

dr hab. Aneta Zelek, prof. ZPSB

Zachodniopomorska Szkoła Biznesu

Kryzysy były, są i będą!

– o przesłankach kolejnego kryzysu gospodarczego

Streszczenie:

Kryzysy były, są i będą! Nie można mieć złudzeń. Dobra koniunktura nie może trwać bez końca. Już od roku eksperci i analitycy alarmują, że w gospodarce światowej widać pierwsze sygnały nadciągającego kryzysu gospodarczego. Na wartości tracą Bloomberg Commodity Index, Baltic Dry Index, indeksy PMI w niemal wszystkich gospodarkach świata. Nie mniejsze spadki dotyczą indeksów cen surowców na światowych rynkach. **Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytania: Czy faktycznie w światowej gospodarce widoczne są zwiastuny nadchodzącego kryzysu? Jakie są potencjalne źródła czy zapalniki nowego kryzysu?** Być może to pytania retoryczne, jednak Autorka szuka na nie odpowiedzi. Artykuł obejmuje dwie części: 1/ eksperckie doniesienia o kryzysie, 2/ katalog potencjalnych zapalników kryzysu. Autorka ukazuje mnogość i różnorodność ryzyk i zagrożeń dla globalnej gospodarki, kataloguje główne z nich i ostrzega przed ich ignorowaniem.

Słowa kluczowe: kryzys, cykl koniunkturalny, dekonunktura, zapalniki kryzysu, zwiastuny kryzysu, spowolnienie gospodarcze

Wprowadzenie

We wrześniu 2018 r. minęło 10 lat od ostatniego globalnego kryzysu finansowego, zapoczątkowanego spektakularnym upadkiem jednej z największych i najbogatszych instytucji finansowych – banku Lehman Brothers. Skala i natężenie dekonunktury z tego okresu mogą być porównywane tylko do zdarzeń z czasów Wielkiego Kryzysu Gospodarczego z lat 1929-1933, jak dotąd najpotężniejszego tąpnięcia światowej gospodarki. Szacuje się, że kryzys z 2008 roku przyniósł straty wartości ponad 15 bln (15 000 mld) dolarów, a w jego rezultacie zlikwidowano ok. 7 milionów miejsc pracy. Według badaczy w latach 2008-2010 około 10 tys. osób popełniło samobójstwa, których przyczyną wiąże się właśnie ze skutkami społecznymi kryzysu.

Kryzys '2008 uświadomił ludzkości, że światowe finanse stały się tak wirtualne, tajemnicze i niekontrolowane, że mogą wywołać kataklizm ekonomiczny nie do zahamowania. Kryzys ten ujawnił również nową gatunkowo cechę wahań koniunkturalnych, tj. szybką, geograficzną transmisję negatywnych trendów. Okazało się, że w zglobalizowanym świecie zapalniki kryzysu z łatwością rozprzestrzeniają się infekując gospodarki kolejnych krajów.

Opisywane zdarzenia i ich okrągła rocznica przypadająca na rok 2018, same w sobie stanowią ważny pretekst do podjęcia próby odpowiedzi na pytanie, czy w najbliższej perspektywie czeka nas ponowne spowolnienie gospodarki światowej?

„Nigdy nie marnujcie dobrego kryzysu” – mawiał brytyjski premier Winston Churchill¹. To mocny postulat uczenia się na błędach. Tymczasem boimy się używać słowa kryzys, boimy się bo to jak przepowiednia. Samo mówienie o kryzysie jest kryzysogenne. Może lepiej więc przemilczeć sygnały płynące ze światowej gospodarki? Może lepiej ich nie dostrzegać, by nie wywołać katastrofy? Jeśli nawet straszy nas słowo „kryzys” to musimy się przygotować na zjawisko recesji². A już na pewno musimy pogodzić się z obiektywną cechą gospodarki jaką jest jej cykliczność i falowanie.

Nie można mieć złudzeń. Już od roku eksperci i analitycy alarmują, że widzą pierwsze sygnały nadciągającego kryzysu gospodarczego. Na progu ostatniego kwartału 2018 na wartości tracą Bloomberg Commodity Index, Baltic Dry Index, indeksy PMI w niemal wszystkich gospodarkach świata. Nie mniejsze spadki dotyczą indeksów cen surowców na światowych rynkach. Analogiczna sytuacja miała miejsce 10 lat temu, gdy indeksy surowcowe zaczęły tracić na wartości, mimo korzystnych prognoz dla gospodarki. Do wybuchu kryzysu może przyczynić się nie tylko spowolnienie gospodarki Chin, narastające zadłużenie globalne, dodruk pieniądza, ale także nasilenie protekcjonistycznej i agresywnej polityki amerykańskiego prezydenta. Giełda w USA rośnie nieprzerwanie od 2008 roku. Obniżka podatków przez Donalda Trumpa dodała gospodarce USA energii. Daje to obiecujące rezultaty dla kondycji makroekonomicznej USA, jednak hossa w Ameryce jest już drugą najdłuższą po II wojnie światowej, więc należy oczekiwać tąpnięcia.

Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytania: Czy faktycznie w światowej gospodarce widoczne są zwiastuny nadchodzącego kryzysu? Jakie są potencjalne źródła czy zapalniki nowego kryzysu?

Odpowiedzi na te pytania Autorka szuka na tle przeglądu opinii eksperckich oraz na podstawie obiektywnych danych i informacji sygnałnych. Dlatego artykuł obejmuje dwie części: 1/ Eksperci o kryzysie, 2/ Potencjalne zapalniki i zwiastuny kryzysu. W drugiej części artykułu, poza przypomnieniem o permanentności cyklu koniunkturalnego, Autorka wyraźnie ujawnia niepewność co do, zarówno potencjalnych źródeł kryzysu, jak i co do jego geograficznego pochodzenia. I chociaż zaprezentowana analiza sytuacji nie daje podstaw do kategoriycznych stwierdzeń i tez, to ukazując mnogość ryzyk i zagrożeń spełnia funkcje ostrzegające przed ich ignorowaniem.

Eksperci o kryzysie

Pesymistyczne oczekiwania i doniesienia o zbliżającym się kryzysie zaczęły się na dobre w połowie 2017r. Odchodzący jesienią 2017 r. niemiecki minister finansów Wolfgang Schaeuble ostrzegł, że światowa gospodarka jest w niebezpieczeństwie. W wywiadzie udzielonym prestiżowemu dziennikowi "Financial Times" stwierdził, że banki centralne pompują do gospodarki tak wielkie pieniądze, że rośnie nam nowa bańka płynności finansowej. Do tego dochodzi kwestia wciąż rosnącego globalnego zadłużenia (Stany Zjednoczone są dwa razy bardziej zadłużone niż przed wybuchem kryzysu w 2008 roku). Zdaniem Schaeuble, który kierował jedną z największych gospodarek na świecie, grozi to wybuchem kolejnego światowego kryzysu³.

Minister Schaeuble nie jest osamotniony w swoich kasandrycznych przepowiedniach. Również Christine Lagarde, szefowa Międzynarodowego Funduszu Walutowego stwierdza, że choć na świecie można zaobserwować największą od ponad 10 lat dynamikę wzrostu, to przysłania ona rzeczywiste problemy. Lagarde wskazała również, że wysokie zadłużenie wielu państw oraz brak wyciągnięcia lekcji z poprze-

¹ Mija 10 lat od ostatniego kryzysu finansowego. Byliśmy głupi przed nim. I głupi pozostaliśmy., <http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/1031701,kryzys-finansowy-antykruchosc-zycie-na-kredyt.html>, (dostęp: 18.12.2017r.)

² O recesji w gospodarce mówimy, kiedy przez dwa kwartały pod rząd notuje się spadek tempa wzrostu PKB.

³ Wszystkie wskaźniki są błędnie interpretowane. Kryzys będzie tym razem zupełnie inny, <https://www.money.pl/davos2018/davos-forum-ekonomiczne-swiatowy-kryzys,127,0,2396799.html> (dostęp: 12.08.2018r.)

dniego kryzysu (zwłaszcza w sprawie tzw. kredytów subprime, wysokiego ryzyka) mogą sprawić, że na razie cicho tykająca bomba wybuchnie ze sporą siłą⁴.

Podobnego zdania, choć w oparciu o inne przesłanki, jest Warren Buffett. Udzielając wywiadu telewizji CNBC w związku z dziesiątą rocznicą upadku banku inwestycyjnego Lehman Brother's, która przypada 15 września, stwierdził, że kolejny kryzys „po prostu będzie w swoim czasie”, jest on nieunikniony. Warren Buffet zwykł mawiać, że „mniej więcej co dekadę czarne chmury przesłaniają gospodarcze niebo, a z tych chmur pada przez chwilę złoty deszcz”.

O „czarnych chmurach” nad światową gospodarką wypowiada się też Larry Elliott z The Guardian⁵. Jego zdaniem, mamy do czynienia z kontynuacją potwornych błędów w polityce monetarnej większości znaczących gospodarek. Do tego dochodzi nasilenie się podziałów społecznych i narastanie populizmu. Ale najpoważniejszy problem to brak międzynarodowej solidarności. Kraje i ich rządy stają do walki ze sobą. Izolacyjna polityka Trumpa, decyzja Wielkiej Brytanii o brexicie, to tylko początek niebezpiecznych trendów w układzie sił w globalnym świecie. To – według Elliotta – musi się skończyć źle. Podobne doniesienia płyną z wielu środowisk naukowych i publicystycznych. Z kolei cenieni autorzy opisujący stan globalnej gospodarki Jayati Ghosh, Cédric Durand stawiają na inne przyczyny nadchodzącego załamania gospodarki. Twierdzą, że następny kryzys wywołają trzy najważniejsze czynniki: banki centralne, wojny handlowe i narastanie zadłużenia⁶.

O poważnym zagrożeniu mówi też miliarder i inwestor George Soros, choć przyczyn kryzysu poszukuje nie w USA a w problemach europejskich. Według niego, Unia Europejska jest w kryzysie egzystencjalnym. Wszystko, co mogło pójść źle, poszło źle. Ostrzega, że tuż za rogiem może czekać nas kolejny olbrzymi kryzys finansowy. Według Sorosa kryzys uchodźczy, dezintegracja terytorialna i trudna sytuacja ekonomiczna to trzy największe wyzwania, przed jakimi stoi Europa. Spodziewa się też, że brexit będzie długim procesem, który prawdopodobnie potrwa ponad pięć lat i osłabi gospodarkę Europy i Wielkiej Brytanii⁷.

Nieco łagodniej sytuację ocenia Bill Gates, który uważa, że Amerykanie powinni przygotować się na powtórkę z 2008 r. Jego zdaniem kolejny kryzys finansowy, i to w najbliższej przyszłości, jest prawdopodobny. Jednak miliarder pozostaje optymistą - jest pewien, że jego rozmiary i konsekwencje będą słabsze niż w latach 2008-2010⁸.

Inny kontekst kryzysu ukazuje Paul Krugman, laureat ekonomicznego Nobla, który ostrzega w tekście napisanym dla "New York Times" Amerykanów: "Staniemy się kolejną Polską lub Węgry szybciej, niż sobie to wyobrażamy"⁹. W jego opinii, Europa Wschodnia ma problem z brakiem liberalizmu. Zdaniem Krugmana, zarówno Fidesz, jak i PiS, ustanowiły reżimy, zniszczyły niezależność sądownictwa i wolność mediów. W swoim tekście ostrzega Amerykanów, że w USA, "też może się to wydarzyć" i podkreśla, że demokratyczne normy w Stanach Zjednoczonych zapobiegają "ześlizgnięciu się w tyranie". Krugman twierdzi także, że Partia Republikańska chce być "amerykańską wersją Fideszu lub Prawa i Sprawiedliwości". "Jeśli będziemy iść w złym kierunku, staniemy się kolejną Polską lub Węgry szybciej, niż możemy to sobie wyobrazić".

⁴ Kolejny kryzys finansowy może wybuchnąć lada moment. Analitycy wskazali "punkty zapalne", <https://www.forbes.pl/gospodarka/wybuchnie-kryzys-finansowy-sytuacja-na-swiecie/xd3l216> (dostęp: 5.10.2018r.)

⁵ In another financial crisis we would have far less wiggle room, <https://www.theguardian.com/business/2018/aug/05/in-another-financial-crisis-we-would-have-far-less-wiggle-room> (dostęp 5.10.2018r.)

⁶ The next financial crisis, <https://newint.org/features/2018/07/01/the-next-financial-crisis>, (dostęp: 8.10.2018r.)

⁷ Soros ostrzega przed potężnym kryzysem. "Wszystko, co mogło pójść źle, poszło źle", <https://tvn24bis.pl/ze-swiate/75/soros-ostrega-przed-kolejnym-kryzysem,841225.html> (dostęp: 6.06.2018r.)

⁸ Bill Gates jest pewien, że czeka nas kolejny kryzys finansowy, <https://businessinsider.com.pl/finanse/kryzys-finansowy-nastapi-w-2018-r-opinia-billa-gatesa/38q32bn>, (dostęp: 10.09.2018r.)

⁹ Noblista ostrzega Amerykanów. "Staniemy się kolejną Polską", <https://www.rp.pl/Polityka/180829342-Noblista-ostrega-Amerykanow-Staniemy-sie-kolejna-Polska.html> (dostęp: 28.08.2018r.)

Nie tylko eksperci spodziewają się kryzysu. Również najbogatsi są pewni obaw. Według badań JP Morgan z kwietnia 2018, 75% najbogatszych Amerykanów przewiduje kryzys w ciągu maksymalnie 2 najbliższych lat - 21% z tych respondentów oceniło, że recesja zacznie się w 2019 roku, a 50%, że maksymalnie w 2020.

Analitycy JP Morgan podjęli również próbę opracowania modelu, na podstawie którego określono czas i dotkliwość kolejnego kryzysu finansowego. W badanym modelu JP Morgan wziął pod uwagę takie czynniki jak długość ekspansji gospodarczej, potencjalny czas trwania następnej recesji, stopień dźwigni, wycena aktywów i cen oraz poziom deregulacji i innowacji finansowych przed kryzysem. W przypadku średniej długości recesji, według modelu możemy spodziewać się: spadku notowań na amerykańskiej giełdzie o 20 proc., wzrostu rentowności amerykańskich obligacji korporacyjnych o 1,15 pp., spadku cen energii o 35 proc., spadku cen metali nieszlachetnych o 29 proc., wzrostu o 2,79 pp. spreadu rządowego długu rynków wschodzących względem krajów rozwiniętych, 48-proc. spadku cen akcji na rynkach wschodzących połączonego z 14,4-proc. spadkiem notowań walut krajów wschodzących. Dla porównania podczas ostatniego kryzysu główny indeks S&P 500 spadł od szczytu aż o 54 proc.¹⁰.

Z kolei Kenneth Rogoff, prof. ekonomii na Uniwersytecie Harvarda przekonuje, że globalna gospodarka nie jest wcale przegrzana. Jego zdaniem wciąż jesteśmy na etapie wychodzenia z poprzedniego kryzysu z lat 2008-2009. Takie opinie, choć wcale nie odosobnione pojawiają się w światowych mediach coraz rzadziej i w zasadzie eksperci są zgodni co do tego, że ostatni cykl koniunkturalny wchodzi już w przełomową fazę – fazę spowolnienia.

Potencjalne zapalniki i zwiastuny kryzysu

Po pierwsze - Cykl koniunkturalny Juglara

W zasadzie nie ma sporu między ekspertami co do prawdopodobieństwa nadejścia kolejnego kryzysu. Jeśli w ogóle można mówić o braku jedności w tym zakresie, to dotyczy ona fazy cyklu koniunkturalnego, w którym aktualnie znajduje się gospodarka świata. Znakomita większość opinii jest zgodna i awizuje rychłe pogorszenie koniunktury. Są jednak i tacy, którzy w aktualnym świecie widzą jedynie finał wyjścia z poprzedniego kryzysu. W istocie, ostre załamanie gospodarki światowej na skutek kryzysu '2008 trwało przynajmniej 3 lata, ale notowane od początku 2011 r. wyraźne sygnały wyjścia z recesji zakłócały do dzisiaj przez pełzające kryzysy zadłużeniowe wielu państw. Kryzys ten - choć w swojej istocie, przebiegu i morfologii odróżnia się od wcześniejszych - sam w sobie wywołał renesans tradycyjnych teorii cyklu koniunkturalnego, bazujących na obserwacji koniunktury gospodarki światowej.

Teoria cyklu koniunkturalnego, zakładająca „falowanie” gospodarki jest w teorii ekonomii szeroko rozwinięta, dogłębnie zbadana i zweryfikowana w oparciu o badania empiryczne prowadzone w długim horyzoncie czasowym. Najbardziej rozpowszechniona jest klasyczna koncepcja cyklu koniunkturalnego C. Juglara, zakładająca, że czterofazowy cykl koniunkturalny powtarza się w około 8-10 letnich interwałach i jest zjawiskiem na tyle obiektywnym, że stanowi wręcz permanentną cechę wzrostu gospodarczego. Do tego, zgodnie z koncepcją cyklu gospodarczego, najboleśniejsze kryzysy biorą swój początek w fazie prosperity (tzw. przegrzanie gospodarki). Jeśli przyjąć, że teoremat Juglara dotyczący powtarzalności pewnego wzorca dynamiki wzrostu gospodarczego jest prawdziwy i nadal działa, to należy uznać, że światowa gospodarka zbliżając się do końca drugiej dekady XXI wieku rejestruje wszelkie symptomy wejścia w przełomową fazę cyklu koniunkturalnego. Doniesienia o bardzo dobrej

¹⁰ JP Morgan: Kolejny kryzys w 2020r., <https://www.parkiet.com/Gospodarka---Swiat/309149911-JP-Morgan-kolejny-kryzys-w-2020-roku.html> (dostęp; 15.09.2018r.)

koniunkturze w USA, Europie, czy Azji, od koniec 2018 roku są coraz częściej opiniowane jako zwiastun nadchodzącej fazy kryzysowej.

Koniunktura gospodarcza nie jest stanem stabilnym czy stałym. *Ex definitione* koniunktura ma związek z permanentnymi wahaniami aktywności gospodarczej, wyrażającymi się w ekspansji lub kurczeniu się tej aktywności wokół określonej linii trendu. Wahania te mają charakter cykliczny, tzn. powtarzają się z pewną regularnością według podobnego schematu przebiegu. Nie są jednak identyczne - „wszystkie cykle pochodzą z tej samej rodziny, ale nie ma wśród nich bliźniąt” - pisał w 1913 r. A.C. Pigou¹¹.

Współczesna definicja pojęcia „cykl koniunkturalny” pochodzi od dwóch amerykańskich badaczy A.F. Burns’a oraz W.C. Mitchella¹². W ich koncepcji cykle koniunkturalne są rodzajem wahań występujących w agregatach przedstawiających działalność gospodarczą narodów, organizujących swą produkcję przeważnie w przedsiębiorstwach. Cykle te składają się z okresów ekspansji, występujących w tym samym czasie w wielu działaniach gospodarczych, następujących po nich kryzysach, zastojach lub ożywieniach, które łączy się z fazą ekspansji następnego cyklu.

Najstarsze opisy cykliczności wzrostu gospodarczego i zmienności koniunktury gospodarczej w czasie pochodzą z drugiej połowy XIX wieku. W historii myśli ekonomicznej za ojca nauki o koniunkturze gospodarczej uznaje się francuskiego ekonomistę C. Juglara, który w 1860 r. opublikował książkę *Les crises commerciales et leur retour periodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis* (Kryzysy handlowe i ich nawrót periodyczny we Francji, Anglii i Stanach Zjednoczonych)¹³. Juglar jako pierwszy wskazał na periodyczny charakter kryzysów handlowych w obrotach między największymi w XIX wieku gospodarkami. Lata 1870-1930 były okresem prawdziwej *prosperity* dla rozwoju problematyki cykli koniunkturalnych. Powstało wtedy dużo badań empirycznych, na tle których Juglar bronił tezy, że egzogeniczne przyczyny fluktuacji gospodarki nie są jedynymi, a nawet nie są najważniejszymi z czynników kryzysogennych¹⁴. Według Juglara cykliczność i zmienność aktywności gospodarczej to cechy endogeniczne i niemożliwe do wyregulowania.

Koncepcja Juglara pojmowania wahań koniunkturalnych stała się podwaliną dla klasyfikacji cykli koniunkturalnych. Wahania koniunkturalne można próbować klasyfikować, przyjmując określone kryteria. Pierwsze kryterium, które wydaje się naturalne, to klasyfikacja cykli uwzględniająca czas trwania cyklu i jego amplitudę wahań oraz zasięg ich oddziaływania.

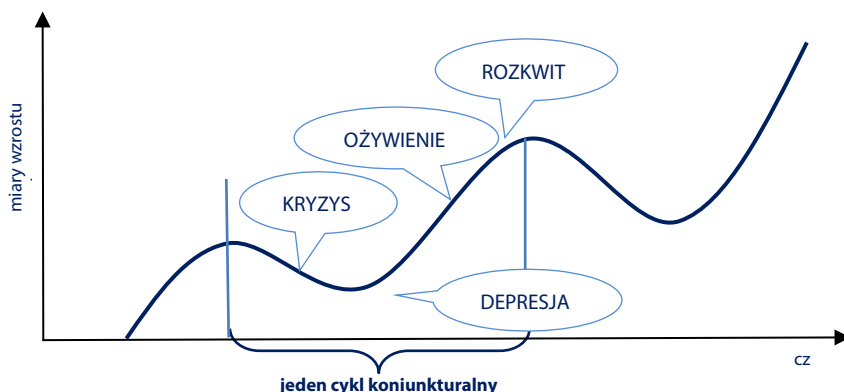
Cykle koniunkturalne typu Juglara to cykle klasyczne (główne), występujące z dość dużą regularnością do II wojny światowej. Morfologia cyklu klasycznego, obejmująca jego podstawowe charakterystyki, tj.: czas trwania, fazy, punkty zwrotne oraz amplitudę odstępstw od hipotetycznej linii trendu, wskazuje na to, że klasyczny cykl koniunkturalny to 6-10-letni przebieg aktywności gospodarczej (przeciętny okres trwania cyklu koniunkturalnego do połowy XX wieku wyniósł 8 lat), w którym daje się wyróżnić okres ekspansji i okres kryzysowy. Na okres ekspansji składają się dwie charakterystyczne fazy: faza ożywienia i faza rozkwitu, podczas gdy okres kryzysowy tworzą faza kryzysu i faza depresji (patrz rys. nr 1).

¹¹A.C. Pigou, *Industrial fluctuations*, Cambridge University 1913.

¹²A. F. Burns, W. C. Mitchell, *Measuring Business Cycles*, Studies in Business Cycles NBER, New York 1946 nr 2 s.5.

¹³Koniunktura gospodarcza, red. Z. Kowalczyk, PWE, Warszawa 1982, s. 34-35.

¹⁴K. Marczak, K. Piech, *Cykle koniunkturalne: ujęcie historyczne i przegląd głównych 75. teorii*, http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra_ekonomii/Piech.pdf.

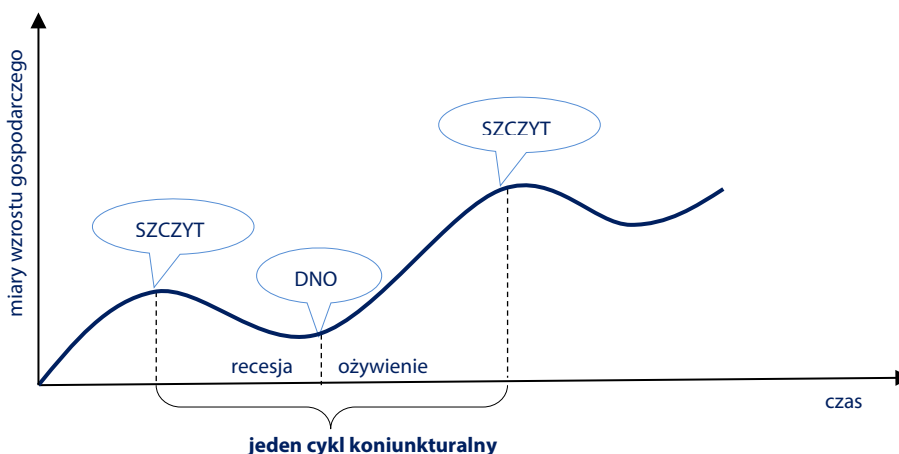


Rys. 1. Schemat przebiegu klasycznego cyklu koniunkturalnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Koniunktura gospodarcza, red. Z. Kowalczyk, PWE, Warszawa 1982, s. 53.

Zgodnie z teorią klasycznego cyklu koniunkturalnego, kryzys jest gwałtownym załamaniem gospodarczym, wynikającym z pojawienia się dysproporcji między globalną podażą a globalnym popytem. Fazą depresji w tym cyklu jest dno kryzysu, charakteryzujące się ograniczeniem podaży i towarzyszącym temu spadkiem cen. Etapem wyjścia z kryzysu jest faza ożywienia, w której ponownie następuje wzrost produkcji i odnowienie aparatu produkcyjnego poprzez wzrost inwestycji. Faza ożywienia przechodzi w fazę rozkwitu w efekcie dalszego dynamicznego wzrostu produkcji i zatrudnienia, co jest możliwe dzięki intensywnym inwestycjom z fazy ożywienia. W fazie rozkwitu rozmiary globalnej podaży osiągają rozmiary wyższe od podaży sprzed okresu kryzysowego. Istotną cechą morfologiczną klasycznego cyklu koniunkturalnego jest znaczna amplituda wahań głównych mierników ekonomicznych, takich jak: wartość produkcji przemysłowej, poziom cen (inflacja/deflacja), zatrudnienie, produkt krajowy brutto, inwestycje itp.

Analiza fluktuacji wzrostu gospodarczego po II wojnie światowej, w zasadzie do dzisiaj wyraźnie wskazuje na łagodniejszy przebieg cyklu koniunkturalnego. Deformacja cyklu oznaczała istotne zmiany w jego morfologii: po pierwsze - spłylenie amplitudy wahań, po drugie - skrócenie faz kryzysowych i po trzecie - skrócenie czasu trwania całego cyklu. Deformacji uległa również klasyfikacja poszczególnych faz; w tym podejściu wyróżnia się często tylko dwie fazy - ożywienie i recesja, dla których punktami zwrotnymi są tzw. szczyt i dno cyklu (patrz rys. nr 2).



Rys. 2. Schemat przebiegu zdeformowanego - współczesnego cyklu koniunkturalnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Koniunktura gospodarcza, ...op.cit., s. 53.

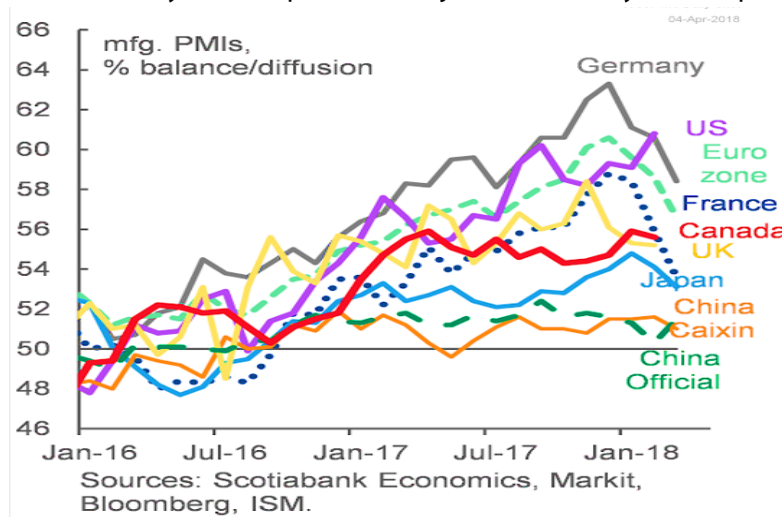
Uwzględniając przedstawiony powyżej koncept deformacji czy złagodzenia przebiegu cyklu koniunkturalnego we współczesnej gospodarce nie zaprzecza on postawionej wcześniej tezie o tym, że gospodarka globalna rejestruje aktualnie szczytowe wyniki, zatem należy je uznać za pierwsze sygnały nadchodzącej recesji.

Po drugie – pierwsze objawy dekonunktury

Od końca 2017 r. w całej Europie, również w Polsce, spadają wskaźniki PMI. Są to tzw. wskaźniki wyprzedzające (inaczej zwane sygnałnymi), czyli przewidujące przyszłą koniunkturę. Najpopularniejsze z nich to indeksy taksonomiczne, złożone z wielu stymulant i destymulant, pozwalające na opis i pomiar zjawisk ekonomicznych jako zjawisk złożonych i rozporoszonych. W praktyce analitycznej z zakresu badań koniunkturalnych najbardziej rozpowszechnione są:¹⁵

- Indeks PMI¹⁶,
- Indeks ISM,
- Chicago PMI,
- Indeksy nastrojów.

Chociaż w aktualnych pomiarach wskaźniki PMI dla różnych regionów świata kształtują się na poziomie powyżej 50 (czyli awizując raczej rozwój), niemniej spadki ich poziomów są już wyraźne i znaczące (patrz rys. nr 3). Co bardzo istotne dynamika spadków PMI jest znacznie szybsza niż przewidują analitycy.



Rys. 3. Wskaźniki PMI dla wybranych gospodarek świata (2016-2018)

Źródło: <https://blogs.wsj.com/dailyshot/2018/04/04/the-daily-shot-automobiles-dominate-u-s-non-china-imports/> (dostęp: 5.10.2018r.)

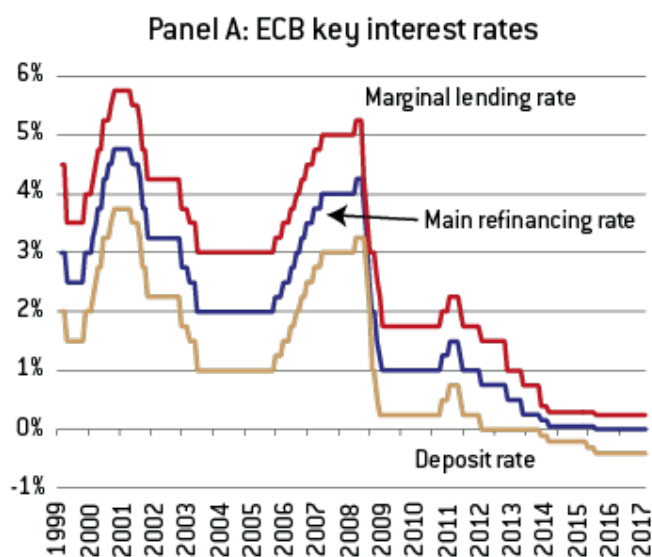
¹⁵ Oblicza koniunktury, pr. Zb. Pod red. A. Grzesiuk, Wydawnictwo ZPSB, Szczecin, 2012., s. 44 i dalsze.

¹⁶ Na indeks PMI składa się 5 subwskaźników, które są tworzone w oparciu o ankietę 400 menedżerów logistyki i zaopatrzenia z danego kraju. Menedżerowie odpowiadają na pytania dotyczące swojej branży, oceniając ją pod kątem nowych zamówień, poziomu produkcji, dostaw zapasów oraz poziomu zatrudnienia jako lepszą gorszą bądź taką samą. Ankieta PMI jest zestandaryzowana i weryfikuje zwykle 5 zmiennych: nowe zamówienia, produkcję, zatrudnienie, wielkość zapasów, cenę i portfel zamówień. Jednak metodologia szacowania syntetycznego indeksu jest różna dla różnych krajów, tak aby najdokładniej oddawać lokalną sytuację gospodarczą. Na wyrażoną w procentach wartość indeksu PMI składa się suma procentowego udziału osób, które określiły sytuację w branży jako lepszą i połowy procentowego udziału osób, które stwierdziły, że sytuacja w branży się nie zmienia. Przykładowo wskaźnik PMI na poziomie 50 oznacza, że taka sama liczba respondentów wskazuje na poprawę, jak i pogorszenie sytuacji w branży.

Na tym tle należy oczekiwać dalszych spadków poziomu PMI i w efekcie wkrótce zejścia na poziom poniżej 50 punktów. PMI mniejszy od 50 będzie oznaczał awizo słabnącej koniunktury, a nawet zjawisk recesyjnych.

Po trzecie - Koniec luzowania polityki monetarnej

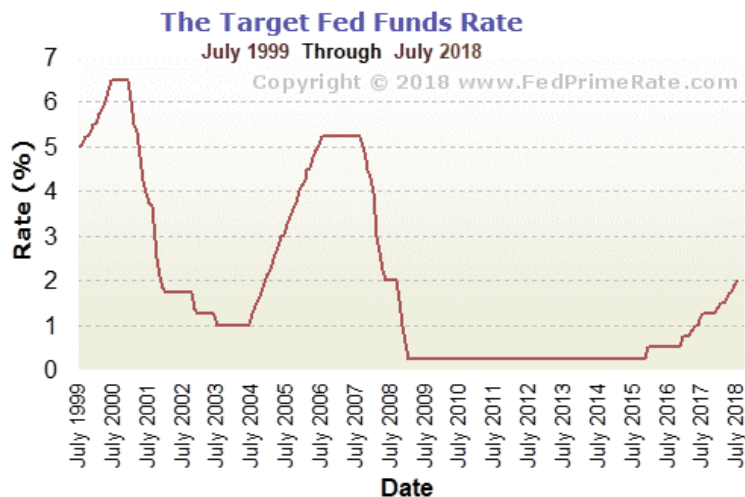
W analizach dotyczących symptomów kryzysu jako główne zagrożenie i źródło ryzyka kryzysu przewijają się banki centralne i ich „luzująca” polityka. Poluzowanie polityki pieniężnej, inaczej zwanej luzowaniem ilościowym (ang. *quantitative easing*, QE lub *Great Unwind*) oznacza zwiększenie podaży pieniądza w obiegu. Zabieg ten stosowany jest głównie celem stymulowania słabnącej gospodarki w fazach recesji i polega zasadniczo na polityce niskich stóp procentowych. Mówi się w efekcie o polityce pompowania w gospodarkę ogromnych pieniędzy, przy jednoczesnym przymykaniu oka na dalsze zadłużanie. Faktycznie, dane dotyczące polityki głównych banków centralnych dotyczące stopy procentowej potwierdzają, że w okresie ostatnich dziesięciu lat ten instrument był stosowany bardzo intensywnie i aktualnie w zasadzie nie ma dalszej przestrzeni do kolejnych obniżek stóp. W przypadku stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego (EBC) główne stopy procentowe kształtują się w zasadzie na ujemnym poziomie (patrz rys. nr 4). Trzeba zaznaczyć, że jeśli nagle doszłoby do osłabienia się gospodarki unijnej to mogłoby to wywołać reakcję łańcuchową, przed którą nie byłoby ratunku. Głównie dlatego, że EBC stale od ponad 10 lat stosuje metody i rozwiązania, które sprawdziłyby się podczas kryzysu. W przypadku jego wystąpienia, niemożliwe będzie jeszcze większe obniżenie stóp procentowych czy też wpompowanie kolejnych pieniędzy w gospodarkę. To po prostu nie zadziała. Rządowi i EBC zabraknie broni do walki z kryzysem, a brak innych instrumentów, które pozwoliłyby na jego skuteczne opanowanie.



Rys. 4. Główne stopy procentowe ECB w latach 1999-2017

Źródło: thefinancialanalyst.net

Nie lepsza jest kondycja finansów w USA (zob. rys. 5). Tam, pomimo faktu, że w efekcie dobrej koniunktury Federalne Rezerwy zdecydowały się w ostatnich 2 latach na nieznaczne podwyżki stopy procentowej. Podczas gdy efektywna stopa procentowa w 2016 wynosiła jeszcze 0,4 punkta procentowego to w maju 2018 już 1,7 pp. To jest wzrost o 325%. Dla porównania, przed kryzysem w 2008 stopy wzrosły o 424% (z 1 pp do 5,24 pp). Niemniej, aktualny wymiar stopy procentowej w USA pozostaje na rekordowo niskim poziomie. Ewentualne interwencje antykryzysowe, polegające na potencjalnych obniżkach wymiaru stopy procentowej nie przyniosą więc żadnych radykalnych efektów.



Rys. 5. Stopy procentowe FED w latach 1999-2018

Źródło: www.fedprimerate.com

Z drugiej strony trzeba zwrócić uwagę, że w przypadku FED, po długim okresie utrzymywania zerowych stóp procentowych, czyli super taniego kredytu napędzającego konsumpcję i inwestycje, gospodarka amerykańska wkroczyła w fazę narastającej presji inflacyjnej. Oznacza to, że wysoko prawdopodobne jest dalsze podnoszenie stóp – według zapowiedzi FED jeszcze przynajmniej raz w tym roku.

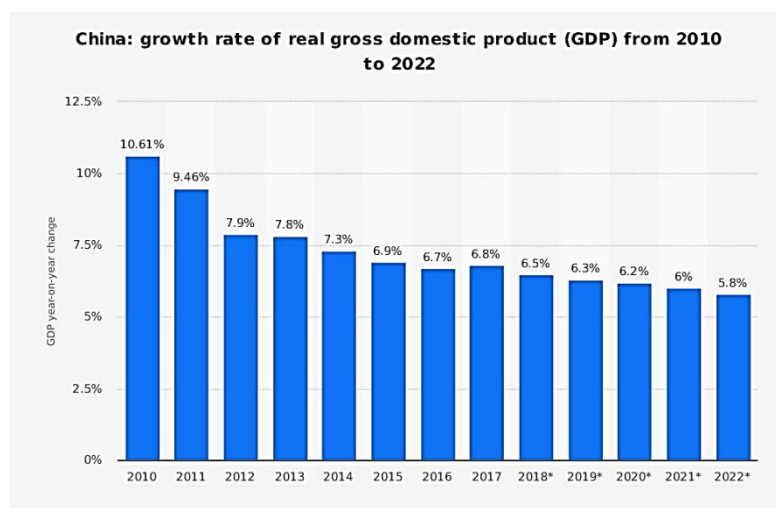
Podobne zapowiedzi napływają ze strony EBC. Europejski Bank Centralny zamierza także podnosić stopy procentowe. Można się spodziewać, że nastąpi to szybko i gwałtownie i ma zbuforować dwa bardzo negatywne trendy:

- Rosnąca inflacji w strefie euro, która zmierza w kierunku 2%,
- Intensywny odpływ kapitału do USA, gdzie oprocentowanie obligacji jest aktualnie znacznie wyższe niż w strefie Euro.

Po czwarte - Bańka kredytowa w Chinach

Powszechnie uznaje się, że najpoważniejszym zapalnikiem kolejnego światowego kryzysu mogą być Chiny. Państwo Środka w 2016 roku zanotowało najgorszy wynik od 26 lat - wzrost gospodarczy wyniósł wówczas tylko 6,7 proc. PKB, podczas gdy w ostatnich dwóch dekadach notowało nawet kilkunastoprocentowe wzrosty. W zgodnej ocenie większości analityków i prognostów, w perspektywie najbliższych 4-5 lat gospodarka chińska będzie rosła w znacznie spowolnionym tempie. (patrz rys. nr 6).

Dodatkowo, Chinom dokuczają także słabnąca kondycja finansów publicznych. W tym kontekście, 2017 rok był już naprawdę krytyczny: najpierw, pierwszy raz od 1989 roku, agencja ratingowa Moody's obniżyła wiarygodność tego kraju z Aa3 do A1 (zmieniono za to perspektywę ratingu: z negatywnej do stabilnej), a później S&P obniżyła (również pierwszy raz od 1999 roku) rating Państwa Środka z A+ do AA-. W tym samym okresie podano też informację, że całkowite zadłużenie Chin w 2016 roku przekroczyło 250 proc. PKB tego kraju. Spekulacje o możliwym „kryzysie chińskim” napędza kilka czynników: spore ryzyko kredytowe (w 2016 roku chińskie banki udzieliły kredytów na około 1,84 biliona dolarów), oparcie rozwoju tylko i wyłącznie na zadłużaniu się i inwestowaniu oraz - na co wskazywał m.in. Bank Światowy - nadmierne napompowanie państwowych spółek kosztem prywatnych przedsiębiorców i ograniczaniu wolnego rynku.



Rys. 6. Tempo wzrostu PKB w Chinach

Źródło: www.statista.com

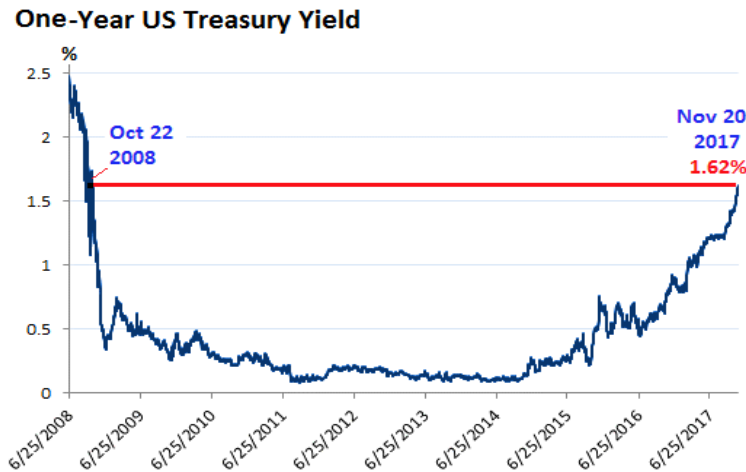
Chiny więc to prawdziwa bomba kredytowa. Zadłużenie Państwa, obywateli i firm osiąga już rozmiary nie do opanowania. Kredyty są udzielane osobom i firmom, bez zdolności kredytowej, a to musi przywoływać w pamięci zdarzenia z USA sprzed 10 laty (kredyty subprime). Do tego wszystkiego banki i instytucje kredytowe mają bardzo niskie rezerwy. Ogromna ilość toksycznych kredytów to problem narastający w Chinach szczególnie mocno od 2013 roku. Nie ma przesady w stwierdzeniu, że Pekin powiela dokładnie amerykański scenariusz bańki toksycznych kredytów.

Po piąte – Ryzykowne południe Europy

Krach w Grecji z 2012 roku, bezpośrednio powiązany z ogólnoswiatowym kryzysem finansowym, stał się też jednym z jego symboli. Tymczasem, według prognoz następny kryzys nadejść może również z południa Europy, tym razem z Włoch. Ten kraj pod względem zadłużenia w Europie ustępuje tylko Grecji - w 2017 roku wyniosło ono 138 proc. PKB. Włochy od lat balansują na krawędzi, a polityka byłego premiera Matteo Renziego (m.in. kosztowna polityka socjalna, gigantyczne inwestycje sektora publicznego, podwyżki w administracji, itp.) doprowadziła do dalszego pogorszenia się kondycji finansów tego kraju. Dodatkowo Włochom towarzyszy aktualnie poważna destabilizacja sytuacji politycznej oraz bardzo niebezpieczny kryzys migracyjny. Jeśli dodać do tego coraz bardziej niewydolną gospodarkę, słaby system bankowy i olbrzymi dług publiczny - widmo kryzysu staje się coraz bardziej realne.

Po szóste - Cash is the King

Poważne i niepokojące sygnały płyną również z rynków kapitałowych. Zauważalny jest wyraźny wzrost rentowności krótkoterminowych papierów dłużnych - to efekt oczekiwań rynku co do inflacji i rosnących stóp procentowych. Taki trend to efekt tego, że inwestorzy spodziewając się inflacji i dalszych podwyżek stóp procentowych uciekają od inwestycji w ryzykowniejsze aktywa. Kapitał zaczynają lokować w bezpieczniejsze aktywa – obligacje skarbowe dające solidny zysk. W warunkach oczekiwań inflacyjnych większe zainteresowanie dotyczy obligacji krótkoterminowych a nie długoterminowych. Obligacje krótkoterminowe dają możliwość szybkiego zrealizowania zysku i jako walory wysoko elastyczne pozwalają na wycofanie się z inwestycji w dowolnym momencie. Zgodnie z postulatem inwestorów kapitałowych w czasie kryzysu „Cash is the King” (Gotówka jest królem w czasie kryzysu). Takie niepokojące trendy można zaobserwować w tym roku w USA (patrz rys. nr 7) i we Włoszech. Wyraźnie widać, że marże krótkoterminowych obligacji zmniejszyły dystans do tych długoterminowych.

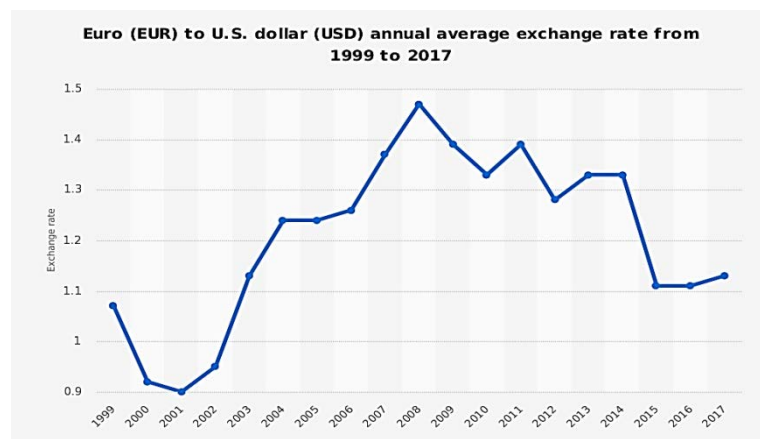


Rys. 7. Marża obligacji krótkoterminowych w USA w okresie od 2008 do 2017

Źródło: www.wolfstreet.com

Po siódme - Silniejszy dolar

W efekcie nasilonego przepływu kapitału w kierunku rynków amerykańskich już od ponad roku widoczny jest trend umocnienia kursu dolara w stosunku do Euro (patrz rys. nr 8). Problem w tym, że nie tylko amerykańskie zainteresowanie krótkoterminowymi inwestycjami kapitałowymi rośnie. Równie intensywnie rośnie popyt na inwestowanie na amerykańskim rynku kapitałowym - kapitał z Europy płynie szerokim strumieniem do USA za sprawą atrakcyjnie oprocentowanych obligacji. W 2018 roku pogłębia się różnica w rentowności obligacji Niemiec (oprocentowanymi na poziomie około 0,2%), a obligacji USA (nawet ponad 3%).



Rys. 8. Kurs Euro do dolara w okresie 1999-2017

Źródło: www.statista.com

Co oczywiste silniejszy dolar może spowodować narastanie wartości zadłużenia wielu gospodarek, które w ostatnich latach wygenerowały ogromne długi denominowane w dolarach np. Włochy. To kolejny oczywisty czynnik kryzysogenny.

Po ósme - Polityka handlowa Trumpa

Donald Trump 1 czerwca 2018 wprowadził 25 proc. cło na stal oraz 10 proc. na aluminium importowane z Europy, Meksyku i Kanady. Na skutek introdukcji ceł, eksport tych Państw gwałtownie spada i osłabia ich bilans handlowy i produkcję. Kierunek protekcyjnistyczny w wykonaniu prezydenta USA to szok i zburzenie dotychczasowej globalnej wymiany handlowej. Po pierwsze oznacza duże

perturbacje dla firm i gospodarek wymienionych Państw, a po drugie – staje się zapowiedzią objęcia sankcjami celnymi kolejnych gospodarek. W kolejnych miesiącach Trump wprowadził cła na wybrane surowce z Chin¹⁷, i zapowiada kontynuację takiej polityki. Nie ma wątpliwości, że zaostrenie kursu w tej dziedzinie może wywołać gigantyczny kryzys przemysłowy w Państwie Środka.

Po dziewiąte – Nowa bańka technologiczna?

Do 2000 roku zdecydowanej większości inwestorów wydawało się, że ogromny potencjał internetu sprawi, iż każda spółka powiązana z internetem będzie wyłącznie drożeć. W efekcie takich rokowań spółki mające w nazwie „.com” zaliczały wzrosty po kilkaset procent, mimo że wcale nie generowały zysków. Wystarczy wspomnieć o gwałtownych wzrostach wartości kluczowych dot.comów w latach 1998-1999:

- Amazon + 1416%
- Apple + 683%
- Cisco + 476%
- Microsoft + 261%

Aktualna sytuacja na giełdach notujących spółki technologiczne wydaje się być analogiczna. Wartość rynkowa spółek technologicznych rośnie w postępie geometrycznym i choć w zasadzie większość z nich generuje spore zyski, to jednak ich rozmiary nie uzasadniają aż tak wysokiej dynamiki wzrostu cen akcji. Szokujące wzrosty notowań mogą się okazać niebezpieczne i jako takie mogą być zwiastunem rychłego „pęknięcia bańki”. Warto przywołać najbardziej zaskakujące dane dotyczące przyrostu wartości kapitalizacji rynkowej liderów parkietów typu NASDAQ w latach 2016-2017:

Dane za lata 2016-2017:¹⁸

- nVidia + 495% (w trakcie całej obecnej hossy wzrost 2010 %)
- Amazon + 73% (w trakcie całej obecnej hossy wzrost 1539 %)
- Netflix + 68% (w trakcie całej obecnej hossy wzrost 3194 %)
- Tesla + 30% (w trakcie całej obecnej hossy wzrost 1731 %)

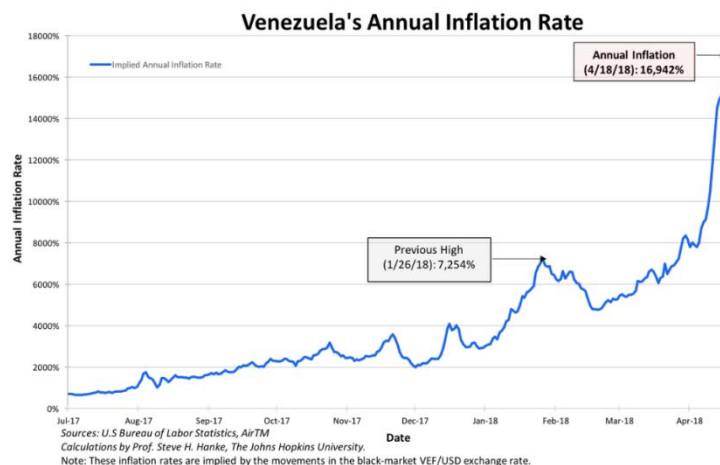
Nagły wzrost zainteresowania i notowań dotyczy też nie rzadko firm, których wyniki finansowe nie dają podstaw do optymizmu. Sztandarowym przykładem może być sławna jak jej właściciel Tesla, do której rynek traci już cierpliwość. Firma odnotowuje straty, a sam Elon Musk „wypuszcza” systematycznie do mediów dane i informacje, które manipulacyjnie wpływają na kurs Tesli.

Po dziesiąte - Bankrutujące gospodarki

W 2018 roku stało się jasne, że kondycja makro gospodarcza Wenezueli jest nie do uratowania. Wenezuela pogrążona jest od czterech lat w głębokim kryzysie gospodarczym i społecznym. Zmaga się z recesją, niedoborami podstawowych towarów, w tym żywności i leków. Opozycja oskarża prezydenta Maduro, który odziedziczył schedę po Hugo Chavezie w 2013 r., o doprowadzenie kraju do ruiny gospodarczej i autorytarne zapędy. Zapalnikami były spadające ceny ropy naftowej, od której wenezuelski budżet jest uzależniony. Nie bez znaczenia okazały się rządy populistyczne i socjalistyczne. W efekcie, w zeszłym roku agencja ratingowa Standard & Poor's ogłosiła selektywne bankructwo Wenezueli. Kraj przestał spłacać swoje zadłużenie zagraniczne. Wenezuela nie spłaciła na czas odsetek w wysokości 200 milionów dolarów od swoich obligacji, których termin zapadalności to 2019 i 2024 r. To awizuje pogłębienie się problemów płatniczych Wenezueli już wkrótce. Tymczasem inflacja w tym kraju rozrosła się do niewyobrażalnych rozmiarów – blisko 17 tys. proc. (patrz rys. nr 9).

¹⁷ Trump grozi nałożeniem kolejnych ceł. "Już od dawna Chiny nas oszukują", <https://tvn24bis.pl/ze-swiata,75/trump-gotow-nalozyc-cla-na-import-z-chin-o-wartosci-500-mln-dolarow,855275.html> (dostęp: 30.09.2018r.)

¹⁸ Kolejny kryzys finansowy może... op.cit.



Rys. 9 . Stopa inflacji w Wenezueli – 2017-2018

Źródło: <https://businessinsider.com.pl/finanse/makroekonomia/inflacja-w-wenezueli-kwiecien-2018-r-gospodarka-kraju-jest-w-ruinie/rv8ddmd> (dostęp: 12.09.2018r.)

Podobnie sytuacja zaczyna wyglądać w Argentynie, która nie po raz pierwszy w nowożytnej historii chce ogłosić bankructwo. Wszystko zależy od tego, czy po raz kolejny Międzynarodowy Fundusz Walutowy okaże wsparcie dla Argentyny. Ale problemy niewypłacalności to nie jest specjalność Ameryki Płd. Również w Europie narasta ryzyko niewypłacalności (np. Grecja czy Włochy, o czym była już mowa).

Kolejnym kandydatem do bankructwa, pogrążonym w skutkach niekontrolowanego dodruku pieniądza jest Turcja. Arogancka polityka monetarna banku centralnego Turcji doprowadziła do nagłego wybuchu inflacji – w połowie 2018 roku w wysokości ponad 17% r/r. Prognozy są pesymistyczne, inflacja narasta dynamicznie, bez podjęcia natychmiastowych działań antyinflacyjnych trzeba prognozować jej dalszy wzrost. W takich warunkach stabilizacja sytuacji gospodarczej w Turcji w krótkim okresie wydaje się być mało prawdopodobna, a sama Turcja okazuje się być niebezpiecznym zapalnikiem kryzysu.

Idzie kryzys?! – konkluzje

Zaprezentowane w niniejszym artykule doniesienia i zapowiedzi nadejścia kolejnego, niebezpiecznego kryzysu gospodarczego wydają się być bezdyskusyjne. Wprawdzie nie udzielają one odpowiedzi na pytanie o to kiedy przyjdzie kryzys, to jednak jednoznacznie wskazują na różnorodne ryzyka spowolnienia światowego wzrostu gospodarczego już wkrótce. W odróżnieniu od przyczyny poprzedniego traumatycznego kryzysu, tzn. bańki tzw. kredytów subprimowych, oczekiwania dotyczące kolejnego kryzysu nie wskazują jednoznacznie jego ewentualnych zapalników. Odwrotnie eksperci i analitycy wymieniają przeróżne zjawiska i nadają im kryzysogenne znaczenie.

Na tle przeprowadzonej analizy udaje się skatalogować dziesięć najważniejszych zjawisk o charakterze potencjalnych zapalników kolejnego kryzysu. Są to:

- Obiektywizm cyklu koniunkturalnego – zgodnie z koncepcją cyklu Juglara, skoro od ostatniego kryzysu mija 10 lat, to aktualnie należy oczekiwać wejścia w fazę spowolnienia, inicjująca kolejny cykl koniunkturalny;
- Notowania PMI (powtarzające się w cyklicznym pomiarze spadki indeksu z rekordowych poziomów) wskazują na pierwsze objawy dekonunktury;

- Skutki długookresowego luzowania polityki monetarnej, czyli pojawienie się silnej presji inflacyjnej (zarówno w USA, jak i w UE) zmuszają banki centralne do odwrotu od polityki QE;
- Słabnąca kondycja gospodarki w Chinach i niepokojący przyrost zadłużenia, ze względu na wolumenowe znaczenie Chin dla gospodarki globalnej to oczywiste i bardzo groźne zapalniki kryzysu gospodarczego;
- Nadal pogłębiający się dług publiczny w krajach południa Europy sam w sobie nadal stanowi duże ryzyko wybuchu kryzysu finansowego w strefie Euro.
- Wzrost atrakcyjności krótkoterminowych obligacji skarbowych jako efekt strategii inwestorskich "Cash is the King" powoduje destabilizację rynku długów państw;
- Wzmocnienie kursu dolara amerykańskiego stanowi ryzyko wzrostu wartości zadłużenia gospodarek, które mają narastające długi denominowane w dolarze;
- Izolacjonistyczna polityka handlowa (celna) D. Trumpa grozi perturbacjami dla gospodarek uzależnionych od eksportu do USA;
- Sytuacja dotycząca kapitalizacji rynkowej spółek technologicznych rodzi zagrożenie pojawienia się kolejnej bańki kapitałowej;
- Poważne zagrożenia niewypłacalnością gospodarek o najłabszej kondycji – Wenezuela, Argentyna, Turcja, prowadzić mogą do bankructw.

Intencją artykułu nie było rangowanie omawianych ryzyk, ani wskazanie prawdopodobieństwa ich zdarzeń i wpływu na kondycję globalnej gospodarki. Celem Autorki było jednak zwrócenie uwagi na nie jako na zwiastuny kryzysu i apel o ich nieignorowanie. Celem Autorki jest też ostrzeżenie zawarte już w tytule artykułu, że „kryzysy były, są i będą”. Ta ostatnia myśl ma wyjątkowe znaczenie dla polskiej gospodarki. W Polsce bowiem dominuje fałszywe i wielce szkodliwe przekonanie, że gospodarka jest w znakomitej kondycji, a perspektywy jej wzrostu jeszcze lepsze. Trzeba zwrócić uwagę propagatorom takich scenariuszy, że jeśli w gospodarce światowej wydarzy się choć jedna z omawianych tutaj przesłanek, to również Polsce grozi mniej lub bardziej głęboki kryzys gospodarczy. W ocenie Autorki, dzisiaj ani rządzący gospodarką, ani obywatele nie są przygotowani na taką ewentualność.

The crises were, are and will be! - about the premises of the next economic crisis

Summary:

The crises were happen, they are happen and they will happen! We should have no illusions. A good economic situation in the global economy can't last forever. From almost a year, experts and analysts have been warning that the first signs of the upcoming economic crisis are visible. The Bloomberg Commodity Index, the Baltic Dry Index, PMI indices in almost all the world's economies are losing value. Not less declines refer to indices of raw material prices in global markets. The aim of the article is to try to answer the following questions: Are the signals of the upcoming crisis really visible in the global economy? What are the potential sources or/and igniters of the new crisis? Perhaps these are rhetorical questions, but the author has shown some interesting answers. The article includes two parts:

1 / expert reports on the crisis, 2 / the catalogue of potential crisis igniters. The author is showing the multiplicity and diversity of risks and threats for the global economy, as well as defining the main ones and warning against ignoring them.

Keywords: Crisis, business cycle, downturn, crisis initiators, harbingers of the crisis, economic slowdown

Bibliografia:

- Bill Gates jest pewien, że czeka nas kolejny kryzys finansowy, <https://businessinsider.com.pl/finanse/kryzys-finansowy-nastapi-w-2018-r-opinia-billa-gatesa/38q32bn>, (dostęp: 10.09.2018r.)
- Burns F., Mitchell W. C., *Measuring Business Cycles*, Studies in Business Cycles NBER, New York 1946 nr 2 s.5.
- In another financial crisis we would have far less wiggle room, <https://www.theguardian.com/business/2018/aug/05/in-another-financial-crisis-we-would-have-far-less-wiggle-room> (dostęp 5.10.2018r.)
- Kolejny kryzys finansowy może wybuchnąć lada moment. Analitycy wskazali "punkty zapalne", <https://www.forbes.pl/gospodarka/wybuchnie-kryzys-finansowy-sytuacja-na-swiecie/xd3l216> (dostęp: 5.10.2018r.)
- Koniunktura gospodarcza, red. Z. Kowalczyk, PWE, Warszawa 1982, s. 34-35.
- Marczak K., Piech K., *Cykle koniunkturalne: ujęcie historyczne i przegląd głównych 75. teorii*, http://www.ue.katowice.pl/images/user/File/katedra_ekonomii/Piech.pdf.
- Mija 10 lat od ostatniego kryzysu finansowego. Byliśmy głupi przed nim. I głupi pozostaliśmy., <http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/1031701,kryzys-finansowy-antykruchosc-zycie-na-kredyt.html>, (dostęp: 18.12.2017r.)
- Noblista ostrzega Amerykanów. "Staniemy się kolejną Polską", <https://www.rp.pl/Polityka/180829342-Noblista-ostrzega-Amerykanow-Staniemy-sie-kolejna-Polska.html>
- JP Morgan: Kolejny kryzys w 2020r., <https://www.parkiet.com/Gospodarka---Swiat/309149911-JP-Morgan-kolejny-kryzys-w-2020-roku.html> (dostęp; 15.09.2018r.)
- *Oblicza koniunktury*, pr. Zb. Pod red. A. Grzesiuk, Wydawnictwo ZPSB, Szczecin, 2012., s. 44 i dalsze.
- Pigou A.C. , *Industrial fluctuations*, Cambridge Univeristy 1913.
- Soros ostrzega przed potężnym kryzysem. "Wszystko, co mogło pójść źle, poszło źle", <https://tvn24bis.pl/ze-swiata,75/soros-ostrzega-przed-kolejnym-kryzysem,841225.html> (dostęp: 6.06.2018r.)
- The next financial crisis, <https://newint.org/features/2018/07/01/the-next-financial-crisis>, (dostęp: 8.10.2018r.)
- Trump grozi nałożeniem kolejnych ceł. "Już od dawna Chiny nas oszukują", <https://tvn24bis.pl/ze-swiata,75/trump-gotow-nalozyc-cla-na-import-z-chin-o-wartosci-500-mln-dolarow,855275.html>
- <https://businessinsider.com.pl/finanse/makroekonomia/inflacja-w-wenezueli-kwiecien-2018-r-gospodarka-kraju-jest-w-ruinie/rv8ddmd> (dostęp: 12.09.2018r.)
- Wszystkie wskaźniki są błędnie interpretowane. Kryzys będzie tym razem zupełnie inny, <https://www.money.pl/davos2018/davos-forum-ekonomiczne-swiatowy-kryzys,127,0,2396799.html> (dostęp: 12.08.2018r.)
- Strony internetowe: www.thefinancialanalyst.net, www.fedprimerate.com, www.statista.com, www.wolfstreet.com

