Anatomia kryzysów finansowych: euforia, wiarygodność i skutki

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi pogłębioną analizę cykli finansowych, dekonstruując mechanizm powstawania baniek spekulacyjnych. Autor, odwołując się do koncepcji Lindy Yueh, wskazuje na euforię jako moment, w którym racjonalność ustępuje miejsca bezkrytycznej ekstrapolacji trendów wzrostowych. Kluczowym elementem stabilizacji okazuje się faza wiarygodności, w której działania banków centralnych i instytucji państwowych determinują głębokość nadchodzącej recesji. Tekst szczegółowo omawia proces delewarowania oraz negatywne skutki nadmiernej dźwigni finansowej i sekurytyzacji. Czytelnik dowie się, jak system bankowości cienia oraz zjawisko pokusy nadużycia wpływają na globalną płynność i stabilność rynków. Analiza kończy się refleksją nad instrumentami makroostrożnościowymi i długofalowymi konsekwencjami stagnacji gospodarczej, oferując kompleksowe spojrzenie na pętlę zagłady łączącą sektor finansowy z realną gospodarką.

This article provides an in-depth analysis of financial cycles, deconstructing the mechanism of speculative bubble formation. Drawing on Linda Yueh's concepts, the author identifies euphoria as a moment when rationality gives way to uncritical extrapolation of growth trends. A key element of stabilization is the credibility phase, in which the actions of central banks and state institutions determine the depth of the coming recession. The text discusses in detail the deleveraging process and the negative effects of excessive financial leverage and securitization. The reader will learn how the shadow banking system and moral hazard impact global market liquidity and stability. The analysis concludes with a reflection on macroprudential instruments and the long-term consequences of economic stagnation, offering a comprehensive perspective on the doomsday loop connecting the financial sector with the real economy.

Artykuł analizuje zjawisko cyklicznych kryzysów finansowych, opierając się na modelu Lindy Yueh, który wyróżnia fazy euforii, wiarygodności i następstw. Euforia, rozumiana

jako irracjonalne przekonanie o trwałym wzroście i oderwanie cen aktywów od realnej produktywności, prowadzi do nadmiernego zadłużenia i spekulacji. Faza wiarygodności to moment interwencji państwa, mającej na celu stabilizację systemu finansowego. Kluczowa jest tu wiarygodność instytucji publicznych, oparta na spójności norm prawnych, zasobach materialnych i przewidywalności decyzji. Następstwa to okres delewarowania i refleksji, w którym gospodarka uczy się na błędach lub je wypiera. Autor analizuje różne typy kryzysów – od Wielkiego Kryzysu po kryzys strefy euro – i zestawia je z doświadczeniami Izraela, Francji i Polski, wskazując na rolę specyficznych konfiguracji instytucjonalnych i kulturowych w kształtowaniu reakcji na kryzysy i ich skutków. Tezą artykułu jest, że choć szybka i wiarygodna reakcja państwa jest kluczowa w krótkim okresie, to długoterminowa stabilność wymaga fundamentalnej reformy struktury finansowej i wzmocnienia legitymizacji demokratycznej.

SŁOWA KLUCZOWE

euforia finansowa | faza wiarygodności | delewarowanie | bańka spekulacyjna | sekurytyzacja | dźwignia finansowa | pokusa nadużycia | system bankowości cienia | pętla zagłady | cykl koniunkturalny | instrumenty makroostrożnościowe | bail-in | luzowanie ilościowe | płynność globalna | stagnacja gospodarcza

Linda Yueh: euforia jako ślepota na ryzyko

Euforia w analizie Yueh nie jest prostym zaprzeczeniem racjonalności, lecz jej osobliwym wypaczeniem, zrodzonym z jednostronności. Przyszłość przestaje być traktowana jako przestrzeń niepewności, w której mogą zaistnieć stany świata spoza dotychczasowego doświadczenia, a staje się jedynie ciągłą ekstrapolacją teraźniejszości. Właśnie dlatego pojęciowe jądro fazy euforycznej można rozłożyć na trzy fundamentalne elementy, które współtworzą jej logikę.

Po pierwsze, następuje całkowite rozdzielenie ruchu cen od realnych strumieni dochodów i produktywności. W latach dwudziestych XX wieku indeks Dow Jones rośnie kilkakrotnie przy zaledwie umiarkowanym wzroście produkcji, co skłania Irvinga Fishera do ogłoszenia, że ceny akcji osiągnęły „trwale wysoki płaskowyż”, rzekomo odporny na historyczną zmienność. Ten słynny osąd nie był wyłącznie pomyłką wybitnej jednostki, lecz paradygmatycznym wyrazem wiary epoki, że

innowacje technologiczne – elektryfikacja, masowa motoryzacja, radio – ostatecznie unieważniają dotychczasowe ograniczenia cyklu koniunkturalnego.

Po drugie, uruchamia się potężny efekt podążania za tłumem, który z perspektywy teorii decyzji stanowi degradację indywidualnej oceny ryzyka na rzecz społecznego dowodu słuszności. Inwestorzy nie kupują aktywów, ponieważ rozumieją ich wartość, lecz dlatego, że obserwują narastający popyt generowany przez innych. W bańce internetowej walutą stają się użytkownicy i kliknięcia, a nie przepływy pieniężne, zaś w bańce mieszkaniowej w Stanach Zjednoczonych fundamentem jest przekonanie, że ceny domów w skali całego kraju po prostu nigdy nie spadną.

Po trzecie, dług przestaje pełnić swoją tradycyjną funkcję ograniczenia. Kredyt, który w świecie pozbawionym euforii jest obietnicą przyszłej rezygnacji z części dochodu, zostaje przekształcony w narzędzie do potęgowania zysków, które wydają się pewne. W Japonii lat osiemdziesiątych nieruchomości finansuje się kredytem zabezpieczonym tymi samymi rosnącymi na wartości nieruchomościami. W Stanach Zjednoczonych przed rokiem 2008 sekurytyzacja, czyli proces zamiany kredytów hipotecznych w zbywalne papiery wartościowe, zamienia ryzyko niewypłacalności w towar eksportowany do globalnego systemu bankowości cienia. W strefie euro tani kredyt po wprowadzeniu wspólnej waluty jest traktowany jako dowód, że rynki nie widzą już różnicy między Grecją a Niemcami.

Charles Kindleberger pisał, że nie ma boomu bez krachu, a każda mania żywi się tą samą narracją: „tym razem jest inaczej". U Yueh ta figura myślowa staje się zasadą konstrukcyjną całej analizy. W bańce internetowej oznaczała ona wiarę, że klasyczne wskaźniki, jak relacja ceny do zysku, są anachroniczne w nowej gospodarce, gdzie przyszły zysk jest tak wielki, że teraźniejsze straty tracą znaczenie. W Japonii przekonanie to zasadzało się na przeświadczeniu, że kraj będący przez dekady wzorem wzrostu nie może doświadczyć długotrwałej stagnacji. W amerykańskiej bańce mieszkaniowej oznaczało to wiarę, że ogólnokrajowy spadek cen nieruchomości jest statystycznie niemożliwy, więc modele ryzyka w bankach mogą ten scenariusz po prostu zignorować.

To nie są tylko błędne przewidywania. To jest systematyczna nadprodukcja optymizmu, sprzężona z rosnącą dźwignią finansową.

Wiarygodność instytucji hamuje panikę rynkową

Każda euforia kończy się w ten sam, niemal rytualny sposób. Ceny aktywów, dotąd wznoszące się po niemożliwej trajektorii, najpierw zatrzymują się, a potem gwałtownie spadają. W tym momencie system finansowy przestaje być maszyną do zamiany przyszłości na teraźniejszość. Zamiast tego

staje się gęstą siecią wzajemnych zobowiązań, których nie można już z taką łatwością zrolować. Wtedy właśnie rozpoczyna się druga faza, którą Linda Yueh trafnie określa mianem fazy wiarygodności. To już nie jest moment rynku, lecz moment państwa. Kluczowe pytanie nie brzmi już: ile warte są aktywa?, lecz: czy uczestnicy systemu wciąż wierzą, że instytucje publiczne są w stanie zapobiec chaotycznej likwidacji długu.

Franklin Delano Roosevelt, ogłaszając wakacje bankowe i wprowadzając ubezpieczenie depozytów, doskonale rozumiał tę logikę. Wiedział, że nie wystarczy samo zapewnienie o bezpieczeństwie banków. Konieczne było skorelowanie słowa z działaniem, stworzenie reguł, które czynią z obietnicy zobowiązanie podlegające weryfikacji. Dlatego jego słynne stwierdzenie, że pieniądze w ponownie otwartym banku są bezpieczniejsze niż pod materacem, zadziałało nie jako pusta retoryka. Był to performatyw podparty Emergency Banking Act – aktem prawnym, który nadał słowom moc sprawczą.

Wiele dekad później Mario Draghi powtórzył ten gest, choć w warunkach instytucjonalnych o nieporównywalnie większej złożoności. Z jednej strony Europejski Bank Centralny był skrępowany mandatem, który ograniczał jego odpowiedzialność za długi państw członkowskich. Z drugiej musiał pilnie przerwać pętlę zagłady, w której zadłużone rządy i ich systemy bankowe wzajemnie ciągnęły się na dno. Formuła „wszystko, co konieczne" nabrała mocy właśnie dlatego, że rynki uznały ją za wiarygodną zapowiedź zmiany praktyki, a nie za czystą deklarację. Program warunkowego skupu obligacji OMT, unia bankowa czy Europejski Mechanizm Stabilności stały się konkretnymi urządzeniami, które uczyniły ten performatyw czymś więcej niż tylko gestem.

Wiarygodność w tym sensie nie jest kategorią psychologiczną, lecz głęboko instytucjonalną. Oznacza spójność trzech kluczowych poziomów: norm prawnych, dostępnych zasobów materialnych oraz przewidywalności podejmowanych decyzji. Tam, gdzie państwo ogłasza zamiar ratowania systemu, lecz nie dysponuje ani odpowiednią bazą fiskalną, ani politycznym poparciem dla jej użycia, wiarygodność szybko się wyczerpuje. Tak stało się w Japonii, gdzie Ministerstwo Finansów, uwikłane w skandale, system amakudari (czyli praktykę płynnego przechodzenia urzędników na wysokie stanowiska w sektorze prywatnym) oraz niejasne powiązania z bankami, nie było w stanie w sposób przejrzysty uzasadnić użycia środków publicznych do ratowania instytucji obciążonych złymi kredytami.

Wiarygodność jest zatem funkcją transparentności i gotowości do poniesienia politycznych kosztów. W sytuacji, gdy zyski z okresu euforii zostały sprywatyzowane, a koszty jej załamania mają zostać uspołecznione, opinia publiczna słusznie domaga się wyjaśnień. Jeśli ich nie otrzymuje, proces delewarowania, czyli redukcji długu, musi przebiegać w sposób rozproszony, chaotyczny i znacznie bardziej bolesny.

Kryzys covidowy stanowi w tym kontekście fascynujący eksperyment porównawczy. System finansowy wszedł w fazę skrajnego stresu w ciągu zaledwie kilku dni. W odpowiedzi banki centralne i rządy zastosowały bezprecedensowe połączenie polityki monetarnej i fiskalnej. Badania MFW i Rady Stabilności Finansowej dowodzą, że system w dużej mierze uratowała właśnie wiarygodność reguł wprowadzonych po kryzysie z 2008 roku oraz ich elastyczne zastosowanie, między innymi poprzez dolarowe linie swapowe, rozszerzone programy skupu aktywów i szeroko zakrojone transfery fiskalne.

Warto jednak odnotować, że ta sama sekwencja zdarzeń miała zupełnie inny wymiar w gospodarkach wschodzących i peryferyjnych. Ich wiarygodność na rynkach międzynarodowych jest systemowo słabsza z racji niższego ratingu, mniejszej głębokości rynków kapitałowych czy zależności od zewnętrznych kredytodawców. To właśnie tam euforia globalnej płynności i jej późniejszy gwałtowny odwrót powodują najbardziej dotkliwe zawieszenie trajektorii rozwojowej.

Ekonomia pamięci: system uczy się na traumie

Trzecia faza, określana przez Yueh mianem następstw, stanowi w istocie ekonomię pamięci systemu. Delewarowanie, czyli proces redukcji zadłużenia, to nie tylko mechaniczna spłata zobowiązań, lecz także moment, w którym gospodarka uczy się na błędach albo, przeciwnie, aktywnie je wypiera, aby móc powtórzyć te same schematy w przyszłości. Jest to czas zbiorowej refleksji lub zbiorowej amnezji.

Po systemowych kryzysach bankowych produkt krajowy brutto spada przeciętnie o kilka, czasem kilkanaście procent, a bezrobocie rośnie i utrzymuje się na podwyższonym poziomie przez wiele lat. Narzędzia polityki makroekonomicznej zostają zużyte w pierwszych, gorączkowych latach walki z recesją. To jest bezpośredni, brutalnie policzalny wymiar następstw. Istnieje jednak także wymiar instytucjonalny i kulturowy: nowelizacje prawa bankowego, podwyższenie wymogów kapitałowych, wprowadzenie instrumentów makroostrożnościowych, a więc narzędzi mających zapobiegać narastaniu ryzyka w całym systemie finansowym, oraz fundamentalna zmiana społecznego klimatu wobec długu i ryzyka.

W Japonii po pęknięciu bańki nastąpił długotrwały stan równowagi deflacyjnej. Banki, które nie zostały zrestrukturyzowane, działały jako instytucje typu zombie, a firmy, które te banki utrzymywały przy życiu, nie inwestowały w innowacje. Społeczeństwo, przez dekady doświadczające stagnacji płac i spadku cen nominalnych, wykształciło głęboko konserwatywne nawyki finansowe. Niewypowiedzianą lekcją stało się przekonanie, że zbyt szybkie użycie środków

publicznych do ratowania sektora prywatnego jest politycznie toksyczne, toteż należy zwlekać. Ta zwłoka stworzyła jednak nową, długotrwałą postać kryzysu.

W Azji po kryzysie lat dziewięćdziesiątych wyciągnięto wnioski niemal przeciwstawne. Kraje regionu nauczyły się, że śmiertelnym zagrożeniem jest zadłużenie walutowe, szczególnie krótkoterminowe, oraz zależność od kapryśnego, gorącego pieniądza portfelowego. Odpowiedzią było metodyczne gromadzenie ogromnych rezerw walutowych oraz znacznie ostrożniejsza liberalizacja rachunku kapitałowego. Następstwa miały tu formę gwałtownego spadku, lecz po nim nastąpiło relatywnie szybkie odbicie, a przede wszystkim głęboka zmiana paradygmatu zarządzania międzynarodową płynnością.

Globalny kryzys finansowy doprowadził do wzmocnienia regulacji, wprowadzenia wyższych wymogów kapitałowych, testów warunków skrajnych oraz nowych instrumentów uporządkowanej likwidacji. Kluczowa stała się zamiana modelu bail-out, w którym straty pokrywa podatnik, na bail-in, gdzie ponoszą je wierzyciele banku, a także większa uwaga na tak zwaną bankowość cienia, czyli sektor instytucji finansowych działających poza tradycyjnym nadzorem. Kryzys covidowy dołożył do tego kolejny element: przekonanie, że w sytuacjach skrajnych koordynacja polityki fiskalnej i monetarnej musi być bliższa, niż wynikałoby to z kanonu niezależności banku centralnego, przy jednoczesnym zachowaniu ram zapobiegających trwałemu podporządkowaniu polityki pieniężnej celom fiskalnym.

W tym miejscu odsłania się pierwsza poważna aporia: im skuteczniejsza jest reakcja w fazie kryzysu, tym bardziej rośnie skłonność do ryzyka w następnej fazie euforii. Rynki zaczynają zakładać, że państwo zawsze wkroczy w odpowiednim momencie, co w literaturze określa się mianem pokusy nadużycia, wzmocnionej przez istnienie swoistej ratunkowej siatki bezpieczeństwa.

Bańka dot-com vs. 2008: od akcji do hipotek

W tym analitycznym pejzażu Yueh rekonstruuje historię kolejnych krachów jako wariantów tej samej, niepokojąco powtarzalnej struktury. Wielki krach z 1929 roku jawi się tu jako prototyp, matryca katastrofy: euforia napędzana technologicznym optymizmem, wiarygodność systemu podkopana przez opieszałą i błędną politykę Fedu, a wreszcie następstwa w postaci głębokiej deflacji długu. To archetyp, do którego historia będzie wracać w różnych kostiumach.

Kolejne dekady dostarczają fascynujących mutacji tego wzorca. Kryzys walutowy Ameryki Łacińskiej lat osiemdziesiątych to przykład pierwszej generacji kryzysów, gdzie państwa desperacko bronią sztywnych kursów walutowych, maskując chroniczne deficyty i wysoką inflację, a cała

operacja finansowana jest przez gorący pieniądz, czyli kapitał spekulacyjny napływający z zagranicy. Z kolei kryzys mechanizmu kursowego ERM z funtem w roli głównej to przypadek niemal z podręcznika logiki: spekulacja trafnie odczytuje brak politycznej determinacji do obrony kursu, co sprawia, że sam atak staje się samospełniającą się przepowiednią. Kryzys azjatycki to już trzecia generacja, wzbogacona o niedopasowanie terminów zapadalności aktywów i pasywów oraz potężny efekt zarażenia.

Inną ścieżkę destrukcji wytyczają kryzysy bankowe i nieruchomościowe, takie jak amerykański kryzys kas oszczędnościowo-pożyczkowych czy japoński krach na rynku nieruchomości. Pokazują one, że połączenie nieruchomości z lewarowanymi bilansami banków tworzy szczególnie toksyczne sprzężenie zwrotne. Spadek wartości zabezpieczeń kredytów prowadzi bowiem do erozji kapitału instytucji finansowych, co zmusza je do dalszej wyprzedaży aktywów i napędza spiralę spadków.

Bańka internetowa stanowi dla Yueh przypadek szczególny, w którym euforia dotyczyła głównie rynku akcji, pozostawiając system bankowy względnie stabilnym. W efekcie jej pęknięcie miało bardziej charakter schumpeterowskiej twórczej destrukcji niż systemowego załamania. Zniknęły setki firm bez realnego modelu biznesowego, lecz przetrwały te, które połączyły innowację z dyscypliną kosztową, jak Amazon.

Globalny kryzys finansowy z 2008 roku był przerażającą amplifikacją wszystkich poprzednich doświadczeń. Euforia na rynku nieruchomości, sekurytyzacja, a więc proces zamiany kredytów w zbywalne papiery wartościowe, potężna dźwignia w bankowości cienia oraz globalna transmisja ryzyka przez instrumenty pochodne stworzyły sytuację, w której upadek jednego kluczowego gracza, Lehman Brothers, zamroził cały system. Odpowiedź w postaci programów ratunkowych i luzowania ilościowego zapobiegła powtórce Wielkiego Kryzysu, ale pozostawiła po sobie swoisty dług technologiczny: trwałe uzależnienie rynków od niskich stóp i nadmiaru płynności.

Kryzys strefy euro po 2010 roku obnażył z kolei fundamentalną słabość projektu politycznego, który połączył wspólną walutę z rozproszoną odpowiedzialnością fiskalną i krajowym nadzorem bankowym. Euforia taniego kredytu po wejściu do unii walutowej brutalnie zderzyła się z utratą wiarygodności długu państwowego, ujawniając pętlę zagłady, w której rządy i banki wzajemnie ciągnęły się na dno.

Na tym tle krach covidowy jawi się jako zjawisko osobne. Nie poprzedzała go klasyczna euforia finansowa, lecz być może coś, co można nazwać euforią antropologiczną – przekonanie, że globalna gospodarka jest w stanie absorbować szoki bez zatrzymywania fizycznej

Izrael i Francja: innowacje kontra etatyzm

Zestawienie tej typologii z porównaniem Izraela i Francji odsłania fascynującą matrycę, w której te same fazy kryzysu rozgrywają się w radykalnie odmiennych konfiguracjach instytucjonalnych i kulturowych. Izrael stanowi przykład gospodarki, w której sektor wysokich technologii, organicznie powiązany z systemem bezpieczeństwa i kulturą przedsiębiorczości, stał się głównym motorem wzrostu. Rozbudowany ekosystem venture capital, stymulowany od lat dziewięćdziesiątych przy aktywnej roli państwa, stworzył strukturę, w której euforia ma charakter rozproszony, mikroekonomiczny – pulsuje w niezliczonych start-upach i funduszach. Jej nieuchronne następstwa są amortyzowane przez mechanizmy prywatnego kapitału i globalną sieć inwestorów. Badania izraelskiego cudu innowacji podkreślają, że państwo odegrało rolę katalizatora, budując infrastrukturę i współfinansując pierwsze fundusze, po czym świadomie przekazało inicjatywę sektorowi prywatnemu, zachowując jednak kluczową rolę w finansowaniu badań i rozwoju.

W takim kontekście faza wiarygodności nabiera podwójnego znaczenia. Dotyczy ona, po pierwsze, stabilności makroekonomicznej państwa, które permanentnie funkcjonuje w warunkach zagrożenia. Po drugie, odnosi się do wiarygodności instytucji wspierających innowacje w oczach zagranicznego kapitału. Izraelskie firmy technologiczne, działające w Dolinie Krzemowej, Europie czy Azji, eksportują bowiem specyficzny model korporacyjny: wysoki stopień decentralizacji, krótkie łańcuchy decyzyjne, prymat nieformalnych sieci i wbudowaną gotowość do ryzyka. To sprawia, że w fazach euforii są one nadreprezentowane w sektorach najbardziej spekulacyjnych, ale jednocześnie wykazują niezwykłą elastyczność w adaptacji do warunków po krachu.

Francja z kolei reprezentuje model, który literatura określa mianem kapitalizmu państwowego. Państwo pełni tu historyczną funkcję architekta ładu gospodarczego, zarówno poprzez własność w strategicznych przedsiębiorstwach, jak i przez regulacje, planowanie indykatywne oraz rekrutację elit z korpusu wyższych urzędników i absolwentów wielkich szkół. W takim systemie euforia finansowa jest częściowo filtrowana przez potężne banki krajowe i mechanizmy negocjacji społecznych, lecz bywa też paradoksalnie wzmacniana przez przekonanie, że państwo zawsze będzie ostatecznym gwarantem stabilności. Francuskie grupy kapitałowe niosą ze sobą model łączący hierarchiczną strukturę z silnym zakorzenieniem w państwowej kulturze administracyjnej. W rezultacie na kryzysy reagują inaczej niż zwinne, sieciowe organizacje izraelskie: wolniej, ale z większą skłonnością do szukania oparcia w instytucjach publicznych i ponadnarodowych, zwłaszcza w Unii Europejskiej.

Konfrontacja tych dwóch modeli prowadzi do prowokacyjnego pytania. Czy gospodarka izraelska, zanurzona w kulturze wysokiego ryzyka i szybkiego reagowania, nie jest strukturalnie lepiej

przygotowana do cykli euforii i krachu, ponieważ na poziomie mikro zakłada możliwość upadku, zwrotu strategicznego czy przejęcia jako naturalny element gry? I odwrotnie: czy gospodarka francuska, oparta na długowiecznych konglomeratach i rozbudowanym państwie opiekuńczym, nie jest bardziej wrażliwa na wstrząsy wymagające niekonwencjonalnej zmiany, gdyż jej instytucjonalna pamięć jest nierozerwalnie związana z ciągłością i stabilnością?

Aby uchwycić logiczny szkielet tej dynamiki, zaproponujmy małe ćwiczenie z rachunku zdań, które pozwoli sprawdzić rozumienie argumentacji Yueh na poziomie formalnym. Niech P oznacza zdanie: „w fazie euforii system finansowy generuje nadmierne zadłużenie". Niech Q oznacza: „w fazie

Euforia konwergencji: polska pogoń za Zachodem

Polska nie wzięła udziału w spektaklu klasycznej bańki internetowej z końca lat dziewięćdziesiątych. Rynek kapitałowy w powijakach, marginalna rola warszawskiej giełdy i opóźniona cyfryzacja gospodarki skutecznie uchroniły nas przed gorączką dotcomów, w której spółki bez grama zysku osiągały astronomiczne wyceny. Zamiast tego doświadczyliśmy innej euforii – euforii konwergencji. Świadomość „powrotu na Zachód", akcesja do Unii Europejskiej, perspektywa szybkiego nadrabiania dystansu dochodowego oraz masowy napływ funduszy strukturalnych wytworzyły społeczne i polityczne przekonanie, że wzrost jest niemal automatycznym skutkiem samej przynależności instytucjonalnej.

Ta abstrakcyjna wiara szybko znalazła swoje materialne wcielenie w boomie kredytowym, zwłaszcza w segmencie hipotek, z kredytami frankowymi na czele. U jego podstaw leżało niewzruszone założenie, że dekady nieprzerwanego wzrostu realnych dochodów, stabilności kursowej i aprecjacji cen nieruchomości są scenariuszem bazowym. W tym sensie polski epizod frankowy należy postrzegać jako lokalny wariant globalnej euforii nieruchomościowej, która poprzedziła kryzys 2008 roku, choć skala zjawiska i stopień jego sekurytyzacji były nieporównywalnie mniejsze niż w USA. Symptom pozostaje jednak ten sam: subiektywne przeświadczenie, że ryzyko kursowe jest błędem w założeniach, iluzją, którą przyszły wzrost dochodów i makroekonomiczna stabilność po prostu wymażą z równania.

W wymiarze makroekonomicznym euforia konwergencji sprzęgła się z narracją o polskiej wyjątkowości. Określenia takie jak „zielona wyspa" nie były jedynie zręcznym sloganem politycznym, lecz stały się elementem przedrefleksyjnego tła, za pomocą którego społeczeństwo i elity oswajały fenomen trwałego wzrostu. Charakter tej euforii był więc nie tyle spekulacyjny, ile antropologiczny. Po dekadach niedoboru i niepewności tożsamościowej pojawiło się potężne roszczenie do normalności, które z łatwością przeobraziło się w pewność, że „tym razem jest

inaczej”. Geopolityczna kotwica w Unii i stały dopływ kapitału zdawały się zwalniać z obowiązku chłodnej analizy fundamentów.

Popyt wewnętrzny chroni Polskę przed recesją

Globalny kryzys finansowy z lat 2007–2009 uderza w Polskę z opóźnieniem i osłabioną siłą. Jego kanały transmisyjne biegną głównie przez handel zagraniczny; spowolnienie u kluczowych partnerów owocuje niższym, lecz wciąż dodatnim wzrostem PKB. W rezultacie Polska w 2009 roku pozostaje jedynym państwem Unii Europejskiej, które unika recesji, notując wzrost na poziomie 2,6 procenta, podczas gdy większość unijnych gospodarek pogrąża się w głębokim spadku. Międzynarodowy Fundusz Walutowy i analitycy interpretują tę zaskakującą odporność jako wypadkową kilku czynników: elastycznego kursu walutowego, relatywnie niskiej ekspozycji na toksyczne instrumenty finansowe, zdrowej struktury popytu krajowego oraz konserwatywnie uregulowanego sektora bankowego.

Z perspektywy teorii Yueh ten epizod stanowi niemal podręcznikowy przykład funkcjonowania fazy wiarygodności. Instytucje państwa, z Narodowym Bankiem Polskim i Komisją Nadzoru Finansowego na czele, działają w sposób pozbawiony zbędnej widowiskowości, lecz fundamentalnie stabilny. Brak agresywnej deregulacji sektora finansowego w latach prosperity oznaczał, że niepotrzebna była desperacka reregulacja w ogniu kryzysu. Płynny kurs złotego, choć kosztem silnych wahań, absorbował część zewnętrznego szoku, a brak członkostwa w strefie euro paradoksalnie zapewnił większą przestrzeń manewru. Wiarygodność polskiej polityki pieniężnej, budowana mozolnie od lat dziewięćdziesiątych, okazała się wystarczająco silnym kapitałem, by rynki nie zakwestionowały zdolności państwa do utrzymania stabilności w epicentrum globalnego chaosu.

Paradoks polega jednak na tym, że ten sam sukces staje się paliwem dla nowej euforii. Narracja o „zielonej wyspie” rodzi niebezpieczne przekonanie, że polski model rozwoju zyskał niemal całkowitą odporność na globalne cykle koniunkturalne. To, co w kategoriach Yueh było udanym testem wiarygodności, w praktyce generuje efekt uboczny: systematyczną nadprodukcję optymizmu. Skutkuje to bagatelizowaniem ryzyk systemowych, takich jak rosnące zadłużenie prywatne, strukturalne zaniedbania w infrastrukturze i demografii, a także przyszłe wstrząsy zewnętrzne, których źródłem nie będą już finansowe innowacje, lecz geopolityka i transformacja energetyczna.

Pandemia COVID-19 testuje wiarygodność NBP

Pandemia COVID-19 brutalnie przerywa wieloletni cykl stabilnego wzrostu, po raz pierwszy od czasów transformacji ustrojowej prowadząc do realnego spadku PKB. W dwa tysiące dwudziestym roku kurczy się on o około dwa i dwie dziesiąte do dwóch i ośmiu dziesiątych procenta. Jednocześnie, niemal wbrew logice recesji, uruchamia się mechanizm opisany przez Yueh: faza budowania wiarygodności przebiega szybciej i na bezprecedensową skalę. Państwo wdraża programy tarcz antykryzysowych, dopłat do wynagrodzeń i gwarancji kredytowych, a Narodowy Bank Polski po raz pierwszy w historii sięga po quasi-luzowanie ilościowe, czyli skup obligacji skarbowych z rynku w celu zwiększenia płynności. Polska wpisuje się tym samym w globalny scenariusz „zrobimy wszystko, co konieczne", który Yueh interpretuje jako instytucjonalną lekcję odrobioną po kryzysach lat trzydziestych i dwa tysiące ósmego roku.

W tym globalnym wzorcu pojawia się jednak specyficznie polska anomalia. O ile bowiem działania fiskalne i kredytowe faktycznie stabilizują rynek pracy i chronią firmy przed falą bankructw, o tyle komunikacja banku centralnego w kwestii inflacji staje się ogniskiem fundamentalnego sporu o wiarygodność. Wyraźny wzrost cen, początkowo lekceważony jako zjawisko przejściowe, przeradza się w dwucyfrową inflację, która w dwa tysiące dwudziestym drugim roku sięga blisko czternastu i pół procenta. Retoryka bagatelizująca zagrożenie, w połączeniu z relatywnie późną i rozłożoną w czasie ścieżką podwyżek stóp procentowych, prowadzi do kryzysu percepcyjnego. Maleje wiara w to, że cel inflacyjny jest czymś więcej niż tylko retoryczną deklaracją.

Z perspektywy Yueh mamy do czynienia z klasycznym testem wiarygodności, tym razem jednak jego przedmiotem nie jest zdolność państwa do dokapitalizowania banków, lecz zdolność banku centralnego do obrony wartości pieniądza. Następstwa są wielorakie i układają się w logiczny ciąg: realny spadek dochodów gospodarstw domowych, przebudowa struktur zadłużenia oraz cicha redystrybucja majątku na korzyść posiadaczy aktywów materialnych. Dochodzi do tego trudna do odwrócenia erozja zaufania do nominalnych kotwic polityki pieniężnej. Można zaryzykować tezę, że Polska wchodzi w fazę następstw, której głównym mechanizmem staje się oddłużanie przez inflację, a nie przez deflację czy recesję. Społeczne koszty tego procesu są przy tym rozłożone nierównomiernie, uderzając najmocniej w tych, którzy w fazie euforii nie zdążyli zabezpieczyć swojego kapitału w aktywach realnych.

Pętla zagłady: banki i długi państw strefy euro

|assistant|

Ryzyka fiskalne: wzrost wydatków sztywnych

Dane na lata 2023–2025 malują obraz gospodarki, która po gwałtownym odbiciu w 2021 roku weszła w fazę wyraźnego spowolnienia. Wzrost w roku 2023 był niemal zerowy, by następnie powrócić do tempa około 2,9 % w 2024 i 3,8 % w pierwszym kwartale 2025 roku. Inflacja, choć maleje, pozostawia po sobie wysoki poziom cen, a wskaźnik CPI wciąż rośnie, co oznacza, że realne dochody gospodarstw domowych jedynie powoli odrabiają straty. Równocześnie sektor finansów publicznych wchodzi w okres napięć: wysokie wydatki socjalne, gwałtownie rosnące nakłady na obronność oraz koszty obsługi długu pchają deficyt powyżej unijnego limitu 3 %. Agencje ratingowe już sygnalizują ryzyko, grożąc obniżeniem perspektywy Polski z powodu braku klarownej ścieżki konsolidacji fiskalnej.

Z tym obrazem kontrastuje narracja sukcesu, osnuta wokół środków z unijnego Funduszu Odbudowy. Polska ma do dyspozycji około 255 miliardów złotych w grantach i preferencyjnych pożyczkach, z czego znaczną część już zakontraktowano w projektach modernizacyjnych. Z jednej strony zwiększa to potencjał wzrostu i poprawia krótkookresową dynamikę inwestycji, z drugiej jednak rodzi ryzyko nowej euforii: iluzji, że każdą nierównowagę i strukturalną słabość da się przykryć unijnymi transferami. To niebezpieczna wiara w finansowe perpetuum mobile.

Jeśli nałożyć na ten obraz filtr Yueh, otrzymujemy kompozycję pełną dwuznaczności. W wymiarze realnym Polska wciąż znajduje się w fazie następstw poprzednich wstrząsów: odbudowuje bilanse po szoku covidowym, adaptuje się do wyższych kosztów energii i finansuje nadzwyczajne wydatki obronne w cieniu wojny. W wymiarze fiskalnym zbliża się jednak do krawędzi fazy wiarygodności. Napięcia polityczne, spór o kształt systemu podatkowego i niechęć do niepopularnych reform stwarzają ryzyko utraty zaufania rynków do stabilności długu publicznego. Sama groźba obniżenia perspektywy ratingowej jest w logice Yueh sygnałem ostrzegawczym, który poprzedza bardziej dramatyczne epizody.

Użyjmy prostej zagadki z rachunku zdań jako intelektualnego skalpela, by precyzyjniej określić, w której fazie cyklu Yueh Polska się znajduje. Niech p oznacza zdanie: „Gospodarka jest w fazie euforii”, q to: „Instytucje państwa są postrzegane jako wiarygodne”, a r to: „Następstwa kryzysów są łagodne i nie naruszają długofalowej ścieżki wzrostu”. Przyjmijmy dwa założenia wynikające z modelu Yueh. Po pierwsze, euforia połączona z brakiem wiarygodności musi prowadzić do ciężkich następstw, co formalnie zapisujemy jako implikację: $(p \wedge \neg q) \Rightarrow \neg r$. Po drugie, jeśli następstwa są łagodne, to znaczy, że albo nie było euforii, albo instytucje były wiarygodne: $r \Rightarrow (\neg p \vee q)$.

Zadajmy teraz pytanie diagnostyczne. Obserwujemy sytuację, w której następstwa kryzysów są umiarkowanie bolesne, lecz nie katastrofalne, czyli r jest „w przybliżeniu” prawdziwe. Jednocześnie

widzimy erozję wiarygodności instytucji i napięcia fiskalne, co sugeruje, że q jest co najwyżej częściowo spełnione. Czy w takich warunkach racjonalne jest twierdzenie, że znajdujemy się głęboko w fazie euforii, czyli że p jest prawdziwe? Jeżeli potraktujemy r jako prawdziwe, to zgodnie

Ratowanie rynków generuje ryzyko kolejnej bańki

Tu właśnie odsłania się pierwsza, fundamentalna aporia całego cyklu: im sprawniej państwo gasi pożar w fazie wiarygodności, tym chętniej wszyscy zaczynają bawić się zapałkami w kolejnej rundzie euforii. Rynki, oswajając się z interwencją, zaczynają traktować ją jako pewnik. W ten sposób rodzi się zjawisko znane w literaturze jako pokusa nadużycia, napędzane wiarą w istnienie państwowej siatki bezpieczeństwa, która zawsze złapie spadających.

Na tym tle Linda Yueh maluje fascynującą panoramę kolejnych krachów, ukazując je jako wariacje na ten sam, niepokojąco powtarzalny temat. Wielki Kryzys z 1929 roku staje się prototypem: euforia napędzana technologicznym optymizmem zderzyła się z niewiarygodną, bo spóźnioną i błędną, reakcją Fed, co pchnęło gospodarkę w otchłań deflacji długu. Kryzysy walutowe Ameryki Łacińskiej z lat 80. to z kolei podręcznikowy przykład państw, które próbują zaklinać rzeczywistość, utrzymując sztywne kursy walut przy chronicznych deficytach, finansując tę iluzję gorącym, spekulacyjnym kapitałem z zagranicy. Atak na funta w ramach mechanizmu ERM pokazał, że spekulacja potrafi bezbłędnie wyczuć brak politycznej determinacji, stając się samospełniającą się przepowiednią. Kryzys azjatycki był już wariantem trzeciej generacji, gdzie do gry weszło niedopasowanie terminów zapadalności i potężny efekt zarażania.

Amerykański kryzys kas oszczędnościowo-pożyczkowych oraz japoński krach na rynku nieruchomości dowiodły, że mariaż sektora bankowego z rynkiem nieruchomości jest mieszanką wybuchową. Gdy pęka bańka, spadająca wartość zabezpieczeń kredytów natychmiast eroduje kapitał instytucji finansowych, tworząc błędne koło, z którego niezwykle trudno się wyrwać. Bańka internetowa z przełomu wieków stanowi dla Yueh przypadek szczególny. Euforia dotyczyła głównie rynku akcji, a system bankowy pozostał na uboczu, dzięki czemu krach przybrał formę schumpeterowskiej twórczej destrukcji, a nie systemowego załamania. Z rynku zniknęły setki firm bez realnego modelu biznesowego, ale przetrwali ci, którzy – jak Amazon – połączyli innowację z żelazną dyscypliną kosztową.

Globalny kryzys finansowy z 2008 roku był syntezą i amplifikacją wszystkich tych doświadczeń. Euforia na rynku nieruchomości, sekurytyzacja, czyli proces zamiany kredytów w zbywalne papiery wartościowe, potężna dźwignia finansowa w bankowości cienia oraz globalna sieć instrumentów pochodnych stworzyły system, w którym upadek jednego kluczowego gracza, Lehman Brothers,

zamroził krwiobieg światowych finansów. Wiarygodność instytucji została poddana próbie ostatecznej. Odpowiedź w postaci programu TARP i skoordynowanego luzowania ilościowego zapobiegła powtórce z lat 30., ale pozostawiła po sobie toksyczny spadek: rynki uzależnione od kroplówki taniego pieniądza.

Kryzys strefy euro, który wybuchł niedługo potem, obnażył konstrukcyjną wadę całego projektu: wspólną walutę połączono z rozproszoną polityką fiskalną i krajowym nadzorem bankowym. Euforia taniego kredytu, która zalała peryferia po wejściu do Unii, zderzyła się z brutalną utratą wiarygodności długu publicznego, ujawniając pętlę zagłady, w której rządy i krajowe banki ciągnęły się wzajemnie na dno. Na tym tle kr

Japonia: lekcja walki z długotrwałą stagnacją

Po pęknięciu bańki spekulacyjnej Japonia weszła w stan długotrwałej hibernacji, zamrożona w osobliwej równowadze deflacyjnej. Niezrestrukturyzowane banki stały się instytucjami zombie, podtrzymującymi krążenie w równie martwych firmach, które utraciły zdolność do inwestowania w innowacje. Społeczeństwo, przez dekady doświadczające stagnacji płac i spadku cen, przyswoiło sobie logikę finansowego konserwatyzmu. U podstaw tej inercji leżał niewypowiedziany aksjomat polityczny: natychmiastowe ratowanie sektora prywatnego publicznymi pieniędzmi jest zbyt toksyczne, toteż należy zwlekać. Ta świadoma prokrastynacja, mająca uchronić przed krótkotrwałym wstrząsem, zrodziła jednak nową, chroniczną formę kryzysu.

Doświadczenie azjatyckie po kryzysie z lat dziewięćdziesiątych stanowi niemal lustrzaną antytezę. Tamtejsze kraje wyciągnęły z bolesnej lekcji jednoznaczny wniosek: śmiertelnym zagrożeniem jest zadłużenie w obcej walucie, zwłaszcza krótkoterminowe, oraz uzależnienie od kapryśnych przepływów gorącego pieniądza. Odpowiedzią stało się metodyczne budowanie fortec z rezerw walutowych i znacznie ostrożniejsza liberalizacja rachunku kapitałowego. Skutki tej strategii miały formę gwałtownego, lecz krótkiego załamania, po którym nastąpiło szybkie odbicie. Co jednak ważniejsze, dokonała się fundamentalna zmiana paradygmatu w zarządzaniu międzynarodową płynnością.

Elastyczny kurs walutowy amortyzuje szoki

Analiza polskiej gospodarki po 2008 roku koncentruje się wokół trzech osi narracyjnych. Pierwsza podkreśla rolę konserwatywnych regulacji bankowych i elastycznego kursu walutowego jako kluczowych amortyzatorów, które pozwoliły uniknąć recesji w epicentrum globalnego kryzysu.

Druga oś, skupiona na relacjach ze strefą euro, wskazuje na osobliwy model, który można nazwać peryferyjną centralnością: głębokie powiązania handlowe i inwestycyjne sprawiają, że szoki z eurolandu są odczuwalne, lecz transmitowane głównie kanałem handlowym i nastrojów rynkowych, omijając twarde mechanizmy monetarne. Wreszcie trzeci wątek, coraz wyraźniejszy po pandemii, dotyczy inflacji i wyzwań dla polityki pieniężnej w gospodarce, której struktura kredytowa i poziom zadłużenia wymykają się klasycznym modelom zachodnim.

W tym krajobrazie rekonstrukcja Yueh wpisuje się trafnie, bowiem jej nacisk na wiarygodność instytucji jako czynnik różnicujący głębokość kryzysu rezonuje z diagnozami MFW czy OECD. Traktują one Polskę jako warunkową „historię sukcesu", której trwałość zależy od utrzymania dyscypliny fiskalnej i jakości instytucjonalnej. Jednocześnie polski przypadek zmusza do rewizji prostych analogii. Brak spektakularnego krachu na rynku nieruchomości, marginalna rola bankowości cienia i nieobecność własnego kryzysu zadłużeniowego w stylu greckim sprawiają, że sekwencja Yueh nie realizuje się tu jako widowiskowa katastrofa. Jest to raczej seria cichych przesunięć napięcia między sferą fiskalną, pieniężną i społeczną – dramat rozgrywający się pod powierzchnią, a nie na afiszu.

Globalny system finansowy: era permanentnych szoków

Globalny kapitał, zwłaszcza w swojej korporacyjnej, transnarodowej formie, porzucił iluzję, że kryzysy finansowe są anomalią. Zamiast jednorazowych trzęsień ziemi, postrzega je dziś jako regularne punkty w cyklu – coś na kształt sezonowych huraganów, których nadejście jest nie tyle kwestią „czy", ile „kiedy". Ta zmiana perspektywy wymusza fundamentalną rewizję strategii.

W analitycznym dyskursie krystalizuje się konsensus co do natury przyszłych zagrożeń, które najpewniej wynikną z nałożenia się kilku procesów. Po pierwsze, z trwałego i wysokiego poziomu zadłużenia, tak publicznego, jak i prywatnego, który drastycznie ogranicza przestrzeń dla klasycznej polityki antykryzysowej. Po drugie, z rosnącej roli Chin jako globalnego mocarstwa, obciążonego gigantyczną bańką na rynku nieruchomości oraz rozbudowanym systemem bankowości cienia, czyli sektorem instytucji finansowych działających poza tradycyjnym nadzorem. Wreszcie, z ryzyk związanych z transformacją energetyczną, gdzie zielone finansowanie może nieumyślnie stworzyć nowe bańki aktywów opartych na polityce klimatycznej.

Ta nowa świadomość ryzyka przekłada się na konkretne strategie. Izraelskie firmy technologiczne projektują modele biznesowe przy założeniu, że źródła finansowania mogą wyschnąć niemal z dnia

na dzień, toteż priorytetem staje się szybkie osiągnięcie dodatnich przepływów pieniężnych lub dywersyfikacja geograficzna. Z kolei francuskie grupy kapitałowe testują swoją odporność za pomocą scenariuszy stresowych, w których kryzys finansowy, przerwy w łańcuchach dostaw i napięcia geopolityczne nie następują po sobie, lecz uderzają jednocześnie.

Prognoza, którą można by sformułować w duchu profetycznej racjonalności, jest zatem nieubłagana. Dopóki globalny system finansowy będzie opierał się na prywatnej kreacji kredytu, sekurytyzacji ryzyka – czyli pakietowaniu i odsprzedaży długów – oraz swobodnym przepływie kapitału, faza euforii będzie powracać. Być może w zmodyfikowanej formie, lecz nie zniknie. Wiarygodność instytucji będzie testowana nie raz na pokolenie, lecz raz na dekadę. A następstwa będą tym bardziej niszczące, im dłużej polityka gospodarcza pozostanie zakładnikiem krótkoterminowego horyzontu wyborczego.

W tej perspektywie roztropność nie polega na utopijnej próbie całkowitego wyeliminowania kryzysów, lecz na inteligentnym przeprojektowaniu instytucji. Chodzi o to, by faza euforii była mniej sprzężona z dźwignią finansową banków i długiem hipotecznym; by faza wiarygodności była głębiej zakorzeniona w demokratycznym mandacie; i wreszcie, by faza następstw okazała się mniej dysfunkcjonalna dla spójności społecznej.

Wiarygodność normatywna buduje zaufanie do rynku

W tym miejscu warto pozwolić sobie na kontrolowaną herezję wobec tezy Lindy Yueh, jakoby kluczem do ograniczenia destrukcyjnych skutków kryzysów były przede wszystkim szybkość i wiarygodność instytucjonalnej reakcji. Na poziomie krótkookresowym jest to teza w dużej mierze słuszna. Bez błyskawicznej interwencji Wielki Kryzys mógłby się powtórzyć po roku 2008, a pandemia doprowadziłaby do fali bankructw i masowego bezrobocia. Jednak nadmierne skupienie na technicznej sprawności gaszenia pożarów grozi niedocenieniem pytania o fundamentalną reformę podpalonej struktury.

Można bowiem zapytać, czy seria coraz bardziej wyrafinowanych interwencji monetarnych i fiskalnych nie prowadzi do permanentnego stanu wyjątkowego. W takim stanie rynki uczą się, że nadmierna euforia zostanie być może ukarana, ale nigdy w stopniu, który zniechęciłby do powtórzenia tego samego schematu. Już Hyman Minsky, ekonomista badający niestabilność finansową, wskazywał, że stabilizacja paradoksalnie rodzi niestabilność, ponieważ długie okresy spokoju zachęcają do podnoszenia dźwigni finansowej i podejmowania coraz większego ryzyka. Każdy kolejny ratunek tylko wzmacnia ten cykl.

Polemika z Yueh, która wciąż pozostaje w granicach szacunku dla jej historycznej rekonstrukcji, mogłaby zatem pójść w innym kierunku. Nie wystarczy myśleć o wiarygodności jako o technicznej zdolności do działania w kryzysie. Potrzebna jest także wiarygodność normatywna, czyli głębokie przekonanie obywateli, że koszty i korzyści płynące z systemu finansowego są rozdzielane w sposób, który można uzasadnić w języku sprawiedliwości. Bez tego każdy kolejny pakiet ratunkowy będzie nieuchronnie postrzegany jako transfer od wielu do nielicznych, co w dłuższej perspektywie podkopie zaufanie nie tylko do instytucji, ale do samej zasady gospodarki rynkowej.

Przykłady Francji i Izraela są tu ponownie pouczające, działając niczym narracyjne archetypy różnych modeli kapitalizmu. Francuski model inkluzywny, oferujący rozbudowaną ochronę socjalną kosztem dynamiki i wysokich obciążeń, ilustruje odwieczne napięcie między stabilnością a wzrostem. Z kolei model izraelski, generujący ogromne nierówności między sektorem wysokich technologii a resztą gospodarki, wystawia na próbę zdolność systemu politycznego do utrzymania spójności społecznej w obliczu zewnętrznych szoków. Prawdziwie radykalna refleksja nad naturą kryzysów musiałaby zatem połączyć analizę wiarygodności technicznej z analizą legitymizacji demokratycznej.

> Czy zatem skazani jesteśmy na wieczne powtarzanie tego samego cyklu, w którym euforia prowadzi do kryzysu, a interwencja państwa jedynie odsuwa w czasie nieuniknione? Być może prawdziwa rewolucja w myśleniu o finansach polega na uznaniu, że wiarygodność techniczna to za mało – potrzebujemy również wiarygodności etycznej, opartej na sprawiedliwości i zaufaniu społecznym. W przeciwnym razie, każdy kolejny kryzys będzie jedynie kolejnym rozdziałem w kronice niespełnionych obietnic kapitalizmu.

Inspiracje

[1] **"The great crashes"** Linda Yueh

2023 | Penguin Books Ltd

Linda Yueh jest ekonomistką, pisarką i prezenterką. Jest członkiem wydziału ekonomii w St Edmund Hall na Uniwersytecie Oksfordzkim oraz profesorem nadzwyczajnym ekonomii w London Business School. Jest ekspertką w dziedzinie globalnego wzrostu gospodarczego, kryzysów finansowych i innowacji politycznych. Do jej najważniejszych prac należy książka „The Great Crashes".

***Linda Yueh** is an economist, writer, and broadcaster. She is a Fellow in Economics at St Edmund Hall, Oxford University, and Adjunct Professor of Economics at London Business School. She is an expert on global economic growth, financial crises, and policy innovation. Her notable works include 'The Great Crashes'.*

University of Oxford; London Business School

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] **"Enterprising China: Business, Economic, and Legal Development Since 1979"**

Linda Yueh

2011 | Oxford University Press



[2] **"Macroeconomics"**

Linda Yueh, Graeme Chamberlin

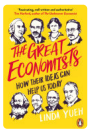
2006 | Thomson Learning | ISBN: 9781844800421



[3] **"China's Growth: The Making of an Economic Superpower"**

Linda Yueh

2013 | Oxford University Press | ISBN: 9780199205783



[4] **"The Great Economists: How Their Ideas Can Help Us Today"**

Linda Yueh

2019 | National Geographic Books | ISBN: 9780241974476

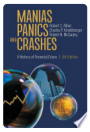
Literatura pokrewna (Google Scholar):



[5] **"The Purchasing Power of Money"**

Irving Fisher

2015 | Arkose Press | ISBN: 9781346256597



[6] **"Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises"**

Charles Kindleberger, Robert Aliber

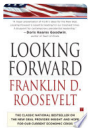
2023 | Springer Nature | ISBN: 9783031160080



[7] **"The World in Depression, 1929-1939"**

Charles P. Kindleberger

1973 | Univ of California Press | ISBN: 9780520025141



[8] **"Looking Forward"**

Franklin Delano Roosevelt

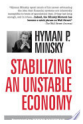
2009 | Simon and Schuster | ISBN: 9781439148693



[9] **"The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle"**

Joseph Schumpeter

2021 | Routledge | ISBN: 9781000385892



[10] **"Stabilizing an Unstable Economy"**

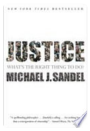
Hyman Minsky

2008 | McGraw Hill Professional | ISBN: 9780071716345

[11] **"John Maynard Keynes"**

Hyman Minsky

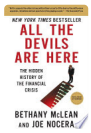
1976 | McGraw-Hill



[12] **"Justice: What's The Right Thing To Do?"**

Michael J. Sandel

2010 | Macmillan | ISBN: 9780374532505



[13] **"All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis"**

Bethany McLean, Joe Nocera

2011 | Penguin | ISBN: 9781101551059



[14] **"This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly"**

Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff

2011 | Princeton University Press | ISBN: 9780691152646

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] **"The Relevance of Philosophy in Shaping Contemporary Social Ethics"**

Not specified

2025 | ResearchGate

[2] **"What We May Expect of Each Other"**

Not specified

2026 | Ethics

[3] **"Causes and Effects of the Global Financial Crisis - A Comparative Analysis of Previous Financial Crises"**

Not Specified

2024 | Transactions on Social Science, Education and Humanities Research

[4] **"The Social Impact of Financial Crises: Evidence from the Global Financial Crisis"**

Inci Otker-Robe, Anca Maria Podpiera

2013 | Policy Research Working Papers

[5] **"The Debt-Deflation Theory of Great Depressions"**

Irving Fisher

1933 | Econometrica

[6] **"Mathematical Investigations in the Theory of Value and Prices"**

Irving Fisher

1892 | Connecticut Academy of Arts and Sciences, Transaction 9

[7] **"The Influence of Institutional Credibility and Constraints in Democratic Governance and Sustainable Development"**

Yusuf Wara Abubakar

2025 | International Congress on Social Sciences, Innovation and Educational Technologies

[8] **"The Theory of Inflation and Foreign Trade"**

Charles P. Kindleberger

1934 | in H.P. Willis & J.M. Chapman, Economics of Inflation

[9] **"Flexibility of Demand in International Trade"**

Charles P. Kindleberger

1937 | QJE

[10] **"A Tale of Fear and Euphoria in the Stock Market"**

Hui Guo, Robert F. Whitelaw

2025 | Journal of Financial and Quantitative Analysis

Google Scholar

[11] **"Message From the President of the United States Transmitting A Recommendation Relative to the Safeguarding and Perpetuation of Social Security"**

Franklin Delano Roosevelt

1943 | U.S. Government Printing Office

Google Scholar

[12] **"Nothing to Fear: The Selected Addresses of Franklin Delano Roosevelt, 1932-1945"**

Franklin Delano Roosevelt

1946 | Houghton Mifflin Harcourt

[13] **"The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong"**

John B. Taylor

2008 | National Bureau of Economic Research

Google Scholar

[14] **"The interaction between monetary policy and financial stability in the euro area"**

Mario Draghi

[15] **"Monetary policy communication in turbulent times"**

Mario Draghi

[16] "The Creative Response in Economic History"

Joseph Schumpeter

1947 | The Journal of Economic History

[17] "The Financial Instability Hypothesis"

Hyman Minsky

1992 | The Jerome Levy Economics Institute of Bard College

Google Scholar

[18] "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies"

Hyman P. Minsky

1996 | Journal of Economic Issues

[19] "Financial crises and institutional quality"

Jakob de Haan, Jan-Egbert Sturm

2017 | Open Economies Review

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[20] "Legal Development, Financial Repression, and Entrepreneurship in a Marketizing Economy"

Linda Yueh

2012 | Chinese Economy

[21] "Patent laws and innovation in China"

Linda Yueh

2009 | International Review of Law and Economics

[22] "China's Entrepreneurs"

Linda Yueh

2009 | World Development

[23] "What Drives China's Growth?"

Linda Yueh

2013 | National Institute Economic Review

Tekst opracowany z udziałem sztucznej inteligencji.
Redakcja i kontrola merytoryczna: Fundacja Dobre Państwo.

APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 02d260a3-41de-4c47-9767-ff1657f64c99