

URSZULA PANICZ
Poznań

KRYZYS FINANSOWY Z 2007 ROKU A WIELKI KRYZYS Z 1929 ROKU PODOBIENSTWA I RÓŻNICE

Wielki Kryzys, za którego rozpoczęcie można uznać 1929 r., kiedy nastąpił krach na nowojorskiej giełdzie, był jednym z największych i najbardziej dotkliwych w skutkach. Dowodem są dane na temat bezrobocia, bankructw czy popełnionych samobójstw¹. Depresję wywołały zarówno irracjonalne działania graczy rynkowych, jak i banku centralnego Stanów Zjednoczonych, który początkowo prowadził ekspansywną politykę monetarną, po czym ją zacieśnił, wywołując krach. Skalę kryzysu zwiększyły nowe instrumenty finansowe. Podobnie stało się podczas kryzysu finansowego z 2007 r. Polityka Systemu Rezerwy Federalnej (*Fed*) oraz rządu USA, a także błędy nieracjonalnych graczy rynkowych i banków spowodowały kryzys.

Obie depresje posiadały cechy wspólne. Były one skutkiem zdarzeń zachodzących na kilka lat przed nimi, rozpoczęły się w Stanach Zjednoczonych, a przyczyny tkwiły w działaniach graczy rynkowych wykorzystujących nowe instrumenty finansowe. W obu przypadkach znaczącą rolę odegrał *Fed*, który zwiększając podaż pieniądza rozwinął masową akcję kredytową, po czym zacieśnił politykę, powodując ograniczenie płynności. Kluczowe były też działania państwa, które interweniowało, by nie dopuścić do bankructwa. Wina leży po stronie nadmiernej deregulacji, która pozwoliła na zbyt swobodne działania banków i ich klientów. Wspólne dla obu kryzysów były runy na banki w momencie, gdy ogłoszono upadek niektórych banków, co jednocześnie przyspieszało krach pozostałych.

Nie należy pominąć różnic obu kryzysów, które dotyczą przestrzeni, przyczyn i negatywnych skutków. Wielki Kryzys swym zasięgiem objął głównie kraje europejskie, podczas gdy ostatni kryzys miał wymiar globalny. Współcześnie

¹ W czasach Wielkiego Kryzysu liczba popełnianych samobójstw w USA wzrosła o 20%, zaś bezrobocie z 1,6 mln w 1929 r. wzrosło do 12,8 mln. Dochód do dyspozycji gospodarstw domowych spadł o 28%. Zob. więcej: L.W. Reed, *Great Myths of the Great Depression*, Mackinac Center and the Foundation for Economic Education, 2010; <http://blueredporter.blox.pl/2011/08/Sztuka-spadania.html>, 25.07.2013; A. Pakuła, *Kryzys – produkt chciwości*, „Barometr Regionalny” nr 1 (19), 2010.

bezrobocie nie osiągnęło tak wysokiego poziomu, jaki odnotowano podczas Wielkiej Depresji, inna jest też wartość spadku PKB.

Celem niniejszego artykułu jest próba określenia podobieństw i różnic obu kryzysów. W pierwszej kolejności krótko omówiono uwarunkowania Wielkiego Kryzysu, a w drugiej – ostatniego kryzysu finansowego. W następnej części zestawiono podobieństwa i różnice obu kryzysów. W podsumowaniu rozważań podkreślono, że oba kryzysy wpisują się w schemat teorii Minsky'ego dotyczącej kryzysów finansowych. We wnioskach zawarto spostrzeżenie o błędnej polityce państwa oraz zawodności rynku jako czynnikach obu kryzysów.

UWARUNKOWANIA WIELKIEGO KRYZYSU

W okresie poprzedzającym Wielki Kryzys w USA miał miejsce wzrost gospodarczy. Już podczas I wojny światowej produkcja przemysłowa w USA wzrosła o 25%, produkcja rolna o 18,3%, zaś obroty handlu zagranicznego o 300%². Po zakończeniu wojny gospodarka amerykańska ożywiła się dzięki powojennej odbudowie zniszczonych krajów³. Rozwijał się zwłaszcza nowoczesny przemysł chemiczny, elektrotechniczny i produkcja samochodów. W wyniku tego w latach 1920-1929 w USA bezrobocie utrzymywało się na niskim poziomie i przeciętnie wynosiło 4,7%⁴, zaś produkcja krajowa brutto była przybliżona do produkcji potencjalnej⁵, a ceny pozostawały stabilne⁶. Inwestycjom sprzyjało zwiększanie podaży pieniądza przez *Fed* oraz niska inflacja. Dodatkowo wzrastały międzynarodowe przepływy kapitałowe oraz obrót handlowy⁷. W efekcie ożywienia gospodarczego przedsiębiorstwa notowały wysokie zyski, następowała akumulacja kapitału, rosło zainteresowanie akcjami dobrze prosperujących przedsiębiorstw⁸, co sprzyjało spekulacjom na rynku nieruchomości oraz na giełdzie. Na zakup akcji przeznaczano sporą część oszczędności, a także pieniądze z zaciąganych kredytów⁹, które nie było trudno otrzymać. Powstawały nowe instrumenty finansowe¹⁰ – poza akcjami kupowanymi na kredyt były to trusty inwestycyjne emitujące akcje, ze

² J. Skodlarski, *Historia gospodarcza*, Warszawa 2012, s. 208.

³ M. Adamczyk, *Współczesny kryzys finansowy – przyczyny i konsekwencje dla gospodarki światowej*, w: U. Mrzygłód (red.), *Wyzwania gospodarki globalnej*, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego 2012, nr 31, s. 18.

⁴ P. Jachowicz, *Wielki Kryzys, szoki naftowe i obecny kryzys finansowy: próba analizy porównawczej*, w: J. Osiński, S. Sztaba (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Warszawa 2008, s. 11.

⁵ E. Mansfield, *Podstawy makroekonomii. Zasady, przykłady, zadania*, Warszawa 2002, s. 123.

⁶ P. Jachowicz, *op. cit.*, s. 12.

⁷ *Ibidem*, s. 12.

⁸ M. Adamczyk, *op. cit.*, s. 18.

⁹ *Ibidem*, s. 18.

¹⁰ Należy zaznaczyć, że wymienione instrumenty finansowe były nowe w okresie przed Wielką Depresją, podczas gdy obecnie te same narzędzia uchodzą za tradycyjne instrumenty finansowe.

sprzedaży których pieniądze lokowano w kolejne akcje. Spekulacjami zaczęły zajmować się osoby prywatne i korporacje niezwiązane z bankowością¹¹.

Przeinwestowanie w sektor produkcyjny oraz nadmierny zakup papierów wartościowych doprowadziły do przegrzania amerykańskiej gospodarki. Zbyt późna reakcja *Fed* polegająca na gwałtownym zmniejszaniu podaży pieniądza od lipca 1929 r. (po wcześniejszej ekspansji pieniężnej) zakończyła się krachem na Wall Street 29 października 1929 r. W efekcie podtrzymania polityki restrykcyjnej w ramach działań antykryzysowych krach na giełdzie przekształcił się w kryzys bankowy¹². Od listopada 1930 r. upadek następných banków przyczynił się do spadku zaufania do tych instytucji objawiającym się szturmami na banki przez kolejnych depozytariuszy celem wypłaty swoich oszczędności¹³. W efekcie, w grudniu 1930 r. upadł jeden z największych komercyjnych amerykańskich banków – Bank Stanów Zjednoczonych, co miało także znaczenie symboliczne (ze względu na nazwę bank utożsamiano z bankiem centralnym USA)¹⁴. Niewystarczająca ilość pieniądza w gotówce w stosunku do depozytów, w połączeniu ze zmniejszeniem skłonności społeczeństwa do deponowania pieniędzy w bankach na skutek niestabilnej sytuacji w sektorze bankowym, powodowała nawracające problemy w postaci serii bankructw instytucji monetarnych¹⁵. Restrykcyjna polityka musiała te problemy nasilać, ponieważ wyższe stopy procentowe nie sprzyjały spłacie kredytów oraz zaciąganiu nowych. Skutkiem nikłego zainteresowania kredytami musiał być zastój inwestycyjny – przedsiębiorstwa notowały gorsze wyniki finansowe, przez co ich akcje nie były atrakcyjne dla graczy giełdowych. Restrykcja pieniężna musiała pogłębić problem przeinwestowania.

Ograniczenie płynności finansowej i dostępu do kredytów doprowadziło do spadku dochodów nie tylko po stronie banków i przedsiębiorstw, ale też gospodarstw domowych. W konsekwencji nastąpił spadek wielkości sprzedaży, a wraz z nim zmniejszenie produkcji przemysłowej¹⁶, co zwiększyło bezrobocie i nasiliło problemy finansowe gospodarstw domowych, a w ostateczności przyczyniło się do spadku popytu globalnego¹⁷ (por. wykres 1). W 1933 r., kiedy ceny produktów

¹¹ P. Jachowicz, *op. cit.*, s. 13.

¹² M. Adamczyk, *op. cit.*, s. 18.

¹³ M. Friedman, *Kapitalizm i wolność*, Wydawnictwo Helion, 2008, s. 103.

¹⁴ M. Friedman, A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, 1971, s. 308-310.

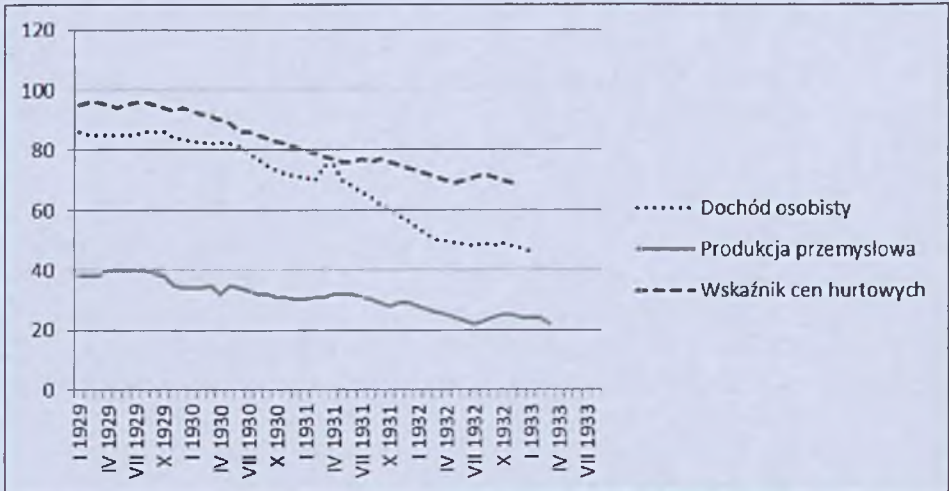
¹⁵ Por.: *ibidem*, s. 351-359.

¹⁶ Przyczyną ograniczenia produkcji przemysłowej był także spadek popytu na dobra inwestycyjne i przemysłowe producentów rolnych. Sytuacja na rynku rolnym wynikała z wcześniejszych nieracjonalnych działań rolników, które doprowadziły do nadprodukcji artykułów rolnych. Zob. więcej: J. Skodlarski, *op. cit.*, s. 247.

¹⁷ Intelktualiści skupieni wokół F.D. Roosevelta zauważyli, że reakcją przedsiębiorstw na spadek sprzedaży nie było zmniejszanie cen, a produkcji. Takie postępowanie musiałoby zwiększyć rozmiary depresji gospodarczej, ponieważ przeniosło jej skutki bezpośrednio na gospodarstwa domowe. http://www.suchozebrski.pl/attachments/006_5%20Interwencjonizm%20%20Keynesa.doc, 20.05.2013.

Wykres 1

Zmiany cen, dochodów oraz wielkości produkcji przemysłowej w latach 1929-1933



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Friedman, A.J. Schwartz, *A Monetary History...*, s. 303.

spadły 25% poniżej poziomu z 1929 r., zaś zadłużenia pozostały na niezmiennym poziomie, wielu ludzi, przedsiębiorstw i instytucji finansowych zbankrutowało¹⁸.

Analiza wydarzeń z okresu sprzed Wielkiego Kryzysu prowadzi do wniosku, że Wielką Depresję spowodowały dwa czynniki: błędny kształt polityki gospodarczej oraz inżynieria finansowa. Nieodpowiednia polityka pieniężna od lipca 1929 r. do marca 1933 r., która wynikała z początkowej ekspansji pieniężnej gwałtownie zastąpionej restrykcją, doprowadziła do spadku podaży pieniądza o więcej niż jedną trzecią. Pierwsze symptomy złych decyzji *Fed* ujawniła amerykańska giełda w październiku 1929 r. Reakcją *Fed* było podtrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej¹⁹ w celu obniżenia cen akcji. Gdyby w tym czasie *Fed* zapobiegał zmniejszaniu podaży pieniądza, recesja mogłaby mieć łagodniejszy przebieg²⁰.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ Według A.J. Schwartz, M. Bordo, E. Chudriego, *Fed* posiadał wystarczającą ilość złota, by przeciwdziałać zmniejszaniu się podaży pieniądza, jednak tego nie zrobił. Zob.: L.H. White, *Myth 7: The Gold Standard was Responsible for the Deflation that Ushered in the Great Depression*, w: <http://www.thegoldstandardnow.org/the-lehrman-gold-standard-articles/1766-myth-7-the-gold-standard-was-responsible-for-the-deflation-that-ushered-in-the-great-depression>, 10.02.1203. Inaczej uważał Rothbard – wg niego złota było za mało – por. M. N. Rothbard, *Wielki kryzys w Ameryce*, Warszawa 2010, s. 75.

²⁰ M. Friedman, *Kapitalizm...*, s. 110.

Zdaniem A. J. Schwartz i M. Friedmana takie działanie zablokowało gospodarkę, ponieważ zabrakło pieniędzy dla innych (pozagiełdowych) działań gospodarczych²¹. W dodatku inżynieria finansowa zwiększyła ryzyko przeinwestowania, umożliwiając zwiększanie akcji kredytowej. Ponieważ banki i przedsiębiorstwa niewystarczająco monitorowały inwestycje, a cena kredytu nie była ustalana według prawa popytu i podaży, przedsiębiorstwa nadmiernie inwestowały w dobra produkcyjne i kapitałowe²². W konsekwencji spadku zatrudnienia w przemyśle, zmniejszenia dochodów osobistych oraz spadku popytu doszło do kryzysu nadprodukcji.

ŹRÓDŁA KRYZYSU FINANSOWEGO Z 2007 R.

Wydarzenia z końca lat 90. XX w. w USA stanowiły pierwotne źródło kryzysu z 2007 r. W wyniku deregulacji rynku finansowego upowszechniono tworzenie, sprzedaż i obrót instrumentami pochodnymi, tworzonymi na podstawie kredytów i pożyczek²³. Dzięki temu możliwa była sekurytyzacja kredytów hipotecznych, czyli ich sprzedaż i emitowanie na ich bazie nowych papierów wartościowych zabezpieczonych nieruchomościami finansowanymi kredytami hipotecznymi²⁴. Objęcie sekurytyzacją innych rodzajów kredytów (np. na zakup samochodów, kredytów dla studentów) utworzyło *ABS (Asset-Backed Securities)*²⁵, czyli szerszą klasę papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami. W efekcie wzrosła popularność instrumentów pierwotnych zabezpieczonych kredytami, zwłaszcza że mogły one być wykorzystane wielokrotnie jako podstawa emisji²⁶. Posługiwanie się derywatami umożliwiło dywersyfikację ryzyka związanego z udzielaniem pożyczek z banku na inwestora, który lokował pieniądze w tym instrumencie²⁷. Dzięki temu zabiegowi banki pozbywały się ze swoich bilansów udzielonych kredytów i kontynuowały akcję kredytową na wysoką skalę bez konieczności powiększania bazy

²¹ M. Friedman, A.J. Schwartz, *A Monetary History...*, s. 303.

²² T. Gabiś, *Wielki kryzys – wielka zagadka?*, w: <http://nowadebata.pl/2012/02/29/wielki-kryzys-wielka-zagadka/>, 27.01.2013. Neoaustriacy wskazali, że błędna polityką rządu USA było zwiększanie pożyczek dla zagranicy i jednocześnie wsparcie Wielkiej Brytanii niskimi kredytami (od 1924 r.), by umożliwić jej powrót do standardu złota i polepszyć bilans handlowy i kapitałowy. To utrudniało sprzedaż zagranicznych towarów w kraju i zachęcało do zaciągania pożyczek w dolarach. Niemożność sprzedania dóbr przez firmy zadłużające się i przez to niemożliwość spłacenia zaciągniętych pożyczek prowadziła do dalszego, zwiększonego kredytowania. Tym samym dług się sam nakręcał, a jego skutki odczuwały już nie tylko zagraniczne firmy, ale też konsumenci importowanych towarów, zaś w następnej kolejności osoby poszkodowane przez tani kredyt, inflację i pokaźne pożyczki zagraniczne. Zob. więcej: M. N. Rothbard, *op. cit.*, s. 114-116.

²³ M. Adamczyk, *op. cit.*, s. 20.

²⁴ *Ibidem*, s. 20.

²⁵ Zob. więcej: H. Kozieł, *Instrumenty finansowe gospodarczej zagłady*, w: <http://www.tp.pl/artykul/696696.html?print=tak>, 30.07.2013.

²⁶ M. Adamczyk, *op. cit.*, s. 20-21.

²⁷ H. Kozieł, *op. cit.*

kapitałowej. Zaangażowanie semipublicznych i publicznych instytucji w rynek kapitałowy jako instytucji pośredniczących w udzielaniu kredytów hipotecznych poprzez mechanizm sekurytyzacyjny wzmacniało zaufanie kredytodawców i inwestorów do rynków finansowych²⁸. Liczono, że wszelkie zaburzenia finansowe będą wspierane przez państwo, dzięki czemu ryzyko będzie zdywersyfikowane. Takie podejście musiało jednocześnie rodzić pokusę nadużycia u każdej ze stron²⁹.

Wpływ na rozwój akcji kredytowych miały zwłaszcza działania rządu z początków 2000 r. Dzięki wprowadzonym w czasie prezydentury G.W. Busha ustawom liberalizującym przepisy dotyczące ochrony przed nadmiernym ryzykiem instytucji finansowych i bankowych, możliwe stało się udzielanie kredytów hipotecznych osobom o niskiej wiarygodności finansowej (*NINJA – No Job, No Income*)³⁰. Udział w segmencie *subprime market* (klientów mniej wiarygodnych) w 2001 r. zwiększył się z 5% do ponad 13% w 2006 r.³¹ Zabieg ten miał pobudzić zwalniającą amerykańską gospodarkę.

Krótką recesję po załamaniu amerykańskiej giełdy w 2000 r. opanowano dzięki obniżce stóp procentowych³² – w 2002 r. stopy procentowe osiągnęły poziom 2%³³. Ekspansja pieniężna spowodowała ożywienie gospodarcze, ponieważ inflacja utrzymywała się na stabilnym, niskim poziomie (por. wykres 2)³⁴.

²⁸ Zob. więcej: P. Lis, *Amerykański mechanizm sekurytyzacyjny w warunkach kryzysu finansowego*, w: K. Pająk, S. Zwierzchlewski (red.), *Polityka gospodarcza w procesie integracji*, Zeszyty Naukowe, nr 139, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.

²⁹ Tzw. *moral hazard*. Podmiot, którego dotyczy zjawisko, dokonuje czynności bardziej ryzykownych w momencie, gdy jest przekonany, że w razie niepowodzenia może liczyć na pomoc np. państwa.

³⁰ K. Pniewska, *Wpływ globalnego kryzysu finansowego na polski sektor finansowy*, w: W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Reakcje rynku na kryzys finansowy*, CeDeWu 2011, s. 31-32. Jeszcze wcześniej, bo w 1999 r. prezydent Bill Clinton optował za udzielaniem kredytów osobom o niższych dochodach, czego gwarantem były dwie firmy ubezpieczeniowe *Fannie Mae* i *Freddie Mac*, które skupowały obligacje zabezpieczone kredytami hipotecznymi. Zob. też: M. Adamczyk, *op. cit.*, s. 20. Aby pobudzić koniunkturę gospodarczą w 2001 r., G. W. Bush obniżył też podatek dochodowy.

³¹ M. Krzak, *Sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych*, w: J. Winiecki (red.), *Kryzys globalny. Początek czy koniec*, Gdańsk 2009, s. 26.

³² W. Gadomski, *Czym różni się obecny kryzys od Wielkiej Depresji*, w: <http://m.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/czym-rozni-sie-obecny-kryzys-od-wielkiej-depresji/>, 26.01.13. Poluzowanie polityki pieniężnej wynikało z obawy o deflację. Aby jej przeciwdziałać, oprocentowanie *Fed funds*, czyli rezerw pożyczanych sobie nawzajem przez banki komercyjne na jeden dzień, spadło z 6,5% do 1,5% w skali roku w 2003 r. Od grudnia 2002 r. do lipca 2004 r. wysokość oprocentowania takich rezerw nie przekraczała 1,25% rocznie. Zob. więcej: M. Krzak, *op. cit.*, s. 26.

³³ Był to poziom najniższy od 40 lat ze względu na to, że wartość realnej stopy procentowej była ujemna. K. Pniewska, *op. cit.*, s. 32.

³⁴ J.B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy. Przyczyny, skutki, interpretacje*, Warszawa 2010, s. 29. Skądinąd wartość inflacji była powyżej bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) wynoszącego 2%, co musiało wpłynąć na późniejsze pokryzysowe dyskusje na temat BCI jako instrumentu polityki pieniężnej. Zob. więcej: W. Przybylska-Kapuścińska, *Refleksje nad nowymi trendami w przestrzeni monetarnej*, w: K. Pająk, J.J. Tomidajewicz (red.), *Kryzys ekonomiczny a przestrzenny i funkcjonalny wymiar polityki gospodarczej*, Toruń 2011, s. 85-98.

Wykres 2

Inflacja w USA [dane w %] w latach 2002-2007



Źródło: *World Economic Outlook, IMF, October 2010, Statistical appendix, Tables A5, A7, A17, ss. 185, 187, 208, 10.08.13.*

W pierwszych latach XXI w. Stany Zjednoczone rokrocznie (do 2005 r.) notowały wzrost produktu krajowego brutto (por. tab. nr 1), a stopa bezrobocia nie była wysoka – wahała się w granicach 5% (por. tab. nr 2).

Tabela 1

Realny wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych w latach 2000-2007

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Realny wzrost PKB w %	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0

Źródło: R. Cegielka, *Wpływ terroryzmu na procesy gospodarcze*, <http://sas-ma.org/wydanie-kwiecie-2011/153-wplyw-terroryzmu-na-procesy-gospodarcze-robort-cegielka>, 26.01.2013.

Tabela 2

Stopa bezrobocia w USA przed wybuchem kryzysu finansowego

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Stopa bezrobocia w %	4	4,7	5,8	6%	5,5	5,1	4,6	4,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <http://www.infoplease.com/ipa/A0104719.html>, 26.01.2013. *

Wskutek długotrwałego utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie rozwijał się rynek nieruchomości – wiele podmiotów ze sfery realnej gospodarki

zarabiała na drożących nieruchomościach, dlatego że stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości była wysoka³⁵. Kres ekspansji pieniężnej położyło działanie *Fed*, który w 2006 r. podniósł stopy procentowe. W efekcie tego wzrosła liczba osób mających trudności ze spłatą zaciągniętych kredytów. Problem dotyczył zwłaszcza sporej liczby osób z segmentu *subprime*. W konsekwencji pogorszył się portfel kredytowy banków: z jednej strony były niższe wpływy ze spłaty kredytów, zaś z drugiej zmalały możliwości rozszerzania akcji kredytowej³⁶. W dalszej kolejności wysoka podaż nieruchomości spowodowała obniżkę ich cen, a wraz z nią spadek wartości papierów wartościowych, których zabezpieczeniem były kredyty hipoteczne. Oznaczało to straty po stronie inwestorów, posiadających takie papiery. W 2007 r. zaczęły upadać instytucje, które zainwestowały w papiery wartościowe dotyczące rynku kredytów *subprime*³⁷. Wskutek tego inwestorzy zaczęli pozbywać się toksycznych aktywów. Kiedy banki ujawniły, że udało im się przenieść tylko część ryzykownych instrumentów na zewnętrznych inwestorów, wówczas doszło do paniki bankowej. Wierzyciele zażądali zwrotu swoich pieniędzy od banków i innych instytucji finansowych, doprowadzając w konsekwencji do ich upadku, co było równoznaczne z kryzysem finansowym³⁸.

W obliczu poczynionych uwag na temat przyczyn kryzysu, należy zauważyć, że spowodowały go dwa główne czynniki, czyli niewłaściwa polityka pieniężna oraz inżynieria finansowa. Polityka monetarna była błędna, dlatego że istniało poważne odchylenie wysokości stóp procentowych od tzw. reguły Taylora, a obcięcie stóp procentowych poniżej poziomu zalecanego przez tę regułę doprowadziło do boomu w cenach mieszkań³⁹. Wydaje się jednak, że źle oceniana przez J.B. Taylora ekspansja pieniężna była tylko jedną z przyczyn załamania. Wywołała wprawdzie optymizm i nadmierną skłonność do ryzyka, co doprowadziło do nadmiernych inwestycji w nieruchomości, ale główną rolę odegrała restrykcja wprowadzona przez *Fed*. To za jej sprawą doszło do niewydolności kredytobiorców, a następnie upadku banków. Chęć otrzymania zysków zarówno po stronie banku, jak i inwestora w obliczu rozwoju kredytów segmentu *subprime* zainicjowała sekurytyzację kredytów hipotecznych. Przenoszenie odpowiedzialności ryzyka ze strony kredytodawców na stronę inwestorów powodowało spekulacje na rynku kredytowym. Skutkiem tego, po wprowadzeniu restrykcji pieniężnej, był wielopoziomowy krach finansowy, który dotyczył instytucji posiadających toksyczne aktywa. Niewłaściwa

³⁵ K. Pniewska, *op. cit.*, s. 32.

³⁶ Por. M. Adamczyk, *op. cit.*, s. 22.

³⁷ *Ibidem*, s. 22.

³⁸ *Ibidem*, s. 22.

³⁹ Zob. więcej: J.B. Taylor, *op. cit.*, s. 24-25. Niektórzy wskazywali, że wina niskich stóp procentowych leżała po stronie wysokich oszczędności w USA i innych krajach, co, wg przedstawionych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy danych, było błędnym rozumowaniem – począwszy od 1975 r. inwestycje przeważały nad oszczędnościami. Dodatkowo w krajach, w których zaobserwowano największe odchylenia od reguły Taylora, boomy mieszkaniowe były największe. Zob.: *ibidem*, s. 29-35.

polityka pieniężna w połączeniu z inżynierią finansową były głównymi czynnikami kryzysu finansowego. Oznacza to, że kryzys finansowy wywołały niewydolność rynku i państwa. Po stronie rynku były to zwłaszcza działania *Fed* oraz innych instytucji finansowych i inwestycyjnych. Problem tkwił w celach, jakie realizowano za pomocą polityki monetarnej. W obliczu zmiany w koniunkturze gospodarczej zmieniano politykę pieniężną (np. luzowano ją, by pobudzić gospodarkę). Takie działanie nie sprawdziło się, co oznacza, że celem polityki monetarnej wówczas (i obecnie) nie powinna być próba wyeliminowania problemów gospodarczych. W przypadku państwa było to przyzwolenie na nadmiernie swobodną działalność wyżej wymienionych instytucji, co wynikało z ustaw liberalizujących ryzyko kredytowe, dzięki czemu mogło dojść do procesów kryzysogennych – rozwoju segmentu *subprime* oraz sekurytyzacji.

PORÓWNANIE OBU KRYZYSÓW

W rezultacie dotychczasowych rozważań można porównać oba kryzysy uwzględniając cztery podstawowe kryteria, takie jak czas, przestrzeń, przyczyny i konsekwencje kryzysów. Każde z przedstawionych kryteriów pozwala wskazać zarówno na podobieństwa, jak i różnice omawianych kryzysów.

Analiza czasowa kryzysów powinna być dokonana w odniesieniu do początku, przebiegu oraz zakończenia depresji. Rozpoczęcie obu kryzysów nastąpiło w odmiennym okresie, a przez to w różnej rzeczywistości. Odstęp czasowy między wystąpieniem Wielkiej Depresji a kryzysem finansowym z 2007 r., wynoszący około osiemdziesiąt lat, determinuje odmienną klasyfikację innowacyjnych instrumentów finansowych. I tak np. trusty inwestycyjne, czy akcje kupowane na kredyt stosowane przed Wielkim Kryzysem były narzędziami nowymi w latach 20. XX w., podczas gdy w obecnym kryzysie były uważane za tradycyjne instrumenty finansowe⁴⁰. Nowymi instrumentami w ostatnim kryzysie finansowym były instrumenty pochodne. Odmienna rzeczywistość obu kryzysów, to jednak przede wszystkim czas po I wojnie światowej w odniesieniu do Wielkiego Kryzysu oraz okres deregulacji początków lat 90. XX w. w USA, z którą wiąże się ostatni kryzys finansowy w USA. Obie depresje były skutkiem wydarzeń zachodzących na kilka lat wcześniej przed załamaniem, a więc miały złożone przyczyny. Okres trwania obu kryzysów był zbliżony i wynosił około 3-4 lata. Czas ten liczony jest do

⁴⁰ Różnica między dwoma kryzysami nie sprowadza się jedynie do stosowanych instrumentów finansowych. Kwestią odmienną jest tu cały system finansowy i jego większa wrażliwość, aniżeli kilkadziesiąt lat wcześniej. Wpływ na to mają m.in. zmiany w strukturze finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w kierunku kredytowania, zmiany w strukturze zobowiązań na rzecz zobowiązań krótkoterminowych, uzależnienie spłaty zobowiązań od zdolności do zaciągania nowych, wzrost skłonności do ryzyka. Zob. więcej: W. Nawrot, *Teoria kryzysów finansowych Minsky'ego i jej odniesienie do współczesności*, „Gospodarka Narodowa” nr 10, 2009, s. 49-51.

momentu pierwszych symptomów poprawy koniunktury gospodarczej. W odniesieniu do Wielkiej Depresji był to 1933 r. Ożywienie gospodarcze po kryzysie z 2007 r. zauważono w 2008-2009 r., kiedy produkt światowy brutto wzrósł o prawie połowę wzrostu z 2007 r.⁴¹ Mimo to skutki obu kryzysów były odczuwalne znacznie dłużej, niż wskazywałyby na to pierwsze symptomy wzrostu gospodarczego.

Przestrzeń obu kryzysów należy rozpatrywać sektorowo oraz geograficznie, a także podmiotowo. W pierwszym rozumieniu wspólne dla obu depresji było to, że ich początki były związane z amerykańską giełdą, następnie bankami, a w konsekwencji rynkami finansowymi. Nadrzędną różnicą był jednak kształt sektora bankowego, którego dotyczyła zapaść. Wielka Depresja dotyczyła tradycyjnego sektora bankowego, natomiast ostatni kryzys rozwinął się dodatkowo w części sektora finansowego zwanego często bankowością cienia⁴². Stąd odmienność tkwi przede wszystkim w większym ryzyku i niepewności, za którą stała nadmierna deregulacja. Analiza geograficzna prowadzi do wniosku, że kryzysy dotyczyły USA jako miejsca stanowiącego źródło kryzysu, a z drugiej strony szerokiej i odmiennej przestrzeni, na którą się rozszerzyły. Obecnie, w wyniku globalizacji, istnieją głębsze zależności między gospodarkami krajów, niż miało to miejsce w czasach Wielkiego Kryzysu⁴³. Dlatego oba kryzysy, mimo że miały charakter globalny, różniły się skalą – kanały ich rozprzestrzeniania były odmienne. Wielki Kryzys, ze względu na powiązania handlowe i kapitałowe między Stanami Zjednoczonymi a Europą i Ameryką Łacińską, przeniósł się do tych miejsc, natomiast kryzys z 2007 r. objął globalne rynki finansowe⁴⁴, co wynikało z powiązań gospodarczych między państwami. Aspekt podmiotowy kryzysów dotyczy tego, że obie depresje objęły wszystkich uczestników rynku oraz wszystkie rodzaje aktywów.

Przyczyny obu kryzysów wynikają z zawodności rynku finansowego, a w szczególności błędów banków. W okresie poprzedzającym oba kryzysy prowadzono podobną politykę monetarną – najpierw była ona ekspansywna, po czym dochodziło do jej zacieśniania. Obu rodzajom polityki towarzyszyły podobne cele. Miękka polityka pieniężna przed Wielkim Kryzysem miała pobudzić eksport i rolnictwo (miała służyć także reelekcji ówczesnego prezydenta i pomocy dla Wielkiej

⁴¹ K.A. Firlej, *Źródła i przebieg kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej*, Roczniki Ekonomiczne KPSW, Bydgoszcz 2011, s. 181.

⁴² M. Krzak, *op. cit.*, s. 30. Banki cienia to banki inwestycyjne, fundusze arbitrażowe i specjalne wehikuly wykorzystywane do sekurytyzowania aktywów, które w USA w niewielkim stopniu regulowały agencje rządowe. Takie banki nie podlegały normom ostrożności. Zob.: *ibidem*, s. 30. O wadze problemu sekurytyzacji świadczą dane z 2008 r., wedle których sekurytyzacja kredytów hipotecznych obejmowała ponad 80% ich sumy szacunkowej w USA na 12 bilionów dolarów”. Zob. więcej: *ibidem*, s. 30.

⁴³ *Ibidem*. Dowodem jest chociażby efekt domina w przypadku instrumentów sekurytyzacyjnych CDO, którego skutkiem były straty finansowe dla wielu powiązanych państw. Zob.: M. Krzak, *op. cit.*, s. 28-29.

⁴⁴ P. Jachowicz, *op. cit.*, s. 15.

Brytanii). Przed kryzysem z 2007 r. celem tej polityki było ożywienie zwalniającej amerykańskiej gospodarki. Za sytuację wewnątrz kraju w obu tych okresach odpowiadały odmienne czynniki: w pierwszym przypadku eksport został zahamowany ustawą celną, zaś w drugim wypadku, wzrost gospodarczy spowalniał w konsekwencji ataku terrorystycznego na *World Trade Center*⁴⁵. Decydująca dla obu omawianych okresów była groźba przegrzania koniunktury, w obliczu której *Fed* zacieśniał politykę pieniężną. Takie działanie następowało zbyt późno i miało fatalne skutki dla gospodarki. W 2006 r. podwyższenie stopy procentowej pozabawiło płynności finansowej wiele gospodarstw domowych, a także instytucji finansowych, zależnych od kredytobiorców⁴⁶. Banki zaczęły przejmować nieruchomości i wystawiać je na sprzedaż, co – ze względu na zwiększoną podaż – jeszcze bardziej obniżyło ceny nieruchomości⁴⁷. Podobna sytuacja zaistniała przed Wielką Depresją. Podwyższenie stopy procentowej, po wcześniejszym wielokrotnym jej obniżaniu, spowodowało bankructwo podmiotów zależnych od wysokości stóp procentowych.

Decydującą rolę w przypadku obu kryzysów odegrały nowe instrumenty finansowe – w czasie kryzysu finansowego z 2007 r. były to instrumenty sekurytyzacyjne⁴⁸, zaś w okresie Wielkiej Depresji akcje kupowane na kredyt, trusty inwestycyjne emitujące akcje. Inżynieria finansowa połączona ze spekulacjami wzmocniła przechodzenie gospodarki amerykańskiej w fazę kryzysu, dlatego że stworzyła nadmierny rozwój sektora nieruchomości i sektorów powiązanych.

Konsekwencją obu kryzysów był powrót do interwencjonizmu państwowego w obliczu zawodności rynku. Przejawiało się to wzrostem wydatków budżetowych rządu federalnego na pobudzenie gospodarki w czasie Wielkiej Depresji za rządów H.C. Hoovera⁴⁹ oraz dokapitalizowaniem banków w ramach planu Paulsona

⁴⁵ W. Gadomski, *op. cit.*

⁴⁶ K. Pniewska, *op. cit.*, s. 32. O polityce udzielania kredytów hipotecznych zob. więcej w filmie: T. McKenna, *Krach. Kulisy globalnego kryzysu*, Kanada 2011.

⁴⁷ M. Zaleska, *Przyczyny i skutki kryzysu w USA*, w: <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Przyczyny-i-skutki-kryzysu-w-USA-1739652.html>, 26.01.2013.

⁴⁸ Sekurytyzacja pozwoliła usunąć z ksiąg bankowych kredyty hipoteczne, dzięki czemu banki, pomimo braku realnych zasobów, mogły kontynuować udzielanie kredytów hipotecznych. W konsekwencji dochodziło do rozpraszania ryzyka kredytowego, powstały nowe instrumenty, tj. płatności z kredytów hipotecznych (czyli *MBS: mortgage-backed securities*), a także obligacje *CDO* i *CDS*, które w wyniku rozprawdzenia na całym świecie spowodowały kryzys wykraczający poza Stany Zjednoczone: „Spadek cen jednego instrumentu powoduje konieczność redukcji wartości aktywów, a jeśli zobowiązania nie zmniejszyły się o identyczną kwotę, to wówczas trzeba albo sprzedać inne aktywa, aby zapewnić sobie płynność finansową, albo spłacić je z kapitału”. Zob. M. Krzak, *op. cit.*, s. 27-29. Taka sytuacja w pełni wyjaśniała zaistniałą w najbardziej dotkliwej fazie kryzysu aprecjację dolara, do której przyczynił się wzrost awersji do ryzyka u zagranicznych graczy, posiadających papiery wartościowe denominowane w tej walucie. Zob. więcej: B. Dudkiewicz, *System Rezerwy Federalnej oraz rząd USA wobec kryzysu finansowego 2007-2009*, w: W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Reakcje rynku...*, s. 10-11.

⁴⁹ Zob. więcej: W. Gadomski, *op. cit.* W czasie interwencji rządu Hoovera nastąpił wzrost płac realnych w przemyśle. W porównaniu z 1929 r., w 1933 r. w przemyśle samochodowym o 14,4%,

w 2008 r. i nacjonalizacją dwóch największych agencji hipotecznych: *Fannie Mae* i *Freddie Mac*⁵⁰. W obu przypadkach należało liczyć się z negatywnymi konsekwencjami wzrostu długu publicznego, z tą jednak różnicą, że znaczenie zadłużenia dla stabilności gospodarki podczas Wielkiej Depresji było mniejsze. Potwierdzało to rozwiązanie problemu długów wojennych w 1931 r. oraz fakt, że poziom długu publicznego USA i większości krajów europejskich wynosił wówczas poniżej 50% PKB. W dodatku, do 1929 r. Stany Zjednoczone częściej notowały nadwyżkę budżetową, aniżeli deficyt⁵¹. Współcześnie trwała nierównowaga finansowana przepływami kapitałowymi zagraża stabilności finansowej państw, o czym świadczy skala długu publicznego: jedynie w kilku państwach dług nie występuje lub utrzymuje się na znikomym poziomie (np. Libia – 0%)⁵², w wielu krajach wielkość ta oscyluje wokół 50-60% i więcej⁵³. Dodatkowo w warunkach zabezpieczenia kursów walut rezerwami złota, co było charakterystyczne dla czasów przed Wielką Depresją, sytuacja taka byłaby niemożliwa: banki centralne miały trudności ze zwiększaniem podaży pieniądza, co współcześnie, po upadku systemu z Bretton Woods w 1971 r., ustąpiło na rzecz rozpowszechnionej manipulacji pieniądzem, obniżania stopy procentowej i stosowania *quantitative easing*⁵⁴.

Wielka Depresja spowodowała wysoki spadek PKB (o 25-30%) w krajach najbardziej uprzemysłowionych, tj. w USA oraz Niemczech i jednocześnie obniżenie produkcji przemysłowej w obu tych krajach o ponad 40%, podczas gdy w Anglii PKB spadło o 6%, a produkcja o 11%⁵⁵. Skutkiem upadku przemysłu była fala bankructw i bardzo wysoki wzrost bezrobocia. W USA bez pracy pozostawało 24% siły roboczej, w Niemczech 30%, a w Anglii 16%⁵⁶. Dodatkowo ceny produktów rolnych dwukrotnie spadły, co doprowadziło do bankructw farmerów⁵⁷. W sektorze bankowym doszło do czterech fal paniki, a w konsekwencji upadku 1/4 banków⁵⁸.

w przemyśle obuwicznym o 19%, w stalowym o 4%. Wzrost wynagrodzeń doprowadził do zwiększenia bezrobocia. W 1932 r. w USA 14 mln osób pozostawało bez pracy (stopa bezrobocia wynosiła 33%). Dla porównania w Niemczech 6 mln, w Wielkiej Brytanii – 2,5 mln.

⁵⁰ B. Dudkiewicz, *op. cit.*, s. 9, K. Pniewska, *op. cit.*, s. 33.

⁵¹ W. Gadomski, *op. cit.*

⁵² <http://www.for.org.pl/pl/a/1444,9-Czy-istnieje-kraj-ktory-zyje-bez-dlugu>, 26.01.2013.

⁵³ http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php?title=File:Public_balance_and_general_government_debt_2008-2011_%281%29_%28%25_of_GDP%29.png&filetimestamp=20121023174050, 26.01.2013.

⁵⁴ W. Gadomski, *op. cit.*

⁵⁵ P. Jachowicz, *op. cit.*, s. 14.

⁵⁶ *Ibidem*, s. 14. Osobnym problemem są tu Niemcy, ponieważ przelanie się kryzysu na ten kraj doprowadziło w końcu do jego pogrążenia się w politycznym kryzysie, który zakończył się upadkiem politycznego systemu, dojściem Adolfa Hitlera do władzy, a w konsekwencji załamaniem systemu powersalskiego w Europie i II wojną światową. Zob. więcej: T. Gabiś, *op. cit.*

⁵⁷ P. Jachowicz, *op. cit.*, s. 14.

⁵⁸ *Ibidem*, s. 14.

Skutkiem kryzysu z 2007 r. było załamanie wydatków konsumenckich i biznesowych. W związku z ograniczeniem kredytów zaczęły spadać dochody i konsumpcja, co doprowadziło do masowych zwolnień, a to z kolei do problemów ze spłatą zaciągniętych przez osoby bezrobotne pożyczek, co skutkowało bankrutwem gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, nastęrczając problemów bankom i towarzystwom inwestycyjnym⁵⁹. W 2009 r. światowy produkt brutto spadł o 2,9%, w krajach wysoko rozwiniętych spadł o 4,1%, zaś w rozwijających się krajach wzrósł o 2,2%. W następnym roku produkt światowy brutto wzrósł o 3,8%, po czym spadł do poziomu 2,4% w 2011 r.⁶⁰

Oba kryzysy różnią się między sobą skalą negatywnych skutków. Wielka Depresja spowodowała większe koszty społeczne w postaci liczby bankrutw, a także wielkości bezrobocia⁶¹, które w pierwszych latach po kryzysie z 2007 r. osiągało wartość poniżej 10%⁶².

WNIOSKI

W przypadku obu kryzysów popełniono wiele tych samych błędów, począwszy od wydarzeń, które zainicjowały depresje, a skończywszy na podejmowanej z opóźnieniem polityce antykryzysowej. Niejednoznacznie oceniana jest stymulacja fiskalna. Z jednej strony zauważa się, że w trakcie Wielkiego Kryzysu była ona zbyt ograniczona i za szybko została przerwana, zaś z drugiej nie powinna się wydarzyć, dlatego że usztywniając płace realne doprowadziła do wzrostu bezrobocia. W przypadku kryzysu z 2007 r. wysuwa się podobne wnioski. Stymulacja fiskalna zahamowała bezrobocie, ale też doprowadziła do wzrostu zadłużenia, ograniczając lub wręcz utrudniając wzrost gospodarczy⁶³.

Oba kryzysy pod względem swej etapowości, czy przyczyn wpisują się w teorię kryzysów finansowych Minsky'ego. W obu przypadkach typowe było wystąpienie takich elementów jak: „szok”, mania oraz bańka. Najpierw odnotowywano nadmierny optymizm. W latach poprzedzających Wielką Depresję wywołał go zewnętrzny „szok”, czyli powojenny wzrost koniunktury gospodarczej w USA na skutek dynamicznego rozwoju produkcji samochodów, wzrostu liczby autostrad oraz elektryfikacji kraju, a także zwiększenia się liczby gospodarstw domowych posiadających telefon stacjonarny⁶⁴. W tym samym czasie Fed, za namową rządu francuskiego, niemieckiego i angielskiego, zmniejszył stopę

⁵⁹ J.P. Rossi, *op. cit.*

⁶⁰ M. Adamczyk, *op. cit.*, s. 26.

⁶¹ W. Gadomski, *op. cit.*

⁶² W latach 2007-2010 poziom bezrobocia wyniósł odpowiednio: 4,6%, 5,8%; 9,3%; 9,6%.
<http://www.infoplease.com/ipa/A0104719.html>, 26.01.2013.

⁶³ *Ibidem.*

⁶⁴ J. Skodlarski, *op. cit.*, s. 208.

dyskontową, przyczyniając się do łatwiejszego dostępu do kredytów, co w konsekwencji doprowadziło do spekulacji na rynku nieruchomości i na giełdzie⁶⁵. Podobny przebieg miały wydarzenia sprzed kryzysu z 2007 r. „Szokiem” był dynamiczny rozwój nieruchomości w USA⁶⁶, którego źródło stanowiła liberalizacja zapoczątkowana za prezydentury Clintona w latach 90. (która była niejako kontynuacją deregulacji lat 70. i 80. XX w.). Hossa na rynku nieruchomości przeniosła się do powiązanych branż, w tym m.in. do budownictwa, co w konsekwencji prowadziło do wzrostu gospodarczego, odczuwanego przez wszystkich graczy rynkowych⁶⁷. Dużą rolę odegrały niskie stopy procentowe oraz wysokie ceny nieruchomości, które umożliwiły pokaźne stopy zwrotu z inwestycji. Mania, której początek wiązał się ze wzrostem skłonności do zadłużania wśród kredytobiorców oraz zmniejszeniem awersji do ryzyka po stronie banków, opisywała irracjonalne zachowania uczestników rynku. Łatwo dostępny kredyt przyczynił się do przyciągania coraz większej liczby kredytobiorców. W okresie sprzed Wielkiej Depresji kredyt umożliwiał kupno i sprzedaż akcji zarówno profesjonalistom, jak i gospodyniom domowym, zaś narastająca fala spekulacji podwyższała ceny akcji, zachęcając do dalszych zakupów⁶⁸. Podobnie działo się przed ostatnim kryzysem. Wysoka stopa zwrotu zachęcała graczy rynkowych do inwestycji w nieruchomości (rozwiązania prawne umożliwiły udział w tej grze osobom finansowo niewiarygodnym). Jednocześnie banki, powodowane chęcią zysku, dopuszczały się sekurytyzacji. Takie wydarzenia przyczyniły się do powstania bańki spekulacyjnej, której pęknięcie nadeszło wraz ze spadkiem cen, wzrostem stopy procentowej oraz wzrostem paniki i spadkiem zaufania między graczami rynkowymi.

Oba kryzysy udowodniły, że stabilność finansowa może prowadzić do niestabilności, gdy polityka rządu oraz banku centralnego jest niewłaściwa. W każdym z omawianych przypadków dużą rolę odegrały działania żądnych zysku graczy rynkowych. W tym kontekście uwidoczniła się konieczność wprowadzenia szerszego nadzoru nad instytucjami bankowymi celem wyeliminowania nadmiernie swobodnego posługiwania się instrumentami finansowymi. Przebieg depresji udowodnił, że istotną rolę pełni informacja, która w obu przypadkach była zniekształcana przez spekulacje. Kluczową czynnością powinno być zapewnienie przejrzystej informacji dla inwestorów na temat oferowanych produktów finansowych oraz stworzenie antycyklicznych regulacji działalności banków włącznie z przeniesieniem odpowiedzialności za ryzykowne działania na te instytucje. Pozwoliłoby to wyeliminować pokusę nadużycia, a tym samym zapewnić sprawniejsze funkcjonowanie rynku i państwa⁶⁹. Jest to celem priorytetowym ze względu na zasięg

⁶⁵ *Ibidem*, s. 245.

⁶⁶ W. Nawrot, *op. cit.*, s. 56.

⁶⁷ *Ibidem*, s. 56.

⁶⁸ J. Skodlarski, *op. cit.*, s. 246.

⁶⁹ Por. A. Firlej, *op. cit.*, s. 190.

terytorialny depresji gospodarczej, która może rozszerzać się wprost proporcjonalnie do powiązań między gospodarkami różnych państw, czego dowiodła analiza obu kryzysów.

ABSTRACT

The object of the article is analysis of the similarities and differences between the Great Depression of 1929 and the financial crisis of 2007. In the first part of the study the author presents the reasons, evolution and consequences of both crises. In the second part she discusses the similarities and differences between the two crises in order to show their evolution scheme. For this purpose the author uses Minsky's theory of financial crises. The analysis shows that the causes of both crises are the same. In this context the main issue is incorrect monetary policy and excessive deregulation.