

SPEKULACJA W WARUNKACH KRYZYSU

Słowa kluczowe: gospodarka światowa, kryzys, spekulacja, hazard, inwestowanie, atak spekulacyjny, bańka spekulacyjna, korzyści spekulacji, niebezpieczeństwa spekulacji

1. Wprowadzenie

Przedmiotem rozważań podjętych w niniejszym artykule jest problematyka spekulacji rozpatrywana w warunkach kryzysu, nierozłącznie związana z funkcjonowaniem współczesnych gospodarek, niosąca ze sobą wiele emocji.

Powszechnie, spekulacja kojarzy się z czynem złym, szkodliwym, a tym samym nagannym. Jednak, czy tak w rzeczywistości jest? Czy spekulację należy jedynie ganić, nie dopatrując się w niej pozytywnych aspektów? Czy jej szkodliwość jest na tyle duża, żeby dążyć do jej publicznej egzekucji w życiu gospodarczym? Czy może ona być lekiem na sytuacje kryzysowe? Czy może być narzędziem przeciwdziałania skutkom kryzysu?

W powszechnym odczuciu, działania spekulacyjne są krytykowane, a spekulanci – nieustępliwi w poszukiwaniu spekulacyjnych zysków – często „mieszani z błotem” i publicznie potępiani. Świadczą o tym liczne wzmianki w artykułach prasowych, niemalże zawsze obrazujące czarną stronę zachowań spekulacyjnych, np.:

„[...] spekulacje nieruchomościami utopiły izraelskie fundusze emerytalne [...], w efekcie fundusze emerytalne i indywidualni inwestorzy w Izraelu, którzy zainwestowali w te papiery, stracili w sumie około 20 miliardów szekli (5,1 mld dolarów), czyli jedną czwartą kapitału zainwestowanego w papiery korporacyjne – podaje agencja Bloomberg [...]”. [Zob.: „Dziennik Gazeta Prawna”, 2009-01-19].

[...] Francja i Niemcy wzywają do wprowadzenia zakazu spekulacji tzw. CDS (*Credit Default Swaps*), czyli papierami zabezpieczającymi inwestora na wypadek spadku wartości papierów dłużnych, które ostatnio przyczyniły się do pogłębienia greckiego kryzysu... [Zob.: „Gazeta Wyborcza”, 2010-03-11].

[...] po niespełna roku działalności, niemiecki bank Noa upadł [...] miał być pierwszym bankiem świata, który nie spekuluje, finansuje ochronę środowiska

¹ Dr Tomasz Dębowski – Zakład Polityki Regionalnej i Zarządzania Projektami, Wydział Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku.

i dzieli się zyskiem z klientami. Krótki żywot Noa dowodzi, że w bankowości nie ma miejsca na przyzwoitość i umiarkowanie [...]. [„Gazeta Wyborcza”, 2010-08-24].

Pomimo negatywnego wydźwięku, jaki niosą ze sobą zwykle działania spekulacyjne, ostatni cytat wskazuje, że można się w nich dopatrzeć także aspektów pozytywnych.

2. Kryzysy światowe

Teoria cyklu koniunkturalnego jednoznacznie wskazuje, iż kryzys jest nieodłącznym elementem składowym funkcjonowania gospodarki. Naturalną rzeczą jest zatem pojawianie się różnego rodzaju kryzysów, w różnorodnych okresach czasowych i w rozmaitych częściach świata.

Analizując największe kryzysy światowe, warto zacząć od roku 1929, w którym to wybuchł kryzys określany mianem „wielkiego”. Owa wielkość przejawiała się w wyjątkowo głębokim załamaniu gospodarki oraz wystąpieniu specyficznych zjawisk, z którymi nie mógł poradzić sobie mechanizm rynkowy. Pierwotnym symptomem kryzysu było zjawisko przeinwestowania na giełdzie nowojorskiej (podwojenie wartości akcji w latach 1927 – 29), wywołane czynnikami spekulacyjnymi, przy jednoczesnym braku kapitału dla rozwijania produkcji przemysłowej. Załamanie się kursów giełdowych dało w konsekwencji początek najpoważniejszemu kryzysowi gospodarczemu ubiegłego wieku. W sferze gospodarczej Wielki Kryzys wywołał spadek produkcji rzędu ok. 40% i przyczynił się w wielu krajach do odejścia od liberalnej polityki gospodarczej w stronę polityki interwencjonizmu państwowego. Zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych (gdzie próbowano walczyć z nim metodami deflacyjnymi) dotarł w 1931 roku do Europy, dotykając silnie m.in.: Austrię, Niemcy i Wielką Brytanię². Zmiany podstawowych wskaźników makroekonomicznych wybranych państw, dotkniętych Wielkim Kryzysem przedstawia tabela 1.

W latach 1973 – 86 gospodarka światowa miała do czynienia z kryzysami energetycznymi. Pierwszym z nich był tzw. pierwszy szok naftowy z lat 1973 – 74. Załącznikiem kryzysu było wysokie zapotrzebowanie na ropę naftową ze strony prężnie rozwijających się gospodarek. W latach 1970 – 1973 światowa konsumpcja ropy wzrosła z 46 do 58 milionów baryłek dziennie. Między innymi Stany Zjednoczone osiągnęły pułap możliwości wydobywczych, zaniechały eksportu i uzależniły go od dostaw ropy z zagranicy. W jeszcze trudniejszej sytuacji była Europa Zachodnia i Japonia, które polegały na importowanej ropie odpowiednio: w 60% i 85%. Wskutek tego (ale i innych równie ważnych, obiektywnych czynników) w ciągu pięciu miesięcy 1974 roku cena ropy wzrosła czterokrotnie. W następstwie, powstała nierównowaga na międzynarodowych rynkach finanso-

² Problematyka Wielkiego Kryzysu jest podejmowana w wielu opracowaniach, między innymi: Ch. P. Kindleberga, *The World In Depression 1929 – 1939*, UCP, Berkeley 1986, s. 355.

wych, zmniejszył się (choć nieznacznie) popyt na ropę, nastąpiło załamanie długookresowego trendu rozwojowego gospodarki światowej oraz zróżnicowanie sytuacji gospodarczej krajów rozwijających się³.

Tabela 1. Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne: Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Niemiec w latach 1929 - 1937 (rok 1928=100)

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937
Stany Zjednoczone									
Produkcja przemysłowa	107	86	73	58	68	72	81	94	99
Ceny hurtowe	99	89	76	67	68	77	83	84	89
Zatrudnienie	106	93	78	65	70	80	83	93	106
Obieg banknotów	103	91	144	150	168	176	203	234	-
Kurs akcji	123	91	56	30	43	53	59	83	85
Koszty utrzymania	100	96	86	77	75	79	83	84	88
Eksport	103	75	47	31	33	42	45	48	67
Wielka Brytania									
Produkcja przemysłowa	106	98	89	88	94	105	112	123	131
Ceny hurtowe	97	85	74	72	72	74	75	80	93
Zatrudnienie	102	98	94	94	97	101	103	109	115
Obieg banknotów	98	97	96	98	104	107	112	124	-
Kurs akcji	98	79	61	59	73	88	98	113	106
Koszty utrzymania	99	95	89	87	86	85	86	89	93
Eksport	101	79	54	50	51	55	59	61	71
Niemcy									
Produkcja przemysłowa	101	87	68	54	62	81	92	108	119
Ceny hurtowe	98	89	79	69	67	70	73	74	76
Zatrudnienie	101	94	82	72	75	86	92	98	105
Obieg banknotów	102	97	97	72	74	79	87	101	-
Kurs akcji	89	71	54	36	46	53	62	69	77
Koszty utrzymania	102	98	90	79	78	80	81	82	82
Eksport	110	98	78	47	40	34	35	39	48

Źródło: *Mały Rocznik Statystyczny* 1936, s.1 – 3; 1937, s. 3 – 5; 1939, s. 3 – 5.

Drugi szok naftowy miał miejsce w latach 1979 – 1981. Był on następstwem wojny iracko-irańskiej i spowodował wzrost cen ropy naftowej o ok. 130%. Oznaczało to mniejszy, negatywny wpływ na gospodarkę, z uwagi na mniejsze podwyżki cen. Wzrost cen doprowadził jednak do spadku światowego zapotrzebowania na ropę, jednocześnie w tym czasie państwa spoza OPEC zwiększyły wydobycie. W konsekwencji, eksporterzy ropy naftowej notowali nadwyżki szacowane na kilkadziesiąt miliardów dolarów rocznie, a analogiczne deficyty występowały po stronie importerów. Wzrost cen ropy wywołał światową recesję

³ *Word Economic Survey 1973. Part Two. Current Economic Development*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1974, s. 1 – 6, 17 – 19.

i zaszkodził krajom rozwijającym się (również tym, które eksportowały ropę). Wprawdzie, dzięki napływowi petrodolarów, odnotowywały one początkowo wzrost gospodarczy, jednak wywołana recesja w krajach bogatych w niedługim czasie znacznie ograniczyła ten eksport. Zdecydowanie gorzej wyglądała sytuacja w krajach rozwijających się, które ropę importowały. Musiały one ograniczać import innych produktów, co wiązało się z okrojeniem inwestycji i konsumpcji⁴.

Odwrotne zjawiska przyniosły lata 1985 – 1986, kiedy to nastąpiło załamanie cen ropy naftowej. Było ono następstwem zwiększenia światowego wydobycia i przyczyniło się równocześnie do załamania kursu dolara, który w 1985 roku stracił połowę wartości w stosunku do marki i jena. Tania ropa i dolar były wprawdzie korzystne dla importerów ropy naftowej, ale i te państwa odczuły pewne niedogodności, ponieważ spadł popyt na towary eksportowane do krajów naftowych. Spadek cen ropy spowodował ograniczenie dochodów OPEC z 132 miliardów dolarów w 1985 roku do 77 miliardów w roku następnym. W 1986 roku łączny deficyt handlowy krajów eksportujących ropę szacowano na 60 miliardów dolarów⁵.

Kryzysy naftowe wpływały zatem negatywnie na gospodarkę światową. Głównym problemem nie był jednak sam wzrost cen ropy, lecz jej wahania, które destabilizowały sytuację gospodarczą na świecie. Historyczne i prognozowane ceny ropy naftowej na świecie w latach 1925 – 2015 (w tym wyraźny wzrost w latach 1973 – 1986) przedstawia wykres 1.

Zupełnie inny charakter miały kryzysy zadłużeniowe w Ameryce Łacińskiej. Wiązały się one przede wszystkim z wysokim uzależnieniem gospodarek krajów Ameryki Łacińskiej od finansów międzynarodowych. Początek kryzysu zadłużeniowego przypadł na rok 1982, kiedy to meksykański bank centralny ogłosił informację o wyczerpaniu rezerw zagranicznych i braku możliwości obsługi swojego długu zagranicznego. W obawie przed podobnymi reakcjami banków centralnych pozostałych dłużników z Ameryki Łacińskiej, banki krajów przemysłowych (głównie zrzeszone w tzw. klubie londyńskim – instytucje prywatne oraz klubie paryskim – instytucje publiczne) starały się zmniejszyć swoje ryzyko, odcinając nowe kredyty i żądając spłacenia wcześniej udzielonych pożyczek. W rezultacie, okazało się, że kraje Ameryki Łacińskiej nie są w stanie spłacić swoich zobowiązań i nagle znalazły się na skraju ogólnej niewypłacalności⁶. Nie wszystkie kraje Ameryki Łacińskiej były jednak zadłużone w równym stopniu.

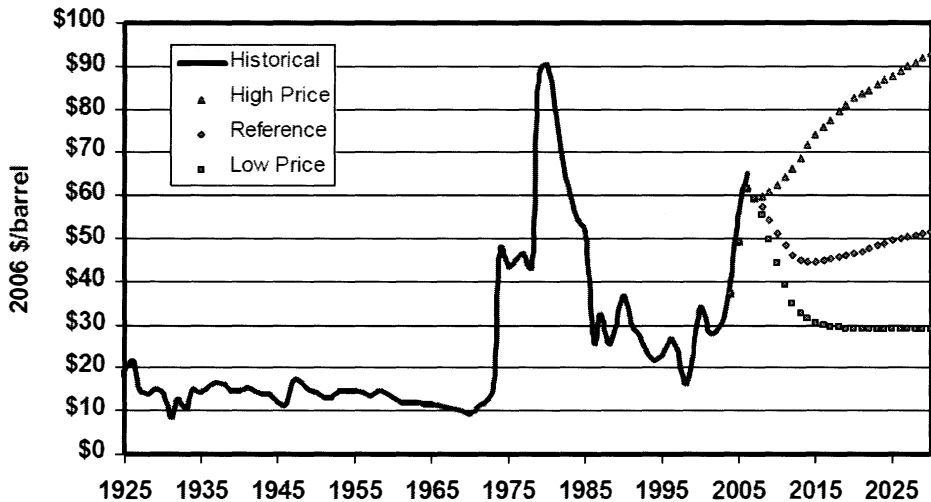
⁴ *Word Economic Survey (1979 – 1980)*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1980, s. 2, 7 – 8,14; *Word Economic Survey (1981-1982)*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1982, s. 3-5, s. 22-23; *Word Economic Survey 1983*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1983, s. 100.

⁵ *Word Economic Survey 1987...s.3*; *Word Economic Survey 1988.Current Trends and Policies in the World Economy*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1988, s. 83 – 84.

⁶ J. Skodlarski, R. Matera, *Gospodarka światowa. Geneza i rozwój*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 277.

Większe zadłużenie posiadały państwa, które weszły na ścieżkę uprzemysłowienia, tj.: Argentyna, Brazylia, Meksyk i Chile, natomiast niski poziom zadłużenia był notowany w krajach mniej rozwiniętych, tj. Paragwaju, Nikaragui, Salwadorze i w krajach Karaibskich. Walka z kryzysem zadłużeniowym wymagała podjęcia wspólnych działań ze strony: Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Banku Światowego i rządów państw wysoko rozwiniętych (wyrażających obawę o zapas całego świata finansów) na rzecz częściowej redukcji zadłużenia. Za datę zakończenia kryzysu uznaje się rok 1989, kiedy to banki zdecydowały się na 12%-owe zmniejszenie długu Meksyku, a w dalszej kolejności: Kostaryki, Wenezueli i Urugwaju. W 1992 porozumienie z wierzycielami osiągnęła także Brazylia i Argentyna. Warunkiem redukcji zadłużenia państw Ameryki Łacińskiej była jednak konieczność realizacji przez nie reform gospodarczych i instytucjonalnych. Narastanie zadłużenia zagranicznego czterech, największych dłużników z Ameryki Łacińskiej w latach 1972 – 1982 obrazuje tabela 3.

Wykres 1. Historyczne i prognozowane ceny ropy naftowej na świecie w latach 1925 - 2015



Źródło: Energy Information Administration, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [http://www.eia.gov/oiaf/emdworkshop/pdf/transportation_investment.pdf, data wejścia: 22.09.2012].

Tabela 3. Zadłużenie zagraniczne czterech największych dłużników z Ameryki Łacińskiej w latach 1972 - 1982 (w mln dolarów)

Lata	Argentyna	Brazylia	Meksyk	Wenezuela
1972	6 028	10 165	7 028	1 712
1973	6 429	12 939	8 999	1 891
1974	6 789	19 416	11 946	1 784
1975	6 874	23 737	15 609	1 494
1976	8 258	29 031	20 520	3 313
1977	11 445	41 397	31 189	10 727
1978	13 276	53 614	35 732	16 568
1979	20 950	60 419	42 828	23 896
1980	27 157	70 838	57 378	29 310
1981	35 657	80 643	78 215	32 093
1982	43 634	92 812	86 019	32 153

Źródło: J. Głuchowski, *Międzynarodowe stosunki finansowe*, PWE, Warszawa 1997, s. 141.

W latach 90-tych ubiegłego wieku wystąpił kryzys w innej części świata – Azji, nazwany mianem tzw. kryzysu azjatyckiego. Traktowany jest on jako najpoważniejszy kryzys od szoków naftowych z lat 70-tych. Podobieństwo gospodarek azjatyckich, ich bliskość i wzajemne powiązania poprzez efekt łańcuchowy doprowadziły do przenoszenia się kryzysu z Tajlandii (dewaluacja bahta 2 lipca 1997 roku) do Filipin, a następnie Malezji i Indonezji (dewaluacja walut na przełomie lipca i sierpnia). Jednoroczny spadek produkcji przemysłowej o 20% i więcej w Tajlandii i Indonezji jest porównywalny do takiego spadku w Stanach Zjednoczonych i Niemczech podczas Wielkiego Kryzysu⁷.

Przykładem innego załamania była bańka internetowa, która pojawiła się na rynkach kapitałowych na przełomie XX i XXI wieku. Wraz z licznie powstającymi, wokół Internetu przedsiębiorstwami, tzw. dot-comami, pojawiło się przekonanie, że firmy te posiadają pomysł na szybki i długotrwały wzrost. Inwestorzy postrzegali w pomysłach tych firm całkowicie nowe podejście do biznesu. Według tego podejścia, większą wartość mogła posiadać sama idea biznesu niż środki trwałe przedsiębiorstwa. Przełożyło się to na zawyżone wyceny akcji spółek powiązanych bezpośrednio lub pośrednio z nowymi technologiami oraz Internetem. W czasie największego szału spekulacji inwestorzy byli skłonni kupić wszystko, co przynajmniej w najmniejszym stopniu wiązało się z Internetem. Spółki „internetowe” odnotowywały o około 125% wyższy, niż pozostałe firmy, wzrost cen swoich akcji, w okresie 10 dni między zmianą nazwy a jej ogłoszeniem. Okazało się jednak, że zyski tych spółek mogą pojawić się znacznie później niż tego oczekiwano. Dodatkowo, sytuację pogorszyło ujawnienie szeregu skandali księgowych związanych ze sztucznym zawyżaniem przez dot-comy swoich dochodów i wykazywaniem wirtualnych zysków. Rynek musiał więc

⁷ *Global Economic Prospects and the Developing Countries. Beyond Financial Crisis*, The World Bank, Washington 1999, s. 9.

zweryfikować wyceny tych firm, a bańka internetowa musiała, z oczywistych względów pęknąć⁸.

W pierwszej dekadzie XXI wieku wystąpił, z kolei, amerykański „kryzys hipoteczny”. Podstawowymi przyczynami tego kryzysu były przede wszystkim zmiany, jakie zachodziły na rynku nieruchomości oraz dynamiczny rozwój kredytów *subprime*, wspierany przez nowoczesne instrumenty finansowe powstałe w wyniku sekurytyzacji tych kredytów. Istotną rolę odegrał także FED, prowadząc bardzo ekspansywną politykę pieniężną, szczególnie w latach 2001 – 2004. Przebieg kryzysu charakteryzował się wystąpieniem szeregu niekorzystnych zdarzeń dla gospodarki amerykańskiej. Chronologię wydarzeń kryzysowych przedstawia tabela 4.

Tabela 4. Chronologia najważniejszych wydarzeń amerykańskiego kryzysu hipotecznego w latach 2006 - 2009

Data	Wydarzenie
2006	
28 grudnia	Bankructwo Ownit Mortgage Solution.
2007	
7 lutego	Komisja ds. bankowości senatu Stanów Zjednoczonych (<i>US Senate Banking Committee</i>) przeprowadza przesłuchania dotyczące problemów w sektorze kredytów <i>subprime</i> .
22 lutego	Bank HSBC ogłasza stratę 10,5 mld dol., znacząco wyższą od konsensusu rynkowego.
8 marca	Donald Tomnitz, prezes D.R. Horton, jednej z największych firm deweloperskich w USA, oficjalnie zapowiada bardzo słaby rok dla tej branży (powiedział: <i>I don't want to be too sophisticated here, but '07 is going to suck, all 12 months of the calendar year</i>).
12 marca	Kredytodawcy New Century Financial (NCF), jednego z największych pożyczkodawców w segmencie <i>subprime</i> , wymawiają linie kredytowe, co prowadzi do zawieszenia notowania akcji NCF na giełdzie w Nowym Yorku (<i>New York Stock Exchange</i> – NYSE).
16 marca	Kolejny duży pożyczkodawca w segmencie <i>subprime</i> , Accredited Home Lenders, informuje o swoich problemach finansowych; Prokurator generalny stanu Nowy Jork (The New York Attorney General) ogłasza rozpoczęcie śledztwa w sprawie rynku kredytów <i>subprime</i> .
2 kwietnia	Bankructwo New Century Financial.
24 kwietnia	The National Association of Realtors ogłasza spadek sprzedaży nieruchomości w USA w marcu o 8,4%, co jest najgorszym wynikiem od 18 lat.
3 maja	GMAC, finansowe ramię General Motors ogłasza stratę w wysokości 1 mld dol., bank UBS zamyka spółkę prowadzącą działalność na rynku kredytów <i>subprime</i> ; w amerykańskim senacie pojawia się pierwsza propozycja planu pomocy dla posiadaczy nieruchomości.
22 czerwca	W wyniku spadku cen CDO, bank <i>Bear Stearns</i> musi dofinansować dwa swoje fundusze hedgingowe kwotą 3,2 mld dol.
10 lipca	Trzy główne agencje ratingowe (Standard & Poor's, Moody's i Fitch) ogłaszają zmianę ratingów obligacji <i>subprime</i> .
31 lipca	Bankructwo dwóch funduszy hedge banku <i>Bear Stearns</i> .
6 sierpnia	Bankructwo American Home Mortgage, jednej z największych instytucji kredytowych w USA.

⁸ P. Kossecki, *Wycena i budowanie wartości przedsiębiorstw internetowych*, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008, s. 53.

9 sierpnia	Kryzys oficjalnie ujawnia się w instytucjach spoza Stanów Zjednoczonych; bank PNB Paribas zawieszca działalność trzech funduszy inwestycyjnych znacznie zaangażowanych na rynku <i>subprime</i> .
23 sierpnia	Bank of America kupuje 16% akcji Countrywide.
31 sierpnia	Ameriquest jako kolejny pożyczkodawca rynku <i>subprime</i> bankrutuje.
4 września	Bank of China ujawnia stratę w wysokości 9 mld dol. na rynku <i>subprime</i> .
14 września	Klienci masowo wycofują depozyty z Northern Rock, jednego z największych banków hipotecznych w Wielkiej Brytanii.
14 października	Citigroup, JPMorgan Chase i Bank of America z pomocą Departamentu Skarbu USA ogłaszają plan powstania Master-Liquidity Enhancement Conduit (M-LEC), wspierającego odkupywanie ABS od likwidowanych SIV.
15 października	Citigroup ogłasza stratę na rynku <i>subprime</i> w wysokości 5,9 mld dol.
26 października	Countrywide Financial ogłasza pierwszą stratę od 25 lat, wynoszącą 1,2 mld dol.
5 listopada	Citigroup informuje, że wartość portfela inwestycji w aktywa związana z rynkiem <i>subprime</i> w wysokości 55 mld dol., zostanie obniżona do 8 – 11 mld dol.
13 listopada	Bank of America ogłasza 3 mld dol. strat na rynku <i>subprime</i> .
20 listopada	Freddie Mac ogłasza stratę 2 mld dol.
12 grudnia	FED informuje o stworzeniu aukcji krótkoterminowych papierów dłużnych (TAF – <i>Term Auction Facility</i>) umożliwiającej bankom uzyskanie korzystnie oprocentowanych pożyczek pod zastaw szerszego spektrum aktywów, niż było to wcześniej dozwolone (także ryzykownych instrumentów emitowanych przez sekurytyzacje kredytów hipotecznych).
22 grudnia	Koncepcja powstania M-LEC zostaje porzucona.
2008	
9 stycznia	Bear Stearns ujawnia straty na rynku <i>subprime</i> w wysokości 1,9 mld dol.
11 stycznia	Merrill Lynch podwaja prognozy strat na rynku <i>subprime</i> do 15 mld dol.
13 lutego	Prezydent G. Bush podpisuje ustawę (<i>The Economic Stimulus Act of 2008</i>), wprowadzającą rządowy pakiet zachęt podatkowych w wysokości 150 mld dol.
11 marca	FED wprowadza TSLF (<i>The Term Securities Lending Facility</i>), rozszerzając spectrum papierów wartościowych o ratingu AAA, które mogą być przyjmowane jako zabezpieczenie.
17 marca	Bank Bear Stearns zostaje przejęty przez JPMorgan, a FED gwarantuje 30 mld dol. aktywów Bear Stearns związanych z rynkiem <i>subprime</i> .
8 kwietnia	Międzynarodowy Fundusz Walutowy szacuje, że straty na rynku <i>subprime</i> przekroczą 1 bln dol.
18 kwietnia	Citigroup ogłasza kolejne 18 mld dol. strat na rynku <i>subprime</i> .
7 września	Dokapitalizowanie Fannie Mae i Freddie Mac (GSEs – <i>US Government-Sponsored Enterprises</i>) kwotą 200 mld dol.
14 września	Bank Merrill Lynch zostaje przejęty przez Bank of America.
15 września	Bankructwo banku Lehman Brothers.
16 września	FED przejmuje kontrole nad AIG.
22 września	Największe banki inwestycyjne w USA przyjmują status banków uniwersalnych (Goldman Sachs, Morgan Stanley).
25 września	Bankructwo banku Washington Mutual.
3 października	Przyjęcie przez Kongres Stanów Zjednoczonych planu ratunkowego TARP (<i>Toxic Assets Relief Program</i>) o wartości ponad 700 mld dol. (tzw. Plan Paulsona).
14 października	Początek procesu dokapitalizowania banków USA.
2009	
5 lutego	Senat Stanów Zjednoczonych akceptuje poprawki do programu TARP, zaproponowane przez administrację prezydenta Baracka Obamy.
18 marca	FED ogłasza zamiar wydania 300 mld dol. na długoterminowe obligacje skarbowe i kolejne 750 mld dol. na obligacje wyemitowane przez Fannie Mae i Freddie Mac.
23 marca	Przedstawienie przez sekretarza skarbu, T. Leithnera, planu poprawy sytuacji banków przez wykupienie ich toksycznych aktywów, opartych na niespłacalnych długach hipotecznych przy wykorzystaniu środków prywatnych oraz publicznych, pochodzących z programu TARP (do 100 mld dol.).

2 kwietnia	Federalna Rada Standardów Księgowych (FASB – Financial Accounting Standards Board) zmieniła zasady bieżącej rynkowej wyceny aktywów, znajdujących się w bilansach banków, co pozwoliło podwyższyć wartość ich portfeli inwestycyjnych (nie będzie obowiązywała reguła <i>market to market</i> , a przyjmowane wartości będą teoretyczne).
------------	---

Źródło: I. Pszczołka, *Amerykański kryzys hipoteczny*, [w:] pracy pod red. J. Kalińskiego i M. Zalesko, *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego. Perturbacje w gospodarce światowej w latach 1929 – 2009*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2009, s. 384 – 386.

Przedstawiona wyżej, lista kryzysów światowych nie jest oczywiście kompletna. Należałoby wspomnieć także o innych ważnych kryzysach XX i XXI wieku, tj. o: kryzysie po I wojnie światowej – tzw. „kryzysie roku 1920”; kryzysie lat II wojny światowej; kryzysie państw transformacji systemowej, kolejnych kryzysach państw Ameryki Łacińskiej z lat 90-tych (Meksyk, Argentyna, Brazylia), kryzysie rosyjskim z 1998 roku czy też współczesnym globalnym kryzysie finansowym.

Powtarzającą się, negatywną cechą kryzysów jest z reguły osłabienie gospodarki państwa objętego kryzysem oraz deprecjonowanie się jego waluty. Mając na uwadze owo spostrzeżenie, warto zastanowić się, zarówno w skali mikro jak i makro, nad sposobami przeciwdziałania tego typu zjawiskom. Warto też zadać sobie pytanie, czy do minimalizacji oddziaływania kryzysu może być w jakikolwiek sposób wykorzystana spekulacja.

3. Spekulacja, hazard, inwestowanie

Według rozmaitych encyklopedii i słowników, spekulacja to dążenie do osiągnięcia zysku z transakcji kupna – sprzedaży, zgodnie z zasadą: „Kupić tanio, sprzedać drogo”. Na przykład, według *Słownika Języka Polskiego* spekulacja, to: *nieuczciwa operacja handlowa polegająca na wykupywaniu, gromadzeniu i odsprzedaży z nadmiernym zyskiem towarów, na które popyt przewyższa podaż*⁹. Z kolei, *Słownik Wyrazów Obcych* odnosi się do pojęcia spekulacji giełdowej precyzując, że jest to: *dokonywanie operacji kupna-sprzedaży papierów wartościowych w celu osiągnięcia zysków w wyniku różnych ich cen w różnych okresach*¹⁰.

Zatem, należy uznać, że spekulacja to jeden z rodzajów transakcji sprzedaży określonej rzeczy, której celem jest osiągnięcie określonego dochodu poprzez wykorzystanie przewidywanych zmian cenowych w określonym czasie pomiędzy danym terminem zawarcia określonej umowy a jej terminem realizacji. Przedmiotami tych transakcji są najczęściej: dobra materialne, nieruchomości, papiery wartościowe czy waluty, natomiast cechą spekulacji jest zawsze niepew-

⁹ *Słownik Języka Polskiego*, tom III, PWN, Warszawa 1996, s. 267.

¹⁰ *Słownik Wyrazów Obcych*, PWN, Warszawa 1996, s. 1031.

ność. Tak więc, spekulację należy postrzegać jako transakcje handlowe, przy dokonywaniu których strony kierują się motywem uzyskania korzyści (zysku), lecz które to są obarczone wysokim ryzykiem i dużym prawdopodobieństwem poniesienia straty.

Niektóre rynki mają typowo spekulacyjny charakter. Należy tu wskazać głównie na rynki walutowe, będące częścią globalnego rynku finansowego¹¹. Zaliczane są one do najbardziej niestabilnych na świecie, a handel z wykorzystaniem depozytu zabezpieczającego jest ich najbardziej niestabilnym segmentem. Najlepszym przykładem spekulacyjnego rynku walutowego jest rynek Forex.

Spekulacja obciążona wysokim poziomem ryzyka jest porównywana niekiedy z hazardem. Jednak nigdy nie należy spekulacji z hazardem utożsamiać, bowiem hazard to wszystkie gry pieniężne, w których o wygranej, w mniejszym lub większym stopniu, decyduje przypadek. Do najsztywniejszych gier hazardowych są zaliczane ruletka, black jack, baccarat, kości, oczko, poker oraz inne jego formy, jak: wyścigi konne, gonitwy psów czy piłkarskie zakłady bukmacherskie. Zatem, o ile spekulacja to transakcja polegająca na kupnie rzeczy i następnie jej odsprzedaży z oczekiwaniem zysku, o tyle hazard wiąże się z zawarciem zakładu – postawieniem określonej puli pieniężnej – w oczekiwaniu wygranej. Cechą charakterystyczną hazardu jest występowanie czynnika losowego, który w największym stopniu przesądza o wyniku. W wielu przypadkach zwraca się także uwagę na inny czynnik, jakim są umiejętności (np.: gracza, konia, drużyny piłkarskiej itp.).

Specyfika hazardu przejawia się w tym, że nie ma on charakteru handlowego, jest obciążony bardzo wysokim poziomem ryzyka i raczej znikomym prawdopodobieństwem wygranej. Często traktowany jest jako forma rozrywki, lecz niekiedy prowadzi do uzależnień przejawiających się w postaci „choroby hazardowej”. Hazard, który w moim odczuciu, może wyrządzić o wiele większe szkody niż spekulacja (z uwagi na oparcie na przypadku i powodowanie uzależnienia) nie jest nadmiernie krytykowany, a wręcz przeciwnie, „przemysł hazardowy” (o ile nie jest zabroniony) stanowi w wielu przypadkach istotny element gospodarek narodowych, jak chociażby Las Vegas w USA czy Monte Carlo w Monako.

Inwestowanie, w przeciwieństwie do hazardu i spekulacji, stanowi najbardziej bezpieczną formę angażowania środków finansowych. Inwestowanie łączy ze spekulacją handlową wymiar transakcji, natomiast różni okres, na który transakcje są zawierane. O ile spekulację należy wiązać raczej z krótkim terminem, o tyle inwestycje są dokonywane z reguły w terminie dłuższym¹². Ponadto, w przypadku inwestycji (szczególnie długoterminowych) trzeba dokonać¹³:

- oceny ryzyka,

¹¹ P. Mielus, *Rynek opcji walutowych w Polsce*, K.E. Liber, Warszawa 2002, s.1.

¹² Pojęcie krótkiego i długiego terminu jest względne. Zdarzają się sytuacje, w których spekulacja trwa dłużej niż inwestycje.

¹³ Ch. Vincent, *Spekulacja i inwestowanie długoterminowe*, Liber, Warszawa 2000, s. 133.

- oceny tendencji rynkowych,
- właściwego wyboru czasu zakupu.

Inwestowanie wymaga zatem bezwzględnie szerokiej analizy uwarunkowań inwestycyjnych, co w przypadku spekulacji może mieć miejsce, lecz nie musi. Różnice pomiędzy inwestowaniem a spekulacją zostały zawarte m. in. w poglądach Benjamina Grahama, który w swojej *Analizie Papierów Wartościowych*, wydanej w 1934 roku napisał: *Inwestycją można nazwać taką operację, która po dokładnej analizie zapewnia bezpieczeństwo kapitału oraz odpowiedni zysk. Operacje nie spełniające takiego wymogu są operacjami spekulacyjnymi*¹⁴.

4. Atak spekulacyjny i bańka spekulacyjna

Szczególną formą spekulacji są ataki spekulacyjne. Są one wyraźnie obserwowalne na rynkach walutowych i są zorientowane na spadek kursu waluty. W ataku często biorą udział fundusze hedgingowe i fundusze inwestycyjne oraz czasami inwestorzy działający za pośrednictwem banków.

Przebieg ataku spekulacyjnego kształtuje się następująco:

- spekulant pożycza walutę, którą chce zaatakować (obniżyć kurs);
- sprzedaje ją na rynku po dobrej dla niego wysokiej cenie;
- stara się nakłonić do tego innych inwestorów (np. informując, że gospodarka danego kraju jest na skrajną załamania);
- jeśli inni inwestorzy przyłączą się do sprzedaży waluty, jej kurs spada;
- wówczas spekulant odkupuje walutę po niższej cenie i zwraca pożyczkę;
- różnicę inkasuje jako swój zysk.

Ataki spekulacyjne są charakterystyczne w sytuacji kryzysu walutowego i prowadzą do dewaluacji waluty krajowej. Zysk spekulantów, dokonujących ataku, stanowi różnica pomiędzy wartością waluty przed i po dewaluacji. Najbardziej narażone na ataki spekulacyjne są gospodarki, w których obowiązują stałe kursy walutowe (gdyż w krajach tych władze monetarne muszą przeprowadzać interwencje, przez co obniżają rezerwy walutowe), ze słabym sektorem finansowym, deficytem finansów publicznych oraz wysokim bilansem obrotów bieżących, finansowanym zobowiązaniami krótkoterminowymi. W wyniku ataków spekulacyjnych, następuje: panika wśród inwestorów krótkoterminowych, osłabienie waluty krajowej, a w konsekwencji także wzrost stóp procentowych będący następstwem dużego odpływu kapitału.

W sytuacji ataku spekulacyjnego na walutę, spekulanci czują się lepiej, gdy w danej gospodarce jest stosowany sztywny bądź stały kurs walutowy. Celem spekulantów jest wtedy zmuszenie władz monetarnych atakowanego państwa do interwencji. Gdy nie ma określonego pułapu cenowego, którego rząd decyduje

¹⁴ W. Slatyer, *Spekulacja Podejście Strategiczne*, K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 17.

się bronić, atak spekulacyjny może nie spotkać się z aż tak silną formalną obroną. Mechanizm ataku polega najczęściej na masowym pozbywaniu się krajowych aktywów, a następnie zajmowaniu krótkiej pozycji w lokalnej walucie (stąd deprecjacja waluty jest często połączona ze spadkami na giełdach) oraz zaciąganiu krótkoterminowych pożyczek w lokalnej walucie i jej natychmiastowej sprzedaży. Strategią obrony jest: podniesienie stóp procentowych, ograniczenie płynności sektora bankowego oraz zapewnienie podaży krajowej waluty na rynku międzybankowym. Oznacza to, oczywiście, dla broniącego się kraju spadek aktywności gospodarczej ze wszystkimi tego konsekwencjami.

W teorii i praktyce wykształciły się trzy generacje modeli ataków spekulacyjnych. Pierwszym modelem, wyjaśniającym mechanizm przebiegu ataku spekulacyjnego, był, stworzony przez Stephena Salanta w 1975 roku, tzw. kanoniczny model kryzysu. Pierwotnie odnosił się on do rynku złota i starał się przewidzieć, jak na rynek tego kruszcu wpłynie próba administracyjnego utrzymania jego ceny na ustalonym pułapie. Jego założenia zostały szybko wykorzystane przez Paula Krugmana do modelowania rynku waluty, której kurs rząd zobowiązuje się utrzymywać na stałym poziomie. Model, zbudowany przez Krugmana (1979) i udoskonalony potem przez Flooda i Garbera (1984), dowodził, że czynnikiem wywołującym atak spekulacyjny jest niespójność polityki wewnętrznej atakowanego państwa oraz jego polityki kursowej. Przykładem takiej niespójności może być finansowanie deficytu rządowego przez bank centralny (tzw. monetyzacja deficytu), przy jednoczesnej chęci utrzymania sztywnego kursu wymiany, który wymaga przyjęcia poziomu bazy monetarnej za egzogeniczny. Taki właśnie mechanizm doprowadził do upadku systemu z Bretton Woods¹⁵.

Wadą modelu kanonicznego jest założenie o mechanicznej polityce rządu, który stale utrzymuje deficyt budżetowy, i banku centralnego, który po prostu drukuje pieniądze i broni kursu walutowego aż do wyczerpania rezerw. W rzeczywistości, zakres możliwych działań polityków gospodarczych jest dużo większy. Odpowiedzią na te niedoskonałości modelu są tzw. modele drugiej generacji. W tego typu podejściu do kryzysów walutowych są charakterystyczne trzy założenia. Po pierwsze, musi istnieć dla państwa korzyść z porzucenia sztywnego kursu walutowego. Takim realnym bodźcem do porzucenia reżimu kursowego może być niespójność polityk gospodarczych, czyli na przykład wysoki deficyt budżetowy, który rząd chciałby zinfloować (tak jak w modelach pierwszej generacji) czy też tzw. nominalna sztywność płac w dół, która poprzez zawyżenie kosztów pracy prowadzi do utraty konkurencyjności kraju i wysokiego bezrobocia. Taka sytuacja miała miejsce w 1992 roku w Wielkiej Brytanii, gdy rozpoczął się atak Georga Sorosa. Bank Anglii nie mógł nominalnie zinfloować płac poprzez ekspansywną politykę monetarną, ponieważ był zmuszony

¹⁵ M. Ignaszak, *Nie taki atak straszny jak go malują*, „Trend – miesięcznik o sztuce inwestowania”, czerwiec 2011, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://www.gazetatrend.pl/artykuly/302-nie-taki-atak-straszny-jak-go-maluja->, data wejścia: 30.09.2012].

utrzymywać poziom bazy monetarnej, odpowiadający sztywnemu kursowi walutowemu. Węgierski inwestor zmusił angielski bank centralny do wyboru między obroną kursu walutowego (co poprzez zacieśnianie polityki monetarnej doprowadziłoby do jeszcze większego bezrobocia) a próbą zwiększenia zatrudnienia. Bank Anglii ostatecznie wybrał tę drugą opcję. Trzeba tu jednak zaznaczyć, że nie jest do końca jasne, jaką rolę w opuszczeniu systemu ERM przez Wielką Brytanię odegrał George Soros. Nie brakuje opinii, że same czynniki strukturalne, prędzej czy później, doprowadziłyby do dewaluacji funta, czego przykładem może być opuszczenie w tym samym czasie mechanizmu ERM przez Hiszpanię i Włochy. Po drugie, jest konieczny powód bronienia stałego kursu walutowego. Jedną z korzyści reżimu kursowego może być stabilizacja handlu międzynarodowego i inwestycji. Inną przyczyną może być chęć ochrony przed inflacją. Oprócz tego, stały kurs może być wynikiem decyzji politycznych (tak jak np. członkostwo w systemie ERM). Po trzecie, koszty obrony przed atakiem muszą rosnąć, gdy rynek przewiduje dewaluację waluty w przyszłości. Poprzez oddziaływania na krótkoterminowe stopy procentowe (które, aby zapewnić skuteczną obronę kursu, muszą być wysokie, doprowadzając do zwiększenia bezrobocia i pogorszenia się sald zadłużonych przedsiębiorstw) oczekiwania rynków finansowych same w sobie powodują dodatkowe koszty obrony kursu. Mając te trzy elementy, jesteśmy w stanie zbudować model optymalnej decyzji banku centralnego przy szeregu warunków ograniczających, takich jak wysokość rezerw walutowych czy bardzo istotna kwestia – sytuacja makroekonomiczna w atakowanym kraju przed kryzysem walutowym¹⁶.

W grupie modeli trzeciej generacji znajdują się modele, które podchodzą do kryzysów walutowych od strony bilansów płatniczych, włączając do rozważań sektor finansowy. Przykładem takiego modelu jest model P. Krugmana z 1998 roku, wyjaśniający mechanizm kryzysu walut azjatyckich tygrysów w drugiej połowie lat 90. Według noblisty, przebieg azjatyckiego kryzysu, spowodowany masowym odpływem krótkoterminowego kapitału, odbiega od mechanizmów modeli pierwszej i drugiej generacji. Kraje miały niskie deficyty budżetowe (co przeczy założeniom modelu kanonicznego), a politycy nie mieli makroekonomicznych pokus do porzucenia reżimu kursowego (dewaluacja spowodowała recesję, a nie, postulowane przez modele drugiej generacji, korzyści gospodarcze). Głównymi aktorami azjatyckiego załamania byli pośrednicy finansowi mający dostęp do taniego, gwarantowanego przez rząd finansowania. Jednak słaby nadzór nad nimi powodował silną pokusę nadużycia, a tym samym ponoszenie nadmiernego ryzyka. Luźna polityka kredytowa doprowadziła oczywiście do inflacji – nie wzrosły jednak ceny dóbr konsumpcyjnych, a aktywów finansowych. Pękająca bańka spekulacyjna na lokalnych rynkach finansowych doprowadziła do masowego odpływu kapitału oraz zajmowania krótkich pozycji na lokalnych

¹⁶ M. Ignaszak, *Nie taki atak straszny jak go malują*, „Trend – miesięcznik o sztuce inwestowania”, czerwiec 2011, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://www.gazetatrend.pl/artykuly/302-nie-taki-atak-straszny-jak-go-maluja->, data wejścia: 30.09.2012].

walutach. *Notabene*, opis ten bliźniaczo przypomina mechanizm kryzysu na amerykańskim rynku kredytów *subprime* w 2007 roku¹⁷.

Polska gospodarka, w której nie jest stosowany, jak dotychczas, system kursu sztywnego, jest narażona na ataki spekulacyjne, których konsekwencje w postaci głębszej dewaluacji waluty są silniejsze niż w gospodarkach o sztywnym kursie. Zresztą, nieodległa historia potwierdza, iż takie ataki miały miejsce i w znacznym stopniu doprowadzały do osłabienia złotego. W 2001 roku inicjatorem ataku na kurs złotego był nowojorski fundusz, Moor Capital Management, który przeprowadził atak po potwierdzeniu danych statystycznych o spowolnieniu gospodarczym oraz po wypowiedzi, ówczesnego premiera, Leszka Millera o złej sytuacji finansów publicznych. Skutkiem ataku było osłabienie kursu złotego z 3,38 zł do 3,95 zł w stosunku do euro. Ostatni atak spekulacyjny miał miejsce w 2009 roku, a do jego przeprowadzenia przyznał się Goldman Sachs Group Incorporated, podejrzenie zaś padło także na Danske Bank. W wyniku ataku, od początku stycznia do połowy lutego 2009, złoty osłabił się z poziomu 4,17 zł do 4,90 zł za euro.

Specyficznym przejawem spekulacji jest narastanie baniek spekulacyjnych. Bańka spekulacyjna (ang. *speculative bubble*, *market bubble*) to określenie tymczasowego stanu rynku, w którym cena dóbr rażąco przekracza ich wartość. Stan ten jest wywołany spekulacją danym dobrem, prowadzącą do ciągłego wzrostu cen. W pewnym momencie mechanizm ten się załamuje i następuje krach – pęknięcie bańki – z drastycznym spadkiem cen i wartości zasobów wielu inwestorów.

Bańki spekulacyjne są charakterystyczne dla wielu rynków. Występują najczęściej na: rynkach towarowych, papierów wartościowych czy nieruchomości. Historia zna wiele przykładów baniek spekulacyjnych, wśród nich: spekulację cebulkami tulipanów w Holandii w latach 1636 – 37 (tzw. tulipomanię), czy słynne bańki giełdowe, w tym przegrzanie koniunktury przed Wielkim Kryzysem lat 1929 – 33, bańkę internetową z lat 1995 – 2001, bańkę na rynku papierów wartościowych z 1997 roku wywołaną kryzysem azjatyckim czy też niedawną bańkę na rynku nieruchomości z lat 2007 – 2009 w USA.

Bańki spekulacyjne przeważnie nie trwają długo, choć ich narastanie to okres dłuższy niż czas trwania ataków spekulacyjnych. Gdy rozpoczyna się spadek cen dóbr, inwestorzy, wyprzedając je często w pośpiechu i panice, doprowadzają do głębokiego załamania rynku. Sytuacji narastania baniek spekulacyjnych towarzyszą wcześniej irracjonalne zakupy w oczekiwaniu ponadprzeciętnych zysków (określane mianem owczego pędu). Pęknięcie bańki wyzwala natomiast ekstremalne emocje związane z decyzją o opuszczeniu rynku i pogodzeniu się z poniesieniem straty.

¹⁷ Ibidem.

5. Spekulacyjne niebezpieczeństwa i korzyści

Niewątpliwie, spekulacja jest w stanie wyrządzić wiele szkód dla gospodarki, jak i szkód w portfelach osobistych. Zasadniczą szkodą gospodarczą jest drenaż rynku (np. rynku nieruchomości rynku walutowego), narażanie go na perturbacje, wskutek czego dochodzi do podważenia zaufania do danego towaru, usługi czy pieniądza. W dłuższej perspektywie przyczyniać się to może do naruszenia fundamentów gospodarki kraju i podważania jego podstaw ekonomicznych. Spekulacja nie prowadzi też zasadniczo do bezpośredniego powiększania społecznej puli dobrobytu, gdyż działania spekulacyjne bardziej są związane z transferowaniem korzyści (zysków) z rąk jednych spekulantów do drugich, nie wpływając znacząco na tworzenie w gospodarce wartości dodanej.

Mechanizm spekulacji potrafi się odbić bolesnym piętnem także na portfelu i osobowości każdego inwestora. O ile znajdziemy się w sytuacji uczestnika spekulacji oczekującego ponadprzeciętnych zysków, zaś efekt spekulacyjny okaże się ujemny, to finansowe skutki oznaczają zubożenie – zmniejszenie wartości portfela inwestycyjnego, którego odbudowa bywa zajęciem żmudnym i czasochłonnym. W najgorszej sytuacji okazują się być osoby (podmioty), które doświadczają spekulacji przypadkiem, nie śledząc szczegółowo trendów rynkowych, nie analizując wnikliwie informacji gospodarczych, a kierując się jedynie stałą tendencją wzrostową cen czy kursów. To one stają się zazwyczaj głównymi „ofiarami spekulacji” – największymi przegrany, gdyż ich „wejście w rynek” okazuje się być nietrafne, a oczekiwania nie zrealizowane. Zachowania tego typu „spóźnionych spekulantów” są powodowane zwykle owczym pędem, koniecznością uczestnictwa w rynku (który wydaje się im wymykać) i oczywiście motywem szybkiego zysku. W świadomości inwestorów, którzy stają się ofiarami spekulacji, koduje się wówczas: negatywne postrzeganie transakcji, krytyczna ocena podjętych działań, utożsamianie spekulacji z patologią życia gospodarczego i wyzyskiem. Aby nie stać się „ofiara”, warto jest zadawać sobie trud analizy przed podjęciem jakichkolwiek działań spekulacyjnych. Warto podejść do próby oceny rynku pod kątem wystąpienia znamion ataku spekulacyjnego bądź bańki spekulacyjnej. Warto zastanawiać się, czy dany okres na rynku jest „bezpieczny” czy „ryzykowny”. Tego typu zabiegi są w stanie zapewnić większą ochronę przed potencjalnymi, negatywnymi skutkami spekulacji. Spekulacja ma jednak także swój pozytywny wymiar. Spotkać można wiele opinii, które powszechną nienawiść do spekulantów traktują jako niesprawiedliwość. Wiedząc, że spekulant kupuje i sprzedaje towary w nadziei na zysk, i jak mówi stare powiedzenie, próbuje „Kupić tanio i sprzedać drogo”, powinniśmy być jednocześnie świadomi, że przyczynia się tym samym do wspierania interesów społecznych. Najlepiej wytłumaczył to Adam Smith za pomocą swojej doktryny „niewidzialnej ręki”, która głosi, że¹⁸:

¹⁸ A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nation*, Random House, New York 1973, s. 243.

Każdy człowiek stara się ulokować swój kapitał tak, by przynosił jak największy zysk. Zasadniczo ani nie ma on zamiaru wspierać interesu publicznego, ani też nie zdaje sobie sprawy, jak bardzo go wspiera. Własne bezpieczeństwo i zysk to jedyne, co ma na uwadze. Jak gdyby jakaś niewidzialna ręka prowadziła go, by wspierał cel, którego wcale wspierać nie zamierzał. Dogłębnie patrząc na własnych interesów, często wspiera interesy społeczeństwa skuteczniej, niż gdyby naprawdę zamierzał je wspierać.

Tym samym skuteczny spekulant, działając samolubnie, we własnym interesie, wspiera nieświadomie dobro ogółu w ogóle o nim nie myśląc.

W ogólnym ujęciu, spekulację można traktować jako grę o stawce zerowej – ktoś generuje zysk, ktoś traci. Związana jest ona bowiem ze zróżnicowanym podmiotowo przepływem kapitału z rąk do rąk. Gdy jednak bliżej przyjrzeć się działaniom spekulacyjnym można w nich odnaleźć wiele cech pozytywnych. Po pierwsze, prowadzą one do powstawania nowych produktów – choć nie na każdym rynku da się to zaobserwować. Szczególnie wyraźnie widać ten aspekt na rynkach finansowych, które dzięki nowym produktom (często wyposażonym w efekt dźwigni finansowej), nabierają pełnego kształtu i kolorystyki, stają się atrakcyjne i wręcz są tworzone dla potrzeb spekulacji. Po drugie, spekulacja to zwykła działalność handlowa, które wymaga obsługi, zaplecza, wyposażenia, przygotowania strony technicznej. Wiąże się z tym, co najmniej, utrzymywanie miejsc pracy (maklerów, brokerów, agentów itp.), ale także i tworzenie nowych stanowisk dla potrzeb przeprowadzania transakcji spekulacyjnych. Po trzecie, spekulacja powoduje nasilenie ilościowe i wartościowe zawieranych transakcji. Gdyby przyjąć, że na rynku nie będzie spekulantów, oznaczałoby to rynek płytki, o ograniczonej płynności. Generowanie zysków ze spekulacji jest obciążone podatkami, zatem wyeliminowanie tej formy handlu z życia gospodarczego to w bezpośrednim przełożeniu uszczuplenie wpływów podatkowych. Po czwarte, spekulacja wymaga: analizy, umiejętności logicznego myślenia, postrzegania istotnych dla spekulanta faktów i ich oceny, a także przewidywania przyszłości – jest więc poparta wykorzystaniem kreatywności ludzkiego umysłu, jest zajęciem intelektualnym. Po piąte, nawet, gdy spekulacja powoduje gospodarcze spustoszenie, to jednak wymusza powstawanie „mechanizmów obronnych” w postaci zmian w polityce: gospodarczej, monetarnej, walutowej. Jest więc bodźcem, który dyscyplinuje rządzących do większej troski o stabilność gospodarki.

Jak bronić gospodarkę przed skutkami kryzysów i czy można w tym celu wykorzystać spekulację? Niewątpliwie, każdy kryzys gospodarczy ma nieco inne oblicze i dotyka różne kraje z różnym natężeniem. Najlepszym rozwiązaniem jest wybór własnej strategii obronnej, polegającej na prowadzeniu właściwej polityki gospodarczej. Za przykład mogą posłużyć tu Niemcy, których rząd, w związku z pogarszającą się sytuacją ekonomiczną i rosnącym bezrobociem w warunkach rozwijającego się światowego kryzysu, przygotował w latach 2008 – 2009 trzy pakiety antykryzysowe, wspomagające koniunkturę. Przyjęty

14 października 2008 r. *Pakiet 0 (Konjunkturpaket 0)* dotyczył działań na rzecz: obniżenia obciążeń podatkowych, stabilizacji kosztów ubezpieczenia społecznego i inwestycji w rodzinę i był finansowany w latach 2009–2010 przez budżet federalny w łącznej wysokości 28,4 mld euro. Pierwszy pakiet, wspomagający koniunkturę *Konjunkturpaket I* (2009) o nazwie „Utrzymanie zatrudnienia przez wzmocnienie wzrostu”, został przyjęty przez rząd federalny 5 listopada 2008 r. Głównym celem tego pakietu było utrzymanie zatrudnienia za pomocą działań pro wzrostowych, w tym wspierania: inwestycji, przedsięwzięć pobudzających popyt przedsiębiorstw, gospodarstw domowych i samorządów na łączną kwotę 50 mld euro w latach 2009 – 2010. Ponadto, przeznaczono w ramach jego dodatkowo 20 mld euro na zapewnienie finansowania inwestycji i płynności przedsiębiorstw. Drugi pakiet, wspomagający koniunkturę – *Konjunkturpaket II* (2009), zwany także paktem na rzecz zatrudnienia i stabilności, w łącznej kwocie 50 mld euro, został zaakceptowany przez rząd federalny 14 stycznia 2009 r. W dniach 5–6 marca 2009 r. ten pięciopunktowy pakiet przeszedł pomyślnie proces legislacyjny w Bundestagu i Bundesracie. Kontynuowano w nim założenia poprzednich pakietów i wprowadzono do realizacji nowe zadania, skupiając się na: poprawie sytuacji obywateli, zapewnieniu zatrudnienia w warunkach kryzysu, zmniejszeniu zadłużenia publicznego, inwestycjach w sferze budżetowej oraz wspieraniu inwestycji, innowacji i popytu w gospodarce w ramach programu pożyczkowo-kredytowego¹⁹.

Równie ważne jest prowadzenie właściwej polityki monetarnej przez banki centralne. W reakcji na globalne załamanie koniunktury na świecie w 2007 roku banki centralne różnych państw zaczęły podejmować rozmaite działania ochronne. Zatem, bank centralny USA zdecydował się na bezpośrednią interwencję na rynku kredytowym. W celu wsparcia wzrostu gospodarczego oraz usprawnienia funkcjonowania rynków finansowych, w listopadzie 2008 roku FED dokonał zakupu 100 mld dol. papierów dłużnych *government-sponsored enterprises* (GSE) oraz 500 mld dol. *mortgage backed securities*. W grudniu zdecydowano zwiększyć skalę zakupów odpowiednio do poziomu 200 mld dol. i 1,25 bln dol. Dodatkowo, zakupiono długoterminowe obligacje skarbowe o wartości 300 mld dol. Celem zastosowania wymienionych instrumentów polityki pieniężnej było obniżenie oprocentowania kredytów hipotecznych oraz papierów skarbowych, a także zwiększenie ich dostępności dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W rezultacie, działania te spowodowały powiększenie bilansu banku centralnego i wzrost bazy monetarnej. Bank centralny Anglii (Bank of England), w celu przeciwdziałania recesji gospodarczej zdecydował się zmienić poziom stóp procentowych. Z poziomu 5,5% w styczniu 2008 roku stopy obniżono o 2% w grudniu 2008 roku, w tym aż o 100 i 150 punktów bazowych w listopadzie i grudniu 2008. Kolejne obniżki nastąpiły w: styczniu, lutym i marcu 2009 (po

¹⁹ W. Małachowski, *Skutki kryzysu i działania antykryzysowe w gospodarce Niemiec*, [w:] praca pod red. J. Osińskiego, *Państwa narodowe wobec kryzysu ekonomicznego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010, s. 145 – 152.

50 pkt bazowych), ustalając główną stopę procentowa repo na poziomie 0,5% – najniższym w historii Wielkiej Brytanii. Ponadto, 5 marca 2009, w ramach Monetary Policy Committee (MPC), rozpoczęto program zakupu aktywów – obligacji skarbowych oraz papierów korporacyjnych. Pierwotną wartość zakupionych aktywów ustalono na poziomie 125 mld GBP, podwyższając ją w listopadzie 2009 roku do 200 mld GBP. Cele polityki pieniężnej Bank of England opierały się w szczególności na założeniach polityki *quantitative easing*, ukierunkowanej na zwiększenie podaży pieniądza, udrożnienie rynków kredytowych, a w rezultacie pobudzenie zagregowanego popytu, umożliwiającego osiągnięcie celu inflacyjnego.

Europejski Bank Centralny (EBC) od momentu upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers, czyli od umownego początku globalnego kryzysu finansowego, obniżył podstawową stopę procentowa łącznie o 325 punktów bazowych, tj. z poziomu 4,25%, który obowiązywał niezmiennie od czerwca 2000 roku, do poziomu 1% w maju 2009 roku. Jednocześnie EBC zmniejszył oprocentowanie depozytów krótkoterminowych do zaledwie 0,25%, w porównaniu ze stanem 3,25% we wrześniu 2008 roku. W czerwcu 2009 roku EBC przedstawił także program zakupu listów zastawnych (*covered bonds*) o wartości 60 mld euro, denominowanych w euro i wyemitowanych w strefie euro. Skala zakupów listów zastawnych przez EBC w porównaniu z programami prowadzonymi w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, była stosunkowo niewielka. Jej wartość w relacji do PKB krajów Eurolandu wyniosła 0,6%, w USA 12%, a w Wielkiej Brytanii 10%. Głównym celem zakupu listów zastawnych, wykorzystywanych przez banki komercyjne do finansowania kredytów hipotecznych, były poprawa funkcjonowania instytucji finansowych na rynku pieniężnym, zachęcenie banków do zwiększenia skali akcji kredytowej, jak również poprawa płynności w poszczególnych segmentach rynku finansowego²⁰.

Oprócz właściwie ukierunkowanej polityki gospodarczej i interwencji banków centralnych w zakresie stóp procentowych i papierów wartościowych, należy zwrócić szczególną uwagę także na politykę walutową. Jak już wcześniej wspomniano, w dobie kryzysu dochodzi niezmiernie często do mocnego osłabiania się waluty krajowej. Kryzysy sprzyjają bowiem pojawianiu się ataków spekulacyjnych, szczególnie w krajach o sztywnym kursie walutowym (ale nie tylko). I tu uwidacznia się istotna rola banków centralnych, jaką jest obrona rodzimej waluty. W tym miejscu tworzy się jednocześnie sposobność do wykorzystania spekulacji jako instrumentu wspomagającego obronę. Chodzi o to, aby można było stworzyć taki mechanizm, w którym to bank centralny i inne duże podmioty finansowe byłyby w stanie własnymi zachowaniami spekulacyjnymi osłabiać siłę ataku. Stworzenie owego mechanizmu wymagałoby spełnienia kilku podstawowych warunków, tj.:

²⁰ A. Szunke, *Instrumenty polityki pieniężnej w Polsce i na świecie wobec globalnego kryzysu finansowego*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, dokument elektroniczny, tryb dostępu: [<http://www.pte.pl/katowice/184>, data wejścia: 30.09.2012].

- bank centralny powinien być wyposażony w instrumenty finansowe umożliwiające skuteczną odpowiedź na spekulację;
- duże podmioty finansowe (banki, parabanki, instytucje ubezpieczeniowe, etc.) powinny dysponować znacznymi zasobami finansowymi;
- na rynku powinno istnieć szerokie instrumentarium, głównie instrumentów pochodnych, wykorzystujących dźwignię finansową, oraz możliwych do szerokiego zastosowania w ramach spekulacji;
- konieczna byłaby bezwarunkowa współpraca banku centralnego i innych dużych podmiotów finansowych w sytuacji ataku na walutę krajową.

Dzisiejsze wyposażenie banku centralnego w Polsce (ale również banków centralnych w innych krajach) pozwala na dokonywanie obrony kursu waluty, lecz nie umożliwia dokonywania bardziej agresywnych posunięć. Wynika to w sposób oczywisty z obowiązujących regulacji prawnych oraz z funkcji przypisywanych bankom centralnym. Wprawdzie są wprowadzane instrumenty mające wzmocnić pozycję banku centralnego w sytuacjach kryzysowych (jak chociażby w 2008 roku wyposażenie NBP przez Radę Polityki Pieniężnej w swapy walutowe, które znajdują się w instrumentarium wielu banków centralnych, w tym Europejskiego Banku Centralnego), to jednak instrumentarium to jest ukierunkowane na wzmocnianie postaw defensywnych aniżeli ofensywnych banków centralnych. Jeżeli przyjąć, że duże podmioty finansowe dysponują znacznymi zasobami finansowymi, to ich zorientowanie na generowanie własnych zysków nie sprzyja tworzeniu atmosfery wspólnego działania, szczególnie zaś kooperacji z podmiotami konkurencyjnymi i bankiem centralnym. ✓

Na rynku finansowym są dostępne dziś różnego rodzaju derywaty wykorzystujące działanie dźwigni finansowej (np.: warrant, swapy, kontrakty terminowe, opcje walutowe etc.), które cechuje wysoka przydatność do celów spekulacyjnych. Charakteryzują się one jednak równocześnie wysokim poziomem ryzyka, stąd i znajdują ograniczone zastosowanie. Dodatkowo, ich wykorzystanie w wielu wypadkach jest obostrzone regulacjami prawnymi rynku finansowego.

Współdziałanie wielu różnych podmiotów finansowych na rzecz walki z kryzysem i wspólne przeciwdziałanie osłabianiu się waluty wydaje się być dziś także iluzją. Funkcjonowanie bowiem mechanizmu rynkowego we współczesnych gospodarkach nie sprzyja podejmowaniu „wspólnego wysiłku dla dobra ogółu”. Stworzenie zatem kooperacji między największymi podmiotami na rynku finansowym, w celu przezwyciężenia kryzysu wymagałoby albo regulacji legislacyjnej, albo jakiegoś specjalnego porozumienia.

Zatem spekulacja może jawić się jako pozytywna technika na rynku finansowym, a jej właściwe zastosowanie w warunkach kryzysu mogłoby przynieść wymierne korzyści. Jak stwierdzili G. Appel i M. Appel: *uznając jedynie ujemne znaczenie spekulacji, można całe życie ciężko pracować, by zdobyte pieniądze wydawać na zmieniające się potrzeby. Można też, akceptując pozytywne strony*

*spekulacji, w taki sposób pokierować sprawami, by dzięki roztropnemu angażowaniu kapitału sprawić, że będzie on dla nas pracował*²¹.

6. Podsumowanie

Dalekim należy być od wychwalania spekulacji, ale równie dalekim od jej ganienia. Dobre strony działań spekulacyjnych potwierdzają, iż nie należy traktować tego zjawiska jako patologii gospodarczej, utożsamiać z wyzyskiem, dyskryminować i nadmiernie krytykować. Spekulacja stanowi naturalny element życia gospodarczego, wykształcony na bazie ekonomicznych zachowań ludzkich. Jako forma transakcji handlowych jest w stanie przysporzyć wielu korzyści w skali mikro i makro. Nie uważam, że należy dążyć do bezwzględnej walki ze spekulacją. Powinna ona raczej podlegać racjonalnej kontroli, poddana być mechanizmom sterowania, tak aby funkcjonowanie rynków i gospodarki nie było nadmiernie zakłócanie.

Bibliografia

- Appel G., Appel M., *Ogrywanie rynku raz na trzy miesiące*, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2010.
- Dokument elektroniczny, tryb dostępu: [www.eia.gov].
- Dokument elektroniczny, tryb dostępu: [www.gazetatrend.pl].
- Dokument elektroniczny, tryb dostępu: [www.pte.pl].
- Global Economic Prospects and the Developing Countries. Beyond Financial Crisis*, The World Bank, Washington 1999.
- Głuchowski J., *Międzynarodowe stosunki finansowe*, PWE, Warszawa 1997.
- Kaliński J., Zalesko M. (red.), *Od wielkiego kryzysu gospodarczego do wielkiego kryzysu finansowego. Perturbacje w gospodarce światowej w latach 1929 – 2009*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2009.
- Kindleberg Ch. P., *The Word In Depression 1929 – 1939*, UCP, Berkeley 1986.
- Kossecki P., *Wycena i budowanie wartości przedsiębiorstw internetowych*, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008.
- Mały Rocznik Statystyczny 1936*.
- Mielus P., *Rynek opcji walutowych w Polsce*, K.E. Liber, Warszawa 2002.
- Osiński J.(red.), *Państwa narodowe wobec kryzysu ekonomicznego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010.
- Skodlarski J., Matera R., *Gospodarka światowa. Geneza i rozwój*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Slatyer W., *Spekulacja Podejście Strategiczne*, K.E. Liber, Warszawa 1998.
- Słownik Języka Polskiego*, tom III, PWN, Warszawa 1996.
- Słownik Wyrazów Obcych*, PWN, Warszawa 1996.

²¹ G. Appel, M. Appel, *Ogrywanie rynku raz na trzy miesiące*, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2010, s. 14.

- Smith A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, New York: Random House 1973.
- Vincent Ch., *Spekulacja i inwestowanie długoterminowe*, Liber, Warszawa 2000.
- Word Economic Survey (1979 – 1980)*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1980.
- Word Economic Survey (1981 – 1982)*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1982.
- Word Economic Survey 1973. Part Two. Current Economic Development*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1974.
- Word Economic Survey 1983*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1983.
- Word Economic Survey 1987. Current Trends and Policies in the World Economy*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1986.
- Word Economic Survey 1988. Current Trends and Policies in the World Economy*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, New York 1988.

Streszczenie

W niniejszym artykule podjęta została próba ukazania spekulacji jako techniki wykorzystywanej na rynku kapitałowym celem neutralizowania skutków kryzysu. Za tło rozważań posłużyła charakterystyka najważniejszych kryzysów w gospodarce światowej w XX i XXI wieku. W opracowaniu przedstawiono wyraźne różnice pomiędzy spekulacją, hazardem i inwestowaniem. Wyjaśniono pojęcie ataku spekulacyjnego oraz bańki spekulacyjnej, a także zdiagnozowano korzyści i niekorzyści płynące z działań spekulacyjnych. Kwintesencją prowadzonych rozważań jest przyjęcie stanowiska, iż spekulację można wykorzystać jako formę obrony przed skutkami kryzysu (szczególnie walutowego) pod warunkiem stworzenia specyficznego mechanizmu łączącego w sobie działanie silnych finansowo podmiotów krajowych, które w dążeniu do wspólnego celu, jakim jest walka z kryzysem, wykorzystywałyby w szerokim zakresie instrumenty finansowe oparte na zasadzie działania dźwigni finansowej.

SPECULATION UNDER THE CONDITIONS OF CRISIS

Summary

The paper attempts to present speculation as a technique used in the capital market to mitigate the effects of crisis. The author looks back at the major global economic crises in the twentieth and twenty-first centuries. The differences between speculation, gambling and investing are explained, as are the meanings of the terms speculative attack and speculative bubble. Moreover, the paper provides a diagnosis of the advantages and disadvantages of speculative activities. The author takes the position that speculation can be used as a form of defense against crisis (especially a currency crisis) as long as a mechanism is created which allows for joint activity of financially strong domestic operators that, focusing on the common goal of fighting the crisis, would use a wide range of financial instruments based on the principle of financial leverage.