

## Chaos finansowy

Nadesłany: 15.03.17 | Zaakceptowany do druku: 07.11.17

**Miroslaw Dusza\***

Artykuł zawiera przykłady kryzysów finansowych oraz wyniki badań dotyczących zachowania się sektora bankowego i rynków w trakcie powstawania napięć w systemie finansowym. Główne części pracy są następujące: uwagi ogólne dotyczące zachowanie się sektora finansowego w czasach kryzysów finansowych; przykłady kryzysów w sektorze bankowym; chaos na rynkach walutowych i kapitałowych; piramidy finansowe jako element niestabilności finansowej systemu; niepokoje społeczne i wojny – ich wpływ na rynki finansowe. Główne wnioski artykułu dotyczą przyczyn pojawiających się okresowo chaosów finansowych oraz możliwych do zastosowania strategii wyjścia.

**Słowa kluczowe:** chaos finansowy, kryzys, bank, rynek walutowy, rynek kapitałowy, piramidy finansowe.

## Financial Chaos

Submitted: 15.03.17 | Accepted: 07.11.17

The article contains financial crisis examples and findings on banking and financial markets behaviour during trouble times. The main parts of the paper are the following: general remarks on financial crisis, crisis in the banking system, chaos at foreign exchange and capital markets, financial pyramids as an element of financial instability, social unrest and wars – their influence on financial markets. The main findings of this study are connected with the causes of financial chaos and possible exit strategies.

**Keywords:** financial chaos, crisis, bank, foreign exchange market, capital market, financial pyramid.

**JEL:** G019

---

**Miroslaw Dusza** – dr, Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

Adres korespondencyjny: ul. Wita Stwosza 12A, 02-661 Warszawa; e-mail: mdusza@mail.wz.uw.edu.pl.

*Chaos jest prawem natury,  
porządek jest marzeniem człowieka*  
Henry Adams

## 1. Wstęp

Kryzysy w sektorze finansowym, jak pokazują dotychczasowe doświadczenia, są niezwykle groźne dla gospodarki państwa, powodując często skutki podobne do sytuacji zawałowej w organizmie ludzkim. Niestabilność w systemie bankowym i na rynkach finansowych są zjawiskami powtarzającym się okresowo. Pozostają one w ścisłym związku ze zmieniającymi się fazami cyklu koniunkturalnego, ale również nierozważnym postępowaniem uczestnikami rynków (bańki spekulacyjne) oraz – w pewnych wypadkach – działaniami o charakterze naruszającym prawo (np. różnego rodzaju przestępstwa na rynkach finansowych).

Niniejsza praca ma na celu przybliżenie Czytelnikowi tych problemów drogą przedstawienia przyczyn powstawania napięć finansowych (organizacja kryzysu) oraz wskazania możliwych do zastosowania środków zaradczych (zarządzanie kryzysem).

Analizując stosowane dotychczas tradycyjne środki zaradcze mające na celu sanację kryzysu finansowego, można postawić tezę, że okazują się one ciągle niewystarczające w stosunku do powstających problemów na współczesnych rozwiniętych rynkach finansowych<sup>1</sup>. Następuje zatem – w formie przyspieszonej – dostosowywanie się teorii i działań praktycznych do coraz bardziej złożonego mechanizmu, jakim jest gospodarka światowa, i tej jej części, jaką jest system bankowy i rynki finansowe.

Artykuł koncentruje się na praktycznych aspektach kryzysów finansowych i składa się z trzech podstawowych części:

- ogólnej, definiującej problem i wskazującej na podstawowe elementy składające się na niestabilność współczesnego świata gospodarczo-finansowego,
- szczegółowej, przedstawiającej wybrane elementy prowadzące do kryzysu, a czasem do chaosu w bankowości na rynkach finansowych, oraz znane z praktyki światowej reakcje władz fiskalno-monetarnych na pojawiające się problemy,
- wnioskowej, będącej próbą podsumowania kryzysowych lekcji opisanych w pracy.

## 2. Kryzysy finansowe – uwagi ogólne

Kryzys, który ekonomicznego punktu widzenia można określić jako załamanie się wzrostu gospodarczego i wejście w fazę recesji, w swojej silniejszej formie może przerodzić się w chaos będący „stanem całkowitego bezwładu”<sup>2</sup>. Tego rodzaju zdarzenia nie są rzadkością w historii świata,

a ich nadzwyczajna waga polega na tym, że – podobnie jak w wypadku konfliktów zbrojnych – mają one istotny wpływ na życie milionów (czasami miliardów) ludzi.

Kryzys finansowy można określić jako sytuację, w której pojawiają się znaczące zakłócenia na rynku finansowym, objawiające się istotnym spadkiem cen aktywów finansowych oraz upadłością wielu instytucji finansowych i niefinansowych (Mishkin, 1995).

Jak wynika z tej szerokiej definicji, elementami kryzysu mogą być:

- kryzys walutowy i/lub giełdowy,
- kryzys bankowy.

Często u podstaw tego rodzaju zdarzeń leżą przyczyny prowadzące do niewypłacalności państwa (ang. *sovereign debt crisis*), a więc również do zmiany poziomu zaufania do instytucji w nim funkcjonujących.

W zależności od powstającej konfiguracji mówi się o podwójnym (ang. *twin crisis*) lub potrójnym kryzysie (ang. *triple crisis*). Jednoczesne wystąpienie kilku rodzajów kryzysów w tym samym momencie daje efekt chaosu finansowego, trudnego do sanowania bez kombinacji wsparcia finansowego ze źródeł krajowych i/lub zagranicznych oraz stosowania niekonwencjonalnych rozwiązań monetarno-fiskalnych.

Kryzysy finansowe pojawiające się na szczeblu makroekonomicznym wynikają w istocie rzeczy ze słabości istniejących w różnych segmentach gospodarki i finansów:

- publicznym (główny problem to deficyty finansów publicznych wynikający z rozbieżności pomiędzy wielkością wpływów a wydatkami),
- przedsiębiorstw (dochodowość i konkurencyjność, dostępność różnych sposobów finansowania dla firmy często ograniczanych w niepewnych sytuacjach ekonomicznych),
- rynkowego systemu finansowego (polityka banku centralnego, banków komercyjnych i instytucji finansowych),
- gospodarstw domowych (problemy zadłużeniowe mogące prowadzić do perturbacji w sektorze bankowym i na rynkach finansowych).

O ile kryzysy finansowe poszczególnych państw z drugiej i trzeciej ligi gospodarczej niekoniecznie muszą prowadzić do znacznych zakłóceń finansowych w skali międzynarodowej, o tyle inaczej ma się sprawa z głównymi uczestnikami gry globalnej, którymi w obecnej sytuacji są USA, czołowe państwa strefy euro i Chińska Republika Ludowa.

Philip Kotler i John A. Caslione specyfikują czynniki wywołujące chaos w dzisiejszym świecie w sposób następujący (Kotler i Caslione, 2009):

- postęp techniczny i rewolucja informatyczna,
- przełomowe technologie i innowacje,
- wschodzące gospodarki,
- hiperkonkurencja,
- środowisko,
- wzrost siły klienta.

Warto w tym kontekście zwrócić uwagę na dwa pierwsze elementy, które na rynkach finansowych doprowadziły do niespotykanego wzrostu rynków instrumentów pochodnych (ich wartość na początku amerykańskiego kryzysu przekraczała znacząco światowy produkt brutto). Inny element niestabilności to rynki wschodzące, których relatywnie słabe gospodarki są w sposób naturalny narażone na kryzysy.

Kontinuum zarządzania w chaosie składa się – według wspomnianych autorów – z czterech elementów:

- turbulencji możliwych i niemożliwych do wykrycia,
- chaosu,
- dopasowania do strategii gospodarczej,
- nowej normalności, na którą składają się m.in. nagłe wzloty i nagłe upadki.

Chociaż powyższe uwagi odnoszą się głównie do sektora przedsiębiorstw, są one równie aktualne w odniesieniu do sytuacji w sektorze finansowym. Wystarczy przypomnieć sobie przyczyny i skutki tzw. bańki internetowej (ang. *dotcom bubble*) z przełomu wieków czy wojny walutowej będącej wynikiem kryzysu 2007+.

### **3. Kryzysy ekonomiczno-finansowe państwa**

#### **3.1. Uwagi ogólne**

Zawirowania polityczne i ekonomiczne w wiodących państwach w sposób oczywisty mogą prowadzić do niekorzystnych konsekwencji o charakterze globalnym, czego przykładem mogą być kryzysy amerykańskie, które miały swój początek w latach 1929 i 2007.

Kryzys finansowy 1929 r., który w konsekwencji stał się kryzysem społecznym (a warto pamiętać, że w owym czasie z rynkiem giełdowym związane było zaledwie kilka procent społeczeństwa amerykańskiego, czyli nieporównywalnie mniej niż obecnie przez różnego rodzaju fundusze inwestycyjne), był kombinacją wielu czynników:

- aktualnego wówczas i przewidywanego w przyszłości wysokiego wzrostu gospodarczego,
- niskich stóp procentowych w gospodarce,
- łatwo dostępnego i taniego kredytu pod zastaw posiadanych papierów wartościowych,
- rosnącego w społeczeństwie i, co gorsza, wśród czołowych amerykańskich ekonomistów przekonania, że ceny akcji mogą rosnąć bezustannie (ang. *sky is the limit*) (Galbraith, 1963).

Tego rodzaju sytuacja tworzyła wyjątkowo sprzyjające warunki dla kryzysu giełdowego, który rzeczywiście nastąpił. Ciekawe, że 80 lat później, w 2007 r., kiedy mogło wydawać się, że obszar przyczyn powstawania kryzysów został dogłębnie zbadany, nastąpiło podobne zjawisko. Załamanie

się rynków finansowych, którego przyczyną było m.in. źle wycenione ryzyko papierów zabezpieczonych hipotecznie, doprowadziło amerykański system finansowy na skraj załamania. Tym razem jednak polityka Rezerwy Federalnej była odmienna niż w latach 20. Zamiast hamować płynność na rynku (trudny kredyt), zadbano o maksymalną płynność, stosując niekonwencjonalne metody walki z kryzysem (skup aktywów na wielką skalę). Po pewnym okresie niestabilności rynek finansowy odżył.

### 3.2. Dyskusja dotycząca teorii ekonomicznych

W tym kontekście ciekawe były prezentowane przez amerykańskich praktyków i naukowców poglądy świadczące o tym, że obszar swego rodzaju chaosu intelektualnego dotarł również do tego środowiska.

Największą porażką dotyczącą przyjętego modelu teoretycznego w czasie kryzysu 2007+ ogłosił Alan Greenspan, były przewodniczący Rezerwy Federalnej, przez lata z racji swojej funkcji uważany za najbardziej wpływowego finansistę świata. W czasie przesłuchania przed Kongresem Stanów Zjednoczonych 23 października 2008 r. powiedział on: „Ci z nas, którzy liczyli na to, że interes własny instytucji kredytowych zabezpieczy udziałowców, wliczając w to mnie, są teraz po prostu w szoku. (...) Znalazłem błędy w modelu, który w moim rozumieniu miał zasadniczo opisywać funkcjonowanie świata” (Praca zbiorowa, 2009, s. 232–233).

Nobliści mieli na temat wartości teorii ekonomicznej różne zdania. Erik Maskin, noblista 2007, mówił: „Uważam nie tylko, że teoria ekonomiczna okazała się pomocna w rozumieniu tego, co się wydarzyło, ale także, że gdyby politycy przykładali do niej większą wagę, kryzysu można było uniknąć”<sup>3</sup>. Paul Krugman, noblista ekonomiczny z 2008 r. miał na ten temat nieco inne zdanie: „Większa część teorii makroekonomicznej z minionych 30 lat była w najlepszym przypadku spektakularnie bezużyteczna, a w najgorszym wprost szkodliwa”<sup>4</sup>.

Podobnie zróżnicowaną postawę w stosunku do własnych zaleceń zaprezentował Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który na początku kryzysu promował silną politykę oszczędnościową (równowaga lub nadwyżka budżetowa), by później, obserwując jej efekty społeczno-ekonomiczne, zrewidować swoje stanowisko<sup>5</sup>.

W Polsce dyskusja na ten temat odbyła się m.in. w trakcie IX Kongresu Ekonomistów Polskich w 2013 r. (IX Kongres Ekonomistów Polskich, 2013). Prof. Marek Belka wskazał wówczas że „Źródła obecnego kryzysu mają bardzo różnorodny i dość wszechstronny charakter, ale na pewno są wśród nich i luki w teorii ekonomii, i błędy w polityce makroekonomicznej oraz regulacyjnej. Z tej diagnozy wynikają więc w naturalny sposób postulaty pod adresem rozbudowy, uzupełnienia i zmian w teorii”. Prof. Jerzy Hausner podkreślił, że „Globalny kryzys gospodarczy prowokuje rewizję szeregu ustaleń neoklasycznej teorii ekonomicznej. Do »ekonomii głównego nurtu« stopniowo wchodzi wiele składników ekonomicznej heterodoksji.

Tym samym, teorie ekonomiczne szerzej niż w przeszłości »przyswajają« osiągnięcia innych nauk społecznych».

Powyższe wypowiedzi wyraźnie wskazywały na konieczność głębokiej rewizji istniejących teorii ekonomicznych, które okazały się nieadekwatne w zetknięciu z istniejącą rzeczywistością kryzysową<sup>6</sup>.

### 3.3. Finansowe kryzysy państw w praktyce

Współczesne gospodarki i rynki finansowe są ze sobą ściśle powiązane. Oznacza to, że kryzys na pozornie odległych rynkach (np. Argentyna, Brazylia) może mieć swoje efekty w innych krajach (np. europejskich) zakwalifikowanych jako rynki wschodzące.

Jeszcze silniejszy efekt może wystąpić w przypadku kryzysu gospodarek wiodących. Tak też było z amerykańskim kryzysem 2007+, którego niekorzystne efekty dotarły na rynki europejskie. W tym wypadku jednak znaczna część winy za powstałą niestabilną sytuację leżała po stronie niektórych państw naszego regionu.

W strefie euro wystąpiły równoległe trzy kryzysy finansowe, które przedstawia tabela 1.

Państwo	Przyczyna kryzysu	Uwagi
Grecja	Niewłaściwa polityka budżetowa – życie nad stan	Silna presja ze strony instytucji międzynarodowych (Trojka) na równoważenie budżetu, później uznane przez MFV za błędne
Portugalia	Wytracenie konkurencyjności kraju	Niekorzystny efekt wprowadzenie euro jako waluty krajowej
Irlandia	Załamanie się rynku nieruchomości	Silne czynniki fundamentalne przyczyniły się do stosunkowo szybkiego przywrócenia kontroli nad sytuacją kryzysową

Tab. 1. Kryzysy w strefie Euro 2008+. Źródło: opracowanie własne na podstawie Council on Foreign Relations (2015). *The Eurozone in Crisis*. Pozyskano z: <https://www.cfr.org/background/eurozone-crisis>; P.R. Lane. (2012). *The European Sovereign Debt Crisis*. *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3).

Każdy z przedstawionych w tabeli 1 kryzysów miał nieco inne podłoże, stosowano również nieco inne środki naprawcze. Wspólnym elementem było natomiast przyjęcie międzynarodowej pomocy finansowej.

Kryzys grecki był najdłużej ciągnącym się współczesnym kryzysem europejskim. W jego sanację zaangażowane były czołowe organizacje międzynarodowe, takie jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy, i organizacje Unii Europejskiej. Z uwagi na wysoki udział banków europejskich w kredyty dla tego kraju, udzielone silne wsparcie finansowe było m.in. próbą niedopuszczenia do kryzysu bankowego w obszarze strefy euro<sup>7</sup>.

Inna sytuacja była związana z kryzysem irlandzkim. Załamanie się rynku nieruchomości, finansowanego w znacznym stopniu drogą kredytów, spo-

wodowało krytyczną sytuację w sektorze bankowym. Ratowanie systemu bankowego ze środków budżetowych powiodło się, jednak deficyt budżetowy osiągnął olbrzymie rozmiary, przekraczając dziesięciokrotnie normę 3% w stosunku do PKB, oczekiwaną od państw strefy euro.

Z kolei państwa azjatyckie, takie jak ChRL, Korea Południowa czy Taiwan, z uwagi na swoje silne uzależnienie od eksportu, weszły w fazę spadkową, którą usiłowały przełamać za pomocą wojen walutowych (celowe osłabianie kursu własnej waluty w stosunku do dolara amerykańskiego i euro). Spotkało się to ze zdecydowanym przeciwdziałaniem innych państw, ze szczególną rolą strony amerykańskiej.

Istotnym problemem, na który należy zwrócić uwagę w kontekście kryzysów finansowych, jest sprawa błędnych przewidywań i ich wpływu na powstawanie niestabilności (Reinhart i Rogoff, 2009).

Obowiązujący powszechnie w świecie polityczno-ekonomicznym sposób myślenia w okresach poprzedzających późniejszy chaos finansowy przedstawia tabela 2.

Okres	Sposób myślenia	Rzeczywistość
Budowanie niewypłacalności krajów rozwijających się w latach 30. XX w.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– nie będzie nowej wojny światowej</li> <li>– będzie utrzymywała się większa stabilizacja polityczna i ekonomiczna</li> <li>– zadłużenie państw rozwijających się jest na niskim poziomie</li> </ul>	Wybuch II wojny światowej, fala bankructw suwerennych pożyczkobiorców
Kryzys zadłużeniowy lat 80. XX w.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ceny surowców są na właściwym poziomie</li> <li>– pieniądze z eksportu ropy naftowej ponownie wracają na rynki</li> <li>– stopy procentowe są na niskim poziomie</li> <li>– w rządach są sprawni technokraci</li> <li>– pieniądze są wykorzystywane na wysokodochodowe inwestycje infrastrukturalne</li> <li>– kredyty bankowe zastępują emisje obligacyjne, co pozwala na łatwiejsze monitorowanie wykorzystania i spłat tych kredytów</li> </ul>	Globalny kryzys zadłużeniowy, szereg kredytów musiało zostać częściowo umorzonych (np. polskich)
Azjatycki kryzys zadłużeniowy w latach 90. XX w.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– region ma konserwatywną politykę fiskalną</li> <li>– kursy walut są stabilne (niskie ryzyko walutowe)</li> <li>– jest wysoki wzrost gospodarczy (azjatyckie tygrysy)</li> <li>– w regionie są oszczędności krajowe</li> <li>– brak kryzysów finansowych w ostatnich dekadach</li> </ul>	Fala kryzysów finansowych w krajach azjatyckich, obejmująca m.in. Koreę Południową (1997)

Cd. tab. 2

Okres	Sposób myślenia	Rzeczywistość
Kryzys zadłużeniowy w latach 90. XX w. i pierwszych latach XXI w.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zadłużenie państw finansowane jest emisją obligacji, a nie kredytem bankowym</li> <li>– rozproszenie zadłużenia wynikające z szerokiej grupy nabywców obligacji będzie działać na rzecz terminowości jego spłaty, ponieważ ewentualna renegocjacja warunków będzie bardzo skomplikowana</li> </ul>	Fala bankructw pożyczkobiorców suwerennych, spadek wartości walut krajowych (np. Argentyna), renegocjacja terminów spłaty zadłużenia
Kryzys finansowy 2007+	<ul style="list-style-type: none"> <li>– żyjemy w globalnym świecie</li> <li>– nowoczesna technologia wspiera sprawny system finansowy</li> <li>– mamy dobrą znajomość zasad prawidłowej polityki monetarnej</li> <li>– amerykański dług jest zabezpieczony rynkiem nieruchomości (sekurytyzacja), co gwarantuje bezpieczeństwo</li> </ul>	Największy od lat 20. XX w. globalny kryzys finansowy

Tab. 2. Złudzenia i rzeczywistość. Źródło: opracowanie własne na podstawie C.M. Reinhart i K.S. Rogoff (2009). *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

Jak wynika z powyższej tabeli, decydenci – wspomagani często przez naukowców – wielokrotnie w przeszłości, bazując na dotychczasowych doświadczeniach, popełniali kardynalne błędy w założeniach dotyczących przyszłości. Prowadziło to w efekcie do głębokich załamań w sferze ekonomiczno-finansowej. Jest to istotna lekcja, którą należy wyciągnąć z dotychczasowej historii gospodarczo-finansowej.

## 4. Segmenty finansowe

### 4.1. Kryzysy bankowe

Kryzys bankowy określa się jako sytuację, w której następuje run na banki, bankructwo tego rodzaju instytucji lub masowa interwencja władz. Innym elementem jest szerokie zachwianie bezpieczeństwa innych instytucji (Kaufman, 1999). Z przeprowadzonych badań wynika iż w okresie 1970–2007 na świecie miały miejsce 124 bankowe kryzysy o charakterze systemowym (Laeven i Valencia, 2012).

Powody występowania niestabilności w systemie bankowym mogą być różne – od ekonomicznych przyczyn wewnętrznych poczynając, na globalnej sytuacji politycznej kończąc. Ogólnie można powiedzieć, że ich przyczyną jest nagła utrata zaufania do systemu bankowego jako całości lub ich poszczególnych bankowych uczestników. Sytuacja, kiedy długoterminowe niepłynne aktywa są finansowane przez krótkoterminowe zobowiązania (luka płynności



i niedopasowania terminowego), może prowadzić – przy spełnieniu określonych warunków – do tego rodzaju niekorzystnych wydarzeń<sup>8</sup>.

Sekwencja paniki bankowej ma charakter powtarzalny i obejmuje następujące etapy:

- 1) obawa deponentów, iż nie będą mogli wycofać swoich wkładów,
- 2) wycofywanie wkładów bankowych,
- 3) utrata płynności finansowej przez bank,
- 4) upadłość banku.

Reakcją na powstawanie tego rodzaju spirali prowadzącej do krachu finansowego banku mogą być różnego rodzaju działania, takie jak:

- okresowe zamknięcie banku lub ograniczenie możliwości wycofywania wkładów,
- przejęcie lub fuzja bankowa,
- wsparcie państwowych instytucji finansowych.

Historia zna wiele przykładów panik bankowych poprzedzających upadki banków<sup>9</sup>. Lehman Brothers, nim sam upadł w 2008 r. w wyniku kryzysu finansowego na rynku amerykańskim, prowadził badania, z których wynikało, iż każdy kolejny wiek przynosi podwojenie się tego rodzaju zdarzeń. Nie dziwi to w kontekście rozszerzania się systemu bankowego, dziwi natomiast fakt niewyciągania praktycznych wniosków z doświadczeń historycznych. Można to tłumaczyć tylko stałą chęcią uzyskania wyższej dochodowości, co w sposób oczywisty determinuje zwiększenie ekspozycji banku na wyższe ryzyko.

W wyniku powtarzających się panik bankowych i kolejnych upadków banków powstały instytucje mające na celu ochronę klienta bankowego przed niekorzystnymi skutkami prowadzenia zbyt ekspansywnej polityki finansowej przez bank. W Stanach Zjednoczonych była to Federal Deposit Insurance Corporation, która powstała w 1933 r.

Podobne instytucje zostały powołane do życia również w innych krajach mających rozwinięte systemy bankowe (w Polsce – Bankowy Fundusz Gwarancyjny). Stosunkowo wysoka kwota gwarancji (w Unii Europejskiej 100 tys. euro) pozwala na łagodzenie możliwych napięć na linii deponent–bank przez zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia paniki bankowej w jej czystej postaci. Nie oznacza to jednak ich likwidacji.

Kilka wybranych panik bankowych, które wystąpiły w XXI w. przedstawia tabela 3.

Jeden z byłych prezesów Bank of England, wypowiadając się na temat powstawania panik bankowych, powiedział, że są one nieracjonalne (co część przykładów w powyższej tabeli potwierdza) ale wzięcie w nich udziału racjonalne jest.

Główne przyczyny panik bankowych można ująć w sposób syntetyczny następująco:

- 1) złe zarządzanie bankiem – wystawianie go przez kadrę kierowniczą banku lub jego pracowników na nadmierne ryzyko (najbardziej spektakularnymi przypadkami tego rodzaju jest Barings, Singapur i Societe Generale,

- Paryż, gdzie nieautoryzowane, ale prawdopodobnie po cichu akceptowane przez kierownictwo banku operacje doprowadziły do olbrzymich strat);
- 2) zła sytuacja ekonomiczna państwa – nierównowaga budżetowa, zadłużenie itp. w dłuższym horyzoncie czasowym przekładają się na wiarygodność kraju określaną m.in. przez agencje ratingowe; efektem może być osłabienie zaufania do sektora bankowego;
  - 3) zli sąsiedzi – historia wielokrotnie pokazała, że działania wojenne prowadzą do zniszczenia krajowego systemu bankowego i instrumentu, którym się on posługuje – pieniądza.

Miejsce	Przyczyna	Reakcja
Argentyna (2001)	Problemy płatnicze państwa	Zamrożenie kont bankowych denominowanych w USD, później wymiana na peso w stosunku 1 : 1 (na wolnym rynku 1 USD = 1 peso, plan corralito)
Norwegia (2006)	Konflikt w sprawie emerytur dla pracowników sektora bankowego	Masowe wypłaty gotówkowe w obawie, że nastąpi przerwa w działalności banków
Wielka Brytania (2007)	Inwestycje Northern Rock na amerykańskim rynku hipotecznym objętym w owym czasie kryzysem, które finansowane były krótkookresowymi operacjami na rynku pieniężnym	Nacjonalizacja banku
Białoruś (2011)	Powtarzające się paniki bankowe (wycofywanie wkładów) w związku ze słabnącą pozycją waluty krajowej	Zamiana oszczędności na waluty zewnętrzne
Łotwa (2011)	Rozpowszechniane w Internecie pogłoski o upadku Swedbank (istotny uczestnik łotewskiego segmentu bankowego)	10 tys. deponentów wycofało w ciągu jednego dnia ponad 10 mln łatów (19,2 mln USD)
Cypr (2013)	Problemy cypryjskiego systemu bankowego (m.in. rosyjskie fundusze)	Masowe wypłaty bankowe i bankomatowe, silne ograniczenie dziennej wielkości wypłat

Tab. 3. Wybrane paniki bankowe w XXI w. Źródło: opracowanie własne na podstawie doniesień prasowych *Financial Times* i *The Wall Street Journal* w latach 2001–2013.

#### 4.2. Rynek walutowy

Powody dokonywania operacji na rynkach finansowych są zawsze takie same:

- zabezpieczenie dokonywanej transakcji towarowej,
- arbitraż oznaczający w istocie rzecz premię za pośrednictwo,
  - spekulacja, oczekiwanie ponadnormatywnych zysków.

O ile dwa pierwsze powody na ogół nie prowadzą do zwiększenia ekspozycji na ryzyko, o tyle operacje o charakterze spekulacyjnym, które stanowią

ponad 90% wszystkich operacji przeprowadzanych na rynkach walutowych, mogą stanowić poważne zagrożenie dla stabilności rynków walutowych.

Kryzys walutowy można najprościej opisać jako nagły spadek popytu na pieniądz krajowy. Tego rodzaju sytuacja może powstać w wyniku niekorzystnego kształtowania się sald w rachunku bieżącym i/lub kapitałowym bilansu płatniczego lub też zdarzeń o charakterze militarnym skutkujących brakiem zaufania do stabilności kraju<sup>10</sup>. W latach 1970–2012 zidentyfikowano 218 kryzysów walutowych – głównym wyznacznikiem pozwalającym określić sytuację danej waluty jako kryzys była jej deprecjacja w stosunku do dolara amerykańskiego o 30% (Laeven i Valencia, 2012).

Od czasu wynalezienia pieniądza w Lidii (grecka kolonizacja na terenie Azji) w V w. przed naszą erą, poza stosunkowo krótkimi okresami stabilności (stała siła nabywcza) na ogół jego funkcjonowanie, przez psucie pieniądza kruszcowego, kończyło się bardziej lub mniej spektakularnym krachem. Zmienność kursów pieniądza tworzyła potrzebę powstania różnego rodzaju instytucji wymiany, które później przerodziły się, drogą ewolucji, w sprawnie obecnie funkcjonujący rynek walutowy w skali globalnej.

Rynki walutowe są obecnie aktywne „24 godziny na dobę, obejmujące cały świat, wrażliwe na oddziaływanie wszystkich możliwych sił: boskich i ludzkich, fluktuacji rynków walutowych i ciśnienia barometrycznego, zabójstw politycznych, plag owadów, nauki, miłości i zemsty” (z recenzji książki Victora Niederhoffera pt. *Edukacja spekulanta*) (Niederhoffer, 1998).

Badania dotyczące przyczyn kryzysów walutowych doprowadziły do wyodrębnienia trzech ich podstawowych modeli.

Model	Opisany przez	Przyczyny kryzysu	Przykłady
Pierwsza generacja	Poul Krugman (1979)	Błędna polityka budżetowa	Ameryka Łacińska (1982)
Druga generacja	Maurice Obstfeld (1994)	Problemy wewnętrzne, takie jak poziom kursu walutowego czy napięcia w pozycjach bilansu płatniczego państwa, mogą prowadzić do ataków spekulacyjnych	Europa (1992) Hongkong (1998)
Trzecia generacja	Poul Krugman (1998)	Kombinacja problemów wewnętrznych i globalnych – pokusa nadużycia (ang. <i>moral hazard</i> ), panika finansowa, asymetria informacji pomiędzy uczestnikami rynków, może prowadzić do sytuacji kryzysowej	Azja (1997)

Uwaga: kryzysy walutowe, obok kryzysów giełdowych, są najbardziej widoczną formą problemów finansowych państwa.

Tab. 4. Modele kryzysów walutowych. Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Obstfeld. (1996). *Models of Currency Crisis with Self-fulfilling Features*. *European Economic Review* (40); P. Krugman. (1995). *Currencies and Crises*. Cambridge: The MIT Press; P. Krugman. (1999). *The Return of Depression Economic*. London: The Penguin Press; W. Matecki, A. Sławiński, R. Piasecki i U. Żuławska. (2001). *Kryzysy walutowe*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Jak wynika z tabeli 4, na przestrzeni ostatniego półwiecza nastąpiła istotna ewolucja przyczyn kryzysów na rynkach walutowych – zarówno co do ich złożoności, jak i rozległości (efekt globalizacji).

Zapobiegać tego rodzaju kryzysom (co absolutnie nie wyklucza możliwości ich występowania) można drogą:

- utrzymywania równowagi budżetowej (jeden z byłych szefów amerykańskiej Rezerwy Federalnej stwierdził kiedyś, nieco sobie żartując, że wprawdzie nie jest ekonomistą i się na tym nie zna, ale nie widział sytuacji, by państwo prowadzące rozsądną politykę budżetową miało słabą walutę),
- prowadzenia interwencji przez bank centralny (kosztowna i często nieskuteczna działalność w sytuacji ataku spekulacyjnego na walutę – np. spekulacja Sorosa przeciwko brytyjskiemu funtowi) mających na celu utrzymanie kursu waluty krajowej na pożądanym poziomie.

Krótkoterminowo skuteczne w tym wypadku mogą się okazać posunięcia natury monetarnej (zmiana podstawowych stóp procentowych), które – przez zwiększenie lub zmniejszenie konkurencyjności inwestycyjnej waluty – stabilizują rynek.

### **4.3. Rynki kapitałowe**

Krach na rynku giełdowym można zdefiniować jako silny spadek notowań rynku akcji spowodowany czynnikami fundamentalnymi (np. słabe wyniki spółek) lub psychologicznymi (bańki spekulacyjne). Barro i Ursua definiują kryzys giełdowy jako łączny spadek realnej wartości akcji o 25 punktów procentowych lub więcej (Barro i Usua, 2009). Według stosowanej przez nich definicji można przyjąć, że w latach 1897–2006 w 30 państwach będących przedmiotem obserwacji i dysponującymi danymi długookresowymi wystąpiły łącznie 232 kryzysy giełdowe.

Kiedy mamy do czynienia z gwałtowną przeceną wartości akcji, niechętnie zwaną przez władze giełdowe – z uwagi na efekty psychologiczne u inwestorów – krachem, istnieje szereg możliwości (często nieskutecznych) stabilizowania sytuacji rynkowej. Przedstawia je tabela 5.

Podstawowe metody minimalizowania problemów związanych z niestabilnością rynków akcji obejmują działania natury makroekonomicznej (polityka fiskalno-monetarna) oraz mikroekonomicznej (zdolność generowania zysków przez firmy giełdowe).

Dotychczasowe doświadczenia wskazują, że ciągle najprostszą i najskuteczniejszą metodą działania jest zmiana poziomu konkurencyjności pomiędzy wzajemnie uzupełniającymi się elementami rynku kapitałowego – rynkiem akcji i obligacji. Ten pozytywny efekt polegający na powstrzymaniu silnego trendu zniżkowego nastąpił w 1987 r. Jednak późniejszym niekorzystnym efektem ubocznym była sytuacja recesyjna, która pojawiła się np. w Wielkiej Brytanii.

Działania mające na celu stabilizację rynku akcji	Przykłady zastosowania w praktyce	Rezultaty
Oświadczenia instytucjonalne (np. Ministerstwo Finansów, giełdy)	USA (1929) Polska (2008)	Trudne do oceny, w przypadku dłuższego kryzysu – nieskuteczne
Wsparcie inwestorów instytucjonalnych	USA (1929) – Morgan	Nieskuteczne
Okresowe wstrzymanie operacji giełdowych	Hongkong (1987)	Negatywne – po załamaniu o 11% giełda została zamknięta; po kilkudniowej przerwie w notowaniach, po otwarciu giełdy rynek gwałtownie zniżył o 32%
Znaczące obniżenie podstawowych stóp procentowych banku centralnego	USA (1987) Wielka Brytania (1987)	Pozytywne – następuje stopniowa stabilizacja rynku akcji drogą (1) obniżenia konkurencyjności innego segmentu rynku kapitałowego, jakim jest rynek obligacji, (2) zmniejszenia kosztu kredytu dla przedsiębiorstw (przewidywana wyższa dochodowość inwestycji w akcje)

Tab. 5. Sposoby stabilizowania rynku akcji. Źródło: opracowanie własne na podstawie J.K. Galbraith. (1963). *The Great Crash 1929*. Penguin Books; <http://www.scmp.com/week-asia/opinion/article/2100762/1987-1997-2007-2017-hong-kongs-curse-unlucky-seven>; M. Carlson. (2007). *A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response*. Washington: Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board.

## 5. Piramidy finansowe

Przez piramidy inwestycyjne rozumiemy tego rodzaju niestabilne struktury inwestycyjne, które są finansowane z wpłat kolejnych uczestników. Równolegle, często się z nimi splatając, występują tzw. schematy Ponziego, które zakładają istnienie centrum organizacyjnego oraz pomysłu inwestycyjnego (np. znaczki, obrót dziełami sztuki, złoto), który ma przynieść jego uczestnikom ponadnormatywne dochody, często gwarantowane w umowie inwestycyjnej. W języku potocznym na ogół obie te konstrukcje, mimo istniejących – przynajmniej w fazie wstępnej – różnic, określane są wspólnym pojęciem piramidy inwestycyjnej.

Z teoretycznego punktu widzenia ciągłe, niezależne od zaawansowania gospodarki rynkowej w danym kraju, powstawanie ryzykownych schematów inwestycyjnych można tłumaczyć na sposób:

- behawioralny – zakładający, że niektórzy uczestnicy rynku finansowego w oczekiwaniu wysokich zysków zachowują się w sposób nieracjonalny<sup>11</sup>,
- ekonomiczny – zakładający istnienie takich elementów, jak np. asymetria informacji pomiędzy uczestnikami rynku.

Różnego rodzaju schematy inwestycyjne (lub – jak było wyżej powiedziane – bezinwestycyjne) mogą prowadzić – o ile osiągną dostateczną masę krytyczną – do znacznych zaburzeń funkcjonowania państwa, czego przykładem mogą być setki zabitych po załamaniu się piramid albańskich czy miliony poszkodowanych w Rosji w wyniku działania piramidy Mawrodiego<sup>12</sup>. Polska wersja piramidy Amber Gold nie miała wprawdzie tak dewastujących skutków, niemniej jednak doprowadziła wielu ludzi do utraty oszczędności życia, a komisja sejmowa pokazała istniejącą w wielu obszarach „teoretyczność państwa”.

Do powstania ryzykownego schematu inwestycyjnego potrzebne są następujące elementy:

- pomysł inwestycyjny dopasowany do aktualnej fazy cyklu koniunkturalnego, będący w istocie rzeczą odpowiedzią na pytanie, czego boi się inwestor; pomoc może tutaj tzw. dobra piramida inwestycyjna (ang. *investment pyramid*), na którą składają się różnego rodzaju instrumenty finansowe uszeregowane w zależności od poziomu ryzyka z nimi związanego;
- przekonujący schemat biznesowy, który nie musi brać pod uwagę złotego trójkąta zakładającego, że nie jest możliwą sprawą jednoczesne utrzymanie w ramach inwestycji trzech elementów: bezpieczeństwa, płynności i wysokiej dochodowości; przy klasycznych inwestycjach któryś z tych elementów należy poświęcić, przy piramidzie inwestycyjnej, która zakłada zwabienie klienta za wszelką cenę – nie;
- kampania reklamowa, której nośnikami mogą być Internet, billboardy, prasa, ulotki, radio, telewizja (jedną z najbardziej przekonujących kampanii reklamowych odbyła się w rosyjskiej telewizji reklamującej MMM – schemat, który okazał się piramidą, a w który zainwestowało wiele milionów Rosjan).

Istnieje szereg rad, których wzięcie pod uwagę pomoże uniknąć tego rodzaju pułapki inwestycyjnej. Do najistotniejszych należą:

- zrozumienie istoty potencjalnych dochodów inwestycyjnych (Warren Buffet, znany inwestor amerykański jako zasadę przyjął, iż nie inwestuje nigdy w akcje, których nie rozumie – przyniosło mu to falę drwin w czasie hossy internetowej, która później – po pęknięciu bańki internetowej – przerodziła się w podziw dla jego przenikliwości);
- rozumienie siły stopy procentowej; oferowana ponadprzeciętna w stosunku do poziomu rynku stopa procentowa może być, w wielu przypadkach, zaproszeniem do kłopotów ze zwrotem kapitału;
- posiadanie zezwolenia instytucji nadzorujących rynek na prowadzenie określonej działalności finansowej; jej brak powinien być dla potencjalnego inwestora silnym światłem ostrzegawczym.

Istnieje szereg schematów, które można określić jako parapiramidalne, do których należą:

- bańki cenowe, definiowane przez Charlesa Kindlebergera jako „gwałtowny i ciągły wzrost cen aktywów, który kreuje oczekiwania dalszego ich

wzrostu, przyciągając tym samym nowych inwestorów zyskami kapitałowymi” (Kindleberger, 1996); mamy więc w tym przypadku do czynienia z samonapędzającym się mechanizmem uzasadnionym czynnikami nie ekonomiczno-finansowymi, ale psychologicznymi;

- niektóre systemy emerytalne finansujące wypłaty z wpłat osób pracujących (składki emerytalne).

Ryzykowne schematy inwestycyjne powstawały, powstają i powstawać będą, ponieważ jest to zgodne z naturą ludzką stale szukającą wyższej dochodowości ze swoich inwestycji. Warto tutaj pamiętać o klasycznej radzie mówiącej, że jeżeli coś wygląda zbyt pięknie, to prawdopodobnie nie jest prawdziwe. Uzupełnia ją stara rzymska zasada: „Niech się kupujący strzeże”. Podstawowymi sposobami mającymi przeciwdziałać tego rodzaju patologiom finansowym są działania regulacyjno-nadzorcze oraz edukacyjne. Jednak, jak pokazuje wieloletnia historia (również naszego rynku), ich skuteczność może być relatywnie niewielka.

## 6. Kryzysy społeczno-ekonomiczne a działania wojenne

Najszybszym i pewnym sposobem prowadzącym do powstania chaosu na rynkach finansowych są zjawiska niepokojów społecznych (czasami krótkoterminowo) i działań wojennych (na ogół dewastacja w obszarze finansowym i psychicznym społeczeństwa). Pokazuje to szereg przykładów, od starożytnej Grecji poczynając, którą zniszczyła m.in. nadmierna ekspansja wojskowa, na zjawiskach, z którymi mieliśmy do czynienia pod koniec XX w. (np. Jugosławia), kończąc.

Przedstawia to w sposób syntetyczny tabela 6.

Państwo	Rok/lata wysokiej inflacji	Poziom inflacji (różne miary)	Przyczyna
Rzym	193–228	Zawartość srebra w denarze (w %) spadła w tych latach z 87 do 43	Klasyczna sekwencja: 1) ambitne projekty publiczne i wydatki na wojsko (wojny rzymskie) 2) gwałtowny wzrost wydatków powodujący wzrost podatków 3) zmniejszenie bazy podatkowej (liczby osób płacących podatki) 4) sięgnięcie do metod monetarnych – psucie pieniądza kruszcowego
Francja	1789–1796	Sprowadzenie wartości nabywczej pieniądza do zera	Finansowanie Rewolucji Francuskiej

Cd. tab. 6

Państwo	Rok/lata wysokiej inflacji	Poziom inflacji (różne miary)	Przyczyna
Stany Zjednoczone	1775–1780	Wzrost cen: kukurydza 10 000%, zboże 14 000%, mięso wołowe 33 000%	Finansowanie Rewolucji Amerykańskiej
Niemcy	Październik 1923	29 500%	Skutki I wojny światowej
Grecja	Październik 1944	13 800%	II wojna światowa
Węgry	Lipiec 1946	Dzienna stopa inflacji 207%	Skutki II wojny światowej
Chiny	Maj 1949	2 178%	Rezultat konfliktu wewnętrznego
Jugosławia	Styczeń 1994	313 000 000% (miesięczna stopa inflacji), dzienna stopa inflacji 64,6	Koszty budżetowe związane z walkami w rozpadającej się Jugosławii
Zimbabwe	Połowa listopada 2008	79 600 000 000% (miesięczna stopa inflacji), ekwiwalent dziennej stopy inflacji 98%	Błędna polityka ekonomiczna, konflikt wewnętrzny

Tab. 6. Największe inflacje świata – wybrane przykłady. Źródło: M. Dusza. (2005). *Kiedy pieniądz umiera... największe inflacje świata. Bank i Kredyt*, (2); tabela uzupełniona.

Znajomość skutków tych procesów można ująć w jednym zdaniu, które pojawiło się w prasie finansowej: „Dobry pieniądz nie stworzy dobrego społeczeństwa, ale zły z pewnością je zniszczy”.

Dlatego też słuszne jest stwierdzenie, że dla społeczeństwa, z wyjątkiem wojny, hiperinflacja jest czymś najgorszym, co się może zdarzyć. Jak widać z przedstawionych powyżej przykładów, oba te nieszczęścia chodzą często parami.

## 7. Konkluzje

Niestabilność systemów, przeradzająca się okresowo w chaos, jest – jak wynika z podanych w niniejszej pracy przykładów – stałym elementem naszego życia ekonomicznego i finansowego. Na pytanie „Czy można jej uniknąć?” trzeba w tej sytuacji odpowiedzieć negatywnie.

Natomiast można, za pomocą środków ekonomicznych i prawno-instytucjonalnych, minimalizować jej niekorzystne skutki. Temu służą m.in. takie posunięcia jak zmiana poziomu stóp procentowych banku centralnego (podstawowa odpowiedź na napięcia inflacyjne, ale również na zawirowania na



rynkach kapitałowych). W przypadku poważniejszych problemów można sięgnąć po niekonwencjonalne metody stabilizowania sytuacji, do których należy m.in. zmasowane wspomaganie fiskalno-monetarne<sup>13</sup>.

Minione lata dały światu szereg lekcji, z których wyciągnięcie właściwych wniosków może pomóc w utrzymaniu stabilności systemu. Należą do nich:

- 1) *Konieczność utrzymania funkcjonowania systemu finansowego.* Ta rada sformułowana na początku europejskiego kryzysu okazała się szczególnie istotna w kontekście głębokiej nieufności do siebie instytucji finansowych powodującej zablokowanie przepływu krótkoterminowego kapitału nie tylko dla instytucji spoza systemu finansowego, ale również w samym systemie bankowym (efekt podejrzeń o posiadanie „złych aktywów”).
- 2) *Utrzymywanie na relatywnie wysokim poziomie popytu krajowego przy jednoczesnym unikaniu deflacji.* W przypadku Polski właśnie silna strona popytowa pozwoliła na uniknięcie zjawisk recesyjnych.
- 3) *Utrzymywanie handlu międzynarodowego przy unikaniu posunięć protekcyjnych.* Ta rada nie w pełni została wprowadzona w życie. W trakcie kryzysu 2009+ można było zauważyć wyraźne tendencje protekcyjniste ze strony niektórych krajów (np. Francji).
- 4) *Utrzymanie funkcjonowania finansów międzynarodowych i unikanie restrykcji dotyczących kont kapitałowych (ang. free flow of capital).*
- 5) *Utrzymanie internacjonalizacji i jednoczesne unikanie zjawisk o charakterze nacjonalistycznym.*

Realizacja powyższego katalogu rad, dobrego w czasach rozwoju gospodarczego, w niektórych punktach – jak to było ocenione powyżej – załamywała się pod ciężarem sytuacji kryzysowej<sup>14</sup>.

Istnieje szereg wskaźników sygnalizujących możliwość wejścia w okres niestabilności, mogącej przerodzić się w chaos finansowy. Do elementów, które warto obserwować w tym kontekście, należą:

- zmiany faz cyklu koniunkturalnego,
- trend kursu walutowego,
- wskaźnik PMI,
- wskaźnik VIX (indeks strachu) – sygnalizujący nastroje rynkowe,
- ceny złota – jeden z kilku akceptowanych przez większość społeczeństw portów bezpiecznego schronienia w przypadku kryzysu,
- kurs akcji – w powszechnym mniemaniu wyprzedzający zmiany koniunkturalne (wskaźnik wyprzedzający),
- poziom CDS (*Credit Default Swaps* – swapów kredytowych) – będący w istocie rzeczą stawką ubezpieczeniową na wypadek bankructwa państwa lub firmy,
- rentowność obligacji emitowanych przez poszczególne państwa – ich poziom odzwierciedla (na ogół) ryzyko związane z niewypłacalnością emitenta,

- oceny agencji ratingowych, które dotychczas (do końca XX w.) koncentrowały się na stanie przeszłym lub – w najlepszym wypadku – teraźniejszym, a obecnie próbują (czasami nieskutecznie) prognozować przyszłość.

Zarówno badania empiryczne, jak i obserwacja zjawisk zachodzących współcześnie na rynkach finansowych prowadzi do sformułowania następujących wniosków dotyczących istotnych relacji pomiędzy ich segmentami:

- 1) *Istnieje ścisły związek pomiędzy rynkiem walutowym (kurs walutowy), o którym była mowa wyżej, a aktywami finansowymi.* O ile jednak spadek kursu waluty jest dla inwestorów zagranicznych mających swoje aktywa ulokowane w obligacjach krajowych silnie niekorzystny i może powodować efekt domina (panika w 1998 r. spowodowała wyprzedzając „dobrych” polskich obligacji skarbowych w celu pokrycia ponoszonych na rynku rosyjskim strat), to jednocześnie ten sam spadek kursu może być zachętą do nabywania tanich akcji kraju przeżywającego kryzys walutowy. Tęgo rodzaju strategię inwestycyjną inwestorów z krajów rozwiniętych obserwowano w niektórych krajach azjatyckich.
- 2) *Istnieje zależność pomiędzy krachami finansowymi a stabilnością systemu bankowego.* Można powiedzieć, że mamy tu do czynienia z obustronną zależnością: słaby system bankowy podminowuje rynki finansowe, z kolei rynki giełdowe w swojej fazie spadkowej mogą – przez zaangażowanie banków w operacje kredytowania zakupu akcji (USA 1929) – doprowadzić do fali bankructw w segmencie bankowym (łącznie w czasie kryzysu w USA w latach 1930–1933 upadło m.in. z tego powodu 9000 banków).
- 3) *Znaczna rozbieżność wielkości pomiędzy gospodarką realną a wolumenem instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie kreuje potencjalnie niebezpieczną sytuację.* Powstała ona w USA po załamaniu się rynku kredytów zabezpieczonych hipotecznie; stało się to początkiem otwartej fazy kryzysu 2007+<sup>15</sup>.

Kryzys 2007+ spowodował głęboką zmianę w sposobie myślenia. Niektóre dotychczasowe założenie uznano za błędne, inne zmodyfikowano w sposób znaczący. W związku z kryzysem nastąpiło przejście od:

- silnie akcentowanej tezy o samoregulacji rynków finansowych (A. Greenspan) do uznania konieczności uwzględnienia w sytuacjach kryzysowych większej roli państwa;
- standardowego lekarstwa stosowanego na kryzys Międzynarodowego Funduszu Walutowego (utrzymywanie dyscypliny fiskalnej i wycofania się z wszelkiego rodzaju subsydiów) do bardziej elastycznych form walki z kryzysem (np. poglądy na temat recepty na kryzys w Grecji);
- głębokiej wiary w słuszność niektórych teorii ekonomicznych, do zanegowania ich słuszności w warunkach aktywnego kryzysu (P. Krugman);

- wiary w efektywność kontroli rynków finansowych do refleksji, że niektóre z nich wymknęły się spod kontroli (np. rynek kredytów zabezpieczonych hipotecznie);
- wiary w skuteczność tradycyjnych metod walki z kryzysem do konieczności stosowania środków niekonwencjonalnych (zmasowane aktywne wsparcie działań antykryzysowych przez państwo).

Jednocześnie – próbując przewidzieć nadchodzący kryzys i ewentualne środki zaradcze – warto pamiętać o refleksjach teoretyków i praktyków, którzy zwracają uwagę na pułapki związane ze słabą przewidywalnością ostatecznych efektów podejmowanych działań (ekonomia to nie nauki ścisłe) oraz możliwych nieprzewidzianych skutków ubocznych (prawo niezamierzonych konsekwencji – Sachs, 1999). Stąd też ciągle aktualność myśli stanowiącej motto niniejszego artykułu.

### Przypisy

- <sup>1</sup> W przededniu kryzysu 2007+ D. Wessel w artykule pt. *Fed używa narzędzi sprzed blisko 100 lat* pisał, że nie ma jeszcze zasad reagowania wobec kryzysów finansowych XXI. Późniejszy rozwój sytuacji potwierdził ten pogląd w pełnym zakresie (cyt. za *The Wall Street Polska* z 30 sierpnia 2007 r.). Pewnym kryzysowym „poligonem doświadczalnym” mogły być doświadczenia Japonii z lat 90. ubiegłego stulecia, gdy po załamaniu rynków nieruchomości i akcji kraj wszedł w wieloletni okres stagnacji mimo zerowych stóp procentowych oraz stosowania różnego rodzaju pakietów stymulacyjnych.
- <sup>2</sup> Zob. <https://sjp.pwn.pl/sjp/chaos;2447796.html>.
- <sup>3</sup> Wypowiedź cytowana m.in. na chińskich stronach (<http://cema.cufe.edu.pl>).
- <sup>4</sup> Wypowiedź, która obiegła całą prasę światową i stała się podstawą artykułu prof. Jaspera Jespersena pt. *Should macroeconomic textbooks be rewritten?* (<http://www.insight.it>).
- <sup>5</sup> Pozostawało to zapewne w ścisłym związku z ewolucją poglądów ekonomistów w obszarze teorii ekonomii.
- <sup>6</sup> J. Cipur w artykule pt. *Polityka monetarna luźna, a inflacji jak nie ma, tak nie ma* (<http://www.onserwatorfinansowy.pl>) tak ujął istotę problemu: „Po niezwykle mozolnej lekturze wielu prac dotyczących za i przeciw luźnej polityce monetarnej pozostaje w pamięci głównie wrażenie chaosu. Ekonomisci nie radzą sobie ze współczesną gospodarką. Bardziej wierzą niż wiedzą. Trzymają się przebrzmiałych punktów odniesienia, takich jak przede wszystkim Wielki Kryzys lat trzydziestych minionego wieku, choć gospodarka dzisiejsza, a ta sprzed prawie 90 lat to jak konny zaprzęg i wielki odrzutowiec”. Koresponduje to z opiniami ekonomistów polskich i zagranicznych zawartych w niniejszej pracy.
- <sup>7</sup> W ciekawej formie przedstawił dylematy i problemy pożyczkobiorców suwerennych państw A. Sławiński (1999).
- <sup>8</sup> Szerzej na temat ryzyka bankowego w: Bereza, 1992.
- <sup>9</sup> Szerzej na ten temat w: Iwanicz-Drozdowska, 2002.
- <sup>10</sup> Ciekawym przykładem utrzymywania się zaufania do waluty mimo sytuacji rewolucyjnej był skup papierowych rubli carskich wywożonych przez nowe władze bolszewickie za granicę. Tłumaczyć to można jedynie przekonaniem inwestorów, że zmiana władzy miała jedynie charakter przejściowy (McKeen, 2013).

- <sup>11</sup> Warto w tym kontekście zapoznać się z pracą: Czerwonka i Gorlewski, 2008.
- <sup>12</sup> Warto obejrzeć na YouTube strony reklamowe firmy MMM apelujące w sposób niesłychanie przekonujący do prostego rosyjskiego człowieka. W rezultacie w tego rodzaju schemacie przestępczym wzięły udział nie mniej niż 2 miliony obywateli Rosji, Ukrainy i innych państw ościennych.
- <sup>13</sup> W istocie rzeczy są to instrumenty tradycyjne, tylko zastosowane w znacznie większej skali.
- <sup>14</sup> Lista została sporządzona na podstawie publikacji Economic Crisis in Europe: Crashes, Consequences and Responses ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication15887\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15887_en.pdf)).
- <sup>15</sup> Dla porównania, według szacunków międzynarodowych organizacji finansowych (IMF, BIS, WFE) wielkości referencyjne w okresie kryzysu finansowego (2010 r.) wynosiły: światowy produkt brutto – 63 bln USD, wartość akcji i obligacji będących w obrocie – 87 bln USD, pozagiełdowy obrót derywatami finansowymi – 601 bln USD, wolumen obrotów na rynkach walutowych – 995 bln USD.

### **Bibliografia**

- IX Kongres Ekonomistów Polskich. (2013). *Ekonomia dla przyszłości. Materiały kongresowe*. Warszawa: PTE.
- Barro, R.J. i Usua, J.F. (2009). Stock Markets Crashes and Depressions. *NBER Working Paper*, 13940(April).
- Bereza, S. (1992). *Zarządzanie ryzykiem bankowym*. Warszawa: Związek Banków Polskich.
- Carlson, M. (2007). *A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response*. Washington: Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board.
- Council on Foreign Relations. (2015). *The Eurozone in Crisis*. Pozyskano z: <https://www.cfr.org/background/eurozone-crisis>.
- Czerwonka, M. i Gorlewski, B. (2008). *Finanse behawioralne*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Dusza, M. (2005). Kiedy pieniądz umiera... największe inflacje świata. *Bank i Kredyt*, (2).
- Galbraith, J.K. (1963). *The Great Crash 1929*. Penguin Books.
- Iwanicz-Drozdowska, M. (red.). (2002). *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Kaufman, G.G. (1999). Banking and Currency Crisis: A Taxonomy and Review. *Loyola University of Chicago Working Paper*, (November).
- Kindleberger, C.P. (1996). *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crashes*. Wiley.
- Kotler, P. i Caslione, J.A. (2009). *Chaos. Zarządzanie i marketing w erze turbulencji*. Warszawa: MT Biznes.
- Krugman, P. (1995). *Currencies and Crises*. Cambridge: The MIT Press.
- Krugman, P. (1999). *The Return of Depression Economic*. London: The Penguin Press.
- Laeven, L. i Valencia, F. (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update. *IMF Working Paper*, (June).
- Lane, P.R. (2012). The European Sovereign Debt Crisis. *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3).
- Małecki, W., Sławiński, A., Piasecki, R. i Żuławska, U. (2001). *Kryzysy walutowe*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- McKeen, S. (2013). *Największa grabież w historii. Jak bolszewicy złupili Rosję*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.

- Mishkin, F.S. (1995). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. London: HarperCollins.
- Niederhoffer, V. (1998). *The Education of a Speculator*. John Wiley & Sons.
- Obstfeld, M. (1996). Models of Currency Crisis with Self-fulfilling Features. *European Economic Review* (40).
- Praca zbiorowa. (2009). *Kryzys. Przewodnik Krytyki Politycznej*. Warszawa: Krytyka Polityczna.
- Reinhart, C.M. i Rogoff, K.S. (2009). *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- Sachs, J. (1999). Panika finansowa i prawo niezamierzonych konsekwencji. *Rzeczpospolita*, (6 maja 1999).
- Sławiński, A. (1999). Recepta na kryzys (gra planszowa). *Gazeta Bankowa*, (27 lutego–5 marca 1999).