

Wydział Gospodarki Międzynarodowej



UNIwersytet Ekonomiczny  
w Poznaniu

**Adam Arent**

**Analiza kryzysów finansowych w Stanach Zjednoczonych z  
1837 i 1907 roku na podstawie austriackiej teorii pieniądza,  
kredytu i cykli koniunkturalnych**

**The analysis of financial crises in the United States in 1837 and  
1907 based on the Austrian theory of money, credit and  
business cycles**

**Praca licencjacka**

Promotor:

dr Katarzyna Appelt

KIERUNEK: Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze

SPECJALNOŚĆ: Logistyka Międzynarodowa

KATEDRA: Katedra Finansów Międzynarodowych



## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	<b>7</b>
<b>Rozdział I - Austriacka teoria pieniądza i kredytu</b> .....	<b>9</b>
<b>1. Natura i wartość pieniądza</b> .....	<b>9</b>
1.1. Pieniądz jako środek wymiany pośredniej .....	9
1.2. Obiektywna i subiektywna wartość wymienna pieniądza.....	9
1.3. Popyt i podaż pieniądza, a wahania w obiektywnej wartości wymiennej pieniądza .	12
1.4. Regionalne różnice w obiektywnej wartości wymiennej pieniądza.....	16
1.5. Stosunek wymienny pomiędzy innymi rodzajami pieniądza .....	17
1.6. Pieniądz i substytuty pieniądza .....	18
<b>2. Stopa procentowa, kredyt i środki fiducjarne</b> .....	<b>20</b>
2.1. Stopa procentowa .....	20
2.2. Kredyt i bankowość .....	22
2.3. Środki fiducjarne i ich wpływ na wartość pieniądza oraz rynek kredytowy.....	24
2.4. Relacje i wpływ pieniądza na stopę procentową.....	26
<b>Rozdział II - Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego</b> .....	<b>29</b>
<b>1. Podstawowe źródło powstawania wahań koniunkturalnych</b> .....	<b>29</b>
1.1. Pojęcie cyklu koniunkturalnego .....	29
1.2. Zmiany w stosunku popyt-podaż pieniądza jako główne źródło problemów .....	29
1.3. Banki komercyjne jako kreatorzy dodatkowej podaży pieniądza .....	30
1.4. Banki narodowe i centralne jako kreatorzy dodatkowej podaży pieniądza .....	32
1.5. Proces ekspansji kredytowej i inflacji, a ich wpływ na stopę procentową.....	34
1.6. Struktura kapitałowa a wahania w stopie procentowej spowodowane ekspansją kredytową .....	35

1.7. Struktura produkcyjna a wahania w stopie procentowej spowodowane ekspansją kredytową .....	38
<b>2. Przebieg cyklu koniunkturalnego.....</b>	<b>43</b>
<b>Rozdział III – Analiza kryzysów finansowych w Stanach Zjednoczonych z 1837 i 1907 roku .....</b>	<b>48</b>
<b>1. Kryzys z 1837 roku .....</b>	<b>48</b>
1.1. Wprowadzenie.....	48
1.2. Analiza podłoża kryzysu z 1837 roku .....	50
1.2.1. Analiza podaży pieniądza i dynamiki cen.....	50
1.2.2. Ekspansja kredytowa Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych .....	54
1.2.3. Zmiany w podaży kruszcu oraz ich źródła.....	56
1.3. Podsumowanie i wnioski.....	59
<b>2. Kryzys z 1907 roku .....</b>	<b>61</b>
2.1. Wprowadzenie.....	61
2.2. Analiza podłoża kryzysu z 1907 roku .....	65
2.2.1. Analiza podaży pieniądza i dynamiki cen oraz ich odniesienie do aktywności produkcyjnej .....	65
2.2.2. Zmiany w podaży kruszcu oraz ich źródła.....	68
2.2.3. Ekspansja kredytowa systemu banków narodowych i banków stanowych .....	70
2.3. Podsumowanie i wnioski.....	75
<b>Zakończenie .....</b>	<b>78</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>81</b>
<b>Wykaz tabel .....</b>	<b>84</b>
<b>Wykaz rysunków .....</b>	<b>84</b>

## Contents

<b>Introduction .....</b>	<b>7</b>
<b>Chapter I –The Austrian theory of money and credit.....</b>	<b>9</b>
<b>1. The nature and value of money .....</b>	<b>9</b>
1.1. Money as the medium of indirect exchange.....	9
1.2. The objective exchange-value and the subjective exchange-value of money .....	9
1.3. The supply and demand of money and the fluctuations of the objective exchange- value of money.....	12
1.4. Regional differences in the objective exchange-value of money .....	16
1.5. Exchange ratio between different kinds of money .....	17
1.6. Money and the money-substitutes .....	18
<b>2. The interest rate, credit and fiduciary media.....</b>	<b>20</b>
2.1. The interest rate .....	20
2.2. Credit and banking .....	22
2.3. Fiduciary media and their impact on the value of money and the credit market .....	24
2.4. The impact of money on the rate of interest and their relation .....	26
<b>Chapter II - The Austrian theory of business cycles .....</b>	<b>29</b>
<b>1. The main source of business cycles and its consequences .....</b>	<b>29</b>
1.1. The definition of business cycles .....	29
1.2. Changes in the money demand-supply relation as the main source of disturbances..	29
1.3. Commercial banks as the issuers of fiduciary media .....	30
1.4. Central and national banks as the issuers of fiduciary media.....	32
1.5. Credit expansion process and its impact on the interest rate.....	34
1.6. The fluctuations in the interest rate caused by the credit expansion process and its impact on the capital structure.....	35

1.7. The fluctuations in the interest rate caused by the credit expansion process and its impact on the production structure .....	38
<b>2. The entire process of the business cycle.....</b>	<b>43</b>
<b>Chapter III –The analysis of the 1837 and 1907 crises in the US.....</b>	<b>48</b>
<b>1. The crisis of 1837.....</b>	<b>48</b>
1.1. Introduction .....	48
1.2. The crisis of 1837 analysis .....	50
1.2.1. The money supply and price dynamics in the US analysis.....	50
1.2.2. The credit expansion of the Second Bank of the United States .....	54
1.2.3. The specie supply disturbances and their sources.....	56
1.3. Summary and conclusions .....	59
<b>2. The crisis of 1907.....</b>	<b>61</b>
2.1. Introduction .....	61
2.2. The crisis of 1907 analysis .....	65
2.2.1. The money supply and price dynamics in the US analysis and its reference to the production activity .....	65
2.2.2. The specie supply disturbances and their sources.....	68
2.2.3. The credit expansion of the national banking system and state banking system	70
2.3. Summary and conclusions .....	75
<b>Concluding remarks.....</b>	<b>78</b>
<b>Bibliography .....</b>	<b>81</b>
<b>List of tables.....</b>	<b>84</b>
<b>List of diagrams.....</b>	<b>84</b>

## Wstęp

Kryzys gospodarczy to zjawisko często spotykane w historii ekonomicznej i sięgające nawet bardzo odległych czasów. Niemniej jednak relatywnie regularnie powtarzający się cykl koniunkturalny, którego najdotkliwszym elementem jest właśnie kryzys i jego skutki, to proces stosunkowo nowy i dotyczący pierwszych gospodarek kapitalistycznych. Cykl koniunkturalny już od pewnego czasu jest powszechnie uważany, również wśród ekonomistów, za coś naturalnego i nieodłącznego w przypadku tak zwanych gospodarek kapitalistycznych. Wiele teorii ekonomicznych akceptuje to zjawisko jako coś samoistnego lub wskazuje na jego nieodłączne przyczyny będące jednymi z komponentów gospodarki opartej na własności prywatnej. Jednakże istnieją również teorie, które obszernie opisują zagadnienie cykli i poszukują ich przyczyn, jak również analizują skutki tych procesów. Takim zbiorem teorii jest austriacka szkoła ekonomii wykorzystana w tej pracy. Zastosowane założenia rozpoczynają się od teorii pieniądza opisanej w rozdziale pierwszym, przedstawiającej pieniądz jako dobro o specyficznej naturze. Następnie ukazana jest teoria kredytu jako jednego z rodzajów pieniądza, niezwykle istotnego i nieodłącznego elementu powtarzającego się cyklu koniunkturalnego. Sednem części teoretycznej jest rozdział drugi o źródłach i całej strukturze cyklu koniunkturalnego, szczególnie podkreślający znaczenie faz, powszechnie nazywanych fazami ożywienia i kryzysu. Jeśli chodzi o strukturę cyklu to nacisk kładziony jest na rynki finansowe jako jego główne źródło i w konsekwencji ich wpływ na rynki kapitałowe i strukturę produkcyjną w danej gospodarce. Z kolei trzeci rozdział jest zastosowaniem i ukazaniem teorii w praktyce poprzez analizę kryzysów finansowych z 1837 i 1907 roku i ich gospodarczych skutków. Analiza występująca w ostatnim rozdziale to, zgodnie z austriacką teorią ekonomii, badanie czynników monetarnych jako głównego źródła wahań koniunkturalnych. Teoria ta również wskazuje na źródła oscylacji w czynnikach monetarnych którymi są wady systemowe dotyczące głównie rynków finansowych, wady - które nie tylko występowały w badanych okresach, ale również występują współcześnie. Austriacka szkoła ekonomii stoi w silnej opozycji do obecnego systemu finansowego, a dokładniej do współczesnego systemu bankowego. W ten sposób amerykańscy przedstawiciele tej teorii często wdają się w polemikę tamtejszymi przedstawicielami Systemu Rezerwy Federalnej. Z kolei sympatycy systemu próbują odpiierać zarzuty za pomocą argumentów wskazujących na występowanie cyklu koniunkturalnego także przed powstaniem Systemu Rezerwy Federalnej, tj. na występowanie

kryzysów. Polemika ta skłoniła autora do zbadania kryzysów z 1837 i 1907 roku, które miały miejsce przed powołaniem Rezerwy Federalnej. Głównym celem analizy jest doszukanie się źródeł kryzysów z badanych okresów poprzez narzędzie jakim jest zastosowana teoria. Wyciągnięte z pracy wnioski mają również na celu rozstrzygnięcie wspomnianej polemiki.



# Rozdział I - Austriacka teoria pieniądza i kredytu

## 1. Natura i wartość pieniądza

### 1.1. Pieniądz jako środek wymiany pośredniej

Ze względu na znaczne ograniczenia, jakie występują w trakcie wymiany barterowej, czyli wymiany bezpośredniej, rozpoczęto stosowanie powszechnych środków wymiany, dając w ten sposób początek wymianie pośredniej. Nawiązując do Mises'a, wymianę handlową można nazywać pośrednią w momencie, gdy zachodzi wymiana pomiędzy dobrami lub usługami przy zastosowaniu środków wymiany [Mises 1996, str. 398]. Głównym środkiem wymiany pośredniej jest pieniądz. Pozwala on na przewyciężenie największego ograniczenia w handlu jakim jest problem braku zbieżności popytów (ang. *the coincidence of wants*) uczestników rynku w danym miejscu i w danym czasie [Rothbard 1993, str. 188]. Jak bardzo możliwe jest to, że osoba pragnąca wymienić sieć na ryby w zamian za 1 kg konopii, spotka osobę posiadającą konopie i w dodatku potrzebującą sieć na ryby. Czas poświęcony na poszukiwanie osób posiadających konopie jest ogromny, a szanse niewielkie. Problem zanika wraz z pojawieniem się pieniądza. Równocześnie znikają kłopoty z szacunkami i obliczeniami, a także problemy z podzielnością dóbr i usług [Menger 2007, str. 258]. Podsumowując – pieniądz ewoluował z wymiany pośredniej i na przestrzeni wieków, a także różnych kultur, przyjmował różnego rodzaju formy.

### 1.2. Obiektywna i subiektywna wartość wymienna pieniądza

Problem wartości pieniądza wymaga przedstawienia zagadnienia obiektywnej wartości wymiennej pieniądza (popularnie nazywana siłą nabywczą pieniądza) i subiektywnej wartości wymiennej pieniądza. W przypadku pieniądza, obiektywna wartość wymienna wymaga szczególnej uwagi, ponieważ to m.in. z niej wywodzi się subiektywna wartość wymienna. Subiektywne opinie (lub nazwijmy to oszacowania) każdego człowieka z osobna, wpływają na wartościowanie tak samo pieniądza jak i każdego innych dóbr. Człowiek przypisuje jakąś użyteczność danemu dobru (lub pieniądzu) i fakt ten m.in. powoduje wartościowanie subiektywne. Jednak różnica pomiędzy zwykłymi dobrami a pieniądzem tkwi w ich użyteczności. To jaką użyteczność człowiek przypisuje danemu dobru wynika z obiektywnej

użyteczności dobra (aspekt technologiczny dobra), jak i z jego własnej hierarchii potrzeb (aspekt psychologiczny). W przypadku pieniądza, użyteczność tylko i wyłącznie wynika ze wcześniej już wspomnianej obiektywnej wartości wymiennej pieniądza (aspekt ekonomiczny). Pieniądz nie ma żadnej innej użyteczności niż stwarzanie możliwości wymienienia go na inne dobro [Mises 1953, str. 98].

Tak więc obiektywna wartość wymienna pieniądza, to jego znaczenie w trakcie wymiany, jego zdolności pozwalające w danym momencie nabyć określoną ilość innego dobra. A ceną pieniądza jest określona faktyczna ilość tego właśnie dobra [Mises 1953, str. 101]. Aktualnie posługujemy się pieniądzem jako wyznacznikiem cen dóbr, a nie dobrami jako wyznacznikami cen pieniądza. Jednak z punktu ekonomicznego jest to bez różnicy.

Wartość dóbr jest od początku do końca wynikiem indywidualnych subiektywnych opinii każdego człowieka, który przypisuje tym dobrom jakąś użyteczność. Ludzie szacując wartość dóbr według swoich subiektywnych opinii, wymieniają je na inne dobra, a stosunek wymienny dóbr powstaje w zakresie, gdzie popyt i podaż są w dokładnej równowadze. Stosunek wymienny dóbr, czyli ich cena rynkowa, powstaje w zakresie, gdzie górny limit ceny jest ustalony przez kupującego o najniższych oszacowaniach wśród kupujących i sprzedającego o najwyższych oszacowaniach wśród potencjalnych sprzedających, a dolny limit jest ustalony przez sprzedającego o najniższych oszacowaniach wśród sprzedających i kupującego o najwyższych oszacowaniach wśród potencjalnych kupujących [Mises 1953, str. 103-108].

Jednak w przypadku pieniądza jest inaczej. Wartość pieniądza jest determinowana przez subiektywne oszacowania dopiero w ostatnim stadium, czyli momencie chęci wymienienia go na inne dobro. Te subiektywne wyceny pieniądza są powiązane z użytecznością dobra na które chcemy ten pieniądz wymienić. Tak więc wartość pieniądza dla człowieka musi początkowo wynikać z pewnej obiektywnej wartości wymiennej. Mówiąc prościej, człowiek może określić użyteczność i wartość pieniądza bazując na tym, że pieniądz ma określoną obiektywną wartość wymienną, tj. siłę nabywczą. Wspomniana obiektywna wartość wymienna pieniądza wynika z rządzących w danym momencie na rynku stosunków wymiennych pomiędzy pieniądzem a dobrami. Od momentu kiedy stosunek wymienny pomiędzy dobrami a pieniądzem zostanie ustalony, stosunek ten ma wpływ na kolejne oszacowania i kolejne ustalane stosunki wymienne pomiędzy nimi w przyszłości. Dzisiejsza obiektywna wartość pieniądza jest połączona z tą z przeszłości i z tą w przyszłości [Mises 1953, str. 109].

Samo stwierdzenie, że obiektywna wartość wymienna wynika m.in. z tej z przeszłości, nie wyjaśnia całkowicie tego co determinuje obiektywną wartość wymienną pieniądza, ponieważ w tym momencie może narodzić się pytanie co było na samym początku. Jak już zostało wspomniane, człowiek gromadzi i korzysta z pieniądza nie w celu jego konsumpcji, tak jak ostatecznie w przypadku dóbr, a tylko i wyłącznie w celu jego wymiany na te dobra. Jego popyt wynika z przypuszczenia, że pieniądz ma jakąś wartość, czyli w tym wypadku istniejącą już wcześniej obiektywną wartość wymienną. Z kolei obiektywna wartość wymienna pieniądza zależy od stosunków wymiennych pomiędzy nim, a dobrami w danym momencie, czyli jest to cena pieniądza wyrażona w innych dobrach. Jeśli popyt na niego, a także wynikająca z niego użyteczność, zależy od wcześniej istniejącej obiektywnej wartości pieniądza, to w jaki sposób ta wartość może być wyjaśniona przez popyt? [Elgar 1997, str. 305]

Tak więc, co od początku determinuje obiektywną wartość wymienną pieniądza? Wiele teorii i nurtów ekonomicznych, w tym szeroko znana teoria ilościowa, nie wyjaśnia tego aspektu. Ekonomiści austriaccy próbowali rozwiązać tę kwestię tak samo jak ogólną teorię wartości – poprzez użyteczność krańcową – ale również bezskutecznie. Problem został skonfrontowany i wyjaśniony przez L. von Mises'a.

Mises zaistniały problem wyjaśnia w ten sposób. Osoba chcąc wymienić pieniądz na dobro, zakłada, że ma on jakąś wartość i opiera się na „wczorajszej” obiektywnej wartości wymiennej tego pieniądza. Wartość ta jest następnie poddawana swoim własnym subiektywnym ocenom podczas wymiany tego pieniądza na jakieś dobro lub usługę. Odnosząc to do całego rynku, obiektywna wartość wymienna pieniądza (siła nabywcza) trwająca w danym momencie na rynku wynika z tej z „wczoraj”, również pod wpływem subiektywnych opinii uczestników rynku. Tak samo jak „wczorajsza” obiektywna wartość wymienna opiera się na tej z „przedwczoraj”, pod wpływem subiektywnych opinii uczestników rynku [Mises 1953, str. 121-123]. Podobnie determinację obiektywnej wartości wymiennej pieniądza tłumaczy M. Rothbard bazując na osiągnięciach L. von Mises'a. Popyt na pieniądz w dniu X wynika z wiedzy, że w dniu X-1 pieniądz miał pewną określoną wartość. Wartość wymienna pieniądza w dniu X jest określona przez interakcje pomiędzy podażą pieniądza w dniu X i popytem na pieniądz w dniu X, a także użyteczność marginalną pieniądza dla uczestników rynku. Użyteczność marginalna pieniądza dla uczestników rynku opiera się na jego sile nabywczej z dnia X-1. Podobnie determinowana jest siła nabywcza z dnia X-1, czyli wynika z faktu, że w dniu X-2 pieniądz miał siłę nabywczą itd.

[Elgar 1997, str. 305-306]. Nie jest to model nieskończonej regresji, ponieważ proces ten trwa aż do momentu pojawienia się jakiegoś dobra np. złota, które posłużyło za środek wymiany pośredniej, czyli pieniądza. Zanim jednak stało się pieniądzem posiadało też wartość konsumpcyjną.

W momencie, gdy złoto rozpoczęło być wykorzystywane jako pieniądz, nadało mu obiektywną wartość wymienną, następnie kontynuowaną i modyfikowaną przez subiektywne oszacowania. Z tego powodu złoto lub jego substytuty mogą być pozbawione funkcji wymiennej lub wycofane z wymiany, a dalej funkcjonować jako pieniądz. Teoria ta wyjaśnia także możliwość istnienia w aktualnym świecie pieniądza fiducyjnego.

### 1.3. Popyt i podaż pieniądza, a wahania w obiektywnej wartości wymiennej pieniądza

Stosunki wymienne pomiędzy pieniądzem a dobrami są zależne od pewnych rządzących nimi praw. L. von Mises wyróżnia dwa rodzaje sił wpływających na stosunek wymiany pomiędzy pieniądzem a dobrem – te siły, które oddziałują na ten stosunek od strony monetarnej i te, które wpływają na ten stosunek od strony dóbr [Mises 1953, str. 124].

Po stronie dóbr wahania w sile nabywczej pieniądza (obiektywna wartość wymienna) spowodowane są zazwyczaj przez zmiany w podaży i popycie na poszczególne dobra i usługi. Z kolei zmiany w popycie na dobra i usługi w większości przypadków mają swoje źródło od strony pieniądza [Mises 1996, str. 419].

Jak już wcześniej zostało wspomniane, intensywność z jaką podaż i popyt są wyrażane, a także ceny (stosunki wymienne) pomiędzy dobrami, jak i ceny pomiędzy dobrami a pieniądzem, ciągle poddawane są subiektywnym ocenom uczestników rynku. Jednym z czynników wpływających na fluktuacje w stosunkach wymiennych pomiędzy dobrami a pieniądzem, są relacje między popytem na pieniądz i podażą pieniądza. Mises podkreśla, że nie można od początku mówić o popycie na pieniądz całości społeczeństwa tak jak jest to przedstawiane w teoriach ilościowych. Istnieje popyt na pieniądz, ponieważ pojedynczy uczestnicy rynku wyrażają chęć jego pozyskania. Jeśli chcemy posługiwać się terminem popytu społeczeństwa na pieniądz, to jest to suma indywidualnych, różnych wielkości popytu uczestników rynku działających w danym momencie na rynku [Mises 1953, str. 131-132]. Każdy wyraża popyt na pieniądz, ponieważ chce go gromadzić. Jedni wyrażają popyt na mniejszą ilość, inni na większą.

Istnieją też ekstremalne przypadki, że dana osoba kompletnie odrzuca gromadzenie pieniądza, ale takiej osoby nie można traktować jako uczestnika rynku [Mises 1996, str. 402].

Możemy mówić o popycie na pieniądź w szerszym, jak i w węższym zakresie. Rozróżnienie to wynika z faktu, że pieniądź miał swoje pokrycie w jakimś cennym metalu, najczęściej w złocie. Popyt na pieniądź w szerszym zakresie, to popyt danej osoby na pieniądź, w tym także substytuty pieniądza takie jak oprocentowane papiery wartościowe, depozyty, banknoty itp. Popyt w węższym zakresie, to popyt indywidualnej osoby na pieniądź właściwy, czyli np. złoto, bez jego substytutów. Tak długo jak nie istnieją substytuty pieniądza, popyt i podaż całego społeczeństwa na pieniądź, to, jak już zostało powiedziane, suma indywidualnych popytów i podaży każdego z uczestników rynku. Aczkolwiek, pojawienie się substytutów pieniądza powoduje, że popyt na pieniądź całego społeczeństwa w szerszym zakresie nie jest już sumą indywidualnych popytów na pieniądź w szerszym zakresie, jak i popyt na pieniądź całego społeczeństwa w węższym zakresie nie jest już sumą indywidualnych popytów w węższym zakresie. Część substytutów pieniądza ma swoje pokrycie w pieniądzu właściwym, a część nie. Z tego powodu L. von Mises określa substytuty pieniężne, które mają swoje pokrycie jako certyfikaty pieniężne (ang. *money certificates*), a te które nie posiadają tego pokrycia określa jako substytuty fiducjarne (ang. *fiduciary media*). W rezultacie tego rozróżnienia, popyt na pieniądź całego społeczeństwa w szerszym zakresie będzie sumą popytów indywidualnych osób na pieniądź właściwy i substytuty fiducjarne, a popyt na pieniądź całego społeczeństwa w węższym zakresie będzie sumą popytów indywidualnych osób na pieniądź właściwy i certyfikaty pieniężne [Mises 1953, str. 133-134]. Zrozumienie natury popytu na pieniądź i podaży pieniądza z punktu widzenia indywidualnych uczestników rynku, a następnie popytu społeczeństwa na pieniądź w węższym i szerszym znaczeniu dostarcza podstaw do wyjaśnienia fluktuacji w obiektywnej wartości wymiennej pieniądza, tj. jego sile nabywczej.

Jeśli chodzi o podaż pieniądza, to każda część dostępnych pieniędzy jest w posiadaniu poszczególnych, indywidualnych uczestników rynku. Pieniądź jest przekazywany od jednych uczestników rynku do drugich. Nie ma takiego momentu w czasie żeby pieniądź był w niczym posiadaniu. Pieniądź jest cały czas w obrocie, nawet jeśli jest gromadzony, to jest to w jakimś celu, który przewiduje jego użycie w przyszłości [Mises 1996, str. 402].

Zmiany w podaży i popycie na pieniądź pojedynczych uczestników rynku wynikających z ich własnych subiektywnych powodów, nie posiadają wystarczającej siły ilościowej, by

spowodować zmiany w sile nabywczej pieniądza dla całego rynku. Zmiany te są wyrównywane przez innych uczestników rynku, również z ich własnych subiektywnych względów. Mogą one wystąpić jedynie w momencie, gdy jakaś siła (np. bank emitujący pieniądź) na rynku jest skierowana tylko w jedną stronę i nie ma innej siły, by te zmiany zrównoważyć. W takim wypadku mogą nastąpić bardziej dotkliwe wahania w sile nabywczej pieniądza [Mises 1953, str. 137]. Subiektywne ewaluacje obiektywnej wartości wymiennej pieniądza przez indywidualnych uczestników rynku również mają wpływ na ustalanie przyszłej obiektywnej wartości wymiennej pieniądza, jednak są to zmiany powolne.

Najczęściej występującą przyczyną nagłych zmian w sile nabywczej pieniądza, tak w przeszłości jak i aktualnie, jest wzrost podaży pieniądza, podczas, gdy popyt na pieniądź pozostaje bez zmian lub rośnie w mniejszym stopniu niż podaż. Wzrost podaży pieniądza może posiadać różne przyczyny: rosnąca produkcja pieniądza kruszcowego, emisja pieniądza fiducjarnego lub też emisja pieniądza kredytowego. Wzrostowi podaży pieniądza zawsze towarzyszy wzrost dochodów pieniężnych u części uczestników rynku. Jednakże jeśli wzrostowi podaży pieniądza nie towarzyszy wzrost podaży dóbr i usług to rezultatem jest zmniejszenie się marginalnej użyteczności jednostki pieniężnej dla każdego z uczestników rynku, ponieważ przybyło pieniądza do dyspozycji na rynku. Przekłada się to na znaczące zmiany w zachowaniach uczestników rynku. Będą oni początkowo w silniejszej pozycji jako kupujący i mając do dyspozycji większą ilość pieniądza będą wyrażali większą chęć zakupów dóbr, na które zgłaszali popyt. Taka sytuacja zacznie wywierać presję na ceny (stosunek wymienny) i w efekcie ich wzrost. Ostatecznym skutkiem jest spadek obiektywnej wartości wymiennej pieniądza [Mises 1953, str. 139-140].

Dla każdego uczestnika rynku w rzeczywistości nie jest ważne to jaką ilość pieniądza posiada, tylko jaką daną ilość pieniędzy posiada w sumie obiektywną wartość wymienną, czyli siłę nabywczą. Nieważne jak mała lub jak wielka jest podaż pieniądza, jej zmiany powodują zmianę w jego sile nabywczej [Mises 1996, str. 421]. Wzrost podaży pieniądza, przy niezmiennym popycie na pieniądź lub przy jego niższym wzroście niż podaż, oznacza wzrost dochodów u niektórych uczestników rynku. W przypadku uczestników, którzy zostają dotknięci wzrostem podaży jako ostatni, dzieje się wręcz na odwrót, ich dochody w rzeczywistości spadają [Mises 1953, str. 139].

Wzrost podaży pieniądza posiada również swój efekt w cenach panujących na rynku. Powoduje to presję na wzrost cen, jednak nie w ten sposób jak zostało to opisane w neoklasycznej teorii ilościowej, która stanowi, że wzrost cen przy wszystkich dobrach i usługach jest jednolity. Wzrost cen na rynku nie będzie jednolity, niektóre ceny dóbr i usług mogą kompletnie nie zostać dotknięte inflacją [Elgar 1997, str. 300]. Na różnice we wzroście cen ma wpływ kilka aspektów. Wzrost podaży spowoduje nierównomierne rozłożenie nowych dochodów do dyspozycji uczestników rynku. Osoby, które otrzymają nowe dochody wcześniej, prawdopodobnie poprzez swój rosnący popyt i własną skalę wartości, zaczną wywierać presję na ceny dóbr i usług, na które zgłaszają popyt. Co więcej, te dobra i usługi, na które ci uczestnicy rynku zgłaszają popyt, będą pod większą presją inflacyjną niż inne dobra w późniejszym czasie, w miarę rozprzestrzeniania się pieniądza. Po zakończeniu całego procesu relacje wymienne pomiędzy jednymi dobrami i usługami a drugimi, będą zupełnie inne. To samo stanie się z siłą nabywczą pieniądza, jego obiektywna wartość wymienna zmniejszy się, a relacje wymiany do poszczególnych dóbr i usług się zmienią [Mises 1953, str. 140]. Fakt, że obiektywna wartość wymienna pieniądza się zmniejszy przy rosnącej podaży pieniądza i niezmiennym się popycie jest pewny. Aczkolwiek nie można stwierdzić, że np. dwukrotny wzrost podaży pieniądza spowoduje w tej sytuacji dwukrotne zmniejszenie się siły nabywczej pieniądza. Jest to spowodowane subiektywnymi i indywidualnymi działaniami każdego z uczestników rynku.

A co się dzieje z siłą nabywczą pieniądza w momencie, gdy popyt na pieniądź spada, a podaż pieniądza pozostaje niezmienną, lub zmniejsza się w mniejszym stopniu niż popyt? Choć historia raczej zna niewiele takich przypadków, to warto się zastanowić jakby to wpłynęło na obiektywną wartość wymienną pieniądza. Prawdopodobnie w takiej sytuacji prowadziłyby to do przekonania uczestników rynku o tym, że posiadają zbyt duże rezerwy pieniężne niż ich potrzeby. Z tego powodu pojawiliby się na rynku jako kupujący z nadwyżką, wywarłoby to presję na wzrost cen dóbr i usług. To ceny jakich dóbr i usług rosłyby bardziej, a jakich mniej, zależałoby od subiektywnej hierarchii potrzeb indywidualnych uczestników rynku. Jednakże doprowadziłyby to do spadku obiektywnej wartości wymiennej pieniądza na rynku. [Mises 1953, str.152]

Warto także wspomnieć o sytuacji, w której popyt na pieniądź rośnie, a podaż pozostaje niezmienną lub rośnie wolniej niż popyt. Długoterminowo, popyt na pieniądź rośnie powoli przez cały czas. Aczkolwiek zdarzają się sytuacje, w których popyt na pieniądź właściwy

(pieniądz w węższym zakresie) rośnie gwałtownie. Jest to zwykle spowodowane utratą wiarygodności przez emitenta substytutów pieniądza i pieniądza fiducjarnego. Powoduje to nagły, nierównomierny spadek cen na rynku. Obiektywna wartość wymienna pieniądza gwałtownie rośnie, ponieważ uczestnicy rynku przypisują mu wyższą wartość niż przedtem [Mises 1953, str. 153-154].

Natomiast jeśli chodzi o zmiany w obiektywnej wartości pieniądza spowodowane od strony dóbr, to są to zmiany w podaży poszczególnych dóbr na rynku, a co za tym idzie przesunięcia w popycie na te dobra [Mises 1996, str. 420]. Cena (stosunek wymienny wyrażony w innych dobrach lub w pieniądzu) każdego dobra jest pod ciągłym wpływem podaży tego dobra i popytu na to dobro. Jeśli inne warunki się nie zmieniają, to wzrost podaży spowoduje spadek tej ceny, a wzrost popytu spowoduje wzrost tej ceny. Tak więc jeśli podaż dobra wzrośnie, a inne warunki się nie zmieniają, to obiektywna wartość pieniądza wzrośnie, jeśli podaż dobra spadnie, to obiektywna wartość pieniądza również spadnie [Rothbard 1993, str. 815-818].

Podsumowując, jeśli podaż dóbr wzrośnie lub popyt na gromadzenie pieniądza wzrośnie, to obiektywna wartość pieniądza wzrośnie. Z kolei jeśli podaż pieniądza wzrośnie lub popyt na zakup dóbr wzrośnie, to obiektywna wartość pieniądza spadnie. Należy także zaznaczyć, że pieniądz nie jest neutralny, a opisane wpływy mogą wystąpić, ale nie muszą. W ekonomii dynamicznej może się zdarzyć tak, że wzrostowi podaży dóbr, który wywiera wpływ na wzrost siły nabywczej pieniądza, może towarzyszyć wzrost podaży pieniądza, który będzie miał tendencję do zaniżania siły nabywczej pieniądza [Rothbard 1993, str. 818].

#### 1.4. Regionalne różnice w obiektywnej wartości wymiennej pieniądza

Rozważmy taką sytuację, w której na danym obszarze funkcjonuje ten sam rodzaj pieniądza. Jeśli pominiemy kwestię kosztów transakcyjnych (transakcje nie posiadają kosztów związanych z różnicą miejsc geograficznych), to można wysnuć założenie, że każde dobro, które jest gotowe do konsumpcji, posiada subiektywną użyteczność jako dobro konsumpcyjne w tym miejscu gdzie aktualnie jest i jako dobro produkcyjne w tym miejscu gdzie może być przetworzone na dobro konsumpcyjne. Ewaluacje obu dóbr mają wpływ na stosunek wymienny pomiędzy nimi, a pieniądzem. Ceny jakiegokolwiek z dóbr wyrażone w pieniądzu w jakimkolwiek miejscu, w przypadku niczym nieograniczonej wymiany, muszą być takie same, powiększone lub pomniejszone o koszty transportu [Mises 1953, str. 172-173].



Tak więc, tak jak ceny poszczególnych rodzajów dóbr i usług dążą do osiągnięcia podobnego poziomu, tak samo siła nabywcza pieniądza na danym obszarze dąży do ustalenia jednolitego poziomu. Czyli przykładowo obiektywna wartość wymienna dolara w Stanach Zjednoczonych będzie dążyła do tego, żeby osiągnąć na całym obszarze tę samą wartość. Tak samo jak w przypadku złota, którego siła nabywcza dążyła do tego by osiągnąć identyczną wartość. W tym momencie warto także wyjaśnić czym tak naprawdę dobro i usługa są z punktu widzenia ekonomii. Technologiczne właściwości poszczególnych rzeczy nie definiują ich jako dobra lub usługi. Owe dobre i usługi są ustalane przez ich jednorodność w relacji do popytu konsumentów, czyli przez użyteczność tych dóbr dla konsumentów. Dzięki temu w łatwy sposób można wyjaśnić dlaczego tona pszenicy z Nowego Jorku ma inną cenę niż ta z Kalifornii. Choć prawdopodobnie pod względem technologicznym są podobne lub takie same, to w rzeczywistości są to zupełnie inne dobra – jeden rodzaj to „pszenica z Nowego Jorku”, a drugi to „pszenica z Kalifornii”. Dla konsumenta bardziej wartościowa może być pszenica z Nowego Jorku, z jego własnych subiektywnych względów, więc będzie w stanie zapłacić wyższą cenę. Identycznie sytuacja będzie wyglądała w przypadku dwóch mieszkań o podobnym wyposażeniu, z tym, że jedno z nich znajduje się w San Antonio, a drugie w Nowym Jorku. Oczywistym faktem jest, że cena mieszkania w Nowym Jorku będzie wyższa ze względu na atrakcyjność miasta [Elgar 1997, 301-302].

Obiektywna wartość wymienna tego samego pieniądza dąży do jednolitości na terenie, gdzie ten pieniądz jest stosowany. Fakt, że w Nowym Jorku jest drożej niż w San Antonio, nie oznacza, że siła nabywcza pieniądza w tych miejscach się różni, wręcz przeciwnie, jest taka sama lub zbliżona. Wysokie ceny w Nowym Jorku oznaczają jego większą atrakcyjność w oczach konsumentów [Elgar 1997, str. 302].

Podsumowując, siła nabywcza pieniądza wszędzie jest taka sama, tylko dobra i usługi nie są takie same. Dobra i usługi różnią się ekonomicznie, czyli pod względem użyteczności, w danym miejscu, gdzie są gotowe do konsumpcji [Mises 1953, str. 176].

#### 1.5. Stosunek wymienny pomiędzy innymi rodzajami pieniądza

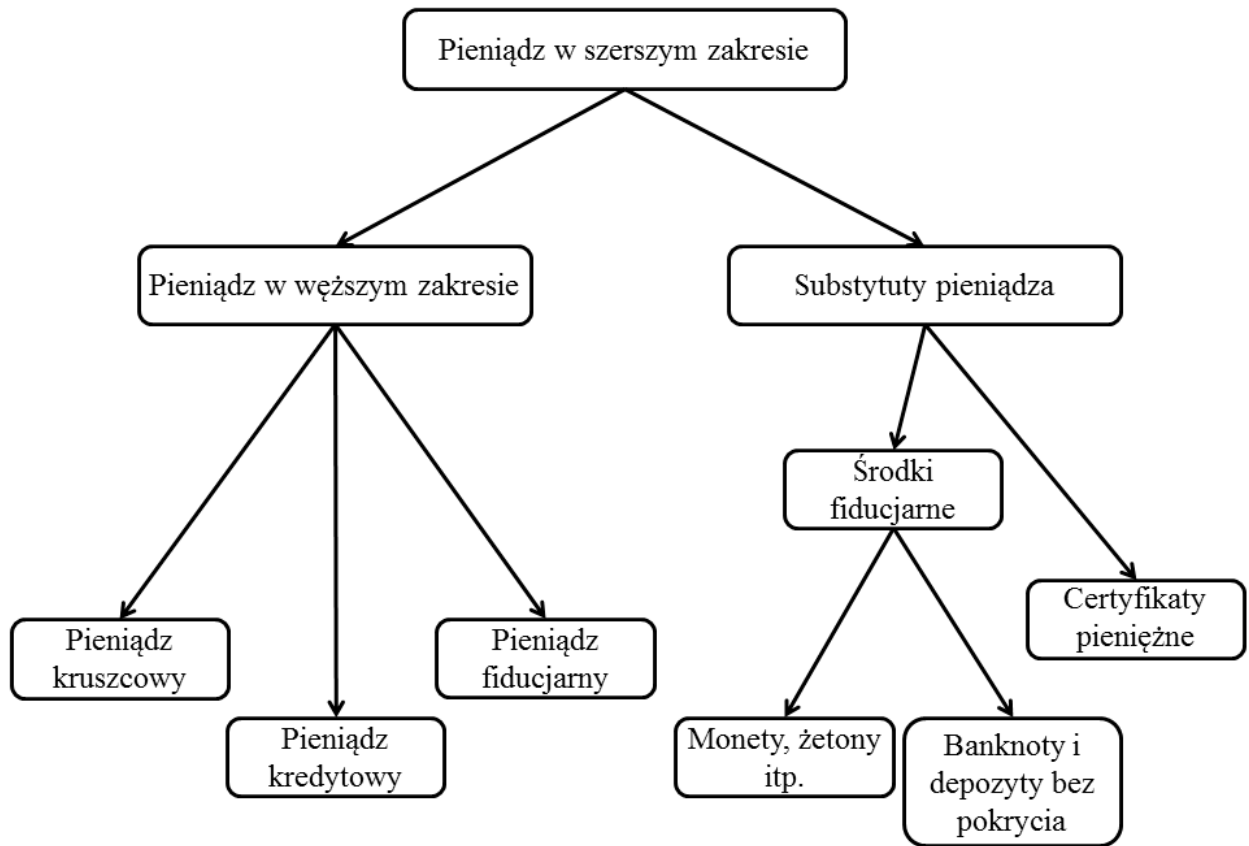
Powstanie stosunku wymiennego pomiędzy różnymi rodzajami pieniądza ma swoje podłoże w tym, że dwa lub więcej rodzajów pieniądza jest używane przez uczestników rynku jako środki płatnicze. Stosunek wymienny pomiędzy nimi jest determinowany przez ich siłę nabywczą.

Ostateczne ceny dóbr i usług, wyrażane w różnych rodzajach pieniądza, występują w proporcjonalnych relacjach do siebie nawzajem. Finalny stosunek wymienny pomiędzy różnymi rodzajami pieniądza odzwierciedla ich siłę nabywczą w odniesieniu do dóbr i usług. Jeśli pojawią się jakieś nierówności, to jest to okazja do zyskownych transakcji, czyli arbitrażu, który w rezultacie niweluje te różnice [Mises 1996, str. 455-456]. Tak więc w dłuższej perspektywie stosunek pomiędzy różnymi rodzajami pieniądza powinien pozostać niezmienny w przypadku niczym nieograniczonej wymiany handlowej i innych sił, które mogą wpłynąć na siłę nabywczą od strony podaży pieniądza [Rothbard 1993, str. 828-831]. Nie jest ważne to, czy różne rodzaje pieniądza funkcjonują na tym samym terytorium, czy są to zupełnie oddalone od siebie obszary. Jeśli pojawił się handel pomiędzy tymi obszarami, to musiał również pojawić się stosunek wymienny pomiędzy środkami płatniczymi z tych obszarów.

#### 1.6. Pieniądz i substytuty pieniądza

Środek wymiany nie jest dobrem pozyskiwanym w celu konsumpcji czy zastosowaniu go we własnej produkcji. Jest dobrem zdobywanym z intencją późniejszej zamiany go na inne dobra i usługi, które pozwolą na zaspokojenie potrzeb konsumpcyjnych lub produkcyjnych. Co więcej, środek wymiany jest najbardziej płynnym dobrem ułatwiającym handel. Taka jest jedyna funkcja środka wymiany, czyli pieniądza. Wszystkie inne funkcje przypisywane przez ludzi, są nieistotne z punktu ekonomicznego [Mises 1996, str. 401-402].

Z perspektywy ekonomicznej Mises rozróżnia pieniądz w węższym zakresie (ang. *money in the narrower sense*) i pieniądz w szerszym zakresie (ang. *money in the broader sense*). Pieniądz w węższym zakresie to faktyczny i właściwy pieniądz jaki istnieje w obiegu. W grupie tej zawiera się: pieniądz kruszcowy (ang. *commodity money*), który jednocześnie może być dobrem handlowym, czyli np. złoto; pieniądz kredytowy (ang. *credit money*), który jest roszczeniem lub prawem do odpowiedniej sumy pieniądza; pieniądz fiducjarny (ang. *fiat money*), czyli środek wymiany, powszechnie akceptowany nie ze względu na właściwości techniczne, ale ze względu na nadane mu prawo przez odpowiednią instytucję. Z kolei pieniądz w szerszym zakresie obejmuje pieniądz w węższym zakresie plus substytuty pieniądza [Mises *The Theory of Money and Credit* 1953, str. 50-67]. Relacje te dokładnie ilustruje rysunek 1. widoczny poniżej.



**Rys. 1. Podział bazy monetarnej.**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Mises 1953, s. 483.*

W przypadku wymiany pośredniej nie jest konieczne, aby pieniądz właściwy fizycznie zmieniał właściciela w trakcie wymiany handlowej. Dobrze zabezpieczony wniosek lub roszczenie do równoważnej sumy pieniądza, wypłacany na żądanie, może zastąpić faktyczny pieniądz w postaci np. złotych monet. Tego typu wnioski i prawa do uzyskania pieniędzy są definiowane jako substytuty pieniądza (ang. *money substitutes*). Należy jednak zaznaczyć, że substytuty pieniądza nie są dobrem, są środkami umożliwiającymi pozyskanie prawa do dysponowania dobrami, których dotyczą [Mises 1953, str. 50-52]. Najbardziej znanymi substytutami pieniądza są banknoty (ang. *bank-notes*) i monety (ang. *token coins*). [Oczywiście odnosimy się do czasów funkcjonowania standardu złota. W dzisiejszych czasach według austriackiej szkoły ekonomii panuje system pieniądza fiducyjnego]

Bardzo istotne z punktu widzenia austriackiej szkoły ekonomii są relacje pomiędzy ilością pieniądza właściwego, czyli złota i srebra, a ich substytutami. Mises wprowadza terminy takie

jak certyfikaty pieniężne (ang. *money certificates*) i środki fiducjarne (ang. *fiduciary media*), a także związane z nimi dwa rodzaje kredytów przydzielanych przez banki (ang. *commodity credit* i *circulation credit*). Taka terminologia umożliwia rozróżnienie i wyjaśnienie tych dwóch rodzajów substytutów z ekonomicznego, a nie prawnego punktu widzenia, jak również pozwala na zrozumienie skutków ich działania w ekonomii.

Certyfikatami pieniężnymi nazywamy substytuty pieniądza, wyemitowane przez bank lub władzę państwową, które są w stu procentach pokryte rezerwami pieniądza właściwego. Tego typu substytuty nie powodują zmian w podaży i w sile nabywczej pieniądza. Jeśli z kolei wyemitowanych zostaje więcej substytutów niż posiadanych rezerw pieniądza właściwego, to substytuty te nazywamy środkami fiducjarnymi. Oczywiście nie jest możliwe rozpoznanie, który banknot lub moneta jest środkiem fiducjarnym albo certyfikatem pieniężnym. Jediną instytucją lub organem, który może posiadać informacje ile jest środków fiducjarnych w obiegu, jest organ emitujący substytuty i posiadający rezerwy pieniądza właściwego [Mises 1996, str. 433].

## **2. Stopa procentowa, kredyt i środki fiducjarne**

### 2.1. Stopa procentowa

Teoria stopy procentowej odgrywa istotną rolę w teorii kredytu i teorii cykli koniunkturalnych. Teoria ta opiera się na pojęciu preferencji czasowej (ang. *time preference*), czyli zachowaniach ludzi w kategoriach „wcześniej” i „później”. Oznacza to, że ludzie bardziej preferują i cenią dobra terażniejsze (ang. *present goods*) w stosunku do dóbr przyszłych (ang. *future goods*). Poziom preferencji czasowej może się zmieniać w zależności od subiektywnych ocen i preferencji oraz od informacji docierających na rynek [Mises 1996, str. 483-484]. Dobrami przyszłymi są dobra w związku z którymi oczekuje się, że staną się dobrami terażniejszymi w jakimś momencie w przyszłości. Z tego powodu też posiadają aktualną wartość [Rothbard 1993, str. 375].

Pierwotna stopa procentowa (ang. *originary interest*) to dyskonto przyszłych dóbr w stosunku do terażniejszych dóbr [Mises 1996, str. 524]. Stopa procentowa nie odnosi się do kapitału. Nie jest też dochodem wynikającym z użytkowania i korzystania z kapitału. Powszechnie bardzo często uważa się, że stopa procentowa to cena kredytu. Jednak stopa procentowa występuje na

każdym rynku związanym z czasem i z oszacowaniami wartości dóbr przyszłych w stosunku do terażniejszych. Rynek kredytów jest tylko częścią tej całości [Rothbard 1993, str. 371-372].

Źródłem istnienia pierwotnej stopy procentowej jest preferencja czasowa, czyli subiektywne ewaluacje uczestników rynku, w przypadku których zawsze przypisują oni wyższą wartość do dóbr terażniejszych niż do przyszłych. Stopa procentowa nie jest rezultatem stosunków pomiędzy wielkościami popytu i podaży dóbr kapitałowych. W rzeczywistości to stopa determinuje popyt i podaż na te dobra. Co więcej, stopa procentowa dąży do osiągnięcia jednolitości. W przypadku niczym nieograniczonego i w pełni wolnego rynku stopa stanowi taką samą wartość [Mises 1996, str. 526-527].

Nie jest prawdą, że kapitał to zupełnie niezależny od pracy i ziemi czynnik produkcji. W dłuższej perspektywie jest zależny od pracy, ziemi i czynnika czasu. Tym co tak naprawdę przynosi korzyści w przypadku kapitału jest stopa procentowa, czyli zamiana przyszłych dóbr na dobra terażniejsze, które są bardziej wartościowe. Jest to przekształcanie dóbr produkcyjnych, które są jednocześnie dobrami przyszłymi, na dobra konsumpcyjne, które są dobrami terażniejszymi. Dobrami produkcyjnymi lub kapitałowymi są dobra użyte we wcześniejszych etapach produkcji, które w rezultacie ostatecznie przyczyniają się do powstania dóbr konsumpcyjnych. Kapitał wynika z oszczędności, czyli konsumpcji mniejszej niż umożliwiają to posiadane środki. Kapitalista wykorzystuje swoje oszczędzone środki, np. w postaci pieniądza który jest dobrem terażniejszym, lokując je lub przekazując do właścicieli fabryk, tj. dóbr produkcyjnych, które przechodząc etapy produkcji staną się dobrami konsumpcyjnymi. Wytworzone dobro konsumpcyjne, ze względu na preferencję czasu, jest uważane za bardziej wartościowe. W ten sposób zyskuje właściciel fabryki i kapitalista otrzymujący od właściciela fabryki zapłatę w postaci stopy procentowej [Rothbard 1993, str. 372-374]. Podobnie do wspomnianych dóbr wygląda sytuacja w przypadku pieniądza. Ilość pieniądza terażniejszego jest warta więcej niż aktualne oszacowania tej samej ilości przyszłego pieniądza. Tak więc, jeśli 100 monet jest wymienianych na możliwość otrzymania 105 monet za rok, to stopa procentowa wynosi około 5%.

Stopa procentowa jest determinowana przez tzw. rynek czasowy (ang. *time market*), gdzie poszczególni uczestnicy rynku na bazie własnych ewaluacji wymieniają dobra terażniejsze na przyszłe [Rothbard 1993, str. 376-379]. Aczkolwiek nawiązując do Hayek'a, zanim jeszcze nastąpi wymiana, stopa w dłuższej perspektywie zależy głównie od tego jaką wielkość swoich

środków uczestnicy rynku przeznaczą na konsumpcję i zaspokajanie ich aktualnych potrzeb, a jaką wielkość zaoszczędzą i zainwestują (czyli wymienią dobra terażniejsze na przyszłe) [Hayek 1950, str. 395-396]. Pojawia się też niepewność i ryzyko błędnych, w porównaniu do innych uczestników rynku, ewaluacji przy tego typu wymianie. Rynek czasowy przenika cały istniejący rynek, gdzie występują transakcje uwzględniające wymianę przyszłych dóbr na terażniejsze i odwrotnie. Jednak warto wyróżnić dwa najważniejsze aspekty pojawiające się na rynku czasowym, tj. cały system produkcji, gdzie kapitałiści wymieniają swoje oszczędności na czynniki produkcji (dobra przyszłe) oraz rynek kredytowy, gdzie pojawiają się kredytodawcy jako dostawcy pieniądza terażniejszego i kredytobiorcy jako dostawcy pieniądza przyszłego [Rothbard 1993, s. 378-379].

## 2.2. Kredyt i bankowość

Transakcje kredytowe pojawiły się wraz z rozwojem pieniądza. Aczkolwiek, istniały już od zamierzchłych czasów transakcje działające na podobnych kredytowych zasadach, to pojawienie się pieniądza otworzyło wiele nowych możliwości. Transakcje kredytowe są pewnym rodzajem wymiany pieniężnej dóbr terażniejszych na przyszłe. Oczywiście w tej wymianie występują dwie strony, czyli dostawca i odbiorca. Odbiorca pożyczonej sumy pieniądza otrzymuje miano dłużnika. Jest on zobligowany do spłaty tej sumy wraz z nałożoną stopą procentową po określonym czasie [Wieser 1927, s. 237-240].

Anderson [1917] w zasadzie definiuje kredyt w podobny sposób. Przyszły pieniądz ma swoją cenę wyrażoną w terażniejszym pieniądzu, podobnie jak pszenica ma swoją cenę wyrażoną w pieniądzu. Tak więc jest to wymiana terażniejszego pieniądza na przyszły. Jednak tym co wyróżnia transakcję kredytową od innych transakcji wymiennych (np. pieniądza na pszenicę) jest tak naprawdę wymiana prawa, które zawiera płatność w przyszłości, w zamian za pieniądz, i posiadające wartość wyrażoną w pieniądzu. Co jest jednak bardziej istotne z punktu widzenia tej pracy to fakt, że wymienione wcześniej zasady dotyczące wartości pieniądza odnoszą się również do kredytu [Anderson 1917, s. 468].

Mówiąc o kredycie nie należy pominąć równie ważnej kwestii jaką jest bankowość. Bankowości jest tak naprawdę pośrednictwem. Banki pełnią istotną funkcję jaką jest przekazywanie pożyczonych oszczędności od części uczestników rynku do innych uczestników rynku w formie kredytu na cele produkcyjne, inwestycyjne i konsumpcyjne. Bank zarabia na

różnicy w stopach procentowych na jakich się zadłużył i na jakich pożyczył kredytobiorcom. Jest ekspertem w tym gdzie pożyczać, komu i kiedy. Zatem, jest to efektywny proces na którym zyskują oszczędzający jak i pożyczający uczestnicy rynku [Rothbard 2008, s. 79-83].

Istnieje jeszcze druga istotna z punktu ekonomicznego funkcja jaką pełnią banki. Jest to bankowość depozytowa, która powstała jako udogodnienie dla właścicieli pieniądza lub innych wartościowych przedmiotów. W zamian za złożenie depozytu, jego właściciel otrzymuje od banku prawo w postaci banknotu do natychmiastowego wypłacenia pieniądza [Rothbard 2008, s. 85-100]. Pojawienie się tej funkcji w bankowości doprowadziło do nadużyć ze strony banków nie tylko w czasach standardu złota, ale i dzisiejszych, w postaci tylko częściowych rezerw (ang. *fractional reserve banking*) i emitowania środków fiducjarnych.

Mając na uwadze wymienione funkcje, nawiązując do Mises'a, bankowość dzieli się na dwie gałęzie: negocjacje i udzielanie kredytu na bazie oszczędności innych uczestników rynku oraz udzielanie kredytu bazując na emisji środków fiducjarnych [Mises 1953, str. 261]. Oczywiście obejmuje też inne gałęzie biznesu takie jak kupno i sprzedaż papierów wartościowych lub wymiana walut, jednak z punktu widzenia późniejszych analiz jest to kwestia mniej istotna.

Bank prowadząc swoją działalność kredytową powinien kierować się tzw. złotą zasadą (ang. *golden rule*). Zasada ta mówi, że kredyt, który zostaje przydzielony przez bank musi ilościowo i jakościowo odpowiadać kredytowi pobranemu od oszczędzających. Precyzując, zobowiązania banku nie mogą upłynąć wcześniej niż ich aktywa. W ten sposób ryzyko utracenia płynności jest w bardzo wysokim stopniu zminimalizowane [Mises 1953, str. 263].

Mises wyróżnia dwa rodzaje kredytów z perspektywy skutków ekonomicznych. Pierwszy typ, to taki rodzaj transakcji, w których jedna strona posiada korzyść z otrzymania jakiegoś dobra lub sumy pieniędzy w czasie teraźniejszym, a druga strona posiada niekorzyść w postaci udostępnienia jakiegoś dobra lub sumy pieniędzy w czasie teraźniejszym (oczywiście robi to z perspektywą zysku, czyli wymiany dobra teraźniejszego na przyszłe, jednak nie jest to istotne w tym wypadku). Ten typ kredytu nazwijmy kredytem handlowym (ang. *commodity credit*). Drugi rodzaj, to taki, w którym jedna strona uzyskuje korzyść z otrzymania jakiegoś dobra lub sumy pieniędzy w czasie teraźniejszym, a druga strona nie ponosi żadnych „strat” związanych z udzieleniem kredytu, robiąc to za pomocą środków fiducjarnych. Taki typ kredytu to kredyt cyrkulacyjny (ang. *circulation credit*) [Mises 1953, str. 264-266].

Z perspektywy austriackiej szkoły ekonomii pierwszy typ transakcji kredytowych nie powoduje żadnych negatywnych skutków, szczególnie w przypadku zachowania wspomnianej złotej zasady. Jednakże drugi typ kredytów, mający swoje źródło w bankowości depozytowej, jak już zostało wcześniej powiedziane, może prowadzić do nadużyć i negatywnych skutków jak zwiększenie podaży pieniądza w szerszym zakresie. Powstawanie kredytu cyrkulacyjnego można opisać w ten sposób: klient składa w banku swój depozyt otrzymując w zamian banknoty o równej wartości, które w dodatku dają mu prawo do natychmiastowej zamiany banknotu na pieniądź, następnie bank traktując depozyt jako swoje własne aktywo (staje się aktywem po przydzieleniu kredytu) udziela kredytu innym klientom kreując w ten sposób środki fiducjarne przyczyniające się do wzrostu podaży i obniżenia wartości pieniądza. Mówiąc krócej, bank udzielił kredytu ze środków, które nie istniały zanim bank udzielił kredytu, czyli z „powietrza” [Mises 1953, str. 268-271].

Opisany wyżej przypadek to system wspomnianej już wcześniej bankowej rezerwy cząstkowej, w której tylko część banknotów i przydzielonych kredytów ma swoje odpowiedniki w pieniądzu właściwym znajdującym się w banku. W takim wypadku bank narażony jest na duże ryzyko utracenia płynności, aczkolwiek z drugiej strony, takie działanie przynosi większe zyski dla banków za sprawą wykreowanej inflacji [Rothbard 2008, str. 99-103]. Istnieje wiele sposobów w jakie banki kreują środki fiducjarne. Może to być tak jak wyżej wspomniane udzielenie kredytu na bazie pieniędzy depozytariusza, w momencie, gdy ma on prawo do natychmiastowego wyciągnięcia pieniądza z banku, jak również może to być emisja banknotów dla innych klientów, które mogą być później zamienione na pieniądź depozytariusza. Wszystkie sposoby mają taki sam rezultat jeśli chodzi o wartość pieniądza. Posiadają także wpływ na stopy procentowe o czym w dalszych podrozdziałach [Mises 1953, str. 272-275].

### 2.3. Środki fiducjarne i ich wpływ na wartość pieniądza oraz rynek kredytowy

Środkami fiducyjnymi są roszczenia lub prawa, w postaci np. banknotów, do pewnej ekwiwalentnej sumy pieniądza, które w rzeczywistości nie mają swojego odpowiednika w rezerwach banku. Co więcej prawnie pełnią taką samą funkcję w obiegu co pieniądź właściwy, są w pełni akceptowalnym środkiem płatności. Za ich emisje odpowiadają zazwyczaj banki komercyjne, banki centralne lub rządy państw [Mises 1953, str. 278]. Pojawienie się substytutów pieniądza, a co za tym idzie także środków fiducyjnych, powoduje spadek popytu na pieniądź w



węższym zakresie. Substytuty będące udogodnieniami w codziennych rozliczeniach ograniczają popyt na pieniądź właściwy, np. złoto. Aczkolwiek, jeśli chodzi o popyt na środki fiducjarne, to jest dotknięty tymi samymi wpływami co cała ilość pieniądza w szerszym zakresie, czyli jest zależny od czynników ogólnego rozwoju ekonomicznego takich jak wzrost lub spadek populacji czy rozwój całego systemu podziału pracy, za którymi idzie intensyfikacja lub spadek intensywności wymiany handlowej. W rzeczywistości istnieją także dużo mniejsze zmiany w popycie na pieniądź w szerszym zakresie, zależne od codziennych handlowych i przemysłowych fluktuacji. Mówiąc krócej, popyt na pieniądź w szerszym zakresie zmienia się dynamicznie, a środki fiducjarne jako część tego zakresu nie są wyjątkiem [Mises 1953, str. 297-301].

Środki fiducjarne trafiają do obiegu w największym stopniu poprzez kredyt cyrkulacyjny. Emitenci środków są w stanie w ten sposób spowodować zmiany w popycie na pieniądź w szerszym zakresie wyrażany przez uczestników rynku, redukując stopę procentową na kredyty poniżej pierwotnej stopy procentowej panującej w danym momencie na rynku [Wicksell 1936, str. 102]. Pierwotna stopa procentowa to stopa procentowa dotycząca dóbr kapitałowych ustanowiona przez podaż i popyt na te dobra w przypadku, gdyby transakcja kredytowa odbywała się bez pieniądza. Powstaje na bazie indywidualnych ocen w wymianie dóbr terażniejszych na przyszłe. Tak więc, gdy bank nakłada stopę procentową na kredyty cyrkulacyjne poniżej lub powyżej aktualnej stopy procentowej, to w ten sposób wpływa na popyt na transakcje kredytowe. W momencie gdy poziom stopy procentowej jest powyżej pierwotnej stopy procentowej, to popyt na kredyty spada, a poziom stopy oscyluje poniżej pierwotnej stopy procentowej, to popyt wzrasta. Precyzując, popyt na kredyt zależy od stopy procentowej, a polityka kredytowa banków ma istotny wpływ na fluktuacje i wahania w popycie na te kredyty. Banki poprzez środki fiducjarne są w stanie wpłynąć na podaż pieniądza w szerszym zakresie w obiegu. W rezultacie wzrost lub spadek podaży środków fiducjarnych, a co za tym idzie pieniądza w szerszym zakresie, ma wpływ na siłę nabywczą pieniądza, tak samo jak wzrost i spadek podaży pieniądza właściwego [Mises 1996, str. 435].

Przedsiębiorcy poszukują kapitału w postaci pieniądza, ponieważ zezwala im to na dużą elastyczność w zakupie dóbr kapitałowych zwiększających produkcję. Z tego powodu chętnie korzystają z kredytów udzielanych przez banki. Jednak banki nie mogą stworzyć kapitału z niczego, a mimo wszystko to robią poprzez idealne substytuty pieniądza jakimi są środki fiducjarne. Tego typu politykę można natomiast, nawiązując do Mises'a, z łatwością dostrzec.

Jeśli emisja środków fiducjarnych wpłynie na podaż pieniądza w szerszym zakresie, to zaburzy stosunki wymienne pomiędzy pieniądzem, a innymi dobrami (obniży siłę nabywczą pieniądza). Na tego typu transakcji zyskuje dłużnik, jak i emitent środków fiducjarnych, kosztem reszty społeczeństwa, których dotknie spadek siły nabywczej pieniądza [Mises 1953, str. 314-315]. Nagłe zaprzestanie ekspansji kredytu cyrkulacyjnego przez banki, a co za tym idzie ekspansji podażowej pieniądza w szerszym zakresie ukazuje słabość banków emitujących środki fiducjarne (więcej na temat cykliów koniunkturalnych w drugim rozdziale). Szczególnie tę słabość banków widać w panikach finansowych i tzw. „bank runs”, które są niezwykle efektywne w ujawnianiu bankowych nie płynności, niewypłacalności i wad jakie ze sobą niosą systemy rezerwy frakcyjnej [Rothbard 2008, str. 113].

#### 2.4. Relacje i wpływ pieniądza na stopę procentową

Pieniądz jest środkiem, który ułatwia nie tylko wymianę dóbr terażniejszych, ale też dóbr terażniejszych na przyszłe i przyszłych na terażniejsze. Należy teraz rozpatrzeć jak zmiany w podaży i popycie na pieniądz, a co za tym idzie zmiany w sile nabywczej, wpływają na stopę procentową.

Zmiany w stosunku podaży pieniądza do popytu na pieniądz prowadzą do wywarcia pewnego wpływu na rynkową stopę procentową. Jednakże nie dzieje się to bezpośrednio, a pośrednio. Jedynym przypadkiem, w którym może to nastąpić bezpośrednio jest pieniądz kruszcowy (np. złoto). W momencie, gdy nastąpią wahania w ilości kruszcu o przeznaczeniu przemysłowym, wzrost lub spadek jego ilości oznacza wzrost lub spadek kapitału podstawowego (ang. *subsistence fund*), czyli oszczędności, które muszą być najpierw zakumulowane i są konieczne do rozpoczęcia i zapewnienia ciągłości produkcji, co z kolei wpływa na stopę procentową. Znaczenie tego wpływu jest jednak niewielkie [Mises 1953, str. 346].

Tak więc wpływ podaży i popytu na pieniądz na rynkową stopę procentową jest pośredni. Zmiany w stopie procentowej w długim okresie mogą wystąpić tylko przez przemieszczenia w dystrybucji majątku i dochodu wywołanym przez zmiany w podaży i popycie na pieniądz. Jeśli dystrybucja dochodu odbędzie się w taki sposób, że pozwoli to na nowe oszczędności, to ostatecznie rynkowa stopa procentowa wywołana oszczędzaniem spadnie. Natomiast jeśli sytuacja pozwoli na masowe inwestycje i wydatkowanie, to stopa procentowa wzrośnie. Jednak należy jednocześnie zaznaczyć, że efekty takiego wpływu nie będą zawsze takie same i nie

osiągną tego samego stopnia. Wszystko zależy od tego, czy zaistniałe sytuacje są bardziej lub mniej korzystne dla akumulacji kapitału. Zatem zmiany w stosunku podaży i popytu na pieniądź, a co za tym idzie fluktuacje w sile nabywczej pieniądza powodują przemieszczenia w dystrybucji dochodu, czego ostatecznym rezultatem są zmiany w rynkowej stopie procentowej [Mises 1953, str. 347-348].

W krótkim okresie można wyróżnić także inny czynnik powodujący zmiany w stopie procentowej, mający raczej tymczasową naturę. Jest to czynnik premii cenowej. Jak już wiadomo zmiany w sile nabywczej pieniądza nie objawiają się wszędzie podobnie i jednakowo, tylko rozprzestrzeniają się stopniowo po całym rynku. Zatem jeśli obiektywna wartość pieniądza spada, to producent zyskuje, ponieważ przy już poniesionych kosztach będzie w stanie sprzedać część swojej produkcji po wyższych cenach. Sytuacja wygląda zupełnie odwrotnie w przypadku, gdy obiektywna wartość pieniądza wzrasta. Tego typu wahania wpływają na stopę procentową. Producenci z większymi zyskami są w stanie znieść wyższą stopę procentową, a z kolei z niższymi będą „naciskali” na niższe stopy procentowe [Mises 1953, str. 348-349].

W rezultacie można wysnuć wniosek, że spadająca obiektywna wartość pieniądza może spowodować w długim terminie wzrost rynkowej stopy procentowej, a wzrastająca obiektywna wartość pieniądza w długim terminie może iść w parze ze spadkiem stopy procentowej [Mises 1953, str. 349].

W jaki sposób te zmiany odnoszą się to do zwiększania lub zmniejszania podaży pieniądza poprzez emisję środków fiducjarnych? Jeśli środki fiducjarne zostaną wyemitowane przez banki, czyli zostanie naruszony aktualny poziom wartości obiektywnej pieniądza, spowoduje to taką dystrybucję dochodu, która będzie bardziej korzystna dla akumulacji kapitału. W rezultacie skorzystają na tym organy emitujące środki fiducjarne, czyli banki i rządy, a także tymczasowo producenci korzystający z kredytów opartych na tego typu środkach. Taki stan rzeczy bardzo prawdopodobnie wywrze wpływ na rynkową stopę procentową obniżając ją [Mises 1953, str. 349-351]. Aczkolwiek, obniżona stopa procentowa będzie znacznie poniżej pierwotnej stopy procentowej, w rezultacie wysokość obydwóch stóp niekoniecznie musi się zbiegać [Wicksell 1907, str. 213-215]. Tak więc banki są w stanie wpływać na stopę procentową poprzez emisję środków fiducjarnych, jednak nie są w stanie obniżyć jej poniżej zera. Obniżenie stopy poniżej zera oznaczałoby, że wszystkie możliwe środki zwiększenia produkcji w przyszłości zostały wyczerpane [Mises 1953, str. 351]. Należy zwrócić uwagę jakie skutki niesie ze sobą obniżenie

stopy procentowej poniżej jej naturalnego poziomu. Powoduje to zmiany w zachowaniu producentów, a stopa procentowa nie jest już wyznacznikiem trafnych decyzji. Producenci podejmują kroki, których nigdy by nie podjęli w przypadku gdyby stopa procentowa na rynku kredytowym była zbliżona do naturalnej stopy procentowej [Mises 1996, str. 546-547].

Ogromnym problemem z punktu ekonomicznego nie tylko minionego już standardu złota, ale też dzisiejszych czasów, jest właśnie wywieranie wpływu przez banki na stopy procentowe, które poprzez środki fiducjarne mogą zaniżyć stopy do wyjątkowo niskiego poziomu. Aczkolwiek, według Wicksell'a bez względu na skalę tych wpływów, stopy procentowe będą wykazywały ciągłą tendencję do ostatecznego wyrównywania się z naturalną stopą procentową [Wicksell 1907, str. 215].

## **Rozdział II - Austriacka teoria cyklu koniunkturalnego**

### **1. Podstawowe źródło powstawania wahań koniunkturalnych**

#### 1.1. Pojęcie cyklu koniunkturalnego

W realnym świecie i w dynamicznej ekonomii, z ciągle podejmującymi różne wybory i decyzje uczestnikami rynku, ze zmianami w ilości surowców, z innowacjami i nowymi technologiami, zawsze będą występowały pewne zmiany i fluktuacje w aktywności gospodarczej. Jednak to, co najbardziej nas interesuje z punktu widzenia austriackiej szkoły ekonomii w zakresie wahań w koniunkturze to zmiany w poziomie cen i wielkości produkcji wywołane modyfikacjami w relacji podaży-popytu na pieniądź, poprzez wykreowanie środków fiducjarnych, ponieważ tylko takie siły są w stanie wymóc presję na ceny i wielkość produkcji, aby zmierzały w jednym kierunku w całej gospodarce. Nawiązując do Rothbard'a, zmiany w ogólnym poziomie cen i produkcji mogą być tylko zrozumiane poprzez analizę relacji pomiędzy popytem i podażą na pieniądź [Rothbard 1993, s. 851-852]. Ma to, jak już zostało częściowo wspomniane w poprzednim rozdziale, wpływ na wysokość stóp procentowych, a co za tym idzie ekspansję kredytową, produkcję, oszczędności i ceny.

Żaden z uczestników rynku nie jest wystarczająco poinformowany, aby za każdym razem przewidywać zachowania rynku i podejmować skuteczne decyzje. Zatem każdemu zdarza się popełniać błędy. Aczkolwiek, jak to możliwe, że w przypadku tzw. depresji okazuje się, że tak wiele decyzji i tak wiele przedsięwzięć podjętych przez uczestników rynku, okazuje się błędnymi. W dalszych podrozdziałach pojawią się przyczyny, przebieg i skutki tzw. cyklu koniunkturalnego z punktu widzenia austriackiej szkoły ekonomii, których przedstawienie jest konieczne do późniejszej analizy kryzysów z 1837 i 1907 roku.

#### 1.2. Zmiany w stosunku popyt-podaż pieniądza jako główne źródło problemów

Pieniądź nie jest neutralny. Dlatego jakiegokolwiek rozważania na temat fluktuacji gospodarczych powinny mieć swój początek w analizie relacji pomiędzy popytem na pieniądź i podażą pieniądza na rynku. Następnie ma to wpływ na wiele procesów. Każda zmiana tego stosunku powoduje modyfikacje w cenach dóbr i usług, chociaż jak wiadomo ceny nie zmieniają się wszystkie proporcjonalnie. Kolejnym aspektem dotkniętym przez zmiany w relacji pieniądza

jest naturalna stopa procentowa. Takie zmiany mogą spowodować przesunięcia w wysokości naturalnej stopy procentowej wywołane inną dystrybucją dochodu. Kolejną i chyba najważniejszą rzeczą z punktu widzenia tej pracy są zmiany w stopie procentowej na kredyty, a także relacja pomiędzy naturalną stopą i kredytową stopą. Z kolei zaburzenia w stopach procentowych i cenach mają kluczowy wpływ na strukturę produkcji w danej gospodarce [Mises 1996, s. 538-539]. Wszystkie te zjawiska prowadzą do falsyfikacji całego procesu cenowego i w rezultacie do wprowadzenia w błąd części produkcji w danym systemie gospodarczym [Hayek 1933, s. 140-141].

Hayek wymienia trzy elementy, które są w stanie znacząco wpływać na ilość pieniądza będącego w obiegu: wpływy i odpływy w ilości złota (czynnik dziś mało aktualny, to jednak z punktu widzenia tej pracy dość istotny); zmiany w ilości banknotów emitowanych przez bank centralny; ostatni czynnik, bardzo często niezauważany, to kreacja depozytów przez banki, który został już częściowo wspomniany w poprzednim rozdziale [Hayek 1933, s. 148-150]. Chociaż w przypadku pierwszego czynnika wszystko wydaje się jasne, to jeśli chodzi o dwa kolejne, to z pewnością warto zagłębić się dalej.

### 1.3. Banki komercyjne jako kreatorzy dodatkowej podaży pieniądza

Nawiązując do Hayek'a, działania banków komercyjnych i panujące techniki bankowe są jednym z dwóch najważniejszych czynników zdolnych do wywołania cyklicznych fluktuacji w gospodarce. Problem znajduje się we wspomnianej już rezerwie frakcyjnej banków. Jako, że nie jest w interesie banków, aby utrzymywać sto procent rezerw, ponieważ prawdopodobnie funkcjonowałyby to z uszczerbkiem dla ich zysków [Hayek 1933, s. 154-156].

Najlepiej przyjrzeć się najpierw działaniom pojedynczego banku. Pewien bank utrzymuje 10% rezerw w stosunku do całej sumy utrzymywanych depozytów. Jeśli jakiś klient banku decyduje się złożyć depozyt o wysokości 5% całej sumy depozytów w tym banku, to stosunek ten rośnie z 10% do 14,3%. Tak więc bank jest w stanie pożyczyć 90% zdeponowanej sumy, aby osiągnąć ponownie 10% rezerw. Nic nadzwyczajnego się do tego momentu, z punktu widzenia tego jednego banku, nie dzieje.

Problem powstaje z punktu widzenia całego systemu bankowego i całego systemu ekonomicznego. Zostały wykreowane nowe środki fiducjarne zwiększające istniejącą podaż pieniądza. Osoba, która otrzymuje kredyt powstały z 90% zdeponowanej przez inną osobę sumy,

może dokonać zakupu np. surowych materiałów do produkcji, płacąc czekiem. Sprzedawca materiałów zrealizuje czek w swoim banku i w tym momencie pojawia się problem. Suma należna sprzedawcy zostaje przetransferowana z banku, który udzielał kredytu, do banku, którego klientem jest sprzedawca. W dodatku jest to część wcześniej złożonego depozytu do banku, który bazując na nim, udzielił kredytu. W ten sposób część środków została wykreowana całkowicie z powietrza. Co więcej, prawdopodobnie suma, którą otrzymał sprzedawca, zostanie zdeponowana w jego banku. Czyli kolejny bank, stosując tę samą politykę, będzie w stanie wykreować kolejne środki fiducjarne, które zostaną wykorzystane do udzielenia dalszych kredytów. Jeśli każdy kolejny bank mający styczność z tego typu łańcuchem udzieli kredytu w postaci 90% zdeponowanej sumy, to można to przedstawić jako  $0,9+0,9^2+0,9^3+\dots$ . Piramida trwa do momentu aż powstanie suma 9 razy większa niż oryginalnie wykreowany kredyt, aczkolwiek jest to ekstremalny przypadek. W rzeczywistości zawsze zdarza się, że w pewnym momencie depozyt zostanie wypłacony przez klienta któregoś z banków [Hayek 1933, s. 158-162].

Niemniej jednak po przez tego typu praktyki banki są w stanie zwielokrotnić ilość pieniądza udzielając kredytów bazujących na depozytach na żądanie. Kluczowy błąd tkwi w postrzeganiu depozytów, które w rzeczywistości mogą być w każdej chwili wypłacone i które nie są wymianą dóbr teraźniejszych na przyszłe (nie zawierają stopy procentowej), jako pożyczek dla banków, które mogą być wykorzystane do udzielania kredytów. Depozytor, składając swój depozyt w banku, nie jest świadomy, że jego środki zostaną wykorzystane do kreacji kredytów. W takiej sytuacji bank nie jest pośrednikiem pomiędzy dostawcą i odbiorcą kredytu, a najzwyczajniej wytwarza środki zupełnie z niczego [De Soto 2006, s. 169-200].

Chociaż z perspektywy jednego banku i jego bilansu wszystko może wyglądać prawidłowo, to z punktu widzenia całego systemu bankowego niemożliwym jest, aby wyróżnić, które depozyty i kredyty powstały z pierwotnego depozytu, a które ze środków fiducjarnych wykreowanych na bazie takiego depozytu. Co więcej w momencie, gdy w jakiejś części całego systemu bankowego pojawi się bodziec w postaci kredytu cyrkulacyjnego (kredyt na bazie środków fiducjarnych), będzie to prowadziło do dalszej kreacji tego typu przez inne banki mające styczność z tym procesem [Hayek 1933, 163-167]. Dodatkowo bilanse rachunkowe banków w gruncie rzeczy będą odzwierciedlać tylko część całości wykreowanych przez cały system bankowy kredytów i depozytów będących w obiegu [De Soto 2006, s. 200].

W ten sposób rozpoczyna się proces ekspansji kredytowej, który jest częścią ponawiających się cykli koniunkturalnych. Chociaż wielu przeciwników tej teorii twierdzi, że banki mogą udzielić tylko tyle kredytów ile wymaga w danym okresie gospodarka i to popyt na kredyty określa na jak dużą skalę taka ekspansja może się rozrosnąć, to według Hayek'a jest to tylko potwierdzenie występowania tego typu ekspansji i ich istotną rolę jaką pełnią w powtarzających się cyklach. Kluczowym aspektem jest analiza wpływów wykreowanych z niczego kredytów i depozytów na stopy procentowe i pytanie, czy takie zjawiska dotyczące stóp miałyby miejsce gdyby kredyty udzielane były na bazie prawdziwych oszczędności.

#### 1.4. Banki narodowe i centralne jako kreatorzy dodatkowej podaży pieniądza

Banki centralne i narodowe, za którymi bardzo często stoi pewna siła polityczna, to z punktu widzenia austriackiej szkoły ekonomii główne źródło powtarzających się cykli koniunkturalnych w dzisiejszych czasach, jak i w okresie dotyczącym tej pracy. Chociaż wymieniony w poprzednim podrozdziale system banków komercyjnych z rezerwą frakcyjną jest w stanie doprowadzić do zauważalnych wahań koniunkturalnych, to system ten jest w pewnym zakresie limitowany przez wolny rynek, który doprowadza do upadłości banki, które najwięcej ryzykowały. Pojawienie się banku centralnego to, nawiązując do Rothbard'a, zniesie tego typu limitu [Rothbard 2008, str. 125-126]. Podobnie postulował Hayek twierdząc, że stosowanie bankowości depozytowej w procesie udzielania kredytów na bardzo szeroką skalę nie byłoby możliwe, gdyby nie istniała instytucja zdolna do zapewnienia środków pieniężnych w momencie, gdy ludzie masowo rozpoczęliby zabieranie swoich depozytów z banków, czyli w momencie, gdy banki miałyby problemy z płynnością. Instytucja ta, czyli zazwyczaj bank centralny, w ten sposób zwiększyłaby istniejącą na rynku podaż pieniądza [Hayek 1989, str. 76-77]. Zatem w jaki sposób bank centralny odpowiada za zniesienie limitów, które występowałyby w przypadku tzw. wolnej bankowości?

Pomijając fakt, że bank centralny wypełniający jakąś politykę monetarną jest w stanie wpływać na podaż pieniądza, to także cały system bankowy, w którym występuje bank centralny i banki komercyjne praktykujące bankowość z rezerwą frakcyjną, jest w stanie obniżyć i zwiększać dostępną ilość pieniądza. Wiadomym jest, że banki komercyjne posiadają swoje rachunki bieżące w banku centralnym. Rozpatrzmy taką sytuację, w której pewien bank komercyjny jest objęty zasadą posiadania 20% rezerw. W banku tym zostało zdeponowanych 5



milionów \$, z czego 4 miliony \$ posłużyło na udzielenie kredytów, a 1 milion \$ rezerwy zostało zdeponowane w banku centralnym. W momencie, gdy klienci postanawiają wypłacić z banku 0,5 miliona \$ bank wypłaca swoje rezerwy umieszczone w banku centralnym. Tak więc jego rezerwy wynoszą teraz 0,5 miliona \$, a stosunek rezerw do zobowiązań około 11%. W takiej sytuacji bank jest zmuszony do pozbycia się części aktywów kredytowych lub dokonania innych transakcji doprowadzających do sytuacji, w której znów będzie posiadał 20% rezerw. W naszym przykładzie bank będzie posiadał 2,5 miliona \$ zobowiązań opartych na 0,5 miliona \$ rezerw. W ten sposób zostanie zmniejszony wkład tego banku do ogólnej podaży pieniądza. Odwrotny efekt pojawi się w momencie, gdy klienci postanowią zdeponować dodatkowe sumy na kontach w banku. Bank zdeponuje dodatkowy pieniądź na koncie w banku centralnym traktując to jako rezerwy i udzieli większej liczby kredytów, a co za tym idzie dodatkowych depozytów, wszystko po to, aby utrzymać 20% rezerw. W ten sposób zwiększy swój wkład do ogólnej podaży pieniądza [Rothbard 2008, str. 127-131].

Zatem cały proces, mimo że poprzez bank centralny i kreowane przez niego pieniądze, wygląda podobnie do opisanego w poprzednim podrozdziale, i chociaż akcja kredytowa i kreacja dodatkowych depozytów wpływa na spadki i wzrosty podaży pieniądza wywołując cykliczne wahania, to nadal proces jest limitowany przez ilość zdeponowanych pieniędzy. Jednak bank centralny to tzw. pożyczkodawca ostatej instancji, który w dodatku bardzo chętnie doprowadza do dokapitalizacji zagrożone płynnością banki. Co więcej, istnienie banku centralnego umożliwia ekspansję kredytową całego systemu bankowego jednocześnie, a zagrożenie bankructwem dla tych banków jest niewielkie, pozwalając w ten sposób na hazard moralny z ich strony. Dodatkowo, bank centralny jest bardzo często pod wpływem sił politycznych prowadząc rządowe rachunki bieżące i obsługując rządowe długi [Rothbard 2008, str. 132-139].

Dlatego, nawiązując do Hayek'a, nie jest możliwą taka regulacja podaży pieniądza, przy użyciu banku centralnego poddanego nawet niewielkim siłom politycznym, aby zapewnić płynne funkcjonowanie porządku rynkowego. Pieniądź nie jest narzędziem polityki, której poszczególne skutki można przewidzieć [Hayek 1976, str. 117].

### 1.5. Proces ekspansji kredytowej i inflacji, a ich wpływ na stopę procentową

Wiemy już z powyższych podrozdziałów, w jaki sposób mogą zostać wykreowane nowe środki fiducyjne. Z pierwszego rozdziału wynika również, że pieniądź i stopa procentowa nie są neutralne. Zmiany w podaży pieniądza oddziałują na stopę procentową, a co za tym idzie na strukturę kapitału i produkcji. Należy teraz szczegółowo prześledzić cały proces ekspansji kredytowej, a także jej wpływ na stopę procentową.

Jak zostało ukazane w dwóch poprzednich podrozdziałach impuls do rozpoczęcia ekspansji kredytowej może mieć swój początek w grupie banków komercyjnych jak i w bankach centralnych (tutaj należy zaznaczyć, że istnienie banku centralnego ułatwia ekspansję bankom centralnym jak i przyczynia się do szybszego kurczenia się ekspansji). Jeśli bank lub grupa banków rozpocznie swoją ekspansję, kolejne banki otrzymają w ten sposób środki do dalszej ekspansji. Zwiększająca się w ten sposób podaż pieniądza zwiększa dalszy popyt na kredyty, zachęcając więcej banków do zaspokojenia popytu. Tak długo jak cały proces trwa, praktycznie jest niemożliwym dla pojedynczego banku, aby utrzymać kontrolę nad popytem na jego kredyty poprzez np. podniesienie bankowych stóp procentowych, ponieważ w ten sposób reszta banków będzie udzielała tańsze kredyty. W rezultacie wszystkie banki będą zachowywały się w podobny sposób poszerzając ekspansję. Cały proces będzie trwał do momentu aż: klienci banków rozpoczną wypłacanie swoich depozytów w postaci gotówki lub złota na bazie których cała piramida kredytowa została stworzona; zostaną spłacone udzielone z niczego kredyty; kredyty cyrkulacyjne okażą się masowo nietrafionymi inwestycjami; lub gdy w przypadku istnienia banku centralnego, bank ten podwyższy swoje stopy procentowe. Banki będą zmuszone w ten sposób do ograniczenia akcji kredytowej w celu zachowania płynności [Hayek 1933, str. 173-176; De Soto 2006, str. 254-263].

Pozostaje kwestia dlaczego klienci mieliby rozpocząć wypłacanie swoich środków i dlaczego bankowe stopy procentowe miałyby zostać podniesione. Odpowiedź leży w analizie wahań stóp procentowych wywołanych przez ekspansję kredytową i pojawienie się nowych środków fiducyjnych na rynku. Zwiększona podaż pieniądza jest w stanie początkowo obniżyć wysokość rynkowej stopy procentowej. Szczególnie tak elastyczna podaż pieniądza jak pod postacią kredytu cyrkulacyjnego, czyli kredytu opartego na środkach fiducyjnych. Dzieje się tak ponieważ zostaje wykreowana iluzja dodatkowego kapitału pod postacią tych środków. W rezultacie staje się oczywistym, że ilość dostępnego w ten sposób kapitału nie jest równa

poczynionym oszczędnościom. Tak więc poprzez napływ tych środków zostaje sukcesywnie obniżana rynkowa stopa procentowa, która co raz bardziej różni się poniżej naturalnej stopy procentowej, która funkcjonowałaby bez użycia pieniądza. Obniżona rynkowa stopa procentowa niekoniecznie oznacza spadek wartości nominalnej stopy, bardziej trafnym jest stwierdzenie, że jest to relatywny spadek rynkowej stopy procentowej w stosunku do naturalnej stopy procentowej [Hayek 1975, str. 144; Hayek 1933, str. 173-175].

Jednak obniżona w ten sposób rynkowa stopa procentowa nie trwa w nieskończoność. Proces musi w końcu odwrócić swój kierunek. Oparta na środkach fiducjarnych dodatkowa podaż pieniądza musi się ostatecznie skurczyć, powodując podnoszenie się poziomu rynkowej stopy procentowej i tendencję dążącą do wyrównania jej z naturalną stopą procentową. Dzieje się tak ponieważ początkowo zaniżone rynkowe stopy procentowe powodują wzrost cen dóbr kapitałowych, a następnie dóbr konsumpcyjnych. Powoduje to sytuację, w której banki komercyjne są zmuszone do powstrzymania ekspansji kredytu cyrkulacyjnego. Zaniżone rynkowe stopy procentowe mogą być utrzymywane tylko i wyłącznie poprzez dalsze ekspansje kredytu cyrkulacyjnego i w efekcie przez ciągle zwiększaną podaż pieniądza, co ostatecznie doprowadzi do rosnących cen dóbr kapitałowych i konsumpcyjnych. Jednak jak już zostało powiedziane proces ten nie może trwać w nieskończoność i jakieś z wymienionych wyżej wydarzeń spowoduje zaprzestanie ekspansji i jednocześnie uruchomienie mechanizmów kurczących istniejącą podaż kredytu cyrkulacyjnego.

W związku z tym, niezaprzeczalnym faktem jest, że łatwość i elastyczność z jaką kreowane są nowe środki w postaci kredytu cyrkulacyjnego dostarczają wystarczające powody do rozpoczęcia i występowania wahań gospodarczych. Skutki tego typu działań odbijają się na wysokości stóp procentowych, a co za tym idzie, także w strukturze kapitałowej i produkcyjnej [Hayek 1933, str. 176-187].

#### 1.6. Struktura kapitałowa a wahania w stopie procentowej spowodowane ekspansją kredytową

W celu wyjaśnienia jaki wpływ na stopę procentową i strukturę kapitałową ma ekspansja kredytowa, nawiązując do Mises'a, najpierw musimy się odnieść do ważnego elementu jakim jest premia cenowa (ang. *price premium*), która jest istotną częścią rynkowej stopy procentowej. Premia cenowa związana jest nieodłącznie z wahaniami w proporcji pomiędzy oszczędnościami i konsumpcją, a także wahaniami w relacji podaży i popytu na pieniądź i w

konsekwencji ze zmianami cenowymi. Element ten ma wpływ na zachowania uczestników rynku. Kredytobiorca, który spodziewa się rosnącej pewnej grupy cen jest gotowy zgodzić się na wyższą rynkową stopę procentową niż gdyby taki wzrost cen nie wystąpił. Podobnie kredytodawca jest skłonny zgodzić się na tego typu transakcję, ponieważ spodziewa się rosnących cen, inaczej sam podjąłby się inwestycji. Oczekiwania rosnących cen powodują, że rynkowa stopa procentowa ma tendencję do wzrostu, analogicznie, oczekiwania spadających cen powodują, że rynkowa stopa procentowa może spadać. Siły te oddziałują w różne strony i przeciwważą się. Jest ona zależna od oczekiwań uczestników rynku i pojawia się krok po kroku w momencie, gdy co raz więcej z uczestników jest świadomych o kierunku zmian w celu uzyskania korzyści z tych zmian. Aczkolwiek w niektórych bardzo wyraźnych sytuacjach, w których proporcje pomiędzy oszczędnościami a konsumpcją lub pomiędzy podażą a popytem na pieniądź zaczynają znacząco zmierzać w jednym kierunku, siły w postaci premii cenowej również mogą zacząć oddziaływać w podobnym kierunku. W ten sposób może pojawić się pozytywna lub negatywna premia cenowa [Mises 1996, str. 541-548].

Konieczną z punktu widzenia austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego wydaje się analiza relacji pomiędzy ekspansją kredytową, stopą procentową i ilością dostępnego kapitału w postaci pieniądza. Aczkolwiek przyjrzyjmy się najpierw w skrócie procesowi formacji kapitału. Zależy on od dobrowolnej redukcji konsumpcji na rzecz oszczędności, czyli rezygnacji z konsumpcji dóbr teraźniejszych na rzecz przyszłych. Wynosząc to na poziom całego rynku można stwierdzić, że formacja kapitału podlega wahaniom w zależności od tego jaka część całego uzyskanego przez uczestników rynku dochodu poświęconego na dobra kapitałowe lub konsumpcyjne odpowiada zmianom w prawdziwych decyzjach tych uczestników dotyczących konsumpcji lub oszczędności. Każda zmiana w proporcjach pomiędzy oszczędnościami a konsumpcją oznacza, że pojawiły się nowe informacje i nowe dane, które z kolei oddziałują na dalsze decyzje uczestników rynku i mają swoje odzwierciedlenie w pierwotnej stopie procentowej oraz w rynkowej stopie procentowej, które są mniej więcej na podobnym poziomie, a także w strukturze produkcji i strukturze cenowej. Zatem powszechny trend do oszczędzania wśród uczestników rynku powoduje zwiększoną ilość kapitału dostępnego na rynku, a co za tym idzie spadkową tendencję rynkowej stopy procentowej. Dokładnie odwrotnie jest w momencie, gdy przeważa trend konsumpcji kapitału, co rzutuje na rosnącą stopę procentową. Ilustrując ten proces: zwiększona aktywność oszczędnościowa spowoduje obniżenie rynkowej stopy

procentowej co z kolei będzie rzutowało na strukturę cenową w strukturze produkcji, tzn. oszczędzanie spowoduje spadek popytu na dobra konsumpcyjne i tendencję do spadków cenowych w przypadku tych dóbr, a z drugiej strony wzrost popytu na dobra kapitałowe i wzrost ich cen, idąc dalej wymusi to dostosowanie się struktury produkcji do nowej struktury cenowej i do nowej stopy procentowej. Istotnym punktem w analizie struktury kapitałowej jest, według Hayek'a, fakt iż pierwotna stopa procentowa zależy od nowowykreowanej lub reprodukowanej podaży kapitału pieniężnego, a nie od stałego istniejącego już kapitału. Istniejący już kapitał dotyczy tylko strony popytowej, determinując oczekiwane zyski z inwestycji. Fakt ten jest mocno powiązany z pojęciem wymuszonych oszczędności (ang. *forced saving*), do których odniesiemy się później. Tak więc ilość dostępnego kapitału w postaci pieniężnej powinna odpowiadać ilości poczynionych oszczędności. Jest to pierwszy, ale nie jedyny sposób w jaki nowy kapitał w postaci pieniężnej trafia na rynek i z powodu którego może podlegać wahaniom jego podaż [Hayek 1933, s. 201-217; De Soto 2006, s. 313-317; Hayek 1950, s. 340-342].

Poza samym poziomem aktywności w oszczędzaniu, proporcje pomiędzy konsumpcją i kreacją kapitału mogą być naruszone poprzez zmiany monetarne, a dokładniej poprzez ekspansję kredytową i zmiany w podaży pieniądza. Jednakże tak jak wykazaliśmy w poprzednich podrozdziałach ilość kapitału pieniężnego praktycznie nigdy nie odpowiada ilości poczynionych oszczędności, a ekspansja kredytowa nie opiera się na żadnego typu oszczędnościach i zostaje wykreowana jako pieniądz fiducjarny. Nowowykreowany kredyt cyrkulacyjny to w rezultacie wzrost podaży pieniądza, co z kolei zawsze oznacza tak zwane zjawisko wymuszonych oszczędności, czyli kapitał pieniężny pojawiający się na rynku bez jakichkolwiek poczynionych uprzednio przez uczestników rynku oszczędności. Taki proces można nazwać wymuszonymi oszczędnościami, ponieważ poprzez wzrost podaży pieniądza zostaje obniżona siła nabywcza pieniądza, czyli generalnie większość uczestników rynku relatywnie musi tymczasowo ograniczyć konsumpcję. Choć oczywiście może się zdarzyć, że tego typu proces będzie miał tymczasowo pozytywne efekty i na pierwszy rzut oka wygląda to poprawnie, to jednak należy zauważyć jeszcze kilka dodatkowych aspektów. Po pierwsze wymuszone w ten sposób oszczędności zwiększają obecną podaż dóbr kapitałowych, ale niekoniecznie ilość kapitału pieniężnego dostępnego do celów inwestycyjnych. Fakt, który już został wspomniany, że pierwotna stopa procentowa zależy od nowowykreowanej lub reprodukowanej podaży kapitału, a nie od istniejącej już podaży dóbr kapitałowych, wyjaśnia to, że najczęściej kredyt

cyrkulacyjny ma niewielki wpływ na wysokość pierwotnej stopy procentowej, ale z kolei zaniża rynkową stopę procentową znacznie poniżej poziomu pierwotnej stopy procentowej. Dlatego każdy taki przypadek posiada nieokreślone konsekwencje. Taki proces może prowadzić do masowej konsumpcji kapitału. Po drugie poprzez napływ pieniądza rynek otrzymuje nowe informacje i wpływa na decyzje uczestników rynku. Zostaje obniżona rynkowa stopa procentowa, ponieważ pojawia się sztucznie wykreowany kapitał pieniężny. Ma to wszystko oczywiście wpływ na strukturę cenową i strukturę produkcji, jednak nie taki sam, jak w przypadku dobrowolnie poczynionych oszczędności. Spowoduje to wzrost popytu na dobra kapitałowe i w konsekwencji wzrost ich cen, ale jednocześnie spowoduje wzrost popytu na dobra konsumpcyjne i wzrost ich cen. W tym momencie pojawia się wcześniej wspomniana pozytywna premia cenowa. Tak długo jak trwa napływ kredytu cyrkulacyjnego na rynek, zostaje wywierana presja na wcześniej zaniżoną rynkową stopę procentową aby rosła. Stopa ta będzie rosła, ponieważ pojawia się właśnie pozytywna premia cenowa. Aczkolwiek wzrost ten będzie opóźniony i podążał będzie za premią cenową aż do momentu, gdy poziom stopy zbliży się do poziomu pierwotnej stopy procentowej. Dlatego oczywistym jest, że proces napływu sztucznego kapitału pieniężnego w postaci kredytu cyrkulacyjnego nie może trwać w nieskończoność. Jeśli sztuczny napływ pieniężny i kredytowy zmaleje lub zostanie kompletnie powstrzymany, ilość nowopowstającego kapitału pieniężnego rozpocznie powrót do ilości poczynionych oszczędności. W efekcie ten rodzaj ekspansji bez wątpienia powoduje zniekształcenie rynku kapitałowego i tym sposobem zaniżanie rynkowej stopy procentowej znacznie poniżej pierwotnej stopy procentowej. Oczywiście zmiany w poziomach tych stóp procentowych niekoniecznie muszą być nominalne. Cały ten proces wpływa na poszczególne decyzje uczestników rynku, którzy nie podjęliby się pewnych inwestycji, gdyby nie nowe informacje na rynku zapoczątkowane przez ekspansję kredytu cyrkulacyjnego [Hayek 1933, s. 213-223; Hayek 1975, s. 148; Mises 1996, s. 549-552].

#### 1.7. Struktura produkcyjna a wahania w stopie procentowej spowodowane ekspansją kredytową

W tym miejscu należy rozpatrzeć jaki wpływ mają wahania w stopie procentowej na strukturę cenową i strukturę produkcji, czyli sytuację w której uczestnicy rynku redukują swoją preferencję czasową i w rezultacie oszczędzają lub gdy pojawia się dodatkowa podaż pieniądza w postaci kredytu cyrkulacyjnego. Najpierw przeanalizujemy strukturę produkcji zmienioną przez

spadek preferencji czasowej i w rezultacie zwiększone oszczędności. Może się to odbyć na kilka sposobów. Po pierwsze, kapitaliści z różnych etapów produkcji mogą po prostu zmienić proporcje w jakich inwestują lub reinwestują dochód pochodzący z ich działalności. Czyli w krótkim okresie są w stanie ponieść konsekwencje w postaci mniejszej marży (różnicy pomiędzy wydatkami na zakupione dobra kapitałowe i zyskami związanymi ze sprzedażą swoich produktów) co jest odpowiednikiem obniżającej się rynkowej stopy procentowej. Celem jest powiększenie swojego zysku w przyszłości. Po drugie, właściciele pierwotnych środków produkcji (siła robocza, czyli pracownicy i właściciele zasobów naturalnych) mogą postanowić oszczędzić swoje dochody i w konsekwencji zainwestować je stając się tym samym kapitalistami, oczywiście zmniejszając tymczasowo swoją konsumpcję. Po trzecie, kapitaliści jak i posiadacze pierwotnych środków produkcji mogą oszczędzone środki dostarczyć na rynek kredytowy udostępniając w ten sposób kapitał pieniężny innym kapitalistom [De Soto 2006, s. 314-315]. Wszystkie wymienione przypadki dotyczą obniżonej preferencji czasowej uczestników rynku i w rezultacie zwiększonej ilości oszczędności. Załóżmy, że jeśli 25% całego dochodu społecznego nagle zostaje zaoszczędzone to w tej samej proporcji zostanie zredukowany popyt pieniężny na dobra konsumpcyjne. Początkowo przedsiębiorstwa odpowiedzialne za produkcję na etapach finalnych i zbliżonych do finalnych (produkujące dobra konsumpcyjne) odczuwają pewne niekorzystne zmiany w ich dochodach. Im przedsiębiorstwo jest bardziej oddalone od finalnego etapu produkcji, tym mniej odczuwalne są skutki zmian w preferencjach czasowych uczestników rynku. Jest to powód dla którego część przedsiębiorstw może chcieć przenieść swoje operacje na bardziej oddalone od konsumpcji etapy produkcji. Powoduje to zwiększony popyt na dobra kapitałowe, siłę roboczą i zasoby naturalne na tych etapach i w rezultacie zwiększoną produkcję. Kolejny skutek to tymczasowe wydłużenie całego łańcucha produkcji trwający do momentu aż zostanie ustabilizowany nowy poziom preferencji czasowej i stopy procentowej. Finalnie cały proces staje się bardziej złożony i produktywny co w efekcie przełoży się także na produkcję dóbr konsumpcyjnych na etapach najbardziej zbliżonych do konsumpcji [De Soto 2006, s. 319-328].

Jak już wiadomo, wzrost oszczędności ma swój skutek w obniżającej się stopie procentowej, co z kolei jest widoczne na każdym etapie produkcji i co znacząco wpływa na ceny dóbr kapitałowych szczególnie na etapach najbardziej oddalonych od konsumpcji. Tak więc każda alokacja dóbr kapitałowych na różnych etapach produkcji wymaga pewnej relacji pomiędzy

cenami tych dóbr kapitałowych i cenami wytworzonych produktów. W przypadku stanu równowagi ta relacja pomiędzy cenami musi odpowiadać stopie procentowej. Co więcej, na poziomie tej stopy taka ilość środków musi być oszczędzona, czyli nieprzeznaczona na konsumpcję, aby pozwalała na dalsze utrzymanie tej struktury produkcji. Różnice pomiędzy cenami dóbr kapitałowych i produktów mogą tak długo pozostać stałe i w zgodności ze stopą procentową, jak uzyskany dochód, który nie jest skonsumowany, a oszczędzony i zainwestowany, pozostaje równy w stosunku do kapitału wymaganego do podtrzymania produkcji. Każda zmiana w tym stosunku osłabia zgodność pomiędzy marżami cenowymi (różnica pomiędzy cenami dóbr kapitałowych i cenami produktów) i stopą procentową. Powoduje to przesunięcia w strukturze produkcji dostosowanej do zmian cenowych, o których pisaliśmy powyżej, i prowadzi do ustanowienia nowego poziomu preferencji czasowej i rynkowej stopy procentowej [Hayek 1933, s. 212-217].

Podsumowując, należy pamiętać, że proces inwestycyjny oparty na dobrowolnych oszczędnościach początkowo powoduje spadek w produkcji nowych dóbr konsumpcyjnych i usług, spadek odpowiadający krótkoterminowemu maksimum, które mogłoby być osiągnięte na etapach produkcji zbliżonych do konsumpcji jeśli część kapitału nie została przeniesiona z tych etapów na etapy dużo bardziej oddalone od konsumpcji. Spadek ten jest równoznaczny z uwolnieniem części czynników produkcji niezbędnych do wydłużenia całego procesu produkcyjnego [Hayek 1950, s. 256]. W efekcie oszczędności pozwalają na stworzenie wydłużonego i bardziej kapitałowego procesu produkcji zwiększającego produktywność i efektywność. Pojawiają się nowe etapy produkcji, które nie istniały wcześniej. Chociaż w krótkim terminie pojawia się spadek popytu na dobra konsumpcyjne, to w dłuższym terminie wydłużenie się procesu produkcji spowoduje wzrost ilości dóbr konsumpcyjnych i w konsekwencji realny spadek ich cen co z kolei wpłynie na wzrost realnych dochodów i płac oraz zwiększoną siłę nabywczą [De Soto 2006, s. 333-342].

Teraz dla porównania przeanalizujemy sytuację, kluczową z punktu widzenia tej pracy, w której na rynek trafia dodatkowa podaż pieniądza w postaci kredytu cyrkulacyjnego i jakie ma to konsekwencje widoczne w strukturze produkcji i zachowaniach uczestników rynku. Dodatkowa podaż kredytu cyrkulacyjnego ma podobny efekt oddziałujący na rynkową stopę procentową jak redukcja preferencji czasowych i w rezultacie poczynienie oszczędności, czyli rynkowa stopa procentowa zostaje obniżona. Choć powierzchownie widoczny efekt może być taki sam to



struktura kapitałowa, którą omówiliśmy wcześniej, jak i w następstwie struktura produkcyjna w obu przypadkach funkcjonują w zupełnie inny sposób. Spadek rynkowej stopy procentowej wpływa na decyzje dotyczące zyskowności rozważanych przez uczestników rynku przedsięwzięć. Aczkolwiek spadek, który nastąpił w sytuacji którą rozważamy jest spowodowany pojawieniem się dodatkowej podaży kapitału pieniężnego bez jakichkolwiek poczynionych wcześniej oszczędności, czyli inaczej mówiąc, bez wcześniejszego spadku popytu na dobra konsumpcyjne. Tak jak w uprzednio rozważanej przez nas sytuacji zwiększała się ilość dóbr kapitałowych, tak w tej sytuacji nie zaistniał żaden wzrost. Mimo tego uczestnicy rynku zachowują się tak jakby nastąpił wzrost w oszczędnościach i w konsekwencji wzrost w ilości uwolnionego kapitału. Tak więc taki proces jest mylny. Następuje nie tylko wydłużenie całego procesu produkcji (tak jak w przypadku oszczędności), ale także poszerzenie każdego z etapów produkcji, czyli żaden z etapów, a w szczególności te blisko konsumpcji, nie zostają w jakikolwiek sposób dotknięte zawężeniem marż cenowych. Całemu procesowi towarzyszy ogromny optymizm ze strony uczestników rynku, ponieważ bez jakiegokolwiek poświęcenia w postaci zredukowanej konsumpcji (lub droższych kredytów, w przypadku niezaniżonej rynkowej stopy procentowej) są w stanie podejmować się przedsięwzięć, które wcześniej wydawały się nie do osiągnięcia lub nominalnie przynoszą większy zysk. Pierwszym skutkiem widocznym w strukturze cenowej i produkcyjnej jest relatywny wzrost cen czynników produkcji takich jak siła robocza i zasoby naturalne. Jest to oczywiście spowodowane większymi możliwościami monetarnymi uczestników rynku, których popyt na te czynniki wzrasta (należy przypomnieć w tym momencie, że żadne czynniki produkcyjne nie zostały uwolnione, tak jak w przypadku procesu z dobrowolnymi oszczędnościami). Kolejnym skutkiem jest wzrost cen dóbr konsumpcyjnych następujący po pewnym spowolnieniu w tempie wzrostu cen czynników produkcji. Jest to wywołane kilkoma przyczynami: wzrost dochodów uczestników rynku, którzy są w posiadaniu czynników produkcji wliczając w to siłę roboczą; początkowe opóźnienie w produkcji dóbr konsumpcyjnych spowodowane wydłużaniem się całego procesu produkcyjnego; rosnący popyt na dobra konsumpcyjne, wynikające z iluzorycznie powiększających się dochodów uczestników rynku i ogólnego optymizmu. Z powodu tych przyczyn ceny dóbr konsumpcyjnych lub zbliżonych do etapu konsumpcji rosną relatywnie szybciej niż ceny czynników produkcji przez okres trwania napływu dodatkowego pieniądza na rynek. Oznacza to, że przedsiębiorstwa operujące bliżej etapu konsumpcji są w stanie generować większe dochody

niż przedsiębiorstwa bardziej oddalone od etapu konsumpcji, co w rezultacie może spowodować podejmowanie nowych przedsięwzięć i przenoszenie swoich działań bliżej etapu konsumpcji [Mises 1996, s. 552-556; De Soto 2006, 348-370].

Wróćmy jednak do istotnego punktu jakim jest brak uwolnionych środków produkcji w przypadku ekspansji kredytowej. Charakterystyczną cechą dla ekspansji jest fakt, że żadne dodatkowe dobra kapitałowe umożliwiające wydłużenie procesu produkcji nie są dostępne. Dobra kapitałowe muszą być pobrane z innych etapów produkcji, tak jak w przypadku poszerzania aktywności produkcyjnej na bazie oszczędności. Posłużmy się przykładem opisanym przez Mises'a w celu prostego zilustrowania braku dodatkowych dóbr kapitałowych w trakcie ekspansji kredytowej. Niech  $p$  oznacza podaż dóbr kapitałowych tuż przed rozpoczęciem ekspansji kredytowej, a  $g$  ilość dóbr konsumpcyjnych możliwych do wyprodukowania, po upływie pewnego okresu czasu, bazując na ilości dóbr kapitałowych  $p$ . Ponieważ jest to dynamiczny proces produkcji potrzebujemy jeszcze  $r$  oznaczające dobra kapitałowe, które są wymagane, aby zastępować zużyte  $p$  przy regularnie produkowanym  $g$ . Przed rozpoczęciem ekspansji kredytowej dostępnych jest  $r+p1+p2$  dóbr kapitałowych, które umożliwiają produkcję  $g+g1+g2$  dóbr konsumpcyjnych. W momencie, gdy rozpoczyna się ekspansja kredytowa, pojawia się dodatkowy kapitał pieniężny w postaci kredytów dostępnych dla uczestników rynku. Z tego powodu zaczynają oni podejmować się przedsięwzięć z myślą, iż podaż dóbr kapitałowych zwiększyła się do  $r+p1+p2+p3+p4$  i pozwoli to na zapewnienie poprzedniej produkcji jak i na produkcję wcześniej nieopłacalną czyli  $g+g1+g2+g3+g4$ . Dodatkowe dobra kapitałowe w postaci  $p3+p4$  w rzeczywistości nie istnieją. Część z nich może dopiero trafić na rynek po pewnym czasie dzięki przesunięciu części już dostępnego kapitału i siły roboczej do ich produkcji, która w początkowym stadium wydaje się bardziej opłacalna. Niektóre nie mogą powstać ze względu na pewne limity, na przykład naturalne. Tak więc dostępne dobra kapitałowe są niewystarczające do realizacji całej zaplanowanej produkcji dóbr konsumpcyjnych. Prowadzi to do już wspomnianych wzrostów cen dóbr kapitałowych, które początkowo mogą relatywnie szybciej rosnać w porównaniu do cen konsumpcyjnych, jednakże w dłuższej perspektywie ceny dóbr konsumpcyjnych relatywnie wzrosną bardziej niż ceny dóbr kapitałowych, a etapy produkcyjne zbliżone do konsumpcji będą wydawać się bardziej dochodowe [Mises 1996, s. 557-558; Hayek 1975, s. 145-146].

Cały ten proces może być utrzymywany jedynie, gdy towarzyszy mu progresywna ekspansja kredytowa. Jednak nie jest to możliwe, pomijając już inne aspekty, ponieważ prowadziłyby to do wzrostów cenowych przekraczających jakiegokolwiek limity. Fakt, że ceny dóbr konsumpcyjnych w dłuższej perspektywie będą progresywnie rosnać szybciej niż ceny dóbr kapitałowych spowoduje, że rynkowa stopa procentowa zacznie rosnać w kierunku pierwotnej stopy procentowej. Wszyscy uczestnicy rynku opierali swoje decyzje na zaniżonej rynkowej stopie procentowej, która stopniowo zaczyna rosnać. Jest to moment, w którym zaczyna przejawiać się brak wystarczającej ilości dóbr kapitałowych w celu kontynuacji lub ukończenia podjętych inwestycji. Uczestnicy rynku są gotowi korzystać z kredytów, które są teraz oferowane przy wyższej rynkowej stopie procentowej, tylko po to, aby podjąć próbę ukończenia swoich inwestycji lub utrzymania poziomu zwiększonej produkcji. W rezultacie duża część tych przedsięwzięć okazuje się błędnymi inwestycjami na każdym z etapów produkcyjnych. Proces ograniczania kredytowego powoduje, że część uczestników rynku może spróbować przenieść swoje działania na etapy bliższe konsumpcji, które nadal mogą wydawać się bardziej dochodowe, niż etapy dalsze od konsumpcji. W połączeniu ze zmniejszającą się liczbą dostępnego kapitału pieniężnego powoduje, to że problem pogarsza się. Zostają także dotknięte etapy zbliżone do konsumpcji nie tylko ze względu na brak dodatkowych tanich kredytów pozwalających ukończyć rozpoczęte inwestycje, ale także ze względu na etapy oddalone od konsumpcji nie produkujące już takiej ilości dóbr kapitałowych. Nawiązując do Hayek'a, to właśnie zjawisko niedostatku kapitału w postaci pieniężnej jak i dóbr jest punktem kulminacyjnym całego cyklu i prowadzi do tzw. kryzysu. Można to porównać do sytuacji, w której mieszkańcy odizolowanej wyspy podjęli się skonstruowania maszyny, które zapewniałyby im wszystkie potrzeby, i po wykonaniu jakiejś części tej maszyny zorientowali się, że ilość oszczędności jakie poczynili i ilość urządzeń potrzebnych do wykonania tej maszyny jest niewystarczająca [Mises 1996, s. 561-563; Hayek 1975, s. 148-149; Hayek 1935, s. 94].

## **2. Przebieg cyklu koniunkturalnego**

W tym podrozdziale należy skupić się na cyklu koniunkturalnym jako całości, z jego najważniejszymi aspektami i etapami. Choć każdy cykl koniunkturalny, w tym każdy kryzys, charakteryzuje się swoimi własnymi wydarzeniami i cechami, a precyzyjne chronologiczne przedstawienie każdego z procesów jest raczej niemożliwe, to bazując na austriackiej teorii

cyklów koniunkturalnych można usystematyzować charakterystyczny dla każdego z cykli przebieg zdarzeń występujących nie tylko w przeszłości ale i współcześnie. Pozwoli to na pełne nakreślenie całego przebiegu cyklu, którego źródło oraz skutki zostały szczegółowo opisane w poprzednich podrozdziałach. Ułatwi to także przyjrzenie się kryzysom i panikom finansowym z roku 1837 oraz 1907.

Główną przyczyną powstawania cyklu koniunkturalnego są zmiany w podaży pieniądza [Hayek 1933, s. 140]. Siłami wpływającymi i przyczyniającymi się do ciągłego naruszania podaży pieniądza są rządy interwencjonistyczne, banki centralne i banki komercyjne. Są to wystarczające siły zdolne do wpłynięcia na podaż pieniądza w taki sposób, aby zakłócić prawo popytu i podaży. Zazwyczaj jest to kombinacja dwóch sił, czyli banku centralnego i banków komercyjnych opierających się na systemie rezerwy cząstkowej i rozpoczynających ekspansję kredytową nie popartą zwiększającymi się oszczędnościami uczestników rynku [Rothbard 1993, s. 989-990]. Kreacja kredytu cyrkulacyjnego, wykreowanego praktycznie z niczego przez banki komercyjne akompaniowane przez bank centralny, ze względu na swą elastyczność rodzi najwięcej problemów, ponieważ w bardzo szybkim tempie potrafi zwiększyć istniejącą podaż pieniądza i w równie szybko wycofać dodatkowe środki [Hayek 1933, s. 187-188]. W ten sposób wygląda sam początek cyklu koniunkturalnego – ekspansja środków fiducjarnych poprzez rynek kredytowy poprzedzona obniżeniem rynkowej stopy procentowej poniżej pierwotnej stopy procentowej. W tym momencie cały rynek kapitałowy zostaje dotknięty napływem nowych środków pieniężnych, co z kolei rozpoczyna swój wpływ na decyzje uczestników rynku i powoli modyfikuje całą strukturę produkcyjną i cenową. Uczestnicy rynku dotknięci ekspansją kredytową jako pierwsi, zyskują najwięcej. Każdy kolejny zyskuje mniej. Większość zysków jest tylko nominalna, a więc iluzoryczna. W rezultacie w dłuższym terminie większość uczestników rynku zubożeje z powodu obniżonej siły nabywczej pieniądza w stosunku do dóbr i usług [Rothbard 1993, s. 990; Hayek 1975, s. 146]. Dostępność kapitału pieniężnego po niższej rynkowej stopie procentowej powoduje, że część uczestników rynku zaczyna zauważać nowe szanse inwestycyjne, które wcześniej wydawały się niedochodowe. Popyt na dobra kapitałowe i inne czynniki produkcji rośnie w związku z podejmowanymi nowymi przedsięwzięciami. Ceny czynników produkcji w początkowej fazie ekspansji zaczynają rosnąć, ponieważ ich podaż w danym momencie jest stała. Przedsiębiorstwa i uczestnicy rynku powiązani z produkcją dóbr kapitałowych, czyli dóbr najbardziej oddalonych od etapu konsumpcji, zaczynają odczuwać

złudną fazę dobrej koniunktury. Choć dobra kapitałowe to dobra czasochłonne w produkcji i bardzo często limitowane przez zasoby naturalne, mimo to przedsiębiorstwa związane z tymi etapami starają się zwiększyć produkcję. Uczestnicy rynku związani z etapami najdalej od konsumpcji w tym momencie odczuwają wzrost ich dochodów, nierzadko iluzoryczne. Dochody i akcje tych przedsiębiorstw rosną, a także płace pracowników tam zatrudnionych wzrastają. Wzrost cen dóbr kapitałowych z czasem przekłada się na wzrost cen dóbr produkowanych na etapach zbliżonych do konsumpcji. Na wzrost cen dóbr konsumpcyjnych również wpływa wzrost dochodów części uczestników rynku. Ponieważ ekspansja kredytowa nie została zapoczątkowana poprzez redukcję preferencji czasowych, czyli poprzez wzrost oszczędności, nie ma podstaw aby zakładać, że nominalnie zwiększony dochód spowoduje wzrost oszczędności. Choć w wyjątkowych przypadkach może tak się stać, to historyczne wydarzenia dowodzą, że uczestnicy rynku są bardziej skłonni do zwiększenia preferencji czasowej i w efekcie wzmożonej konsumpcji kapitału pieniężnego co następnie przekłada się na jeszcze bardziej rosnące ceny dóbr konsumpcyjnych. Może to powodować także zwiększone inwestycje w etapy produkcji zbliżone do konsumpcji [Rothbard 1993, s. 993-998]. Rezultatem wyżej wymienionych procesów jest ogólne wrażenie prosperującej gospodarki, nominalnie rosnące dochody oraz wydłużona i poszerzona struktura produkcyjna, a także silnie naruszona struktura cenowa. Co więcej, procesy te można w pewnym sensie przyrównać do tzw. fazy ożywienia w powszechnie znanej teorii cykli koniunkturalnych, jednak jest to ożywienie złudne i w następstwie prowadzące do ujawnienia masowych błędów inwestycyjnych i decyzyjnych wśród uczestników rynku.

Jednak tzw. boom gospodarczy może trwać tak długo jak proces ekspansji kredytowej dostarcza nowego kapitału pieniężnego na rynek w progresywnym tempie. Kolejne środki fiducyjne mogą trafić na rynek tylko dzięki kolejnej obniżce rynkowej stopy procentowej. Aczkolwiek taka sytuacja prowadzi do kompletnie niekontrolowanego wzrostu cen. Tak więc, ekspansja kredytowa musi ostatecznie być zatrzymana co z kolei rodzi nowe procesy. Ekspansja zostaje zahamowana przez banki komercyjne, ponieważ zbyt duża ekspansja (do której zresztą bardzo często dochodzi) znacznie przekraczająca ich stosunek rezerwy cząstkowej do wykreowanych kredytów spowoduje problemy z płynnością tych banków, lub po prostu bank centralny podniesie rynkową stopę procentową z obawy o rosnące ceny [Hayek 1933, s. 179-180]. Rynkowa stopa procentowa wcześniej czy później musi rozpocząć swój wzrost w kierunku

pierwotnej stopy procentowej. Od tego momentu rozpoczyna się brak dodatkowych środków w postaci taniego kapitału pieniężnego, a korzystanie z kredytów przy wyższej rynkowej stopie procentowej staje się nieopłacalne. Uczestnicy rynku, którzy podejmowali swoje decyzje w momencie gdy rynkowa stopa procentowa była zaniżona a ceny dóbr kapitałowych rosły, i spodziewali się, że na tym poziomie się utrzyma, zauważają, że ich decyzje były błędne a dalszy rozwój i produkcja niemożliwe. Co więcej, duża część z tych uczestników rynku musi ograniczyć swoją działalność [Hayek 1975, s. 148]. W ten sposób zaczyna się proces korekty rynkowej, odpowiednik tzw. kryzysów i depresji. Kurczenie się ekspansji kredytowej, tj. zmniejszenie się ilości środków fiducjarnych wykreowanych przez banki, początkowo najmocniej jest odczuwalne w etapach najbardziej oddalonych od konsumpcji, czyli przy produkcji dóbr kapitałowych, ponieważ na te dobra popyt zmniejszył się wywołany brakiem dodatkowego kapitału pieniężnego. W tym momencie okazuje się, że decyzje podjęte przez uczestników rynku powiązanych z tymi etapami struktury produkcyjnej w czasie gdy został sztucznie wykreowany popyt na ich dobra, są nie do utrzymania i należy podjąć nowe decyzje ograniczające produkcję i porzucające rozpoczęte inwestycje. W ten sposób ceny dóbr kapitałowych zaczynają swój spadek w dół. W dłuższej perspektywie również etapy produkcji zbliżone do konsumpcji zaczynają odczuwać korektę rynkową, ponieważ uczestnicy rynku także na tych etapach zwiększyli swoją produkcję poprzez nowe inwestycje, aby zaspokoić rosnący wtedy popyt konsumentów na dobra konsumpcyjne. Teraz ich dochody spadły, a z nimi popyt na dobra konsumpcyjne i w rezultacie ceny dóbr konsumpcyjnych. W konsekwencji uczestnicy rynku zaczynają dążyć do ustalenia nowego poziomu preferencji czasowej. Cała struktura produkcyjna z powrotem skraca się i zwęża, ponieważ była zbudowana na bazie kapitału pieniężnego, opartego na środkach fiducjarnych. Wzrasta także siła nabywcza pieniądza [Mises 1996, s. 560-563; Rothbard 1993, s. 997-1000]. Faza ta powszechnie nazywana depresją jest tak naprawdę korektą rynkową i dostosowaniem się rynku do nowych informacji mówiących o preferencjach czasowych uczestników rynku, ilości dóbr kapitałowych, a także o poziomie rynkowej stopy procentowej i poziomie pierwotnej stopy procentowej. Jednak są to informacje i dane nie odzwierciedlające tych samych danych sprzed rozpoczęcia ekspansji kredytowej [Mises 1996, s. 563]. Tak więc poprzez ekspansję kredytową i zaniżenie rynkowej stopy procentowej uczestnicy rynku zostają wprowadzeni w błąd, a rynkowa stopa procentowa oraz ceny na bazie których podejmują decyzje dotyczące przyszłości tworzą oczekiwania, które ostatecznie, gdy

ekspansja się kończy, muszą się nie spełnić [Hayek 1975, s. 141]. Oczywiście nie wszystkie podjęte inwestycje w trakcie fazy korekty okazują się błędnymi. Wszystko zależy od zyskowności przedsięwzięcia, czyli mówiąc inaczej, jak bardzo była to błędna decyzja [Rothbard 1993; s. 1004].

Ekspansja kredytowa zawsze rozpoczyna cykl koniunkturalny nawet jeśli działanie tej ekspansji jest przyćmione np. nierosnącymi cenami lub gdy nominalnie rynkowa stopa procentowa nie została obniżona. Przykładowo zdarza się, że siła w postaci rosnących cen zostaje wyrównana poprzez rosnącą podaż dóbr. Nie oznacza to jednak, że ekspansja kredytowa w postaci środków fiducjarnych nie wpłynęła na decyzje uczestników rynku prowadzące do błędnych inwestycji, które okażą się błędnymi dopiero, gdy proces ekspansji zostanie zatrzymany [Rothbard 1993; s. 1003]. Należy także wspomnieć o tym, że proces kurczenia się ekspansji kredytowej nie trwa w nieskończoność, tzn. podaż pieniądza może skurczyć się tylko o tę część wykreowaną w postaci środków fiducjarnych, aż osiągnie podaż pieniądza w węższym zakresie [Rothbard State 1993, s. 1007].

Notorycznie powtarzające się cykle koniunkturalne to efekt ciągle powtarzanej polityki monetarnej, prawnej i rządowej zmierzającej do obniżania rynkowej stopy procentowej w celu doprowadzenia do ekspansji kredytowej jak stymulanta gospodarczego [Mises 1996, s. 572-573]. Jednak takie działanie w większości przypadków doprowadza do sytuacji, w której głównymi beneficjentami ekspansji są rządy oraz banki komercyjne kosztem większości społeczeństwa. Problem leży także w postrzeganiu ekspansji kredytowej jako coś pożądanego, pozwalającego uczestnikom rynku lepiej prosperować. Tymczasem faza tzw. depresji jest odbierana jako okres kompletnie trudny do akceptacji przez uczestników rynku. Aczkolwiek z perspektywy całej gospodarki, nawiązując do Mises'a, jest zupełnie odwrotnie. Faza boom'u wykreowana przez ekspansję kredytową powoduje marnotrawstwo czynników produkcji poprzez częste błędy inwestycyjne oraz redukuje podaż dóbr kapitałowych przez nadmierną konsumpcję. Z kolei faza kryzysu i depresji to powrót do stanu, w którym dostępne czynniki produkcji są zainwestowane przez uczestników rynku w najbardziej efektywny sposób [Mises 1996, s. 575-576].

# Rozdział III – Analiza kryzysów finansowych w Stanach Zjednoczonych z 1837 i 1907 roku

## 1. Kryzys z 1837 roku

### 1.1. Wprowadzenie

W maju 1837 roku doszło do jednej z największych panik finansowych XIX wieku w Stanach Zjednoczonych. 10-tego maja tego roku banki nowojorskie po serii masowych wypłat depozytowych w postaci kruszcu zgłosiły problemy z płynnością. Fala rozeszła się również po innych miastach szybko ogarniając praktycznie całe ówczesne Stany Zjednoczone. Panika finansowa z 1837 roku i następujący po niej kryzys finansowy i depresja gospodarcza poprzedzone są wieloma wydarzeniami, które pośrednio lub bezpośrednio wpłynęły na ich wystąpienie. Są to głównie wydarzenia natury instytucjonalnej i ekonomicznej zachodzące w tam tym okresie. Jest to też dość sporny okres, jeśli chodzi o interpretację zaistniałych faktów przez ekonomistów i historyków, co prowadzi do dużych rozbieżności w definiowaniu przyczyn kryzysu. Jak Hummel zauważa zależy to od teorii ekonomii jaką zastosuje się do interpretacji wydarzeń [Hummel 1978, s. 1]. Aczkolwiek nawiązując do tych wydarzeń z całą pewnością najwięcej uwagi musi być poświęcone siódmemu prezydentowi Stanów Zjednoczonych Andrew Jackson'owi i jego zwolennikom oraz przeciwnikom z Nicholas'em Biddle'm na czele, a także instytucjom bankowym z Drugim Bankiem Stanów Zjednoczonych (ang. *Second Bank of the United States*) wśród nich. Wskazywana jest także istotna rola, jaką w tym czasie odegrał Bank Anglii, od którego w tam tym okresie Stany Zjednoczone były silnie zależne ekonomicznie.

Badając okoliczności prowadzące do paniki finansowej z 1837 roku i w konsekwencji do kryzysu i depresji, musimy cofnąć się aż do 1816 roku, w którym to przez Kongres zostaje powołany Drugi Bank Stanów Zjednoczonych. Był to bank prywatny, w którym to 20% udziałów należało do rządu federalnego. Pozostała część udziałów znajdowała się w rękach prywatnych inwestorów. Zadaniem Banku było emisja narodowej waluty papierowej, skupowanie długu publicznego oraz przyjmowanie i utrzymywanie rządowych depozytów. Banknoty i depozyty były wymienne na kruszec (złoto i srebro). Celem banku było zahamowanie inflacyjnej polityki banków stanowych, co paradoksalnie pogorszyło sytuację i



masowo powiększyło podaż pieniądza [Rothbard 2002, s. 83-85; Gauge 1968, s. 78-85; Catterall 1902, s. 9-26]. Rezultatem był kryzys 1819 roku, który zapoczątkował wrogie nastawienie do Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych w postaci m.in. ruchu Andrew Jackson'a i jego zwolenników dążących do zamknięcia banku, co udaje się dopiero w 1840 roku. Byli oni propagatorami minimalnego rządu i jego separacji od systemu bankowego, czyli likwidacji Drugiego Banku. Dążyli również do zniesienia systemu rezerwy częściowej, który panował w tym czasie w bankach we wszystkich regionach Stanów Zjednoczonych, co także częściowo udaje się po 1840 roku. W 1823 roku na stanowisko zarządcy Drugiego Banku zostaje wybrany entuzjasta tego banku Nicholas Biddle. Z kolei w 1828 roku na amerykańskiego prezydenta zostaje wybrany wspomniany Andrew Jackson, który był nim przez dwie kadencje aż do 1837 roku, a jego sympatycy zyskali na sile. Rozpoczęli oni wdrażanie swoich poglądów, a pierwszym krokiem miała być likwidacja Drugiego Banku, co napotkało sprzeciw Nicholas'a Biddle'a. Umownie bank miał przestać istnieć już w 1836, tego powodu Biddle próbował ponownie powołać bank już w 1830 roku, wiedząc o zamierzeniach Jackson'a. Prezydent zawetował powstanie banku i w ten sposób rozpoczął wojnę bankową (ang. *Bank War*), która była sporem o istnienie tej instytucji [Rothbard 2002, s. 93]. Co więcej, w 1833 roku A. Jackson rozpoczął przenoszenie wszystkich depozytów rządu federalnego do 91 banków stanowych, które w opinii części historyków, były przychylne Jackson'owi oraz likwidacji Drugiego Banku. Według tych samych historyków decyzja ta była impulsem dla banków stanowych do ekspansji kredytowej opartej na ilości zwiększonych depozytów. W dodatku rząd Andrew Jackson'a w 1836 wydał dekret o nazwie *Specie Circular* (ang.) mający na celu zahamowanie nadmiernej spekulacji na cenach terenów państwowych, które w tym czasie były chętnie sprzedawane. *Specie Circular* miało na celu zatrzymanie spekulacji poprzez nakaz płacenia za ziemię kruszcem (ang. *specie*), co według głównego nurtu spowodowało zabieranie przez klientów kruszcu z banków i w efekcie przyczyniło się do gwałtownego spadku podaży pieniądza w postaci kredytów. Ostatnim elementem przytaczanym przez większość ekonomistów to spora nadwyżka w bilansie płatniczym Stanów Zjednoczonych, co zostało z kolei rozłożone na rządy stanowe w postaci banknotów narodowych i przyczyniło się do kolejnego wzrostu w podaży pieniądza [Hammond 1985, s. 420; Rothbard 2002, s. 94-97]. Wyżej wymienione fakty są bardzo często przytaczane przez większość historyków i ekonomistów jeśli chodzi o przyczyny kryzysu w 1837 roku, czyli jest to w głównej mierze polityka Andrew Jacksona i jego

administracji. Część z nich nie wskazuje polityki prezydenta jako bezpośredniej przyczyny, ale jako pośredniej, ograniczającej działanie Drugiego Banku jako hamulca dla ekspansywnej polityki banków stanowych i prywatnych [Hammond 1985; Redlich 1951; Catterall, 1902].

Z kolei pewna grupa ekonomistów i historyków podaje inne wydarzenia jako kluczowe dla wybuchu kryzysu, i są one w niewielkim lub żadnym stopniu zależne od polityki Andrew Jackson'a. Pierwszym argumentem jest to, że szybki wzrost cen spowodowany zwiększoną podażą pieniądza rozpoczął się już w 1830 roku, tj. dużo wcześniej niż przeniesienie depozytów rządowych z Drugiego Banku do banków stanowych [Hummel 1978, s. 153-154]. Kolejnym przytaczanym argumentem jest negowanie - wcześniej wspomnianego poparcia wśród banków stanowych dla prezydenta Jackson'a. Niektórzy historycy twierdzą, iż było zupełnie odwrotnie, a jako dowód przytaczają wypowiedź samego Biddle'a z 1832 roku, mówiącą o tym, że większość banków stanowych było przychylnie Drugiemu Bankowi, co z kolei zaprzecza tezę iż wojna bankowa zaowocowała brakiem współpracy pomiędzy Drugim Bankiem a bankami stanowymi [Wilburn 1979, s. 118-19]. Dość często przytaczany jest również argument dotyczący polityki inflacyjnej Drugiego Banku a wraz z nim banków stanowych [Rothbard 2002, s. 94]. Istotnym elementem są zmiany w imporcie i eksporcie kruszcu w Stanach Zjednoczonych w lata 1825-1839, a dokładniej, import srebra z Meksyku i eksport srebra do krajów azjatyckich, a także napływ i odpływ kapitału w postaci srebra i złota z Wielkiej Brytanii, który to doprowadził do wahań cenowych bawełny [Temin 1969, s. 80-82 i 174]. Kulminacją wszystkich wydarzeń było zaprzestanie wymiany banknotów na kruszec przez większość banków stanowych oraz Drugiego Banku, ponieważ były one silnie zagrożone utraceniem płynności i bankructwem.

## 1.2. Analiza podłoża kryzysu z 1837 roku

### 1.2.1. Analiza podaży pieniądza i dynamiki cen

Przeanalizujemy teraz wymienione przyczyny i ich wpływ na gospodarkę Stanów Zjednoczonych, a dokładniej, na poziom podaży pieniądza, który z perspektywy austriackiej jest głównym czynnikiem będącym w stanie wywołać wahania gospodarcze. Skupmy się najpierw na zmianach w całkowitej podaży pieniądza w całym okresie oraz na indeksach cenowych dotyczących tego okresu.

**Tabela 1. Szacowana całkowita podaż pieniądza oraz podaż kruszcu w Stanach Zjednoczonych w latach 1823-1843 (wartości przybliżone wyrażone w mln \$)**

<b>Rok</b>	<b>Podaż pieniądza</b>	<b>Podaż kruszcu</b>
1823	88	31
1824	88	32
1825	106	29
1826	108	32
1827	101	32
1828	114	31
1829	105	33
1830	114	32
1831	155	30
1832	150	31
1833	168	41
1834	172	51
1835	246	65
1836	276	73
1837	232	88
1838	240	87
1839	215	83
1840	186	80
1841	174	80
1842	158	90
1843	194	100

Źródło: Opracowanie na własne na podstawie: *Comptroller of the Currency 1896, s. 544; Temin 1969, s. 71 i 159.*

**Tabela 2. Indeksy cen hurtowych w USA w latach 1823-1842 na koniec każdego roku**

<b>Rok</b>	<b>Indeks cen hurtowych (1823=100)</b>
1823	100
1824	99
1825	100
1826	99
1827	100
1828	95
1829	94
1830	91
1831	98
1832	99
1833	98
1834	91
1835	104
1836	116
1837	115
1838	111
1839	116
1840	99
1841	98
1842	92

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Bureau of Labor Statistics 1941, Vol. 1, s. 715.*

Analizowaną dynamikę podaży pieniądza w okresie od 1823 do 1843 roku, można podzielić na trzy podokresy. Tabela 1 prezentuje, iż od 1823 roku do 1830 Stany Zjednoczone doświadczyły dość stabilnego i umiarkowanego wzrostu podaży pieniądza, przy niezmienionej podaży kruszcu. Z kolei w latach 1830-1836 wystąpił gwałtowny wzrost podaży pieniądza wynoszący średnio około 17% rocznie osiągając poziom 276 mln \$ w 1836 roku, czyli tuż przed rokiem, w którym wystąpiła panika finansowa. W tym samym okresie widoczny jest wzrost w podaży kruszcu wynoszący średnio około 15% rocznie, osiągając wartość 73 mln \$ przed rokiem kryzysowym. Aczkolwiek umiarkowanego wzrostu w podaży pieniądza w latach 1823-1830 nie odzwierciedla indeks cen hurtowych (Tab. 2.), który w tym okresie wykazuje dość stabilny poziom cen, a momentami nawet deflację cenową. Pewien inflacyjny ruch cenowy można dostrzec już w latach 1830-1833, gdzie ceny rosły w tempie 2,7% rocznie. Rok 1834 zakończył się kolejną deflacją cenową wynoszącą 7%, co z kolei zapoczątkowało szybki ruch w górę w postaci kolejnej inflacji w latach 1835-1836 osiągającej 13% rocznie. Rok 1837 to około 103%

wzrost w całkowitej podaży pieniądza i 175% wzrost w podaży kruszcu w stosunku do roku 1830. Również indeks cen hurtowych wskazuje na wzrost cen wynoszący 26% w roku 1837 w stosunku do roku 1830. Zmiany w podaży pieniądza również odzwierciedla indeks cen hurtowych, chociaż nieproporcjonalnie. Austriacka teoria pieniądza stanowi, iż zmiany w podaży pieniądza wywierają presję na wzrost lub spadek cen, a wzrosty i spadki cen każdego z dóbr są nieproporcjonalne, tj. może się zdarzyć, że cena jednego dobra ekstremalnie wzrośnie, podczas gdy innego pozostanie bez zmian w tym samym okresie. Co również jest istotne, zmiany w podaży pieniądza działają z pewnym opóźnieniem, dlatego w naszej analizie kluczowe wydają się lata 1834-1836, w których to całkowita podaż pieniądza rosła średnio o prawie 28% rocznie, i lata 1835-1837, gdzie indeks cen hurtowych rósł średnio 8% rocznie. Kwiecień 1837 roku to czas paniki finansowej, a sam rok charakteryzuje się skurczeniem całkowitej podaży pieniądza o około 16% i deflacją cenową wynoszącą 1%. Efektem skurczonej podaży pieniądza jest deflacja w 1838 roku, czyli prawie 4% w stosunku do 1837 roku. Chociaż panika i kryzys uważane są za dość dramatyczne w skutkach a ich efekty widoczne dopiero po latach, to w 1838 roku nastąpiła dość szybka poprawa kondycji gospodarki Stanów Zjednoczonych (niespodziewanej iluzorycznej poprawie przyczyniły się różne wydarzenia, o których później). Widoczne jest to w prawie 4% wzroście podaży pieniądza w tym roku w stosunku do roku 1837 oraz w ponownym wzroście cen w latach 1838-1839 prawie o 5%. Aczkolwiek poprawa nie trwała długo i już w latach 1839-1842 można zauważyć kolejne skurczenie się całkowitej podaży pieniądza średnio ponad 10% rocznie (z 215 mln \$ w 1839 roku do 158 mln \$ w 1842 roku) oraz deflację w indeksie cen hurtowych wynoszącą średnio prawie 8% rocznie (ze 116 w 1839 roku do 92 w 1842 roku). Tak więc, zmiany w podaży pieniądza oraz zmiany w indeksach cen odzwierciedlają dość precyzyjnie kolejne fazy cyklu koniunkturalnego. Można postrzegać okres 1830-1836 jako czas tzw. ożywienia, lata 1835-1836 jako okres boom'u gospodarczego prowadzącego w efekcie do paniki w roku 1837 i początku kryzysu, rok 1838 to niespodziewana tymczasowa poprawa prowadząca w efekcie do jeszcze poważniejszej korekty widocznej w latach 1839-1842.

### 1.2.2. Ekspansja kredytowa Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych

Chociaż wiemy, że podaż pieniądza była czynnikiem kluczowym prowadzącym do wydarzeń z 1837 roku, to nadal nie przeanalizowaliśmy źródeł tych zmian. Dlatego warto się teraz przyjrzeć działaniom Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych oraz banków stanowych w okresie od 1821 do 1842 roku.

**Tabela 3. Część bilansu rachunkowego i wskaźnik rezerw Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych w latach 1821-1840 (wartości przybliżone wyrażone w milionach \$)**

Rok	Kredyty i dyskonta	Kruszec	Banknoty w obiegu	Depozyty	Wskaźnik rezerw
1821	30,9	7,6	4,6	7,9	0,61
1822	28,1	4,8	5,6	8,1	0,35
1823	30,7	4,4	4,4	7,6	0,37
1824	33,5	5,8	4,7	13,7	0,32
1825	31,8	6,8	6,1	12,0	0,38
1826	33,5	4,0	9,5	11,2	0,19
1827	30,9	6,5	8,6	14,3	0,28
1828	33,7	6,2	9,9	14,5	0,25
1829	39,3	6,1	12,0	17,1	0,21
1830	40,7	7,6	13,0	16,1	0,26
1831	44,0	10,8	16,3	17,3	0,32
1832	66,1	7,0	21,4	22,8	0,16
1833	61,7	9,0	17,5	20,4	0,24
1834	54,9	10	19,2	10,8	0,33
1835	51,8	15,7	17,3	11,8	0,54
1836	59,3	8,4	23,1	5,1	0,30
1837	57,4	2,6	11,5	2,3	0,19
1838	45,3	3,8	6,8	2,6	0,40
1839	41,7	4,2	6,0	6,8	0,33
1840	36,8	1,5	6,7	3,3	0,15

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *The Comptroller of Currency 1876*, s. 33.

Drugi Bank stosował system rezerwy częściowej, a informuje o tym wskaźnik rezerw widoczny w Tabeli 3, czyli stosunek ilości kruszcu do depozytów oraz banknotów wyemitowanych przez bank. Choć początkowa polityka banku była dość konserwatywna, to w latach 1826-1834 można dostrzec istotne inflacyjne działanie odzwierciedlone we wskaźniku rezerw oraz w ilości udzielonych kredytów. W przypadku Drugiego Banku najbardziej kluczowe wydaje się rok 1832, w którym to widoczne jest, iż bank przy niskim wskaźniku rezerw

doprowadził do rekordowej ilości udzielonych kredytów wynoszących w sumie 66,1 mln \$ oraz lata 1834-1837, w których bank kontynuował swoją ekspansję kredytową przy niewielkiej ilości zgromadzonych depozytów (w latach 1833-1835 depozyty rządu federalnego były sukcesywnie przenoszone do banków stanowych przez administrację Jackson'a). Podważa to argument dotyczący Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych jako hamulca dla banków stanowych. Drugi Bank również znacząco przyczyniał się do ekspansji kredytowych, zanim jeszcze doszło do sporu pomiędzy Biddle'm a Jackson'em.

**Tabela 4. Szacowana wartość depozytów, banknotów, kruszcu oraz udzielonych kredytów wszystkich banków stanowych w Stanach Zjednoczonych w latach 1834-1843 (wartość przybliżona wyrażona w mln \$)**

Rok	Ilość banków	Kredyty i dyskonta	Banknoty	Depozyty	Kruszec	Średni wskaźnik rezerw
1820	307	-	40,6	31,2	16,6	0,23
1829	329	137,0	48,2	40,7	14,9	0,15
1830	330	201,0	61,0	55,0	21	0,18
1834	506	324,1	94,8	102,3	26	0,13
1835	704	365,2	103,7	122,1	44	0,19
1836	713	457,5	140,3	165,5	40	0,13
1837	788	525,1	149,2	189,8	38	0,11
1838	829	485,6	116,1	145,7	35	0,13
1839	840	492,3	135,2	143,4	45	0,16
1840	901	462,9	107,0	119,9	33	0,15
1841	784	386,5	107,3	107,8	35	0,16
1842	692	324,0	83,7	88,3	28	0,16
1843	691	254,5	58,6	77,6	34	0,25

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Annual Reports of the Comptroller of the Currency*, s. 1018-1025; *Hepburn 1915*, s. 127 i 159.

W Tab. 4 widoczny jest znaczący przyrost banków w okresie 1830-1840, w którym to ich liczba się prawie potroiła. Można również zauważyć ekspansję kredytową w latach 1829-1837 oraz malejącą liczbę kredytów w latach 1838-1843 ukazaną nie tylko w sumie udzielonych kredytów, ale także we wskaźniku rezerw (banki stanowe również stosowały rezerwę cząstkową). Ważnym elementem jest także progresywny wzrost kruszcu nie tylko widoczny w Tab. 1, ale również w Tab. 3 i Tab. 4 odzwierciedlających bilanse bankowe. To wzrost podaży kruszcu pozwolił bankom na zwiększenie swojej akcji kredytowej, bez znaczącej obniżki we wskaźniku rezerw. Ze względu na zauważalne braki w ogólnych raportach banków stanowych z okresu 1821-1828 oraz 1831-1833 dość trudna jest ocena, czy wspomniane wcześniej

przeniesienie depozytów federalnych do banków stanowych było kluczowe w rozpoczęciu wzmoczonej ekspansji kredytowej banków stanowych widocznej w Tab. 4. Aczkolwiek porównanie w Tab. 3 i Tab. 4 roku 1830 oraz 1834 daje pewne przesłanki, iż rozpoczęcie przenoszenia depozytów w 1833 roku mogło się w pewnym stopniu przyczynić do jeszcze większej ekspansji kredytowej. Widoczny jest blisko 70% wzrost w ilości depozytów i banknotów w roku 1834 w porównaniu do roku 1830 oraz spadek we wskaźniku rezerw z 0,18 do 0,13. Podsumowując działania banków stanowych oraz Drugiego Bank Stanów Zjednoczonych – ekspansja kredytowa prowadzona była z obu stron, a jej okresem kulminacyjnym były lata 1836-1837.

### 1.2.3. Zmiany w podaży kruszcu oraz ich źródła

Kolejnym elementem, który z pewnością nie może zostać przeoczony są zmiany w podaży kruszcu w Stanach Zjednoczonych, które dały podstawy do zwiększonej ekspansji kredytowej w systemie rezerwy częściowej. Analizując Tab. 5 można dostrzec prawie stałą nadwyżkę w postaci importu kruszcu oraz towarów, co oznacza stały napływ kapitału do Stanów Zjednoczonych. Bilans wyjaśnia progresywny wzrost podaży kruszcu w latach 1832-1840 widoczny w Tab. 1. Źródłem stałego napływu kruszcu jest kilka. Po pierwsze stosunek wymienny pomiędzy srebrem i złotem wynoszący 15:1 ustalony jeszcze przed 1800 rokiem powodował niedowartościowanie złota i w konsekwencji odpływ złotych monet ze Stanów Zjednoczonych, a w ich miejsce pojawienie się srebrnych monet hiszpańskich i meksykańskich. Rynkowy stosunek wymienny pomiędzy srebrem a złotem był notorycznie powyżej 15:1 (Tab. 6). Z tego powodu napływ srebra i odpływ złota trwał aż do 1834 roku. W 1834 roku stosunek ten zmieniony na 16:1, co z kolei powodowało napływ złota, a niedowartościowanie srebra. Drugim czynnikiem, który wpłynął na zwiększoną podaż kruszcu były zmiany w handlu amerykańsko-brytyjsko-chińskim. Przez długi czas, aż do 1825 roku, Stany Zjednoczone płaciły srebrem za towary z Chin, a Wielka Brytania importowała opium do Chin. W połowie lat 1820 chiński popyt na opium rósł w szybkim tempie, co powodowało, że chińskie nadwyżki w bilansie płatniczym zostały zredukowane. Z kolei z drugiej strony trwał nasilający się napływ kapitału z Wielkiej Brytanii do Stanów Zjednoczonych, co pozwoliło Stanom Zjednoczonym wystawiać instrumenty dłużne wyrównujące ich bilans w Wielką Brytanią. Co więcej, instrumenty te pozwoliły Stanom



Zjednoczonym na dokonywanie płatności za towary z Chin i zaprzestanie przesyłu srebra [Temin 1969, s. 80-82].

**Tabela 5. Bilans Stanów Zjednoczonych ukazujący import i eksport towarów i kruszcu w latach 1828-1840 (wyrażony w mln \$; nadwyżka importu (+), nadwyżka eksportu (-))**

<b>Rok</b>	<b>Kruszec</b>	<b>Towary</b>
1828	-0,8	17,0
1829	2,5	-0,3
1830	6,0	-8,9
1831	-1,7	23,6
1832	0,3	13,6
1833	4,5	13,5
1834	15,8	6,3
1835	6,7	21,5
1836	9,1	52,2
1837	5,8	19,0
1838	14,8	-9,0
1839	-1,3	44,2
1840	2,7	-25,4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Hepburn 1915, s. 68 i 130; Bureau of Foreign and Domestic Commerce 1912, s. 43-44.*

**Tabela 6. Szacowany rynkowy stosunek srebra do złota w latach 1828-1840**

<b>Rok</b>	<b>Stosunek</b>
1828	15,78
1829	15,78
1830	15,82
1831	15,72
1832	15,73
1833	15,93
1834	15,73
1835	15,80
1836	15,72
1837	15,83
1838	15,85
1839	15,62
1840	15,62

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Hepburn 1915, s. 53 i 69.*

Rezultatem tego typu posunięć było pozostanie części kruszcu w Stanach Zjednoczonych. Z kolei napływ kapitału z Wielkiej Brytanii mógł być związany z obniżoną stopą procentową przez Bank Anglii, która do 1826 roku nominalnie wynosiła 5%, aczkolwiek po 1826 została obniżona do 4% i trwało to do 1836 roku. Następnie w 1836 została podniesiona ponownie do 5%, w 1838 obniżona do 4%, a w 1839 podniesiona do 6%. Wahania te były związane z bardzo szybkim odpływem kapitału w postaci kruszcu z Wielkiej Brytanii, a podnoszenie stóp procentowych miało na celu zatrzymanie odpływu [Bank of England 2013].

Ostatnim wydarzeniem, który mógł mieć wpływ na doprowadzenie do kryzysu była spekulacja na cenach terenów sprzedawanych przez rząd federalny. Już od czasu powstania rządu federalnego nowoodkryte tereny były sprzedawane w ręce prywatne, po stałych, niskich cenach, aczkolwiek proceder ten nasilił się w 1829 roku. Tak więc, boom inwestycyjny rozpoczął się w 1829 roku i spowodowały go prawdopodobnie dwa czynniki: wspomniany napływ kapitału z zagranicy do Stanów Zjednoczonych, głównie z Wielkiej Brytanii wywołany niższymi stopami procentowymi Banku Anglii oraz nadwyżką eksportową Wielkiej Brytanii, która mimo wszystko pozostawała w Stanach Zjednoczonych właśnie z powodu inwestycji w tereny; a także, chociaż jest to mniej istotny czynnik, zwiększone inwestycje stanowe w drogi i kanały spowodowane nadwyżkami w dochodach stanowych [Dewey 1903, s. 216]. W 1829 sprzedano ponad 1,2 mld akrów, w 1834 były to 4,5 mld akrów, w 1835 12,5 mld akrów, a w 1836, który był rokiem szczytowym, to ponad 20 mld akrów, z kolei rok 1837 to spadek do ponad 5 mld akrów [Smith, Harrison 1935]. Rachunki wystawione przez rząd federalny za dokonaną sprzedaż wynosiły za 1834 rok prawie 15 mln \$, za 1835 rok 14,5 mln \$, a w rekordowym 1836 roku prawie 25 mln \$, z kolei w 1837 roku było to prawie 7 mln \$ [Dewey 1903, s. 217]. Cena rynkowa sprzedawanych terenów w rzeczywistości konsekwentnie rosła, podczas, gdy rząd federalny kontynuował sprzedaż po ustalonych cenach. Powodowało to sytuacje, w których inwestorzy prześcigali się w zaciąganiu kredytów i kupowaniu terenów po jak najniższej cenie od rządu, a następnie liczyli na to, że ich cena wzrośnie. Co więcej, bardzo często zdarzało się tak, że spekulant, który najpierw zaciągał kredyt w lokalnym banku i kupował teren od rządu, a następnie odsprzedawał go drożej innej osobie. Rząd otrzymane pieniądze składał w depozyt także w tym samym banku, a bank z tego depozytu udzielał kolejnego kredytu temu samemu spekulantowi [Dewey 1903, s. 225]. Tą drogą nadwyżki rządowe i stanowe zostały w pewien sposób wciągnięte w ekspansję kredytową banków.

Administracja prezydenta Jackson'a, w celu powstrzymania spekulacji, ustanowiła w 1836 roku, iż płatności za tereny sprzedawane przez rząd federalny można dokonywać tylko za pomocą kruszcu. Decyzja skutecznie zahamowała postępującą spekulację. Jednak stała się też czynnikiem zmuszającym banki do ograniczenia swojej ekspansji kredytowej z powodu zmniejszających się rezerw kruszczowych, co widoczne jest w dynamice zmian wskaźnika rezerw w Tab. 6.

### 1.3. Podsumowanie i wnioski

Wykonana analiza prowadzi do kilku wniosków oraz do najbardziej prawdopodobnego źródła zaistniałych wydarzeń, źródła, które jest w większości pomijane w literaturze dotyczącej tego okresu. Dlatego też z całą pewnością można stwierdzić, że zmiany w podaży pieniądza, gdzie w 1836 roku podaż pieniądza urosła o 142% w porównaniu do roku 1830, miały swój rezultat w pojawieniu się kryzysu w 1837 roku. Niemniej jednak, główną przyczyną tak znacznych zmian w podaży pieniądza był system rezerwy cząstkowej, dzięki któremu banki były w stanie na bazie jednej jednostki kruszcu wykreować poprzez system kredytowy cztery, a czasem nawet pięć jednostek ich odpowiedników w postaci banknotów. Oczywiście wspomniany napływ kruszcu przyczynił się do ekspansji kredytowej, ponieważ banki mogły zwiększyć swoją akcję kredytową bez znaczącego naruszania swojego wskaźnika rezerw, to jednak nie byłoby to możliwe bez systemu rezerwy frakcyjnej wirtualnie pomnażającej każdą jednostkę dodatkowego kruszcu, która pojawiła się w Stanach Zjednoczonych. Wszystkie inne wydarzenia wpływały tylko na ilość kruszcu będącego w całych Stanach Zjednoczonych lub na ilość kruszcu będącego w posiadaniu banków, czyli w konsekwencji, na wielkość ekspansji kredytowej.

Można także wysnuć pewne wnioski dotyczące poszczególnych wydarzeń, które również nie do końca pokrywają się z ogólną opinią na temat tego okresu. Po pierwsze, Wojna Bankowa miała praktycznie zerowy wpływ na wystąpienie kryzysu z 1837 roku. Jedyne element, który mógł mieć znaczenie, to przeniesienie depozytów federalnych do banków stanowych, co mogło minimalnie zwiększyć ekspansję kredytową prowadzoną przez te banki. Co więcej, pogląd, iż Wojna Bankowa spowodowała, że Drugi Bank nie był już hamulcem dla polityki inflacyjnej banków stanowych jest niepoprawny. Drugi Bank sam uczestniczył w tym procesie, nawet zanim Wojna Bankowa się rozpoczęła, a przeniesienie depozytów nie powstrzymało tego banku od kontynuowania swojej polityki. Po drugie, dystrybucja nadwyżki dochodowej rządu

federalnego na rządy stanowe i inwestycje lokalne nastąpiła dopiero w 1837 roku i wynosiła około 27 mln \$, co przy tak niewielkiej sumie i dość późnym okresie wystąpienia nie mogło się przełożyć na wystąpienie kryzysu, a raczej odłożenie go w czasie [Dewey 1903, s. 212-216 i 219-222]. Po trzecie kluczowymi elementami jeśli chodzi o podaż kruszcu były zmiany w handlu pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Chinami i Wielką Brytanią, co w rezultacie przełożyło się na ekspansję kredytową w Stanach Zjednoczonych. Również bardzo istotny był napływ kapitału z Wielkiej Brytanii oraz wysokość stóp procentowych Banku Anglii. Podniesienie wysokości stóp w 1836 roku zahamowało odpływ kruszcu do Stanów Zjednoczonych, obniżenie stóp w 1838 rozpoczęło kolejny odpływ, a ponowne podniesienie stóp w 1839 roku po raz kolejny zahamowało. Przełożyło się to na wielkość ekspansji kredytowej w Stanach Zjednoczonych. Po czwarte, *Specie Circular* zahamowało spekulację na cenach sprzedawanych terenów, chętnie wspomagana przez ekspansję kredytową, jednak prawdopodobnie zostało wprowadzone za późno i spowodowało częściowy odpływ kruszcu z banków, które już zdążyły udzielić ogromną liczbę kredytów na ich bazie. Jest to kolejny czynnik, po zmianach w stopach procentowych Banku Anglii, który zmusił banki do ograniczenia ekspansji kredytowej.

Podsumowując, zmiany w podaży pieniądza i indeksach cenowych wywołane były ekspansją kredytową opartą na systemie bankowym stosującym rezerwę frakcyjną. Ekspansja mogła być sukcesywnie zwiększana z powodu napływu kruszcu. Aczkolwiek to nie napływ kruszcu był problemem, ponieważ do odpływów i napływów musiało dochodzić. To system rezerwy frakcyjnej był problemem, pozwalającym pomnażać wielokrotnie zwiększone rezerwy kruszczowe. W ten sposób system bankowy przy uczestnictwie Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych mógł zapewnić praktycznie każdy popyt na pieniądź doprowadzając do pojawienia się spekulacji na nieruchomościach. Następnie pojawiły się dwa czynniki hamujące ekspansję kredytową, czyli: *Specie Circular* powstrzymujące spekulację oraz polityka Banku Anglii hamująca odpływ kruszcu do Stanów Zjednoczonych. W konsekwencji, gdy klienci banków kontynuowali wyciąganie swoich depozytów, ekspansja kredytowa musiała zostać skurczona - do momentu aż płynność banków została naruszona do tego stopnia, że nie były one w stanie już wypłacać więcej kruszcu i musiały zamknąć swoje drzwi.

## 2. Kryzys z 1907 roku

### 2.1. Wprowadzenie

Po okresie zwanym z ang. *Greenback Period* obejmującym okres wojny secesyjnej oraz lata aż do 1879 roku, z którego Stany Zjednoczone wyszły z ogromnym długiem publicznym wynoszącym prawie 2,3 mld \$ (przed wojną w 1860 roku dług wynosił 65 mln \$), systemem uprzywilejowanych banków narodowych oraz ogromem niewymienialnej na kruszec papierowej waluty zwanej *greenbacks*, nastąpił powrót do standardu złota. Wspomniany Narodowy System Bankowy (ang. *National Banking System*) został zapoczątkowany już w 1864 roku przez *National Banking Act* i właściwie trwał aż do roku 1913, w którym to powstał System Rezerwy Federalnej [Rothbard 2002, s. 136-142]. System był bardziej zcentralizowany niż poprzedni system, tj. banki powoływane były przez instytucje rządu federalnego, a struktura oparta była na bankach rezerwowych Nowego Jorku w punkcie centralnym, bankach rezerwowych innych miast oraz reszcie narodowych banków pod nimi, z kolei wszystkie banki stanowe musiały prowadzić swoje rachunki bieżące w bankach narodowych. Wszystkie banki były pod kontrolą urzędu walutowego (ang. *Office of the Comptroller of the Currency*) [Hepburn 1915, s. 306-332].

Lata 1879-1896 to ogólny trend spadkowy w ilości kruszcu w obiegu w Stanach Zjednoczonych oraz w innych rozwiniętych państwach, co przełożyło się z kolei na dość permanentną (z kilkoma wyjątkami), globalną deflację cenową dóbr i usług szczególnie tę mierzoną w złocie. Było to wywołane kombinacją przyczyn takich jak: próby wycofywania srebra z obiegu przez Skarb Stanów Zjednoczonych oraz limitowanie produkcji srebra; odpływ złota ze Stanów Zjednoczonych wywołany tym, iż co raz więcej krajów stosowało tylko i wyłącznie standard złota oraz aktualnym stanem w bilansie płatniczym; światowe spowolnienie w produkcji złota; rosnąca produkcja dóbr (w szybszym tempie niż produkcja złota). Duża część tego okresu jest bardzo często nazywana mylnie Długą Depresją (ang. *Long Depression*) z powodu globalnej deflacji cenowej (w Stanach Zjednoczonych 1% rocznie), aczkolwiek tempo wzrostu realnego produktu narodowego było imponujące (ok. 3,7% rocznie). Trend deflacyjny powoli się odwracał na początku lat 1890 w wyniku nowych odkryć pokładów złota w Stanach Zjednoczonych (Alaska i Kolorado) oraz w Afryce Południowej, a także z powodu ulepszonych metod wydobywania i rafinacji złota. Również miało to swoje odbicie w postaci wahań w

całkowitej podaży pieniądza w Stanach Zjednoczonych w latach 1879-1896. Chociaż podaż pieniądza stale rosła (ok. 6% rocznie), jej tempo wzrostu było często uzależnione od napływów złota i kreacji pieniądza na jego bazie przez system bankowy. Tymczasowe napływy złota w połączeniu z rezerwą cząstkową banków skutkowały kolejnymi panikami finansowymi (1884 i 1893). W latach 1896-1907 trend wzrostowy w produkcji złota w Stanach Zjednoczonych oraz na świecie stał się bardziej intensywny, a także wystąpił permanentny napływ kruszcu do Stanów Zjednoczonych, co przeanalizujemy w kolejnym podrozdziale [Friedman, Schwartz 1963, s. 91 i 140].

W okresie 1896-1913 również miało miejsce wiele wydarzeń, w tym politycznych, które miały swoje skutki ekonomiczne. Lata 1897-1902 to kolejne spory o rolę srebra w systemie monetarnym, spory rozpoczęte już w na początku lat 1870. Konflikt był skoncentrowany wokół William'a Bryan'a, kandydata demokratów w wyborach prezydenckich w 1896 i 1900 roku, oraz William'a McKinley'a, kandydata republikanów i zwycięzcy wyborów w wymienionych latach. Środowisko demokratów domagało się powrotu do pełnego bimetalizmu i nieograniczonej produkcji srebra. Z kolei środowisko republikanów dążyło do dalszego wycofywania srebra jako powszechnego środka płatności i ograniczono produkcję srebra. Właściwie była to kontynuacja polityki z poprzednich lat, realizowana po wygranych wyborach w 1896 i 1900 roku. Konflikt skutkował powszechną niepewnością wśród społeczeństwa co do systemu monetarnego i rezultatami uzależnionymi od wyniku wyborów. W 1900 roku, po konferencjach w Indianapolis, zapadła decyzja w sprawie systemu monetarnego stanowiąca o złocie jako standardowej jednostce pieniężnej i wartości. Konferencje rozpoczęły również dyskusje na temat tzw. elastycznej waluty, którą miałyby zapewniać system bankowy. Stąd w latach 1900-1913 pojawiało się co raz więcej propozycji co do reformy systemu bankowego i w rezultacie dążenie do powołania banku centralnego, który służyłby jako pożyczkodawca ostatniej instancji w trakcie zagrożenia utraceniem płynności przez największe banki oraz regulowania wysokości stóp procentowych [Rothbard 2002, s. 202-212].

Od 1896 roku następowały, wspomniane już, zmiany w bilansie płatniczym Stanów Zjednoczonych widoczne w zwiększonej przewadze eksportu nad importem. Dużą rolę odegrały tu dwa czynniki takie jak: decyzja o podniesieniu taryf i ceł importowych w postaci dokumentu zwanym *Dingley Tariff of July 1897* oraz niskie plony w Europie i rekordowe plony w Stanach

Zjednoczonych w 1896 i 1897 roku skutkujące bardziej intensywnym eksportem towarów zbożowych [Friedman, Schwartz 1963, s. 140-141].

Lata 1897-1907 to również czas coraz częstszych i odważniejszych interwencji rynkowych Sekretarza Skarbu Stanów Zjednoczonych. Chociaż za kadencji Lyman'a Gage'a (1897-1902) w roli sekretarza, interwencje na rynku były coraz częstszym zjawiskiem, to najwięcej z instrumentów interwencyjnych korzystał sekretarz Leslie Shaw (1902-1907). Obaj byli zwolennikami interwencyjnej roli Sekretarza Skarbu oraz pochlebnie opowiadali się za utworzeniem banku centralnego w przyszłości. Pierwszą poważną decyzją sekretarza Shaw była interwencja pod koniec 1902 roku, mająca na celu pomoc bankom narodowym w postaci złożenia 57 mln \$ depozytów Skarbu w tych bankach. Banki były w złej kondycji, ich wskaźnik rezerw był na bardzo niskim poziomie, co zwiastowało korektę rynkową. Interwencja częściowo „złagodziła” wydarzenia, aczkolwiek doszło do pewnego załamania gospodarczego szczególnie na rynku przemysłowym i kapitałowym, na cztery lata przed paniką z 1907 roku. W późniejszych latach również dochodziło do interwencji wspomagających system bankowy i mających na celu próbę kontroli monetarnej [Friedman, Schwartz 1963, s. 150-152].

Sam rok 1907 to splot wielu wydarzeń doprowadzających do paniki i w rezultacie do ujawnienia się nadchodzącego kryzysu. Pierwsze sygnały o zbliżającej się korekcie pojawiły się w marcu 1907 roku w postaci dużych spadków na giełdzie nowojorskiej. Administracja Sekretarza Skarbu podejmowała się interwencji rynkowych, a największa z nich została podjęta w sierpniu tego roku ogłaszająca, że skarb państwa zdeponuje w bankach narodowych 28 mln \$. Znana firma US Steel również w sierpniu ogłosiła komplikacje i drastyczne spadki w zyskach. W tym czasie trwały również spekulacje miedziowe z F. Heinze'em na czele, które w pewnym momencie zaczęły obierać odwrotny kierunek, co w efekcie doprowadziło do wyprzedży akcji spółek jak również pierwsze w tym roku *run on bank*. Banki, w tym duży Mercantile National Bank, powiązane ze spółkami miedziowymi rozpoczęły mieć problemy z płynnością. We wrześniu również okazało się, iż wcześniej bardzo dochodowe Standard Oil Company przynosi mniejsze zyski, co w konsekwencji wpłynęło również na spadek cen akcji tego przedsiębiorstwa. Sytuacja stawała się coraz trudniejsza, w momencie gdy fundusze powiernicze, masowo zakładane na początku XX wieku, zaczęły mieć problemy. Fundusze powiernicze musiały rozliczać się z izbami rozliczeniowymi, czyli w praktyce, z bankami narodowymi. Najbardziej znana w tam tym czasie Nowojorska Izba Rozliczeniowa wymagała od funduszy, od 1903 roku,

utrzymywania 10% rezerw. Z tego powodu większość funduszy przenosiło swoje rachunki do innych banków. Jednym z bardziej znanych przypadków jest fundusz Knickerbrocker Trust Company, które przeniosło swoje rachunki do National Bank of Commerce (głównym właścicielem banku był J. P. Morgan). Aczkolwiek w październiku 1907 roku, gdy generalna sytuacja pogarszała się, National Bank of Commerce zaprzestał obsługiwanie Knickerbrocker Trust tłumacząc to niepłynnością funduszu (około 60 mln \$ w stosunku do 8 mln \$ rezerw). Doprowadziło to do utraty zaufania do funduszu i masowe wypłacanie przez klientów swoich środków, których w większości fundusz nie posiadał, doprowadzając do swojego upadku 22 października. Rozpoczęło to zabieranie swoich środków przez klientów innych funduszy powierniczych, a następnie utratę zaufania do banków. Znacznie naruszyło to ściśle powiązany system kredytowy. Z tego powodu także wiele banków nie było w stanie spłacić swoich zobowiązań i upadło. W tym momencie rozpoczęły się interwencje Sekretarza Skarbu, a nawet właściciele największych banków (głównie Nowego Jorku), którzy przekonani o niedoborze pieniądza rozpoczęli wspieranie funduszy oraz innych banków. W rezultacie kolejne 25 mln \$ zebranych od bankierów (z J. P. Morgan'em i John'em Rockefeller'em na czele) oraz 36 mln \$ pochodzących ze skarbu państwa zostało wpuszczone w rynek na ratowanie funduszy powierniczych, spółek brokerskich i banków. Równocześnie podejmowane były działania mające na celu ściągnięcie większej ilości złota do Stanów Zjednoczonych. W rzeczywistości to szybko rosnące stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych zachęciły ponownie do eksportu oraz ponownego napływu złota (ok. 100 mln \$ w złocie w przeciągu trzech miesięcy). W ten sposób poszerzająca się panika została dość szybko powstrzymana, a rynek finansowy dość szybko zaczął się podnosić. Aczkolwiek kryzys był widoczny jeszcze przez długi czas głównie w sektorze przemysłowym, a w 1913 roku został powołany System Rezerwy Federalnej (ang. *Fed*) [Friedman, Schwartz 1963, s. 161-163; Markham 2002, s. 28-39].

Większość historyków i ekonomistów za przyczyny kryzysu z 1907 roku uznaje nagły odpływ złota ze Stanów Zjednoczonych, jak również brak banku centralnego, który miałby na celu regulację i zapewnienie elastycznego pieniądza [Tallman, Moen 1993; Sprague 1968]. Również bardzo często wskazywane jest uzależnienie napływów złota od cyklu rolniczego, tzn. w momencie, gdy skupowano plony pieniądź odpływał z głównych ośrodków handlowych. Jednak w celu przyciągnięcia go z powrotem banki podnosiły swoje stopy procentowe, co



jednocześnie przyciągało inwestorów zagranicznych [Tallman, Moen 1993; Odell, Weidenmier, 2004].

## 2.2. Analiza podłoża kryzysu z 1907 roku

### 2.2.1. Analiza podaży pieniądza i dynamiki cen oraz ich odniesienie do aktywności produkcyjnej

**Tabela 7. Szacowana całkowita podaż pieniądza, podaż złota oraz indeks cen hurtowych w USA w latach 1896-1913 (podaż pieniądza - wyrażone w mld \$; podaż złota - wartości wyrażone w mln \$; indeks cen hurtowych - 1896 = 100)**

Rok	Podaż pieniądza	Podaż złota (w tym certyfikaty na złoto)	Indeks cen hurtowych (1896 = 100)
1896	4,266	599	100
1897	4,482	591	100
1898	5,137	754	104
1899	6,034	859	113
1900	6,378	916	121
1901	7,336	1001	119
1902	8,009	1067	126
1903	8,522	1,122	128
1904	8,984	1,198	128
1905	10,072	1,226	129
1906	10,864	1,342	132
1907	11,603	1,466	140
1908	11,222	1,618	135
1909	12,576	1,642	146
1910	13,120	1,636	151
1911	13,962	1,753	140
1912	15,001	1,818	149
1913	15,400	1,871	150

Źródło: Opracowanie na własne na podstawie: *Friedman, Schwartz 1963; Hepburn 1915; Warren, Pearson 1933, s. 11-13.*

Z perspektywy austriackiej teorii pieniądza, kluczową jest analiza zmian podaży pieniądza w okresie 1896-1913 oraz wynikające z tych zmian efekty widoczne w indeksach cenowych. Jak już zostało wspomniane, lata 1879-1896 to dość stabilny wzrost podaży pieniądza oraz niewielki napływ złota. Po 1896 roku sytuacja zaczęła się zmieniać. Całkowita podaż pieniądza rosła w wyjątkowo szybkim tempie. Lata 1896-1903, czyli do pierwszej poważniejszej korekty,

przedstawiają wzrost podaży pieniądza wynoszący średnio prawie 11% rocznie. W efekcie całkowita podaż została praktycznie podwojona. Z kolei okres 1904-1907 charakteryzował się średnim rocznym wzrostem wynoszącym około 8% rocznie, pomimo pewnego spowolnienia wynoszącego w 1904 roku 5%. Koniec roku 1907 oraz rok 1908, to skurczenie się podaży pieniądza o 3%, pomimo wszelkich działań ze strony Sekretarza Skarbu oraz transz pomocowych największych banków. Aczkolwiek działania te widoczne są już w 1909 roku, gdzie zarejestrowano wzrost wynoszący 12% w stosunku do roku 1908. Niemniej jednak, wzrost całkowitej podaży pieniądza został spowolniony i w latach 1908-1913 wynosił średnio prawie 5% rocznie. W całym okresie 1896-1913 podaż pieniądza wzrosła średnio prawie 8% rocznie, co oznacza praktycznie jej potrojenie z ponad 4 mld \$ do ponad 15 mld \$. Z kolei jeśli chodzi o podaż złota, to lata 1896-1903 wykazują wzrost średnio prawie 10% rocznie, szczególnie lata 1898 i 1899 charakteryzują się wręcz niewiarygodnym wzrostem wynoszącym kolejno 28% i 14%. Lata przedkryzysowe 1903-1907 wykazywały średni roczny wzrost wynoszący 7%. Szczególnie istotny wydaje się rok 1905, gdzie wzrost w podaży złota wyniósł tylko 2%. Sam rok 1907 wskazuje na 9% wzrostu w podaży złota w stosunku do roku poprzedniego, a rok 1908 wyniósł 10% w stosunku do poprzedniego roku. Kolejne spowolnienie w napływie złota, po tym z 1905 roku, nastąpiło w latach 1909 i 1910, gdzie w 1909 roku wzrost wyniósł 2%, a w 1910 roku doszło do odpływu złota wynoszącego 1%. Lata 1907-1913 to ponad 4% średni roczny wzrost, a cały okres 1896-1913 charakteryzował się prawie 7,5% średnim rocznym wzrostem w podaży złota.

Zmiany w podaży pieniądza mają również swoje odzwierciedlenie w indeksach cen hurtowych. Okres 1896-1903, w którym to całkowita podaż pieniądza oraz podaż złota rosły najszybciej, wskazuje na średnią roczną inflację cenową wynoszącą prawie 4%. Istotny wydaje się rok 1901, gdzie doszło do deflacji cenowej wynoszącej 2%. Z kolei okres przedkryzysowy 1903-1907 charakteryzował się prawie średnią roczną 2,5% inflacją cenową. Szczególnie rok 1907 wyróżnia się na tle innych lat z 6% inflacją. Rok 1908 to już kolejna 4% deflacja, a rok 1909 to szybki ruch inflacyjny wynoszący 8%. Z kolei cały okres 1907-1913 to średnia roczna ponad 1% inflacja cenowa. Zauważalne są również mniej więcej roczne opóźnienia pomiędzy zmianami w całkowitej podaży pieniądza i zmianami w indeksach cen. W okresie 1896-1903 do największej kreacji pieniądza dochodziło w latach 1898, 1899 i 1901 wynoszącej kolejno 15%, 18% i 15% z kolei najbardziej inflacyjne w tam tym okresie 1899, 1900, 1902, gdzie inflacja

kolejno wynosiła 9%, 7% i 6%. Znaczne spowolnienia we wzroście całkowitej podaży pieniądza skutkowały silnym spadkiem inflacji, a czasem nawet deflacją. Przykładowo w 1900 roku wzrost w podaży pieniądza wyniósł 6%, co w stosunku do poprzednich lat jest sporym spowolnieniem, i w efekcie w 1901 roku doszło do deflacji wynoszącej 2%. W dalszych okresach można znaleźć podobne analogie. W okresie poprzedzającym kryzys, czyli 1896-1907, doszło do 3,2% inflacji, a w całym analizowanym okresie 1896-1913 inflacja wyniosła 2,5% (ceny wzrosły o 50% w 1913 roku w porównaniu do roku 1896). Oczywiście podaż pieniądza nie jest jedynym czynnikiem wpływającym na indeks cen. Nawiązując do Friedman'a część inflacji została zaabsorbowana przez realnie rosnącą produkcję dóbr i usług co również częściowo można dostrzec w Tab. 2.

**Tabela 8. Indeks fizycznej produkcji Warren'a Persons'a w USA w latach 1897-1910**

<b>Rok</b>	<b>Indeks Persons'a</b>
1897	53,0
1898	57,3
1899	60,4
1900	61,0
1901	67,6
1902	73,7
1903	74,9
1904	73,7
1905	86,4
1906	91,8
1907	91,2
1908	76,1
1909	93,6
1910	96,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Persons 1931*.

Porównując Tab. 1 i Tab. 2 można dojść do pewnych wniosków. Kombinacja lat 1898 i 1899, gdzie wzrost podaży pieniądza (kolejno 15% i 18%) oraz wzrost w aktywności produkcyjnej (kolejno 8% i 5%), a także powolniejszy wzrost podaży pieniądza w roku 1900 (6% w stosunku do roku poprzedniego), z pewnością wywarło wpływ na deflację cen w roku 1901. Precyzyjniej, produkty ze wzmożonej produkcji z lat 1898-1899 zasilając rynek z pewnym opóźnieniem, przy powolniejszym wzroście podaży pieniądza w roku 1900, wywołało umocnienie się pieniądza w stosunku do towarów, czyli deflację w 1901 roku. Podchodząc analogicznie do okresu 1905-

1907, można wysnuć podobne wnioski o wysokiej inflacji z 1907 roku. W 1905 nastąpił nagły wzrost podaży pieniądza (12% w stosunku do roku poprzedniego), co z kolei mogło mieć swój wpływ na wzrost w aktywności produkcyjnej w tym samym roku (17% w stosunku do roku poprzedniego). Aczkolwiek kolejne lata, tj. 1906 i 1907 charakteryzują się dość szybkim wzrostem podaży pieniądza (kolejno 7% i 8%), to w tym samych latach zwalniała aktywność produkcyjna (kolejno wzrost o 6% i spadek o 1%). Ciągłe wzrastająca podaż pieniądza, przy znacznie wolniejszym wzroście, a nawet spadku, w aktywności produkcyjnej, przełożyły się na znaczną inflację w 1907 roku (6% w stosunku do roku poprzedniego). Spadek aktywności produkcyjnej rozpoczął się już w 1906 roku i trwał aż do 1908 roku prawdopodobnie wywołany rosnącymi stopami procentowymi (Tab. 3). Aczkolwiek kolejny napływ pieniądza spowodował wzmożoną aktywność produkcyjną już w 1909 roku, która utrzymywała się na podobnym poziomie przez kilka kolejnych lat, jako efekt pokryzysowy.

#### 2.2.2. Zmiany w podaży kruszcu oraz ich źródła

**Tabela 9. Nadwyżki eksportowe i importowe towarów oraz złota w USA oraz produkcja złota w USA i na świecie w latach 1897-1912 (eksport (-); import (+); bilans oraz produkcja wyrażone w mln \$)**

Rok	Bilans towarowy	Bilans złota	Produkcja złota w USA	Produkcja złota na świecie
1897	-286	45	57	236
1898	-615	104	64	287
1899	-530	51	71	307
1900	-544	-3	79	255
1901	-665	13	79	263
1902	-479	3	81	297
1903	-394	-2	-	-
1904	-470	18	80	347
1905	-401	-39	-	-
1906	-517	57	94	403
1907	-447	63	-	-
1908	-667	76	95	442
1909	-351	-48	-	-
1910	-188	-75	96	455
1911	-522	51	-	-
1912	-551	-8	93	466

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Hepburn 1915*, s. 367-369, 384-386 i 433.

Chociaż wiadomym jest już, iż od 1897 roku nastąpił gwałtowny napływ złota do Stanów Zjednoczonych wynoszący prawie 7,5% średnio rocznie aż do 1913 roku, to nie są znane źródła tego przyrostu. Głównymi przyczynami był gwałtowny wzrost w produkcji złota nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale i na całym świecie, oraz stałe nadwyżki eksportowe w bilansie płatniczym Stanów Zjednoczonych, które w rezultacie skutkowały napływem złota. Produkcja złota w Stanach Zjednoczonych wzrastała średnio 5,2% rocznie, podczas gdy światowa 7,6%. Wzrost wywołany był, tak jak już zostało wspomniane, nowymi odkryciami złóż oraz nowymi technologiami wydobywania i rafinacji. Generalnie zauważalny jest stały wzrost, z jednym wyjątkiem w 1900 roku, który przypisuje się wojnie burskiej obejmującej Transwal i Oranię (obecne RPA). Natomiast jeśli chodzi o nagły zwrot w bilansie płatniczym, rozpoczęty w 1896 roku, gdzie eksport przewyższył import o 103 mln \$ osiągając już w 1898 roku rekordową przewagę wynoszącą 615 mln \$ i kontynuując wysokie nadwyżki w eksporcie, został prawdopodobnie rozpoczęty przez rekordowe wyniki w rolnictwie w latach 1886-1888 oraz przez nowy akt podwyższający stawki celne na towary importowane z 1897 roku (*Dingley Tariff*) [Friedman, Schwartz 1963, s. 140-141]. Eksport przewyższał import przez cały okres od 1896 do 1912 roku (Tab. 3). Zmiany w bilansie towarowym przekładały się na napływ złota, szczególnie widoczny w latach 1897-1899 i 1906-1908. Z kolei znacznie większe odpływy złota były sporadyczne, do których doszło w 1905 roku i w latach 1909-1910. Zmiany w napływie złota miały oczywiście wpływ na całkowitą podaż złota w Stanach Zjednoczonych. Elementem, który również miał swoje ogromne znaczenie w doprowadzeniu do tak wysokiego eksportu był odpływ kapitału w latach 1897-1906, co w gruncie rzeczy oznaczało silnie konkurencyjną kapitałowo gospodarkę. Friedman i Schwartz wskazują na kilka źródeł takiego stanu rzeczy. Pierwszą przyczyną mogły być ceny akcji, które do 1896 roku w stabilnym tempie spadały, a od 1897 roku rozpoczęły swój marsz w górę, prawdopodobnie wywołany rosnącą całkowitą podażą pieniądza. Rosnące ceny wydawały się dobrą opcją inwestycyjną również dla zagranicznych inwestorów. Także sytuacja na rynku obligacji zachęcała zagranicznych inwestorów do ich zakupu (Tab.5). Drugą przyczyną prawdopodobnie była wojna burska pomiędzy Wielką Brytanią i Transwalem, która szerzyła powszechne obawy o produkcję złota (Transwal był jednym z większych producentów, a produkcja z tego kraju w większości trafiała do Wielkiej Brytanii). Gdy obawy się potwierdziły, a wojna przedłużała, zaczęły być wycofywane inwestycje brytyjskie z tego kraju obawiając się utraty płynności. Stały odpływ złota z Wielkiej

Brytanii również nie ułatwiał sytuacji, dlatego brytyjski rząd wpuścił do obiegu w Stanach Zjednoczonych około 300 mln \$ kredytów w celu ratowania swojej płynności, które z kolei trafiły na rynek obligacji amerykańskich [Friedman, Schwartz 1963, s. 145-146]. Również zmiany w wysokościach stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz banków centralnych Wielkiej Brytanii, Francji oraz Niemiec odegrały znaczącą rolę w napływie i odpływie kapitału, a co za tym idzie również złota (Tab. 5).

### 2.2.3. Ekspansja kredytowa systemu banków narodowych i banków stanowych

**Tabela 10. Szacowana wartość depozytów, banknotów, kruszcu oraz udzielonych kredytów banków narodowych i stanowych w Stanach Zjednoczonych w latach 1896-1913 (wartość przybliżona wyrażona w mln \$)**

Rok	Banki narodowe					Banki stanowe				
	Ilość banków	Kredyty	Depozyty i banknoty	Kruszec (głównie złoto)	Średni wskaźnik rezerw	Ilość banków	Kredyty	Depozyty	Rezerwy gotówkowe	Średni wskaźnik rezerw
1896	3706	2041	1919	207	0,11	3708	697	696	128	0,18
1897	3661	1901	1866	226	0,12	3857	670	724	145	0,20
1898	3607	2100	2155	252	0,12	3965	814	912	144	0,16
1899	3590	2214	2526	329	0,13	4191	909	1164	217	0,19
1900	3602	2480	2666	315	0,12	4369	1030	1267	202	0,16
1901	3942	2707	3017	360	0,12	4983	1184	1611	310	0,19
1902	4291	3038	3393	370	0,11	5397	1346	1698	228	0,13
1903	4766	3351	3643	418	0,11	-	-	-	-	-
1904	5412	3726	3869	-	0,13	-	-	-	-	-
1905	5833	4017	4475	-	0,12	-	-	-	-	-
1906	6137	4299	4717	-	0,11	8862	2271	2741	232	0,08
1907	6625	4585	4779	-	0,11	-	-	-	-	-
1908	6853	4751	5162	-	0,14	11220	2436	2937	309	0,11
1909	6877	5129	5668	-	0,13	-	-	-	-	-
1910	7137	5467	5821	-	0,13	12166	2406	2728	241	0,09
1911	7301	5663	6187	-	0,13	-	-	-	-	-
1912	7397	6041	6606	-	0,11	13381	2549	2920	242	0,08
1913	7509	6261	6779	-	0,11	-	-	-	-	-

Podane wartości w latach 1896-19133 są wartościami oszacowanymi na koniec roku, z kolei lata 1904-1913 to wartości z miesiąca czerwca każdego roku.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Friedman, Schwartz 1963, s. 799-800; Hepburn 1915, s. 367-369, 382-384 i 432.*

Kluczowym elementem jest także analiza kondycji banków w Stanach Zjednoczonych w latach 1896-1913. Banki narodowe były w tam tym czasie uprzywilejowane w stosunku do stanowych. To banki narodowe mogły utrzymywać rezerwy w postaci kruszcu i emitować banknoty, a banki stanowe były zobowiązane do utrzymywania swoich rachunków bieżących w bankach narodowych. Z kolei mniejsze banki narodowe posiadały swoje rachunki w większych bankach w największych miastach. Te z kolei były podporządkowane kilku największym bankom nowojorskim. Wszystkie banki były zazwyczaj przedsiębiorstwami akcyjnymi, dlatego określenie bank narodowy bardzo rzadko oznaczało, iż jest on większościami kontrolowany przez rząd federalny [Rothbard 2002, s. 145-151]. Przez cały okres 1896-1913 ilość banków narodowych się podwoiła, a banków stanowych więcej niż potroiła. Jak już było wspomniane cały system bankowy był dość często wspomagany przez Sekretarza Skarbu w postaci różnych pomocy finansowych w sytuacjach zagrożenia nie płynnością. Nawiązując do Tab. 4, jeśli chodzi o banki narodowe i kreację depozytów i banknotów, można zauważyć średni roczny wzrost wynoszący aż 13% w latach 1898-1902, czyli latach poprzedzających pierwszą znaczącą korektę, która wystąpiła w 1903 roku. Miało to wpływ na intensywną ekspansję kredytową, a wartość udzielonych kredytów w tam tym okresie rosła średnio prawie 10% rocznie. Także banki stanowe w tym samym okresie kreowały średnio około 19% depozytów rocznie i w konsekwencji około 15% kredytów rocznie. Cały system bankowy był odpowiedzialny za wzrost całkowitej podaży pieniądza wynoszącej średnio 13% rocznie przy napływie złota wynoszącym również 13%. Wskaźnik rezerw banków narodowych wynosił w tam tym okresie średnio 0,12, szczególnie spadając do 0,11 w 1902 i 1903 co było spowodowane wolniejszymi napływami złota w latach 1900-1902 niż w latach 1897-1899 i kontynuowaną ekspansją kredytową. W konsekwencji musiało dojść do pewnego spowolnienia w ekspansji kredytowej i krótkotrwałego załamania na rynku finansowym. Korekta jest widoczna we wskaźniku rezerw, który podniósł się do 0,13 w 1904 roku w wyniku spowolnienia w kreacji depozytów i banknotów, których wzrost wynosił 7% w 1903 i 6% w 1904 roku. Cała korekta rynku finansowego z tego roku nie trwała długo, ponieważ doszło do kolejnej ekspansji kredytowej całego systemu bankowego, która jest widoczna w kreacji depozytów i banknotów w 1905 roku, gdzie nastąpił ich wzrost wynoszący 16% w stosunku do roku poprzedniego i jest to również odzwierciedlone we wzroście całkowitej podaży pieniądza wynoszącej w 1905 roku 12% w stosunku do roku poprzedniego. Cały okres 1904-1906, czyli okres prowadzący do znacznie poważniejszej

korekty niż w 1903 roku, charakteryzował się wzrostem wynoszącym średnio 9% rocznie w przypadku depozytów i banknotów oraz 8,6% wzrostem w przypadku udzielonych kredytów przez banki narodowe. Ekspansja w dotycząca banków stanowych była jeszcze większa, a okres 1902-1906 w przypadku depozytów osiągał wzrost wynoszący średnio rocznie około 15%. Jest to dość zaskakujące, ponieważ wzrost w podaży kruszcu był znacząco spowolniony w porównaniu do lat przed 1902 rokiem (14,5% średnio rocznie w latach 1898-1902 i 6% średnio rocznie w latach 1903-1906). W latach 1906-1907 widoczne są również niskie wskaźniki rezerw wynoszące 0,11 w przypadku banków narodowych i 0,08 w przypadku banków stanowych. Sam rok 1907 to rosnące stopy procentowe w związku z pewnym spowolnieniem we wzroście podaży kruszcu w latach poprzedzających panikę (Tab. 5), w związku z tym spowolnienie w kreacji depozytów i kredytów czyli spadek tempa kreacji pieniądza i w konsekwencji utrata zaufania do instytucji finansowych. W roku 1907 wzrost w depozytach i banknotach wykreowanych przez system banków narodowych wyniósł tylko 1% w porównaniu do roku 1906. W rezultacie wzrost w udzielonych kredytach spadł do 4% w 1908 roku w porównaniu do roku 1907. Podobnie w przypadku banków stanowych średni roczny wzrost w depozytach w latach 1907-1908 wynosił około 3,5% w porównaniu do około 15% średnio rocznie w latach 1903-1906. Cały proces odzwierciedla również zachowanie wskaźników rezerw w przypadku systemu bankowego. W latach 1906-1907 w przypadku banków narodowych wskaźnik rezerw wynosił 0,11, a w roku 1908 podniósł się do 0,14, co oczywiście ukazuje panikę do której doszło oraz spowolnioną kreację pieniądza (spadek o 3% w 1908 roku w przypadku całkowitej podaży pieniądza w porównaniu do roku 1907). Podobnie w przypadku banków stanowych, gdzie wskaźnik rezerw wynosił 0,08 w 1906 roku, czyli roku przedkryzysowym, a w 1908 podniósł się do 0,11. Aczkolwiek kryzys na rynkach finansowych był dość krótki pomimo swej gwałtowności. Kolejny napływ złota trwający w latach 1906-1908 (średnio 10% rocznie), pomocowa działalność Sekretarza Skarbu oraz największych banków narodowych doprowadziła do wzrostu w kreacji depozytów wynosząca 8% w 1908 roku w stosunku do 1907 i 10% w 1909 roku w stosunku do 1908 roku w przypadku banków narodowych. Spowodowało to wzrost w całkowitej podaży pieniądza o 12% w 1909 roku stosunku do 1908 roku. Tak więc proces kurczenia się akcji kredytowej banków był gwałtowny, ale krótkotrwały, a banki w szybkim tempie rozpoczęły kolejną ekspansję. Podsumowując, w latach 1898-1906 średni roczny wzrost w depozytach i banknotach w przypadku banków narodowych wynosił prawie 11%, średni



roczny wzrost w podaży pieniądza w tym samym okresie wynosił 10,5%, a średni roczny wzrost w podaży kruszcu był równy prawie 10%. Z kolei okres korekty, czyli lata 1908-1913, to średni roczny wzrost w depozytach wynoszący ponad 6%, średni roczny wzrost podaży pieniądza to prawie 5% oraz średni roczny wzrost w podaży kruszcu to ponad 3%. Wskaźniki rezerw wskazują na dziewięciokrotną kreację depozytów na bazie utrzymywanych rezerw kruszczowych (w ekstremalnych momentach nawet dziesięciokrotną), co odpowiada faktowi, iż na bazie każdego 1 \$ w postaci złota zostało wykreowanych 9 \$ w postaci depozytów i banknotów.

**Tabela 11. Stopy procentowe najważniejszych instrumentów kredytowych w Nowym Jorku, podstawowa stopa procentowa Banku Anglii oraz indeks cen akcji giełdy nowojorskiej w latach 1897-1912**

Rok	Stock exchange time loans, 90-dniowe	Prime commercial paper, 4-6 miesięczne	Stock exchange renewal loans	Podstawowa stopa procentowa Banku Anglii	Indeks cen akcji (1897 = 100)
1897	2,68	4,72	1,75	3,00	100
1898	3,31	5,34	2,18	4,00	114
1899	4,19	5,50	5,08	6,00	141
1900	3,94	5,71	2,94	4,00	138
1901	4,24	5,40	4,00	4,00	176
1902	5,05	5,81	5,15	4,00	188
1903	4,84	6,16	3,71	4,00	162
1904	3,10	5,14	1,78	3,00	158
1905	3,82	5,18	4,44	4,00	202
1906	5,71	6,25	6,54	6,00	217
1907	6,49	6,66	7,01	7,00	176
1908	3,24	5,00	1,92	2,50	175
1909	3,26	4,67	2,71	4,50	218
1910	4,03	5,72	2,98	4,50	211
1911	3,22	4,75	2,57	4,00	208
1912	4,16	5,41	3,52	5,00	214

Nazwy podanych instrumentów finansowych pozostały w wersji angielskiej ze względu na ich specyfikę i brak odpowiedników nazw polskich zdolnych poprawnie określić ich nazewnictwo amerykańskie.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Cowles 1938, s. 66-75 i 131; Board of Governors of the Federal Reserve System, tabela 120, s. 448; Bank of England 2013.*

Zmienne tempo w napływie złota, politykę banków narodowych i politykę Banku Anglii odzwierciedla Tab. 5. Zauważalna jest również dość silna korelacja pomiędzy stopami Banku Anglii oraz nowojorskich banków narodowych. Polityka Banku Anglii była zależna głównie od napływów i odpływów złota z Wielkiej Brytanii. W momencie gdy z Wielkiej Brytanii masowo odpływały rezerwy złota bank podnosił swoje stopy procentowe. Niska stopa procentowa Banku Anglii wynosząca w 1897 roku 3,00 była odpowiedzialna za silny odpływ złota z Wielkiej

Brytanii i rekordowy napływ kruszcu do Stanów Zjednoczonych. W celu powstrzymania tego procesu Bank Anglii w 1899 roku podniósł swoją stopę procentową do poziomu równego 6,00. Oczywiście miało to swój wpływ na zatrzymanie napływu złota do Stanów Zjednoczonych. Kolejne lata do ponowne obniżki poziomu tej stopy, który osiągnął 3,00 w 1904 roku przyczyniając się do kolejnych, ale nie tak znacznych jak w poprzednich latach, napływów kruszcu do Stanów Zjednoczonych. Kolejne podwyżki tej stopy nastąpiły w 1906 i 1907 roku osiągając odpowiednio 6,00 i 7,00 punktów procentowych i mogły mieć wpływ na wystąpienie paniki finansowej. Aczkolwiek już w roku 1908 stopa została ustalona na rekordowo niskim poziomie wynoszącym 2,50, co z pewnością spowodowało kolejne napływy złota do Stanów Zjednoczonych. Stopy procentowe przeważające w nowojorskich bankach wykazywały dość podobne zachowanie do tych ustanawianych przez Bank Anglii i były dostosowywane do zmian w napływie złota. Spowolnienie w napływie złota mogło mieć swój wpływ na rosnące stopy procentowe w latach 1901-1903. Następnie banki zaczęły obniżać swoje stopy procentowe pomimo niskiego napływu kruszcu, co ponownie zintensyfikowało kreację depozytów i ekspansję kredytową trwającą do końca 1906 roku. W 1906 roku stopy procentowe rozpoczęły swój marsz w górę prawdopodobnie z powodu jeszcze wolniejszego niż w poprzednich latach napływu złota, który nasilił się dopiero w 1906 roku, co mogło być zbyt późne dla systemu bankowego. W 1907 roku stopy osiągnęły bardzo wysoki poziom, co oczywiście miało swoje skutki także dla innych gałęzi gospodarczych. Z kolei w 1908 roku system bankowy odczuł napływ złota z lat 1906-1908, jak i wspomniana działalność pomocowa Sekretarza Skarbu deponującego banknoty skarbowe w bankach mających problemy, spowodowały iż stopy procentowe ponownie znacząco spadły w dół, a następnie przez resztę badanego okresu pięły się powoli w górę. Oczywiście nominalna analiza stóp procentowych nie daje pełnych informacji o procesach jakie zachodziły na rynku finansowym, aczkolwiek daje pewien obraz polityki bankowej całego systemu banków narodowych.

Ciekawe jest również zachowanie cen akcji na nowojorskiej giełdzie w tam tym okresie. Do pierwszej poważnej przeceny akcji doszło w 1903 roku, cały okres przed (1898 - 1902) charakteryzował się wzrostem cen wynoszącym średnio rocznie 14,5%. W roku 1903 nastąpiła korekta o 14% w stosunku do roku 1902. W 1905 roku nastąpił gwałtowny ruch w górę cen akcji wynoszący aż 28% w stosunku do roku poprzedniego, który częściowo był kontynuowany także w 1906 roku. Cały okres 1904-1906 to średni roczny wzrost cen akcji w postaci 11%. W 1907

roku nastąpiła poważniejsza korekta wynosząca 18% w stosunku do roku 1906. W 1908 roku indeks cen akcji utrzymywał się na poziomie z 1907 roku. Z kolei rok 1909 to kolejny gwałtowny marsz cen w górę wynoszący 25% w stosunku do roku poprzedniego, a następnie poziom cen utrzymywał się przez resztę badanego okresu. W efekcie w latach 1898-1906 ceny akcji rosły średnio rocznie o 10%, a w latach korekty 1908-1913 rosły średnio rocznie o 1%. Uderzająca jest również korelacja pomiędzy zmianami w podaży pieniądza i indeksem cen akcji. W latach 1898 i 1899 nastąpił gwałtowny wzrost w podaży pieniądza wynoszący odpowiednio 15% i 18% w stosunku do lat poprzednich. W tych samych latach indeks cen akcji wzrósł odpowiednio 14% i 25% w stosunku do lat poprzednich. Analogicznie w dalszych okresach, tj. w roku 1901 podaż pieniądza wzrosła o 15% a indeks cen akcji o 28% w stosunku do roku poprzedniego, w roku 1905 podaż pieniądza wzrosła o 12% a indeks cen akcji o 28%. Z kolei w okresach kiedy dochodziło do spowolnienia w kreacji lub nawet skurczenia się podaży pieniądza, dochodziło również do korekty i przeceny akcji. W roku 1903 wzrost podaży pieniądza wynosił 6% a indeks cen akcji zanotował spadek o 14% w stosunku do roku poprzedniego. Podobnie w roku 1907 wzrost w podaży pieniądza wynosił 7% a indeks cen akcji zanotował spadek wynoszący 18% w stosunku do roku poprzedniego.

### 2.3. Podsumowanie i wnioski

Powyższa analiza prowadzi do prawdopodobnej kombinacji czynników i źródeł rozpoczętego w 1907 roku kryzysu. Tak jak w przypadku kryzysu z 1837 roku, ponownie kluczowym elementem wydają się zmiany w podaży kruszcu na bazie którego opierał się system monetarny. Aczkolwiek w ogólnej literaturze pomijany jest element rezerwy częściowej stosowanej przez system bankowy. Co więcej, ten aspekt wydaje się nawet bardziej istotny, ponieważ na każdą jednostkę złota, która napłynęła do kraju z zagranicy lub została wyprodukowana w kraju, przypada 9 a czasem nawet 10 jednostek, z których każda pojedyncza ma taką samą wartość jak ta jednostka złota. W szybkim tempie może zostać wykreowany elastyczny pieniądz, którego tak naprawdę nie ma w momencie, gdy dochodzi do paniki finansowej. Tak więc w przypadku kryzysu z 1907 roku, chociaż wahania w podaży kruszcu mogły być źródłem fluktuacji koniunkturalnych, to jednak nigdy nie doprowadziłyby do gwałtownej paniki i tak dużych wahań gospodarczych bez systemu rezerwy częściowej.

Napływ kruszcu i w konsekwencji wykreowana na jego bazie podaż pieniądza w latach 1897-1902 skutkowały niewielką korektą, która wystąpiła w 1903. Aczkolwiek korekta ta została przerwana przez kolejne ekspansje systemu bankowego trwające w latach 1904-1906 i działania Sekretarza Skarbu finansowo wspomagającego system bankowy. W rzeczywistości kryzys, który miał nastąpić w 1903 roku został częściowo odłożony w czasie i z większą siłą pojawił się w 1907 roku. Niemniej jednak również tym razem, choć gwałtowny, nie trwał długo, ponieważ podaż kruszcu znacząco się zwiększyła oraz ponownie Sekretarz Skarbu i największe banki narodowe chętnie wspomagały system bankowy. Do tak zwanej depresji doszło dopiero po roku 1910, a powszechne niezadowolenie doprowadziło do powstania Systemu Rezerwy Federalnej, czyli banku centralnego Stanów Zjednoczonych mającego kontrolować ilość kruszcu i dostarczać elastyczny pieniądz zdolny zaspokoić rynkowy popyt. Tymczasem elastyczność pieniądza kredytowego, choć częściowo zależnego od podaży kruszcu, wydaje się właśnie problemem szczególnie w przypadku kryzysu z 1907 roku, ale też tego z 1837 roku. Cały system banków narodowych był oparty na kilku bankach nowojorskich, kilkudziesięciu bankach narodowych z największych miast oraz sieci mniejszych banków narodowych i stanowych. Tak więc system ten był pewnego rodzaju odwróconą piramidą, z silnymi połączeniami finansowymi, zdolną w stosunkowo szybkim tempie wykreować pieniądz kredytowy oparty na złocie, pieniądz kredytowy kilkukrotnie a czasem kilkunastokrotnie przewyższający wartość posiadanego złota. Co więcej, również liczne banki stanowe w ogóle nie utrzymywały rezerw złota, a co najwyżej certyfikaty na złoto. Wykreowane depozyty prowadziły do obniżenia stóp procentowych, czyli do przeświadczenia, że zostały poczynione oszczędności (których w rzeczywistości nie było) sprawiając, że pieniądz kredytowy stawał się tańszy. W momencie gdy nie było już bazy do większej kreacji depozytów, stopy procentowe rosły powodując, że pieniądz kredytowy stawał się droższy, a podjęte inwestycje niemożliwe do ukończenia.

Powszechne wyjaśnienia wskazujące tylko i wyłącznie na występujące wahania w podaży kruszcu jako przyczyny kryzysu z 1907 roku wydają się niekompletne, a nawet nietrafione. Bez systemu bankowego z rezerwą cząstkową kryzys nigdy nie nabrałby takiej siły. Z kolei podawana przyczyna jaką jest brak banku centralnego zdolnego zatrzymać panikę również wydaje się jedynie pewnego rodzaju hipotezą. Niemniej jednak zapewnianie jeszcze bardziej elastycznego pieniądza, opartego na banku centralnym stosującego również rezerwę cząstkową wydaje się drogą prowadzącą do jeszcze gorszych skutków. Jedynie częściowo logicznym

wydaje się argument dotyczący regulacji podaży kruszcu, niemniej jednak napływy i odpływy kruszcu wynikały z bilansu płatniczego. Także wskazywanie cykli rolniczych jako głównego źródła wahań w stopach procentowych i w konsekwencji wahań w podaży kruszcu, co miałyby doprowadzić do paniki z 1907 roku, sprawia wrażenie nie do końca poprawnego. Choć oczywiście lata 1897-1898 to okres rekordowy jeśli chodzi o zebrane w Stanach Zjednoczonych plony (szczególnie plony pszenicy) przy jednoczesnych brakach na rynku europejskim, do którego Stany Zjednoczone były stałym eksporterem, to mimo tego tak duży eksport produktów rolniczych był krótkotrwały. Tak więc z punktu widzenia austriackiej teorii ekonomii, to system bankowy oparty na rezerwach cząstkowych był główną przyczyną tak dużych wahań koniunkturalnych, potęgując zachodzące zmiany w podaży kruszcu. Dodatkowo w przypadku tego okresu, notoryczne interwencje znacznej siły rynkowej jaką był Skarb Stanów Zjednoczonych oraz działania systemu uprzywilejowanych banków jakim był system banków narodowych pogarszały sytuację.

## Zakończenie

Przedstawiony w dwóch pierwszych rozdziałach punkt widzenia austriackiej szkoły ekonomii na zagadnienia takie jak pieniądź, kredyt i cykle koniunkturalne, w połączeniu z analizą zawartą w ostatnim rozdziale, prowadzi do wielu wniosków. Konkluzje te nie odnoszą się tylko do badanych okresów, ale co ważniejsze, nawiązują także do bieżących wydarzeń ekonomicznych, które ostatecznie dotyczą każdego. Ukazana teoria pieniądza wyjaśnia proces tworzenia się pieniądza i formowania jego wartości oraz wskazuje na ekonomiczne prawa rządzące pieniądzem. Zagadnienia te konsekwentnie przechodzą do teorii kredytu, jako rodzaju pieniądza, i do bankowości, jako elementu nieistniejącego bez kredytu, a w szczególności do jej historycznych jak i współczesnych wad. Kombinacja tych założeń prowadzi do powstania koncepcji wyjaśniającej źródła, strukturę i skutki cyklu koniunkturalnego. Z kolei zastosowanie tych teorii w analizie wiedzie do potwierdzających je wniosków. Tak jak stanowią przedstawione w pracy koncepcje, tak również w przypadku analizy dwóch okresów prowadzących do kryzysów, gwałtownie zwiększała się całkowita podaż pieniądza wywierając presję na poziom cen dóbr i usług oraz prowadząc do punktu kulminacyjnego, w którym to tempo wzrostu podaży zostało spowolnione lub zahamowane. W tym momencie rozpoczynała się droga do kryzysu, ponieważ tempo wzrostu, w szczególności tak gwałtowne, nie mogło zostać utrzymane. Głównym winowajcą doprowadzenia do szybkiego wzrostu podaży pieniądza był system bankowy wprowadzający elastyczny pieniądź kredytowy mnożący kilkakrotnie rzeczywistą podaż pieniądza, którą był kruszec. Ekspansja kredytowa nie mogła trwać w nieskończoność, ponieważ rynkowa stopa procentowa musiała dążyć do poziomu pierwotnej stopy procentowej, co wynikało naturalnie z zachowań uczestników rynku, jak również wpływy i odpływy kruszcu zmuszały system bankowy do zaprzestania ekspansji. Gdyby tak się nie stało doprowadziłoby to do niekontrolowanej inflacji cenowej. W ten sposób akcja kredytowa była spowolniona, co w konsekwencji oznaczało spowolnienie tempa wzrostu podaży pieniądza, a z kolei stopy procentowe kontynuowały trend wzrostowy, mając wpływ na cały rynek. Pierwsze symptomy spowolnienia tempa wzrostu podaży pieniądza były odczuwalne w sektorze produkcyjnym gospodarki, gdzie przedsiębiorstwa zaczynały mieć problemy lub po prostu gorsze wyniki, co szczególnie jest widoczne w przypadku analizy kryzysu z 1907 roku. Następnie przenosiło się to na giełdy papierów wartościowych i rynki kapitałowe rozprzestrzeniając pesymizm wśród uczestników rynku. Wcześniejsza korekta podaży pieniądza

w systemie bankowym i rynkach finansowych przenosiła się na korektę wpływającą na całą gospodarkę. Wspomniane zwątpienie prowadziło do utraty zaufania do systemu bankowego i innych instytucji finansowych, co z kolei wiodło do masowego wypłacania depozytów w postaci kruszcu przez klientów banków i instytucji. Jako że system gwałtownie pomnażał istniejącą podaż kruszcu, w konsekwencji tzw. *run on banks*, w wielu przypadkach okazywał się kompletnie nie płynny. W tym momencie również coraz więcej podjętych wcześniej decyzji dotyczących przedsięwzięć i inwestycji okazywało się błędnymi lub niemożliwymi do ukończenia, a uczestnicy rynku, którzy je rozpoczęli zostali w gruncie rzeczy zwiedzeni przez okres sztucznie wykreowanego gospodarczego powodzenia. Szerzący się pesymizm prowadzi do fazy depresji gospodarczej, która w rzeczywistości jest dalszą korektą poziomu cen i stóp procentowych. Aczkolwiek bardzo często dochodziło również, jak można zauważyć w przypadku badanych okresów, do przerwania fazy depresyjnej poprzez interwencje uprzywilejowanych uczestników rynku takich jak Skarb Stanów Zjednoczonych oraz uprzywilejowanych banków narodowych i quasi-centralnych, lub po prostu napływu kruszcu, wynikającego z różnych przyczyn, pozwalającego na wznowienie ekspansji kredytowej przez system bankowy opartej na dodatkowym kruszcu. Wszystkie te procesy były widoczne w przeprowadzonej analizie. W takich wypadkach ekspansja i ponowne ożywienie okazywały się krótkotrwałe, ponieważ nie wynikały z zachowania uczestników rynku skłonnych do podjęcia się oszczędzania i w efekcie do obniżenia pierwotnej stopy procentowej, lecz były rezultatem zwykłej interwencji lub napływu kruszcu, czyli zwiększenia bazy monetarnej w posiadaniu banków, na podstawie której system bankowy podejmował się krótkotrwałej ekspansji. W efekcie, skutki tych działań prowadziły do jeszcze poważniejszej depresji, która trwała latami, i często również do zmian systemowych.

Dlatego też jako główne źródło fluktuacji można określić system bankowy oparty na rezerwie częściowej, którego ekspansja kredytowa, mnożąca oszczędności kruszcowe napływające do systemu bankowego (tj. ekspansja kredytowa kreująca sztuczne wrażenie o tak dużych oszczędnościach sumy uczestników rynku, które w rzeczywistości nie zostały poczynione) prowadzi do obniżenia stóp procentowych i gwałtownego wzrostu podaży pieniądza, czyli do iluzorycznej sytuacji gospodarczej, która w dłuższej perspektywie nie może być utrzymana. Kombinacja tych czynników wiedzie do błędnych decyzji uczestników rynku, którzy wkrótce, po okresie ogólnego optymizmu, są rozczarowani. Zmiany w napływie kruszcu są również

znaczącym czynnikiem prowadzącym do wydarzeń z badanych okresów, ponieważ nierzadko były one impulsem do podjęcia działań ekspansywnych przez system bankowy. Niemniej jednak, to wadliwy system bankowy w ogromnym stopniu potęguje te zmiany poprzez elastyczny pieniądz kredytowy. Znając skutki wadliwości rezerwy cząstkowej rozsądnym wydaje się jej likwidacja, do której jak wiadomo nigdy nie doszło i funkcjonuje również współcześnie.



## **Bibliografia**

### **Literatura**

Anderson, B., 1917, *The Value of Money*, The Macmillan Company, New York.

Board of Governors of the Federal Reserve System, 1947, *Banking and Monetary Statistics*, United States

Bureau of Foreign and Domestic Commerce US, 1912, *Foreign Commerce and Navigation of the United States*, United States.

Caterall, R., 1902, *The Second Bank of the United States*, The University of Chicago Press, Chicago.

Cowles, A., 1938, *Common Stock Indexes, 1871-1937*, Principia Press Inc., Bloomington.

De Soto, J. H., 2009, *Money, Bank Credit and Economic Cycles*, tłum. M. A. Stroup, Ludwig von Mises Institute, Auburn.

Department of Labor, Bureau of Labor Statistics US, 1941, *Handbook of Labor Statistics*, Vol. I, United States.

Dewey, D. R., 1903, *Financial History of the United States*, University Press: John Wilson and Son, Cambridge.

Elgar, E., 1997, *The Logic of Action One: Method, Money and the Austrian School*, Cheltenham.

Friedman, M., Schwartz, J. A., 1963, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.

Gauge, W. M., 1968, *A Short History of Paper Money and Banking in the United States*, Augustus M. Kelley Publishers, New York.

Hammond, B., 1985, *Banks and Politics in America from Revolution to Civil War*, Princeton University Press, Princeton.

Hayek, F. A., 1933, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Sentry Press, New York.

Hayek, F. A., 1935, *Prices and Production*, Augustus M. Kelley Publishers, New York.

Hayek, F. A., 1950, *The Pure Theory of Capital*, Jarrold and Sons, Norwich.

Hayek, F. A., 1975, *Profits, Interest and Investment*, Augustus M. Kelley Publishers, Clifton.

- Hayek, F. A., 1976, *Denationalisation of Money*, Institute of Economic Affairs, London.
- Hayek, F. A., 1989, *Monetary Nationalism and International Stability*, Augustus M. Kelley Publishers, Fairfield.
- Hepburn, A. B., 1915, *A History of Currency in the United States*, The Macmillan Company, New York.
- Hummel, J. R., 1978, *The Jacksonians, Banking, and Economic Theory: A Reinterpretation*, Journal of Libertarian Studies, Vol. 2, Great Britain.
- Markham, J. W., 2002, *A Financial History of the United States, Vol. II*, M. E. Sharp, New York.
- Menger, C., 2007, *Principles of Economics*, tłum. J. Dingwall i B. Hoselitz, Ludwig von Mises Institute, Auburn.
- Mises, L. V., 1953, *The Theory of Money and Credit*, tłum. H. Batson, Yale University Press, New Haven.
- Mises, L. V., 1996, *Human Action, A Treatise on Economics*, Fox and Wilkes, San Francisco.
- Odell, K., Weidenmier, M., 2004, *Real Shock, Monetary Aftershock: The San Francisco Earthquake and the Panic 1907*, Journal of Economic History, United States.
- Persons, W. M., 1931, *Forecasting Business Cycles*, John Wiley and Sons, New York.
- Redlich, 1951, *The Molding of American Banking: Men and Ideas*, Hafner Publishing Co., New York.
- Rothbard, M. N., 1993, *Man, Economy and State*, Ludwig von Mises Institute, Auburn.
- Rothbard, M. N., 2002, *A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II*, Ludwig von Mises Institute, Auburn.
- Rothbard, M. N., 2008, *The Mystery of Banking*, Ludwig von Mises Institute, Auburn.
- Smith, W., Harrison, A., 1935, *Fluctuations in American Business 1790-1860*, Harvard University Press, Cambridge.
- Sprague, O. M., 1968, *History of crises under the national banking system*, Augustus M. Kelley Publishers, New York.
- Tallman, E., Moen, J. R., 1993, *Liquidity shocks and financial crises during the national banking era*, Working Paper 93-10, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Temin, P., 1969, *The Jacksonian Economy*, W. W. Norton, New York.

The Comptroller of the Currency US, 1876, *Annual Report of Comptroller of Currency 1876*, United States.

The Comptroller of the Currency US, 1896, *Annual Report of the Comptroller of the Currency*, Vol. I, United States.

Warren, G. F., Pearson, F. A., 1933, *Prices*, New York.

Wicksell, K., 1907, *The Influence of the Rate of Interest on Prices*, Economic Journal XVII, June, London.

Wicksell, K., 1936, *Interest and Prices*, Sentry Press, New York.

Wieser, F. V., 1927, *Social Economics*, Adelphi Company, New York.

Wilburn, J. A., 1979, *Biddle's Bank: The Crucial Years*, Columbia University Press, New York.

### **Źródła internetowe**

Bank of England , 2013,

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/threecenturiesofdata.xls> [dostęp:14.05.2013].

## Wykaz tabel

Tabela 1. Szacowana całkowita podaż pieniądza oraz podaż kruszcu w Stanach Zjednoczonych w latach 1823-1843.....	51
Tabela 2. Indeksy cen hurtowych w USA w latach 1823-1842.....	52
Tabela 3. Część bilansu rachunkowego i wskaźnik rezerw Drugiego Banku Stanów Zjednoczonych w latach 1821-1840.....	54
Tabela 4. Szacowana wartość depozytów, banknotów, kruszcu oraz udzielonych kredytów wszystkich banków stanowych w Stanach Zjednoczonych w latach 1834-1843.....	55
Tabela 5. Bilans Stanów Zjednoczonych ukazujący import i eksport towarów i kruszcu w latach 1828-1840.....	57
Tabela 6. Szacowany rynkowy stosunek srebra do złota w latach 1828-1840.....	57
Tabela 7. Szacowana całkowita podaż pieniądza, podaż złota oraz indeks cen hurtowych w USA w latach 1896-1913.....	65
Tabela 8. Indeks fizycznej produkcji Warren'a Persons'a w USA w latach 1897-1910.....	67
Tabela 9. Nadwyżki eksportowe i importowe towarów oraz złota w USA oraz produkcja złota w USA i na świecie w latach 1897-1912.....	68
Tabela 10. Szacowana wartość depozytów, banknotów, kruszcu oraz udzielonych kredytów banków narodowych i stanowych w Stanach Zjednoczonych w latach 1896-1913.....	70
Tabela 11. Stopy procentowe najważniejszych instrumentów kredytowych w Nowym Jorku, podstawowa stopa procentowa Banku Anglii oraz indeks cen akcji giełdy nowojorskiej w latach 1897-1912.....	73

## Wykaz rysunków

Rysunek 1. Podział bazy monetarnej.....	15
---	----