Tym razem nie jest inaczej: anatomia globalnych kryzysów długu

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi wnikliwą analizę cykliczności załamań gospodarczych, opierając się na badaniach Carmen Reinhart i Kennetha Rogoffa. Autor dekonstruuje żelazne prawo dziejów kapitalizmu, wskazując, że kryzysy nie są anomaliami, lecz wynikiem kruchych struktur zadłużenia i utraty zaufania rynkowego. Tekst bada mechanizmy dźwigni finansowej, rolowania długu oraz wpływ inflacji na degradację pieniądza. Poruszona zostaje kwestia wielorakich równowag oraz kontrowersyjnego progu 90 procent PKB. To opowieść o zbiorowej amnezji elit politycznych, które wierzą, że tym razem jest inaczej, ignorując historyczne lekcje o niewypłacalności. Lektura obowiązkowa dla osób chcących zrozumieć architekturę współczesnych finansów i ukryte zagrożenia płynące z nadmiernego lewarowania gospodarek narodowych w systemie pieniądza fiducjarnego.

This article provides a thorough analysis of the cyclical nature of economic downturns, drawing on the research of Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff. The author deconstructs the iron law of capitalist history, demonstrating that crises are not anomalies but the result of fragile debt structures and a loss of market confidence. The text examines the mechanisms of financial leverage, debt rollovers, and the impact of inflation on monetary degradation. It addresses the issue of multiple equilibria and the controversial 90 percent GDP threshold. This is a story of the collective amnesia of political elites who believe this time is different, ignoring historical lessons on insolvency. Essential reading for those seeking to understand the architecture of modern finance and the hidden dangers stemming from the excessive leverage of national economies under a fiat currency system.

Artykuł analizuje powtarzalność kryzysów finansowych w kontekście historycznych prawidłowości i psychologicznych mechanizmów. Wbrew powszechnemu przekonaniu, że "tym razem jest inaczej", autorka, odwołując się do badań Reinhart i Rogoffa,

dowodzi, że katastrofy finansowe wynikają z cyklicznego nagromadzenia długu, erozji zaufania i wiary w innowacje, które rzekomo unieważniają prawa ekonomii. Kryzysy nie są więc przypadkowymi zdarzeniami, lecz logiczną konsekwencją strukturalnych napięć w systemie. Artykuł zestawia różne strategie radzenia sobie z długiem na przykładzie Skandynawii i Niemiec, dekonstruuje mit innowacji finansowej jako remedium na kryzysy i analizuje bieżącą sytuację zadłużenia w Unii Europejskiej i Polsce. Teza główna artykułu: zrozumienie mechanizmów kryzysów, a nie tylko reagowanie na ich skutki, jest kluczowe dla budowania odporności gospodarczej. Krytyczna analiza metodologii Reinhart i Rogoffa prowadzi do wniosku, że pamięć o przeszłych kryzysach powinna być wbudowana w instytucje i kulturę, aby uniknąć powtarzania tych samych błędów.

SŁOWA KLUCZOWE

kryzys długu | Carmen Reinhart | Kenneth Rogoff | dźwignia finansowa | niewypłacalność państw | architektura zadłużenia | panika bankowa | pieniądz fiducjarny | rolowanie długu | wielorakie równowagi | próg 90 procent PKB | instrumenty finansowe | załamanie zaufania | inflacja | relacja długu do PKB

„Tym razem jest inaczej”: pułapka finansowej ślepoty

Powtarzalność kryzysów finansowych, którą Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff określili mianem żelaznego prawa dziejów kapitalizmu, nie jest dla nowoczesnych społeczeństw jedynie kronikarską ciekawostką czy kolekcją katastrof. To coś znacznie głębszego: problem ze strukturą racjonalności, w której funkcjonują instytucje, podmioty gospodarcze i elity polityczne. To także opowieść o zbiorowej pamięci i uporczywym zapominaniu, o tym, jak logika instrumentów finansowych kolonizuje nasze codzienne doświadczenie. W tym świetle teza, że tym razem nie jest inaczej, staje się bezlitosną diagnozą: to nie historia nas zaskakuje – to my sami odmawiamy przyjęcia do wiadomości reguł, według których reprodukuje się nasz własny świat.

Kiedy przestajemy postrzegać kryzysy jako serię odizolowanych wypadków, a zaczynamy widzieć w nich powtarzalny wzór sprzężeń między długiem, zaufaniem i instytucjami, wszystko staje się jasne. Właśnie dlatego autorzy This Time Is Different mogli bez cienia przesady napisać, że finansowe katastrofy są swoistym rytuałem przejścia zarówno dla rynków wschodzących, jak i najbardziej

rozwiniętych gospodarek. Ich monumentalna praca, obejmująca osiem stuleci, sześćdziesiąt sześć krajów i pięć kontynentów, dowodzi, że paniki bankowe, niewypłacalność państw czy gwałtowne inflacje są normą, nie wyjątkiem. Okresy rzekomego spokoju, jak ten z lat 2003–2008, okazują się jedynie krótką, nienaturalną przerwą w długim łańcuchu zaburzeń, które wracają z uporem godnym lepszej sprawy.

Jeśli jednak mamy potraktować to przesłanie poważnie, musimy wykonać krok wykraczający poza sam opis. Musimy zadać fundamentalne pytanie: jaka logika zbiorowego działania sprawia, że mimo tak jednoznacznych historycznych prawidłowości, każde kolejne pokolenie elit finansowych i politycznych z zadziwiającą jednomyślnością powtarza zaklęcie „tym razem jest inaczej”? Co więcej, jak to możliwe, że w oparciu o to złudzenie konstruuje coraz bardziej wyrafinowane instrumenty służące jedynie do powielania tych samych, starych błędów?

Typologia Reinharta i Rogoffa: cztery oblicza kryzysu

Z perspektywy strukturalnej kryzys finansowy nie jest wypadkiem przy pracy. Jest raczej momentem prawdy, w którym napięcia, długo narastające w systemie dłużnym i amortyzowane przez instytucjonalne zasłony, stają się niemożliwe do dalszego ukrycia. Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff rekonstruują cztery główne typy takich wstrząsów: paniki bankowe, niewypłacalność z tytułu długu zewnętrznego i wewnętrznego, kryzysy inflacyjne oraz załamania kursów walutowych. Pozornie jest to sucha, finansowa typologia. W istocie jednak mamy do czynienia z różnymi wcieleniami tego samego zjawiska: przeciążenia systemu zobowiązaniami, które przekraczają jego zdolność do wiarygodnej obsługi.

To przeciążenie ma wymiar zarówno ilościowy, mierzalny w relacji długu do produktu krajowego brutto, jak i jakościowy, który dotyczy samej architektury zadłużenia. Chodzi tu o strukturę terminów zapadalności, waluty, w jakich denominowane są zobowiązania, czy skomplikowaną sieć wzajemnych gwarancji. Tam, gdzie rośnie udział długu krótkoterminowego, wymagającego nieustannego rolowania, tam, gdzie dług zaciągnięto w obcych walutach, nad którymi państwo nie ma władzy emisyjnej, i wreszcie tam, gdzie rząd po cichu lub jawnie przejmuje ryzyko sektora prywatnego – tam właśnie powstaje struktura krucha, podatna na nagłe załamanie zaufania. Wysoka dźwignia finansowa, czyli nieproporcjonalnie duży stosunek aktywów do kapitału własnego, sprawia, że nawet niewielka zmiana cen lub stóp procentowych wywołuje dramatyczne wahania wartości netto instytucji. Dlatego teza Reinhart i Rogoffa, że nadmierna akumulacja długu jest wspólnym mianownikiem niemal wszystkich kryzysów, to coś więcej niż historyczna obserwacja. To rekonstrukcja ogólnej prawidłowości: im wyższy dług, tym większe

prawdopodobieństwo, że system wkroczy na jedną z wielu możliwych ścieżek, z których jedna prowadzi wprost do gwałtownej implozji.

Jeśli przyjąć tę perspektywę, to różnica między formalną niewypłacalnością, kryzysem bankowym, eksplozją inflacji czy dewaluacją waluty staje się drugorzędna. Jest to w pierwszym rzędzie różnica formy, w jakiej urzeczywistnia się ten sam fundamentalny akt: cofnięcie obietnicy złożonej wierzycielom i przerzucenie ciężaru strat na innych, zazwyczaj słabszych politycznie i gorzej poinformowanych. Kiedy państwo ogłasza niewypłacalność w zakresie długu zewnętrznego, jest to gest spektakularny, poprzedzony długą sekwencją negocjacji. Kiedy jednak rząd decyduje się na inflacyjną ścieżkę redukcji realnej wartości długu wewnętrznego, wykonuje funkcjonalnie ten sam ruch, tyle że w sposób rozproszony, trudniejszy do przypisania konkretnej decyzji. W obu przypadkach strukturalna treść pozostaje identyczna: zobowiązania, które w fazie boomu wydawały się bezpieczne, zostają brutalnie zrelatywizowane, a koszt tej operacji ponoszą posiadacze aktywów denominowanych w krajowej walucie.

Nadmierny dług destabilizuje system finansowy

To przeciążenie ma bowiem dwa oblicza: jedno ilościowe, drugie jakościowe. Pierwsze jest wyrażalne w surowych relacjach długu publicznego i prywatnego do produktu krajowego brutto. Drugie, znacznie bardziej podstępne, polega na zmianie samej architektury zobowiązań: struktury terminów zapadalności, walut nominacji czy wzajemnych gwarancji. Tam, gdzie rośnie udział długu krótkoterminowego, wymagającego nerwowego, stałego refinansowania; tam, gdzie zobowiązania nominowane są w walutach obcych, nad którymi państwo nie ma władzy emisyjnej; wreszcie tam, gdzie rząd implicite lub explicite przejmuje ryzyko sektora prywatnego – tam właśnie powstaje struktura podatna na nagłe załamanie oczekiwań. Wysoka dźwignia finansowa, czyli stosunek aktywów do kapitału własnego, sprawia, że niewielki ruch cen aktywów przekłada się na dramatyczne zmiany wartości netto instytucji. Dlatego teza Reinhart i Rogoffa, że nadmierna akumulacja długu jest wspólnym mianownikiem niemal wszystkich kryzysów, to coś więcej niż opis faktu. To rekonstrukcja ogólnej zależności: tam, gdzie rośnie dług, narasta możliwość wielorakich równowag, a jedna z trajektorii nieuchronnie prowadzi ku gwałtownemu załamaniu zaufania.

Pieniądz fiducjarny a historyczne psucie monety

Rogoff i Reinhart słusznie przypominają, że inflacja w nowoczesnym systemie pieniądza fiducjarnego jest zaledwie technicznym odpowiednikiem degradacji monety, znanej z epoki

kruszcowej. Tam, gdzie dawniej królowie psuli pieniądz, obcinając jego brzegi lub dodając do stopu tańsze metale, dziś rządy emitują pieniądz bez wartości wewnętrznej. Jego siła nabywcza jest w całości oparta na wierze, że emitent dotrzyma umowy co do stabilności jednostki rozrachunkowej. W obu przypadkach mamy do czynienia z tym samym manewrem: niewypłacalność zostaje przebrana za kontynuację zobowiązania, a jej realny koszt przerzucony na posiadaczy gotówki.

Jeżeli w centrum nowoczesnego systemu finansowego umieścimy zaufanie – rozumiane jako ciche założenie, że inni dotrzymają umów, a instytucje gwarantujące obrót są wypłacalne – to kryzys jawi się jako moment, w którym to założenie traci swoją oczywistość. Załamanie zaufania nie jest jednak prostym skutkiem nagłego olśnienia, że zostaliśmy oszukani. To raczej finał długotrwałego procesu, w którym narastające zadłużenie, złożoność instrumentów i nieprzejrzystość bilansów sprawiają, że racjonalna ocena ryzyka staje się niemożliwa.

Tu właśnie uderza fundamentalny motyw teorii Reinhart i Rogoffa: w miarę wzrostu długu i złożoności system przesuwa się w obszar, gdzie możliwe są wielorakie równowagi. Dopóki wszyscy wierzą, że długi będą rolowane, system działa, choć jego konstrukcja jest krucha. Wystarczy jednak drobny impuls, by podważyć zaufanie i wywołać skokową zmianę stanu. To, co w modelu formalnym jest przejściem między równowagami, w świecie realnym przybiera postać paniki, runu na banki, gwałtownego odpływu kapitału i załamania popytu na obligacje.

Aby uchwycić ten mechanizm w sposób zdyscyplinowany, posłużmy się prostą zagadką logiczną. Wyobraźmy sobie kraj A, w którym spełnione są następujące warunki. Po pierwsze, przez długi czas utrzymuje on wysoki poziom długu do PKB (nazwijmy to zdaniem p). Po drugie, w elitach dominuje przekonanie, że dzięki nowym instrumentom i regulacjom „tym razem jest inaczej” (zdanie q). Po trzecie, w krótkim okresie nie ma kryzysu, a gospodarka rośnie w pozornej stabilności (zdanie r).

Rozważmy teraz trzy twierdzenia. Pierwsze: jeśli p i q są prawdziwe, to r również jest prawdziwe w krótkim okresie. Drugie: jeśli p, q i r utrzymują się przez dłuższy czas, to w końcu wystąpi zdarzenie s, czyli gwałtowne załamanie zaufania. Trzecie: jeśli wystąpi s, to w pewnym momencie r przestaje być prawdziwe, czyli następuje kryzys. Zadanie polega na odpowiedzi, czy można założyć, że p, q i r będą wiecznie prawdziwe. Otóż nie. Ktoś, kto zakłada, że wysokie zadłużenie i mit o wyjątkowości mogą współistnieć z permanentnym spokojem, popada w sprzeczność. Z połączenia pierwszego i drugiego twierdzenia wynika, że długotrwałe p i q muszą w końcu doprowadzić do s, a z trzeciego – że s wymusza negację r.

Ta z pozoru banalna zagadka ujawnia sedno problemu: mit „tym razem jest inaczej” jest nie tylko empirycznie fałszywy, ale logicznie niespójny, jeśli przyjmiemy, że struktura systemu pozostaje ta sama, a jedynie wyposażamy ją w instrumenty jeszcze bardziej zwiększające lewarowanie.

Jednym z najbardziej trzeźwych wątków analizy Reinhart i Rogoffa jest teza, że innowacja finansowa to zazwyczaj technicznie wyrafinowana kontynuacja

Paradoks stabilności: dług wyklucza trwałą równowagę

Jeżeli przyjąć, że w centrum nowoczesnego systemu finansowego znajduje się zaufanie, rozumiane jako fundamentalne oczekiwanie, iż inni dotrzymają zobowiązań, a instytucje gwarantujące obrót pozostaną wypłacalne, to kryzys jawi się jako moment gwałtownego rozpadu tej pewności. Załamanie to nie jest jednak prostym rezultatem nagłego uświadomienia sobie oszustwa. Stanowi raczej kulminację długotrwałego procesu, w którym narastający poziom zadłużenia, rosnąca złożoność instrumentów i nieprzejrzystość bilansów sprawiają, że racjonalna ocena ryzyka w kategoriach indywidualnego rachunku przestaje być możliwa. System staje się zbyt gęsty, by go przeniknąć.

Tu właśnie uderza fundamentalny motyw teorii Reinhart i Rogoffa: w miarę wzrostu długu i złożoności gospodarka wkracza w niestabilny obszar wielorakich równowag. Dopóki uczestnicy rynku wierzą, że inni będą refinansować swoje zobowiązania, system działa, choć jego konstrukcja jest krucha niczym domek z kart. Wystarczy jednak drobny impuls, by podważyć zaufanie i wywołać skokową zmianę stanu. To, co w modelu formalnym opisuje się jako przejście między równowagami, w świecie realnym przybiera postać paniki, runu na banki, nagłego odpływu kapitału czy załamania popytu na obligacje.

Aby uchwycić ten mechanizm w sposób intelektualnie zdyscyplinowany, posłużmy się prostym eksperymentem myślowym, który zmusi nas do przełożenia intuicji o kryzysie zaufania na język logiki. Wyobraźmy sobie kraj A, w którym spełnione są trzy przesłanki. Po pierwsze, utrzymuje on przez długi czas wysoki poziom długu publicznego, co oznaczmy zdaniem p. Po drugie, w elitach finansowych i politycznych dominuje przekonanie, że dzięki nowym instrumentom i regulacjom „tym razem jest inaczej” – to złudzenie oznaczmy jako q. Po trzecie, w krótkim okresie nie dochodzi do kryzysu, a gospodarka funkcjonuje w stanie pozornej stabilności, co nazwiemy r.

Rozważmy teraz trzy twierdzenia, które opisują dynamikę tego systemu. Pierwsze głosi, że jeżeli wysoki dług (p) współistnieje z mitem wyjątkowości (q), to w krótkim okresie możliwy jest pozorny spokój (r). Drugie twierdzenie ostrzega, że jeżeli stan opisany przez p, q i r utrzymuje się dostatecznie długo, to nieuchronnie prowadzi do gwałtownego załamania zaufania, które oznaczmy jako s. Trzecie twierdzenie zamyka pętlę przyczynową: jeśli nastąpi załamanie zaufania (s), to w pewnym momencie spokój i stabilność (r) muszą zostać zanegowane, a więc następuje kryzys.

Zadanie logiczne polega na rozstrzygnięciu, czy można w ramach tego układu założyć, że wysoki dług i wiara w innowacje mogą wiecznie współistnieć z permanentnym spokojem. Odpowiedź jest negatywna. Ktoś, kto przyjmuje takie założenie, popada w sprzeczność, bowiem z połączenia pierwszego i drugiego twierdzenia wynika, że długotrwałe utrzymywanie się p i q musi w końcu doprowadzić do s. Z kolei trzecie twierdzenie stanowi, że pojawienie się s wymusza negację r. Wniosek jest zatem nieuchronny: jeśli chcemy uniknąć kryzysu, musimy albo zrezygnować z utrzymywania trwale wysokiego długu, albo porzucić wygodny mit, że innowacje unieważniają żelazne prawa ekonomii.

Mit progu 90%: błędy w analizie zadłużenia publicznego

Warto jednak w tym miejscu wyraźnie zrekonstruować pewien kluczowy spór, który wstrząsnął współczesną ekonomią. Chodzi o słynną tezę o twardym progu dziewięćdziesięciu procent długu publicznego do PKB, liczbie-talizmanie, po przekroczeniu której wzrost gospodarczy miał rzekomo wchodzić w fazę terminalnego załamania. Gdy jednak trójka badaczy – Thomas Herndon, Michael Ash i Robert Pollin – postanowiła powtórzyć obliczenia Reinhart i Rogoffa, odkryła coś niepokojącego. W arkuszu kalkulacyjnym kryły się błędy kodowania, arbitralne wykluczenie niewygodnych danych oraz specyficzna metoda ważenia statystyk, które razem sztucznie wzmacniały negatywny związek między długiem a wzrostem. Ich drobiazgowa analiza dowiodła, że żaden uniwersalny próg po prostu nie istnieje, a relacja między długiem a wzrostem jest znacznie bardziej skomplikowana, zależna od kontekstu instytucjonalnego, struktury samego zadłużenia i globalnej koniunktury.

Ta krytyka nie unieważnia fundamentalnej intuicji Reinhart i Rogoffa o wrodzonej kruchości wysoko zadłużonych systemów. Wymaga jednak od nas znacznie większej analitycznej subtelności w interpretacji ich wyników. Zamiast więc fetyszyzować jedną, magiczną liczbę, powinniśmy badać całą architekturę zobowiązań państwa. Kluczowe stają się pytania o strukturę terminową i walutową długu, o siłę instytucji gwarancyjnych, a także o historyczne doświadczenia danego kraju z niewypłacalnością czy inflacją. To właśnie ta złożoność, a nie pojedynczy wskaźnik, stanowi prawdziwy klucz do zrozumienia ryzyka.

Niemcy i Skandynawia: trauma dyktuje rygor fiskalny

Analizując powtarzalność kryzysów, łatwo wpaść w pułapkę uniwersalizacji, która zaciera fundamentalne różnice kulturowe i instytucjonalne. Tymczasem pewne regiony świata

wypracowały swoiste matryce pamięci i odmienne reakcje na traumę długu, inflacji czy bankructw. Znakomite pole do porównań tworzą tu gospodarki skandynawskie oraz niemiecka. Z jednej strony należą one do tego samego kręgu rozwiniętych państw europejskich, z drugiej zaś różnią się zasadniczo w sposobie myślenia o długu, roli państwa w zarządzaniu ryzykiem i kulturze finansowej gospodarstw domowych.

Państwa nordyckie, zwłaszcza Norwegia, Dania i Szwecja, od lat plasują się w światowej czołówce pod względem relacji zadłużenia gospodarstw domowych do produktu krajowego brutto. Dane Międzynarodowego Funduszu Walutowego i innych instytucji pokazują, że wskaźnik ten sięga tam ponad osiemdziesięciu procent, a w niektórych okresach nawet więcej. Dla porównania, w Niemczech relacja ta jest znacznie niższa i oscyluje wokół pięćdziesięciu procent. Na pierwszy rzut oka wniosek wydaje się prosty: Skandynawia żyje na kredyt, a Niemcy pozostają wzorem oszczędności. Jednak głębsza analiza odsłania zupełnie inną strukturę ryzyka.

W krajach nordyckich wysoki poziom zadłużenia wiąże się z dojrzałymi rynkami hipotecznymi, długimi terminami spłaty i często elastycznymi warunkami kredytowania, a wszystko to osadzone jest w ramach potężnych systemów zabezpieczenia socjalnego. Jednocześnie agencje ratingowe ostrzegają, że w ostatnich latach w kilku państwach regionu dochodzi do stopniowego łagodzenia wymogów kredytowych, na przykład przez podnoszenie dopuszczalnej relacji kredytu do wartości nieruchomości. Zdaniem analityków, może to w długim okresie zwiększyć podatność tamtejszych systemów bankowych na wstrząsy.

Warto przy tym pamiętać, że Skandynawia ma już za sobą poważne kryzysy bankowe, które przetoczyły się przez Szwecję i Finlandię na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych. Doprowadziły one do głębokiej restrukturyzacji sektora i wdrożenia zaawansowanych mechanizmów nadzoru. Pamięć o tamtych wydarzeniach nie przybrała jednak formy obsesyjnej niechęci do długu jako takiego. Wyraziła się raczej w pragmatycznym modelu, który łączy wysokie zadłużenie prywatne z gotowością państwa do używania długu publicznego jako narzędzia stabilizacji gospodarki.

Niemiecka ścieżka pamięci wygląda zupełnie inaczej. Tutaj centralną traumą pozostaje hiperinflacja z roku 1923, która w żywej do dziś świadomości społecznej została nierozerwalnie połączona z upadkiem Republiki Weimarskiej i dojściem nazistów do władzy. W chętnie cytowanym zdaniu Stefana Zweiga, że nic nie uczyniło narodu niemieckiego tak zgorzkniałym i skłonnym do nienawiści jak inflacja, zawiera się głębokie przekonanie, iż rozchwianie wartości pieniądza stanowi egzystencjalne zagrożenie dla porządku społecznego.

Ten traumatyczny epizod został wbudowany w instytucjonalną architekturę powojennych Niemiec. Widać to zarówno w kulturze banku centralnego, dla którego stabilność cen jest celem nadrzędnym, jak i w dogmacie fiskalnym, który znalazł swój wyraz w tak zwanym hamulcu zadłużenia, czyli Schuldenbremse. Ta wprowadzona w 2009 roku konstytucyjna reguła, ograniczająca strukturalny deficyt federalny do ułamka procenta PKB i zakazująca krajom związkowym zaciągania nowego długu, miała być instytucjonalnym antidotum na pokusę życia ponad stan.

W ostatnich latach, zwłaszcza w obliczu pandemii, wojny w Ukrainie i chronicznej stagnacji, w Niemczech coraz głośniej mówi się jednak, że hamulec zadłużenia stał się hamulcem rozwoju. Choć skutecznie ograniczył wzrost zadłużenia, może jednocześnie blokować niezbędne inwestycje w infrastrukturę, transformację energetyczną czy obronność. Część ekonomistów wskazuje wręcz na paradoks: sztywna reguła fiskalna w warunkach niskich stóp procentowych może sprzyjać inflacji, ponieważ ogranicza podaż bezpiecznego długu publicznego i spycha gospodarkę w stronę nierównowag.

W tym zestawieniu Skandynawia jawi się jako cywilizacja zadłużonego, lecz dobrze zabezpieczonego gospodarstwa domowego, oparta na tradycji solidnego państwa opiekuńczego. Niemcy z kolei reprezentują projekt, w którym dług publiczny jest moralnie podejrzany, a inflacja postrzegana jako śmiertelne zagrożenie dla ładu politycznego. Obie ścieżki są racjonalną odpowiedzią na konkretne historyczne traumy, lecz obie odsłaniają swoje ograniczenia. Nordycka wiara w stabilność cen nieruchomości jest wrażliwa na globalne wstrząsy stóp procentowych, a niemiecki dogmat fiskalny bywa ślepy na fakt, że odmawianie sobie inwestycji w imię niechęci do długu może podkopywać fundamenty ekonomicznej wiarygodności państwa.

Innowacje finansowe: nowoczesna maska starych grzechów

Być może najbardziej prowokacyjnym, a zarazem otrzeźwiającym wątkiem analizy Reinhart i Rogoffa jest teza, że innowacja finansowa rzadko bywa rewolucją. Znacznie częściej okazuje się jedynie technicznie wyrafinowaną kontynuacją prastarych metod zadłużania się i unikania odpowiedzialności, a nie ucieczką od logiki cyklicznych boomów i krachów. Sekurytyzacja, czyli pakowanie ryzykownych kredytów w nowe papiery wartościowe, kontrakty pochodne mnożące ryzyko przy minimalnym kapitale czy skomplikowane struktury zabezpieczeń, które zaciemniają obraz realnych zagrożeń – wszystko to jest funkcjonalnym echem dawnych zabiegów psucia monety. Tyle że dziś działa na nieporównywalnie większą skalę i dla globalnej publiczności.

Analogia historyczna jest tu uderzająco precyzyjna. Średniowieczny monarcha, który kazał obniżyć zawartość srebra w monecie, by sfinansować kolejną wojnę, nie różni się strukturalnie od nowoczesnego państwa, które zezwala na rozwój finansowej inżynierii, jednocześnie cicho gwarantując systemowo ważnym instytucjom, że w razie potrzeby zostaną uratowane. W obu przypadkach mechanizm jest ten sam: dług rośnie w tempie, na które nie pozwoliłaby ostrożna polityka, a ostateczne koszty zostają przerzucone na tych, którzy mają najmniejszy wpływ na architekturę całego systemu.

Z tej perspektywy można też na nowo odczytać słynne zdanie Hymana Minsky'ego, że stabilność jest destabilizująca. Minsky twierdził, że długi okres spokoju usypia czujność, zachęcając do coraz śmielszego lewarowania i bardziej ryzykownych operacji, ponieważ uczestnicy rynku tracą swoją wyobraźnię katastroficzną. Reinhart i Rogoff dostarczają empirycznego szkieletu dla tej intuicji. Dowodzą, że lata prosperity i niskiej zmienności prowadzą do strukturalnej ślepoty na ryzyko, która manifestuje się nie tylko wzrostem zadłużenia, ale też niebezpiecznym przekonaniem, że tym razem ilościowe modele zarządzania ryzykiem wystarczą, by zapobiec systemowej zapaści.

Grecja i Argentyna: anatomia państwowego bankructwa

Gdyby potraktować serio metodologię Reinhart i Rogoffa, należałoby porzucić mówienie o kryzysach w języku czystej metafizyki. Wieszcz ma prawo bić na alarm, lecz musi jednocześnie operować miliardami i procentami, ponieważ to właśnie liczby wyznaczają granicę między patosem a analizą. Historia zadłużenia jest w ich ujęciu nie tylko opowieścią o ludzkiej pysze, lecz także precyzyjnym arkuszem bilansowym, w którym każda katastrofa ma swój konkretny, arytmetyczny mianownik długu.

Argentyna, zanim pogrążyła się w kryzysie roku 2001, nie unosiła się w oparach symboli, tylko tkwiła w twardych zależnościach liczbowych, które z czasem zacisnęły się niczym pętla. Zadłużenie zewnętrzne urosło do skali, w której niewypłacalność na kwotę ponad dziewięćdziesięciu pięciu miliardów dolarów ustanowiła ponury rekord w globalnej historii bankructw. Sztywne powiązanie kursu peso z dolarem oraz dług denominowany w obcej walucie nie były abstrakcją, lecz brutalną arytmetyką: każdy punkt procentowy wzrostu kosztu finansowania uderzał w budżet z siłą proporcjonalną do tej masy zobowiązań. Gdy zaufanie rynków wyparowało, państwo faktycznie utraciło zdolność do wypłaty pensji, emerytur i finansowania podstawowych usług. Budżet nie „rozsypał się" metaforycznie, tylko rachunkowo – zabrakło chętnych do pożyczania pieniędzy za jakąkolwiek cenę.

Grecja, która w 2010 roku trafiła pod kuratelę trojki, weszła w kryzys z długiem przekraczającym sto trzydzieści procent PKB i strukturalnym deficytem, którego nie dało się już ukryć za fasadą kreatywnej księgowości. Państwo formalnie nie ogłosiło bankructwa, jednak w praktyce nastąpiła przymusowa redukcja długu prywatnego oraz wieloletnie podporządkowanie polityki budżetowej zewnętrznym wierzycielom. Gigantyczna masa długu, liczona w setkach miliardów euro, zderzyła się z gospodarką, która po latach recesji skurczyła się o ponad jedną piątą. To właśnie te proporcje sprawiły, że grecki budżet z instrumentu suwerennej polityki stał się planem spłaty, którego koszty rozpisano na własnych obywateli.

Panoramę tę dopełniają przypadki Sri Lanki czy Libanu. Tam problemem stał się nie tylko stosunek długu do PKB, lecz także poziom rezerw walutowych, który spadł do punktu krytycznego, uniemożliwiając finansowanie importu paliw i leków. To również jest czysta arytmetyka: kiedy zadłużenie zewnętrzne przekracza zdolność do jego obsługi przy danym poziomie eksportu, a rezerwy topnieją do zera, budżet państwa przestaje być planem działania. Staje się listą pobożnych życzeń. Reinhart i Rogoff zidentyfikowali dziesiątki takich historii, a ich wspólnym mianownikiem pozostaje żelazna reguła: dług rośnie szybciej niż zdolność gospodarki do jego obsługi.

Dług Unii Europejskiej: rosnące koszty obsługi

Na tym tle obecne położenie Unii Europejskiej nie jest jeszcze katastrofą, ale też nie jest stanem błogiego bezpieczeństwa. Według danych Eurostatu dług sektora instytucji rządowych i samorządowych na początku 2025 roku wynosił około 81,8% produktu krajowego brutto w całej Unii, a w samej strefie euro sięgał 88%. Nie są to wartości greckie ani argentyńskie, lecz warto zauważyć, że przed kryzysem z 2008 roku wiele państw rozwiniętych poruszało się w okolicach 50–60%. Obecny poziom jest więc efektem dwóch wielkich szoków: upadku systemu finansowego i pandemii. Oba zostały zamortyzowane poprzez emisję długu w okresie, gdy stopy procentowe były bliskie zera, a Europejski Bank Centralny skupował obligacje w ramach programów łagodzenia ilościowego. Teraz, gdy stopy są już zdecydowanie dodatnie, a skupy stopniowo odwracane, ta sama masa długu staje się o wiele cięższa.

Do tego dochodzi fakt, że Unia przyjęła na siebie zobowiązanie wspierania Ukrainy w wojnie i w odbudowie. Wspólna ocena rządu Ukrainy, Banku Światowego, Komisji Europejskiej i ONZ szacuje koszt rekonstrukcji, modernizacji i naprawy zniszczeń na około 524 miliardy dolarów, co po przeliczeniu daje w przybliżeniu 506 miliardów euro. To suma stanowiąca dwu- lub nawet trzykrotność rocznego produktu Ukrainy sprzed pełnoskalowej inwazji, w zależności od przyjętych założeń. Ta kwota nie zostanie wydana w jednym roku, lecz rozłoży się na dekadę, jednak

budżetowo oznacza to średnio dziesiątki miliardów euro rocznie, z czego znaczna część przypadnie na Unię.

Rosyjskie aktywa: prawne ryzyka finansowania Ukrainy

Równolegle do działań na froncie, G7 i Unia Europejska zaprojektowały misterny mechanizm finansowy: kredyt dla Ukrainy rzędu 45 miliardów euro, którego obsługa ma być oparta na przyszłych dochodach z zamrożonych rosyjskich aktywów. Mowa tu głównie o rezerwach banku centralnego, ulokowanych w europejskiej infrastrukturze rozliczeniowej, których skalę szacuje się na kwotę od 185 do 210 miliardów euro. To wolumen tak potężny, że stanowi on istotną pozycję w globalnym systemie rezerw walutowych. Unia podjęła już decyzję o wykorzystaniu „nadzwyczajnych dochodów" generowanych przez te aktywa, czyli odsetek i zysków z lokowania, które przynoszą około 2,5 do 3 miliardów euro rocznie. Pierwsza transza, w wysokości półtora miliarda euro, została już skierowana na wsparcie Kijowa.

Cała ta konstrukcja jest pomyślana tak, aby nie naruszać samego kapitału, lecz sięgać wyłącznie po strumień generowanych przez niego pożytków. Jest to prawny fortel, obudowany w taki sposób, by można go było uzasadniać jako środek odwetowy wobec agresora, bez formalnego przełamywania świętej zasady nienaruszalności własności państwowej. To delikatna operacja na otwartym sercu globalnego systemu finansowego, gdzie jeden fałszywy ruch może mieć nieprzewidywalne konsekwencje.

Wszystko to dzieje się w momencie, w którym Polska na dobre przestaje być „umiarkowanym dłużnikiem" wewnątrz Unii. Według krajowej definicji, dług Skarbu Państwa i powiązanych z nim jednostek oscylował w połowie 2024 roku wokół 41,8% PKB. Jednak unijna metodologia ESA 2010, która do sektora instytucji rządowych i samorządowych wlicza również zadłużenie wyprowadzone do funduszy i agencji, maluje znacznie bardziej niepokojący obraz. Według niej, w drugim kwartale 2024 roku było to już 52,3%, a prognoza na drugi kwartał 2025 roku wskazuje na około 58,1%.

Jeszcze istotniejsza jest jednak projekcja Komisji Europejskiej, która jesienią 2024 roku oszacowała, że przy utrzymaniu obecnej polityki fiskalnej polski dług publiczny wzrośnie z około 55,1% PKB w 2024 roku do blisko 69,2% w roku 2027. Innymi słowy, w ciągu zaledwie trzech lat poziom zadłużenia według unijnych standardów miałby zbliżyć się do 70% produktu krajowego brutto. To niebezpiecznie blisko konstytucyjnego progu 60% liczonego według krajowej metodologii i wyraźnie powyżej maastrichtowskiego limitu, który jeszcze dekadę temu traktowano jako żelazną barierę.

Taki marsz w górę nie jest abstrakcyjną grą liczb, lecz fundamentalną zmianą parametrów ryzyka. Każdy dodatkowy punkt procentowy długu w relacji do PKB, przy obecnym poziomie rentowności obligacji, przekłada się na konkretne miliardy złotych rocznie dodatkowego kosztu obsługi. Jeżeli równolegle rosną wydatki na obronę, które mają przekraczać 2% PKB, a w praktyce zbliżają się do 3%, jeśli utrzymywane są rozległe programy świadczeń społecznych, a społeczeństwo się starzeje, to pole manewru budżetu zaczyna się dramatycznie zwężać.

W tej konfiguracji pomysł, by część europejskich ciężarów związanych z pomocą Ukrainie sfinansować dzięki zamrożonym rosyjskim aktywom, ma w sobie logikę zemsty i sprawiedliwości. Z punktu widzenia prawa międzynarodowego używania samych odsetek można jeszcze bronić jako środka odwetowego, proporcjonalnego do naruszenia prawa przez Rosję. Sprawa stanie się jednak o wiele trudniejsza, jeśli Unia zechce sięgnąć po sam kapitał. Wtedy bowiem staniemy wobec fundamentalnego pytania: czy system, który przez dziesięciolecia opierał się na założeniu nienaruszalności aktywów państwowych w wielkich centrach finansowych świata, może jednocześnie stać się polem uprawomocnionej konfiskaty?

Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff uczą, że kryzysy zaufania zaczynają się wtedy, gdy niejasne stają się podstawowe reguły gry. Jeżeli świat uzna, że zachodnie jurysdykcje przechodzą od zamrażania do konfiskaty rezerw, część państw zacznie rozważać dywersyfikację poza strefę euro i dolara. Uczyni to nie z sympatii dla Rosji, lecz z prostego instynktu samozachowawczego. To z kolei może podnieść koszt finansowania długu w Unii w sposób pośredni, poprzez rosnącą premię za ryzyko polityczne wbudowaną w cenę kapitału.

Metodologia ESA2010: Polska zwiększa zadłużenie

Cały ten proces zbiega się w czasie z fundamentalną zmianą: Polska przestaje być postrzegana jako „umiarkowany dłużnik” wewnątrz Unii. Według krajowej definicji tak zwany dług Skarbu Państwa i powiązanych z nim jednostek w połowie 2024 roku oscylował wokół 41,8% produktu krajowego brutto. Jest to jednak obraz niepełny. Według unijnej metodologii ESA 2010, która do sektora instytucji rządowych i samorządowych wlicza również zadłużenie wyprowadzone do rozmaitych funduszy i agencji, w drugim kwartale 2024 roku wskaźnik ten wynosił już 52,3% PKB, z prognozą wzrostu do około 58,1% w drugim kwartale 2025 roku.

Jeszcze bardziej niepokojąca jest projekcja Komisji Europejskiej, która jesienią 2024 roku oszacowała, że przy utrzymaniu obecnej polityki fiskalnej polski dług publiczny wzrośnie z około 55,1% PKB w 2024 roku do blisko 69,2% w roku 2027. Oznacza to, że w ciągu zaledwie trzech lat poziom zadłużenia według unijnych standardów niebezpiecznie zbliżyłby się do 70% produktu

krajowego brutto. Przekroczyłby tym samym maastrichtowski limit 60%, który jeszcze dekadę temu traktowano niemal z religijną powagą, i niebezpiecznie zbliżyłby się do konstytucyjnego progu liczonego według znacznie łagodniejszej, krajowej metodologii.

Taki marsz liczb nie jest abstrakcją, lecz brutalną zmianą parametrów ryzyka. Każdy dodatkowy punkt procentowy długu w relacji do PKB, przy obecnym poziomie rentowności obligacji, przekłada się na konkretne miliardy złotych rocznie dodatkowych kosztów obsługi. Jeżeli równolegle rosną wydatki na obronę, które w praktyce zbliżają się do 3% PKB, jeśli utrzymywane są rozległe programy świadczeń społecznych, a społeczeństwo nieubłaganie się starzeje, to pole manewru dla budżetu państwa zaczyna się dramatycznie zwężać. Przestrzeń do prowadzenia jakiejkolwiek polityki kurczy się w zastraszającym tempie.

Instytucje cienia: ukryty dług nie niweluje ryzyka

Dla globalnego biznesu, który nawiguje w świecie po pandemii, w erze uporczywie wysokich stóp procentowych i narastających napięć geopolitycznych, najpoważniejsze tendencje w dziedzinie długu układają się w kilka splatających się wektorów. Po pierwsze, dług publiczny w wielu krajach, nadmiernie rozrośnięty po kryzysie z 2008 roku i pandemicznych interwencjach, osiągnął historyczne maksima. Jego obsługa przez długi czas była jednak łagodzona przez niemal zerowe stopy procentowe. W momencie, gdy banki centralne przeszły do agresywnego zacieśniania polityki pieniężnej, odrodziło się klasyczne napięcie między walką z inflacją a stabilnością zadłużenia państw.

Po drugie, w wielu gospodarkach, zwłaszcza tych rozwiniętych, ciężar długu przesunął się z tradycyjnego sektora bankowego w stronę tak zwanej bankowości cienia. Mowa o funduszach private equity, wehikułach sekurytyzacyjnych i innych strukturach finansowych, które operują poza zasięgiem klasycznego nadzoru. Ryzyko zatem nie zniknęło, lecz zostało rozproszone i zeszło z pola widzenia tradycyjnych regulatorów, stając się trudniejsze do zidentyfikowania i skontrolowania.

Po trzecie, obserwujemy wzrost zadłużenia prywatnego w gospodarkach uchodzących dotąd za wzór ostrożności, na czele z Niemcami. Rośnie tam liczba osób nadmiernie zadłużonych, ponieważ inflacja ostatnich lat naruszyła realną wartość dochodów i oszczędności. To z kolei skłania część gospodarstw domowych do sięgania po kredyt, aby utrzymać dotychczasowy standard życia, co tworzy nowe ogniska niestabilności.

Jeśli zrekonstruować te tendencje w duchu analiz Reinhart i Rogoffa, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem nie jest jedno spektakularne, globalne załamanie. Raczej czeka nas

seria regionalnych i sektorowych kryzysów, w których różne formy długu wywołają odmienne konfiguracje problemów bankowych, walutowych i fiskalnych. Globalny biznes będzie musiał nauczyć się żyć w stanie permanentnej niepewności co do wiarygodności długu, zarówno publicznego, jak i prywatnego, w wielu zakątkach świata.

Prowokacją intelektualną dla zarządów i inwestorów może być teza, że największym ryzykiem nie jest sam poziom długu, lecz jego normalizacja. Chodzi o moment, w którym kultura korporacyjna i polityczna zacznie go traktować jako niewidzialne tło, co doprowadzi do powtórzenia syndromu „tym razem jest inaczej" w wersji korporacyjnej. Jeżeli rada nadzorcza globalnej spółki zakłada, że nieograniczona płynność, tanie refinansowanie i wieczna gotowość banków centralnych do ratowania rynków są naturalnym stanem rzeczy, to zachowuje się dokładnie tak, jak elity finansowe przed każdym wielkim kryzysem w historii.

Przekroczenie progów długu: paraliż finansów państwa

W tej konfiguracji pomysł, by część europejskich ciężarów związanych z Ukrainą sfinansować z zamrożonych rosyjskich aktywów, ma w sobie surową logikę sprawiedliwości i odwetu. Z perspektywy prawa międzynarodowego wykorzystanie samych odsetek można jeszcze obronić jako środek proporcjonalny do skali naruszeń, jakich dopuściła się Rosja. Sprawa stanie się jednak nieporównanie trudniejsza, jeśli Unia zechce sięgnąć po sam kapitał – owe sto osiemdziesiąt pięć do dwustu dziesięciu miliardów euro rezerw. Wówczas bowiem staniemy przed fundamentalnym pytaniem: czy system, który przez dekady opierał się na dogmacie nienaruszalności aktywów państwowych, może jednocześnie stać się polem uprawomocnionej konfiskaty?

Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff uczą, że kryzysy zaufania rodzą się dokładnie w takich momentach, gdy podstawowe reguły gry stają się niejasne. Jeżeli świat dojdzie do wniosku, że zachodnie jurysdykcje płynnie przechodzą od zamrażania do konfiskowania rezerw, część państw zacznie rozważać dywersyfikację portfeli poza euro i dolara. Uczyni to nie z sympatii dla Rosji, lecz z czystego instynktu samozachowawczego. To z kolei, w sposób pośredni, może podnieść koszt finansowania długu w samej Unii poprzez rosnącą premię za ryzyko polityczne, wpisaną w jej papiery wartościowe.

W tym miejscu powraca motyw, który niczym refren przebija przez całą twórczość Reinhart i Rogoffa: najgroźniejsze kryzysy są wynikiem spotkania wysokiego długu z arogancją, z przekonaniem, że instytucje są zbyt potężne, by upaść. Unia z długiem rzędu osiemdziesięciu kilku procent PKB, z kilkoma państwami członkowskimi grubo powyżej stu procent, z koniecznością sfinansowania setek miliardów dla Ukrainy i z debatą o konfiskacie rezerw, nie może już dłużej

chować się za twierdzeniem, że „to nie dotyczy rozwiniętych gospodarek". Polska, która według własnych definicji jest wciąż „umiarkowanie zadłużona", lecz według unijnej metodologii zmierza w okolice siedemdziesięciu procent, również nie może powtarzać, że kryzysy zadłużeniowe to wyłącznie problem peryferii.

Racjonalizacja środków: hamulec dla kryzysów kapitalizmu

Obrona ogólnej intuicji Reinhart i Rogoffa nie może przerodzić się w fundamentalizm, który z ich monumentalnej pracy uczyniłby nowy, ekonomiczny katechizm. Jako teoretyk społeczny, którego celem jest rekonstrukcja warunków racjonalnej debaty o kryzysach, muszę ostrzec: każdy projekt, który z historii wyciąga jedynie prosty zakaz, wpada w pułapkę, którą można nazwać aporią antymodernistyczną. Jeżeli bowiem uznamy, że każda próba wykorzystania długu publicznego do sfinansowania transformacji energetycznej czy adaptacji klimatycznej jest jedynie prologiem do nieuchronnej katastrofy, to sami paraliżujemy zdolność nowoczesnych społeczeństw do działania w obliczu realnych wyzwań.

Inteligentna krytyka nie polega więc na negowaniu samego faktu, że kryzysy się powtarzają. Polega na czymś znacznie subtelniejszym: na uświadomieniu sobie, że sama kategoria „kryzysu" jest pojęciem historycznie i normatywnie naładowanym. To, co jedna epoka piętnuje jako kryzys długu, inna może zinterpretować jako nieunikniony koszt strukturalnej transformacji. Podobnie dług publiczny – w optyce fiskalnego fundamentalizmu postrzegany niemal jako grzech pierworodny – w innej perspektywie staje się narzędziem międzypokoleniowej sprawiedliwości, rozkładającym koszty inwestycji służących przyszłym generacjom.

Z tej perspektywy nie chodzi o to, by odrzucić ostrzeżenie Reinhart i Rogoffa, lecz by włączyć je w szerszy, bardziej dojrzały proces rozumienia. Proces, który musi uwzględniać trzy wymiary: po pierwsze, empiryczną prawdziwość ich ustaleń; po drugie, normatywną słuszność politycznych rekomendacji, które z nich płyną; i wreszcie po trzecie, autentyczność, z jaką ich praca oddaje historyczne doświadczenie. O ile ich dane są rzetelne, pomagają nam rekonstruować obiektywne mechanizmy. O ile jednak ich interpretacja prowadzi do sztywnego, antydłużniczego dogmatu, wymaga krytycznego zniuansowania.

Tym, co pozostaje niekwestionowaną lekcją z ich pracy, jest fundamentalna prawda: żadne społeczeństwo nie może racjonalnie projektować przyszłości, jeśli nie wbuduje w swoje instytucje i kulturę pamięci o nierozerwalnym splocie długu, zaufania i innowacji finansowej. Kto chce

korzystać z dobrodziejstw kredytu, musi zaakceptować, że każda obietnica spłaty istnieje w polu napięcia. Napięcia między realną zdolnością do jej dotrzymania a kruchą tkanką zaufania, która może zostać zerwana przez czynniki polityczne, psychologiczne czy geopolityczne – a przed tym żadna, nawet najbardziej wyrafinowana, matematyka nas nie uchroni.

> W świecie finansów, gdzie obietnice stają się instrumentami, a zaufanie walutą, pamięć o przeszłych kryzysach jest jedynym kompasem. Czy jednak potrafimy odczytać jego wskazania, zanim iluzja stabilności ponownie nas zwiedzie? Może przyszłość gospodarcza nie zależy od unikania długu, ale od mądrości w jego zarządzaniu, od umiejętności odróżnienia inwestycji od spekulacji i od odwagi, by kwestionować dogmaty, zanim staną się naszym przekleństwem?

Inspiracje

[1] **"Esta vez es distinto"** Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff

2011 | Fondo de Cultura Económica

Carmen M. Reinhart jest ekonomistką specjalizującą się w finansach międzynarodowych i makroekonomii. Znana jest z badań nad kryzysami finansowymi, przepływami kapitału i długiem. Reinhart była główną ekonomistką Banku Światowego i jest profesorem im. Minosa A. Zombanakisa w Harvard Kennedy School.

Carmen M. Reinhart *is an economist specializing in international finance and macroeconomics. She is known for her work on financial crises, capital flows, and debt. Reinhart was Chief Economist of the World Bank and is Minos A. Zombanakis Professor at Harvard Kennedy School.*

Harvard Kennedy School

Kenneth J. Ruoff jest profesorem historii nowożytnej Japonii i Azji Wschodniej na Uniwersytecie Stanowym w Portland. Specjalizuje się w historii współczesnej Japonii. Otrzymał nagrody, takie jak Nagroda Wydziału Tima Garrisona za Badania Historyczne.

Kenneth J. Ruoff is a Professor of Modern History of Japan and East Asia at Portland State University. His expertise lies in modern Japanese history. He has received awards such as the Tim Garrison Faculty Award for Historical Research.

Portland State University

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] **"Accounting for Saving: Financial Liberalization, Capital Flows, and Growth in Latin America and Europe"**

Carmen M. Reinhart

1999 | John Hopkins University Press for the Inter-American Development Bank

[2] **"Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets"**
Morris Goldstein, Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart
2000 | Institute for International Economics

[3] **"Our Dollar, Your Problem: An Insider's View of Seven Turbulent Decades of Global Finance and the Road Ahead"**
Kenneth Rogoff
2025

[4] **"The Curse of Cash"**
Kenneth Rogoff
2016

Literatura pokrewna (Google Scholar):

[5] **"The World of Yesterday"**
Stefan Zweig
1942 | Viking Press

[6] **"This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly"**
Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff
2009 | Princeton University Press

[7] **"Our Dollar, Your Problem: An Insider's View of Seven Turbulent Decades of Global Finance, and the Road Ahead"**
Kenneth Rogoff
2025 | Yale University Press

[8] **"Stabilizing an Unstable Economy"**
Hyman Minsky
1986 | McGraw-Hill

[9] **"John Maynard Keynes"**
Hyman Minsky
1975 | Columbia University Press

[10] **"Climate Crisis and the Global Green New Deal: The Political Economy of Saving the Planet"**
Robert Pollin, Noam Chomsky, C. J. Polychroniou
2020 | Verso Books

[11] **"Beware of Pity"**
Stefan Zweig
1939 | Viking Press

[12] **"Shadow Banking Within and Across National Borders"**
Stijn Claessens, Douglas Evanoff, George Kaufman, Luc Laeven
2015 | World Scientific Publishing

[13] **"Shadow Banking: Scope, Origins and Theories"**
Anastasia Nesvetailova
2014 | Routledge

[14] **"Research Handbook on Shadow Banking"**
2016 | Edward Elgar Publishing

[15] **"The Handbook of Global Shadow Banking, Volume I: From Policy to Regulation"**
Luc Nijs
2016 | Emerald Group Publishing

[16] **"Sovereign Debt and the Financial Crisis : Will This Time Be Different?"**
Carlos A. Primo Braga, Gallina A. Vincelette
2011 | World Bank

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] **"The German "debt brake": Success factors and challenges"**
Lars P. Feld, Wolf Heinrich Reuter
2021 | EconStor

[2] **"Gold, Fiat Money, and Price Stability"**
Michael D. Bordo, Robert T. Dittmar, William T. Gavin
NBER Working Paper Series

[3] **"The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation"**
Tobias Adrian, Hyun Song Shin
2009 | Federal Reserve Bank of New York Staff Reports
Google Scholar

[4] **"Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor will Hold?"**

E Ilzetzki, CM Reinhart, KS Rogoff

2019 | Quarterly Journal of Economics

[5] **"The Modern History of Exchange Rate Arrangements"**

CM Reinhart, KS Rogoff

2004 | Quarterly Journal of Economics

[6] **"From financial crash to debt crisis"**

CM Reinhart, KS Rogoff

2011 | American Economic Review

Google Scholar

[7] **"Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten"**

Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff

2015 | Journal of Banking and Financial Economics

Google Scholar

[8] **"The Financial Instability Hypothesis"**

Hyman Minsky

1992 | The Jerome Levy Economics Institute of Bard College

Google Scholar

[9] **"Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies"**

Hyman Minsky

1996 | Journal of Economic Issues

Google Scholar

[10] **"The Impact of Shadow Banking on the Financial Stability: Evidence from G20 Countries"**

Mehran Zarei, Marziyeh Esfandiari, Seyed Hossein Mirjalili

2022 | Journal of Money and Economy

Google Scholar

[11] **"Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff"**

Thomas Herndon, Michael Ash, Robert Pollin

2014 | Cambridge Journal of Economics

Google Scholar

[12] **"A Public Banking Option as a Mode of Regulation for Household Financial Services in the United States"**

Thomas Herndon, Mark Paul

2020 | Journal of Post Keynesian Economics

Google Scholar

[13] **"Sovereign Debt in the Twenty-first Century"**

Kris James Mitchener, Christoph Trebesch

2023 | Journal of Economic Literature

Google Scholar

[14] **"Three Measures of Environmental Inequality"**

James K. Boyce, Michael Ash, Klara Zwickl

2014 | Working Paper Series

Google Scholar

[15] **"Considerations on inflation, economic growth, and the 2 per cent inflation target"**

Robert Pollin, Hanae Bouazza

2022 | Review of Keynesian Economics

Google Scholar

[16] **"Indian Currency and Finance"**

John Maynard Keynes

1913

[17] **"Efekt dźwigni finansowej a struktura źródeł finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 2005-2018"**

Łach, K.

2020 | Zeszyty Naukowe SGGW, Polityki Europejskie, Finanse I Marketing

Google Scholar

[18] **"Dlaczego pieniądz fiducjarny może istnieć - czyli degeneracja pieniądza i kredytu"**

Hans-Hermann Hoppe

2011 | Journal of Political Economy

Google Scholar

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[19] **"This Time Is Different"**

Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff

2009 | Princeton University Press eBooks | DOI: 10.1515/9781400831722

Google Scholar

[20] **"The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation"**

Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff

2004 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/003355304772839515

Google Scholar

[21] **"Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors"**

Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman, Carmen Reinhart

1993 | Staff Papers | DOI: 10.2307/3867379

Google Scholar

[22] **"From Financial Crash to Debt Crisis"**

Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff

2011 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.101.5.1676

Google Scholar

[23] **"The Aftermath of Financial Crises"**

Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff

2009 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.99.2.466

Google Scholar

[24] **"On crises, contagion, and confusion"**

Graciela Kaminsky, Carmen Reinhart

2000 | Journal of International Economics | DOI: 10.1016/s0022-1996(99)00040-9

Google Scholar

[25] "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems"

Graciela Kaminsky, Carmen Reinhart

1999 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.89.3.473

Google Scholar

[26] "Growth in a Time of Debt"

Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff

2010 | Digital Access to Scholarship at Harvard (DASH) (Harvard University) | DOI: 10.1257/aer.100.2.573

Google Scholar

[27] "Fear of Floating"

Guillermo A. Calvo, Carmen Reinhart

2000 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w7993

Google Scholar

[28] "Leading Indicators of Currency Crises"

Graciela Kaminsky, Saul Lizondo, Carmen Reinhart

1998 | Staff Papers | DOI: 10.2307/3867328

Google Scholar

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: c4b51d48-48cb-4151-985f-fe26c931dc65