

Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego i globalny kryzys finansowy: wyznania ekonomisty głównego nurtu

Autor: Jerry H. Tempelman

Źródło: [The Quarterly Journal of Austrian Economics](#)

Tłumaczenie: Paweł Rusiecki

STRESZCZENIE: Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego może rościć sobie prawo do bycia najbardziej wiarygodnym wyjaśnieniem ostatniego globalnego kryzysu finansowego i ekonomicznego. Wielu ekonomistów głównego nurtu zaczęło analizować kryzys — prawdopodobnie nieświadomie — używając terminologii jakby żywcem wyjętej z teorii fluktuacji gospodarczych Misesa, Hayeka i Garrisona. Nawet zaawansowane badania ekonomiczne dźwigni finansowej i płynności konceptualnie dają niewiele więcej niż opracowanie zarysu austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego.

Milton Friedman zwykł mawiać, że nie ma czegoś takiego, jak ekonomia austriacka, chicagowska czy też keynesowska. Zamiast tego — zwracał uwagę — istnieje tylko dobra i zła ekonomia (Vaughn 1994, s. 105). Tym, co czyni teorię ekonomiczną dobrą — argumentował Friedman — jest empiryczne dopasowanie przewidywań, które generuje. Odrzucił austriacką teorię cyklu koniunkturalnego, ponieważ nie uważał jej za wierne wyjaśnienie recesji gospodarczych, które wystąpiły w rzeczywistości (Friedman 1993).

Nie wszyscy ekonomiści zgadzają się z kryteriami Friedmana dotyczącymi zasadności teorii ekonomicznej — w rzeczy samej, wielu Austriaków ma inne zdanie na ten temat. Mimo to, można się zastanawiać, czy Friedman, który zmarł w listopadzie 2006, krótko przed początkiem ostatniego globalnego kryzysu finansowego, nie zmieniłby — w świetle tego właśnie kryzysu — opinii o trafności austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego.

Ekonomista głównego nurtu rozumie austriacką teorię cyklu koniunkturalnego mniej więcej tak: ekspansja gospodarcza jest zrównoważona, jeśli jest rezultatem zwiększonych inwestycji opartych na zwiększonych

oszczędnościach. Zaś boom gospodarczy, który jest wyłącznie rezultatem ekspansji kredytowej, nie jest zrównoważony¹. Gdy kredyt kreowany przez władze monetarne przewyższa strukturalną stopę oszczędności społeczeństwa, pośrednicy finansowi pożyczają pieniądze po stopach procentowych niższych niż stopa, przy której podaź i popyt oczyszczają rynek funduszy pożyczkowych. W rezultacie informacja zawarta w cenach rynkowych (wliczając w to stopy procentowe) jest zniekształcona i przez to powoduje złe ulokowanie kapitału w gospodarce. Produkowanych jest w szczególności zbyt dużo dóbr kapitałowych (kosztem dóbr konsumpcyjnych) w porównaniu z preferencjami konsumentów. W końcu, gdy brak popytu na dobra kapitałowe staje się oczywisty, możliwości produkcyjne stają w miejscu, a boom, który był napędzany przez ekspansję kredytową, przechodzi w kryzys. Stąd ekspansja kredytowa podczas recesji nie przyniesie zrównoważonego rozwoju, lecz jedynie odsunie go w czasie, ponieważ powoduje opóźnienie w dopasowaniu strukturalnym, takim jak bankructwa firm czy inne przykłady eliminacji nieproduktywnego użycia kapitału, które musi mieć miejsce, by przynieść zrównoważoną ekspansję gospodarczą.

Posiadając wiedzę o tym, co się wydarzyło, poprzedni akapit może wyglądać jak zwiędła historia gospodarki ostatnich lat. Ekspansja z lat 2002-2007 odznaczała się przystosowaniem monetarnym i boorem w sektorze nieruchomości. Boom okazał się niezrównoważony i poprzedził spektakularne załamanie na rynkach finansowych, jak i w całej gospodarce.

Przewidywania Austriaków i innych zainspirowanych nimi ekonomistów, takich jak William R. White — doradca ekonomiczny i szef departamentu monetarnego i ekonomicznego Banku Rozrachunków Międzynarodowych (od maja 1995 do czerwca 2008) — były niesamowite nie tylko ze względu na ich trafność, ale również dokładność. Niedługo przed nadejściem kryzysu White (2006, s. 1) wskazał, że „niezwykle łagodna polityka monetarna może prowadzić do skumulowania w czasie poważnych odchyień od norm historycznych — niezależnie od tego, czy rozpatrywane będą w terminach wysokości długów, poziomu oszczędności, cen aktywów czy innych wskaźników tzw. nierównowagi”. By być uczciwym, kryzys mniej więcej w takiej formie przewidzieli także ekonomiści nie-austriaccy, tacy jak Nouriel Roubini i Stephen Roach. Jednak ich przewidywania skupiały się raczej wokół braku makroekonomicznej równowagi ilustrowanej przez wskaźniki, takie jak deficyt na rachunku bieżącym lub dług publiczny. Z drugiej strony, White i inni Austriacy wykazali się większą precyzją,

gdyż spodzielali się początku kryzysu w pęknięciu bańki spekulacyjnej, w tym wypadku bańki na rynku nieruchomości.

Na przykład w sierpniu 2003, podczas swojego wystąpienia na corocznym sympozjum ekonomicznym Banku Rezerwy Federalnej Kansas City w Jackson Hole, w stanie Wyoming, White argumentował, że: „niezwykle wzrosty cen nieruchomości podczas obecnego spowolnienia mogą być związane ze znacznym złagodzeniem polityki monetarnej podjętym przez banki centralne. (...) [To] spowodowało dalszy wzrost zadłużenia w sektorze nieruchomości w wielu krajach, podnosząc ryzyko niewypłacalności, zwłaszcza jeśli ceny domów miałyby się osłabić. Ostatecznie, jeśli dojdzie do najgorszego scenariusza, banki centralne mogą być zmuszone do uruchomienia polityki zerowych stóp procentowych i uciekną się do mniej tradycyjnych narzędzi, których skuteczność jest mniej pewna” (Borio i White 2003, s. 172,175). Tak jak przewidział White, w grudniu 2008 Bank Rezerw Federalnych obniżył stopę funduszy federalnych do przedziału od 0 do 0,25 procent. FED podjął także mniej konwencjonalne działania, pomagając wybranym sektorom rynku kredytów podczas kryzysu i ustalając długoterminowe stopy procentowe poprzez zakup obligacji skarbowych USA w 2009.

Poglądy White'a były w większości ignorowane przez przedstawicieli banków centralnych, gdy głosił je przed kryzysem, były one wtedy często atakowane jako stojące w opozycji do przekonań szefa Rezerwy Federalnej Alana Greenspana. Wtedy Greenspan był wielbiony za to, że rozpoznał znaczny wzrost produktywności gospodarki w połowie lat 90. W konsekwencji, Rezerwa Federalna nie podniosła stóp procentowych tak, jak zrobiłaby to wcześniej. Uważano, że właśnie to pozwoliło ekspansji z lat 90. utrzymać się i stać się najdłuższą od ponad wieku. Twierdzono, że wcześniejsze zaostrzenie polityki monetarnej sprawiłoby, iż recesja pojawiłaby się szybciej niż w 2001 roku.

Jednak dostosowanie polityki monetarnej w latach 90. nie obyło się bez konsekwencji i wśród pochwał, jakimi zasypywano Greenspana, dało się słyszeć również nieco krytyki. Na przykład latem 2002 r., gdy gospodarka nadal przeżywała następstwa recesji z 2001 r., w "Barron'sie" William C. Dudley — wtedy główny ekonomista banku inwestycyjnego Goldman Sachs — przypisał bańkę na rynku akcji pod koniec lat 90. ówczesnej polityce niskich stóp procentowych FED-u:

W mojej opinii, władze monetarne powinny były zacieśnić swoją politykę wcześniej i bardziej stanowczo w latach 1996–1999. Surowsza polityka monetarna mogła pomóc powstrzymać boom inwestycyjny zanim stał się tak intensywny. W konsekwencji niskowa tendencja gospodarki, która nastąpiła po końcu boomu, mogłaby wtedy nie być tak silna. Co więcej, alokacja kapitału mogłaby się poprawić. Koniec końców, posiadając dzisiejszą wiedzę, jest dość oczywiste, że miliardy dolarów zainwestowane w takich sektorach jak np. telekomunikacyjny zostały zmarnowane.

Dudley jest dziś prezesem Banku Rezerw Federalnych Nowego Jorku i wiceszefem Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FKOR). Nie jest zwykle uważany za jastrzębia, zwolennika bardzo stabilnego pieniądza, ale Austriak nie znalazłby wielu punktów w jego analizie, z którymi by się nie zgodził.

We wrześniu 2002, badanie w „The Economist” powtórzyło ocenę Dudley'a: „bez łatwego kredytu bańka na rynku akcji nie mogłaby utrzymać się tak długo, ani jej pęknięcie nie mogłoby mieć tak poważnych konsekwencji. I dopóki pracownicy banków centralnych nie odrobiją tej lekcji, dopóty będzie się to dalej zdarzać” (Woodall 2002). „The Economist” jasno pochwalił austriacką teorię cyklu koniunkturalnego: „Ostatnie cykle koniunkturalne w Ameryce i Japonii ukazały wiele cech charakterystycznych dla teorii Austriaków” (Ibidem).

Cztery lata później „The Economist” zacytował nawet Ludwiga von Misesa, wskazując, że zbyt ekspansywna polityka monetarna FED-u, która nastąpiła po recesji z 2001 roku, nie była pozbawiona długoterminowych konsekwencji: „Słowa Ludwiga von Misesa, ekonomisty austriackiego z początku XX wieku, dobrze podsumowują iluzję takich działań: «czasem dla człowieka może być wskazane, aby ogrzał piec swoimi meblami. Ale nie powinien się oszukiwać, wierząc, że odkrył nową, wspaniałą metodę ogrzewania swojej posiadłości»”². Rok później, latem 2007, te długoterminowe konsekwencje stały się widoczne dla każdego.

Z powodu kryzysu reputacja Greenspana znacznie spadła, podczas gdy White'a znacznie wzrosła³. Mniemanie, że dobra koniunktura późnych lat ery Greenspana była następstwem baniek jest obecnie powszechnie podzielanym poglądem nawet wśród wielu nie-austriackich ekonomistów. Szczególnie warta wzmianki jest opinia keynesisty par excellence — Paula Krugmana — który

odrzucał austriacką teorię cyklu koniunkturalnego jako „teorię kaca” (Krugman 1998), a następnie stwierdził, że „zdolność FED-u do kierowania gospodarką wynika głównie z jego mocy kreowania boomów i załamania na rynku nieruchomości” (Krugman 2005).

Strona redakcyjna „Wall Street Journal”, której ideologicznie nie jest po drodze z panem Krugmanem, użyła później określenia „kac” w artykule wstępnym w roku 2006:

Po przyjęciu czasami przychodzi kac, który odczuwa właśnie większość kraju, podczas gdy rynek nieruchomości wraca z powrotem na ziemię po kilku latach nadzwyczajnej lewitacji. (...) To jest rynek nieruchomości zbudowany przez Rezerwę Federalną. Można powiedzieć, że obecny spadek sprzedaży, liczby nowych konstrukcji i cen jest następstwem zdumiewającego i niezrównoważonego boomu na rynku nieruchomości, który zaczął się w 2002 roku. (...) Błędem FED-u było utrzymywanie tak długo tak luźnej polityki. (...) Jedynym rezultatem jest inflacja cenowa nieruchomości⁴.

Kac czy nie, wielu ekonomistów austriackich zgodziłoby się, że Krugman i redaktor „Wall Street Journal” dość trafnie ocenili działania FED-u dotyczące polityki monetarnej po recesji z 2001 roku.

Nie jest łatwo jednoznacznie wykazać, że niska stopa funduszy federalnych z roku 2003 i kolejnych jest rzeczywiście tym, co wywołało boom na rynku nieruchomości. Stopy procentowe kredytów hipotecznych finansujących zakupy domów są zwykle bliższe rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych USA, dla których Rezerwa Federalna ani nie ustalała wartości docelowej, ani jej nie kontrolowała. W latach 2003-2004, gdy Rezerwa Federalna obniżyła stopę funduszy federalnych aż do 1%, rentowność obligacji dziesięcioletnich, jednoroczna stopa zmienna, jak i trzydziestoletnia stopa kredytów hipotecznych wcale nie spadły tak drastycznie. Prawdopodobnie również inne czynniki miały wpływ na kryzys, jednak zbieg niskiej stopy funduszy federalnych z początkiem bańki na rynku nieruchomości wiosną 2003 roku — na przykład w Las Vegas, gdzie boom i załamanie na rynku nieruchomości było najgłośniejsze — jest warty uwagi.

Nawet kilku ekonomistów głównego nurtu, używając różnych metod badawczych, doszło do wniosku, że luźna polityka monetarna, którą FED prowadził po recesji z 2001 roku, spowodowała albo przynajmniej miała decydujący wpływ na późniejszy boom na rynku nieruchomości. Taylor (2007) twierdzi, że od 2002 do 2005 roku polityka monetarna USA była znacznie bardziej ekspansywna, niż wymagałoby to podejście oparte wyłącznie na interpretacji inflacji i danych wyjściowych. Zestawiając historyczne ceny domów ze stopami procentowymi, odkrył, że ceny te w okresie 2003-2006 były znacznie wyższe, niż mogłyby być, gdyby FED prowadził po recesji z 2001 roku bardziej restrykcyjną politykę monetarną. Jarociński i Smets (2008) estymując stan gospodarki USA (wliczając do niej sektor nieruchomości) za pomocą modelu wektorowej autoregresji Bayesa wywnioskowali, że istnieje:

dowód na to, że polityka monetarna wywiera znaczny wpływ na inwestycje w nieruchomości i na ceny domów oraz że ekspansywna polityka monetarna zaprojektowana do powstrzymania zauważalnego ryzyka deflacji w latach 2002-2004 przyczyniła się do boomu na rynku nieruchomości w latach 2004 i 2005 (s. 362).

Smithers (2009) za pojawienie się kryzysu finansowego obwinia „działania niekompetentnych pracowników banków centralnych, którzy dostarczali nadmiernej płynności, na której tworzyły się bańki spekulacyjne i związane z nimi absurdy” (s. 3). To dlatego, że „stopy procentowe oddziałują na ceny aktywów, a ponieważ ceny aktywów oddziałują na gospodarkę, to polityka stóp procentowych jest głównym mechanizmem transmisji, za pomocą którego banki centralne wpływają na popyt w realnej gospodarce” (s. 5). Vogel (2010) stwierdza, że „dźwignie polityki stóp procentowych, takich jak stopy funduszy FED-u, zdają się mieć jakiś efekt na powstawanie i rozwój baniek”. Proces ten przebiega mniej więcej tak: „kreacja kredytu bankowego zaczyna się obniżeniem niepożyczonych rezerw, które następnie pracują dla wzrostu pożyczek biznesowych i/lub konsumpcyjnych. Jednak, kiedy taka pożyczka przewyższa to, co może być łatwo wchłonięte, nadmiar przelewa się w formie zbyt dużego popytu na akcje i/lub inne aktywa, dla których działa efekt dźwigni, wliczając w to nieruchomości i towary” (s. 224).

Najnowsze badania ekonomii głównego nurtu

Dziś ekonomiści związani i niezwiązani z Rezerwą Federalną zgodnie wskazują na FED jako głównego sprawcę dwóch największych nieszczęść gospodarczych ostatniego stulecia: wielkiego kryzysu lat trzydziestych, gdy — według teorii głównego nurtu — polityka monetarna była zbyt restrykcyjna (Friedman i Schwartz 1963, Bernanke 2002, Meltzer 2003) i wielkiej inflacji lat siedemdziesiątych, gdy była ona zbyt ekspansywna (Meltzer 2009). Jest zbyt wcześnie, by to rozstrzygać, ale pogląd, że ekspansywna polityka monetarna FED-u, która nastąpiła po recesji z 2001 roku, była główną przyczyną lub głównym czynnikiem powodującym bańkę na rynku nieruchomości, której pęknięcie pociągnęło za sobą szerszy kryzys finansowy i ekonomiczny, staje się coraz bardziej rozpowszechniony, nawet wśród nie-austriackich ekonomistów⁵.

Jednak nawet najbardziej zaawansowane badania ekonomiczne, takie jak te w obszarze dźwigni i płynności finansowej, konceptualnie dają niewiele więcej niż opracowanie zarysu austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego. Na przykład, ekonomiści głównego nurtu zaczęli dostrzegać związki między polityką monetarną i dźwignią finansową czy długiem. Dudley, prezes FED-u w Nowym Jorku (2009), zauważył ostatnio, iż „możemy dostrzec wzrost liczby publikacji i zainteresowania tematyką powiązania polityki monetarnej z dźwignią finansową”. Dudley cytował badania Tobiasa Adriana i Hyun Song Shin (2009), którzy wyróżniają coś, co nazywają kanałem ponoszącym ryzyko polityki monetarnej, i wskazują, że krótkoterminowe stopy procentowe — główne narzędzie polityki monetarnej FED-u — są ważnym czynnikiem wpływającym na stopień wykorzystywania dźwigni finansowej przez pośredników finansowych. Według niedawnego artykułu „Wall Street Journal”, „[Przewodniczący Rezerwy Federalnej] Ben Bernanke naśladował ściśle pracę Adriana” (Hilsenrath 2009). Wysiłek podjęcia tych badań powinien być nagrodzony oklaskami, jednak powiązania między nadmiernie rozluźnioną polityką monetarną a przesadnym stosowaniem dźwigni finansowej, niewystarczającymi oszczędnościami oraz nie zrównoważonymi cenami aktywów są oczywiście główną częścią austriackiego wyjaśnienia cykli koniunkturalnych.

Podobnie badania, które wskazują, że płynność rynku aktywów (tzn. łatwość, z którą aktywa są kupowane i sprzedawane) i płynność finansowania uczestników rynku (tzn. łatwość, z jaką agenci rynkowi mogą otrzymywać fundusze) są powiązane i wzajemnie się wzmacniają (Brunnermeier i Pedersen

2009), faktycznie nie są niczym więcej niż potwierdzeniem teorii Austriaków. Ekonomista Markus K. Brunnermeier podkreślał w niedawnym wywiadzie, że „makroekonomia się zmieni. (...) Jej modele zignorowały główne przyczyny kryzysu. To, co się teraz stanie, będzie złączeniem się teorii makroekonomicznej i obszaru targ finansowych, co pozwoli powstać nowej ekonomii” (Adler 2009, s. 25). Cóż, niech będzie, jednak integracja mikro, makro i finansów w spójną całość od dawna jest charakterystyczną cechą ekonomii austriackiej.

Nawet tak zwane behawioralne wyjaśnienie cykli koniunkturalnych, w tym ostatniego kryzysu finansowego (np. Shiller 2008), może być uznane raczej za dopełniające austriacką teorię cyklu koniunkturalnego, a nie z nią sprzeczne. Niemniej analogia trzęsienia ziemi w San Francisco w 1906 roku, poczyniona przez Rogera Garrisona (1996, s. 16), ma tu zastosowanie. Podczas tej katastrofy więcej zniszczenia uczynił ogień następujący po trzęsieniu ziemi niż samo trzęsienie. Jednakże pożary były co najwyżej „zjawiskiem wtórnym”, które prawdopodobnie nie wystąpiłoby, gdyby nie trzęsienie. Według mainstreamowych badań ekonomicznych bańki charakteryzują się wzrostem wolumenu transakcji, zwłaszcza dokonywanych przez niedoświadczonych inwestorów indywidualnych (Greenwood i Nagel 2008). Nieprofesjoniści nie wchodzi na rynek tylko dlatego, że koszty finansowania są niskie. Wchodzi na rynek, ponieważ są pod wrażeniem, że robienie pieniędzy jest łatwe. A są pod takim wrażeniem, ponieważ profesjonaliści zarabiali pieniądze w sposób, który wygląda na łatwy. Profesjonalni gracze byli w stanie szybko się wzbogacić ze względu na niski koszt finansowania, który pozwolił na wysokie lewarowanie finansowe. Tak więc ciąg przyczynowy zaczynający się od ekspansywnej polityki monetarnej, przechodzi do niskiego kosztu finansowania, następnie do wzrostu dźwigni finansowej używanej przez profesjonalnych inwestorów, którzy kupują aktywa i generują w ten sposób zyski a później są naśladowani przez nieprofesjonalnych inwestorów, którzy nie mają umiejętności racjonalnego wycenienia aktywów i wskutek tego podbijają ceny aktywów do niebotycznego poziomu.

Lekcje odrobione, lekcje do odrobienia

Istnieją pewne pozytywne znaki świadczące o tym, że urzędnicy Rezerwy Federalnej uczą się z doświadczeń ostatniego kryzysu. Obecni i dawni członkowie FKOR-u przyznali, że zbyt długo po recesji gospodarczej z 2001 roku utrzymywali ekspansywną politykę monetarną. W wywiadzie udzielonym w maju 2009 dla

programu Charlie Rose Show w stacji PBS, były wiceprzewodniczący FKOR-u — Timothy F. Geithner — przyznał, że „polityka monetarna na świecie była zbyt łagodna przez zbyt długi okres czasu”⁶. Prezes FED-u w Dallas — Richard W. Fisher — powiedział (2006), że z powodu mało precyzyjnych danych dotyczących inflacji, „prawdziwa stopa funduszy FED-u okazała się niższa, niż uważano za stosowne w tym czasie i była utrzymywana zbyt długo na tym niskim poziomie”. Trzeba oddać członkom FKOR-u to, że stali się świadomi potencjalnych niebezpieczeństw utrzymywania ultraniskiej stopy funduszy federalnych przez długi okres. Według protokołu ze spotkania FKOR-u w listopadzie 2009 r. (str. 9), „członkowie dostrzegli możliwość wystąpienia negatywnych skutków z utrzymywania bardzo niskich krótkoterminowych stóp procentowych przez długi okres, wliczając w to możliwość, że takie stanowisko polityczne może prowadzić do nadmiernego przyjmowania ryzyka na rynkach finansowych lub niezakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych”.

W dodatku wydaje się, że kryzys finansowy uczynił urzędników FED-u bardziej skorych do ponownego rozważenia podtrzymywanych wcześniej przekonań, na przykład odnośnie tego, czy Rezerwa Federalna powinna zajmować się nie tylko inflacją cen dóbr konsumpcyjnych, ale również cenami aktywów inwestycyjnych. Tego typu poglądy są nie do przyjęcia dla ekonomistów austriackich o libertariańskich poglądach, którzy nigdy nie zaaprobuje komitetu dwunastu lub mniej ludzi — nie ważne jak uzdolnionych, jak świetnie wyposażonych, z jak dobrymi intencjami, jak bardzo zróżnicowanych politycznie — którzy ustalają, jakie mają być ceny aktywów. Zwykle bank centralny próbuje analizować różne ekonomiczne i finansowe wskaźniki, by poznać nie tylko wysokość inflacji i bezrobocia, lecz również trend niespłaconych kredytów w celu oszacowania, czy polityka monetarna nie jest przypadkiem zbyt restrykcyjna lub ekspansywna. Zupełnie inną jednak sprawą jest umiejętność rozpoznawania i tłumienia baniek spekulacyjnych.

Bardziej użyteczna koncepcja, która cieszy się rosnącą popularnością, mówi o symetrycznym stosowaniu polityki monetarnej. Według niej w czasie ekspansji bank centralny powinien podnosić stopy procentowe do poziomu nie niższego niż ten, który obowiązywał przed ostatnią recesją (White 2006 s. 15, Cooper 2008 s. 35-36). Austriacy proponują nawet bardziej drastyczne zmiany w reżimie monetarnym, takie jak całkowitą likwidację banków centralnych, wprowadzenie standardu złota, systemu wolnej bankowości i konkurencji walut.

Ekonomiści głównego nurtu od dawna sprzeciwiali się tym propozycjom, głównie odwołując się do tzw. nieefektywności rynku. Jednak mimo wszystko w obliczu trwającego kryzysu alternatywy te zostały zbyt pochopnie odrzucone, podobnie jak kiedyś odrzucona została austriacka teoria cyklu koniunkturalnego. Biorąc pod uwagę jej precyzyjność w przewidzeniu i wyjaśnieniu ostatniego kryzysu, pomysły zmian w regulacjach monetarnych zasługują na głębsze przemyślenie niż dotychczas.

¹ Ten punkt wyjściowy jest przeszkodą dla niektórych nie-Austriaków, ale można go zrozumieć intuicyjnie, jeśli zdamy sobie sprawę, że chociaż w krótkim okresie czyjaś siła nabywcza może być ograniczona przez jego limit kredytowy, to w długim okresie jest ona ograniczona przez wysokość wypłaty.

² "Danger time for America", „The Economist”, 14 czerwca 2006, s. 15. Cytat za Misesem (1998 [1949], str. 650).

³ Doskonały artykuł o White'cie napisali Balzli i Schiessl (2009).

⁴ „The House the Fed Built”, „Wall Street Journal”, 25 sierpnia 2006, s. A14.

⁵ Ekonomista z Uniwersytetu w Stanford, John B. Taylor, początkowo zaproponował swoją teorię w sierpniu 2007, w Jackson Hole w stanie Wyoming, na sympozjum banku federalnego Kansas City (Taylor 2007). Szef Rezerwy Federalnej Ben S. Bernanke odpowiedział na argumenty Taylora w przemówieniu w styczniu 2010 r. na corocznym spotkaniu American Economic Association (Bernanke 2010), ale w sondażu przeprowadzonym przez „Wall Street Journal” krótko po tej przemowie, 42 ekonomistów Wall Street i innych przychyliło się do argumentów Taylora, podczas gdy tylko 12 stanęło po stronie Bernankego. W konkurencyjnym sondażu członków programu monetarno-ekonomicznego National Bureau of Economic Research 13 członków zgodziło się z argumentami Taylora a 14 z Bernankego (Hilsenrath 2010)

⁶ Dostępne na stronie <http://www.charlieroose.com/view/interview/10278>.

BIBLIOGRAFIA

Adrian, Tobias i Hyun Song Shin. 2009. "Financial Intermediaries and Monetary Economics". Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 398. <http://www.newyorkfed.org> (link aktywny — 29 marca 2010).

Adler, David. 2009. "A Flat Dow for 10 Years? Why It Could Happen." Barron's, 28 grudnia 2009: str. 24–25. <http://online.barrons.com> (link aktywny — 29 marca 2010).

Balzli, Beat i Michaela Schiessl. 2009. "The Man Nobody Wanted to Hear," trans. Christopher Sultan. Spiegel Online, 8 lipca 2009. <http://www.spiegel.de> (link aktywny — 29 marca 2010).

Bernanke, Ben S. 2002. "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday." Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 8 listopada 2002. <http://www.federalreserve.gov> (link aktywny — 29 marca 2010).

—-. 2010. "Monetary Policy and the Housing Bubble." Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 3 stycznia 2010. <http://www.federalreserve.gov> (link aktywny — 29 marca 2010).

Borio, Claudio and William R. White. 2003. "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes." In *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 131–211.

Brunnermeier, Markus K. ai Lasse Heje Pedersen. 2009. "Market Liquidity and Funding Liquidity," *Review of Financial Studies* 22, nr. 6: s. 2201–38.

Cooper, George. 2008. *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*. New York: Vintage.

Dudley, William C. 2002. "Bubble Trouble for the Federal Reserve." *Barron's*, 22 lipiec 2002: 26. <http://online.barrons.com> (link aktywny — 29 marca 2010).

—-. 2009. "Still More Lessons from the Crisis." New York: Federal Reserve Bank of New York, <http://www.newyorkfed.org> (link aktywny — 29 marca 2010).

Fisher, Richard W. 2006. "Confessions of a Data Dependent." Dallas: Federal Reserve Bank of Dallas. <http://dallasfed.org> (link aktywny — 29 marca 2010).

Friedman, Milton. 1953. "The Methodology of Positive Economics." In *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.

—-. 1993. "The 'Plucking Model' of Business Fluctuations Revisited." *Economic Inquiry*, 31, nr. 2: s. 171–77.

Friedman, Milton i Anna Jacobson Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Garrison, Roger W. 1996. "Introduction: The Austrian Theory in Perspective." In *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, s. 7–24.

Greenwood, Robin and Stefan Nagel. 2008. "Inexperienced Investors and Bubbles." NBER Working Paper No. 14111. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.

Hilsenrath, Jon. 2009. "Fed Debates New Role: Bubble Fighter." *Wall Street Journal*, 2 grudnia 2009: A1.

— —. 2010. "Bernanke Challenged on Rates' Role in Bust." *Wall Street Journal*, 13 stycznia 2010: A2.

Jarociński, Marek and Frank R. Smets. 2008. "House Prices and the Stance of Monetary Policy." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 90, nr 4: s. 339–65.

Krugman, Paul. 1998. "The Hangover Theory: Are Recessions the Inevitable Payback for Good Times?" *Slate*, 3 grudnia 1998. <http://www.slate.com> (link aktywny — 29 marca 2010).

— —. 2005. "Running Out of Bubbles." *New York Times*, 27 maja 2005: A23.

Meltzer, Allan H. 2003. *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951*. Chicago: University of Chicago Press.

— —. 2009. *A History of the Federal Reserve, Volume 2: 1951–1986*. Chicago: University of Chicago Press.

Mises, Ludwig von. 1949. *Human Action: A Treatise on Economics*. Scholar's Edition. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1998.

Shiller, Robert J. 2008. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Smithers, Andrew. 2009. *Wall Street Revalued: Imperfect Markets and Inept Central Bankers*. Chichester, West Sussex, United Kingdom: John Wiley & Sons.

Taylor, John B. 2007. "Housing and Monetary Policy." In *Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 463–76.

Vaughn, Karen I. 1994. *Austrian Economics in America: The Migration of a Tradition*. Cambridge: Cambridge University Press.

Vogel, Harold L. 2010. *Financial Market Bubbles and Crashes*. New York: Cambridge University Press.

White, William R. 2006. "Is Price Stability Enough?" In *BIS Working Papers No. 205*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org> (link aktywny – 29 marca 2010).

Woodall, Pam. 2002. "The Unfinished Recession: A Survey of the World Economy." *The Economist*, 28 wrzesień 2002: s. 3–28.