

Państwo i rynek – co wynika z obecnego kryzysu?

Małgorzata Karaś

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Metody Ilościowe w Ekonomii i Systemy Informacyjne

studia stacjonarne licencjackie, III rok

1 Wprowadzenie

Kryzys finansowy¹, wywołany pęknięciem bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości w drugiej połowie 2007 roku, jest przez wielu uważany za najpoważniejszy od czasów Wielkiego Kryzysu z przełomu lat 20. i 30. Z tej perspektywy ważne jest przeanalizowanie jego przyczyn i ocena podjętych, w celu zmniejszenia skutków kryzysu, interwencji. Analiza ta powinna pozwolić naszkicować działania, które powinny być podejmowane przez władze państwowe w przyszłości tak, aby ograniczyć częstość występowania kryzysów finansowych i dotkliwość ich skutków dla gospodarki. Rola państwa – instytucji regulujących rynek kapitałowy, ustawodawcy, Skarbu, banku centralnego – jest niezwykle istotna, gdyż to te instytucje tworzą otoczenie, w którym działają podmioty rynku dążące do maksymalizacji swych zysków, a zatem mogą one, przez swe niewłaściwe działania, spowodować bądź wzmocnić kryzys finansowy, a za nim – gospodarczy.

Niniejsze opracowanie jest próbą takiej analizy. Obejmuje następujące części: interakcje między państwem a rynkiem przed wybuchem kryzysu *subprime*, działania podjęte podczas kryzysu, a także wnioski i rekomendacje dla polityki gospodarczej w świetle niedawnych doświadczeń. Praca dotyczy głównie Stanów Zjednoczonych, gdzie analizowany kryzys powstał, jednak w ostatniej części wspomniana jest sytuacja Polski. Ze względu na wymogi formalne, tematyka opracowania została potraktowana w sposób zwięzły. Odniesienia do obszernej – mimo aktualności zagadnienia – literatury zostały ujęte w przypisach i zebrane w bibliografii.

2 Interakcje między państwem a rynkiem przed kryzysem

Nie jest zapewne zaskoczeniem, iż wśród ekonomistów nie ma jednomyślności co do przyczyn kryzysu *subprime*, upatruje się ich najczęściej w słabościach rynku (działaniach

¹ Najprostsza, zaproponowana przez Raymonda Goldsmitha definicja określa kryzys finansowy jako „szybkie i gwałtowne, ultracykliczne pogorszenie się wszystkich lub większości wskaźników finansowych – krótkoterminowych stóp procentowych, cen aktywów (akcje, nieruchomości, ziemia), niewypłacalność przedsiębiorców i upadek instytucji finansowych“ (Goldsmith R.W., *Comment on Hyman P. Minsky's the Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy* w Kindleberger Ch. P., Laffargue J.-P. (1982, red.) *Financial Crises: Theory, History And Policy synopsis*, Cambridge University Press, s. 42.) Kryzys finansowy może przyjąć postać kryzysu bankowego (tak jak analizowany w niniejszej pracy kryzys *subprime*), kryzysu walutowego, kryzysu zadłużenia i kryzysu na rynkach finansowych.

osób fizycznych pragnących kupić dom na kredyt mimo niewielkich zarobków, banków, agencji ratingowych, funduszy emerytalnych i in.) lub rządu (zachęty do nabywania nieruchomości, błędy nadzoru nad instytucjami finansowymi, luźna polityka monetarna). Liczne są także głosy szukające zależności między tymi przyczynami; należy do nich np. opinia Charlesa Calomirisa z Uniwersytetu Columbia, który porządkuje tę kwestię w jednym ze swoich artykułów².

Calomiris dzieli przyczyny obecnego kryzysu finansowego na trzy grupy³:

- niskie stopy procentowe i ich konsekwencje,
- zachęty ze strony rządu i wzrost popytu na kredyty hipoteczne,
- inżynieria finansowa.

Pierwszą nazywa, podobnie jak John Taylor⁴, zdecydowany krytyk polityki Fed z lat 2001-2010, kluczowym czynnikiem powstania wszystkich kryzysów finansowych związanych z rynkiem aktywów i kredytów⁵. W poprzedzających kryzys latach polityka monetarna była luźna:

- podstawowe stopy procentowe ustalane przez Fed (*Fed funds rate*) spadły z 6% (koniec roku 2000) do 1,75% (grudzień 2001) i do zaledwie 1% półtora roku później, podwyżki rozpoczęły się dopiero w połowie 2004 roku⁶,
- realne stopy procentowe były ujemne nieprzerwanie od października 2002 do kwietnia 2005⁷,
- odchylenie od reguły Taylora wyznaczającej poziom stóp procentowych będący właściwą odpowiedzią na obserwowaną inflację i odchylenie PKB od poziomu

² Calomiris Ch.W. (2008), *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*. Artykuł oparty na przemówieniu wygłoszonym na sympozjum pt. "Maintaining Stability in a Changing Financial System" zorganizowanym przez Federal Reserve Bank z Kansas City w Jackson Hole, 21-22.08.

³ Ibidem, s. 6.

⁴ Taylor, jeden z najwybitniejszych współczesnych ekonomistów, napisał "kryzysy (...) były zawsze powodowane przez nadmiar – nadmiar natury czysto pieniężnej, który prowadzi do ożywienia i nieuniknionego załamania." W: Taylor J. B. (2010e), *Zrozumieć kryzys finansowy*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 23.

⁵ Calomiris Ch.W. (2008), op. cit., s. 6.

⁶ Dane statystyczne zaczerpnięto z Systemu Rezerwy Federalnej, <http://www.federalreserve.gov/datadownload/> oraz <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

⁷ Jest to o tyle znamienne, że ujemne rzeczywiste stopy procentowe powinny być zarezerwowane na czas recesji (Za: Zandi M. (2009), *Financial Shock, A 360 Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis*. FT Press, New Jersey. s. 88.), której w tym czasie nie było – PKB USA rosło średnio o 2,95% rok do roku, dane statystyczne zaczerpnięto z z Principal Global Indicators, <http://www.principalglobalindicators.org/>

odzwierciedlającego pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych w gospodarce⁸ było, jak twierdzi jej twórca, najwyższe od czasu targanych kryzysami lat 70. XX wieku⁹.

Niskie stopy procentowe były uzasadniane przez Fed przede wszystkim obawą przed deflacją¹⁰. Tymczasem tani pieniądz, zamiast gwałtownie zwiększyć ogólną inflację, ulokował się na rynku nieruchomości, powodując znaczący wzrost ich cen. Sprzyjały temu działania rządu mające na celu zwiększanie odsetka społeczeństwa posiadającego dom, nasilone w latach 90., po nowelizacji *The Community Reinvestment Act (CRA)*¹¹. Objęły one m. in.¹² możliwość odliczenia oprocentowania kredytów hipotecznych od podatku, co zwiększało popyt na nie już w początkowej fazie boomu; presję na kredytodawców, aby ci udzielali więcej kredytów osobom o średnich i niskich dochodach; wreszcie, co bardzo istotne, działalność tzw. GSE (*government-sponsored enterprises*), przede wszystkim Fannie Mae i Freddie Mac. Ich działalność służyła zwiększaniu dostępności tanich kredytów hipotecznych dla społeczeństwa poprzez ich udzielanie, gwarantowanie, odkupowanie od banków i sekurytyzację lub zakup dużych ilości papierów pochodzących z sekurytyzacji przeprowadzonej przez inne jednostki¹³. Fannie i Freddie były największymi graczami na rynku hipotecznym¹⁴, a rynek wiedział o rządowym wsparciu, którym się cieszyły, stąd ich działania były sygnałem, że wzrosty cen domów będą długotrwałe¹⁵, zaś ich wejście na rynek bardziej ryzykownych pożyczek (*subprime* i Alt-A) okazało się być zachętą dla innych graczy do uczynienia tego samego¹⁶.

Trzecia, wskazana przez Calomirisa grupa czynników, odpowiada za rozprzestrzenienie się strat po globalnym systemie finansowym. W literaturze przedmiotu do grupy tej zalicza się zarówno czynniki rynkowe, jak i zależne od decyzji rządowych. Obejmuje ona m.in.:

⁸ Taylor J. B. (1993), *Discretion versus Policy Rules in Practice*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, no. 39, grudzień 1993. s. 195-214.

⁹ Taylor J. B. (2010c), *The Fed and the Crisis: A Reply to Ben Bernanke*. The Wall Street Journal, 11.01. s. A9.

¹⁰ Bernanke B. (2010), *Monetary Policy and the Housing Bubble*. Przemówienie na dorocznym spotkaniu Amerykańskiego Towarzystwa Ekonomicznego, Atlanta. s. 4.

¹¹ Green R., Wachter S. (2005), *The American Mortgage in Historical and International Context*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 19, No. 4, jesień. s. 93-114.

¹² Calomiris Ch.W. (2008), op. cit., s.12.

¹³ Wallison i Calomiris piszą, że gdyby nie zakup przez Fannie i Freddie dużych porcji transz AAA instrumentów finansowych opartych na kredytach *subprime*, trudno byłoby je w ogóle stworzyć. Za: Wallison P. J., Calomiris Ch. W. (2008), *The Last Trillion-Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac*. Financial Services Outlook, The American Enterprise Institute, wrzesień. s. 8.

¹⁴ Ibidem, s. 4.

¹⁵ Ibidem.

¹⁶ Ibidem, s. 6.

- tworzenie przez banki pozabilansowych spółek celowych które skupowały na rynku wtórnym wierzytelności, a następnie sekurytyzowały je¹⁷ i sprzedawały na rynku kapitałowym, co pozwalało bankom zarabiać na marżach i przenosić ryzyko poza swoje bilanse, a w konsekwencji zwiększać faktyczną dźwignię i krótkoterminowe zyski¹⁸,
- błędy nadzoru właścicielskiego i konflikt interesów w bankach (zbyt duża koncentracja na krótkoterminowych wynikach finansowych przez zarządy),
- powierzenie zbyt dużej władzy agencjom ratingowym, ich błędy w wycenie ryzyka, którymi obarczone są papiery wartościowe, błędy polityki nadzorczej nad agencjami ratingowymi¹⁹.

W konsekwencji tych czynników powstał duży (630 mld USD w 2006 roku²⁰) rynek instrumentów finansowych opartych na kredytach hipotecznych, oferujących wysokie stopy zwrotu i, pozornie, wysokie bezpieczeństwo, co było atrakcyjną ofertą dla jednostek poszukujących wyższych zysków niż zapewniają np. nieobarczone ryzykiem US *Treasury Bonds* (tzw. *search for yield*²¹).

Ostatecznie, tani pieniądz, rozwój rynku hipotecznego i rozproszenie ryzyka pozwoliło na powstanie dużej bańki spekulacyjnej na amerykańskim rynku nieruchomości, której pęknięcie stało się początkiem obecnego kryzysu finansowego.

¹⁷ Sekurytyzacja jest to operacja, podczas której wybrane składniki aktywów emitenta przekształcane są w papiery wartościowe (ang. *securities*) i sprzedawane innym podmiotom. Papiery wartościowe będące wynikiem sekurytyzacji nazywa się ABS (ang. *Asset Backed Securieties*), a jeżeli sekurytyzacji podlegają kredyty hipoteczne – MBS (ang. *Mortgage Backed Securieties*). W ten sposób instytucja sekurytyzująca przekazuje ponoszone przez siebie ryzyko, którym te aktywa (np. wierzytelności) są obarczone, innym jednostkom, jednocześnie zobowiązując się do przekazywania im wpływów z wierzytelności (o ile wpływy te nastąpią). Według założeń, sekurytyzacja powinna pozwolić na lepsze zarządzanie ryzykiem.

¹⁸ Basel I i II wymagały od banków w krajach rozwiniętych utrzymywania rezerw na poziomie 8% aktywów ważonych ryzykiem, czyli zakazywały używania dźwigni większej niż 12. Przemieszczanie dźwigni do bilansów funduszy sekurytyzacyjnych dawało bankom możliwość stosowania de facto nawet 50-krotnej dźwigni. Sławiński A. *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego (2009)*. W: Osiński J., Sztaba S. (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*. Kolegium Społeczno-Ekonomiczne SGH, Warszawa. s. 38.

¹⁹ Działania SEC mające wspierać konkurencję między agencjami ratingowymi, a de facto zachęcające je do wyższej wyceny CDO (zakaz tzw. *notching* – zaniżania ratingów papierów typu MBS – wydanych przez konkurencyjną agencję – przy nadawaniu ratingu CDO bazującym na danych MBS). Szeroko opisuje to Calomiris Ch. W. (2008), op. cit., s. 31-33

²⁰ Thompson A., Callahan E., O'Toole C., Rajendra G. (2007), *Global CDO market: overview and outlook*. Global Securitisation and Structured Finance, Deutsche Bank. s. 8.

²¹ Cecchetti, S., *The Search for Yield*. McGraw-Hill. [online; dostęp 10 czerwca 2010] http://www.mhhe.com/economics/cecchetti/Cecchetti2_Ch04_SearchforYield.pdf

3 Interakcje między państwem a rynkiem podczas kryzysu

Interakcje między państwem a rynkiem są także wyraźnie widoczne po wybuchu kryzysu. Jego oznaką był np. wyraźny wzrost spreadu między Liborem a OIS²² (rys. 1), z poziomu oscylującego wokół 10 punktów bazowych do 100 w ciągu czterech miesięcy. Przyczyną tego wzrostu mógł być, jak argumentuje Andrzej Sławiński, jednoczesny wzrost popytu na płynność (po załamaniu rynku CDO spadła płynność funduszy sekurytyzacyjnych i wzrósł popyt na nią zgłaszany przez ich właścicieli – banki)²³ i spadek jej podaży za sprawą „ryzyka kredytowego” – nagłego spadku wiary w wypłacalność podmiotów rynkowych. John Taylor uznaje za kluczowy czynnik wzrostu spreadu Libor-OIS właśnie brak zaufania²⁴ – w sierpniu 2007 jasne stało się, że kredyty hipoteczne nie są spłacane w wystarczającym stopniu, a wartość opartych na nich papierów wartościowych jest bardzo niska, tymczasem nie było wiadomo, jak wiele toksycznych papierów posiada dany kontrahent²⁵ (i jak wiele ich będzie musiał włączyć do swojego bilansu przejmując aktywa stworzonych przez siebie pozabilansowych jednostek celowych).

Rysunek 1 Spread Libor-OIS (3 msc). Stany Zjednoczone, lata 2006-2010.



Źródło: Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=.LOIS3:IND>

²² Spread Libor-OIS to odchylenie między Liborem (oprocentowaniem trzymiesięcznych niezabezpieczonych pożyczek międzybankowych) a indeksem OIS (oczekiwanym poziomem Fed funds rate obowiązującym w tym samym okresie). Jest to, obok takich wskaźników jak spread Libor-Repo czy Libor-Tibor, dobra miara napięcia na rynku międzybankowym. Za: Taylor J. B. (2010b), *Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, maj/czerwiec. s. 168 oraz Taylor J. B. (2010e), op. cit., s. 83-84, 89-92.

²³ Sławiński A. (2007), *Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne*. Bank i Kredyt, nr 8-9/2007. s. 14-15.

²⁴ Taylor J. B. (2010e), op. cit., s. 81-82.

²⁵ Calomiris Ch. W. (2008), op. cit., s. 37.

Działania Fed mające zwiększać płynność – wydłużenie okna dyskontowego do 90 dni²⁶, uruchomiony na przełomie 2007 i 2008 roku program TAF²⁷, a także zdecydowane obniżki stóp procentowych (Fed funds rate spadły z poziomu 5,25% w sierpniu 2007 do 1% (efektywnie 0,4%) w październiku 2008 i poziomu 0-0,25% w grudniu 2008²⁸; bardziej, niż zalecała reguła Taylora²⁹) początkowo obniżyły spread Libor-OIS, który jednak szybko zaczął ponownie wzrastać³⁰. Obniżki stóp procentowych, zdaniem Taylora, wpłynęły także na gwałtowną deprecjację dolara i wzrost cen ropy naftowej (o 100% w ciągu roku)³¹, co także uderzyło w gospodarkę amerykańską; Ben Bernanke przypisuje ten wzrost cen zwiększonemu popytowi na ropę na rynkach wschodzących³².

Także inne działania rządu amerykańskiego wzbudzają pewne wątpliwości. Wymienić należy przede wszystkim przejściowe zasilenie społeczeństwa amerykańskiego w gotówkę (*fiscal stimulus of 2008*, powtórzony w lutym 2009) mające zwiększyć jego wydatki konsumpcyjne i poderwać gospodarkę do lotu; nieskuteczne, jak wskazuje teoria (hipoteza dochodu permanentnego Friedmana³³, hipoteza cyklu życia Modiglianiego³⁴) i empiria – mimo skokowego wzrostu dochodu dyspozycyjnego ludności, wydatki konsumpcyjne nie odbiegły od trendu³⁵.

Zastanawiająca jest także polityka rządu wobec firm, które posiadały w swych bilansach duże pakiety toksycznych aktywów. Chociaż nie uratowano banku inwestycyjnego Lehman Brothers, interwencje rządu chroniące Bear Sterns, AIG, Fannie Mae i Freddie Mac przed upadkiem miały zwiększać, wg Fed³⁶, stabilność systemu finansowego. Tymczasem to właśnie po ogłoszeniu pakietu pomocowego TARP (*Troubled Asset Relief Program*), a nie po upadku Lehman Brothers, na rynkach finansowych wybuchła panika (widoczna np. jako

²⁶ Bernanke B. (2008), *Federal Reserve policies in the financial crisis*. Przemówienie w Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, grudzień. s. 2.

²⁷ *Term Auction Facility*, mający zasilać więcej podmiotów w fundusze terminowe przy akceptacji szerszych form zastawów, niż ma to miejsce podczas operacji otwartego rynku, i w ten sposób dostarczać płynność do szerszego grona odbiorców. Taylor J. B. (2010e), op. cit., s. 93-94.

²⁸ Dane Systemu Rezerwy Federalnej, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

²⁹ Taylor J.B. (2010e), op. cit., s. 50.

³⁰ Wzrosty te Ben Bernanke przypisuje “zaostrzeniu zawirowań na rynkach finansowych”, nie zaś nieskuteczności podjętych działań wskutek błędnej identyfikacji problemu (ryzyko kredytowe a nie popyt na płynność), co wskazuje John Taylor. Bernanke B. (2008), op. cit., s. 1.

³¹ Taylor J.B. (2010e), op. cit., s. 50-51.

³² Bernanke B. (2008), op. cit., s. 1.

³³ Friedman M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.

³⁴ Ando A., Modigliani F. (1957), *Tests of the Life Cycle Hypothesis of Saving: Comments and Suggestions*. Oxford Institute of Statistics Bulletin, vol. xix (maj), s. 99-124

³⁵ Taylor J. B. (2010b), op. cit., s.169, 173.

³⁶ Bernanke B. (2008), op. cit., s. 2.

skokowy wzrost spreadu Libor-OIS na rys. 1). Ekonomiści tłumaczą to niedostateczną transparentnością TARP i nieznanym rozmiarem strat w systemie finansowym, których się obawiano³⁷.

O ile działania rządu podczas paniki uznaje się za właściwe i sprzyjające odbudowaniu zaufania na rynkach finansowych³⁸ (wsparcie dla funduszy inwestycyjnych, gwarancje bankowe, wyjaśnienie celowości wprowadzenia TARP jako mającego zwiększać płynność), niektórzy krytykują działania podjęte po wybuchu paniki, przede wszystkim ogromny program odkupu papierów typu MBS gwarantowanych przez Fannie Mae i Freddie Mac (1,25 biliona USD), który miał za zadanie obniżyć oprocentowanie kredytów hipotecznych. Stopy te rzeczywiście spadły po wprowadzeniu programu, jednak, jak argumentują Taylor i Stroebel, spadki te były spowodowane raczej zmianami ryzyka wcześniejszej spłaty i ryzyka niespłacenia kredytu, aniżeli programem Fed³⁹.

4 Rekomendacje i wnioski

Działania podjęte przez rząd amerykański można różnie oceniać. Z jednej strony, choć jeszcze jest za wcześnie na dokonanie pełnej oceny podjętych działań, wiele wskazuje na to, że wskutek wspomnianych interwencji zwiększyła się stabilność makroekonomiczna Stanów Zjednoczonych i wzrosło zaufanie do instytucji finansowych, mających rządowe wsparcie, co zauważa m.in. Ben Bernanke⁴⁰. Z drugiej strony jednak, zaangażowanie banku centralnego w politykę fiskalną (jak – nieudane – pobudzanie konsumpcji) czy wspieranie konkretnego sektora gospodarki (finansowego) wzbudza wątpliwości co do jego niezależności. Co podkreśla John Taylor⁴¹, trudności następcza także opracowanie strategii wyjścia z polityki prowadzonej podczas kryzysu, np. usunięcie MBSów z bilansu banku centralnego spowoduje trudne do oszacowania *ex ante* wzrosty oprocentowania kredytów hipotecznych.

Duże wątpliwości budzą także, co bardzo istotne, długofalowe konsekwencje poczynionych interwencji w gospodarce, jak wzrost długu publicznego, nadmuchanie bilansu

³⁷ Taylor J.B. (2010e), op. cit., s. 57.

³⁸ Taylor J. B. (2010b), op. cit., s. 172.

³⁹ Stroebel J., Taylor J. B., *Estimated Impact of the Fed's Mortgage-Backed Securities Purchase Program*. Stanford University working paper, grudzień 2009. s. 24-26.

⁴⁰ Bernanke B. (2008), op. cit., s. 1, 3.

⁴¹ Taylor J. B. (2010a), *An Exit Rule for Monetary Policy*. Working paper, luty.. s. 5-6.

banku centralnego, ekspansja fiskalna długoterminowo szkodząca prywatnej konsumpcji i inwestycjom, czy zwiększona koncentracja w sektorze finansowym, umacniająca podejście *too big to fail* zamiast usuwać je z życia gospodarczego⁴².

Ze względu na ryzyko podjęcia krótkowzrocznych interwencji, gdy pojawia się kryzys, potrzebna jest polityka gospodarcza ograniczająca częstość występowania kryzysów i dotkliwość ich skutków. Jak wskazuje Balcerowicz⁴³, oznacza to eliminację elementów polityki, które sprzyjają kryzysom. Jest to na przykład procykliczna polityka fiskalna i monetarna (John Taylor sugeruje powrót do stóp procentowych bliskich zaleceniom jego reguły, które sprawdziły się podczas Wielkiego Umiarkowania oraz skupienie się banku centralnego na stabilności makroekonomicznej i przeciwdziałaniu inflacji⁴⁴). Nowym bańkom spekulacyjnym sprzyjają także zachęty do dłużnego finansowania aktywów, w tym hipotek, ubezpieczenie depozytów, opieranie wyceny na ratingach. Balcerowicz wskazuje również na potrzebę zreformowania nadzoru właścicielskiego (*corporate governance*) tak, aby wzrosła pozycja udziałowców względem menedżerów i wprowadzenie właściwych regulacji prawnych⁴⁵.

Na koniec kilka uwag odnośnie sytuacji Polski podczas bieżącego kryzysu finansowego. Bańki spekulacyjne na rynkach nieruchomości pojawiły się w wielu krajach Starego Kontynentu, a wyraźny wzrost cen domów – także w Polsce. Jednak początkiem kryzysu stało się pęknięcie bańki na rynku amerykańskim, kryzys w Polsce miał zatem wtórny charakter.

W przeciwieństwie do pozostałych państw Unii Europejskiej, Polsce udało się uniknąć recesji (rys. 2.) Swój dobry wynik Polska zawdzięcza utrzymywaniu niskiej inflacji i niskiemu zadłużeniu w stosunku do PKB, niskiej stopie pożyczek w zagranicznych walutach, wysokim poziomie rezerw. Nie bez znaczenia jest także niedawna obniżka podatku dochodowego od osób fizycznych i powstrzymanie się od pobudzania gospodarki nadmiernymi wydatkami rządowymi. Istotnym czynnikiem był też płynny kurs złotego, który

⁴² Balcerowicz L., *How to reduce the risk of serious financial crises?* Przemówienie podczas Munich Economic Summit, kwiecień 2010, s. 6-7.

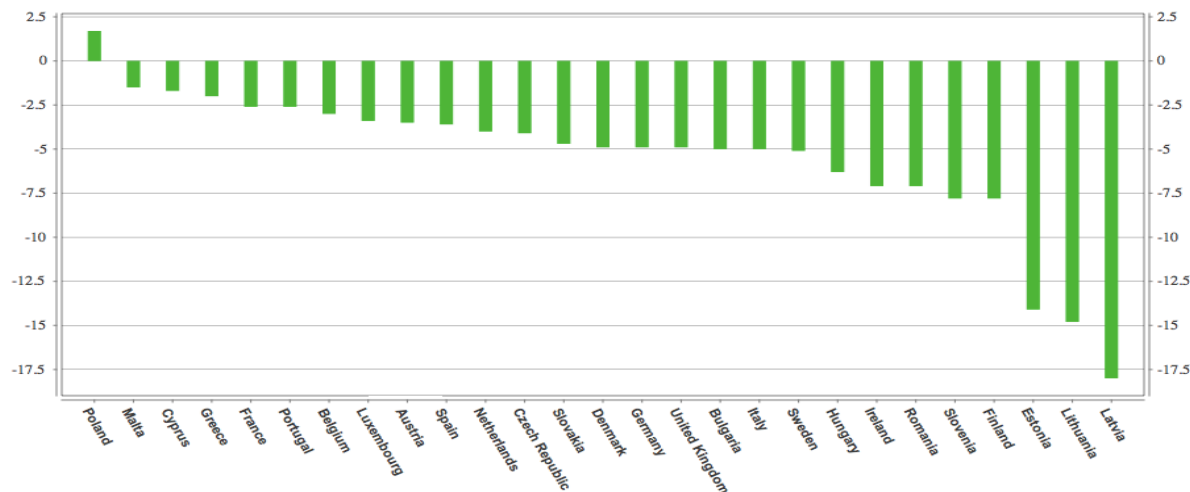
⁴³ Ibidem, s. 1.

⁴⁴ Taylor J. B. (2010b), op. cit., s. 175.

⁴⁵ Balcerowicz L., op. cit., s. 6-7.

obniżył się wraz z wycofywaniem się inwestorów zagranicznych z Europy Środkowo-Wschodniej, sprzyjając eksportowi⁴⁶.

Rysunek 2 Wzrost realnego PKB w roku 2009 względem 2008, Unia Europejska.



Źródło: Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/main_tables

Bibliografia

1. Ando A., Modigliani F. (1957), *Tests of the Life Cycle Hypothesis of Saving: Comments and Suggestions*. Oxford Institute of Statistics Bulletin, vol. xix (maj), s. 99-124.
2. Balcerowicz L. (2010), *How to reduce the risk of serious financial crises?* Przemówienie podczas Munich Economic Summit, kwiecień.
3. Bernanke B. (2008), *Federal Reserve policies in the financial crisis*. Przemówienie w Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, grudzień.
4. Bernanke B. (2010), *Monetary Policy and the Housing Bubble*. Przemówienie na dorocznym spotkaniu Amerykańskiego Towarzystwa Ekonomicznego, Atlanta.
5. Calomiris Ch.W. (2008), *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next*. Artykuł oparty na przemówieniu wygłoszonym na sympozjum pt. "Maintaining Stability in a Changing Financial System" zorganizowanym przez Federal Reserve Bank z Kansas City w Jackson Hole, 21-22.08.
6. Cecchetti, S., *The Search for Yield*. McGraw-Hill. [online; dostęp 10 czerwca 2010] http://www.mhhe.com/economics/cecchetti/Cecchetti2_Ch04_SearchforYield.pdf
7. Friedman M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.

⁴⁶ Taylor J. B. (2010d), *Why Was Poland the Only EU Country to Avoid Recession?* [online; dostęp 27 czerwca 2010] <http://wallstreetpit.com/32924-why-was-poland-the-only-eu-country-to-avoid-recession>

8. Green R., Wachter S. (2005), *The American Mortgage in Historical and International Context*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 19, No. 4, jesień. s. 93-114.
9. Kindleberger Ch. P., Laffargue J.-P. (1982, red.) *Financial Crises: Theory, History And Policy synopsis*, Cambridge University Press.
10. Sławiński A. (2007), *Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne*. Bank i Kredyt, nr 8-9/2007.
11. Sławiński A. (2009), *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*. Osiński J., Sztaba S. (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*. Kolegium Społeczno-Ekonomiczne SGH, Warszawa 2009.
12. Stroebel J., Taylor J. B. (2009), *Estimated Impact of the Fed's Mortgage-Backed Securities Purchase Program*. Stanford University working paper, grudzień.
13. Taylor J. B. (1993), *Discretion versus Policy Rules in Practice*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, no. 39, grudzień. s. 195-214.
14. Taylor J. B. (2010a), *An Exit Rule for Monetary Policy*. Working paper, luty.
15. Taylor J. B. (2010b), *Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, maj/czerwiec.
16. Taylor J. B. (2010c), *The Fed and the Crisis: A Reply to Ben Bernanke*. The Wall Street Journal, 11.01. s. A9.
17. Taylor J. B. (2010d), *Why Was Poland the Only EU Country to Avoid Recession?* [online; dostęp 27 czerwca 2010] <http://wallstreetpit.com/32924-why-was-poland-the-only-eu-country-to-avoid-recession>
18. Taylor J. B. (2010e), *Zrozumieć kryzys finansowy*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
19. Thompson A., Callahan E., O'Toole C., Rajendra G. (2007), *Global CDO market: overview and outlook*. Global Securitisation and Structured Finance, Deutsche Bank.
20. Wallison P. J., Calomiris Ch. W. (2008), *The Last Trillion-Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac*. Financial Services Outlook, The American Enterprise Institute, wrzesień.
21. Zandi M. (2009), *Financial Shock, A 360 Look at the Subprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis*. FT Press, New Jersey.

Dane statystyczne zaczerpnięto z:

- Agencji Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=.LOIS3:IND>
- Eurostatu, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/main_tables
- Principal Global Indicators, <http://www.principalglobalindicators.org/>
- Systemu Rezerwy Federalnej, <http://www.federalreserve.gov/datadownload/> oraz <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>