spadek cen surowców stanowił rekomendację straty ponoszonej na skutek transmisji kryzysu.

Kraje o podobnej sytuacji makroekonomicznej i finansowej, były podatne na transmisję kryzysu, ze względu na:

- wzrost międzynarodowych stóp procentowych,
- spadek popytu na rynkach światowych,
- zmiany cen towarów i usług,
- powiązania handlowe i finansowe,
- udział zadłużenia w sektorze bankowym,
- zmiany kursów walutowych,
- wzrost zadłużenia publicznego.

Współczesny kryzys nie natrafił na przeszkody uniemożliwiające transmisję pomiędzy krajami tj.,: na granice polityczne, geograficzne i gospodarcze. W przypadku kryzysu globalnego, czynnik czasu i odległości geograficzne przestały mieć znaczenie. Z analizy literatury przedmiotu, wynika że w miarę rozwoju społeczno-gospodarczego, pojawiły się nowe kanały przenoszenia się kryzysu. Transmisja globalnego kryzysu finansowego do poszczególnych krajów odbyła się kilkoma kanałami, wywołując w nich skutki większe niż wcześniejsze kryzysy XX w.

## 5. WPŁYW KRYZYSU FINANSOWEGO NA GOSPODARKĘ EUROPEJSKĄ

Z przeprowadzonej analizy literatury przedmiotu, wynika że wpływ kryzysu finansowego na gospodarkę europejską, okazał się bardzo silny. W pierwszej kolejności skutki kryzysu odczuły wysoko rozwinięte państwa członkowskie Unii Europejskiej. Nastąpiło spowolnienie gospodarcze, objawiające się spadkiem produkcji przemysłowej, PKB i wzrostem bezrobocia<sup>34</sup>. Globalny kryzys wywołał negatywne skutki w gospodarce europejskiej. Do największych przejawów należały: spadek realnych stóp procentowych, eksportu oraz nakładów inwestycyjnych. Kryzys wpłynął na spowolnienie lub spadek wzrostu dochodu narodowego. W następstwie tego, działania antykryzysowe przyczyniły się do wzrostu długu publicznego oraz deficytu budżetowego<sup>35</sup>.

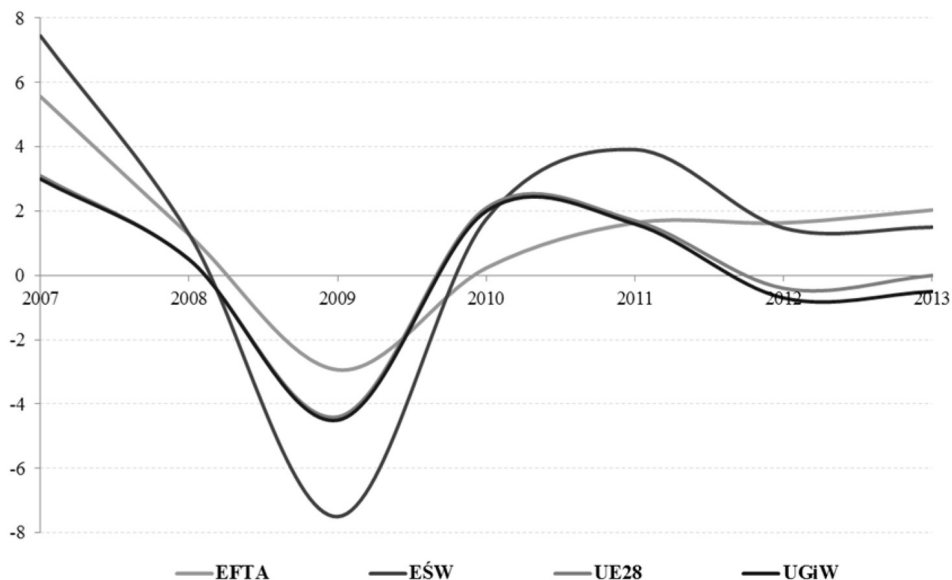
Wstępna analiza regionu europejskiego prowadzi do wniosku, że większość krajów zanotowała ujemną zmianę wzrostu PKB w 2009 r. Był to przełomowy rok z punktu widzenia skutków, jakie pozostawił po sobie kryzys finansowy. Największe spadki zostały odnotowane w krajach bałtyckich, tj. Estonia (-14,7%),

<sup>34</sup> A. J. Isachsen, *Om finanskrisen i USA*, Working Paper Series 6/08, Centre for Monetary Economics, BI Norwegian School of Management, Oslo 2008.

<sup>35</sup> P. De Grauwe, *The financial crisis and the future of the Eurozone*, "Bruges European Economic Policy Briefings BEEP" 2010, no 21.

Litwa (-14,8%) i Łotwa (-14,2). W latach 2007–2009 stopa wzrostu PKB najsilniej spadła w krajach Europy Środkowo–Wschodniej. Najmniejsze zmiany wystąpiły natomiast w krajach EFTA. (por. rysunek 1) Jedynym krajem Unii Europejskiej, który zanotował w 2009 r. wzrost PKB była Polska (2,6%). Najwyższy współczynnik zmienności wzrostu PKB, w latach 2007–2013 wystąpił w Finlandii – 56,9, był zbliżony do Słowenii i Cypru. W 2010 r. nastąpiło wyraźnie widoczne wychodzenie z kryzysu. Największy spadek PKB wystąpił w Grecji (-5,4%), natomiast największy wzrost PKB wystąpił w Luksemburgu (5,1%). Na spadek tempa wzrostu gospodarczego istotny wpływ wywarło obniżenie się poziomu zapasów, obniżający się popyt inwestycyjny i eksport netto.

**Rysunek 1. Średnie wartości tempa wzrostu PKB (w %) w krajach EFTA, EŚW, UE28 i UGiW w latach 2007–2013**

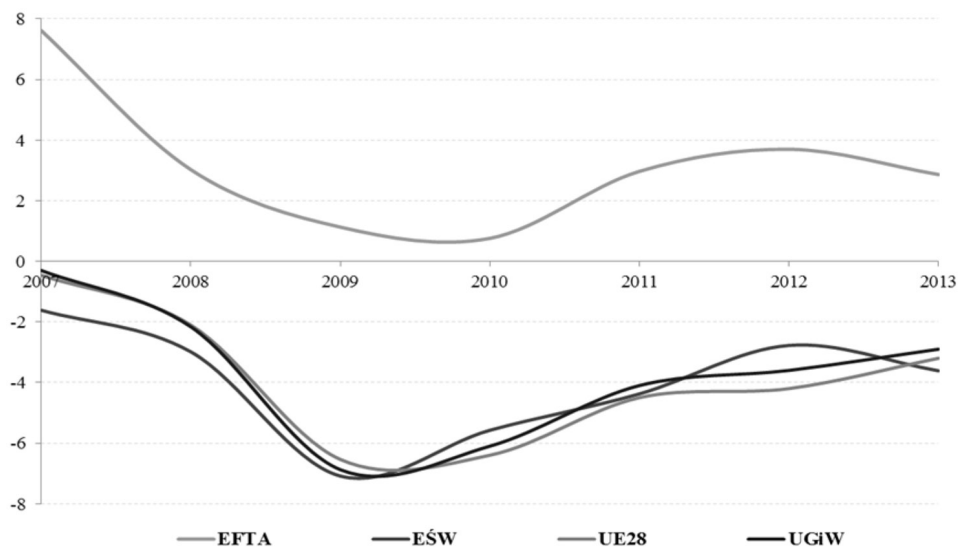


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Eurostat.

W kontekście współczesnego kryzysu kluczowe znaczenie miała polityka fiskalna i perspektywy kształtowania się sytuacji sektora finansów publicznych. Kryzys finansowy oraz działania naprawcze doprowadziły do zmian w obszarze fiskalnym. Część krajów stanęła w obliczu trudności budżetowych i zadłużeniowych. Globalny kryzys i walka z nim, okazały się bardzo kosztowne, sprawiając że w krótkim czasie w wielu krajach, gwałtownie wzrósł deficyt sektora publicznego. Zawirowania na rynkach finansowych wywołały spiralę deficytów budżetowych, które w latach 2007–2013 przewyższyły poziom -6% PKB. Krajem, w którym został odnotowany największy wzrost deficytu w 2010 r. była Irlandia (-32,4% PKB) – średnia wartość dla krajów PIIGS w latach 2007–2013

wyniosła  $-7,75\%$  PKB. Nie wszystkie kraje doświadczyły w podobnym stopniu problemów fiskalnych. W krajach EFTA (z wyłączeniem Islandii) salda budżetów nie przekroczyły poziomu  $-3\%$  PKB w latach 2007–2013, w przeciwieństwie do krajów Unii Europejskiej, strefy euro i krajów EŚW. (por. rysunek 2) Średnie wartości dla tego okresu w krajach EFTA i Europy Północnej wyniosły: w Norwegii  $14\%$  PKB; w Szwajcarii  $0,5\%$  PKB; w Szwecji  $0,3\%$  PKB; w Danii  $-0,6\%$  PKB; w Finlandii  $-0,2\%$  PKB.

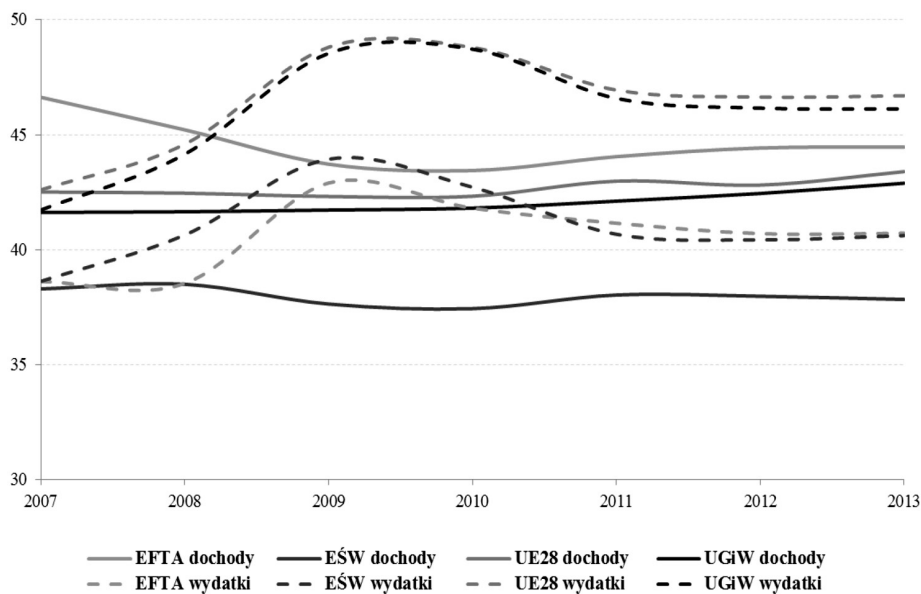
**Rysunek 2. Średnie wartości salda budżetowego (% PKB) w krajach EFTA, EŚW, UE28 i UGiW w latach 2007–2013**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Eurostat.

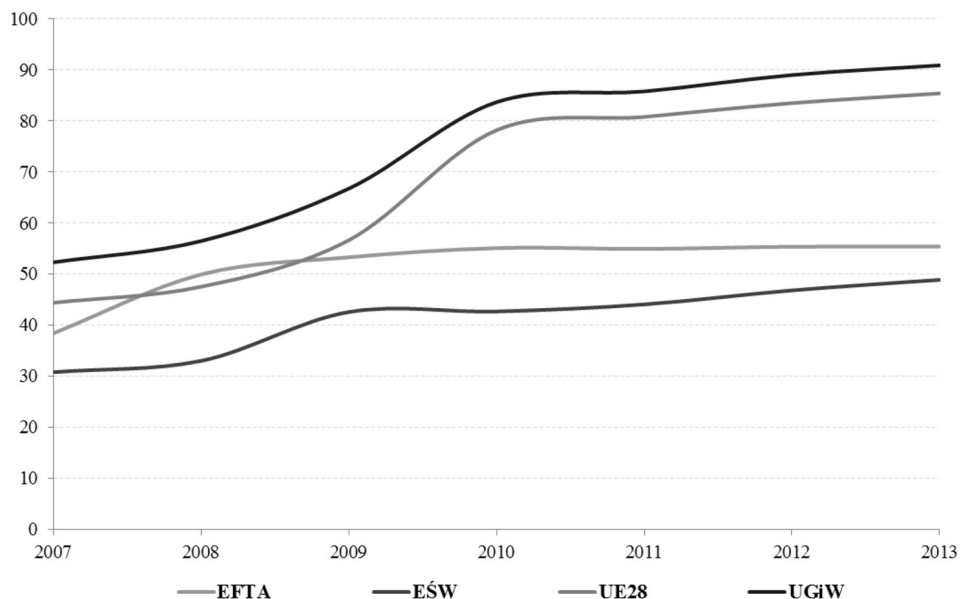
Wzrost deficytu sektora w krajach europejskich w 2008 r. i dalsze pogłębienie w 2009 r. wynikało, z pojawienia się problemów strukturalnych, które wcześniej były mniej widoczne dzięki szybkiemu rozwojowi społeczno-gospodarczemu. W latach 2007–2008, w krajach w których wystąpiła wysoka dynamika wzrostu gospodarczego, odnotowany został wzrost wydatków publicznych szybszy niż wzrost PKB. Z kolei osłabienie dynamiki PKB w 2009 r. przyczyniło się do spadku dochodów podatkowych. W 2009 r. w stosunku do 2007 r. nastąpił wzrost średniej wartości wydatków o: w krajach EFTA –  $4,2\%$  PKB; w krajach EŚW –  $5,3\%$  PKB; w krajach UE28 –  $6,1\%$  PKB, w krajach UGiW –  $7,0\%$  PKB. (por. rysunek 3) Wzrost wydatków (współczynniki zmienności wyniosły: kraje EFTA –  $0,036$ ; kraje EŚW –  $0,038$ ; kraje UE28 –  $0,044$ ; kraje UGiW –  $0,049$ ) w połączeniu ze sztywną strukturą dochodów publicznych (współczynniki zmienności wyniosły: kraje EFTA –  $0,018$ ; kraje EŚW –  $0,009$ ; kraje UE28 –  $0,008$ ; kraje UGiW –  $0,010$ ), doprowadziły w do wzrostu deficytu sektora finansów publicznych.

**Rysunek 3. Średnie wartości dochodów i wydatków rządowych (% PKB) w krajach EFTA, EŚW, UE28 i UGiW w latach 2007–2013**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Eurostat.

**Rysunek 4. Średnie wartości długu publicznego (% PKB) w krajach EFTA, EŚW, UE28 i UGiW w latach 2007–2013**

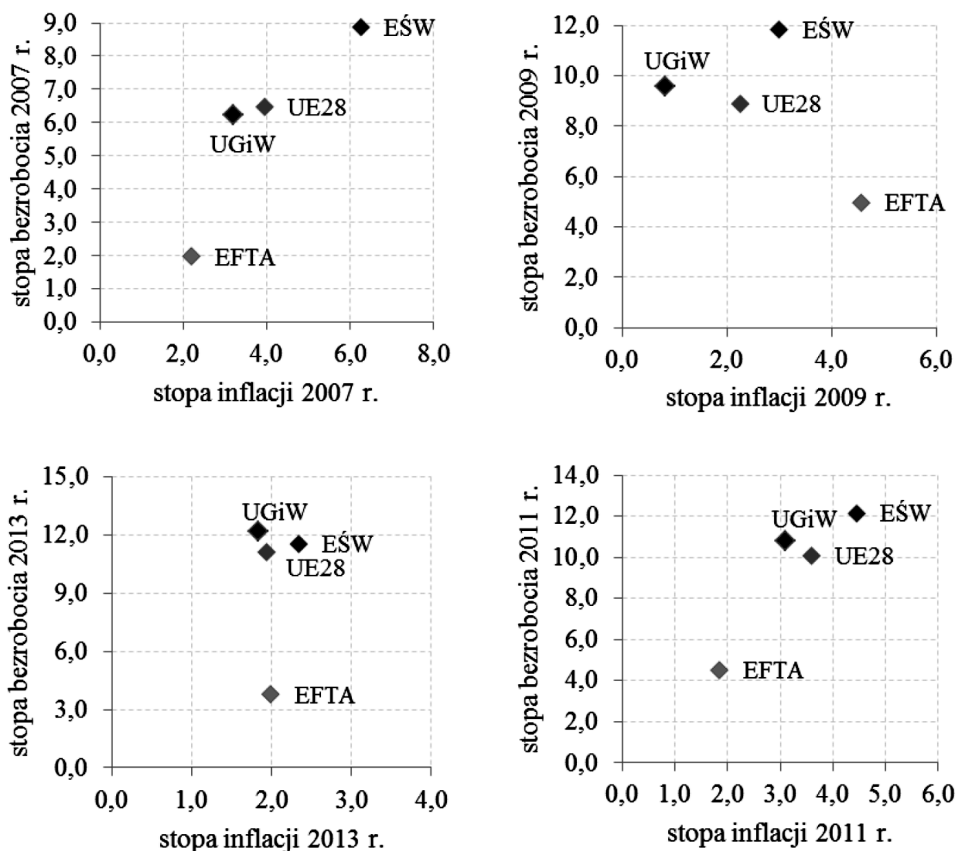


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Eurostat.

Problemy z budżetami krajów europejskich związane były z rozwojem ich długu publicznego w relacji do PKB. Współczesny kryzys finansowy powiększył te różnice. Spowodowane było to odmienną realizacją polityk antykryzysowych w poszczególnych państwach. W latach 2007–2009 doszło do wzrostu zadłużenia publicznego. W 2009 r. dług publiczny przekroczył 60% PKB. Najwyższy współczynnik zmienności tego wskaźnika w latach 2007–2013 wyniósł w Irlandii – 0,44, natomiast najniższy w Szwecji – 0,03. Średnie wartości dla okresu 2007–2013, które nie przekroczyły poziomu 60% PKB wyniosły: w krajach EFTA – 51,77% PKB; w krajach Europy Północnej – 39,04% PKB (z wykluczeniem Islandii); w krajach Europy Środkowo–Wschodniej – 41,25% PKB. We wszystkich krajach w badanym okresie został odnotowany trend wzrostowy procentowego udziału długu publicznego w PKB. (por. rysunek 4)

W badanych krajach w latach 2007–2013 zaobserwowano zmiany w dynamice bezrobocia i inflacji. (por. rysunek 5) W 2009 r. widoczne były pierwsze

**Rysunek 5. Średnie wartości stopy inflacji (CPI) oraz stopy bezrobocia w krajach EFTA, EŚW, UE28 i UGiW w latach 2007, 2009, 2011 i 2013**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

skutki kryzysu na rynku pracy oraz w poziomie cen. Poziom bezrobocia zaczął rosnąć we wszystkich krajach europejskich. Spośród analizowanych krajów to w krajach Europy Południowej i krajach UE28 odnotowano najwyższy wzrost stopy bezrobocia. W przeciwieństwie do krajów EFTA i Europy Północnej, w UE28 szacunki pokazują dalszy wzrost bezrobocia. Wzrost bezrobocia był charakterystyczną cechą kryzysu globalnego, ponieważ ze względu na liczbę bankructw i restrukturyzacji przedsiębiorstw, zwiększyła się liczba zwolnień pracowników.

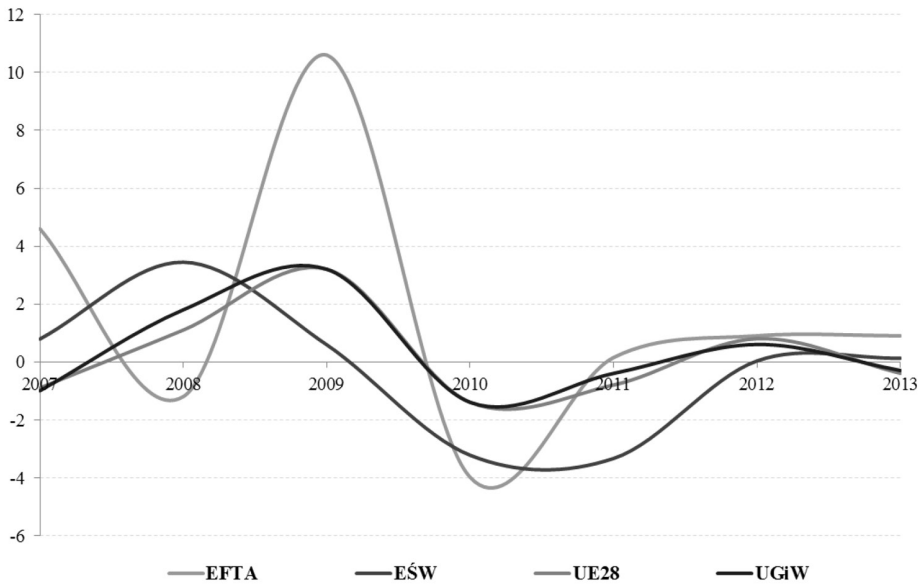
Kraje europejskie reagowały podobnymi zmianami inflacji w latach 2007–2013. Wzrost inflacji, a następnie jej spadek na przełomie 2007 r. i 2009 r. było cechą wspólną wszystkich krajów. W dużej mierze był to efekt reakcji na początek zmian na rynkach międzynarodowych oraz na rynkach wewnętrznych. W zakresie zmian cen na rynkach, podstawową rolę odegrały przede wszystkim znaczące spadki cen surowców. Największe różnice (wzrost a następnie spadek cen) wystąpiły w krajach EŚW. W pozostałych krajach współczynniki zmienności dla okresu 2007–2013 były na zbliżonym poziomie.

Spowolnieniu aktywności gospodarczej poszczególnych krajów towarzyszyło ograniczenie popytu na pracę oraz obniżająca się dynamika jednostkowych kosztów pracy. W badanym okresie tendencje rzeczywistych kosztów pracy były zmienne, z krótkimi okresami wzrostu i spadku kosztów. W 2009 r. we wszystkich krajach nastąpił wzrost kosztów pracy. Największa zmiana (wzrost a następnie spadek) tego wskaźnika została odnotowana w krajach EFTA i wyniosła: w 2007 r. 4,6%; w 2008 r. -1,2%; w 2009 r. 10,6%; w 2010 r. 4%. Odmienna sytuacja wystąpiła w pozostałych krajach Europy. (por. rysunek 6) Dane sugerują, że kryzys finansowy nie miał negatywnego wpływu na tempo wzrostu jednostkowych kosztów. We wszystkich krajach w badanym okresie został odnotowany trend spadkowy jednostkowych kosztów.

Okres 2007–2013 charakteryzował niestabilny wzrost wskaźnika produktywności pracy na przepracowaną godzinę. Zakłócenia w produktywności były wynikiem rozprzestrzeniania się kryzysu finansowego na sferę realną gospodarki. Największa zmiana (spadek a następnie wzrost) tego wskaźnika została odnotowana w krajach EŚW i wyniosła: w 2007 r. 6,8%; w 2008 r. 1,1%; w 2009 r. -2,2%; w 2010 r. 4,5%. Odmienna sytuacja wystąpiła w pozostałych krajach Europy. (por. rysunek 7) We wszystkich krajach w badanym okresie został odnotowany trend boczny produktywności pracy na przepracowaną godzinę.

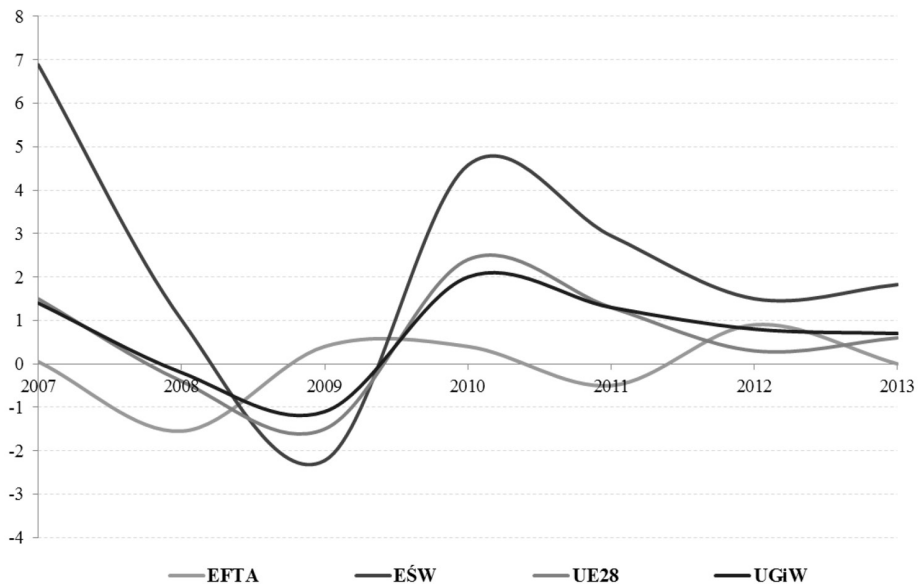
Spadek aktywności gospodarczej badanych krajów, przyczynił się do obniżenia międzynarodowych obrotów towarowych. W następstwie kryzysu, w 2009 r. we wszystkich krajach została odnotowana ujemna zmiana procentowa wartości eksportu i importu. Ograniczenie eksportu i importu, związane ze światowym spowolnieniem gospodarczym, doprowadziło do spadków wielkości sald rachunku obrotów bieżących w analizowanym okresie. Zmiany obrotów handlu zagranicznego potwierdziły, że analizowane kraje odczuły skutki globalnego kryzysu w latach 2007–2013. Skutki kryzysu dotkliwie były dla eksportu oraz importu wszystkich krajów. Średnie wartości eksportu w roku 2009 obniżyły się o 11,3%,

**Rysunek 6. Średnie wartości tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w krajach EFTA, EŚW, UE28 i UGiW w latach 2007–2013**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Eurostat.

**Rysunek 7. Średnie wartości produktywności pracy na przepracowaną godzinę w krajach EFTA, EŚW, UE28 i UGiW w latach 2007–2013**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Eurostat.

a import o 16,9%. W 2010 r. sytuacja uległa znacznej poprawie – nastąpił wzrost zarówno eksportu, jak i importu odpowiednio o 7,8% i 7,2%. Spadek obrotów handlu światowego był szczególnie dotkliwy dla tych krajów, w których udział obrotów handlu zagranicznego był wysoki. Implikacje współczesnego kryzysu dla wielkości obrotów handlu zagranicznego w krajach EFTA oraz krajach EŚW były większe w porównaniu z pozostałymi krajami. Z przeprowadzonego badania wynika, że zmiany po stronie importu i eksportu miały przejściowy charakter (por. rysunki 8 i 9).

Poszczególne państwa członkowskie Unii Europejskiej w różnym stopniu doświadczyły skutków kryzysu. Wśród krajów, gdzie zmiany były największe, znajdują się państwa PIIGS, których wiarygodność została zachwiana najsilniej. Jednym z przejawów współczesnego kryzysu finansowego był gwałtowny spadek wiarygodności na rynkach finansowych krajów PIIGS – które stanowią peryferie strefy euro. Ponadto w krajach tych ujawniły się strukturalne deformacje gospodarki, które były ukrywane za zasłoną szybkiego wzrostu realnego PKB – napędzanego boorem kredytowym i dobrą koniunkturą na rynkach nieruchomości. W momencie pęknięcia bańki kredytowej, spowodowało to ograniczenie wydatków w sektorze prywatnym. Działania mające na celu uzupełnienie luki w popycie globalnym, przyczyniły się do problemów fiskalnych, tj. pogorszenia sald budżetu tych państw oraz wzrostu zadłużenia w sektorze publicznym<sup>36</sup>.

Pozostałe kraje Unii Europejskiej zostały również dotknięte kryzysem, lecz skala pojawiających się trudności była w nich mniejsza. Kraje te charakteryzowały się dużym stopniem uzależnienia wzrostu od popytu zewnętrznego. Głównymi czynnikami prowadzącymi do załamania wzrostu gospodarczego były obniżający się popyt inwestycyjny i eksport netto. Ujemne szoki popytowe, które dotknęły w tym okresie te państwa doprowadziły do zmian sytuacji na rynku pracy. W krajach rozwiniętych kryzys dotknął głównie sektory przemysłu oraz handlu, a także systemy bankowe. Ograniczenia m.in. w udzielaniu kredytów przez banki w krajach rozwiniętych, miały ujemny wpływ na koniunkturę gospodarczą w krajach rozwijających się<sup>37</sup>.

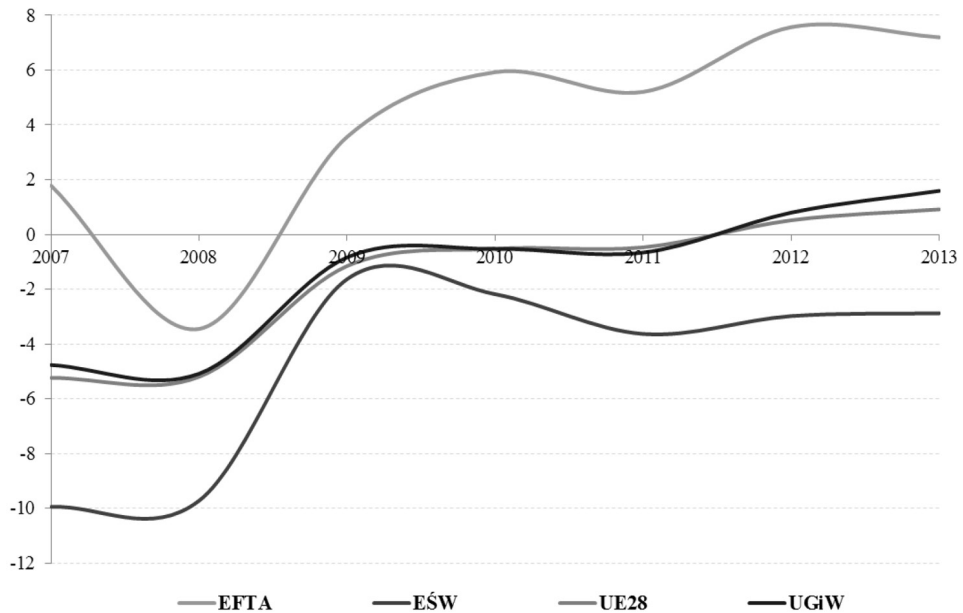
Oslabienie sytuacji gospodarczej w krajach wysoko rozwiniętych przyczyniło się do ograniczenia wymiany handlowej, powiązań finansowych oraz odpływu kapitału z krajów Europy Środkowo–Wschodniej. Kraje te zostały dotknięte przez kryzys zaufania. Utrzymujące się wysokie nierównowagi zewnętrzne, doprowadziły do szybkiego narastania długu zagranicznego i silnego uzależnienia się od kapitału zagranicznego – dotyczyło to krajów bałtyckich, Bułgarii i Rumunii. W krajach tych występowały wysokie deficyty sektora finansów publicznych, a także mniejsza stabilność systemu bankowego. Nastąpił wzrost akcji kredytowej,

<sup>36</sup> Szerzej na temat kryzysu finansowego w krajach PIIGS zob. A. Koronowski, *Kryzys finansów publicznych czy kryzys płatniczy krajów PIIGS?*, „Gospodarka Narodowa” 2011, nr 5–6, s. 69–84.

<sup>37</sup> Szerzej na temat kryzysu finansowego w krajach UE28 oraz UGiW zob. J. Y. Lin, V. Treichel, *The crisis in the Euro Zone, did the Euro contribute to the evolution of the crisis?*, Policy Research Working Paper, 6127, The World Bank, Development Economics Vice Presidency, Washington 2012.

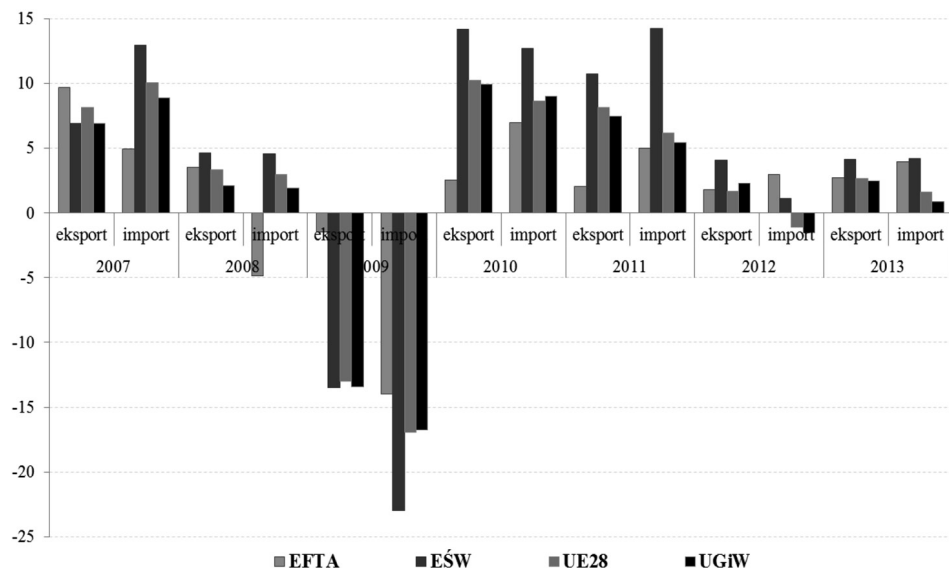


**Rysunek 8. Średnie wartości bilansu obrotów bieżących (% PKB) w krajach EFTA, EŚW, UE28 i UGiW w latach 2007–2013**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

**Rysunek 9. Średnie wartości wielkości eksportu i importu (zmiana procentowa) w krajach EFTA, EŚW, UE28 i UGiW w latach 2007–2013**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych publikowanych na stronie internetowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

finansowany środkami pozyskanymi za granicą. Czynnikiem zmniejszającym odporność na globalny kryzys w tym regionie, były wzrastające w poprzednich latach powiązania handlowe i finansowe z krajami UE15<sup>38</sup>.

W pierwszej fazie kryzysu, Rosja była odporna na pogarszanie się sytuacji na globalnym rynku finansowym. Wsparcie finansowe z funduszy państwowych powstrzymało przekształcanie się kryzysu finansowego w Rosji w krach systemu bankowego. Z czasem, uwidoczniły się oznaki zahamowania produkcji przemysłowej. Sytuacja wynikała ze spadku cen ropy naftowej na rynku światowym. Rosyjski rynek kapitałowy zareagował negatywnie z powodu niesprzyjających wiadomości wewnętrznych związanych z realizacją polityki gospodarczej<sup>39</sup>.

Kraje europejskie, w których kryzys miał łagodne konsekwencje, a wiarygodność nie została zachwiana, to Szwajcaria i Norwegia. W okresie kryzysu, Szwajcaria wyróżniała się stabilną gospodarką oraz dobrą sytuacją finansów publicznych. Dobre wskaźniki makroekonomiczne przyczyniły się do postrzegania przez zagraniczne podmioty, Szwajcarii jako bezpiecznej w okresie zmian na rynkach finansowych<sup>40</sup>. W przypadku Norwegii, reakcja na kryzys globalny była możliwa dzięki silnej gospodarce, zasilanej środkami z sektora naftowego, bardzo niskiemu bezrobociu i nadwyżce finansów publicznych. Czynniki determinujące stabilność makroekonomiczną w Norwegii, związane były ze strukturalnymi cechami tej gospodarki. Odporność na kryzys wynikała ze skutecznej realizacji polityki gospodarczej<sup>41</sup>.

Spośród krajów EFTA, odmiennie wyglądała sytuacja w przypadku Islandii. Na Islandii doszło do upadku trzech największych banków komercyjnych, co zachwiało systemem finansowym oraz całą gospodarką. Następstwem załamania się systemu bankowego był odpływ kapitału, spadek obrotów na giełdzie oraz deprecjacja korony islandzkiej. Konsekwencją tego była presja inflacyjna. Ujemne tempo wzrostu PKB skutkowało wzrostem bezrobocia. Kryzys w Islandii wynikał z przegrzania gospodarki, nadmiernych inwestycji finansowanych kredytami zagranicznymi w sektorze budowlanym i energetycznym oraz przeprowadzonych w latach 90. XX w. reform gospodarczych<sup>42</sup>.

---

<sup>38</sup> Szerzej na temat kryzysu finansowego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej zob. T. Kowalski, *Globalization and transformation in Central European countries: The case of Poland*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2013.

<sup>39</sup> Szerzej na temat kryzysu finansowego w Rosji zob. A. Aslund, S. Guriev, A. Kuchins, *Russia after the global economic crisis*, Peterson Institute For International, Economics, Washington 2010; M. B. Ершов, *Мировой финансовый кризис что дальше?*, Издательство Экономика, Москва 2011.

<sup>40</sup> Szerzej na temat kryzysu finansowego w Szwajcarii zob. R. Auer, S. Kraenzlin, *International liquidity provision during the financial crisis: a view from Switzerland*, "Federal Reserve Bank of St. Louis Review" 2011, vol. 93(6), pp. 409–417.

<sup>41</sup> Szerzej na temat kryzysu finansowego w Norwegii zob. S. Miyagawa, Y. Morita, *Financial crisis of Finland, Sweden, Norway and Japan*, "Journal of the Faculty of Economics, KGU" 2009, Vol. 19, No. 1, pp. 45–77.

<sup>42</sup> Szerzej na temat kryzysu finansowego w Islandii zob. R. Spruk, *Iceland's economic and financial crisis: causes, consequences and implications*, EEI Policy Paper, Vol. 1, European Enterprise Institute, Brussels 2010.

Głębokość oraz czas wyjścia z kryzysu finansowego były odmienne w poszczególnych krajach Europy. Z analizy literatury przedmiotu, wynika że skutki kryzysu zależały od:

- stopnia powiązań z gospodarką amerykańską,
- powstania bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości,
- zależności od bilansu obrotów bieżących,
- sytuacji finansów publicznych.

Czynniki te silnie działały w krajach dotkniętych kryzysem wiarygodności oraz państwach członkowskich Unii Europejskiej. Kraje, dla których znaczenie miał popyt globalny – odnotowały nadwyżki obrotów bieżących – były najbardziej narażone na skutki spadku handlu światowego. Kraje o nadwyżkach obrotów bieżących były podatne na zmiany na międzynarodowym rynku finansowym. W przypadku krajów utrzymujących wysoki deficyt obrotów bieżących, były one narażone na zmianę kierunku przepływu kapitału.

Kraje europejskie okazały się nieodporne na kryzys globalny, ze względu na powiązania z rynkiem amerykańskim. Kryzys ten wpłynął na spowolnienie rozwoju oraz zaburzenia makroekonomiczne we wszystkich krajach europejskich.

## 6. PODSUMOWANIE

Globalny kryzys finansowy wpłynął w istotny sposób na tempo światowego rozwoju społeczno-gospodarczego. Głównymi przyczynami spowolnienia były: zmiany popytu i liczby inwestycji oraz negatywne trendy na rynkach finansowych.

Przeprowadzona analiza literatury przedmiotu wskazuje na zróżnicowaną skalę i głębokość globalnego kryzysu. W warunkach istniejących współzależności między uczestnikami gospodarki globalnej, wybuch kryzysu i jego międzynarodowa transmisja okazały się nie do uniknięcia. Literatura przedmiotu potwierdziła globalną specyfikę analizowanego kryzysu w aspekcie jego mechanizmu, przyczyn, transmisji i skutków. Zmiany na rynku globalnym przyczyniły się do odmiennej transmisji kryzysu.

Wstępna analiza danych makroekonomicznych wykazała, odmienną reakcję krajów europejskich na kryzys. Zweryfikowane skutki kryzysu – w ujęciu regionalnym-europejskim – dla rozwoju gospodarczego badanych krajów były niejednakowe. Potwierdziły to – po 2007 r. – zmiany tempa wzrostu realnego PKB, salda budżetowego, długu publicznego oraz bilansu obrotów bieżących.

Z analizy porównawczej wynika, że kraje Europy Północnej oraz kraje EFTA (z wykluczeniem Islandii) poradziły sobie lepiej z implikacjami kryzysu, niż kraje PIIGS lub kraje Europy Środkowo-Wschodniej. Krajami, w których skutki kryzysu finansowego były najmniejsze były: Norwegia, Szwajcaria, Szwecja i Dania. Największe zmiany związane z kryzysem wystąpiły w Islandii, Irlandii, Grecji, Hiszpanii, Portugalii. Kryzys w średnim stopniu wpłynął na gospodarkę Niemiec, Holandii, Austrii, Belgii i Francji. Dalsza analiza i ocena reakcji gospodarek europejskich jest konieczna, przede wszystkim w kontekście zmian na

rynkach globalnych. Szczególnie interesująca jest identyfikacja czynników, które wpłynęły na zróżnicowaną reakcję poszczególnych krajów na globalny kryzys finansowy w okresie 2007–2013.

## BIBLIOGRAFIA

- Allen W. A., Wood G., *Defining and achieving financial stability*, “Journal of Financial Stability” 2006, Vol. 2, No. 2.
- Anderson R., *Quelles leçons tirer de la grande crise financière de notre temps?*, “Regards Economiques d’Institut de Recherches Economiques et Sociales” Juin 2012, Numero 96
- Aslund A., Guriev S., Kuchins A., *Russia after the global economic crisis*, Peterson Institute For International Economics, Washington 2010.
- Auer R., Kraenzlin S., *International liquidity provision during the financial crisis: a view from Switzerland*, “Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2011, 93(6).
- Bayot B., *Crise financière et modèles bancaires*, Federation Wallonie–Bruxelles Namur 2012.
- Bernanke B. S., *On the implications of the financial crisis for economics*, Remarks at the Conference Co-sponsored by the Center for Economic Policy Studies and the Bendheim Center for Finance, Princeton University, Princeton, New Jersey 2010.
- Boone P., Johnson S., *The european crisis deepens*, Policy Brief Number PB 12–4, Peterson Institute for International Economics, Washington 2012.
- Borio C., Disyatat P., *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Papers No 346, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, Basel 2011.
- Brood M. D., Landon-Lane J. S., *The global financial crisis of 2007–08: is it unprecedented?*, The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 16589, Cambridge 2010.
- Browne F., Llewellyn D. T., Molyneux P., *Regulation and banking after the crisis*, SUERF – The European Money and Finance Forum, Vienna 2011.
- Carlsson P., *Finanskrisen 2008/2009 – vad händer sedan?*, Lunds Universitet, Lund 2009.
- Chen R., Milesi-Ferretti G. M., Tressel T., *External imbalances in the Euro Area*, IMF Working Paper WP/12/236, International Monetary Fund, Washington 2012.
- Chudik A., Fratzscher M., *Identifying the global transmission of the 2007–09 financial crisis in a gvar model*, Working Paper Series No 1285 / January 2011, European Central Bank, Brussels 2011.
- Claessens S., Dell’Ariccia G., Igan D., Laeven L., *Lessons and policy implications from the global financial crisis*, IMF Working Paper WP/10/44, International Monetary Fund, Washington 2010.
- Claessens S., Kose M. A., Laeven L., Valencia F., *Financial crises causes, consequences, and policy responses*, International Monetary Fund, Washington 2014.
- Claessens S., Tong H., Wei S., *From the financial crisis to the real economy: using firm-level data to identify transmission channels*, The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 17360, Cambridge 2011.

- Collins C., *Globalny kryzys finansowy w perspektywie historycznej*, „Bezpieczny Bank” 2011, nr 2(44).
- Crockett A., *Why is financial stability a goal of public policy?*, Federal Reserve Bank Of Kansas City Economic Review, Fourth Quarter 1997.
- De Grauwe P., *The financial crisis and the future of the Eurozone*, Bruges European Economic Policy Briefings BEEP no 21 (2010), Bruges 2010.
- Dooley M. P., Hutchison M. M., *Transmission of the U.S. subprime crisis to emerging markets: evidence on the decoupling–recoupling hypothesis*, The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 15120, Cambridge 2009.
- Frank N., Gonzalez–Hermosillo B., Hesse H., *Transmission of liquidity shocks: evidence from the 2007 subprime crisis*, IMF Working Paper WP/08/200, International Monetary Fund, Washington 2008.
- Horsch A., *Financial crisis and institutional change*, Zeszyty Naukowe 228 *Consequences of world economic crisis for Poland and Central East Europe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, poznań 2012.
- Isachsen A. J., *Om finanskrisen i USA*, Working Paper Series 6/08, Centre for Monetary Economics, BI Norwegian School of Management, Oslo 2008.
- Jonung L., *Vad sager var historia om finanskriser?*, ”Ekonomisk Debatt” 2009, nr 4.
- Kalemli–Ozcan S., Papaioannou E., Perri F., *Global banks and crisis transmission*, The National Bureau of Economic Research Working Paper No. 18209, Cambridge 2012.
- Kollmann R., Ratto M., Roeger W., Veld J., *Fiscal policy, banks and the financial crisis*, Working Papers ECARES 2012–034, Universite Libre de Bruxelles, Brussels 2012.
- Koronowski A., *Kryzys finansów publicznych czy kryzys płatniczy krajów PIIGS?*, „Gospodarka Narodowa” 2011, nr 5–6.
- Kowalski T., *Globalization and transformation in Central European countries: The case of Poland*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2013.
- Krugman P., *The return of depression economics and the crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, New York, London 2009.
- Leśniewski L., *Gospodarki Danii, Finlandii i Szwecji a globalny kryzys finansowy*, „Ekonomia Międzynarodowa” 2015, nr 9.
- Lin J. Y., Treichel V., *The crisis in the Euro Zone, did the Euro contribute to the evolution of the crisis?*, Policy Research Working Paper, 6127, The World Bank, Development Economics Vice Presidency, Washington 2012.
- Mankiw N. G., *Questions about Fiscal policy: implications from the financial crisis of 2008–2009*, “Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2010, vol. 92(3).
- Matysek–Jędrych A., *Competitiveness and crisis – the case of Baltic states economies*, Working Papers WP/2012/01 Faculty of International Business and Economics, Poznan University of Economics, Poznań 2012.
- McKibbin W. J., Stoeckel A., *The potential impact of the global, financial crisis on world trade*, Policy Research Working Paper 5134, The World Bank, Poverty Reduction and Economic Management Network, International Trade Department & Development Research Group, Trade and Integration Team, Washington 2009.
- Mihm S., Roubini N., *Ekonomia kryzysu*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Miyagawa S., Morita Y., *Financial crisis of Finland, Sweden, Norway and Japan*, “Journal of the Faculty of Economics, KGU” 2009, Vol. 19, No. 1.
- Nord L., Shehata A., *Finanskrisen, forvantningarna och fortroendet*, DEMICOM Mittuniversitete, Ostersund 2013.

- Obstfeld M., Rogoff K., *Global imbalances and the financial crisis: products of common causes*, Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference October 18–20, 2009.
- Skrzypczyńska J., *Koordinacja polityki fiskalnej i pieniężnej strefy euro w obliczu kryzysu finansowego*, „Rocznik Integracji Europejskiej” 2012, nr 6.
- Spruk R., *Iceland’s economic and financial crisis: causes, consequences and implications*, EEI Policy Paper , Vol. 1, European Enterprise Institute, Brussels 2010.
- Taylor J. B., *Getting back on track: macroeconomic policy lessons from the financial crisis*, “Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2010, vol. 92(3).
- Wojtyna A., *Kontrowersje wokół charakteru ożywienia po kryzysie finansowym i recesji*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 11–12 (267–268).
- Ершов М. В., *Мировой финансовый кризис что дальше?*, Издательство Экономика, Москва 2011.
- Кудрин А., *Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию*, „Вопросы экономики” 2009, no. 1.
- Рязанов В. Т., *Мировой экономический кризис и его последствия*, „Христианское чтение” 2010, no 4 (35).

## **DETERMINANTS OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS BASED ON CURRENT RESEARCH RESULTS**

**Summary:** The article presents the conditions of the crisis started in 2007 in the United States. The aim of the paper is to review the literature about the mechanism of the financial crisis started in 2007 – in the alternative, based on the analysis of groups of European countries reacted to the crisis.

The first part examines the global nature of the mechanism of the financial crisis. Referring to the selected literature on the subject, in the second part presents the causes of the global crisis. In the next part, based on the analysis of literature, presented the international channels of transmission of the crisis. Article summarizes the implications of the financial crisis on European countries.

**Key words:** global crisis; crisis mechanism; causes of the crisis; transmission of the crisis; European countries.

*Mgr Leszek Leśniewski*  
*doktorant Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*  
*email: leszek\_lesniewski@op.pl*