

HELENA ŻUKOWSKA

KONTROWERSJE WOKÓŁ PRZYCZYŃ KRYZYSÓW FINANSOWYCH

WPROWADZENIE

Kryzysy finansowe dają początek kryzysom ogólnogospodarczym, niosącym gospodarkom spadek tempa wzrostu społeczno-gospodarczego ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami tego zjawiska.

Celem opracowania jest identyfikacja przyczyn kryzysów finansowych i gospodarczych oraz zaproponowanie mechanizmu ich niwelowania.

Badania *ex post* kryzysów pokazują, że istnieje wielka różnorodność przyczyn kryzysów występujących z różnym nasileniem i prawie niemożliwe jest wskazanie ewentualnych przyczyn kryzysów *ex ante*. Mimo ogromnej wiedzy o kryzysach finansowych i gospodarczych, jak dotychczas kryzysom nie udaje się zapobiec na etapie ich powstawania. Działania antykryzysowe *ex ante* nie są w pełni skuteczne. Do pokonania kryzysu ostatecznie prowadzą działania antykryzysowe *ex post*, okupione wielkimi kosztami gospodarczymi i społecznymi. Należy zatem skupić uwagę na badaniu przyczyn kryzysów, co ułatwi poszukiwanie metod postępowania.

I. KRYZYSY FINANSOWE – ISTOTA I SKUTKI WYSTĘPOWANIA

Rynek finansowy jest elementem systemu finansowego. Z kolei system finansowy jest częścią systemu ekonomicznego, który wraz z systemem poli-

Dr hab. HELENA ŻUKOWSKA, prof. KUL – kierownik Katedry Rachunkowości w Instytucie Ekonomii i Zarządzania na Wydziale Nauk Społecznych Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego Jana Pawła II; adres do korespondencji: Al. Raławickie 14, 20-950 Lublin.

tycznym i prawnym składają się na system społeczny. System ekonomiczny składa się ze sfery realnej i sfery finansów w podziale na rynkowy i publiczny system finansowy. Rynkowy system finansowy obejmuje swym zasięgiem rynki finansowe – instrumenty finansowe, instytucje finansowe i zasady ich funkcjonowania (infrastruktura prawna i instytucjonalna).

Funkcjonowanie rynku finansowego musi cechować bezpieczeństwo i stabilność ze względu na wagę sprawnego rynku dla systemu społecznego oraz częste niedoskonałości rynku, asymetria informacji uczestników rynku i pokusa nadużycia pomocy publicznej w sytuacji pomocy państwa w wychodzeniu gospodarki z kryzysu. Ostatnie lata rozwoju gospodarki światowej (rozległy kryzys finansowy i gospodarczy) pokazały, że mimo niewątpliwych zalet wolnego rynku jego sprawne funkcjonowanie wymaga ingerencji ze strony państwa. Dlatego, w większości krajów świata, organizacja rynku uzupełniona jest o rozbudowaną infrastrukturę prawną i instytucjonalną systemu finansowego, tj. przepisy prawne i instytucje publiczne organizujące i nadzorujące funkcjonowanie rynku finansowego – sieć bezpieczeństwa finansowego. Sieć bezpieczeństwa (ang. *safety net*) jest integralnym elementem systemu finansowego.

System finansowy:

– jest to zespół logicznie ze sobą powiązanych form organizacyjnych, aktów prawnych, instytucji finansowych i innych elementów umożliwiających podmiotom nawiązywanie stosunków finansowych zarówno w sektorze realnym, jak i sektorze finansowym¹;

– świadczy usługi pozwalające na krążenie siły nabywczej w gospodarce, współtworzy i organizuje przepływ strumieni pieniężnych²;

– obejmuje segmenty rynku finansowego, operujących na tych rynkach pośredników finansowych, zasady działania na tych rynkach (regulacje prawne oraz zwyczaje) oraz instytucje wspomagające funkcjonowanie na tych rynkach.

System finansowy realizuje różne funkcje, traktowane czasami w literaturze jako wiązki zadań:

– wg Owsiaka są to funkcje płatnicza, płynności, oszczędności, akumulacji bogactwa, kredytowa, minimalizacji ryzyka i polityki gospodarczej;

– wg Pietrzaka i innych – funkcja monetarna, kapitałowo-redystrybucyjna i kontrolna³.

¹ S. O w s i a k, *Podstawy nauki finansów*, Warszawa: PWE 2002, s. 234.

² *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa: PWN 2008, s. 18-19.

³ *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa: PWN 2003, s. 20.

System finansowy dzieli się na rynkowy i publiczny. Rynkowy system finansowy obejmuje swym zasięgiem rynki finansowe – instrumenty finansowe, instytucje finansowe i zasady ich funkcjonowania (infrastruktura prawna i instytucjonalna).

System finansowy jest stabilny, gdy działa prawidłowo i wypełnia bez zakłóceń swoje funkcje, nie dotyka go kryzys. Stabilny system bankowy jest zdolny do:

- a) realizacji postawionych przed nim funkcji,
- b) realizowania transakcji w zaufaniu i po cenach niepodlegających znacznym krótkookresowym wahaniom,
- c) eliminowania szoków zewnętrznych dotyczących system finansowy,
- d) efektywnej alokacji zasobów finansowych do gospodarki,
- e) skutecznej identyfikacji i zarządzania ryzykami w systemie finansowym.

Stabilny system finansowy oznacza brak kryzysu finansowego. Jednak niestabilność systemu finansowego nie musi oznaczać obecność kryzysu. Od niestabilności do kryzysu jest pewien dystans. Wiele czynników decyduje o tym, czy utrzymująca się niestabilność systemu finansowego doprowadzi w konsekwencji do kryzysu.

Kryzysy finansowe są definiowane na różne sposoby – jako np.:

- przegrzanie rynku (ang. *overtrading*)⁴,
- panika bankowa, gorączka, euforia⁵,
- sytuacja, gdy upadłość jednego banku wytwarza klimat nieufności wokół innych banków i prowadzi do ruiny banki znajdujące się naprawdę w dobrej kondycji⁶,
- spekulacje przeradzające się w gorączki i krachy z „wrodzoną” niestabilnością kredytu⁷,
- efekt błędów w polityce pieniężnej, tj. błędów w kreacji pieniądza niezgodnej ze zmianami rozmiarów produkcji⁸,
- sytuacja, gdy normalnie doskonale działające rynki wpadają w pułapkę i dochodzi do paniki bankowej⁹,

⁴ A. S m i t h, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, London 1776.

⁵ A. P i g o u, *Industrial Fluctuations*, Cambridge 1927.

⁶ A. M a r s h a l l, *Money, Credit and Commerce*, London 1923, s. 305.

⁷ A. H. H a n s e n, *Business Cycles and National Income*, New York 1957.

⁸ A. S c h w a r t z, M. F r i e d m a n, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press 1963.

⁹ Ch. K i n d l e b e r g e r, *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, Warszawa: WIG-Press 1999.

– „proces dezorganizacji rynku finansowego, w którym niedoskonałości rynku (problemy negatywnej selekcji (ang. *adverse selection*) i pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*) w warunkach asymetrii informacji (ang. *asymmetric information*) prowadzą do tego, że rynki finansowe przestają pełnić rolę kanału efektywnej alokacji zasobów finansowych do najlepszych inwestorów”¹⁰.

– sytuacja, kiedy system finansowy nie realizuje swoich funkcji,

– sytuacja, w której znacząca grupa instytucji finansowych ma w bilansach pasywa przekraczające rynkową wartość aktywów¹¹,

– epizody gwałtownych zmian na rynkach finansowych, związane z niedoborem płynności i niewypłacalnością uczestników rynku i (lub) interwencjami władz publicznych mających temu zapobiec¹²,

– pojawienie się silnych zakłóceń w systemie pośrednictwa finansowego, powodujących zaburzenia w realnej sferze gospodarki¹³,

– następstwo załamania się zaufania do stabilności całej gospodarki, systemu finansowego, stabilności rynku finansowego (jego poszczególnych elementów – pośredników finansowych, cen instrumentów finansowych, zasad funkcjonowania rynku), możliwości zachowania przez dany kraj równowagi w bilansie płatniczym¹⁴,

– gwałtowna zmiana spadek/wzrost cen aktywów prowadząca do krytycznego położenia uczestników rynku finansowego¹⁵,

– sytuacja, gdy rynki finansowe są niezdolne do właściwego zarządzania ryzykiem¹⁶.

Z przytoczonych definicji wynika, że pojęcie kryzysu finansowego nie jest jednoznaczne. Wydaje się, że najpełniej sedno kryzysu finansowego oddaje definicja, która wskazuje, że kryzys, niezależnie od zasięgu (jeden bank, cały

¹⁰ F. S. M i s h k i n, *Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective*, NBER Working Paper 1991, s. 42.

¹¹ *Banking Crises: Cases and Issues*, red. V. Sundararajan, T. Balino, Washington: IMF 1991, s. 3.

¹² M. B o r d o, B. E i c h e n g r e e n, D. K l i n g e b i e l, M. S. M a r t i n e z - P e r i a, *Is crisis problem growing more severe*, „Economic Policy” 2001, nr 32; także: M. K i e d r o w s k a, P. M a r s z a ł e k, *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*, cz. II, „Bank i Kredyt” 2002, nr 4, s. 22.

¹³ A. S ł a w i ń s k i, *Rynki finansowe*, Warszawa: PWE 2002, s. 175.

¹⁴ F. S. M i s h k i n, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Warszawa: PWN 2002, s. 275. E. G. C o r r i g a n, *The Risk of a Financial Crisis*, w: *The Risk of Economic Crisis*, red. M. Feldstein, Chicago: University of Chicago Press 1991, s. 8.

¹⁵ B. E i c h e n g r e e n, *Financial Instability*, Berkeley: University of California 2004.

¹⁶ J. S t i g l i t z, *Oszukańcze Kasyno Ameryka*, „The New Republic” 2008.

system bankowy, system finansowy), powoduje zakłócenia w funkcjonowaniu systemu bankowego (finansowego) i w jego relacjach z otoczeniem. Powoduje pogorszenie płynności pojedynczych banków, systemu bankowego czy systemu finansowego. Poprawa płynności następuje dopiero w wyniku interwencji z zewnątrz w celu niedopuszczenia do rozprzestrzenienia się problemów systemu bankowego (finansowego) na większą ilość podmiotów rynku bankowego, systemu finansowego i całą gospodarkę.

Kryzysy finansowe w zależności od segmentu rynku, od którego rozpoczyna się kryzys, można podzielić na¹⁷:

- kryzysy walutowe (ang. *currency crises*),
- kryzysy bankowe (ang. *banking crises*),
- kryzysy zadłużenia zagranicznego (ang. *debt crises*),
- systemowe kryzysy finansowe (ang. *systemic financial crises*).

Kryzysy walutowe i bankowe często występują łącznie.

W wypowiedziach wielu specjalistów rynku finansowego pojawia się stwierdzenie, że stabilność rynków finansowych (brak kryzysów finansowych) jest dobrem publicznym, musi być zapewniona dla dobra wszystkich obywateli – dlatego jej kształtowanie wymaga ingerencji ze strony państwa. Mimo że w gospodarce rynkowej rynek i mechanizmy z nim związane wymuszają efektywność gospodarowania i racjonalność zachowania się uczestników gry rynkowej, to jednak nie zapewniają stabilności systemu finansowego, nie eliminują kryzysów finansowych i ryzyka systemowego (dla całego systemu finansowego).

Konsekwencje kryzysu finansowego są groźne i wielokierunkowe. Mogą to być: przenoszenie się kryzysu na „zdrowe” instytucje finansowe, recesja i spadek tempa wzrostu PKB, zahamowanie eksportu, zahamowanie inwestycji krajowych, odpływ inwestycji zagranicznych, znaczące koszty finansowe interwencji rządu i banku centralnego na rynkach finansowych, wydatki na przywrócenie płynności ze środków publicznych, ograniczenie dostępności kredytu oraz spadek inwestycji, problemy z wypłacalnością i załamanie płynności wielu podmiotów, straty instytucji finansowych i niefinansowych związane z nieuzasadnionymi zmianami, inflacja, wzrost bezrobocia, wzrost zubożenia, nieuzasadniona redystrybucja dochodów, utrata zaufania w systemie finansowym i w obrocie gospodarczym, także często spadek zaufania do władz politycznych.

¹⁷ H. Żukowska, *Stabilność i czynniki destabilizujące system bankowy (przykład Rosji po 1990 roku)*, Lublin: UMCS 2007, s. 46.

II. SYSTEMATYKA PRZYCZYŃ KRYZYSÓW FINANSOWYCH

Groźne konsekwencje kryzysów finansowych inspirują do poszukiwania przyczyn kryzysów. Przyczyny kryzysu finansowego to najczęściej skumulowany zespół przyczyn sprawczych, których eliminacja nie jest możliwa siłami samego mechanizmu rynkowego. Przyczyny kryzysu można pogrupować dla celów analitycznych w kilka zespołów, ale gdy dochodzi do kryzysu – występuje najczęściej wiele przyczyn, powiązanych sprzężeniami zwrotnymi. Czynniki sprawcze kryzysów to¹⁸:

1) Przyczyny makroekonomiczne, w tym o charakterze zagranicznym (globalizacja, deregulacja i liberalizacja przepływów kapitałowych, niekorzystna sytuacja makroekonomiczna (recesja), prowadzona polityka gospodarcza, braki w koordynacji polityki gospodarczej (polityk częściowych), niedostateczny popyt, zarażenie (ang. *contagion*), polityka kursu walutowego niedostosowana do innych obszarów polityki gospodarczej i warunków gospodarki), nierównowagi makroekonomiczne na poziomie krajowym i globalnym, oderwanie sfery finansów od sfery realnej gospodarki, inne).

2) Przyczyny mezoekonomiczne, tj. w systemie finansowym (regulacje systemowe – niedostateczne lub nadmierne), brak lub źle działające instytucje sieci bezpieczeństwa finansowego, nieodpowiedni nadzór właścicielski, nieumiejętność zarządzania ryzykiem na poziomie całego systemu finansowego (ryzyko systemowe), nieuzasadniony spadek lub wzrost cen aktywów („bąble spekulacyjne”), niedoskonałości rynku finansowego (pokusa nadużycia, negatywna selekcja i asymetria informacji).

3) Przyczyny mikroekonomiczne, tj. pojedyncze rynki, pojedyncze instytucje finansowe, instrumenty finansowe (złe zarządzanie instytucjami sektora realnego i finansowego, nieumiejętność przewidywania i zarządzania ryzykiem na poziomie podmiotów, innowacje na rynku finansowym – finansowe instrumenty pochodne, sekurytyzacja).

4) Czynniki psychologiczne, tj. zachowania uczestników rynku finansowego obciążone asymetrią informacji, pokusą nadużycia i negatywną selekcją (panika rynkowa, zachowania „stadne i naśladownictwo”, brak zaufania w systemie finansowym, chciwość, zachowania „kasynowe”).

Praktyka pokazuje, że poszczególne przyczyny kryzysów finansowych mogą spowodować kryzysy na poziomie globalnym (w całej gospodarce światowej), na poziomie całych regionów świata (np. najbardziej rozwinięte kraje

¹⁸ Tamże, s. 101.

świata – kryzys 2008, kraje postsocjalistyczne – lata dziewięćdziesiąte XX wieku), w pojedynczych krajach (np. Argentyna 1980 i 2004, Indonezja 1997, Tajlandia, Korea i Malezja – 1997).

III. KONTROWERSJE WOKÓŁ PRZYCZYŃ KRYZYSÓW FINANSOWYCH W TEORII EKONOMII

Część ekonomistów reprezentuje stanowisko, że kryzysy finansowe są wywoływane przez kryzys gospodarczy, rodzą się w cyklu koniunkturalnym (w okresie recesji). „Niekorzystne warunki makroekonomiczne sprzyjają powstawaniu kryzysów finansowych. Kryzysy finansowe wplecione są w cykl koniunkturalny”¹⁹. Inni uważają, że kryzysy finansowe wywołują kryzysy gospodarcze. Istnieje więc wiele teorii ekonomicznych wyjaśniających czynniki sprawcze kryzysów gospodarczych i finansowych. Poniżej zaprezentowano najważniejsze teorie ekonomiczne podejmujące próby wskazania przyczyn kryzysów w podziale na teorie wyjaśniające kryzysy gospodarcze i finansowe.

A. Teorie ekonomiczne kryzysów gospodarczych

1) Teorie egzogeniczne (czynniki zewnętrzne, niezależne od danej gospodarki powodują kryzys):

- a) Teorie meteorologiczne (W. S. Jewons)
- b) Teorie rolnicze (czynniki klimatyczne)
- c) Teorie cyklu politycznego.

2) Teorie endogeniczne (czynniki wewnętrzne – z danej gospodarki powodują kryzys):

- a) Teoria ogólnego przesylenia (nadprodukcja towarów)
- b) Teorie pieniężne – błędy w polityce pieniężnej polegające na naruszeniu ceny kapitału – stopy procentowej i działalność banków (J. S. Mill, A. Marshall, R. Hawtrey, K. Wicksell, F. Hayek)
- c) Teorie popytowe – odrzucają prawo Saya o automatyzmie mechanizmu rynkowego – nadmierne oszczędności, niedostateczna konsumpcja, niedostateczne inwestycje (E. E. Lauderdale, T. R. Malthus, J. A. Hobson, J. M. Keynes, M. Kalecki)
- d) Teorie inwestycyjne – przyczynami kryzysu są wahania popytu inwestycyjnego:

¹⁹ F. A l l e n, *Modelling Financial Instability*, „National Institute Economic Review” 2005, nr 192, s. 58-68.

- pod wpływem postępu technicznego (M. Tuhan-Baranowski, A. Spiethoff, J. A. Schumpeter),
 - przeinwestowania (G. Cassel),
 - zahamowania boomu inwestycyjnego na skutek nasycenia konsumpcji (A. Aftalion),
 - zmniejszenie skłonności do konsumpcji i malejąca przychodowość kapitału (J. M. Keynes),
 - dwoistość inwestycji – jako wydatek (dobrodziejstwo) i wzrost zdolności wytwórczych i w konsekwencji kurczenie się aktywności gospodarczej (M. Kalecki)
- e) Teorie cyklu koniunkturalnego gromadzące czynniki determinujące cykliczność (P. A. Samuelson, A. Hansen, J. Hicks).

B. Teorie ekonomiczne kryzysów finansowych

Teorie te można podzielić na kilka grup związanych z wiodącymi szkołami teoretycznymi w ekonomii.

Podejście keynesowskie

J. M. Keynes nie wypowiadał się zasadniczo w kwestii przyczyn kryzysów finansowych, natomiast zwolennicy poglądów Keynesa przyczyn kryzysów finansowych doszukują się w wahaniach (głównie spadkach) popytu globalnego.

Teorie monetarystyczne

Początkowo monetaryści nie traktowali kryzysów finansowych jak kryzysów koniunkturalnych. Utożsamiali kryzys bankowy z paniką bankową²⁰. Uznana przedstawicielka tego nurtu, Anna Schwartz, w swojej pracy dokonuje podziału kryzysów finansowych na „rzeczywiste” i „pseudofinansowe”²¹. Kryzysy rzeczywiste powodują zmiany bazy monetarnej i podaży pieniądza, a pseudofinansowe to takie, którym takie zmiany nie towarzyszą (wynikają z zachowań panicznych). Przyczyny rzeczywistych kryzysów finansowych pochodzą ze sfery polityki pieniężnej banku centralnego. Bank centralny może i powinien interweniować w warunkach zagrożenia kryzysem.

Zdaniem A. Schwartz wystąpiły tylko dwa systemowe kryzysy finansowe (1866 – Anglia i 1930-33 – USA), kiedy banki centralne nie pospieszyły z pomocą bankom komercyjnym – i to spowodowało kryzys finansowy i ogólnogospodarczy.

²⁰ A. J. S c h w a r t z, M. F r i e d m a n, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press 1963.

²¹ A. J. S c h w a r z, *Real and Pseudo-Financial Crises*, w: *Financial Crises and the World Banking System*, ed. F. Capie, G. E. Woods, New York: St. Martin's Press 1986, s. 11-15.

W późniejszym okresie Bordo i Schwartz we wspólnej pracy oddzielają już kryzys finansowy od paniki bankowej. Jako zapowiedzi kryzysu finansowego wskazują spadek cen różnych dóbr, spadek wartości waluty krajowej, upadłości dużych firm, niewypłacalności z różnych rodzajów zadłużenia. Niestabilnością finansową tego typu zajmuje się rząd z kredytodawcą ostatniej instancji, którzy dostarczają systemowi finansowemu płynności. Mogą również podejmować inne decyzje przywracające korzystne warunki funkcjonowania rynków i działalności gospodarczej. Według A. Schwartz kryzysom można łatwo zapobiegać, rozciągając sieć bezpieczeństwa finansowego nad bankami, głównie w celu zapewnienia im płynności – kiedy tej im brak. Pod warunkiem jednakże, że są wypłacalne²².

Teoria realnego cyklu koniunkturalnego

Teoria ta zakłada, że wahania produkcji i zatrudnienia są wynikiem zmian realnych czynników produkcji w gospodarce przy rynkach dostosowujących się szybko i zawsze pozostających w stanie równowagi. Zwolennicy tego nurtu, w swojej teorii wyjaśniającej przyczyny kryzysów, pomijają czynniki monetarne i ściśle wiążą analizę mikro- i makroekonomiczną, wskazując, że odchylenia od trendu wzrostu gospodarczego są wynikiem szoków zewnętrznych, np. technologicznych. Ceny i płace w ich teorii dostosowują się prawie natychmiast do nowych warunków. Teoria ta mówi, że firmy i obywatele zawsze podejmują optymalne decyzje, dlatego interwencja rządowa może tylko zaszkodzić. Sugestia – nie interweniować w sytuacji kryzysu²³.

Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego – to teoria sformułowana przez ekonomistów szkoły austriackiej, mająca na celu wyjaśnienie przyczyn powstawania, dynamikę oraz skutki cykli koniunkturalnych. Teoria ta postuluje, że cykle koniunkturalne w przeważającej większości tworzone są przez banki centralne. Powodują one sztuczny ruch na rynku dóbr kapitałowych oraz nadmierne inwestycje w fazie ekspansji kredytowej i inflacyjnej emisji pieniądza. Za „nadmierny kredyt” uważają oni generalnie taki kredyt, który przewyższa oszczędności. Stąd też przedstawiciele tej szkoły postulują pieniądź

²² M. D. B o r d o, A. J. S c h w a r t z, *Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress Have Fared With and Without Bailouts*, NBER Working Paper (May) 2000, s. 98. Analogiczne podejście reprezentują autorzy: B. E i c h e n g r e e n, R. P o r t e s, *The anatomy of financial crises*, NBER Working Paper (January) 1987, s. 83.

²³ F. K y d l a n d, E. P r e s c o t t, *Cyclical Movements of the Labor Input and Its Implicit Real Wage*, „Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review” 1993, nr 29, s. 12-23.

oparty na kruszcu (konkretnie na złocie) i likwidację banków centralnych, które to winią oni za kreację nadmiernego kredytu. Podwaliny pod austriacką teorię cyklu koniunkturalnego położył Ludwig von Mises²⁴.

Teorie empiryczne kryzysów – to rozwinięcie monetarystycznej teorii kryzysów. Jej zwolennicy Minsky i Kindleberger uważają, że system finansowy jest kruchy i podatny na wstrząsy (kryzysy)²⁵. „Kryzys finansowy jest wpisany w cykl koniunkturalny. Zaburzenie gospodarcze (zmiany w koniunkturze, zmiany regulacji, wojna, wynalazki etc.) prowadzą do wstrząsów w systemie finansowym – do boomu kredytowego i inwestycyjnego. Pierwotny «wstrząs» powoduje przegrzanie koniunktury oraz spekulacje prowadzące do bąbli spekulacyjnych na rynkach aktywów”²⁶.

Teorie empiryczne opisują rzeczywistość gospodarczą, diagnozują przyczyny konkretnych kryzysów:

– Kindleberger – wymienia 37 kryzysów finansowych od roku 1618 do 1998²⁷,

– Caprio i Klingebiel opisują 116 systemowych kryzysów bankowych po 1970 r.²⁸,

– Beim i Colomiris wyróżniają 126 kryzysów bankowych w gospodarkach rozwijających się w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych²⁹.

– Kolejna teoria kryzysów finansowych to model asymetrii informacji (prawo asymetrii informacji) – opisany przez Mankiwa (1986) i Mishkina (1991). Z ich punktu widzenia: asymetria informacji (ang. *asymmetric information*), a następnie hazard moralny (ang. *moral hazard*) i wybór losowy lub negatywna selekcja (ang. *adverse selection*) mogą prowadzić do załamania w kanałach informacyjnych w działalności instytucji finansowych (ekspansji lub załamania ekspansji kredytowania)³⁰.

²⁴ L u d w i g v o n M i s e s, *The Theory of Money and Credit*, New Haven: Yale University Press 1953; pierwsze niemieckie wydanie *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel* (pol. *Teoria pieniądza i kredytu*), 1912.

²⁵ H. P. M i n s k y, *Financial Stability Revisited: The Economics of Disaster*, w: *Reappraisal of the Federal Reserve Discount System*, the Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C. 1972, s. 95-136.

²⁶ C. P. K i n d l e b e r g e r, *Manias, Panics and Crashes*, London: Mac Millan 1978.

²⁷ K i n d l e b e r g e r, *Szaleństwo, panika, krach*.

²⁸ G. C a p r i o, D. K l i n g e b i e l, *Episodes of systemic and borderline financial crises*, World Bank, Washington 2003.

²⁹ D. B e i m, C. C o l o m i r i s, *Emerging Financial Markets*, New York: McGraw Hill 2001.

³⁰ N. G. M a n k i w, *The Allocation of Credit and Financial Collapse*, „The Quarterly

– Teorie psychologiczne (behavioralne) kryzysów finansowych to kontynuacja teorii asymetrii informacji. Teorie te akcentują rolę zachowań inwestorów jako przyczyny kryzysów finansowych. Zachowania uczestników rynku finansowego cechują – efekt zarażenia (ang. *contagion*), „pokusa nadużycia” (ang. *moral hazard*), „selekcja negatywna” (ang. *adverse selection*), „efekt domina”, „samospełniające się przepowiednie”, „instynkt stadny”, „owczy pęd inwestorów” (ang. *herding*), „efekt naśladownictwa”, zjawisko „runu na banki”³¹.

– Teoria „zarażenia kryzysem” pojawiła się w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku, kiedy to zjawisko jednoczesnego występowania kryzysów w różnych częściach świata wyjaśniano przyczynami pozagospodarczymi, tzw. efektem zarażenia (ang. *contagion*). Kanały transmisji problemów systemów finansowych na skutek „zarażenia” to³²:

- za pośrednictwem powiązań handlowych (niewypłacalność kontrahentów z różnych krajów),
- za pośrednictwem wzajemnych powiązań między bankami i instytucjami finansowymi (poprzez systemy płatnicze czy rynek międzybankowy (tzw. rozlewanie się kryzysu, ang. *spillover effect*),

Journal of Economics” 1986, vol. 101(3), s. 455-470; M i s h k i n, *Asymmetric Information and Financial Crises*, s. 42.

³¹ J. B r y a n t, *A model of reserves, bank runs and deposit insurance*, „Journal of Banking and Finance” 43(1980), s. 749-761; D. W. D i a m o n d, P. D y b v i g, *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*, „Journal of Political Economy” 1983, nr 91, s. 401-419; J. K. G a l b r a i t h, *A short story of Financial Euphoria. Financial genius is before the fall*, Chicago: Whittle Direct Books 1990; R. C h a n g, A. V e l a s c o, *A Model of Financial Crises in Emerging Markets*, „The Quarterly Journal of Economics” 2001, nr 2, s. 489-517; D. W. D i a m o n d, P. H. D y b v i g, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, „Quarterly Review” 2000, nr 1, s. 14-23.

³² F. L. S e l l, *Contagion in Financial Markets*, Cheltenham 2001; M. S b r a c i a, A. Z a g h i n i, *Crises and contagion: The role of the banking system*, BIS Papers (March) 2001, nr 1, s. 241-260; C. G o o d h a r t, *Some New Directions for Financial Stability?* Per Jacobsson Lecture, BIS Paper 2004; J. F. C o c c o, F. J. G o m e s, N. C. M a r t i n s, *Lending Relationships in the Interbank Market*, London Business School, Working Paper 2003; H. E l s i n g e r, A. L e h a r, M. S u m m e r, *Risk Assessment of Banking Systems*, mimeo, Oesterreichische Nationalbank, Working Paper 2002; C. F u r f i n e, *Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion*, BIS Working Papers (June) 1999; C. U p p e r, A. W o r m s, *Estimating Bilateral Exposures in the German Interbank Market: Is there a Danger of Contagion?*, BIS Papers (March) 2001, nr 1; S. W e l l s, *UK Interbank Exposures: Systemic Risk Implications*, „Financial Stability Review”, Bank of England, 2000, nr 13; R. C i f u e n t e s, G. F e r r u c c i, H. S. S h i n, *Liquidity Risk and Contagion*, Bank of England, Working Paper, Princeton: Princeton University 2004.

- za pośrednictwem rynków finansowych – dużą rolę odgrywają powiązania rynków i zachowania inwestorów prowadzące do „efektu domina”.

Mikroekonomiczne przyczyny kryzysów

Przyczyną kryzysów może być także nieefektywność szczebla mikroekonomicznego (instytucji czy segmentu rynku) przy dobrych podstawach makroekonomicznych gospodarki. Zagrożenie kryzysami finansowymi może pochodzić zarówno od podmiotów sektora finansowego, jak i sektora realnego na skutek złego zarządzania, nadmiernego zadłużenia i złej polityki inwestycyjnej.

Szczególnie duży wpływ na zagrożenie kryzysami finansowymi powstaje ze strony dużych korporacji oraz instytucji ważnych dla danego segmentu systemu finansowego, np. banki systemowo ważne (dominujących w systemie bankowym), banki globalne (ang. *cross border banks*), instytucje finansowe czy instrumenty znajdujące się poza nadzorem finansowym. Źródłem zagrożenia kryzysem może być segment rynku finansowego (np. rynek walutowy, rynek instrumentów pochodnych). Pojawiły się odrębne nurty badań przyczyn kryzysów bankowych i walutowych. J. Tirole (prezes banku centralnego Unii Gospodarczej i Walutowej) dzieli przyczyny kryzysów na fundamentalne i „paniczne”³³. Jego zdaniem występuje ogromne zróżnicowanie postrzegania fundamentalnych przyczyn kryzysów finansowych. Według Tirole fundamentalne przyczyny kryzysów finansowych to słabości gospodarki (wahania koniunktury) i słabości systemu finansowego. Z kolei według noblisty Krugmana przyczyny fundamentalne to wewnętrzne sprzeczności polityki gospodarczej³⁴.

Fundamentalne przyczyny kryzysów w latach dziewięćdziesiątych to konkurencja ze strony eksportu z Chin i długotrwała recesja w Japonii³⁵.

Za fundamentalną przyczynę kryzysów finansowych F. Mishkin uważa słabości rynku finansowego „moral hazard”, a także „adverse selection” i „asymmetric information”³⁶.

³³ J. T i r o l e, *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press 2000; A l l e n, *Banking*, s. 3.

³⁴ P. K r u g m a n, *A model of balance-of-payment crisis*, „Journal of Money Credit and Banking” 1979, nr 11, s. 311-325.

³⁵ G. C o r s e t t i, P. P e s e n t i, N. R o u b i n i, *Paper tigers? A model of Asian crisis*, „European Economic Review” 43(1999), s. 1211-1236; C. B u r n s i d e, M. E i c h e n b a u m, S. R e b e l l o, *Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes*, „European Economic Review” 45(2001), s. 1151-1194.

³⁶ M i s h k i n, *Asymmetric Information and Financial Crises*, s. 42.

Z przedstawionych wyżej teorii wyjaśniających przyczyny kryzysów gospodarczych i finansowych wyłania się wiele trudności i problemów jednoznacznej i syntetycznej diagnozy wokół przyczyn kryzysów finansowych. Identyfikując przyczyny kryzysów finansowych, każda z teorii ekonomii znajdzie wygodne dla siebie wytłumaczenie przyczyn kryzysu:

- zwolennicy myśli keynesowskiej (przeciwnicy ekonomii liberalnej i neoliberalizmu) wyjaśniają go niedoskonałościami rynku i obwieszczą koniec kapitalizmu;

- zwolennicy głównego nurtu wyjaśniają kryzysy ingerencją w siły rynku ze strony instytucji państwa oraz oparciem polityki gospodarczej na teorii keynesowskiej (tani pieniądz i ekspansja kredytowa tolerowana motywem dążenia do wzrostu globalnego popytu jako czynnika wzrostu gospodarczego);

- zwolennicy realnego cyklu koniunkturalnego – wyjaśniają go aktywną rolą banków centralnych;

- przedstawiciele szkoły austriackiej winą obarczą banki centralne i zachęcą do likwidacji tych instytucji;

- monetaryści wytłumaczą go błędami polityki pieniężnej;

- ekonomiści z pogranicza keynesizmu oraz neoliberalizmu wyjaśniają go błędami w koordynacji polityki gospodarczej.

Pojawia się wobec tego pytanie: Czy teoria ekonomii może skutecznie zdiagnozować przyczyny i przewidzieć kryzys finansowy? Analiza teorii ekonomii i dotychczasowej praktyki (obserwacji kryzysów) pozwala na sformułowanie odpowiedzi, że niestety nie. Nie wypracowano – jak dotychczas – mechanizmu zabezpieczającego przed kryzysami, o czym przekonują się gospodarki kolejnych krajów doświadczających kryzysów finansowych i gospodarczych. Poszukiwania przyczyn są swoistym „szukaniem świętego Graala” czy „wiatru w polu”. Podobno, a nawet na pewno one istnieją, ale ich dokładne zlokalizowanie jest prawie niemożliwe. Wiadomo, że kryzysy zagrażają rozwojowi gospodarek, potrafimy identyfikować ich przyczyny, ale gdy kryzys naprawdę nadchodzi, nie potrafimy się mu skutecznie przeciwstawić, aby zapobiec jego negatywnym konsekwencjom. Taką tezę potwierdzają wypowiedzi wybitnych ekonomistów tuż przed światowymi kryzysami.

Genialny ekonomista John Maynard Keynes twierdził jeszcze w 1927 r. (2 lata przed wybuchem światowego kryzysu gospodarczego): „Za naszego czasu nie dojdzie do gospodarczego krachu”.

„Może dojść do pewnego spadku na giełdzie, ale w żadnym wypadku nie grozi nam katastrofa” – uważał we wrześniu 1929 r. Irving Fisher (jeden z najwybitniejszych ekonomistów XX wieku).

„To, co się dzieje w gospodarce, to przegrzanie rynku, ale nie katastrofa”, jeszcze w połowie 2007 r. uważał noblista z ekonomii Paul Krugman.

„Nie będzie żadnej przerwy w nieustannej prosperity” – twierdził w styczniu 2008 r. Myron Forbes, prezes Motor Car Co.

Do pomyłek w kwestii diagnozy przyczyn kryzysu przyznało się wielu wybitnych uczonych (także nobliści z ekonomii):

– Keynes twierdził: „wplątaliśmy się w kolosalny zamęt przez to, że zabrałiśmy się nieudolnie do kontrolowania delikatnej maszyny, której funkcjonowania nie rozumiemy”³⁷.

– P. Krugman za przyczynę kryzysów najpierw uważał politykę pieniężną, potem wycofał się z tego stanowiska. Obecnie Krugman twierdzi, że kryzys finansowy 2007-2008 to kryzys wiary w zasady funkcjonowania rynku finansowego, że pieniądze powierzone temu rynkowi są bezpieczne³⁸.

– Twórcy funduszu inwestycyjnego (hedgingowego) LTCM – nobliści R. Merton, M. Scholes i J. Meriwether ze wstydem i klęską finansową odchodzili po miliardowych stratach tego funduszu w latach 1997-1998.

Z czego wynika więc nieustanna podatność gospodarki na kryzysy finansowe? Nieuchronność zagrożenia kryzysami wynika z: cykliczności rozwoju gospodarczego; szybkiego rozwoju i specyfiki działania rynków finansowych, które są areną ciągłej walki o zyski i podejmują wysokie ryzyko; naturalnej struktury bilansów banków i ich wrażliwości na ryzyko oraz zagrożenie „odpływu depozytów”; „pokusy nadużycia” środków publicznych, które są uruchamiane, gdy dobra publiczne (tutaj stabilność finansowa) są zagrożone; występowania wielu czynników destabilizujących system finansowy na świecie.

Problemy diagnozy przyczyn kryzysów finansowych, a jednocześnie ich rozległe negatywne konsekwencje społeczno-gospodarcze powodują, że konieczne jest minimalizowanie ich skutków poprzez budowanie systemu bezpieczeństwa finansowego, tzw. sieci bezpieczeństwa.

Sieć bezpieczeństwa finansowego (ang. *safety net*) to: zespół rozwiązań instytucjonalnych i regulacji mających na celu ochronę systemu finansowego przed destabilizacją (tworzenie warunków dla stabilności finansowej). Sieć bezpieczeństwa finansowego może być ujmowana w wąskim i szerokim znaczeniu. Sieć bezpieczeństwa w szerokim rozumieniu obejmuje: całokształt instytucji i regulacje prawne oraz kodeksy dobrych praktyk rynku finansowego chroniących gospodarkę i społeczeństwo przed skutkami utraty płynności

³⁷ J. M. Keynes, *The Great of Slump of 1930*, London 1930.

³⁸ P. Krugman, *A Crisis of Faith, Commentary*, „New York Times” 15.02.2008.

ci i niewypłacalności instytucji finansowych. W węższym ujęciu ogranicza się do instytucji tworzących sieć bezpieczeństwa systemu bankowego. Sieć bezpieczeństwa w wąskim ujęciu obejmuje bank centralny, nadzór bankowy, systemy gwarantowania depozytów (obowiązkowe i dobrowolne). W szerokim ujęciu, oprócz wspomnianych instytucji, obejmuje: parlament i rząd, systemy płatnicze i rozliczeniowe, niezależnych analityków i audytorów (wewnętrznych i zewnętrznych), nadzór nad rynkiem finansowym oraz nadzór właścicielski, instytucje zwiększające przejrzystość rynku finansowego, systemy ochrony inwestorów i kredytobiorców³⁹.

Ochrona stabilności przez sieć bezpieczeństwa (ang. *safety net*) powinna odbywać się na poziomie globalnym (ogólnoświatowym), krajowym, systemu finansowego jako całości, poszczególnych segmentów rynku.

Podstawowe elementy sieci bezpieczeństwa systemu finansowego to:

- bank centralny (*analiza sytuacji makroekonomicznej i systemu finansowego pod kątem zagrożenia kryzysem; wspomaganie płynności banków i rynku pieniężnego*);
- nadzór bankowy (nadzór nad rynkiem finansowym);
- system gwarancji depozytów (*ochrona depozytów bankowych w przypadku upadłości banków*).

Można znaleźć wiele argumentów uzasadniających występowanie sieci bezpieczeństwa systemu finansowego. Każdy kolejny kryzys utwierdza w przekonaniu – nawet sceptyków, że sieć bezpieczeństwa finansowego ogranicza skalę i skutki kryzysów finansowych i pozytywnie oddziałuje na stabilność finansową. Faktem jest jednak, że rozwój rynków finansowych (instytucji, instrumentów, regulacji i zasad funkcjonowania) wyprzedza rozwój sieci bezpieczeństwa. Prawdziwa zatem jest teza, że sieć bezpieczeństwa finansowego może być automatycznym stabilizatorem stabilności finansowej, pod warunkiem, że jej kształt i zasady działania będą nadążały za rozwojem rynku finansowego.

³⁹ Szerzej na temat sieci bezpieczeństwa finansowego piszą m.in.: K i e d r o w s k a, M a r s z a ł e k, *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*; J. S z a m b e l a n i c z y k, *Instytucjonalna sieć bezpieczeństwa a stabilność systemu bankowego*, w: *Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*, t. II: *Bankowość. Materiały konferencyjne, 14-17 września 2000 r.*, Poznań: AE 2000; W. S z p r i n g e r, *Bezpieczeństwo systemu bankowego. Konkurencja czy współpraca?*, Warszawa: Twigger 2001; G. J. S c h i n a s i, *Safeguarding financial stability: theory and practice*, International Monetary Fund, Washington, D. C., 2005; A. P a w l i k o w s k i, *Zróżnicowanie systemów gwarantowania depozytów. Analiza różnych wariantów rozwiązań*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 10; K. R o g o f f, *International institutions for reducing global financial instability*, NBER Working Paper 1999.

PODSUMOWANIE

Podsumowując, kryzysy finansowe są skutkiem wielu nakładających się i przeplatających się wielokierunkowo zdarzeń, które raz są skutkiem, a raz przyczyną. Każdy kolejny kryzys przynosi nowe przyczyny sprawcze.

Naukowcy przez wiele najbliższych lat będą analizować i spierać się o przyczyny kryzysu finansowego w latach 2007-2009, który doprowadził do załamania wzrostu gospodarczego większości gospodarek na świecie. Tak jak w przeszłości, tak i w przypadku obecnego kryzysu przyczyn sprawczych jest wiele. Wskazuje się m.in. na słabości polityki makroekonomicznej, głównie pieniężnej, nadmierną ingerencję amerykańskiego państwa na rynku kredytów hipotecznych, źle oceniane aktywa finansowe przez agencje ratingowe, rozwój rynków finansowych wyprzedzający rozwój sfery realnej, wysoki poziom komplikacji instrumentów finansowych, wzrost udziału aktywów niepieniężnych w bazie monetarnej i związany z tym wzrost efektu dźwigni finansowej, niedoskonałości sieci bezpieczeństwa finansowego czy chciwość menedżerów rynków finansowych. Przytoczone przyczyny nie wyczerpują katalogu czynników sprawczych obecnego kryzysu, a poziom ich złożoności utrudnia profilaktykę antykryzysową i zarządzanie kryzysem finansowym (gdy do niego dochodzi).

Konkludując, poszukiwanie uniwersalnej przyczyny kryzysów (gospodarczych i finansowych), a szczególnie momentu wystąpienia kryzysu, jest jak „poszukiwanie świętego Graala”. Szansa na odkrycie momentu wystąpienia kryzysów finansowych ciągle jawi się przed nami, ale stan dzisiejszej wiedzy nie pozwala na skuteczne przewidywanie. „Prawdziwa rzadkość w naszym świecie, to rzadkość nie zasobów, ani nawet ich efektywności, lecz rozumu”⁴⁰. Jednego możemy być pewni – kolejny kryzys na pewno będzie.

Pocieszający jest jednak fakt, że kryzysy obok wielu zagrożeń niosą też szanse – na wyzwolenie pozytywnych zmian w funkcjonowaniu systemu gospodarczego, rozpoczęcie nowej epoki w rozwoju gospodarczym, zwiększenie demokratyzacji zarządzania gospodarką, na oczyszczenie rynku (przynajmniej częściowo) z nieefektywnych jednostek, przełamanie pewnych stereotypów (jak np. tego, że można bezkarnie prywatyzować zyski podmiotów finansowych, a ich straty finansować ze środków publicznych, przenosić produkcję do krajów rozwijających się w celu minimalizowania kosztów).

⁴⁰ P. K r u g m a n, *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, Warszawa: PWN 2001.

BIBLIOGRAFIA

- Allen F.: Modelling Financial Instability, „National Institute Economic Review” 2005, nr 192.
- Banking Crises: Cases and Issues, red. V. Sundararajan, T. Baliño, Washington: IMF 1991.
- Beim D., Colomiris C.: Emerging Financial Markets, New York: McGraw Hill 2001.
- Bordo M. D., Schwartz A. J.: Measuring Real Economic Effects of Bailouts: Historical Perspectives on How Countries in Financial Distress Have Fared With and Without Bailouts, NBER Working Paper (May) 2000.
- Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D., Martinez-Peria M. S.: Is crisis problem growing more severe, „Economic Policy” 2001, nr 32.
- Bryant J.: A model of reserves, bank runs and deposit insurance, „Journal of Banking and Finance” 43(1980).
- Burnside C., Eichengreen M., Rebello S.: Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes, „European Economic Review” 45(2001).
- Caprio G., Klingebiel D.: Episodes of systemic and borderline financial crises, World Bank, Washington 2003.
- Chang R., Velasco A.: A Model of Financial Crises in Emerging Markets, „The Quarterly Journal of Economics” 2001, nr 2.
- Cifuentes R., Ferrucci G., Shin H. S.: Liquidity Risk and Contagion, Bank of England, Working Paper, Princeton: Princeton University 2004.
- Cocco J. F., Gomes F. J., Martins N. C.: Lending Relationships in the Interbank Market, London Business School, Working Paper 2003.
- Corrigan E. G.: The Risk of a Financial Crisis, w: The Risk of Economic Crisis, red. M. Feldstein, Chicago: University of Chicago Press 1991.
- Corsetti G., Pesenti P., Roubini N.: Paper tigers? A model of Asian crisis, „European Economic Review” 43(1999).
- Diamond D. W., Dybvig P. H.: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, Federal Reserve Bank of Minneapolis, „Quarterly Review” 2000, nr 1.
- Diamond D. W., Dybvig P.: Bank runs, deposit insurance, and liquidity, „Journal of Political Economy” 1983, nr 91.
- Eichengreen B.: Financial Instability, Berkeley: University of California 2004.
- Eichengreen B., Portes R.: The anatomy of financial crises, NBER Working Paper (January) 1987.
- Elsinger H., Lehar A., Summer M.: Risk Assessment of Banking Systems, mimeo, Oesterreichische Nationalbank Working Paper 2002.
- Furfine C.: Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion, BIS Working Papers (June) 1999.
- Galbraith J. K.: A short story of Financial Euphoria. Financial genius is before the fall, Chicago: Whittle Direct Books 1990.
- Goodhart C.: Some New Directions For Financial Stability? Per Jacobsson Lecture, BIS Paper 2004.
- Hansen A. H.: Business Cycles and National Income, New York 1957.
- Keynes J. M.: The Great Slump of 1930, London 1930.
- Kiedrowska M., Marszałek P.: Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia, cz. II, „Bank i Kredyt” 2002, nr 4.
- Kindleberger C. P.: Manias, Panics and Crashes, London: Mac Millan 1978.

- K i n d l e b e r g e r Ch.: Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych, Warszawa: WIG-Press 1999.
- K r u g m a n P.: A Crisis of Faith, Commentary, „New York Times” 15.02.2008.
- K r u g m a n P.: A model of balance-of-payment crisis, „Journal of Money Credit and Banking” 1979, nr 11.
- K r u g m a n P.: Wracają problemy kryzysu gospodarczego, Warszawa: PWN 2001.
- K y d l a n d F., P r e s c o t t E.: Cyclical Movements of the Labor Input and Its Implicit Real Wage, „Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review” 1993, nr 29.
- L u d w i g v o n M i s e s: The Theory of Money and Credit, New Haven: Yale University Press 1953; pierwsze niemieckie wydanie Theorie des Geldes und der Umlaufmittel (pol. Teoria pieniądza i kredytu), 1912.
- M a n k i w N. G.: The Allocation of Credit and Financial Collapse, „The Quarterly Journal of Economics” 1986, vol. 101(3).
- M a r s h a l l A.: Money, Credit and Commerce, London 1923.
- M i n s k y H. P.: Financial Stability Revisited: The Economics of Disaster, w: Reappraisal of the Federal Reserve Discount System, the Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., 1972.
- M i s h k i n F. S.: Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective, NBER Working Paper 1991.
- M i s h k i n F. S.: Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych, Warszawa: PWN 2002.
- O w s i a k S.: Podstawy nauki finansów, Warszawa: PWE 2002.
- P a w l i k o w s k i A.: Zróżnicowanie systemów gwarantowania depozytów. Analiza różnych wariantów rozwiązań, „Bank i Kredyt” 2004, nr 10.
- P i g o u A.: Industrial Fluctuations, Cambridge 1927.
- Raport o stabilności systemu finansowego, Narodowy Bank Polski 2003.
- R o g o f f K.: International institutions for reducing global financial instability, NBER Working Paper 1999.
- S b r a c i a M., Z a g h i n i A.: Crises and contagion: the role of the banking system, BIS Papers (March) 2001, nr 1.
- S c h i n a s i G. J.: Safeguarding financial stability: theory and practice, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2005.
- S c h w a r t z A., F r i e d m a n M.: A Monetary History of the United States 1867-1960, Princeton: Princeton University Press 1963.
- S c h w a r z A. J.: Real and Pseudo-Financial Crises, w: Financial Crises and the World Banking System, ed. F. Capie, G. E. Woods, New York: St. Martin's Press 1986.
- S e l l F. L.: Contagion in Financial Markets, Cheltenham 2001.
- S ł a w i ń s k i A.: Rynki finansowe, Warszawa: PWE 2002.
- S m i t h A.: Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów, London 1776.
- S t i g l i t z J.: Oszukańcze Kasyno Ameryka, „The New Republic” 2008.
- System finansowy w Polsce, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa: PWN 2008.
- S z a m b e l a ń c z y k J.: Instytucjonalna sieć bezpieczeństwa a stabilność systemu bankowego, w: Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku, t. II: Bankowość. Materiały konferencyjne, 14-17 września 2000 r., Poznań: AE 2000.
- S z p r i n g e r W.: Bezpieczeństwo systemu bankowego. Konkurencja czy współpraca?, Warszawa: Twigger 2001.
- T i r o l e J.: Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System, Princeton: Princeton University Press 2000.

- U p p e r C., W o r m s A.: Estimating Bilateral Exposures in the German Interbank Market: Is there a Danger of Contagion?, BIS Papers (March) 2001, nr 1.
- W e l l s S.: UK Interbank Exposures: Systemic Risk Implications, „Financial Stability Review”, Bank of England, 2002, nr 13.
- Ż u k o w s k a H.: Stabilność i czynniki destabilizujące system bankowy (przykład Rosji po 1990 roku), Lublin: UMCS 2007.

CONTROVERSIES AROUND THE CAUSES OF FINANCIAL CRISES

S u m m a r y

The aim of the discussion contained in the present article is to show the controversies around the causes of financial crises and to propose a mechanism for reducing the premises and effects of a crisis by building a network of financial security.

Translated by Tadeusz Kartowicz

Słowa kluczowe: kryzysy finansowe, rynki finansowe.

Key words: financial crises, financial markets.