

*Patrycja Guzikowska*

Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## Cykl koniunkturalny w Norwegii w latach 2006–2018 – interpretacja austriackiej szkoły ekonomii

### Streszczenie

Norwegia jest krajem, któremu udało się uniknąć kryzysu z lat 2007–2008. Dzięki zastosowaniu przez Bank Norwegii (Norges Bank, NB<sup>1</sup>) kombinacji zmian stopy procentowej i agregatu M0, krajowi temu udało się opóźnić wystąpienie załamania (kryzys miał tam miejsce w 2009 r.) i zmniejszyć jego głębokość. Zastosowanie tych narzędzi uzasadnia wykorzystanie austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego do identyfikacji faz cyklu w gospodarce norweskiej.

Na podstawie danych statystycznych wyodrębniono pełny cykl koniunkturalny (od IV kwartału 2006 r. do IV kwartału 2013 r.) oraz dwie fazy kolejnego cyklu (od I kwartału 2014 r. do I kwartału 2018 r.). O ile w przypadku pierwszego zidentyfikowanego cyklu Bank Norwegii mógł wpływać na koniunkturę, wykorzystując manipulowanie stopą procentową i agregatem M0, o tyle w przypadku trwającego cyklu jedynym narzędziem, które może okazać się skuteczne, jest sterowanie poziomem bazy monetarnej.

**Słowa kluczowe:** cykl koniunkturalny, austriacka szkoła ekonomii, Norwegia

**Kody klasyfikacji JEL:** B530, E320, E, B5

<sup>1</sup> Odpowiednik Narodowego Banku Polskiego.

## 1. Wprowadzenie

Prowadzone wspólnie analizy cykli koniunkturalnych koncentrują się głównie na analizie kryzysu, który dotknął większość krajów w latach 2007–2008. Wcześniej tak poważnym kryzysem był wielki kryzys z lat 1929–1933. Krajem, któremu udało się uniknąć kryzysu w latach 2007–2008, była Norwegia. Za pomocą zastosowanych tam metod zapobiegania kryzysowi udało się przesunąć w czasie jego wystąpienie (załamanie przyszło dopiero w 2009 r.). Co więcej, kraj ten nie odczuł go tak bardzo, jak inne kraje o podobnej strukturze wytwórczości PKB. Ciekawą metodą analizy cyklu koniunkturalnego w Norwegii jest rozważenie wahań koniunktury na podstawie teorii cyklu koniunkturalnego austriackiej szkoły ekonomii (ASE). Celem artykułu jest weryfikacja empiryczna austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego na przykładzie Norwegii (2006–2018). Weryfikacji podlega następująca hipoteza: działanie Banku Norwegii w trakcie ostatniego kryzysu gospodarczego spowodowało opóźnienie wystąpienia załamania gospodarczego, którego przebieg byłby zgodny z austriacką teorią cyklu koniunkturalnego. W pracy wykorzystano następujące narzędzia badawcze: metodę wnioskowania aprioryczno-dedukcyjnego oraz analizę materiału statystycznego. W części pierwszej omówiona zostanie teoria cyklu koniunkturalnego według ASE, w części drugiej przeanalizowane będą dane dotyczące sytuacji gospodarki Norwegii, natomiast w części trzeciej zidentyfikowane zostaną poszczególne fazy cyklu koniunkturalnego.

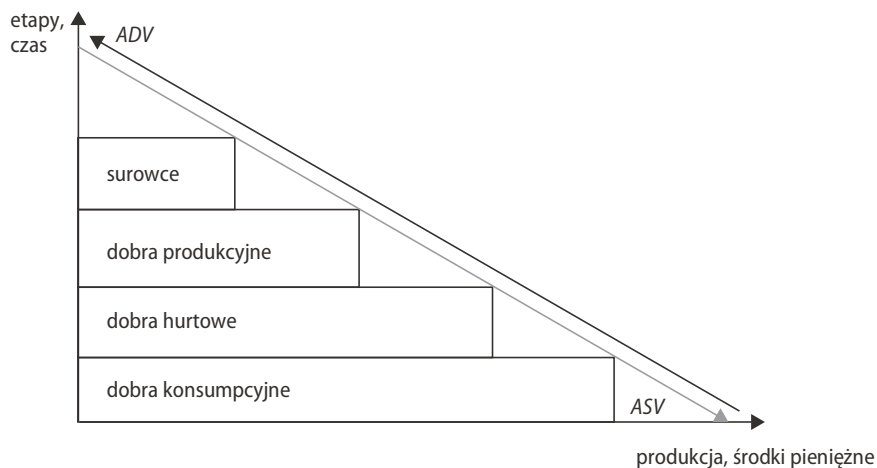
## 2. Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego – podstawowe założenia i przebieg cyklu (przegląd literatury)

Teoria cyklu koniunkturalnego według ASE opiera się na trzech ważnych zagadnieniach – subiektywnej preferencji czasowej, teorii kapitału oraz zagregowanej struktury podaży. Pierwsze z zagadnień – preferencja czasowa – wyjaśnia, jak satysfakcja osiągnięta dzisiaj (która pochodzi np. z konsumpcji) różni się od satysfakcji, którą konsument osiągnie z tego samego wyboru w przyszłości. Dodatkowo wiadomo, że osoba o wysokiej preferencji czasowej jest w stanie zrezygnować z konsumpcji dzisiaj na rzecz konsumpcji przyszłej tylko w sytuacji, gdy otrzyma za swą decyzję w przyszłości znaczną „rekompensatę”<sup>2</sup>. L. von Mises tłumaczy ten fakt tym, że „Zaspokojenie potrzeby w bliskiej przyszłości jest cenione wyżej niż jej zaspokojenie w odleglejszej przyszłości. Dobra terażniejsze mają większą wartość niż dobra przyszłe” [Mises, 2011, s. 411]. Teoria kapitału opiera się na podziale dóbr na dobra konsumpcyjne (wykorzystywane w krótkim okresie) i kapitałowe (wykorzystywane w długim okresie). Dobrami konsumpcyjnymi są tzw. dobra pierwszego rzędu (bezpośrednio trafiające w ręce nabywców). Z kolei „dobra kapitałowe powstają w wyniku akumulacji trzech zasadniczych

<sup>2</sup> Osoba o preferencji czasowej równej zero ceni jednakowo konsumpcję terażniejszą i przyszłą.

elementów: surowców naturalnych, pracy i czasu” [Huerta de Soto, 2010, s. 73]. Różnicą między dobrami konsumpcyjnymi a dobrami kapitałowymi jest również odległość etapu produkcji danego dobra od etapu produkcji dobra konsumpcyjnego. Omówienie subiektywnej preferencji czasowej oraz teorii kapitału pozwala wyjaśnić mechanizm naturalnej oraz rynkowej stopy procentowej. Naturalną stopą procentową określa się „stosunek wartości przypisywanej zaspokojeniu potrzeby w najbliższej przyszłości do wartości przypisywanej jej zaspokojeniu w odległych okresach przyszłości. W gospodarce rynkowej wyraża się on dyskontowaniem dóbr przyszłych względem dóbr teraźniejszych. Nie jest ceną, lecz stosunkiem dóbr towarów” [Mises, 2011, s. 446–447]. Rynkowa stopa procentowa, która ma wpływ na wielkość konsumpcji, to naturalna stopa procentowa „powiększona o premię za ryzyko związane z daną operacją oraz powiększona lub pomniejszona o premię na oczekiwaną inflację lub deflację, czyli na oczekiwany spadek lub wzrost siły nabywczej jednostki pieniężnej wykorzystywanej w transakcjach wymiany dóbr dzisiejszych na przyszłe oraz w rachunkach dotyczących tych transakcji” [Huerta de Soto, 2011, s. 216]. Koncepcja zagregowanej struktury produkcji (rysunek 1), która przedstawia kolejne etapy produkcji (od zastosowania podstawowych czynników produkcji), pozwala zrozumieć przepływ środków pieniężnych od właścicieli dóbr konsumpcyjnych do właścicieli czynników produkcji najwyższych rzędów. Jest ona wyprowadzona z tzw. trójkątów Hayeka [Hayek, 2014]. Gospodarka jednostajnie funkcjonująca charakteryzuje się równością wektorów *ADV* i *ASV*.

Rysunek 1. Koncepcja prostej struktury produkcji – wektory zagregowanej podaży *ASV* (przepływ dóbr) i zagregowanego popytu *ADV* (przepływ środka pieniężnego)



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Skousen, 2011].

W gospodarkach, w których banki działają na podstawie systemu rezerw cząstkowych, a środkiem wymiany jest pieniądz fiducjarny, banki centralne mają możliwość obniżenia stopy procentowej, aby pobudzić koniunkturę. Pożyczki udzielane przez banki nie mają pokrycia w oszczędnościach – pieniądze w gospodarce są więc kreowane bez wzrostu oszczędności. Nie

trafiają one jednak w tym samym czasie do każdego sektora gospodarki. Według austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego ważne jest, do kogo pieniądze trafiają w pierwszej kolejności, gdyż czas odgrywa kluczową rolę. Najwcześniej docierają one do przedsiębiorców, którzy wytwarzają półprodukty i dobra kapitałowe – zgłaszają oni zapotrzebowanie na największe sumy. Dzięki temu dochodzi do trwałego wydłużania struktury produkcji. Jest ono jednak „możliwe tylko wtedy, gdy albo środki utrzymania zwiększyły się wystarczająco, by wesprzeć robotników i przedsiębiorców w dłuższym okresie, albo potrzeby producentów zmniejszyły się wystarczająco, by te same środki utrzymania wystarczyły przez dłuższy okres” [Mises, 1980, s. 400]. Wydłużenie struktury produkcji następuje w wyniku błędnej oceny przez przedsiębiorców sytuacji na rynku.

W I fazie obniżenie stopy procentowej sprawia, że przedsiębiorcy podejmują złe decyzje inwestycyjne – inwestują kapitał w tylko pozornie rentowne przedsięwzięcia (np. zakup maszyn, prowadzenie badań nad nową technologią czy modernizacja aparatu wytwórczego). Inwestycje długoterminowe są bardzo wrażliwe na zmiany stóp procentowych. Wpływa na to również odległość od fazy konsumpcji. Pierwszym widocznym w sferze mikroekonomicznej efektem działania ekspansji kredytowej jest wzrost względnej ceny pracy oraz zasobów naturalnych, a więc pierwotnych czynników produkcji. Wzrasta również zatrudnienie – pracodawcy zachęcają nowych pracowników wyższym niż do tej pory wynagrodzeniem. Siła robocza z sektora niższego rzędu przepływa do sektorów wyższego rzędu. Wyższe wynagrodzenie pracowników implikuje zwiększenie ich dochodu rozporządzalnego, który chcą przeznaczyć na konsumpcję. Wpływa to również na zmianę preferencji czasowej – pracownicy zaczynają bardziej cenić bieżącą konsumpcję niż oszczędzanie. Sytuacja przedsiębiorców jest odmienna – inwestowali oni w przedsięwzięcia długoterminowe, przez co czas produkcji (i dostarczania dóbr konsumpcyjnych na rynek) wydłużył się.

W II fazie na rynku dóbr konsumpcyjnych pojawia się niedobór. Nierównowaga makroekonomiczna wynika z różnicy preferencji czasowej oraz stałego wzrostu cen, który u konsumentów wywołuje przeświadczenie o tym, że ceny wciąż będą rosły. L. Robbins tłumaczy to w ten sposób: „Nie ma już nic, co by dowodziło, że adresaci dochodów zwiększą odsetek oszczędności. Wynika więc z tego, że w miarę jak nowy pieniądz staje się dochodem, musimy spodziewać się wzmocnienia popytu nie na dobra kapitałowe, lecz na dobra dochodowe. Stary stosunek popytu na dobra dochodowe i dobra kapitałowe musi być ponownie ustalony” [Robbins, 1934, s. 38].

W fazie III boom, obserwowany na początku cyklu na rynkach dóbr kapitałowych, przesuwa się na rynki dóbr konsumpcyjnych. Wzrasta rentowność przedsiębiorstw, które zdecydowały się zaangażować czynniki produkcji w wytwarzanie tych właśnie dóbr. Przedsiębiorcy, którzy wcześniej zainwestowali w coś innego, widzą pokusę większych zysków i zmieniają swoje decyzje inwestycyjne, rozpoczynając finansowanie przedsięwzięć z krótszym czasem realizacji. Zaczynają oni postrzegać kapitałochłonne przedsięwzięcia jako złe inwestycje.

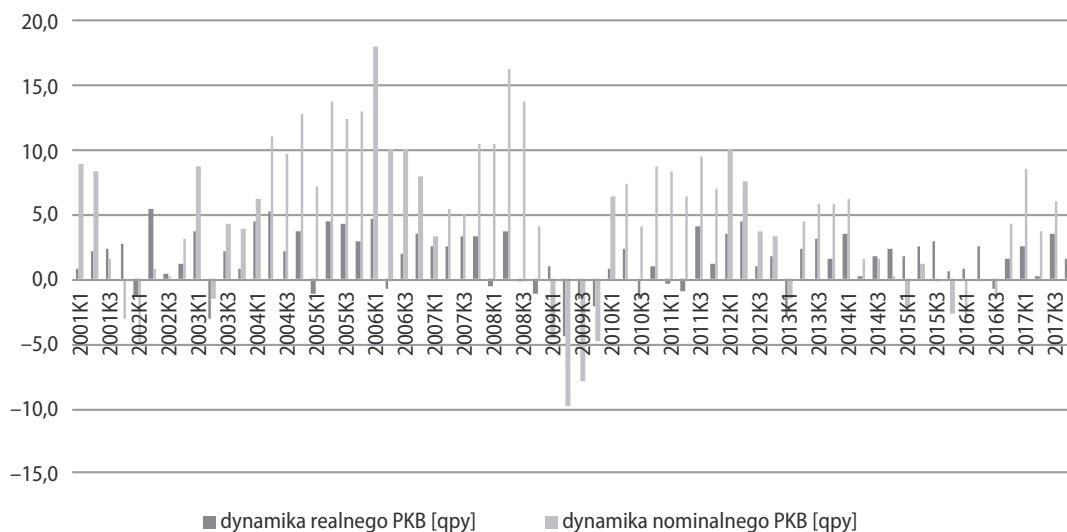
Wraz ze wzrostem cen obserwuje się spadek płac, w efekcie czego ten czynnik produkcji staje się tańszy niż czynnik kapitału. Wobec tego można zaobserwować zmianę metod

wytwórczych kapitałochłonnych na pracochłonne, co jednak przynosi kolejne straty księgowo. Jak pisze J. Huerta de Soto: „Zestawienie tych strat ze względnymi zyskami osiąganymi na etapach najbliższych konsumpcji wskazuje ponad wszelką wątpliwość, że przedsiębiorcy popełnili poważne błędy i trzeba je szybko skorygować, wstrzymując, a następnie likwidując nierozważnie zainicjowane projekty inwestycyjne” [Huerta de Soto, 2011, s. 284]. Na rynku zaczyna brakować kapitału, wobec czego przedsiębiorcy konkurują o pożyczki po to, by dokończyć rozpoczęte wcześniej przedsięwzięcia. Zwiększenie popytu na kredyt powoduje wzrost stóp procentowych, co jednak nie zniechęca przedsiębiorców do brania kolejnych kredytów – są zdeterminowani, by zakończyć swoje niezrealizowane projekty. Banki podnoszą stopy procentowe, gdyż chcą w ten sposób zrekompensować straty wynikające z niespłaconych pożyczek (część nietrafionych projektów już upadła, a inwestorzy stali się niewypłacalni) i są ostrożne w stosunku do przedsiębiorców, którzy wykazują straty. Dodatkowo maleje wartość aktywów banków, przez co ograniczają one swoją ekspansję. Małe banki oraz te, które prowadziły zbyt liberalną politykę udzielania kredytów w fazie ekspansji, mogą mieć problemy z płynnością lub nawet upadnąć. Przedsiębiorcy są zmuszeni do porzucania nierentownych przedsięwzięć i nie rozpoczynają nowych, a pracownicy tracą swoje posady, w związku z czym maleje także produkcja. Oznacza to przejście recesji w depresję (faza IV). Dochody zaczynają się obniżać, przez co na rynku obserwowany jest mniejszy popyt konsumpcyjny, w wyniku czego ceny zaczynają spadać. Spada również rynkowa stopa procentowa. Rynek dóbr kapitałowych osiągnie równowagę, ale w innym punkcie niż obserwowany przez rozpoczęciem ekspansji. „Rynek nie powróci dokładnie do starej wolnorynkowej stopy procentowej i proporcji inwestycji do konsumpcji, podobnie jak nie wróci do starych cen” [Rothbard, 2008, s. 408]. Zdaniem M.N. Rothbarda bardziej adekwatnym określeniem dla tej fazy byłaby nazwa „faza zdrowienia gospodarki” [Rothbard, 2008, s. 410]. Zarówno okres recesji, jak i depresji są następstwem złych decyzji inwestycyjnych podjętych wcześniej, dlatego ujawnione w tym czasie błędy są usuwane poprzez naturalną korektę dokonującą się przez mechanizm rynkowy.

### 3. Zmiany wybranych wskaźników makroekonomicznych

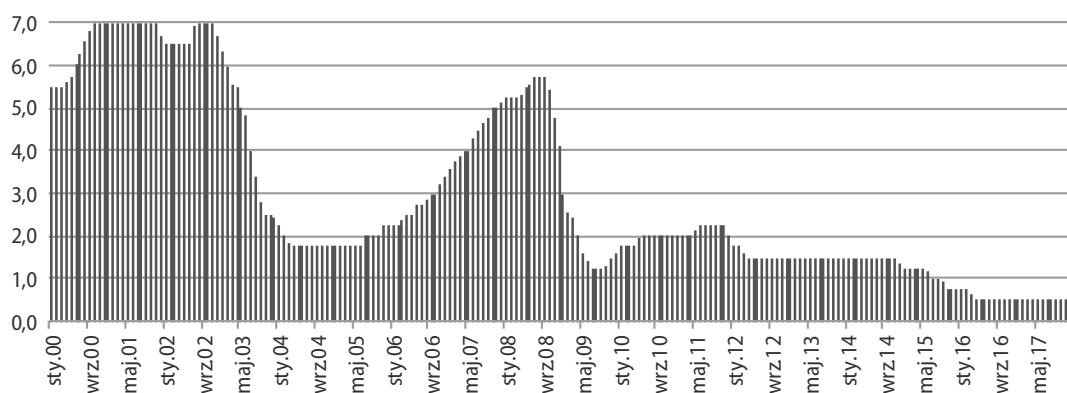
W celu przeanalizowania, czy w Norwegii w omawianym horyzoncie czasowym można zaobserwować wahania cyklu koniunkturalnego zgodnie z mechanizmami omawianymi przez ASE, należy zacząć od analizy zmian realnego PKB, żeby ocenić, czy i kiedy w omawianym okresie nastąpiła recesja (rysunek 2). Przyjmuje się, że spadek realnego PKB utrzymujący się przez co najmniej dwa kwartały jest recesją. W przypadku Norwegii taką sytuację można zaobserwować w 2009 r. W kwartałach II, III i IV tego roku dynamika realnego PKB była ujemna. Ujemną dynamikę realnego PKB można zauważyć również w innych kwartałach omawianego szeregu czasowego, ale tylko w 2009 r. zdarzają się trzy kwartały z ujemną dynamiką następujące po sobie, co kwalifikuje tę sytuację jako recesję.

Rysunek 2. Dynamika realnego i nominalnego PKB (w %)



Źródło: [Statistisk sentralbyrå].

Rysunek 3. Poziom podstawowej stopy procentowej (dane miesięczne) (w %)



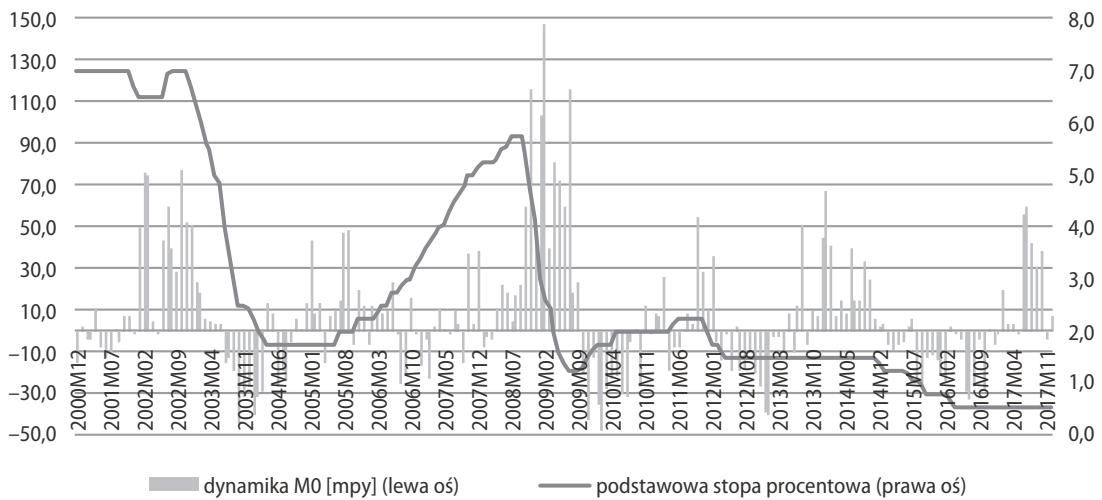
Źródło: [Statistisk sentralbyrå].

Drugim ważnym wskaźnikiem jest miesięczna podstawowa stopa procentowa (rysunek 3). Od stycznia 2000 r. do grudnia 2002 r. utrzymywała się na wysokim poziomie (5,5–7%). Pierwszy wyraźny i gwałtowny spadek stopy procentowej nastąpił w okresie od grudnia 2002 r. do maja 2004 r., w którym osiągnęła poziom 1,75%. Po tym okresie stopa procentowa dość szybko rosła, osiągając poziom 5,75% w lipcu 2008 r. i na tym poziomie utrzymywała się do września. Od stycznia do września stopa procentowa ponownie wzrastała o 0,5 p.p. Z analizy tego fragmentu szeregu czasowego można wnioskować, że Bank Norwegii (NB) spodziewał się, że w pierwszym kwartale 2008 r. zakończy podwyższanie stóp procentowych. Okazało się jednak, że potrzebna była kolejna podwyżka. Po okresie wzrostu nastąpił kolejny gwałtowny

spadek stopy procentowej – od października 2008 r. do września 2009 r. spadła ona o 4,5 p.p. Dynamika spadku wskazuje na zbyt pochopne podwyższenie stopy procentowej we wcześniejszym okresie. Prowadzenie przez NB restrykcyjnej polityki pieniężnej miało uchronić gospodarkę Norwegii od wpadnięcia w recesję, w rzeczywistości jednak opóźniło ją w czasie i doprowadziło do wystąpienia recesji w 2009 r.

Gospodarkę Norwegii ratowano przed wpadnięciem w recesję, stosując kombinację zmian stóp procentowych i agregatu M0, a nie tylko poprzez podwyższenie stopy procentowej. Wyraźnie widać, że w okresach, kiedy NB podwyższa stopę procentową, zwiększa również podaż pieniądza M0 (rysunek 4).

Rysunek 4. Dynamika podaży pieniądza M0 (w %) i poziom podstawowej stopy procentowej

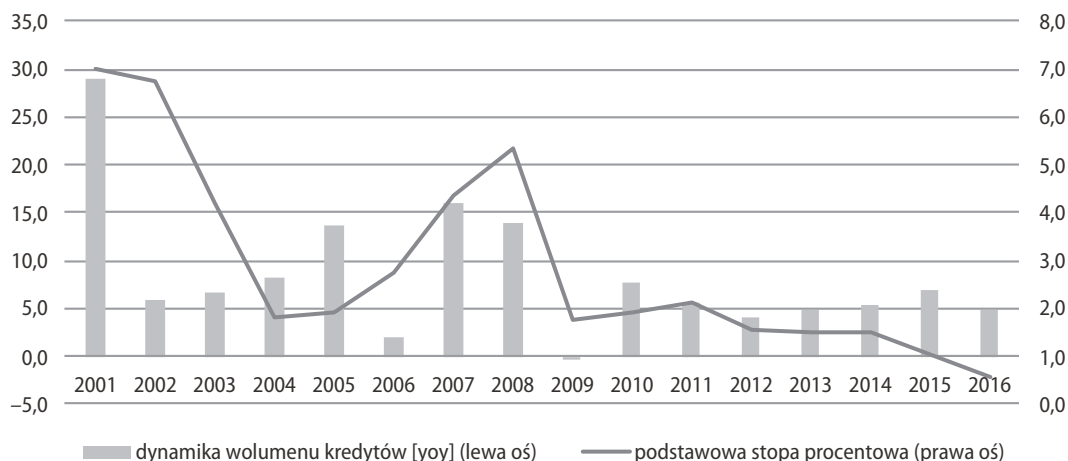


Źródło: [Statistisk sentralbyrå].

Na początku tę zależność widać w latach 2005–2006. Wtedy też rosła zarówno stopa procentowa, jak i podaż pieniądza M0. Później NB nieznacznie obniżył podaż pieniądza M0, stopa procentowa natomiast dalej rosła. Do kwietnia 2008 r. nie widać wyraźnego trendu w zmianie podaży pieniądza M0, natomiast od tego okresu widać wyraźnie zwiększanie podaży pieniądza M0. W latach 2008–2009, w których NB gwałtownie obniżał stopę procentową, zmniejszał również podaż pieniądza M0, szczególnie gwałtownie pod koniec 2009 r. W kolejnych latach (2010–2011) rosła stopa procentowa, ale NB najpierw kontynuował obniżanie emisji M0, po czym po 2012 r. znów zwiększył emisję (mimo że stopa procentowa po 2011 r. zaczęła maleć). Od początku 2015 r. do końca 2016 r. malała podaż pieniądza M0, w 2017 r. znowu rosła, natomiast stopa procentowa dalej zachowywała tendencję spadkową.

W kontekście analizy cyklu koniunkturalnego według ASE bardzo ważne są dane dotyczące rynku kredytów – dynamika wolumenu kredytów oraz odsetek pożyczek zagrożonych niespłacalnością. Pierwszy z tych wskaźników jest ściśle związany ze stopą procentową (rysunek 5).

Rysunek 5. Dynamika wolumenu kredytów (w %) i zmiany poziomu podstawowej stopy procentowej



Źródło: [Bank Światowy; Statistisk sentralbyrå].

Na podstawie danych można zaobserwować, że w latach 2002–2004, w których NB prowadził ekspansywną politykę pieniężną, dynamika wolumenu kredytów rosła. Kiedy w 2005 r. rozpoczęto podwyższanie stopy procentowej, dynamika w tym roku jeszcze wzrastała, ale w 2006 r. spadła gwałtownie o 11,7 p.p. W kolejnym roku jeszcze wzrosła, osiągając poziom wyższy niż w 2005 r. (16,1%). W kolejnym roku – 2008 – poprzedzającym wystąpienie recesji obserwujemy kolejny znaczny wzrost podaży kredytu. W roku, w którym wystąpiła recesja, dynamika wolumenu kredytów była ujemna (–0,1%). W 2010 r. obserwowany jest wzrost wolumenu udzielanych pożyczek do poziomu 7,7%, a podwyższenie stopy procentowej w kolejnym roku skutkuje zmniejszeniem dynamiki podaży kredytu do 4%. Zaostrzeniu polityki pieniężnej nie towarzyszyło ograniczenie akcji kredytowej sektora bankowego.

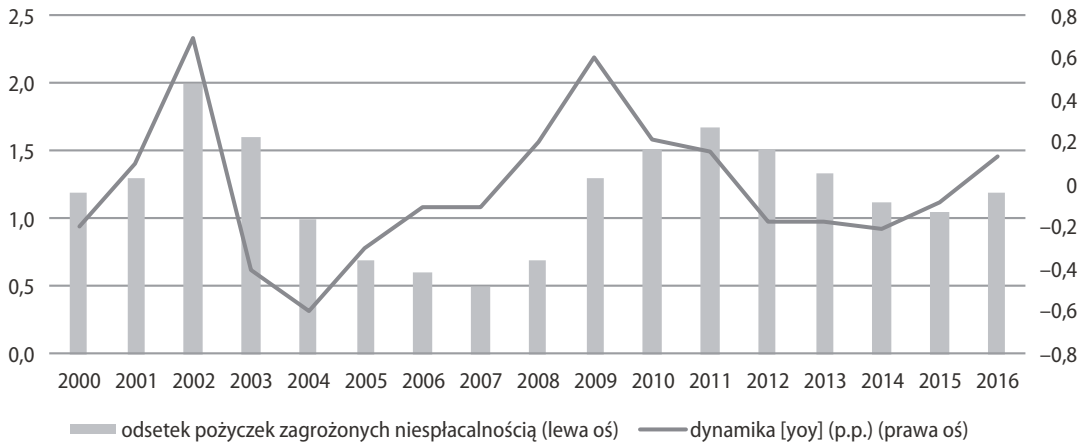
Równie ważny jest odsetek pożyczek zagrożonych niespłacalnością (rysunek 6). Od 1998 r. do 2000 r. odsetek ten malał i chociaż wzrósł w 2002 r., to do 2007 r. znów charakteryzował się tendencją spadkową. Ciekawą rzeczą, którą można zaobserwować, jest stały wzrost tego wskaźnika aż do 2011 r., w którym osiągnął najwyższy poziom (1,68). Wzrost tego wskaźnika w podanych latach może wskazywać na ujawnienie się dokonanych błędów inwestycyjnych (znamienne dla II i IV fazy cyklu koniunkturalnego ASE), co potwierdza silna ekspansja kredytowa we wskazanym okresie.

O występowaniu cyklu koniunkturalnego według ASE świadczą również zmiany kosztów pracy w sektorach – wydobywczym, przetwórczym, budowlanym oraz handlu detalicznego (rysunek 7). Indeks kosztów pracy dla 2005 r. przyjmuje wartość 100. W 2007 r. można zaobserwować wzrost kosztów pracy w sektorze wydobywczym, a już w II kwartale tego samego roku ich spadek. Może to być związane z przyrostem dynamiki wolumenu udzielanych kredytów mimo wzrostu kosztów kredytu (związanych z restrykcyjną polityką pieniężną). Od I kwartału 2009 r. do III kwartału 2012 r. widać zróżnicowanie dynamiki kosztów pracy oraz to, że koszty pracy w sektorze wydobywczym (a więc najdalej oddalonym od konsumpcji)



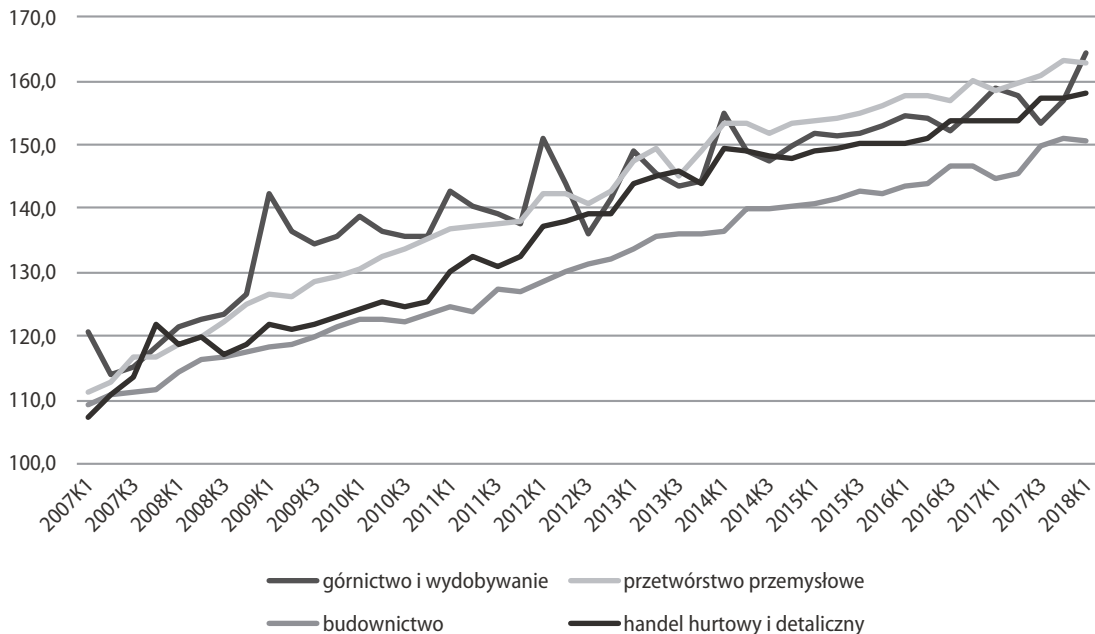
znacznie przekraczają koszty w innych sektorach. Na podstawie tego można wnioskować, że gospodarka znalazła się w tym okresie w I fazie cyklu koniunkturalnego, według austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego. W okresie od III kwartału 2014 r. do I kwartału 2018 r. koszty pracy w sektorze przetwórczym były większe od kosztów pracy w pozostałych sektorach – wskazuje to na II fazę cyklu koniunkturalnego.

Rysunek 6. Odsetek pożyczek zagrożonych niespłacalnością i jego dynamika zmian



Źródło: [FRED].

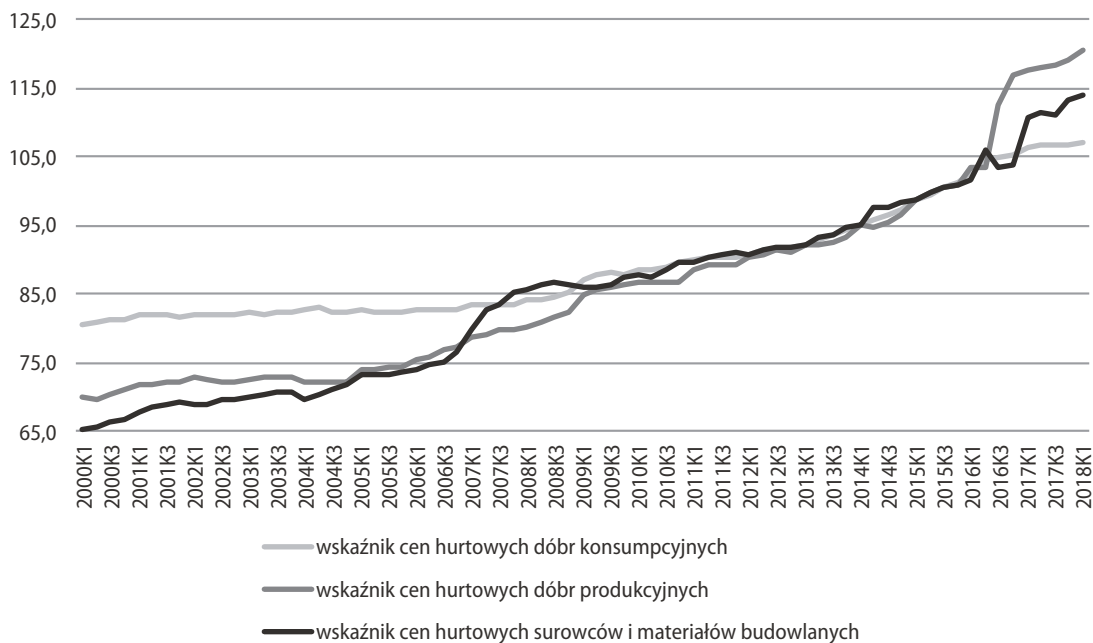
Rysunek 7. Zmiany indeksu kosztów pracy według sektorów (2005 = 100)



Źródło: [Statistisk sentralbyrå].

Ostatnim wskaźnikiem, który ma znaczenie w identyfikowaniu faz cyklu koniunkturalnego ASE, jest dynamika cen hurtowych (rysunek 8). Od początku 2000 r. do III kwartału 2006 r. ceny hurtowe dóbr konsumpcyjnych rosły nieznacznie. Najbardziej w tym okresie zwiększały się ceny dóbr materiałów budowlanych, ale ich najbardziej znaczący wzrost miał miejsce między IV kwartałem 2006 r. a III kwartałem 2007 r. Przez okres niecałych dwóch lat wzrosły one bardziej niż przez wcześniejsze sześć lat. Jednocześnie ceny dóbr konsumpcyjnych nie ulegały większym zmianom. Ceny dóbr kapitałowych rosły, ale z pewnym opóźnieniem w stosunku do wzrostu cen materiałów budowlanych (od IV kwartału 2007 r.). Od I kwartału 2009 r. spadały ceny materiałów budowlanych, ale zanim to nastąpiło, rozpoczął się wzrost cen dóbr konsumpcyjnych (od III kwartału 2008 r.). W okresie od III kwartału 2008 r. do I kwartału 2010 r. ceny hurtowe dóbr konsumpcyjnych znajdowały się powyżej cen materiałów budowlanych oraz dóbr kapitałowych. W tym przedziale czasowym gospodarce Norwegii dotknęła recesja (kwartały II, III, IV 2009 r.). Do I kwartału 2012 r. ceny dóbr konsumpcyjnych zrównały się z cenami materiałów budowlanych, a w I kwartale 2012 r. podobny poziom osiągnęły również ceny dóbr kapitałowych, co utrzymywało się do I kwartału 2014 r. Po tym okresie znów zaczęły wzrastać ceny materiałów budowlanych (od I do III kwartału 2016 r.). Od III kwartału 2016 r. widoczny jest również znaczny wzrost cen hurtowych dóbr kapitałowych, który trwał do I kwartału 2018 r.

Rysunek 8. Zmiany wskaźnika cen hurtowych (2015 = 100)



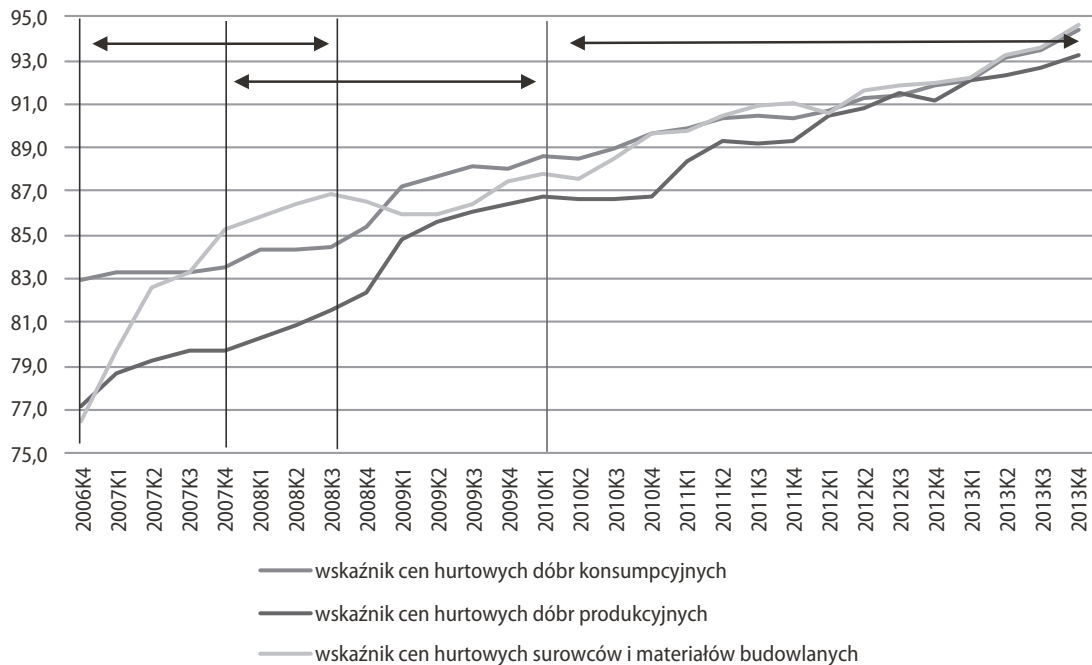
Źródło: [Statistisk sentralbyrå].

## 4. Identyfikacja cykli

Na podstawie wcześniejszej analizy dostępnych danych statystycznych należy stwierdzić, że w latach 2006–2013 można zidentyfikować pierwszy (w omawianym horyzoncie czasowym) cykl koniunkturalny według ASE.

Wzrost cen hurtowych surowców i materiałów budowlanych (które przekraczają wskaźnik cen pozostałych dóbr) wskazuje na rozpoczęcie I fazy cyklu według ASE (rysunek 9). W okresie od IV kwartału 2007 r. do IV kwartału 2009 r. rosły ceny dóbr kapitałowych, co jest charakterystyczne dla II fazy cyklu koniunkturalnego ASE. Faza trzecia rozpoczęła się w I kwartale 2010 r. Na podstawie analizowanych danych nie jest natomiast możliwe wyodrębnienie fazy IV – nie można precyzyjnie zidentyfikować momentu, w którym faza III przeszła w fazę IV. W III fazie ponownie największą dynamiką charakteryzowały się ceny materiałów budowlanych, choć należało przypuszczać, że największy wzrost odnotowany zostanie w przypadku dóbr konsumpcyjnych. Oznacza to, że nie doszło do korekty (charakterystycznej dla IV fazy cyklu), w której najwyższa dynamika charakteryzowałaby ceny dóbr konsumpcyjnych (a nie ceny w etapach bardziej oddalonych od fazy konsumpcji). Sytuacja ta jest związana z powtórным wepchnięciem gospodarki Norwegii w fazę ożywienia za pomocą stosowanych narzędzi polityki NB. Od stycznia 2012 r. podstawowa stopa procentowa była bowiem sukcesywnie obniżana, przy jednoczesnym wzroście dynamiki podaży pieniądza M0.

Rysunek 9. Zmiany wskaźnika cen hurtowych (2015 = 100) w pierwszym cyklu koniunkturalnym



Strzałki rozgraniczają wyodrębnione fazy pierwszego zidentyfikowanego cyklu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Statistisk sentralbyrå].

Podsumowanie zmian wskaźników cen dla wyodrębnionych sektorów przedstawiono w tabeli 1.

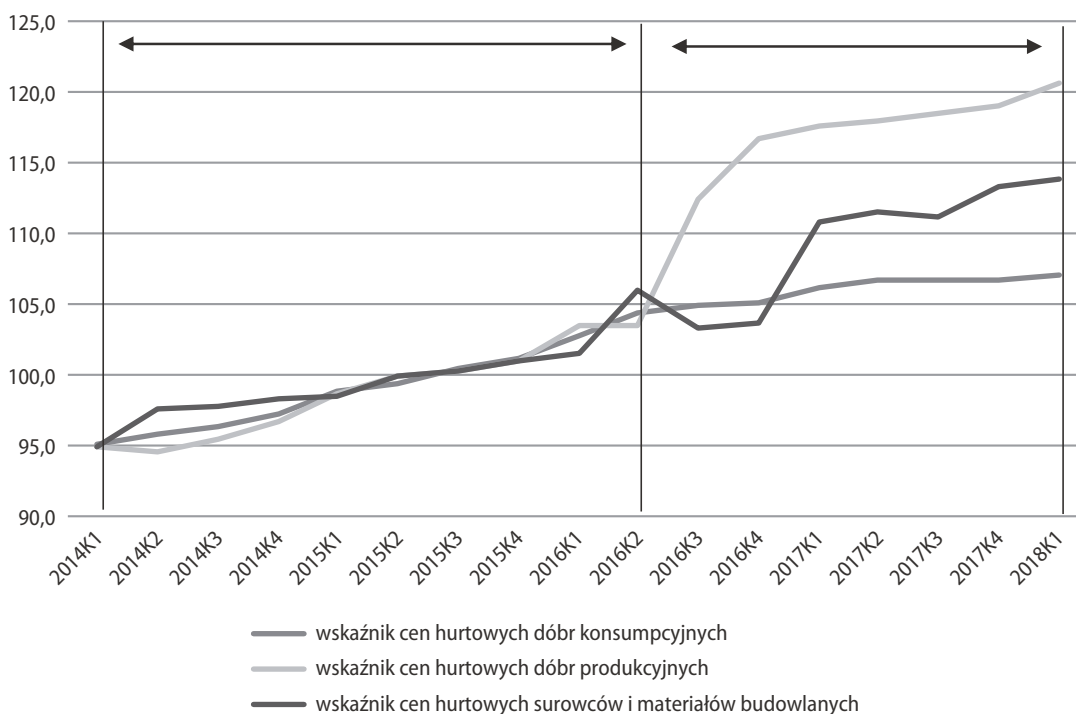
Tabela 1. Zmiana poziomów cen w pierwszym zidentyfikowanym cyklu koniunkturalnym

Faza	Początek	Koniec	Zmiana poziomu cen (w p.p.)		
			Ceny materiałów budowlanych i in.	Ceny dóbr kapitałowych	Ceny dóbr konsumpcyjnych
I	2006 K4	2008 K3	10,5	4,3	1,5
II	2007 K4	2009 K4	2,3	6,7	4,5
III	2010 K1		7,1	6,8	6,4
IV		2013 K4			

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Statistisk sentralbyrå].

W badanym okresie można zidentyfikować jeszcze jeden cykl koniunkturalny według ASE, który rozpoczął się w I kwartale 2014 r. (rysunek 10).

Rysunek 10. Zmiany wskaźnika cen hurtowych (2015 = 100) w drugim cyklu koniunkturalnym



Strzałki rozgraniczają wyodrębnione fazy drugiego zidentyfikowanego cyklu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Statistisk sentralbyrå].

W okresie od I kwartału 2014 r. do II kwartału 2016 r. ceny hurtowe materiałów budowlanych rosły bardziej niż ceny pozostałych dóbr, co świadczy o I fazie cyklu koniunkturalnego

według ASE. W kolejnym okresie, od II kwartału 2016 r. do I kwartału 2018 r. znacznie wzrosły ceny hurtowe dóbr produkcyjnych, przez co wyprzedzały ceny surowców i dóbr konsumpcyjnych. Świadczyło to o wejściu gospodarki Norwegii w II fazę cyklu koniunkturalnego według ASE, zwiastowało jednocześnie nadejście recesji. Podsumowanie zmian poziomów cen pokazano w tabeli 2.

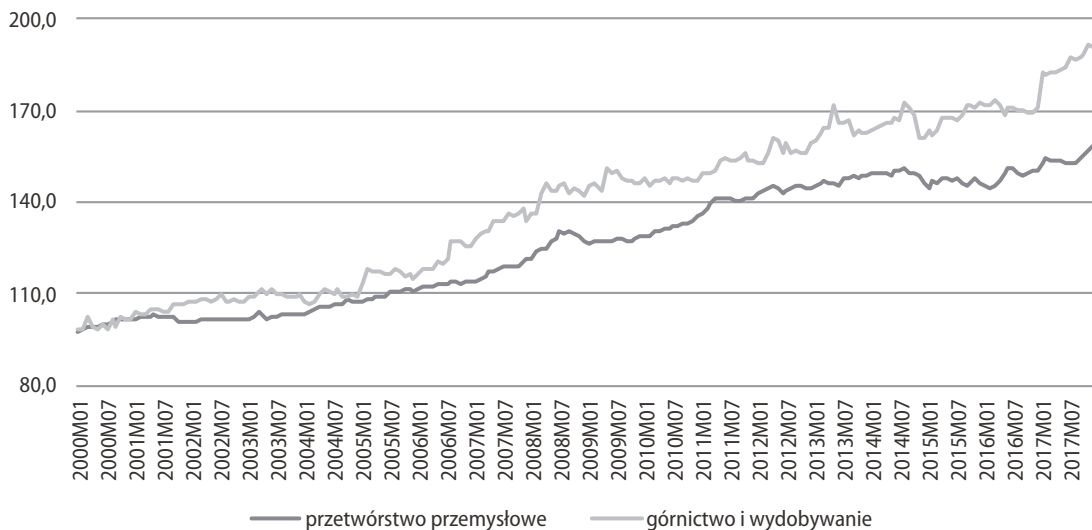
Tabela 2. Zmiana poziomów cen w drugim zidentyfikowanym cyklu koniunkturalnym

Faza	Początek	Koniec	Zmiana poziomu cen (w p.p.)		
			Ceny materiałów budowlanych i in.	Ceny dóbr kapitałowych	Ceny dóbr konsumpcyjnych
I	2014 K1	2016 K2	11,0	8,5	9,3
II	2016 K2	2018 K1	7,9	17,2	2,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Statistisk sentralbyrå].

Należy rozważyć jeszcze zmiany wskaźnika PPI, który pokaże różnicę cen producentów przetwórstwa przemysłowego oraz górnictwa i wydobywania (rysunek 11).

Rysunek 11. Zmiany wskaźnika PPI w przetwórstwie przemysłowym oraz górnictwie i wydobywaniu (2000 = 100)



Źródło: [Statistisk sentralbyrå].

Analizując wykres można zaobserwować, że największa rozpiętość cen jest widoczna od drugiej połowy 2006 r. do pierwszej połowy 2011 r. Począwszy od drugiej połowy 2011 r. do połowy 2013 r. można zaobserwować zbliżenie się obu tych wskaźników, a kolejne ich rozwarstwienie następuje od drugiej połowy 2013 r., co widoczne jest szczególnie od połowy 2017 r. Podsumowanie zmian wskaźnika PPI zawarto w tabeli 3.

Tabela 3. Zmiany wskaźnika PPI

Cykl	Sektor górniczy i kopalnictwo			Sektor przetwórczy			Różnica (D–A)	Przedział czasowy
	Minimum (A)	Maksimum (B)	B–A	Minimum (C)	Maksimum (D)	D–C		
I	113,5	130,3	16,8	125,3	146,5	21,2	33,0	2006 K4–2008 K3
	119,3	128,3	9,0	134,1	151,3	17,2	32,0	2007 K4–2009 K4
	128,0	149,0	21,0	145,4	171,8	26,4	43,8	2009 K4–2013 K4
II	144,6	151,4	6,8	161,0	172,1	11,1	27,5	2014 K1–2016 K2
	147,0	151,8	4,8	168,7	191,3	22,6	44,3	2016 K2–2018 K1

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Statistisk sentralbyrå].

Drugi z wyodrębnionych cykli koniunkturalnych jeszcze się nie zakończył. Gospodarka znajduje się obecnie w drugiej fazie cyklu, ale wszystko wskazuje na to, że w przyszłości przejdzie do fazy trzeciej, chyba że NB ponownie spróbuje nakręcić koniunkturę. Jednak w przypadku tego cyklu (przeciwie do pierwszego wyodrębnionego), NB będzie miał do dyspozycji jedynie zwiększenie podaży pieniądza M0, gdyż stopa procentowa znajduje się na stosunkowo niskim poziomie.

## 5. Podsumowanie

Zgodnie z klasyczną definicją recesji, Norwegia została nią dotknięta w 2009 r., o czym świadczą trzy kwartały z rzędu, w których odnotowana została ujemna dynamika PKB. W omawianym horyzoncie czasowym (lata 2006–2018) można zidentyfikować obecność dwóch cykli koniunkturalnych według ASE. Faza I pierwszego ze zidentyfikowanych cykli rozpoczęła się w IV kwartale 2006 r. i trwała do III kwartału 2008 r. Fazę II cyklu można było zidentyfikować w okresie od IV kwartału 2007 r. do IV kwartału 2009 r., o czym świadczy wzrost cen dóbr konsumpcyjnych. Faza III rozpoczęła się w I kwartale 2010 r., jednak nie jest możliwe ustalenie, kiedy rozpoczęła się faza IV. NB skorzystał w tym czasie z mechanizmów opóźniających wystąpienie kryzysu – emitował agregat pieniężny M0 oraz zmniejszał stopę procentową. W drugim wyodrębnionym cyklu koniunkturalnym fazę I można zidentyfikować w okresie od I kwartału 2014 r. do II kwartału 2016 r. Faza II trwała od II kwartału 2016 r. do I kwartału 2018 r. Co istotne, w przypadku pierwszego zidentyfikowanego cyklu koniunkturalnego, NB mógł posłużyć się narzędziami opóźniającymi wystąpienie kryzysu, które jednocześnie spowodowały, że kryzys nie był tak dotkliwy. Ekspansywna polityka pieniężna NB nie pozwoliła gospodarce dokonać korekty właściwej recesji. W przypadku recesji, która może w najbliższym czasie zagrozić Norwegii, NB nie ma możliwości znacznego zmniejszenia stopy procentowej, gdyż ta znajduje się na stosunkowo niskim poziomie (w 2017 r. stopa procentowa wynosiła 0,5). Instrumentem, który będzie mógł wykorzystywać NB, pozostaje więc emisja pieniądza M0.

Przeanalizowanie cyklu koniunkturalnego według austriackiej szkoły ekonomii pozwala stwierdzić, że za przejście gospodarki w fazę kryzysu i depresji odpowiada wcześniejsza nadmierna ekspansja kredytowa banków (zarówno banku centralnego, jak i banków komercyjnych)<sup>3</sup>. Metodą zaradczą mogłoby być w tym wypadku wcześniejsze ograniczenie ekspansji kredytowej banków. Hipotetycznym rozwiązaniem jest powrót do wymogu stuprocentowej rezerwy. Zabieg ten pozwoliłby wyeliminować kreowanie piramidy depozytowej przez banki. Przedsiębiorcy nie otrzymywaliby natomiast mylnych sygnałów pochodzących z rynku fundusów pożyczkowych, co uchroniłoby ich przed rozpoczynaniem tylko pozornie rentownych inwestycji.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Hayek F.A. [2014], *Pieniądz i kryzysy. Dzieła wybrane*, t. 1, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa.
2. Huerta de Soto J. [2010], *Szkoła austriacka. Ład rynkowy, wolna wymiana i przedsiębiorczość*, Fijor Publishing, Warszawa.
3. Huerta de Soto J. [2011], *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa.
4. Mises L. [1980], *The Theory of Money and Credit*, Liberty Fund, Indianapolis.
5. Mises L. [2011], *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa.
6. Robbins L. [1934], *The Great Depression*, McMillan, London.
7. Rothbard M.N. [2008], *Ekonomia wolnego rynku*, t. 3, Fijor Publishing, Warszawa.
8. Rothbard M.N. [2010], *Wielki kryzys w Ameryce*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa.
9. Skousen M. [2011], *Struktura produkcji. Giełda, kapitał, konsumpcja*, Fijor Publishing, Warszawa.

### Materiały internetowe

1. Bank Światowy, <http://databank.worldbank.org/data/source/world-development-indicators>, dostęp 30.05.2018.
2. FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>, dostęp 31.05.2018.
3. OECD, <https://stats.oecd.org/>, dostęp 20.05.2018.
4. Statistisk sentralbyrå, <https://www.ssb.no/en/statbank>, dostęp 10.05.2018.

---

<sup>3</sup> Do podobnych konkluzji dochodzi M.N. Rothbard [2010], analizując przyczyny i przebieg wielkiego kryzysu w USA w latach 1929–1933.

---

## Business Cycle in Norway in 2006–2018: Interpretation of the Austrian School of Economics

---

### Summary

Norway is a country which successfully managed to escape the 2007–2008 economic crisis. The combination of changes to the interest rates and M0 aggregate put in place by the Norway's Central Bank helped the country in delaying the downturn (in Norway crisis began in 2009) and reduce its depth. The selection of the above mentioned tools has determined the application of the Austrian business cycle theory to identify business cycle phases in the Norwegian economy.

Based on statistical data one full business cycle has been distinguished (running from Q4 2006 until Q4 2013) together with two phases of the subsequent cycle (from Q1 2014 until Q1 2018). While during the first full cycle the Norway's central bank was able to impact the economic situation by manipulating the exchange rate and M0 aggregate, during the on-going cycle the only tool that could be effective has been the adjustment of the monetary base.

**Keywords:** business cycle, Austrian school of economics, Norway

---