

ANETA KOSZTOWNIAK

*Sytuacja na rynkach finansowych krajów funkcjonujących
w różnych systemach gospodarczych
– w trakcie i po kryzysie finansowym*

Situation on financial markets of countries functioning
in the various economic systems – in times and after the fi-nancial crisis

Abstrakt: Artykuł podejmuje próbę przedstawienia sytuacji na rynkach finansowych krajów funkcjonujących w różnych systemach gospodarczych, takich jak Stany Zjednoczone, Unia Europejska (w tym strefa euro) oraz kraje BRIC (Brazylia, Rosja, Indie oraz Chiny) w latach 1999-2010. Artykuł składa się z wprowadzenia, trzech rozdziałów oraz podsumowania. Pierwszy rozdział prezentuje główne reakcje rynku finansowego na kryzys finansowy. Następny zajmuje się działaniami banków centralnych na rynku pieniężnym. Ostatni rozdział prezentuje zmiany w przepływach kapitałowych – jako sprawdzian zaufania do rynku. Podsumowanie zawiera główne wnioski oraz odpowiedzi na trzy postawione pytania, takie jak: 1) Jak rynki kapitałowe zaadaptowały się do kryzysu? 2) Na ile wolne rynki są w stanie samodzielnie ustabilizować sytuację makroekonomiczną? oraz 3) Na ile potrzebna jest interwencja państwa na rynku finansowym?

WPROWADZENIE

Introduction

Globalny kryzys finansowy z II połowy 2007 r. stał się poważnym wyzwaniem dla rynków finansowych. Obserwowana skala zaburzeń na tych rynkach skłoniła władze państw do podjęcia programów stymulacyjnych, do zabezpieczenia płynności oraz rozwiązań regulacyjnych i nadzorczych¹.

¹ A. Kosztowniak, *Stabilizacja i nadzór międzynarodowego systemu finansowego a kryzysu finansowe*, [w:] *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*. M. Kalinowski (red.), CeDeWu, Warszawa 2009, s. 47–60.

Rynek amerykański, europejski oraz rynki azjatyckie zareagowały na kryzys z różną siłą oraz z różnym opóźnieniem w czasie. Wiązało się to z różnorodnym stopniem rozwoju rynków terminowych, sekurytyzacji, hedgingiem, homogenizacją instytucji finansowych, internacjonalizacją oraz alienacją. Rozbieżności te stanowiły o niejednakowej wrażliwości rynków finansowych, które ujawniają się pomiędzy krajami funkcjonującymi w różnorodnych systemach gospodarczych.

Stan kryzysowy, zaburza dodatkowo istniejąca nierównowaga międzynarodowa², w tym płatnicza występująca pomiędzy Stanami Zjednoczonymi (z wysokim deficytem bilansu obrotów bieżących) a nadwyżkami regionu Azji wschodniej i krajów naftowych³.

Celem niniejszego opracowania jest próba odpowiedzi na trzy pytania. 1) Jak rynki kapitałowe zaadaptowały się do kryzysu? 2) Na ile wolne rynki są w stanie samodzielnie ustabilizować sytuację makroekonomiczną? 3) Na ile potrzebna jest interwencja państwa na rynku finansowym?

REAKCJE RYNKÓW FINANSOWYCH NA KRYZYS FINANSOWY

Reactions of financial markets on financial crisis

Pierwsze symptomy kryzysu finansowego ujawniły się pod koniec 2006 r., aby już w 2007 r. być zauważalne w pełni na rynku amerykańskim oraz z około rocznym opóźnieniem na rynku europejskim. Rok 2007 był ostatnim rokiem hossy giełdowej. Kryzys finansowy, który rozpoczął się na rynku kredytów sub-prime w Stanach Zjednoczonych wynikał z dwóch zasadniczych przyczyn. Według E. Gostomskiego związane one były z:

- nadmiernym zadłużaniem się gospodarstw domowych w tym kraju, szczególnie rodzin o niskich dochodach, w instytucjach finansujących nieruchomości mieszkaniowe,
- specyficznym mechanizmem udzielania kredytów mieszkaniowych w Ameryce, a następnie sprzedaży należności hipotecznych i emisji na ich podstawie papierów wartościowych⁴.

Pierwsze symptomy kryzysu zauważalne były w problemach z wypłacalnością instytucji finansowych w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii oraz ograniczeniem kredytowania przez banki, przy wzroście wymogów w zakresie zdolności kredytowej oraz zabezpieczeń prawnych. W celu ratowania znaczących instytucji finansowych oraz kluczowych przedsiębiorstw banki podjęły ekspansywną politykę refinansową⁵ a część

² *World Economic Outlook. Globalization and Inequality. Part III – „Managing Large Capital Inflows”* October 2007.

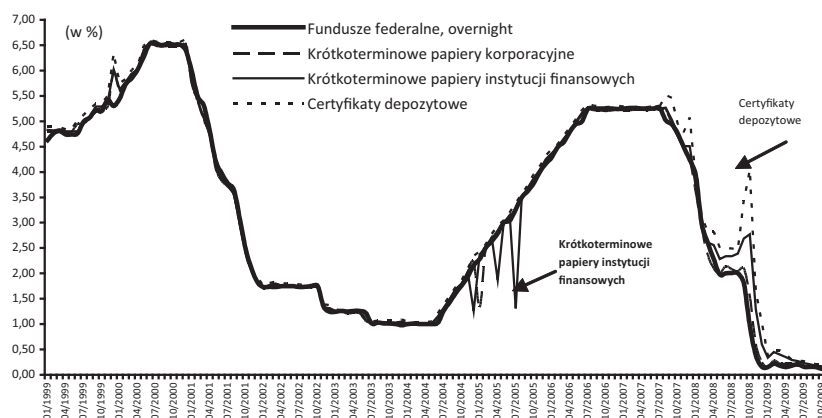
³ K. Lutkowski, *Główne aktualne zagrożenia dla stabilności światowego systemu finansowego*, [w:] *Polityka gospodarcza a rozwój kraju*, U. Płowiec (red. nauk.), VIII Kongres Ekonomistów Polski, PTE, Warszawa 2008, s. 76–79.

⁴ E. Gostomski, *Życie na krawędzi, czyli rynek hipoteczny w USA*, „Gazeta Bankowa”, 2008.01.11, http://www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article_id=1693616 (2010.05.05).

⁵ *Board of Governors of the Federal Reserve System. Monetary Policy Report to the Congress*, July 15, 2008, s. 26–27; B.S. Bernanke, *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*, Speech at the Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, Texas, December 1, 2008, Board of Governors of the Federal Reserve System, www.federalreserve.gov.

przedsiębiorstw została znacjonalizowana. Sytuacja głębokiej destabilizacji gospodarczej była wyraźnie odczuwana na rynku finansowym. Załamaniu cen nieruchomości towarzyszyło zniżkowanie notowań obligacji amerykańskich i innych papierów wartościowych, co wpływało na obniżenie majątku i dochodów firm finansowych, niefinansowych (budowlanych, deweloperskich) oraz gospodarstw domowych.

Efekty kryzysu finansowego ujawniły się w znacznym spadku podstawowych stóp procentowych na większości rynków finansowych. W przypadku Stanów Zjednoczonych przed wybuchem kryzysu stopa funduszy federalnych (*overnight*) w okresie od lipca 2006 r. do czerwca 2007 r. była utrzymywana na poziomie 5,24–5,26%, po tym okresie nastąpił gwałtowny spadek. Oprocentowanie tych funduszy spadło do 1,98% w maju 2008 r. a następnie do 0,15% w styczniu 2009 r., wynosząc 0,12% w październiku oraz listopadzie 2009 r. Podobnie, jak oprocentowanie funduszy federalnych reagowały stopy procentowe krótkoterminowych papierów wartościowych, papierów instytucji finansowych oraz certyfikatów depozytowych (za wyjątkiem wyraźnych odchyień w okresach 07.2007–01.2008 i 04.2008–10.2008)⁶ (rys. 1).



Rys. 1. Oprocentowanie funduszy federalnych, krótkoterminowych papierów instytucji finansowych i przedsiębiorstw* oraz certyfikatów depozytowych jednomiesięcznych w Stanach Zjednoczonych w latach 1999-2009 (w %)

Federal funds (overnight), financial and nonfinancial commercial paper interest rates (1-monthly) and CDs (secondary market, 1-monthly) in United States during the period of 1999-2009 (per cent)

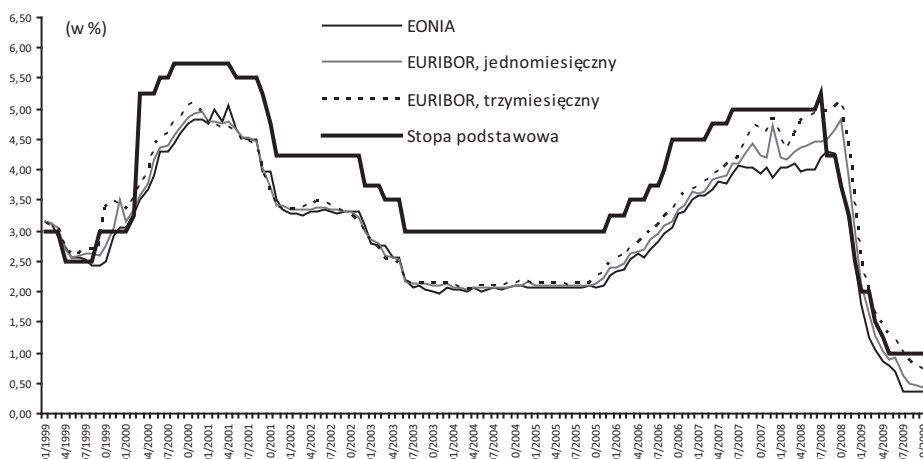
* Średniomiesięczne wartości oprocentowania funduszy federalnych oraz krótkoterminowych papierów instytucji finansowych i przedsiębiorstw.

Źródło: ECB, Eurosystem, *Statistical Data Warehouse*, http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&FREQ=Q&PROVIDER_FM_ID=EONIA&node=2018775 (10.12.2009).

alreserve.gov; a także: *The Way Forward with Monetary, Fiscal and Macroprudential Policies. Speech by Gertrude Tumpel-Gugerell, Member of the Executive Board of the ECB at the Conference „Europe after the Crisis: Resuming the Long-Term Perspective”* organised by the Confederation of Swedish Enterprise and the Centre for Global Studies Stockholm, 11 December 2009, <http://www.ecb.int> (2010.01.10).

⁶ A. Kosztowniak, J. L. Bednarczyk, *Rynek pieniężny a transmisja impulsów polityki monetarnej. Refleksje po kryzysie finansowym 2007 r.*, referat przygotowany na seminarium naukowe „Nowe zjawiska na rynku finansowym”, KUL, Katedra Instytucji i Rynków Finansowych, Kazimierz Dolny, 28–29 października 2009 r.

Podobne zmiany stóp procentowych, jak na rynku amerykańskim były obserwowane w strefie euro, tylko z rocznym opóźnieniem. Stopa podstawowa strefy euro (od 15.10.2008 *fixed rate*) wykazywała stabilizację od czerwca 2007 r. do czerwca 2008 r. na poziomie 5,0%, po czym gwałtownie spadła do 1,0% w maju-listopadzie 2009 r. (rys. 2).



Rys. 2. . Zmiany podstawowej stopy procentowej EBC a kształtowanie się stopy EONIA oraz stóp EURIBOR (jedno- i trzymiesięcznych) w latach 1999-2009 (w %)

Changes of ECB the key interest rate (fixed rate) and levels of EONIA rate and EURIBOR rate (1-monthly and 3-monthly) during the period of 1999-2009 (per cent)

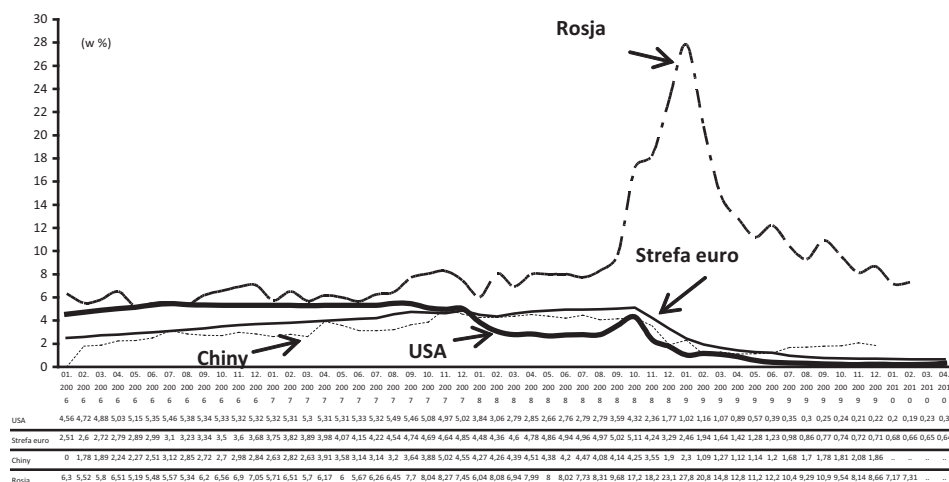
*Rolę podstawowej stopy procentowej EBC pełniła w okresie od 01.01.1999 do 27.01.2000 *fixed rate*, od 28.01.2000 do 14.10.2008 *marginal lending facility* oraz w okresie od 15.10.2008 z powrotem *fixed rate*. **Wartości średniomiesięczne.

Źródło: European Central Bank, Eurosystem, <http://sdw.ecb.europa.eu> oraz <http://www.ecb.int> (10.12.2009).

W przypadku stóp procentowych rynku amerykańskiego oraz strefy euro (rys. 1 i 2) występują pomiędzy nimi pewne opóźnienia czasowe, jednak stopy strefy euro podążają za amerykańskimi. Zdecydowanie inne tendencje stóp procentowych były obserwowane na rynku rosyjskim oraz chińskim.

Z analizy tendencji stóp procentowych Stanów Zjednoczonych, strefy euro, Chin oraz Rosji w latach 2006–2010 wynika, że rynek rosyjski w okresie od lipca 2008 r. do maja 2009 r. wykazywał głęboką destabilizację. Rosyjskie stopy krótkoterminowe gwałtownie rosły z 7,73% w lipcu 2008 r. do 27,83% w styczniu 2009 r., po czym drastycznie spadły do 11,2% w maju 2009 r. W kolejnych okresach obserwowane były powtarzalne, krótkoterminowe zmiany, raz wzrostu następnie spadku i ponownie wzrostu, i spadku tych stóp – z trendem spadkowym do 7,17% w styczniu 2010 r. Trudno przewidzieć, czy trend ten będzie kontynuowany, czy wykaże stabilizację. Zależać to będzie od władz monetarnych Rosji oraz sytuacji na rynku europejskim. W przypadku chińskich stóp procentowych

wykazywały one podobny kierunek zmian, jak stopy amerykańskie w okresie od stycznia 2006 r. do stycznia 2008 r. (trend wzrostowy), utrzymując następnie nadwyżkę około 4 p. proc. ponad te stopy (01.2008–10.2008), a od lipca 2009 r. stabilizację na poziomie bliskim 2,0%. W przypadku rynku chińskiego obserwowana stabilizacja i wysokość stóp (akceptowany w normalnej sytuacji rynkowej) świadczą o kontrolowanej sytuacji na rynku pieniężnym przez władze monetarne (rys. 3).

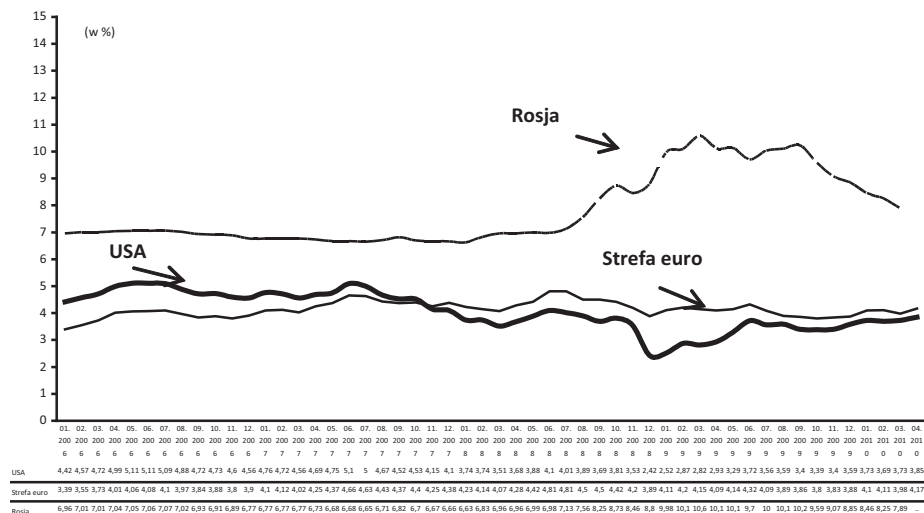


Rys. 3. Tendencje nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, strefie euro, Chinach oraz Rosji w latach 2006-2010 (roczne zmiany w %)

Tendencies of nominal short-term interest rates in United States, euro area, China and Russia during the period of 2006-2010 (per cent per annum)

Źródło: OECD, *Financial Indicators (MEI): Short-term interest rates, per cent per annum*, <http://stats.oecd.org/Index.aspx?querytype=view&queryname=86> (2010.05.10).

Wrażliwość rynku pieniężnego na destabilizację, jaką przyniósł kryzys finansowy z 2007 r. obserwować można także poprzez tendencje nominalnych długoterminowych stóp procentowych. Z analizy tych stóp w Stanach Zjednoczonych, strefie euro oraz Rosji w latach 2006–2010 wynika, że najbardziej stabilnym rynkiem był rynek unijny, a najbardziej niestabilnym rosyjski. Długoterminowe stopy procentowe w strefie euro w badanym okresie wahały się średnio w przedziale 4,0–4,5%, stopy w Stanach Zjednoczonych pomiędzy 2,4% (12.2008) a 5,1% (06.2006 i 06.2007). Przed kryzysem stopy amerykańskie przewyższały europejskie a po kryzysie, to stopy europejskie przewyższały amerykańskie. Na rynku rosyjskim od stycznia 2008 r. występowała silna destabilizacja. Zmiany stóp rosyjskich w okresie od stycznia 2008 do marca 2009, były przeciwstawne względem zmian stóp amerykańskich i strefy euro, tworząc pewnego rodzaju „nożyce” (rys. 4).



Rys. 4. Tendencje nominalnych długoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, strefie euro oraz Rosji w latach 2006-2010 (roczne zmiany w %)
Tendencies of nominal long-term interest rates in United States, euro area and Russia during the period of 2006-2010 (per cent per annum)

Źródło: OECD, *Financial Indicators (MEI): Long-term interest rates, per cent per annum*, <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=170> (10.05.2010).

DZIAŁANIA BANKÓW CENTRALNYCH NA RYNKU PIENIĘŻNYM

Central banks operations on the monetary markets

W pierwszej fazie kryzysu z 2007 r. pojawiły się problemy z wypłacalnością wielu ważnych instytucji finansowych w Stanach Zjednoczonych oraz Europie Zachodniej. Banki posiadające wolne środki finansowe przestały pożyczać innym bankom, pilnie potrzebującym środków płynnych z powodu trudności, w jakie wpędziły je zarządzane przez nie fundusze inwestujące w amerykańskie CMO. W tej sytuacji, w celu niedopuszczenia do kryzysu finansowego konieczne stało się dostarczenie na rynek pieniężny środków przez banki centralne. System Rezerwy Federalnej, Europejski Bank Centralny, Bank Japonii i inne banki centralne w krótkim czasie udostępniły bankom komercyjnym, zagrożonym utratą płynności kredyty na sumę wielu miliardów dolarów. Działania te uspokoiły sytuację na rynkach finansowych⁷.

Szybkie kroki wzrostu podaży pieniądza na dużą skalę podjęte przez banki centralne wiązały się z obawami powtórzenia się sytuacji z okresu Wielkiego Kryzysu 1929–1933. Celem tych działań był wzrost płynności w sektorze bankowym oraz dostarczenie go-spodarkom pieniądza po możliwie najniższym koszcie.

⁷ E. Gostomski, *Życie na krawędzi...*, *op.cit.*, s. 1.

Zdaniem K. Lutkowskiego przeciwdziałanie banków centralnych rozwojowi kryzysu, drogą wprowadzenia przez otwarty rynek dodatkowych rezerw kasowych – chociaż wydawało się nie do uniknięcia – jest także obciążone ryzykiem (*moral hazard*). Może okazać się tylko paliwem łagodzącym raczej same symptomy i sposobem zyskania na czasie, niż zasadniczą terapią⁸.

ZMIANY W PRZEPŁYWACH KAPITAŁOWYCH
– JAKO SPRAWDZIAN ZAUFANIA DO RYNKU

Changes in capital flows – as the test of markets trust

Z analizy przepływów zagranicznych inwestycji bezpośrednich (ZIB) w USA, Europie oraz krajach BRIC w latach 2006–2008 wynika, że tendencja wzrostowa napływu tych inwestycji dotyczyła głównie rynku amerykańskiego (który pomimo wybuchu kryzysu nadal traktowany był/jest jako „pewny rynek”), chińskiego oraz indyjskiego. W 2007 r. w porównaniu do 2006 r. nastąpił gwałtowny wzrost odpływu ZIB z Europy. Wartość tego odpływu wzrosła z 799 581 mln dol. w 2006 r. aż do 1 270 523 mln dol. w 2007 r. oraz do 944 460 mln dol. w 2008 r. W przypadku Brazylii nastąpiło zmniejszenie tego odpływu, z 28 202 mln dol. w 2006 r. do 7 067 mln dol. w 2007 r. W pozostałych krajach nie wystąpiły istotne zmiany. ZIB są inwestycjami długoterminowymi, mniej podatnymi na zakłócenia na rynkach finansowych, jak inwestycje portfelowe (tab. 1).

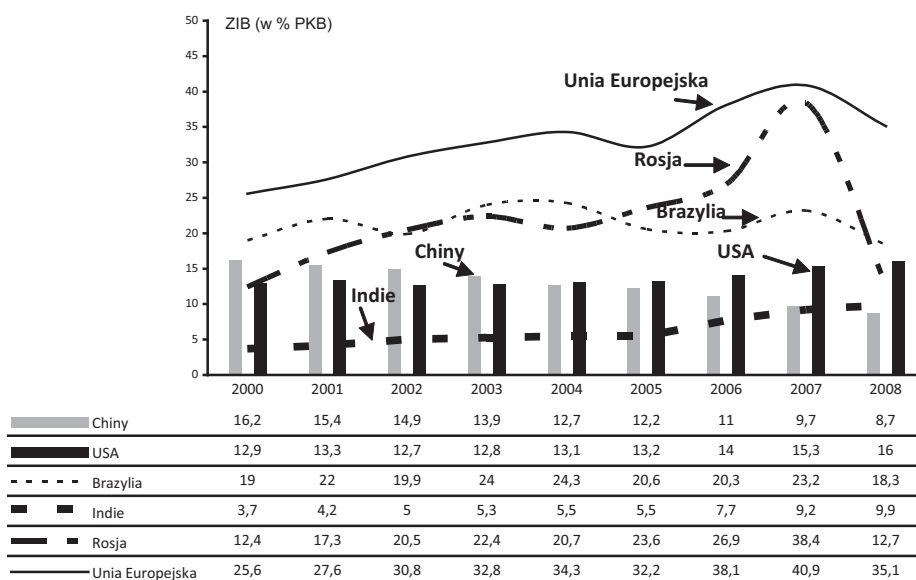
Tab. 1. Napływ i odpływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich do USA, Europy oraz krajów BRIC w latach 2006-2008 (w mln dol.)
Inward and outward FDI flows to United States, Europe and BRIC countries during the period of 2006-2008 (millions of dollars)

Wyszczególnienie	2006		2007		2008	
	Napływ	Odpływ	Napływ	Odpływ	Napływ	Odpływ
USA	237 136	-224 220	271 176	-378 362	316 112	-311 796
Europa	631 724	-799 581	899 627	-1 270 523	518 339	-944 460
Brazylia	18 822	-28 202	34 585	-7 067	45 058	-20 457
Rosja	29 701	-23 151	55 073	-45 916	70 320	-52 390
Indie	20 336	-14 344	25 127	-17 281	41 554	-17 685
Chiny	72 715	-21 160	83 521	-22 469	108 312	-52 150

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: UNCTAD, *Key Data from WIR Annex Tables, Inward and outward flows, by region and economy, 1970–2008 (millions of dollars)*, <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=3277&lang=1> (2010.05.05).

⁸ K. Lutkowski, *Główne aktualne zagrożenia...*, op. cit., s. 78.

O utrzymującej się atrakcyjności inwestycyjnej USA, Chin oraz Indii świadczy również relacja zagranicznych inwestycji bezpośrednich do PKB. Z rysunku 6 wynika, że w latach 2008–2009 relacja ta wynosiła w USA 15,3% PKB i 16,0% PKB (wzrost o 0,7 p. proc.), w Indiach 9,2% PKB i 9,9% PKB (wzrost o 0,7 p. proc.). W przypadku Chin odnotowano spadek tej relacji z 9,7% PKB do 8,7% PKB (o 1,0 p. proc.) – wynika ona jednak ze wzrostu efektywności inwestycji zagranicznych, a nie ze spadku napływu ZIB (por. tab. 1). Obniżenie relacji ZIB do PKB w latach 2007–2008 wystąpiło w Unii Europejskiej z 40,9% PKB do 35,1% PKB (spadek o 5,8 p. proc.) oraz w Brazylii z 23,2% PKB do 18,3% PKB (spadek o 4,9 p. proc.). Drastyczne obniżenie relacji ZIB do PKB wystąpiło w Rosji, z 38,4% PKB do 12,7% PKB (spadek o 25,7 p. proc.)⁹ (rys. 6).



Rys. 6. Relacja napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich do PKB w Stanach Zjednoczonych, Unii Europejskiej oraz w krajów BRIC w latach 1980-2008 (w %)

Inward FDI stock as a percentage of Gross Domestic Product in United States, European Union and BRIC countries during the period of 1980-2008 (per cent)

Źródło: UNCTAD, *Key Data from WIR Annex Tables*, Inward FDI stock as a percentage of Gross Domestic Product, by host region and economy, 1980–2008, <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=3277&lang=1> (2010.05.05).

⁹ Było to konsekwencją spadku cen głównych towarów eksportowanych przez Rosję, czyli ropy naftowej i gazu. Towarzyszył temu ujemny PKB (–7,5% PKB w 2009 r.). *Global Development Finance 2009*, The World Bank 2009, Appendix, Regional Outlooks, s. 114.

PODSUMOWANIE

Summary

Gwałtowne zmiany stóp procentowych, kursów walutowych, indeksów giełdowych (DAX, S&P500, NIKKEI, FTSE i innych) na większości rynków finansowych w świecie w latach 2007–2009 świadczą, o tym że rynek nie zaadaptował się do kryzysu, bynajmniej jeszcze w roku 2010. Wydaje się, że gdyby nie wsparcie państw i niejako przejęcie kontroli nad rynkami, straty inwestycyjne oraz materialne byłyby znacznie większe.

Z jednej strony, obserwowana jest alienacja rynków finansowych, czyli oderwanie się rynków od rzeczywistej gospodarki. Rynek kapitałowy jest miejscem spekulacji a nie alokacji kapitału, przy znikomym wpływie na realne procesy gospodarcze, w warunkach względnej stabilności gospodarczej kraju. Z drugiej strony, gdy w gospodarce ujawniają się problemy – rynek finansowy wychwytuje to szybko, potęgując destrukcję finansową gospodarki – poprzez spadki indeksów, kursów walutowych, itd. W czasie trwającego kryzysu, gospodarki: amerykańska, brytyjska, niemiecka, francuska i inne, bez wsparcia finansowego i regulacji prawdopodobnie by sobie nie poradziły. 8 maja 2010 r. w Brukseli zapadła decyzja o utworzeniu stałego, antykryzysowego mechanizmu dla ratowania krajów Eurolandu tzw. Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego¹⁰ a także wzmocnienia koordynacji polityk gospodarczych i dyscypliny budżetowej¹⁰. Komisja Europejska, kraje euro oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy zgromadzą aż 720 mld euro na ratowanie wspólnej waluty. Efektem tych działań będzie uspokojenie rynków finansowych strefy euro oraz wzrost kursu euro¹¹.

O tym, że rynek finansowy jest kierowany świadczy np. celowo prowadzona polityka niskich stóp procentowych przez FED, aby utrzymać wysoką cenę sprzedaży obligacji finansujących wysoki deficyt USA. Stopa *overnight* powinna być utrzymywana na wyższym poziomie, ale chcąc utrzymać sztucznie wysokie ceny sprzedaży obligacji amerykańskich (kupowanych przez Chiny) FED ustala je na poziomie bliskim zero (0–0,25). W przypadku Chin utrzymywanie sztywnego kursu yuana do dolara, powoduje że napływ kapitału zagranicznego do tego kraju, nie wpływa tak znacząco na aprecjację waluty, jak powinien. Efektem tego jest utrzymywana wysoka konkurencyjność eksportu, gwarantująca nadwyżkę budżetową oraz rezerwy walutowe na poziomie 2,4 bln dol., które prawdopodobnie wzrosną do 3 bln dol. do końca 2010 r.

Wydaje się, że rynki finansowe nie są w stanie same ustabilizować sytuację makroekonomiczną, bo same zależą od sytuacji gospodarczej kraju (regionu) oraz od prowadzonej polityki ekonomicznej, a szczególnie polityki pieniężnej i budżetowej (dyscypliny budżetowej).

¹⁰ *Euroland stworzy antykryzysowy mechanizm*, PAP, „Puls Biznesu”, 08.05.2010, http://www.pb.pl/2/a/2010/05/08/Euroland_stworzy_antykryzysowy_mechanizm (10.05.2010).

¹¹ T. Bielecki, *UE i MFW mogą wyłożyć do 720 mld euro na ratunek strefy euro*, „Gazeta”, 2010.05.10, http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,33181,7861725,UE_i_MFW_moga_wylozyc_do_720_mld_euro_na_ratunek_strefy.html (2010.05.10).

Interwencja na rynkach finansowych jest potrzebna, wówczas gdy rynek wykazuje gwałtowne, niekontrolowane zmiany ujawniające się w okresach kryzysowych. Gdy na rynku panuje względna „stabilizacja”, tj. warunki finansowe są zbliżone, utrzymują się w dłuższym okresie, wówczas taka interwencja nie jest potrzebna. Wydaje się, że gdyby rynki finansowe (wszystkie jego segmenty) rzeczywiście podlegały systematycznemu nadzorowi oraz działaniom regulacyjnym, wówczas nie potrzebne były zdecydowane interwencje, jak te z okresu globalnego kryzysu finansowego.

Oceniając reakcje rynku amerykańskiego, europejskiego oraz azjatyckiego na kryzys, w tym szczególnie Chin należy podkreślić, że ten ostatni rynek ucierpiał najmniej, w tym gospodarka chińska pod względem spadku PKB. Przyczyną tego stanu jest bardzo ścisła kontrola wszelkich działań prowadzonych przez władze chińskie w celu ożywienia gospodarki, w tym liberalizacji handlu zagranicznego czy przyciągania kapitału zagranicznego w formie ZIB, w odróżnieniu od działań podejmowanych na innych rynkach w świecie¹².

SUMMARY

The paper presents situation on financial markets of countries functioning in the various economic systems as United States, European Union (euro area) and BRIC countries (Brazil, Russia, India and China) during the period of 1999-2010.

The paper consists of introduction, three chapters and summary. The first chapters presents the main reactions of financial markets on financial crisis. Second one deals with central banks operations on the monetary markets. Last chapter presents changes in capital flows as the test of markets trust. Summary contains the main conclusions and answer to three precise questions:

1) How markets adapt to crisis? 2) How independent markets are able to stabilize macroeconomic situation? 3) To what extent is intervention of the state necessary to stabilize financial markets?

dr Aneta Kosztowniak, Politechnika Radomska im. K. Pułaskiego w Radomiu

¹² A. Kosztowniak, *Kapitał zagraniczny jako determinanta rozwoju gospodarczego w różnych systemach gospodarczych – przypadek Chin*, referat przygotowany na konferencję Uniwersytetu Łódzkiego, Wzrost gospodarczy, rynek pracy i polityka makroekonomiczna, 17-18 czerwca 2010.