

Katarzyna Kalinowska*

GOSPODARKA NA DOPINGU, CZYLI JAK WYWOŁAĆ KRYZYS FINANSOWY GOSPODARKI

ECONOMY ON DOPING, HOW TO CAUSE THE FINANCIAL CRISIS

Abstract

The aim of this paper is empirical analysis of the Austrian theory which points that a monetary shock disturbs relative prices, such as the term structure of interest rates and leads to economic breakdown. Empirical evidence on Austrian Business Cycle is based on some economic crises from 19th, 20th and 21st century. The paper also points out other than central bank's monetary policy factors which affect the level of market interest rates.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, cykl koniunkturalny
Numer klasyfikacji JEL: E3

Wstęp

„Gospodarka amerykańska była jak zawodnik, który bierze doping”¹. Za doping w postaci niskich stóp procentowych i łatwy dostęp do pieniądza oskarżany jest System Rezerwy Federalnej (FED) i według wielu ekonomistów² na tej instytucji publicznej spoczywa odpowiedzialność za kryzys finansowy 2007+. Niskie stopy procentowe na rynku amerykańskim po 2001 r. nie są jedynie wynikiem decyzji monetarnych FEDu. Nie bez znaczenia pozostaje tu polityka utrzymywania kursu rodzimej waluty na niedowartościowanym poziomie, prowadzona przez kraje Dalekiego Wschodu (zwłaszcza Chiny). Interwencje walutowe, polegające na zakupie dolarów amerykańskich, również przyczyniły się do spadku amerykańskich stóp procentowych.

* Adiunkt, Katedra Polityki Ekonomicznej i Bankowości, Politechnika Radomska

¹ Leszek Balcerowicz w wywiadzie dla Dziennika, <http://gospodarka.dziennik.pl>, (kwiecień, 2012 r.)

² Na politykę zbyt łatwego pieniądza, prowadzoną przez System Rezerwy Federalnej po 2001 r. wskazywali m.in. eksperci Banku Rozliczeń Międzynarodowych

Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego (ATCK) podkreśla znaczenie elementów finansowych w kształtowaniu aktywności gospodarczej. W XXI wieku dotyczy to jednak nie tylko emitentów nowych środków fiducjarnych, ale również przepływów kapitałowych, będących konsekwencją tzw. globalnych nierównowag. Ekspansja kredytowa w Stanach Zjednoczonych była finansowana przez napływy kapitału z posiadających nadwyżki krajów wschodzących oraz eksporterów ropy naftowej. Boom na rynku nieruchomości w państwach europejskich zasilany był oszczędnościami krajów tzw. centrum, które razem funkcjonują w ramach scentralizowanej polityki monetarnej Europejskiego Banku Centralnego.

Celem opracowania jest próba empirycznej weryfikacji tezy szkoły austriackiej, która mówi o tym, że załamania koniunktury i kryzysy gospodarcze są konsekwencją narastania i ujawniania błędów, których źródłem jest rynek kredytowy³. Pierwotny impuls monetarny jest wynikiem nieodpowiedzialnej polityki banku centralnego. Nieodpowiedzialna – oznacza tu niezgodna z ilościową teorią pieniądza, która opiera się na twierdzeniu, że zmiany ilości pieniądza nie wywołują realnych efektów w długim okresie, a wyznaczają jedynie poziom cen⁴.

Praca składa się z trzech części. Na początku przedstawiono założenia i interpretację teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej. W drugiej części podjęto próbę empirycznej weryfikacji założeń ATCK na podstawie wybranych kryzysów gospodarczych. W ostatniej części dokonano podsumowania całości rozważań.

1. Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego

Szkoła austriacka swój dorobek teoretyczny opiera na klasyczo-liberalnym podejściu do ekonomii politycznej oraz idei zbudowanej na regule własności prywatnej, wolności umów, podziału pracy, negując wszelkie przejawy interwencjonizmu. Taka optyka funkcjonowania gospodarki ściśle wiąże się z nazwiskami francuskich badaczy: A. R. J. Turgot, R. Cantillon, J.B. Say, F. Bastiat, którzy niewątpliwie mieli ogromny wpływ na kształt doktryny austriackiej.

Obecnie termin „ekonomia austriacka” pojawia się najczęściej w kontekście zwycięstwa polemiki doktrynalnej nad keynesizmem i łączy się z nazwiskami dwóch najwybitniejszych jej przedstawicieli: Ludwika von Misesa i Friedricha Augusta von Hayeka. Zainteresowania naukowe Misesa obejmowały obszar teorii pieniądza, a największym osiągnięciem było stworzenie wspólnie z Hayekiem

³ R. Barczyk, M. Lubiński, K. Konopczak, K. Marczewski, *Synchronizacja wahań koniunkturalnych. Mechanizmy i konsekwencje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, s. 23.

⁴ B. Snowdon, H. Vane, P. Wynarczyk, *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, PWN, Warszawa 1998, s. 67.

koncepcji cyklu koniunkturalnego, w której uznali oni, że źródło kryzysów tkwi w działalności banku centralnego i wywoływanej przezeń ekspansji kredytowej.

Wstępna koncepcja teorii austriackiego cyklu koniunkturalnego została przedstawiona w klasycznej syntezie Ludwika von Misesa *The Theory of Money and Credit*⁵, opublikowanej w 1912 r. Formułując swe tezy, autor pozostawał pod niewątpliwym wpływem intelektualnym doktryny naturalnej stopy procentowej Knuta Wicksella oraz pieniężnej teorii cyklu Davida Ricardo. Rozwinięciem i uzupełnieniem paradygmatu Misesa są dwie prace Friedricha Augusta von Hayeka: *Prices and Production*⁶ z 1931 r. oraz *Monetary Theory and the Trade Cycle*⁷ z 1933 r., w których ukazał, jak zastrzyki pieniężne, zaniżając stopę procentową poniżej "wicksellowskiego" poziomu naturalnego, zaburzają strukturę kapitałową w gospodarce.

Punktem wyjścia analizy cyklu gospodarczego Hayeka jest stan równowagi, w którym planowane oszczędności są równe planowanym inwestycjom, naturalna i rynkowa stopa procentowa są tożsame i nie istnieją niewykorzystane moce produkcyjne. Stabilizacja gospodarki zostaje zakłócona w momencie rozpoczęcia przez banki wzmożonej ekspansji kredytowej, czego efektem pozostaje sztucznie zaniżona stopa procentowa. Na wolnym, niezakłóconym interwencjami rynku oprocentowanie kredytu określa preferencja czasowa podmiotów, które uczestniczą w gospodarce. Owa preferencja czasowa jest nieodłączną kategorią ludzkiego działania i objawia się w postaci dyskonta przyszłych dóbr względem dóbr teraźniejszych, wyznaczając wysokość procentu.

Następstwa rosnącej podaży pieniądza w rękach przedsiębiorców początkowo są tożsame z efektem podniesienia poziomu oszczędności i prowadzą do wzrostu stopy akumulacji. Podmioty gospodarcze pozostają w błędnym przekonaniu, że preferencja czasowa konsumentów zmalała, dlatego inwestycje kierowane są na kapitałochłonne i wczesne stadia produkcji. Z uwagi na fakt, że zarządy przedsiębiorstw przekonane są o zmienności międzyokresowych preferencji społeczeństwa, kapitał lokują w przedsięwzięcia czasochłonne, licząc na wysokie zyski w przyszłości. Dodatkowo, niższa stopa procentowa skłania do dokonywania niewłaściwych inwestycji, które nie miałyby miejsca w warunkach naturalnego oprocentowania⁸.

Rozwój wymaga zwiększenia nakładów na pracę, które w postaci wyższych płac trafiają do pracowników. W momencie, gdy robotnicy zaczną wydawać nowe pieniądze, przedsiębiorstwa czeka przykra niespodzianka. Otóż okazuje się, że preferencje czasowe społeczeństwa nie uległy zmianie, ludzie nie chcą oszczęd-

⁵ L. Mises, *The Theory of Money and Credit*, Yale University Press 1953.

⁶ F. A. Hayek, *Prices and Production*, Routledge & Sons. Second revised edition, Routledge & Kegan Paul, London 1935.

⁷ F. A. Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Jonathan Cape, London 1933.

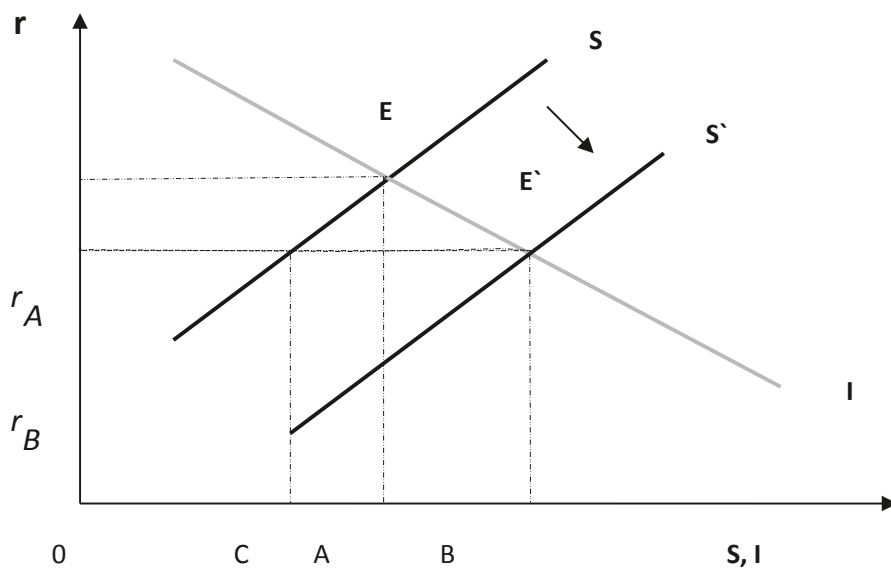
⁸ J. Godłów-Legiędź, *Doktryna społeczno-ekonomiczna Friedricha von Hayeka*, PWN, Warszawa 1992, s. 146-150.

dzać więcej. Podmioty gospodarcze zostały zwiedzione przez zabiegi rządowe i fałszywą obniżkę oprocentowania, a *boom*, wywołany wzrostem inwestycji, okazał się sztuczny.

Gdyby stopy procentowe spadły na skutek zmiany czasowej preferencji konsumentów bardziej faworyzujących przyszłość ponad dzisiejszą konsumpcję, wtedy dłuższa perspektywa produkcji byłaby właściwą reakcją przedsiębiorców.

Rysunek 1 przedstawia graficzną interpretację zjawiska zmiany wyborów międzyokresowych oraz sztucznie zaniżonej stopy procentowej. Gospodarka znajduje się w stanie równowagi w punkcie E, gdy inwestycje (I) równe są oszczędnościom (S) i wyznaczają poziom naturalnej stopy procentowej (r_A). Wzrost skłonności do oszczędzania wyraża się przesunięciem krzywej S w prawo do S' . Nowa równowaga nastąpi w punkcie E' , przy niższej stopie procentowej r_B oraz wyższym poziomie inwestycji (odcinek OB). Taka sytuacja jest wyrazem stabilnego przejścia do czasochłonnych metod produkcji, zharmonizowanym z czasowymi preferencjami konsumentów.

Rysunek 1. Zjawisko zmiany wyborów międzyokresowych społeczeństwa oraz sztucznie zaniżonej stopy procentowej w gospodarce zamkniętej



Źródło: Opracowanie na podstawie: K. Kostro, *Hayek kontra socjalizm*, Wydawnictwo DiG, Warszawa 2001, s. 56.

Zupełnie inaczej sytuacja przedstawia się, gdy stopa procentowa zostaje sztucznie zaniżona do poziomu r_B . Wówczas planowane inwestycje wzrastają (odcinek OB), podczas, gdy planowane oszczędności maleją (odcinek OC). Gospodarka, na skutek wzrostu podaży pieniądza (czego bezpośrednim efektem jest

spadek oprocentowania), zostaje wytrącona ze stanu równowagi. Nowa wielkość inwestycji (odcinek 0B) finansowana jest z dwóch źródeł: oszczędności dobrowolnych (odcinek 0C) oraz oszczędności przymusowych (odcinek CB)⁹.

Niższa stopa procentowa nie jest wynikiem zmiany preferencji czasowych, dlatego pracownicy strumień swoich nowych dochodów kierują do gałęzi produkujących towary konsumpcyjne. Nie oszczędzają, ani nie inwestują wystarczająco dużo, aby kupić nowo wyprodukowane maszyny, wyposażenie, czy surowce przemysłowe. Ponieważ brak jest środków inwestycyjnych na zakup nowych dóbr kapitałowych i dokończenie wszystkich projektów, następuje nagły, ostry kryzys w przemyśle środków trwałych. Okazuje się, bowiem, że sztuczny *boom*, indukowany ekspansją kredytową spowodował błędną alokację kapitału i związane z tym niewłaściwe postępowanie przedsiębiorstw. Załamanie koniunktury i kryzys jest swoistym *katharsis* dla gospodarki, które polega na likwidacji złych inwestycji oraz odnowieniu struktury produkcji tak, by była zgodna z preferencjami czasowymi ludności.

Podsumowując, wysokość stóp procentowych wpływa na sferę realną gospodarki przez decyzje inwestorów i konsumentów, stanowiąc swoisty barometr, określający przyszłe warunki gospodarowania i międzyokresową strukturę dóbr kapitałowych. Władze monetarne, regulując wysokość stopy procentowej, kontrolują ilość kredytów, a tym samym wpływają na dynamikę inwestycji i PKB. W kontekście doktryny szkoły austriackiej stabilny poziom stóp procentowych niweluje deformację ścieżki inwestycji, wynikającą z błędnych decyzji o ich kierunkach.

2. Empiryczna weryfikacja założeń austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego

ATCK wskazuje, że wybuch kryzysu gospodarczego poprzedza rozluźnienie polityki pieniężnej banku centralnego i wzrost podaży pieniądza kredytowego. Próbę weryfikacji powyższej tezy podjęto w oparciu o analizę paniki z 1825 r., Wielkiej Depresji XX w. i kryzysu finansowego 2007+. Wszystkie trzy epizody łączy wiele cech wspólnych, m.in. to, że:

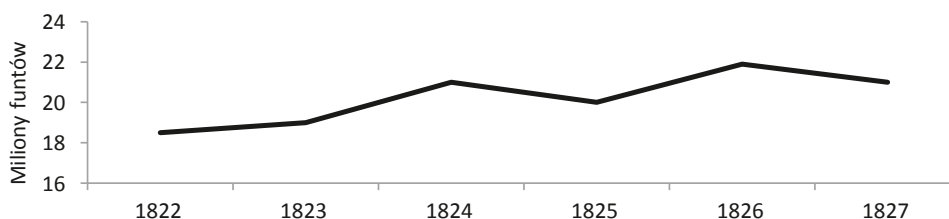
- załamanie dotknęło najpierw rynek cechujący się wysokim poziomem rozwoju, a następnie objęło swym zasięgiem inne, mniej rozwinięte rynki,
- kanałem transmisji zaburzeń do sfery realnej był rynek finansowy,
- załamanie koniunktury związane było ze zmianą wielkości podaży pieniądza.

W pierwszych latach XIX wieku gospodarkę brytyjską cechował okres szybkiego wzrostu, napędzanego przyrostem inwestycji oraz eksportu na otwierające się rynki niepodległych krajów Ameryki Łacińskiej. Finansowanie tych przedsięwzięć

⁹ K. Kostro, *Hayek kontra...*, s. 56 i n.

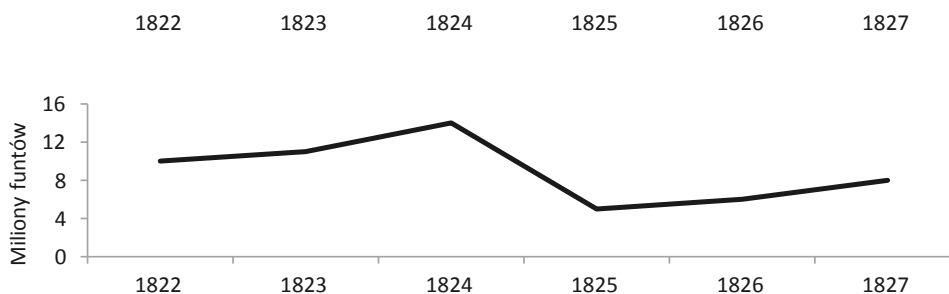
odbywało się z jednej strony przez wzrost wydatków rządowych i zaciąganie długu publicznego, a z drugiej za pośrednictwem rynku kapitałowego – przez emisję papierów wartościowych. Czynnikiem sprzyjającym, a właściwie dającym podstawy ekspansji była ekspansywna polityka monetarna Banku Anglii.

Rysunek 2. Pieniądz Banku Anglii w obiegu w latach 1822-1827



Źródło: Gayer, Rostow, Shwartz (1953), tabela 135. Dane cytowane za: M. D. Bordo, *Commentary to article L. Neal, The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, May/June 1998, s. 79.

Rysunek 3. Zasoby złota Banku Anglii w latach 1822-1827



Źródło: Gayer, Rostow, Shwartz (1953), tabela 135. Dane cytowane za: M. D. Bordo, *Commentary to article L. Neal, The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, May/June 1998, s. 79.

Warto podkreślić, że w latach 1797-1821 Wielka Brytania zdecydowała się porzucić system waluty złotej na rzecz niewymienialnego na złoto pieniądza papierowego. Z analizy danych rysunku 3 wynika, że po wojnach napoleońskich (1815 r.) Bank Anglii rozpoczął politykę gromadzenia zasobów kruszcza w celu powrotu do standardu złota. Konsekwencją wzrostu ilości pieniądza papierowego i depozytów było powiększenie bazy monetarnej. Zwiększona akcja kredytowa banków komercyjnych sprzyjała ekspansji gospodarczej.

Zmiany, jakie zaszły w omawianym okresie, wiążące się z ekspansją bankowości i spółek akcyjnych przyczyniły się do zbyt optymistycznych wycen dokonywanych przez inwestorów, a w efekcie do powstania bańki spekulacyjnej. Przeinwestowanie dotyczyło zarówno walorów realnie istniejących, jak i wyimaginowanych, czego przykładem są obligacje fikcyjnego miasteczka Poyais w Ameryce Środkowej. Szczyt hossy na londyńskiej giełdzie miał miejsce w kwietniu 1825 r. Po osiągnięciu maksymalnego poziomu akcje zaczęły gwałtownie spadać, kończąc okres wzrostów.

Jesienią 1825 r. giełda załamała się i pojawiły się pierwsze doniesienia o problemach banków komercyjnych zaangażowanych w kredytowanie operacji giełdowych¹⁰. Kryzys brytyjski rozlał się na inne europejskie kraje, nie omijając granic Ameryki Łacińskiej.

Polityka łatwego pieniądza, prowadzona przez FED po I wojnie światowej to czas określany w historii gospodarczej jako „szalone lata dwudzieste” i jednocześnie preludium do największej depresji XX wieku.

Próba weryfikacji austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego przez odwołanie się do danych statystycznych okazuje się nie do końca jednoznaczna. Znakoμίta większość autorów opracowań na temat Wielkiego Kryzysu 1929 r. wykorzystuje statystyki historyczne, aby sprawdzić poprawność teorii ekonomicznych, „podczas, gdy w przypadku nauk ekonomicznych ta metoda całkowicie zawodzi”¹¹. Statystyki stanowią jedynie odzwierciedlenie skutków decyzji polityków gospodarczych, nie można z nich wyczytać tego, jak kształtowałyby się parametry ekonomiczne, gdyby decyzje były inne lub, gdyby decyzje jednostek gospodarujących były wynikiem jedynie gry rynkowej¹².

ATCK zakłada, że załamania koniunktury poprzedza ekspansywna polityka banku centralnego, której skutkiem jest wzrost podaży kredytu bankowego i inflacja podaży pieniądza. Analizując statystyki z tamtego okresu, trudno wskazać dane świadczące o wzroście cen. Wynika to z tego, że inflacyjne skutki polityki pieniężnej były równoważone wzrostem produktywności, będącej konsekwencją nowoczesnych metod produkcji i obniżki kosztów wytwarzania. Wzrost podaży dóbr konsumpcyjnych wywołał presję na spadek ich cen.

M. Rothbard, używając szerokiej miary, która zawiera walutę, popyt, lokatę czasową i inne składniki, oszacował, że od połowy 1921 do połowy 1929 roku FED wypełnił podaż pieniądza w ponad 60%¹³. Polityka inflacyjna Rezerwy Federalnej w latach 1920 wiązała się z pomocą krajom europejskim, zwłaszcza Wiel-

¹⁰ L. Neal, *The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, May/June 1998, s. 64.

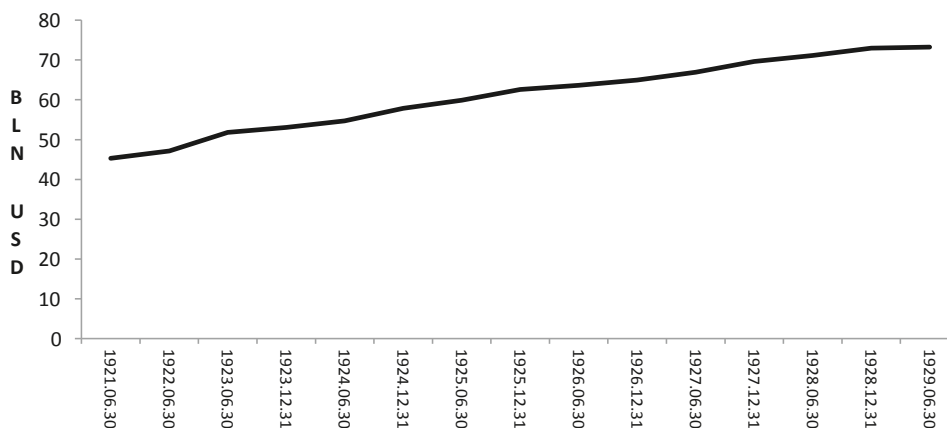
¹¹ M. Rothbard, *America's Great Depression*, The Ludwig von Mises Institute 2000, s. 85.

¹² Ibidem.

¹³ L. W. Reed, *Wielkie mity wielkiego kryzysu*, Prohibita, Warszawa 2009, s. 15.

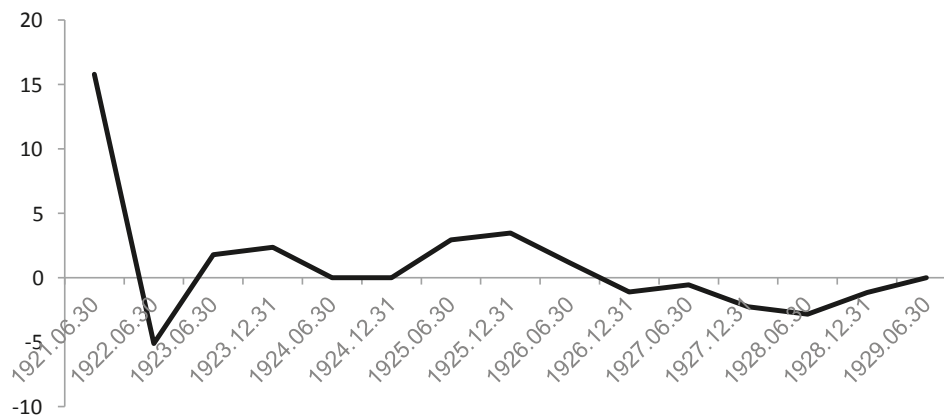
kiej Brytanii, pożyczkami zagranicznym dla firm oraz wejściem w życie w 1922 r. protekcjonistycznej ustawy Fordney – Mc Cumber Tarrif¹⁴.

Rysunek 4. Wzrost podaży pieniądza w Stanach Zjednoczonych w latach 1921 – 1929



Źródło: Opracowanie na podstawie: M. Rothbard, *America's Great Depression*, The Ludwig von Mises Institute 2000, s. 92.

Rysunek 5. Stopa inflacji w Stanach Zjednoczonych w latach 1921-29



Źródło: Opracowanie na podstawie: <http://www.rateinflation.com/inflation-rate/usa-historical-inflation-rate.php?form=usair>, (kwiecień 2012).

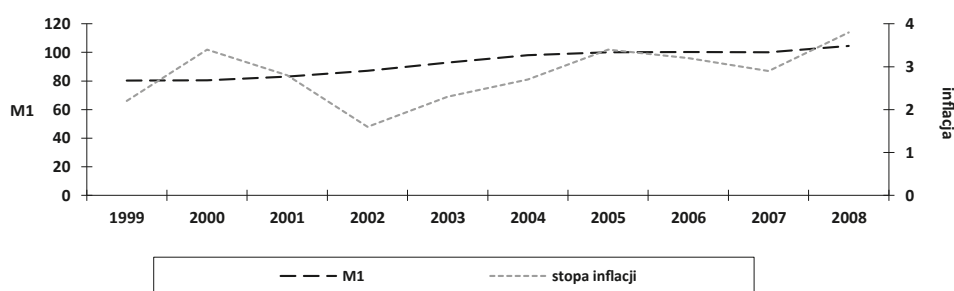
¹⁴ Ibidem, s. 139. Ustawa Fordney – Mc Cumber Tarrif zakładała wzrost stawek celnych na towary importowane z Europy do USA. Bezpośrednim skutkiem tej ustawy była z jednej strony monopolizacja wielu gałęzi przemysłu amerykańskiego, a z drugiej – nałożenie w odwecie przez kraje europejskie obciążeń celnych na towary z USA.

Inflacja bankowa, związana z niskim kosztem kredytu i łatwym dostępem do pieniądza, determinuje błędne decyzje przedsiębiorców. Inwestorzy niewłaściwie oceniają rentowność swoich projektów, podejmując decyzje o zbyt ryzykownych przedsięwzięciach. Punktem wyjścia do analiz Austriaków nad cyklem gospodarczym jest monetarny szok podaży, zainicjowany przez bank centralny, którego konsekwencją wcale nie musi być wzrost wskaźnika inflacji.

Niskie stopy procentowe banków centralnych największych gospodarek na przełomie XX i XXI wieku (takich jak USA i Unia Europejska) również nie przekładają się na wysokie wskaźniki inflacji. Decydującym czynnikiem jest tu integracja ze światowym systemem rynkowym gospodarek, które wcześniej były centralnie planowane. To wywiera ujemną presję na wzrost cen. Za wzrostem podaży nie nadąża jednak popyt, co wynika z jednej strony z wysokiej stopy oszczędności w Azji, a z drugiej – z załamania inwestycji w niektórych krajach (np. Japonii).

Relatywnie niskie poziomy inflacji przy wzroście podaży pieniądza przekraczającym dynamikę PKB można tłumaczyć również zjawiskiem monetyzacji gospodarki. Polega ono na tym, że rynek potrzebuje pieniądza nie tylko na obsługę obrotu towarowego i usługowego, ale także transakcji *stricto* finansowych. Warto podkreślić również, że w warunkach globalizacji, która integruje rynki finansowe, skutki decyzji podejmowanych w zakresie polityki monetarnej są coraz bardziej ograniczone. Jak wspomniano wcześniej, niski poziom stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych na początku pierwszej dekady XXI wieku nie wynikał jedynie z luzowania polityki pieniężnej FEDu, ale także z napływu oszczędności z gospodarek azjatyckich i innych rynków wschodzących.

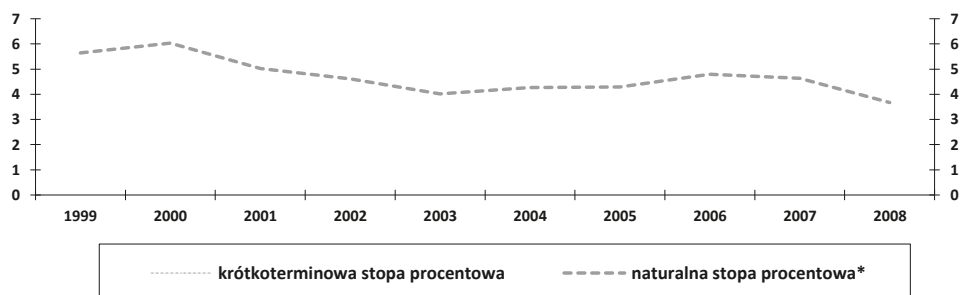
Rysunek 6. Podaż pieniądza* i stopa inflacji w USA w latach 1999-2008.



*Podaż pieniądza wyrażona agregatem M1, gdzie 2005 r. = 100%

Źródło: OECD, *Statistics from A to Z*, <http://www.oecd.org>, (kwiecień 2012).

Rysunek 7. Poziom krótkoterminowej i naturalnej stopy procentowej w USA w latach 1999-2008.



*Naturalną stopę procentową zdefiniowano tu za Keeler'em jako oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych.

Źródło: OECD, *Statistics from A to Z*, <http://www.oecd.org>, (kwiecień 2012).

Z analizy rysunku 6 wynika, że podaż pieniądza, mierzona agregatem M1 wzrosła o ok. 20% w 2005 r. w stosunku do 1999 r. W tym samym czasie stopa inflacji kształtowała się średnio na poziomie 2,5%, a fluktuacje tego wskaźnika nie były duże. Skutkiem ekspansywnej polityki pieniężnej Systemy Rezerwy Federalnej był spadek stopy procentowej poniżej jej wartości naturalnej (Keeler naturalną stopę procentową utożsamia z oprocentowaniem dziesięcioletnich obligacji skarbowych¹⁵). To powoduje, że podmioty gospodarujące zmylone przez rozbieżne sygnały, które dostały od władz monetarnych, podjęły się chybionych i nierentownych inwestycji oraz przyjęły na siebie długi, których nie powinny były zaciągać.

Niskie stopy procentowe w USA obniżają wartość waluty krajowej, sztucznie zwiększając atrakcyjność amerykańskiego eksportu. Może wpływać to na decyzje bankierów centralnych, odpowiedzialnych za politykę monetarną na innych rynkach, prowadząc niejako do konwergencji nominalnych stóp procentowych. Można się zastanawiać, czy banki centralne realizują cel, jakim jest utrzymanie wielkości podaży pieniądza na stabilnym poziomie, czy też – korzystając z antyinflacyjnych skutków rozszerzania współpracy gospodarczej w skali globalnej – cel ten staje się drugorzędny. W polityce pieniężnej za podstawę do szacunków nominalnej stopy procentowej można uznać regułę Taylora. Mówi ona, że kiedy inflacja rośnie w górę o 1 punkt procentowy, trzeba podnieść stopy procentowe przynajmniej o punkt. W sytuacji, gdy w Stanach Zjednoczonych w 2011 r. roczna stopa inflacji przekroczyła poziom 3%, stopa procentowa Rezerwy Federalnej powinna przekroczyć tę wartość, a wyniosła 0,3%¹⁶.

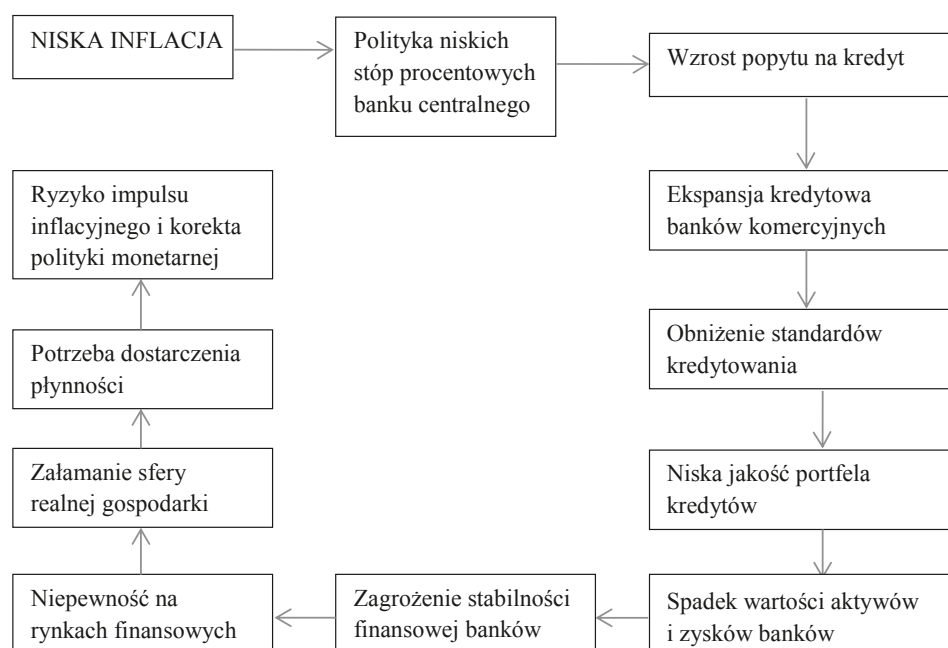
¹⁵ J. Keeler, *Empirical Evidence on the Austrian Business Cycle Theory*, "The Review of Austrian Economics" 2001, Vol. 14. No. 4, s. 5.

¹⁶ <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=26668#>, (kwiecień 2012r.)

Zasadność utrzymywania niskich nominalnych stóp procentowych tłumaczy się koniecznością wspierania sfery realnej gospodarki po kryzysie finansowym 2007+. Warto podkreślić, że podobnie tłumaczono politykę Rezerwy Federalnej po „kryzysie dotcomów” i zamachach na World Trade Centre. Dziś banki centralne boją się szybkich i wysokich podwyżek stóp procentowych w obawie wyhamowania raczkującego ożywienia koniunktury. Jednak w obliczu rosnącego zadłużenia publicznego w największych światowych gospodarkach, w nieodległej przyszłości należy się spodziewać wzrostu inflacji, a wtedy drastyczna i dziś mało prawdopodobna skala podwyżek stóp procentowych będzie nieunikniona.

Wpływ polityki banku centralnego na kryzys finansowy i w konsekwencji załamanie sfery realnej gospodarki obrazuje rysunek 8.

Rysunek 8. Polityka monetarna a kryzys finansowy



Źródło: Zestawienie własne

Korekta polityki monetarnej po kryzysie finansowym 2007+ i działaniach stabilizacyjnych, zastosowanych na niespotykaną dotąd skalę wydaje się nieunikniona. Trudno oczekiwać, że wzrost inflacji, będący skutkiem pakietów interwencyjnych i rosnącej nierównowagi w finansach publicznych na największych światowych rynkach zostanie zrównoważony produkcją i oszczędnościami gospodarek azjatyckich.

Pod adresem twórców polityki monetarnej można skierować zarzut, że jest ona nieskuteczna i nieprzewidywalna. Racjonalna polityka banku centralnego wiąże się z zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych. Za oczekiwania zakotwiczone uważa się takie, które niezależnie od wahań bieżącej inflacji pozostają stabilne i kształtują się na poziomie spójnym z celem polityki pieniężnej

Tabela 1. Decyzje z zakresu polityki pieniężnej Europejskiego banku Centralnego i Rezerwy Federalnej w okresie od 1999-2006.

Zmiana podstawowej stopy procentowej	Zmiany małe (+/-) 25 pkt. bazowych		Zmiany duże (+/-) 50 pkt. bazowych		Razem	
	FED	EBC	FED	EBC	FED	EBC
Wzrost	22	8	1	2	23	10
Spadek	4	3	9	5	13	8
Razem	26	11	10	7	36	18

Źródło: www.bankier.pl, (kwiecień2012)

Dane w tabeli 1 wskazują, że zarówno FED, jak i Europejski Bank Centralny (EBC) częściej decydowały się na małe zmiany stóp procentowych niż na duże. Duże zmiany stóp procentowych są bardziej czytelne oraz jednoznaczne dla rynków i wskazują, że polityka banku centralnego skierowana jest na realizację jego naczelnego celu. Należy podkreślić, że rynek finansowy wycenia relatywnie wysokie podwyżki stóp procentowych. Brak odpowiedniego zacieśniania polityki pieniężnej może być jednym z czynników powodujących wzrost oczekiwań inflacyjnych.

Tam, gdzie bank centralny jest bardziej wiarygodny, podmioty gospodarcze w większym stopniu są skłonne zakładać, że cel inflacyjny zostanie zrealizowany, w związku z czym oczekiwania inflacyjne szybciej zbiegają do poziomu celu. Im bardziej wiarygodny bank centralny, tym bardziej stabilne i przewidywalne warunki dla jednostek gospodarujących w kontekście realnych stóp procentowych i kursów walutowych.

Podsumowanie

W ujęciu szkoły austriackiej kluczowe znaczenie dla mechanizmu cyklu koniunkturalnego ma stopa procentowa, która jest zjawiskiem ogólnogospodarczym i wpływa na wszystkie procesy produkcyjne¹⁷. Obniżenie stopy procentowej poni-

¹⁷ R. Barczyk, op.cit., s. 24.

żej jej wartości naturalnej, będące skutkiem zwiększenia podaży pieniądza zaburza rzeczywistą strukturę rynku. Zachęca to do inwestycji i kreuje popyt na dobra kapitałowe. Z uwagi na to, że agregatowa preferencja czasowa w społeczeństwie nie uległa zmianie, kształtują się fałszywe oczekiwania co do względnej zyskowności podjętych inwestycji. Czas boomu sprzyja również nieracjonalnym decyzjom spekulacyjnym. Ponieważ tańszy pieniądz nie jest konsekwencją wzrostu skłonności do oszczędzania, musi nadejść okres dostosowań gospodarczych i oczyszczania rynku z błędnych i źle skalkulowanych decyzji inwestycyjnych.

Czy w globalnej gospodarce XXI wieku można wykorzystać ATCK do wskazania przyczyn załamania koniunktury? Odpowiedź jest twierdzącą, ale tylko w sytuacji, gdy analizuje się zjawiska wpływające na dzisiejszą rzeczywistość gospodarczą. Po pierwsze, wysokość stóp procentowych nie jest jedynie wynikiem decyzji z zakresu polityki monetarnej. Na zmiany stóp procentowych mają również wpływ czynniki, będące konsekwencją przepływów kapitałowych wynikających z globalnych nierównowag. Po drugie, trudno dostrzec związek między przyrostem podaży pieniądza a zmianami cen. Stąd, celem polityki pieniężnej przestaje być kontrola podaży pieniądza, a środkiem do kontroli inflacji jest kształtowanie oprocentowania na rynku międzybankowym.

Stopa procentowa, będąc ceną pieniądza, pełni kluczową rolę w gospodarce, gdyż wpływa na decyzje uczestników rynku dotyczące ich planów inwestycyjnych i konsumpcyjnych. Między 2001 a 2004 r. FED obniżyła stopy procentowe do poziomu najniższego od lat 1970., wysyłając błędny sygnał do inwestorów, że popyt na ich produkty wzrośnie. Po kilkuletnim okresie fazy wzrostu, nastąpiło ostre wyhamowanie, nazywane największym załamaniem od czasów Wielkiego Kryzysu z lat 1930. W reakcji na odczuwalne skutki spowolnienia w sferze realnej, amerykański bank centralny prowadzi politykę *quantitative easing*, polegającą na dodruku pieniądza i po raz pierwszy w historii decyduje się na opublikowanie celu inflacyjnego¹⁸ oraz wyznaczenie horyzontu polityki pieniężnej¹⁹. Czyżby lekarstwo na globalny kryzys finansowy 2007+ miało okazać się zarzewiem nowego załamania gospodarczego?

¹⁸ <http://www.federalreserve.gov>, (kwiecień, (2012 r.)

¹⁹ Ogólne stwierdzenie mówiące o tym, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie przez dłuższy czas, zastąpiono bardziej precyzyjną prognozą wskazującą na koniec 2014.

Bibliografia

Barczyk R., Lubiński M., Konopczak K., Marczewski K., *Synchronizacja wahań koniunkturalnych. Mechanizmy i konsekwencje*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.

de Soto J. H., *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009.

Godłów-Legiędź J., *Doktryna społeczno-ekonomiczna Friedricha von Hayeka*, PWN, Warszawa 1992.

Hayek F. A., *Droga do zniewolenia*, Arcana, Kraków 1996.

Hayek F. A., *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Jonathan Cape, London 1933.

Hayek F. A., *Prices and Production*, London: Routledge & Sons. Second revised edition, London: Routledge & Kegan Paul, 1935.

<http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=26668#>

<http://www.federalreserve.gov>, (kwiecień

<http://www.rateinflation.com/inflation-rate/usa-historical-inflation-rate.php?form=usair>

Keeler J., *Empirical Evidence on the Austrian Business Cycle Theory*, "The Review of Austrian Economics", Vol. 14, 2001.

Kostro K., *Hayek kontra socjalizm*, Wydawnictwo DiG, Warszawa 2001.

Łabaj R., *Szkoła austriacka wobec Keynesa i keynesizmu*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2008.

Mises L. *Theory of Money and Credit*. Irvington-on-Hudson. Foundation for Economic Education 1971.

Mises L., *Interwencjonizm*, Wydawnictwo Arcana, Kraków 2000.

Neal L., *The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System*, „Federal Reserve Bank of St. Louis Review”, May/June 1998.

Reed L. W., *Wielkie mity wielkiego kryzysu*, Prohibita, Warszawa 2009.

Rothbard M., *America's Great Depression*, The Ludvig von Mises Institute 2000.

Snowdon B., Vane H., Wynarczyk P., *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, PWN, Warszawa 1998.

www.bankier.pl