

# Przeformułowanie Austriackiej Teorii Cyklu Koniunkturalnego w świetle współczesnego kryzysu finansowego

Autor: **Joseph T. Salerno**

Źródło: [mises.org](http://mises.org)

Tłumaczenie: **Katarzyna Buczyńska**

## 1. Wstęp

Kryzys finansowy oraz wydarzenia do niego prowadzące wywołały zaskakujące wznowienie zainteresowania Austriacką Teorią Cyklu Koniunkturalnego (ATCK). Kilku czołowych doradców inwestycyjnych oraz komentatorów finansowych wykorzystało ATCK do swojej interpretacji kryzysu. Do powrotu do tej teorii skłoniła ich porażka makroekonomistów głównego nurtu w przewidywaniu i próbie wyjaśnienia zarówno kryzysu na rynku [kredytów hipotecznych typu subprime](#), jak i jego późniejszej metamorfozy w silny kryzys finansowy, który doprowadził do najdłuższej recesji od czasów II wojny światowej. Zainteresowanie teorią spotęgował fakt, iż kilku ekonomistów oraz dziennikarzy związanych z współczesną szkołą austriacką ostrzegało przed pojawiającą się bańką mieszkaniową podczas ery Greenspana, kiedy w powszechnym przekonaniu Rezerwa Federalna kontrolowała przebieg wypadków (Thornton, 2009).

Kilku wybitnych (oraz tych nie tak wybitnych) makroekonomistów głównego nurtu nie zareagowało życzliwie na nagłe wznowienie zainteresowania ATCK. Lecz zamiast otwarcie poddać teorię drobiazgowej, naukowej analizie na standardowych forach badawczych czasopism akademickich i profesjonalnych konferencji, krytykowali teorię na blogach i na łamach prasy popularnej. Ponadto, w pośpiechu szukając wad teorii, zlekceważyli dzieła jej twórców oraz czołowych zwolenników, takich jak: Ludwig von Mises, Friedrich A. Hayek oraz Murray Rothbard. Zamiast tego oparli się jedynie na drugorzędnych źródle, które przedstawia ATCK jako „teorię przeinwestowania pieniężnego” cyklu koniunkturalnego. Tak bowiem została ona opisana we wpływowym badaniu teorii cyklu koniunkturalnego opublikowanym pod auspicjami Ligi Narodów w 1937 roku

przez Gottfrieda Haberlera (1963, s. 33-72)<sup>1</sup>. Skutkuje to tym, że ich krytyka jest skierowana w teorię, która rażąco źle interpretuje fundamentalne aspekty ATCK.

Sednem tej krytyki jest brak wyjaśnienia przez ATCK pozytywnej korelacji między konsumpcją i inwestycjami, pojawiającej się w ciągu cyklu koniunkturalnego. Twierdzą w szczególności, że teoria przewiduje kryzys inwestycji i sektorów dóbr kapitałowych oraz analogiczny boom konsumpcji i sprzedaży w czasie recesji. Wnioskują zatem, że ATCK jawnie koliduje ze stylizowanymi faktami cyklu koniunkturalnego i nie powinna być brana poważnie pod uwagę.

Główną tezą niniejszego artykułu jest to, że ATCK — prawidłowo rozumiana — wystarczająco wyjaśnia nadmierną konsumpcję i późniejszy spadek sprzedaży detalicznej, które były tak ostentacyjnymi elementami rozgrywającego się w ostatniej dekadzie cyklu koniunkturalnego. W dowodzeniu swojej tezy wyjaśniam, bądź przeformułuję, kilka punktów ATCK. Po pierwsze, zaznaczam i wyjaśniam, że austriacka teoria *nie jest* „teorią przeinwestowania” cyklu koniunkturalnego i nigdy nie była jako taka rozumiana przez jej najwybitniejszych zwolenników. Po drugie, rozszerzam analizę skutków manipulacji stóp procentowych dokonywanych przez banki centralne od przedsiębiorczego wyboru spośród długości procesów produkcji do wyboru gospodarstw domowych spośród wzorów konsumpcji w czasie. Większość wyjaśnień ATCK skupia się prawie wyłącznie na „błędnych inwestycjach”, tj. błędnej alokacji zasobów w czasie, które są wywołane trwałą różnicą, jaką między kredytową a naturalną stopą procentową tworzy ekspansyjna polityka pieniężna. Dzięki wprowadzeniu „efektu bogactwa” do ATCK jestem w stanie pokazać, jak wywołane przez ekspansję pieniężną i ekspansję banków kredytowych zawyżone iluzorycznie zyski, dochody czynników produkcji oraz ceny aktywów umożliwiają zakłamanie szacunków wartości netto gospodarstw domowych i zakłócają ich wybory konsumpcyjne czy oszczędnościowe.

Zatem obserwowaną zazwyczaj w okresie boomu nadkonsumpcję można uznać za efekt powiązany z błędnymi inwestycjami przedsiębiorców. Oba zjawiska posiadają tę samą przyczynę: zaburzenia stopy procentowej spowodowane

---

<sup>1</sup> Chociaż Haberler początkowo był zwolennikiem ATCK, po 1933 roku stał się jej krytykiem i na późniejszych etapach swojej kariery zmienił stanowisko na umiarkowany keynesowski establishment, choć w jego pracach wciąż można dostrzec jego wcześniejszą austriacką orientację. Na dowód mentalnej zmiany i wciąż istniejących śladów austriackiego szkolenia, patrz Haberler (1933, s. 99; 1974; 1996), Ebeling (2000) i Salerno (2005).

ekspansją pieniężną. To, który z tych skutków przeważa podczas danego boomu, zależy od danych historycznych. Moim trzecim udoskonaleniem ATCK jest połączenie tzw. wtórnej deflacji z wszechobecnym marazmem i zanikaniem „zwierzęcych instynktów” pośród masy przedsiębiorców, które występuje, kiedy recesja ujawnia mieszaną ich mylnych kalkulacji i błędów oraz osłabia ich wiarę w zdolność identyfikacji i obliczenia dochodowych inwestycji. Dowodzę, że wtórna deflacja nie jest wynikiem incydentalnego spadku podaży pieniądza, który zaniża niektóre umowne poziomy cen. Jest ona reakcją na zaburzenia względnych cen wywołane ekstremalnym przeliczowaniem cen czynników produkcji i zasobów podczas euforii boomu oraz próbą korekty tych zaburzeń. Gdy pozwoli mu się działać, to dostosowanie względnej ceny nieuchronnie ponownie ustala naturalną stopę procentową wystarczająco wysoko, aby pobudzić kapitalistów i przedsiębiorców do zmniejszania ilości gotówki i aktywnego wyszukiwania możliwości inwestycyjnych. Kiedy marazmowi przedsiębiorczemu towarzyszy „łagodzenie ilościowe” i deficyty fiskalne napędzane przez różnego rodzaju programy stymulujące, staje się on przewlekły i następuje stagnacja gospodarcza.

W drugim rozdziale przedstawiam rozmiary ostatniego spadku sprzedaży detalicznej oraz wykazuję, że pod kilkoma względami faktycznie był on bezprecedensowy. Krytyka ACTK ze strony makroekonomistów głównego nurtu, utrzymujących, iż nie może ona wyjaśnić takiego rozwoju wypadków, analizowana jest w rozdziale 3. Odpowiadam na tę krytykę w rozdziale 4., wykazując że ATCK nie jest wcale „teorią przeinwestowania”. Dowodzę raczej, że zarówno „błędne inwestycje”, jak i „nadkonsumpcja” występują jednocześnie podczas boomu, a to, który skutek przeważa, zależy od konkretnych okoliczności historycznych. Wskazuję także na to, jak moja argumentacja różni się od tej zaprezentowanej przez Rogera Garrisona (2001, 2004), który dochodzi do tego samego wniosku inną drogą<sup>2</sup>. Rozdział 5. Porusza zagadnienie nadkonsumpcji i „zużycia kapitału”, które pojawiły się podczas boomu prowadzącego do kryzysu finansowego i prezentuje krótką ocenę ich skali oraz związku z następującym później spadkiem sprzedaży detalicznej. Konsekwencje mojego przeformułowania ATCK dla analizy fenomenu „wtórnej deflacji” przedstawiam w skrócie w rozdziale 6., a w rozdziale 7. prezentuję wnioski.

---

<sup>2</sup> Chociaż jego argumentacja jest kilkakrotnie krytykowana w tym tekście, nie umniejsza to znaczenia Garrisona w zwróceniu uwagi współczesnych ekonomistów na efekt nadkonsumpcji zawarty w ATCK.

## **2. Gwałtowny spadek sprzedaży detalicznej w okresie wielkiej recesji w latach 2007-2009**

Być może najwidoczniejszą cechą charakteryzującą niedawną recesję w Stanach Zjednoczonych, oprócz załamania sektora mieszkaniowego, był wybitnie duży spadek sprzedaży detalicznej. Jedną z oznak jego powagi był nagły spadek sprzedaży detalicznej i usług gastronomicznych. Na grudzień 2008 roku nominalny spadek rok do roku sprzedaży detalicznej wyniósł 11,1 procent, a od stycznia do lipca 2009 roku wahał się pomiędzy 8,5 procent a 10,5 procent (Bank Rezerw Federalnych w St. Louis [2010b])<sup>3</sup>. Aby znaleźć nominalne spadki w sprzedaży detalicznej w okresie recesji (oprócz dwóch niekolejnych miesięcy w okresie recesji w latach 1990-1991, w których zmiana procentowa miesięcznej sprzedaży detalicznej spadła nieznacznie poniżej zera rok do roku), trzeba by wrócić do lat 1960-1961, choć i tak nie miały one takich rozmiarów jak podczas ostatniej recesji<sup>4</sup>.

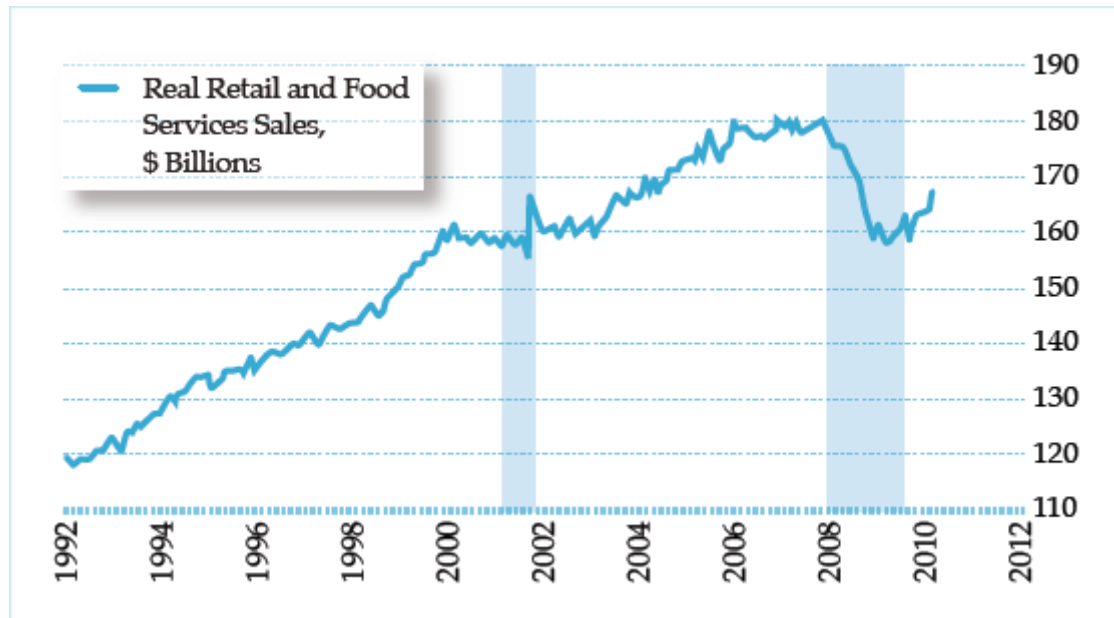
W okresie recesji wystąpił także ostry spadek sprzedaży detalicznej przy uwzględnieniu inflacji. Przykładowo we wszystkich poprzednich recesjach, począwszy od recesji w latach 1960-1961, miesięczna sprzedaż detaliczna skorygowana o inflację w porównaniu do tej z roku poprzedniego zmniejszyła się o 8 lub więcej procent tylko przez trzy miesiące, wszystkie w okresie mini recesji w 1980 r. Z kolei w okresie spadku koniunktury w latach 2007-2009 sprzedaż detaliczna rok do roku skurczyła się o 8 lub więcej procent w dziewięciu kolejnych miesiącach, kończąc na maju 2009 roku. Ogólnie wzrost sprzedaży detalicznej rok do roku był negatywny przez 23 kolejne miesiące, kończąc na listopadzie 2009 roku. W kwietniu 2010 roku korygowana sezonowo sprzedaż detaliczna i usług gastronomicznych, znajdowała się na poziomie 166 886 miliardów dolarów — powyżej dołu recesyjnego wynoszącego 158 109 miliardów dolarów z lutego 2009 roku, ale wciąż sporo poniżej chwilowego szczytu sprzed recesji w wysokości 180 290 miliardów dolarów w październiku 2007 roku.

---

<sup>3</sup> Jeśli nie zostało podane inne źródło, wszystkie dane dotyczące sprzedaży detalicznej i konsumpcji zostały zaczerpnięte z tego źródła.

<sup>4</sup> Dane dotyczące serii sprzedaży detalicznej sprzed 1992 roku nie mogą być ściśle porównywane do danych dotyczących sprzedaży detalicznej i usług żywieniowych z lat od 1992 roku do chwili obecnej, ponieważ pierwsze dane są podane na podstawie SIC (Standard Industrial Classification), a drugie na podstawie NAICS (North American Industry Classification System). Patrz Bank Rezerw Federalnych w St. Louis [2010a], s. 12, a także US Census Bureau (2010).

Wykres 1: Sprzedaż detaliczna i usługi żywieniowe w miliardach dolarów - zmiany skorygowane o inflację



Jakościowy wymiar spadku sprzedaży detalicznej można prześledzić na podstawie szerokiego wachlarza „kultowych” amerykańskich sprzedawców detalicznych, którzy ulegli bankructwu, likwidacjom lub ogromnym redukcjom wydatków. Chrysler wypełnił wniosek [Chapter 11](#) 11 kwietnia 2009 roku, a w czerwcu 2009 roku w jego ślady poszło GM. KB Toys, jeden w największych sprzedawców detalicznych zabawek w Stanach Zjednoczonych, szukał ochrony w postaci Chapter 11 w grudniu 2008 roku oraz ogłosił, że zamierza zamknąć wszystkie swoje 460 punkty sprzedaży detalicznej. Circuit City, drugi co do wielkości sprzedawca detaliczny elektroniki w Stanach Zjednoczonych, ogłosił bankructwo oraz zamknął 575 sklepów w 2009 roku. CompUSA, średniej wielkości sprzedawca elektroniki, zamknął 103 punkty sprzedaży (choć od tego czasu sprzedał nazwę oraz 16 lokalizacji i powrócił po zmianie właściciela). Sharper Image, czołowy sprzedawca elektroniki i nowinek, także ogłosił bankructwo. Linen’N Things, drugi co do wielkości sprzedawca detaliczny dóbr przeznaczonych do użytku domowego w Stanach Zjednoczonych, wypełnił wniosek Chapter 11 oraz zlikwidował 271 sklepów. Fortunoff, czołowa sieć jubilerska i meblowa na północnym-wschodzie, ogłosił bankructwo, tak samo jak Levitz i Bombay, średniej wielkości sprzedawcy mebli, z czego obie firmy zostały zlikwidowane. Wiele innych sieci sprzedaży detalicznej zmniejszyło plany ekspansji i przystąpiło do

głębokich cięć liczby punktów sprzedaży (na przykład Disney (98), Ann Taylor (117), Footlocker (140) i wielu innych)<sup>5</sup>.

### **3. Mainstreamowa krytyka ATCK: Przypadek błędnej tożsamości**

Jak już zostało wspomniane, niektórzy ekonomiści głównego nurtu skrytykowali ostatnio skróconą wersję ATCK, która skupia się niemal wyłącznie na „przymusowych oszczędnościach” i analogicznym „przeinwestowaniu” jako na głównych — jeśli nie jedynych — zakłóceniach pojawiających się podczas boomu inflacyjnego. Najbardziej wpływowe sformułowanie tej wersji zaprezentował Haberler (1963) w jego badaniu teorii cyklu koniunkturalnego, opublikowanym w 1937 roku pod auspicjami Ligi Narodów. Według interpretacji Haberlera faza boomu cyklu jest zapoczątkowana ekspansją kredytową banków w formie „środków fiducjarnych” lub niezabezpieczonych depozytów na żądanie. Wynikiem tego jest wzrost podaży funduszy pożyczkowych wykraczający ponad poziom dobrowolnego oszczędzania. Sztucznie zwiększona podaż kredytów obniża stopę procentową dostosowaną do ryzyka poniżej poziomu „naturalnej stopy”, która jest stopą zwrotu z inwestycji w strukturze produkcji, spójnej z międzyokresowymi preferencjami konsumpcyjnymi. Z kolei sztucznie obniżona stopa kredytowa prowadzi do dodatkowego zadłużania się przedsiębiorstw, co powoduje relatywny wzrost wydatków na dobra kapitałowe czy dobra „wyższego rzędu” w stosunku do wydatków na dobra konsumpcyjne i inne dobra „niższego rzędu”, takie jak te używane bezpośrednio przy wytwarzaniu dóbr konsumpcyjnych.

W warunkach pełnego zatrudnienia skierowanie większości zagregowanych wydatków z sektora dóbr konsumpcyjnych do sektora dóbr kapitałowych wywołuje analogiczną zmianę względnych cen, co realokuje zasoby z pierwszego sektora do drugiego. A zatem zwiększenie produkcji dóbr kapitałowych jest realizowane kosztem produkcji dóbr konsumpcyjnych, sprawiając tym samym, że ceny dóbr konsumpcyjnych wzrastają, a konsumpcja jest ograniczana. Fenomen ten jest znany jako „przymusowe oszczędności”, ponieważ przekierowanie zasobów z produkcji dóbr konsumpcyjnych do produkcji dóbr kapitałowych wywołane przez ekspansję kredytową banków nie jest zgodne z preferencjami dobrowolnego oszczędzania gospodarstw domowych.

Faza ekspansji cyklu kończy się, gdy bank centralny reaguje na przyśpieszoną inflację cen konsumpcyjnych lub jakieś inne wydarzenie, znacznie

---

<sup>5</sup> Patrz Barbaro (2008), Baertlein (2009), Farfan (2009), Zarrello (2009).



ograniczając ekspansję rezerw bankowych. Rynek kredytowy kurczy się, a skorygowana o ryzyko stopa procentowa wzrasta do jej naturalnego poziomu, znowu ograniczając inwestycje do limitów narzuconych przez dobrowolne oszczędzanie. Wyższa stopa procentowa zatrzymuje boom inwestycyjny. Firmy produkujące dobra kapitałowe, a szczególnie te produkujące specjalistyczne maszyny, narzędzia i inny sprzęt relatywnie specyficzny do procesów czasowo odległych od konsumentów, stają wobec nieoczekiwanego spadku wydatków na produkcję, a w konsekwencji spadających cen i zysków. Jednocześnie strumień wydatków kierowany ku dobrom konsumpcyjnym trwa jeszcze przez jakiś czas, ponieważ poprzednie zastrzyki nowych pieniędzy, wydane już na płace przez producentów dóbr kapitałowych, są przekształcane w wydatki na dobra konsumpcyjne dopiero po upływie pewnego czasu. W wyniku tego ceny pracy są wciąż podbijane przez firmy sektora dóbr konsumpcyjnych.

W obliczu rosnących stawek płac i kosztów kredytów producenci dóbr kapitałowych nie mogą już dłużej zyskownie utrzymywać produkcji na aktualnym poziomie. Obcina się płace i inne koszty zmienne, a zakłady wraz ze sprzętem stoją nieużywane, a niektóre firmy zostają okrojone lub całkowicie zamknięte. Bezrobocie wzrasta i pojawia się recesja.

Podczas recesji wydatki na dobra kapitałowe zmniejszają się stosunkowo do wydatków na dobra konsumpcyjne. Jest to odwrócenie zmian w strumieniu wydatków, które charakteryzowały boom, rozpoczynający proces przystosowania przywracający optymalny wzorzec wykorzystania siły roboczej i innych zasobów, które znowu zgadzają się z międzyczasowymi preferencjami konsumenckimi i dobrowolnym oszczędzaniem uczestników rynku. „Struktura produkcji” jest zatem przekierowana, aby dostarczyć więcej dóbr konsumpcyjnych obecnie i w najbliższej przyszłości, a mniej w dalszej przyszłości.

Należy zwrócić uwagę na najważniejszą cechę wyżej wymienionego wyjaśnienia ATCK. Nie ma w niej żadnych odniesień do przedsiębiorców, obliczeń pieniężnych, niepewności czy oczekiwań. W sformułowaniu Haberlera, cykl jest napędzany wyłącznie względnym wzrostem i zmniejszeniem aktualnego strumienia wydatków skierowanych do różnych sektorów gospodarki. Stopa procentowa pożyczek jest jedynie bezpośrednio działającym mechanizmem zwiększającym lub zmniejszającym kanały, którymi płyną wydatki. Bez względu na to, co powoduje zmianę stopy procentowej, efekt na względny przepływ wydatków jest zawsze symetryczny. Spadek stopy procentowej kredytu podniesie

relatywne wydatki na dobra kapitałowe i przeniesie zasoby z niższego na wyższy poziom użytkowania. Wzrost stopy procentowej będzie miał odwrotne skutki na względne przepływy wydatków i ruchy zasobów.

Istnieją trzy implikacje tego, co nazywamy „hydrauliczną” koncepcją ATCK. Po pierwsze, boom wymaga przeniesienia pracy i innych zasobów z sektorów dóbr konsumpcyjnych do kapitałowych, podczas gdy recesja wymaga symetrycznego przeniesienia zasobów w odwrotnym kierunku. Po drugie, przymusowym oszczędnościom i przeinwestowaniu boomu towarzyszy spadek konsumpcji i zmniejszanie produkcji gotowych dóbr konsumenckich, sektorów sprzedaży hurtowej oraz detalicznej, ponieważ zasoby są przesuwane na wyższe etapy produkcji. Po trzecie, recesję cechuje ekspansja konsumpcji, kiedy przeinwestowanie boomu zostaje ujawnione i skorygowane, a chwilowo błędnie ulokowane zasoby są przywracane z powrotem do procesów produkcji dóbr przeznaczonych do konsumpcji w niedalekiej przyszłości. Nowa struktura produkcji przypomina mniej więcej strukturę sprzed etapu przeinwestowania — z wyjątkiem pewnego „sztywnego” kapitału, który mógł zostać utracony w wyższych etapach procesów produkcji i musiał zostać porzucony przed jej zakończeniem.

Haberler (1963, s. 71) dostrzegł te implikacje, objaśniając:

*Trudno jest zrozumieć [...] dlaczego przejście na bardziej okrężny proces produkcji miałyby być kojarzony z rozkwitem, a powrót do mniej okrężnego procesu miałyby być synonimem kryzysu. Dlaczego pierwotna inflacyjna ekspansja inwestycji nie miałyby spowodować tyle samo zaburzeń w produkcji dóbr konsumpcyjnych, ile uważa się, że późniejszy wzrost popytu na dobra konsumpcyjne ma sprawiać w produkcji dóbr inwestycyjnych?*

Krytycy z głównego nurtu podchwycili hydrauliczną koncepcję ATCK Haberlera w celu obalenia teorii jako jawnie niespójnej z wystylizowanymi faktami cyklu koniunkturalnego. Zauważono w szczególności, że podczas cyklu koniunkturalnego inwestycja i konsumpcja są ze sobą pozytywnie skorelowane, a przemieszczaniu czynników z powrotem do sektora dóbr konsumpcyjnych podczas recesji towarzyszy znaczne bezrobocie, którego nie było podczas przemieszczania się czynników produkcji do sektora dóbr kapitałowych podczas boomu. W rzeczywistości ostatnia krytyka ATCK dokonywana przez główny nurt



nie była niczym więcej jak papugowaniem pierwotnej krytyki Haberlera z 1937 roku.

Paul Krugman powtórzył tę linię krytyki w 1998 roku, nie przypisując jej Haberlerowi. Nazywając ATCK „teorią kaca”, Krugman (1998) dowodził:

*Na początek, boom inwestycyjny wymyka się spod kontroli. Być może kieruje nim nadmierna kreacja pieniądza albo lekkomyślne pożyczki bankowe, lub być może jest to po prostu sprawa irracjonalnego entuzjazmu po stronie przedsiębiorców. Jakikolwiek jest tego powód, wszystkie te inwestycje prowadzą do wytworzenia zbyt dużego potencjału [...]. Problem tkwi w tym, że w gospodarce całkowite wydatki muszą się równać całkowitemu dochodowi (każda sprzedaż jest jednocześnie zakupem i odwrotnie). Jest to sprawa czystej arytmetyki. Więc zakładając, że kryzysowi inwestycyjnemu zawsze powinien towarzyszyć analogiczny boom konsumpcyjny, jeżeli ludzie zdecydują się mniej wydać na dobra inwestycyjne, to czy nie oznacza to, iż muszą się zdecydować na wydanie więcej na dobra konsumpcyjne? A jeżeli tak jest, to dlaczego miałby wystąpić wzrost bezrobocia?*

Po artykule Krugmana parada pomniejszych keynesowskich makroekonomistów i ekonomistów-blogerów rozważała mniej więcej te same argumenty. Na przykład Tyler Cowen (2008) z George Mason University pochwałił krytykę Krugmana i dodał do niej swój krótki komentarz, wyjaśniając:

*Uważam, że ten punkt widzenia jest bardziej skuteczny, gdy spojrzysz na niego z drugiej strony. Dlaczego boom ma w ogóle być boomem? Przesunięcie w stronę produkcji dóbr inwestycyjnych, a tym samym odsunięcie od produkcji dóbr konsumpcyjnych, powinno oznaczać spadek płac realnych, a nie ich wzrost. Innymi słowy, austriacka teoria nie generuje tak wysokiego stopnia synchronizacji, jaki można znaleźć w danych. Innymi słowy, nie ma tak wielu aktywów charakteryzujących się brakiem cykliczności.*

Jak wykażę później, twierdzenie Cowena idealnie odzwierciedla brak zrozumienia najsilniejszego czynnika fałszującego kalkulacje pieniężne i prowadzącego do nadkonsumpcji podczas boomu.

Brad DeLong (2008), makroekonomista z Berkley i były urzędnik Ministerstwa Finansów Stanów Zjednoczonych, scharakteryzował haberlerowską teorię przeinwestowania następująco:

*Coś — irracjonalny entuzjazm, bankowość oparta na rezerwie cząstkowej lub niedbała polityka pieniężna — popchnęła tolerancję gospodarki na ryzyko do poziomu przekraczającego „zrównoważony”. Gospodarka odpowiedziała „nadmiernym inwestowaniem” w kapitał i nie było rozwiązania, które nie wymagałoby uznania faktu, że kapitał został przeinwestowany i zmarnowany, a ilość dóbr kapitałowych w gospodarce musi zostać zmniejszona<sup>6</sup>.*

Jak można było przewidzieć, krytyka DeLonga była niezwykle podobna do Krugmana (jak i Haberlera). DeLong (2010) dowodził:

*Zazwyczaj nie ma okresu wysokiego bezrobocia, gdy zasoby są przenoszone z sektorów produkujących na konsumpcję do sektorów wytwarzających dobra inwestycyjne. Przeniesieniu zasobów z sektorów wytwarzających dobra inwestycyjne niekoniecznie musi towarzyszyć wysokie bezrobocie. Przenoszenie zasobów pomiędzy sektorami jest właściwie ortogonalne do utrzymywania prawie pełnego zatrudnienia i odpowiedniego wykorzystania potencjału.*

Australijski ekonomista John Quiggin przedstawił podobne zastrzeżenie w stosunku do ATCK, podsumowując:

*[...] Jeżeli prawo Saya nie jest naruszone, austriacki model implikuje, że konsumpcja powinna być negatywnie skorelowana z inwestycją w ciągu cyklu koniunkturalnego, podczas gdy tak naprawdę jest odwrotnie. Ponieważ boom jest kierowany przez mylne przekonania, że inwestycje stały się bardziej opłacalne, charakteryzuje się wysoką, a nie niską konsumpcją.*

Wreszcie, zacytujmy Bryana Caplana (2008), ekonomistę z George Mason University, który przedstawił być może najostrzejszą krytykę hydraulicznej wersji ATCK:

---

<sup>6</sup> Zauważmy, że dla DeLonga inwestycje kapitałowe są ograniczone bezpośrednio przez psychologiczne nastawienie do ryzyka zamiast przez konkretne akty oszczędzania, tak jakby zasoby materialne wymagane do wytworzenia kapitału mogły powstać z powietrza.

*Austriacka teoria cierpi również na poważne wewnętrzne niespójności. Jeżeli początkowe preferencje konsumpcyjne/inwestycyjne „powtarzają się”, jak w austriackiej teorii, to dlaczego sektor dóbr konsumpcyjnych nie cieszy się ogromnym boomem podczas kryzysów? Przecież jeżeli ceny czynników dóbr kapitałowych są zbyt wysokie, to czy ceny czynników dóbr konsumpcyjnych nie są za niskie? Pracownicy sektorów dóbr kapitałowych są niezadowoleni, gdy dawne preferencje powtarzają się. Natomiast pracownicy sektora dóbr konsumpcyjnych powinni być rozradowani. Austriacka teoria przewiduje spadek zatrudnienia w niektórych sektorach, natomiast wzrost w innych. Zatem nie wyjaśnia dlaczego bezrobocie jest wysokie podczas „bustu” i niskie podczas „boomu” [...]. Teoria nie przewiduje wzrostu zatrudnienia podczas boomu lub jego spadku podczas bustu. Ponadto przewiduje rzeczywisty wzrost bieżącej wydajności podczas bustu. Łagodnie mówiąc, z ATCK wynikają zastanawiające wnioski.*

Przytoczone powyżej linie krytyki są zasadniczo oparte na tym samym: wizji ATCK jako wręcz mało znaczącej neoklasycystycznej teorii przemieszczenia sektorowego. Jest to zawarte w terminie „przeinwestowanie”, oznaczającym zbyt dużą ilość zasobów przydzielonych do sektora dóbr kapitałowych, a zbyt małą do sektora dóbr konsumpcyjnych. W tym dwu-sektorowym modelu, w którym cena względna jest stopą procentową, przeinwestowanie zawsze konsekwentnie oznacza podkonsumpcję. Ten model nie różni się bynajmniej od dwu-towarowego, dwu-państwowego handlu międzynarodowego z wzrastającymi kosztami i niekompletną specjalizacją. W tym modelu nałożenie cła na — powiedzmy — wino zmieni względną cenę wina i pobudzi przemieszczenie zasobów z tekstyliów do produkcji wina w kraju importującym wino. Względna cena i przepływ zasobów przesunie się w przeciwnym kierunku w kraju eksportującym wino. Jeśli wtedy cło zostanie zniesione, wynikiem będzie odwrotne przemieszczenie zasobów w każdym z krajów z sektorów rywalizujących z importem do sektora eksportowego.

Teraz wyjdźmy poza ramy porównawczego statycznego modelu z podręczników studenckich i przyjmijmy: niedoskonały stopień mobilności pracy, funkcję produkcji dla każdego dobra, która zawiera niewymienny stały kapitał oraz statyczne oczekiwania wobec polityki gospodarczej. W tym przypadku, gdy

clo zostaje nałożone, występuje „boom” w sektorze rywalizującym z importem i „bust” w sektorze eksportowym obu krajów. Pojawi się chwilowe bezrobocie, a niektóre inwestycje w środki trwałe przypadną, ale wszystko będzie funkcjonować właściwie tak, jak funkcjonowało wcześniej. Skutki będą *dokładnie* symetrycznie odwrotne, gdy clo zostanie zniesione.

Zauważmy, że w tym modelu handlu zmiany podaży pieniądza nie są całkowicie neutralne, pomimo faktu, iż jest tylko jedna cena relatywna. Jeżeli założymy, że indywidualne skale wartości różnią się od siebie i spodziewane zastrzyki nowych pieniędzy są początkowo nierównomiernie przydzielone do tych konsumentów, którzy faworyzują wino, to ceny wina wzrosną względem tekstyliów i pojawi się taki sam wzorzec boomu i bustu w tych dwóch sektorach, jaki pojawił się w przypadku nałożenia cła. Skutki niespodziewanego wstrzymania zastrzyków pieniężnych będą odpowiadać skutkom zniesienia cła. Zatem haberleriańsko-mainstreamowa karykatura ATCK przedstawia niepieniężną teorię samocofającego się przemieszczenia zasobów pomiędzy dwoma sektorami. Jediną rolę, jaką odgrywają pieniądze, jest wywołanie początkowych zaburzeń pojedynczych względnych cen w dwu-sektorowej gospodarce. Zatem w hydraulicznym modelu ekspansja pieniężna wywołuje dokładnie taką samą zmianę przepływów wydatków i względnych cen, jak clo lub wiele innych niepieniężnych ingerencji w gospodarkę. Jednakże ATCK została zaprojektowana, aby wyjaśnić *wyjatkowe* zaburzenia wywołane w realnej gospodarce oraz w jej strukturze produkcji przez boom inflacyjny. Zatem sedno ATCK — zakłamanie kalkulacji pieniężnej — nie odgrywa żadnej roli w wersji hydraulicznej.

#### **4. ATCK: Teoria nadkonsumpcji i błędnych inwestycji**

Gdyby krytycy naprawdę przeanalizowali oryginalne źródła, w których ATCK została wytłumaczona, dowiedzieliby się, że nie jest to wcale teoria „przeinwestowania”. Właściwie Mises, Rothbard i — choć nieco mniej zdecydowanie — Hayek dowodzili dobitnie, że „nadkonsumpcja” i „błędne inwestycje” są podstawowymi cechami boomu inflacyjnego. Według nich wywołana przez ekspansję kredytową banków rozbieżność między naturalną a kredytową stopą procentową systematycznie zakłamuje obliczenia pieniężne przedsiębiorców, którzy wybierają spośród projektów inwestycyjnych na różnych etapach i o różnym czasie trwania, różniących się czasowym oddaleniem od konsumentów. Zniekształca to również kalkulacje dochodowe i majątkowe, a tym

samym wybory konsumpcyjne lub oszczędnościowe odbiorców płac, czynszów i zysków kapitałowych. Innymi słowy, podczas gdy sztucznie obniżona stopa procentowa skłania firmy do przeceniania dostępności obecnych i przyszłych środków pożyczkowych oraz do błędnego inwestowania w rozbudowanie struktury produkcji, wprowadza również w błąd gospodarstwa domowe, przedstawiając fałszywie optymistyczną ocenę ich prawdziwego dochodu i wartości netto, co stymuluje konsumpcję i zmniejsza oszczędności.

Chociaż nadkonsumpcja jest bezpośrednio wywołana przez coś, co możemy nazwać efektem „bogactwa” lub „wartości netto”, jest finansowana przez wzrost podaży pieniądza, a później, w okresie boomu, przez zmniejszanie salda gotówkowego, gdy pojawiają się oczekiwania inflacyjne. W rzeczywistości wzrost cen i dochodowości dóbr konsumpcyjnych kieruje czynniki z wyższych etapów do sektora dóbr konsumpcyjnych, tym samym ograniczając podaż środków mogących zwiększać czy nawet zastępować istniejące dobra kapitałowe. Jest to zjawisko, które austriaccy ekonomiści nazywają „zużyciem kapitału”, będące powszechną cechą boomu. Przeinwestowanie nie tylko jest daleka od bycia istotą ATCK, ale także jest logicznie przez nią wykluczone: rezultatem boomu jest produkcja mniejszej, a nie większej ilości dóbr kapitałowych.

Mises (2001, s. 466) obrazowo opisywał naturę i konsekwencje nadkonsumpcji:

*Zlekceważenie tego, że w wyniku inflacji pojawiają się również siły powodujące zwiększoną konsumpcję kapitału, byłoby poważnym błędem. Jedną z konsekwencji inflacji jest to, że zniekształca kalkulację ekonomiczną i rachunkowość. Za jej sprawą pojawia się złudzenie zysku lub zysk pozorny [...]. Jeśli wzrost cen zapasów i nieruchomości uznaje się za zysk, będzie to równie oczywiste złudzenie. Właśnie takie pozorne zyski sprawiają, że ludziom wydaje się, iż inflacja prowadzi do ogólnego dobrobytu. Uważają, że się im poszczęściło, nie żałują pieniędzy na różne wydatki i cieszą się życiem. Unowocześniają swoje domy, budują nowe rezydencje i wydają pieniądze na rozrywki. Przeznaczając na wydatki rzekome zyski, które w istocie są jedynie wytworem błędnej kalkulacji, konsumują kapitał. Nie ma znaczenia, kim są ludzie, którzy wydają w ten sposób pieniądze. Mogą to być przedsiębiorcy lub spekulanci giełdowi; pracownicy, [...].*

Rothbard (2010, s. 27) także stanowczo odrzucił wytłumaczenie ATCK jako przeinwestowania na zasadniczo tej samej podstawie co Mises, odnosząc się do niego w taki sposób: „Błąd ten po raz pierwszy pojawił się w znanej książce Haberlera *Prosperity and Depression*”. Według Rothbarda (2008, t. 3, s. 402):

*Pozornie ekspansja kredytowa znacznie zwiększa ilość kapitału w gospodarce, gdyż nowe pieniądze wchodzi na rynek jako ekwiwalent pożyczonych oszczędności. Wskutek tego, że nowe „pieniądze bankowe” wydają się zwiększać podaż oszczędności trafiających na rynek kredytowy, firmy mogą uzyskać kredyty po niższej stopie oprocentowania. Inflacyjna ekspansja kredytowa może więc sprawiać wrażenie idealnej ucieczki od preferencji czasowej, i pozornie tworzyć kapitał w niewyczerpanej obfitości. W rzeczywistości jest odwrotnie. Wręcz przeciwnie, inflacja zmniejsza wielkość oszczędności i inwestycji [...]. Może nawet prowadzić do konsumpcji kapitału na wielką skalę.*

Po omówieniu zafałszowania rozliczeń kapitału i wynikającego z niego wyolbrzymienia zysków wywołanych przez inflację, Rothbard (2008, t. 3 s. 403) podsumowuje:

*Inflacja płata więc biznesmenowi figla: pozwala mu wierzyć, że osiągnął nadzwyczajny zysk, podczas gdy zysk ten wystarczy tylko na odtworzenie kapitału. Jednakże nie zdając sobie sprawy z tego sprawy, biznesmen może łatwo ulec pokusie skonsumowania części zysku, przez co nieświadomie przystąpi do konsumpcji kapitału. Dlatego inflacja będzie prowadzić do zmniejszenia oszczędności-inwestycji i wzrostu konsumpcji kapitału.*

To pokazuje nam rolę przymusowych oszczędności jako źródła i bodźca do przeinwestowania. Jak już zostało wspomniane, według hydraulicznej wersji ATCK przymusowe oszczędności występują podczas boomu, gdy dochód jest ponownie odprowadzany od tych, którzy bardziej cenią sobie obecną niż przyszłą konsumpcję — a więc od ludzi o wysokiej preferencji czasowej — do tych o niższej preferencji czasowej. Powoduje to ogólny wzrost oszczędzania względem konsumpcji, a zatem zwiększenie podaży zasobów możliwych do zainwestowania w gospodarce. Takie przymusowe oszczędności napędzają przeinwestowanie. Mises odrzucił ten argument z dwóch powodów. Po pierwsze, zauważył, że przymusowe oszczędności nie są koniecznym następstwem inflacji. Zależy to od



konkretnych danych, które kształtują historyczny proces inflacyjny. Mises dowodzi:

*Przede wszystkim inflacja może wymusić oszczędności, ale nie musi. To, czy wzrost płac następuje wolniej niż wzrost cen towarów, zależy od charakteru inflacji. Tendencja do spadku płac realnych nie jest nieodzowną konsekwencją zmniejszenia siły nabywczej jednostki pieniężnej. Może się zdarzyć, że płace nominalne wzrosną bardziej niż ceny towarów lub wcześniej niż one [...].*

Po drugie, i ważniejsze, nawet gdy okoliczności panujące na początku inflacji sprzyjają przymusowym oszczędnościom do tego stopnia, że zasoby są uwolnione z sektora dóbr konsumpcyjnych i innych niższego szczebla, sytuacja nieuchronnie odwróci się, gdy boom posunie się naprzód. Oczekiwania inflacyjne ostatecznie wzmacniają się i rozpowszechniają, potęgując skłonność do nadkonsumpcji aż do momentu, gdy przytłoczy ona skłonność do przymusowych oszczędności. Zatem Mises (2011, s. 473–474) wnioskuje:

*Jednak dalsza ekspansja skutkuje wzrostem cen dóbr konsumpcyjnych, który postępuje szybciej niż wzrost cen dóbr produkcyjnych. Wzrost płac, a także dodatkowych dochodów kapitalistów, przedsiębiorców i rolników — choć najczęściej jedynie pozorny — zwiększa popyt na dobra konsumpcyjne [...]. Zwykle przedstawia się boom jako przeinwestowanie. Tymczasem dodatkowe inwestycje są możliwe jedynie wtedy, gdy istnieje dodatkowa podaż dostępnych dóbr kapitałowych. Boom jako taki, pominiawszy wymuszone oszczędności, nie prowadzi do ograniczenia konsumpcji, lecz raczej ją zwiększa, toteż nie zapewnia wzrostu ilości dóbr kapitałowych, które można by przeznaczyć na nowe inwestycje. Istota ekspansji kredytowej nie polega na przeinwestowaniu, lecz na inwestowaniu w nieodpowiednie branże, czyli na inwestycjach chybionych.*

Jak wspominał Roger Garrison (2004), koncepcja Hayeka dotycząca przymusowych oszczędności różni się od koncepcji Misesa. Mises użył terminu „przymusowe oszczędności” do określenia rzeczywistego wzrostu oszczędzania, które występuje, gdy ekspansja kredytowa przekierowuje dochód od pracowników, zwykle posiadających względnie wysokie preferencje czasowe, do

przedsiębiorców-kapitalistów, których preferencje czasowe są zwykle niższe. Natomiast Hayek rozumiał przymusowe oszczędności jako wzorzec inwestycji, który jest niezgodny z panującymi preferencjami czasowymi, czyli sytuację, którą — jak zobaczymy później — Mises określał mianem „błędnych inwestycji”. Pomimo różnic terminologicznych Hayek również przyznał, że zarówno przymusowe oszczędności (błędne inwestowanie), jak i nadkonsumpcja charakteryzują boom.

Hayek dowodził, że stała stopa przymusowych oszczędności wymagałoby *wzrastającego* tempa ekspansji kredytowej, aby kapitaliści mogli utrzymać i rozbudowywać siłę roboczą oraz inne czynniki produkcji przeznaczone na tworzenie rozbudowanej struktury kapitału poprzez skuteczne przelicytowanie ofert zgłaszanych na te czynniki ze strony producentów dóbr konsumpcyjnych. Ciągła presja na zwiększanie produkcji dóbr konsumpcyjnych jest wywierana poprzez stale rosnące płace w sektorach przemysłowych wyższych szczebli. Wyższe płace wynikające z poprzednich zastrzyków nowych pieniędzy wywołanych ekspansją kredytową, po upływie czasu ujawniają się jako zwiększony popyt pracowników na rynki dóbr konsumpcyjnych. Zatem ceny dóbr konsumpcyjnych wzrastają, przybliżając stopę inflacji dóbr kapitałowych po krótkotrwałym opóźnieniu i sprawiają, że płace oferowane przez producentów dóbr konsumpcyjnych szybko wzrastają. Wtedy, aby utrzymać niezmiennie oprocentowanie przymusowych oszczędności, a więc podtrzymać istniejącą różnicę pomiędzy inwestycją a dobrowolnym oszczędzaniem na przestrzeni czasu, niezbędne byłoby nieustanne kierowanie na wyższe etapy  *dodatkowych* czynników siły roboczej i gruntu w kolejnych okresach czasu. Jak dowodził Hayek (2008, s. 319) wymaga to odnowienia ekspansji kredytowej przy stale rosnącym tempie. Ostatecznie wzrastające tempo inflacji cen rozbudziłoby oczekiwania inflacyjne, kończąc się nadkonsumpcją i zniszczeniem kapitału.

Hayek (2014, s. 259–260, tłum. Marcin Zieliński) opisał siły prowadzące do nadkonsumpcji w dodatku do drugiego wydania eseju „Ceny i produkcja” w 1935 roku:

*Jednak bez względu na to, czy ceny dóbr konsumpcyjnych będą rosnać szybciej czy wolniej, to wszystkie inne ceny, a w szczególności ceny pierwotnych czynników produkcji, będą rosnać jeszcze szybciej. Kwestią czasu jest to, kiedy ten ogólny i stopniowy wzrost gwałtownie przyśpieszy. Nie twierdzą wcale, że*

*kiedy już zostanie zainicjowana polityka ekspansji kredytowej, to taki rozwój wypadków jest nieunikniony, a jedynie, że jeśli ekspansja kredytowa ma przynieść pewne rezultaty — takie jak stały poziom przymusowych oszczędności albo utrzymanie bez pomocy dobrowolnych oszczędności kapitału zakumulowanego dzięki oszczędnościom wymuszonym — to musi przebiegać właśnie w taki sposób.*

*Kiedy etap ten zostanie już osiągnięty, ekspansja kredytowa zacznie przynosić efekt odwrotny od zamierzonego. Choć wciąż będą funkcjonować mechanizmy wymuszonych oszczędności, to z powodu ogólnego wzrostu cen przedsiębiorcom będzie coraz trudniej utrzymać istniejący kapitał w nienaruszonym stanie, aż w końcu stanie się to niemożliwe. Osiągane na papierze zyski będą konsumowane, nieudane próby odtworzenia istniejącego kapitału coraz częstsze, aż w końcu zostanie skonsumowana ilość kapitału większa od stworzonej za sprawą wymuszonych oszczędności<sup>7</sup>.*

A więc, tak jak Mises i Rothbard, Hayek również wierzył, że nadkonsumpcja jest cechą określającą boom, chociaż rzeczywiście nie przypisywał jej tak ważnej roli jak Mises<sup>8</sup>. Zatem nie mogę całkowicie zgodzić się z Rogerem Garrisonem (2004, s. 333), gdy pisze: „Hayek w sposób niemal niewytłumaczalny nigdy nie pokazuje pełnych możliwości nadkonsumpcji towarzyszącej ekspansji kredytowej, ani nawet nie uznaje możliwości jej wystąpienia”. Garrison (2004, s. 327-328) także nie rozumie w pełni istoty efektu nadkonsumpcji, jak to sformułował Mises, który przedstawia go głównie jako skutek polityki obniżania stopy procentowej, rozumianej jako zachęta do większej konsumpcji i mniejszego oszczędzania. Mises łączył nadkonsumpcję z zniekształceniem kalkulacji pieniężnej wywołanym przez ekspansję kredytową,

<sup>7</sup> Dodatek „Kapitał i fluktuacje przemysłowe” jest odpowiedzią na krytykę Alvina Hansena i H. Touta pierwszego wydania *Cen i produkcji*. Analiza nadkonsumpcji Hayeka nie pojawiła się w pierwotnym tekście książki. Pokazuje to, że nawet austriaccy ekonomiści mylnie zinterpretowali Hayeka w tym punkcie.

<sup>8</sup> W rzeczywistości Hayek opublikował ważny, ale niedoceniony artykuł dotyczący „Zużycia kapitału” („Capital Consumption”) w 1932 roku. Chociaż artykuł omawia ten fenomen w kontekście niemonetarnych interwencji rządowych, Hayek (1984, s. 156-157, n. 2) uznał związek pomiędzy zużyciem kapitału a cyklem koniunkturalnym w przypisie, chociaż wspominał w tym miejscu tylko o jego znaczeniu w „późniejszych etapach kryzysu”. Ten artykuł opublikowano jednak dwa lata przed artykułem, który został zawarty w aneksie do drugiego wydania „Cen i produkcji” wspomnianego wyżej.

która skłania przedsiębiorców i gospodarstwa domowe do przeceniania swojego dochodu i majątku. Stopa procentowa jest dla Misesa o wiele ważniejsza jako stopa dyskontowa niż jako zachęta do oszczędzania<sup>9</sup>. W miarę jak boom inflacyjny postępuje, zyski zaczynają przewyższać nawet najbardziej optymistyczne oczekiwania. Takie „papierowe zyski” — jak je nazywa Hayek — stają się praktycznie powszechne, tworząc ogólną atmosferę zbyt wielkiego optymizmu i „irracjonalnego entuzjazmu”, który osłabia przenikliwy, przedsiębiorczy osąd. A to, spotęgowane przez oczekiwania inflacyjne, skutkują rosnącym przeszacowaniem strumienia potencjalnych zysków, które — zdyskontowane sztucznie zaniżoną stopą procentową — przynoszą fikcyjne zyski kapitałowe w całej strukturze produkcji, niemające w ogóle oparcia w fundamentach.

Na tym etapie obliczanie kapitału jest bardziej opowieścią fantastyczną i oszukiwaniem samego siebie niż obliczaniem opartym na trzeźwym osądzie przyszłości. Oprócz pojawienia się fałszywych dochodów i przyrostu kapitału, pojawia się gwałtowny wzrost płac wywołany chęcią zdobycia przez przedsiębiorców czynników niezbędnych do rozwinięcia działalności w późniejszych fazach boomu. Taka spirala płac i wywoływane nią oczekiwania również sprzyjają nadkonsumpcji. Jak zauważył Rothbard (2009, s. 793), ogólnym skutkiem zniekształceń dochodu i bogactwa wywołanych inflacją jest systematyczny wzrost „współczynnika konsumpcja/inwestycje” czy też preferencji czasowej *podnoszący* naturalną stopę podczas boomu. Zatem powiększa się różnica między naturalną stopą a stopą procentową zniekształconą polityką łatwego pieniądza, powodując rozprzestrzenianie się oraz nasilanie błędnych kalkulacji przedsiębiorczych i błędnych inwestycji.

Odpowiedzią dla tych krytyków, którzy sprzeciwiają się twierdzeniu, iż ATCK domyślnie zakłada „[iluzję pieniądza](#)” po stronie przedsiębiorców jest to, że jedyną dostępną dla przedsiębiorców metodą na wiarygodne oszacowanie wyniku swoich decyzji i inwestycji w dynamicznej gospodarce ze złożoną strukturą kapitału jest kalkulacja pieniężna. Hayek (2014, s. 260) wyraźnie założył taką hipotezę w „Cenach i produkcji”, gdzie napisał:

---

<sup>9</sup> Mises (2011, s. 447) rzeczywiście wyraźnie zaprzeczył, że stopa procentowa była zachętą do oszczędzania: *Ludzie nie oszczędzają i nie akumulują kapitału ze względu na to, że istnieje procent. Procent nie stanowi ani impulsu do oszczędzania, ani nagrody lub rekompensaty za powstrzymanie się od natychmiastowej konsumpcji. Jest on stosunkiem wartości przypisywanych poszczególnym dobrom teraźniejszym do wartości dóbr w przyszłości.*

*Musimy pamiętać, że przedsiębiorca zawsze myśli o swoim kapitale w kategoriach monetarnych i nie może w zmieniających się warunkach myśleć o jego ilości w kategoriach innych niż wartości, czyli w praktyce — pieniądza. Jeśli nawet przez pewien czas będzie on opierał się pokusie osiągnięcia papierowych zysków (co jest, jak uczy doświadczenie, wyjątkowo mało prawdopodobne) i wyliczać koszty na podstawie jakiegoś indeksu, to i tak metoda ta stanie się nieskuteczna, gdy tylko tempo deprecjacji będzie odpowiednio wysokie.*

Te same zniekształcenia kalkulacji, które powodują nadkonsumpcję powodują także zjawisko błędnych inwestycji. Ponieważ podaż dóbr kapitałowych jest obniżona przez nadkonsumpcję, wydaje się, że przeinwestowanie nie może wystąpić. Jednakże dopóki przedsiębiorcy jako pierwsi otrzymują nowo utworzony kredyt bankowy o obniżonej stopie procentowej, mają środki i zachętę do rozbudowy działalności lub rozpoczęcia całkowicie nowych projektów inwestycyjnych, których finansowanie przekracza dostępną ilość dobrowolnych oszczędności. Popyt i ceny dóbr wyższych szczebli niezbędnych do przeprowadzenia tych inwestycji wzrastają oraz pojawia się towarzyszący temu wzrost wartości kapitału firm produkujących te dobra. Zasoby są przeznaczone do wytwarzania nowego sprzętu górniczego i sprzętu do odwiertów ropy, do projektowania i przygotowania terenu pod nowe elektrownie wodne, do wytwarzania oprogramowania komputerowego potrzebnego przy projektowaniu samolotów zasilanych energią słoneczną itd.<sup>10</sup> Jednocześnie zbyt dużo czynników dostarcza się producentom gotowych dóbr konsumpcyjnych — intensyfikują dzięki temu produkcję w swoich obiektach, a także wykorzystują przy budowie i utrzymaniu dodatkowych magazynów i powierzchni handlowych. Takie błędne inwestycje na obu końcach struktury produkcji tworzą „dziurę” w jej środkowych etapach, która jest „przykrywana” przez dochody i zyski kapitałowe spowodowane zakłamaniami kalkulacji pieniężnej.

W miarę jak boom postępuje, firmy stawiają czoła narastającemu brakowi zasobów niezbędnych do całkowitego wykorzystania nowego sprzętu górniczego i wiertniczego, do wybudowania elektrowni wodnej czy zaprojektowania i masowej produkcji nowej generacji samolotów. Wtedy możemy powiedzieć w ścisłe

---

<sup>10</sup> Ostatni przykład nie jest całkowicie hipotetyczny. Patrz Gaudin (2010), Khanduja (2010), „Daily Mail Reporter” (2010).

metaforycznym sensie, że wydłużona struktura produkcji nie może być „dokończona”. Przewidywany popyt na produkty projektów wyższych szczebli inwestycyjnych, nawet gdy są one sprawne w sensie technologicznym, nie dochodzi do skutku z powodu niedostatku i kosztowności komplementarnej siły roboczej i kapitału potrzebnych do zyskowego przekształcenia tych produktów w dobra kapitałowe niższego rzędu. Jednocześnie jako część tego samego procesu inne firmy, niżej w strukturze produkcji, wytwarzające surowe materiały produkcyjne, części zamienne i sprzęt służący do zaopatrzenia, utrzymania i naprawy urządzeń wytwarzających gotowe produkty konsumpcyjne również doświadczają wyższych kosztów siły roboczej, co zmusza je do ograniczenia produkcji.

Z ekonomicznego punktu widzenia błędne inwestycje i konsumpcja kapitału sprawiają, że struktura produkcji rozpada się na kawałki i nie da się jej ponownie złożyć w całość bez długiego procesu dostosowania w czasie recesji. Podczas tego procesu zarówno inwestycje, *jak i* konsumpcja, zmniejszą się, sprawiając że bezrobocie rośnie w obu sektorach. Recesja przedłuża się, ponieważ przedsiębiorcy po doświadczeniu ogromnych strat i odpisów kapitałowych tracą chwilowo pewność zarówno w swoją umiejętność przewidywania przyszłych warunków rynkowych, jak i w niezawodność obliczeń pieniężnych. To utrata przedsiębiorczej pewności jest sednem tak zwanej wtórnej deflacji. Przedsiębiorcy zwiększą popyt na pieniądź i wysoce płynne aktywa, a przepuszczają potencjalnie przynoszące zysk okazje, które by wykorzystali przy swoim zwykłym poziomie pewności. Zatem to właśnie wewnętrzny czynnik przedsiębiorczego pesymizmu i płochliwości, a nie zewnętrzny czynnik zmniejszenia podaży pieniądza, powoduje spadek ogólnego poziomu cen i — co ważniejsze — cen czynników produkcji względem cen produktu. Natomiast wzrost naturalnej stopy procentowej zawarty we względnym spadku cen czynników produkcji przywraca naturalny optymizm i gotowość do podejmowania ryzyka.

Właściwie — jak wyjaśnił Mises (2011, s. 481-482) — tak zwana wtórna deflacja zdecydowanie różni się od deflacji pieniężnej, ponieważ nie jest ona przyczyną przedłużonego okresu dostosowania się do recesji, lecz skutkiem i lekarstwem na niego:

*Niewiedza owa polega również na myleniu deflacji i ograniczenia kredytu z procesem dostosowania, do którego nieuchronnie prowadzi każdy boom ekspansjonistyczny. To, czy kryzys*



*poskutkuje ograniczeniem ilości fiducjarnych środków płatniczych, zależy od instytucjonalnej struktury systemu kredytowego, który wywołał boom. [...] [N]awet jeśli nie ograniczy się podaży pieniądza właściwego i dostępnych fiducjarnych środków płatniczych, to depresja wywołuje spowodowaną czynnikami pieniężnymi tendencję do wzrostu siły nabywczej jednostki pieniężnej. Wszystkie firmy dążą do zwiększenia swoich zasobów gotówkowych, co wpływa na stosunek między podażą pieniądza (w szerszym sensie) a popytem na pieniądz (w szerszym sensie) trzymany w zasobach gotówkowych. To zjawisko rzeczywiście należy uznać za deflację. Byłoby jednak poważnym błędem utrzymywać, że spadek cen towarów został spowodowany dążeniem do zwiększenia zasobów gotówkowych. Jest to mylenie skutku z przyczyną. Ceny czynników produkcji — zarówno materialnych, jak i ludzkich — osiągnęły nadmiernie wysoki poziom w okresie boomu. Muszą spaść, zanim aktywność gospodarcza znów stanie się opłacalna. Przedsiębiorcy zwiększają zasoby gotówkowe, ponieważ powstrzymują się od nabywania dóbr i zatrudniania robotników do czasu, aż struktura cen i płac dostosuje się do rzeczywistego stanu danych rynkowych.*

(wyróżnienie tekstu autora)

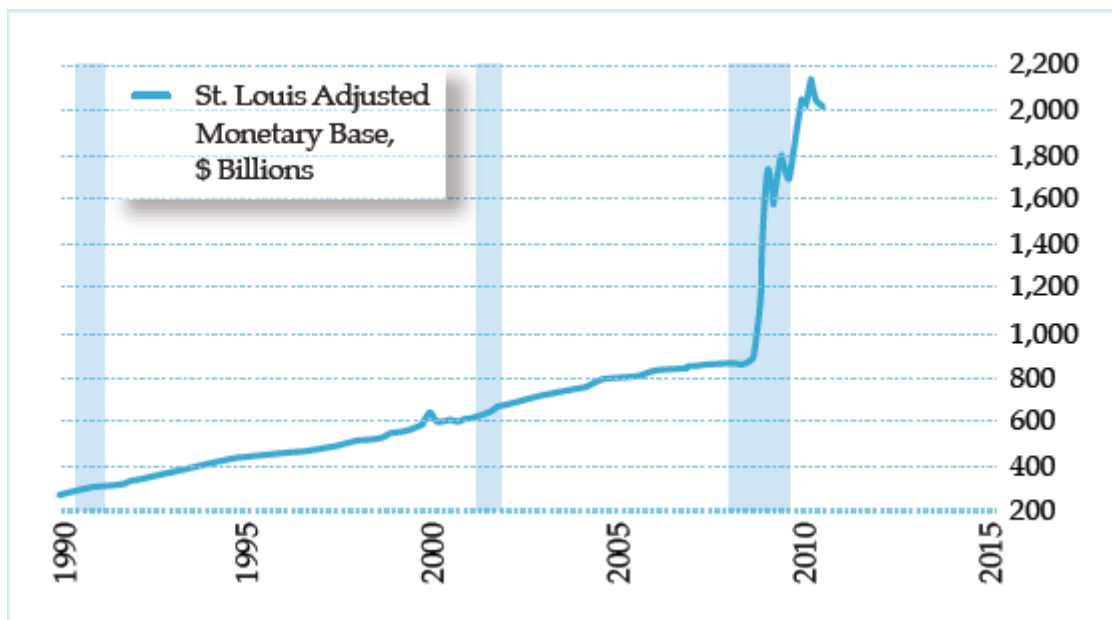
Efekty utopienia kapitału w nieprzynoszących zysków projektach lub zużycia go w błędnym przeświadczeniu, że stanowi część przychodów bieżących, są widoczne nawet po tym, jak recesja wyeliminowała błędne inwestycje, przywróciła obliczeniom pieniężnym solidne podstawy i odnowiła gotowość do podjęcia ryzyka przedsiębiorczego. Odbudowana struktura kapitałowa z konieczności będzie krótsza, a w rezultacie wydajność pracy, płace realne i standardy życia obniżą się. Podsumowując, „W okresie boomu z powodu chybionych inwestycji marnotrawione są rzadkie czynniki produkcji, a nadmierna konsumpcja zmniejsza dostępne zapasy. Za rzekome dobrodziejstwa boomu trzeba zapłacić zubożeniem” (Mises, 2011, s. 487).

## **5. Nadkonsumpcja i krach sprzedaży detalicznej w latach 2002-2009**

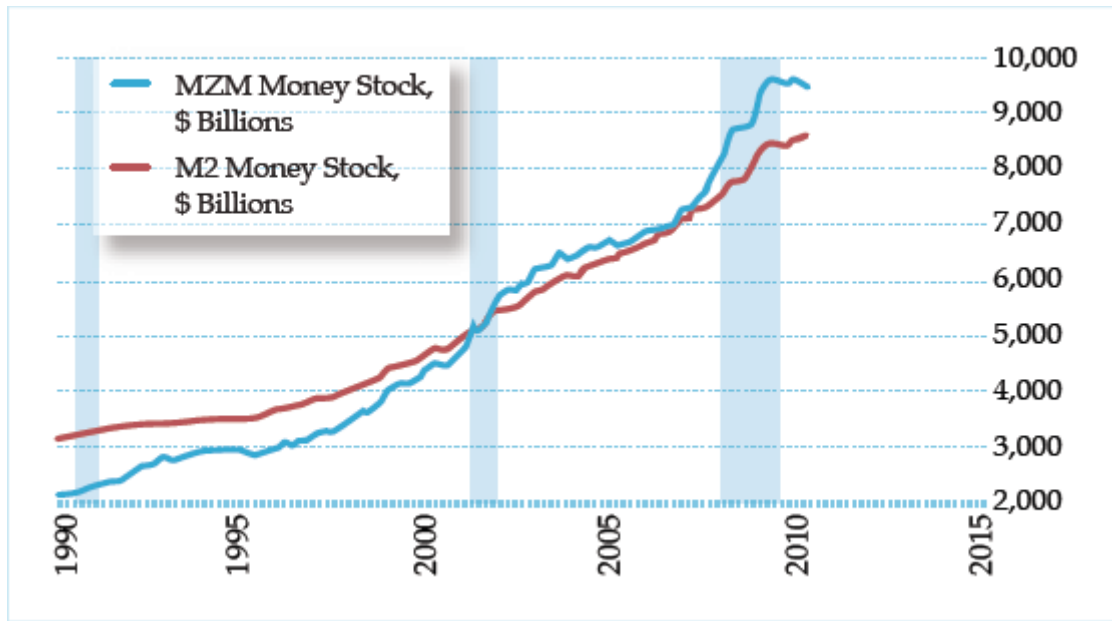
W 1999 roku, po ponad pięciu latach coraz szybszego wzrostu bazy monetarnej i podaży pieniądza, Fed zwolnił, wywołując pęknięcie bańki

internetowej na początku 2000 roku oraz recesję na początku 2001 roku. Fed prawie natychmiastowo zareagował na te wydarzenia, gwałtownie obniżając docelową stopę procentową Funduszy Federalnych i odwracając spadek wzrostu pieniężnego. Wydarzenia z 11 września pozwoliły Fedowi nasilić ekspansyjną politykę pieniężną. Od początku 2001 do końca 2005 roku [agregat pieniężny MZM](#) Fedu wzrastał o około 1 miliard dolarów tygodniowo, a agregat M2 o około 750 miliardów dolarów tygodniowo. W tym samym okresie kontrolowana całkowicie przez Fed baza pieniężna wzrosła o około 200 miliardów dolarów, co dało łączny wzrost o 33,3 procent (wykresy 2,3,4).

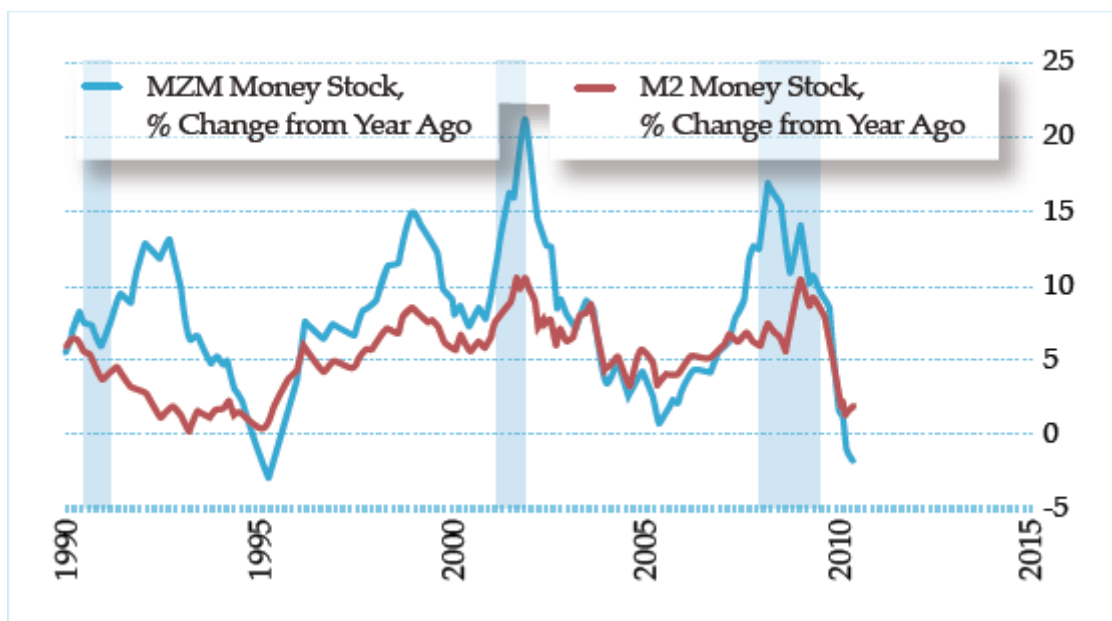
Wykres 2: Baza pieniężna USA w miliardach USD (Źródło: Rezerwa Federalna z St. Louis)



Wykres 3: Zasoby pieniężne MZM (niebieska linia) i M2 (czerwona linia) w miliardach USD



Wykres 4: Procentowa zmiana zasobów pieniężnych MZM (niebieska linia) i M2 (czerwona linia) od roku poprzedniego



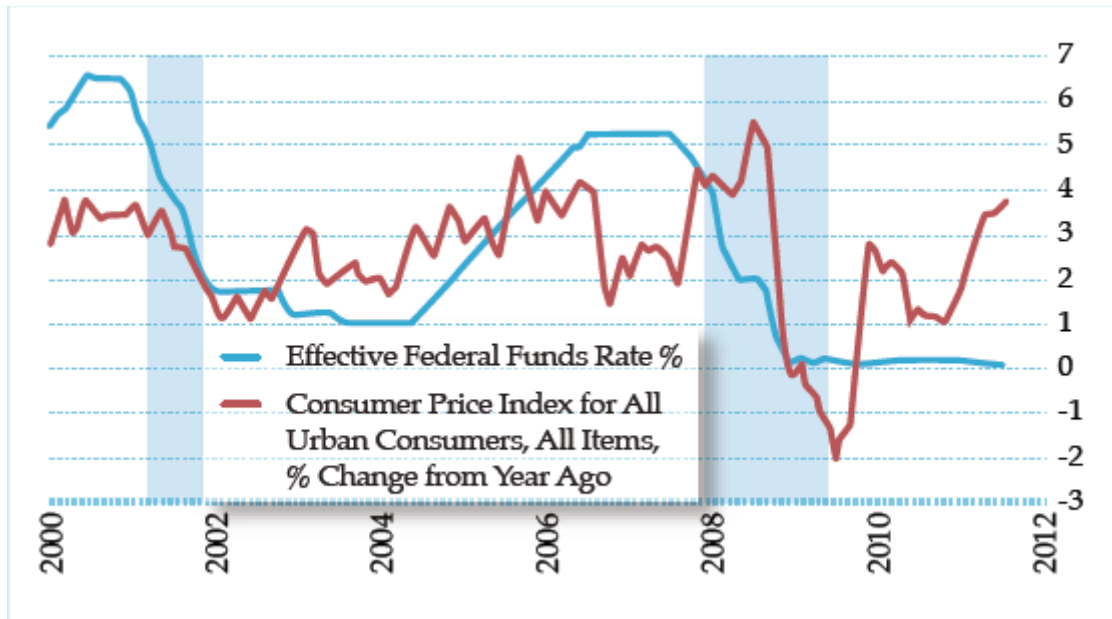
Stopa procentowa Funduszy Federalnych została obniżona do poziomu poniżej 2 procent i utrzymywała się na tym poziomie przez prawie trzy lata, zawieszona na poziomie 1 procenta przez rok (Wykres 5). Skutkiem tego realna stopa procentowa, mierzona jako różnica pomiędzy Funduszami Federalnymi a [wskaźnikiem cen i usług konsumpcyjnych \(CPI\)](#), w latach 2003-2005 była

negatywna. Oprocentowanie 30-letniej hipoteki zwykłej raptownie spadło z ponad 7 procent w 2002 r. do jedynie 5,25 procent w 2003 r. Oprócz krótkotrwałych, niewielkich wzrostów w 2003, a później ponownie w 2004 roku, wahały się pomiędzy 5,5 a 6,0 procent do końca 2005 roku (Wykres 6). Być może — co ważniejsze — jednoroczne oprocentowanie [ARM](#) (kredytów hipotecznych o oprocentowaniu zmiennym) gwałtownie spadło z 7,17 procent w 2000 roku do jedynie 3,74 procent w 2003 roku, wznosząc się do 4,1 procent w 2004 roku i nieznacznie ponad 5 procent w 2005 roku. Ponadto rozluźniono standardy kredytowe i namnożono niestandardowych kredytów hipotecznych, takich jak polegające na spłacie tylko odsetek, opiewające na kwotę wyższą niż wartość domu oraz kredyty bez wkładu własnego<sup>11</sup>. Spowodowało to szybki rozwój kredytowania hipotecznego, a w szczególności kredytów typu subprime — przy stałym wzroście udziału kredytów subprime od 8,62 procent w 2000 roku do 13,51 procent w 2005 roku (Tabela 1). Na skutek tych wydarzeń, po krótkiej powierzchniowej obniżce podczas recesji w 2001 roku, ceny mieszkań ponownie osiągnęły dwucyfrowe wzrosty roczne. Boom mieszkaniowy zmienił się niebawem w bańkę, gdy oczekiwania straciły związek z rzeczywistością i popchnęły ceny mieszkań w górę w przyspieszającym tempie.

Wykres 5: Obowiązująca stopa procentowa Funduszy Federalnych (niebieska linia) i procentowa zmiana od poprzedniego roku wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych dla wszystkich konsumentów w miastach, wszystkich towarów (czerwona linia)

---

<sup>11</sup> Aby w pełni wyjaśnić, dlaczego ekspansja monetarna wpłynęła na rynek mieszkaniowy w pierwszej kolejności i najbardziej intensywnie, patrz Woods (2009), Taylor (2009), oraz Jabłecki i Machaj (2009).



Wykres 6: Oprocentowanie 30-letniego standardowego kredytu hipotecznego

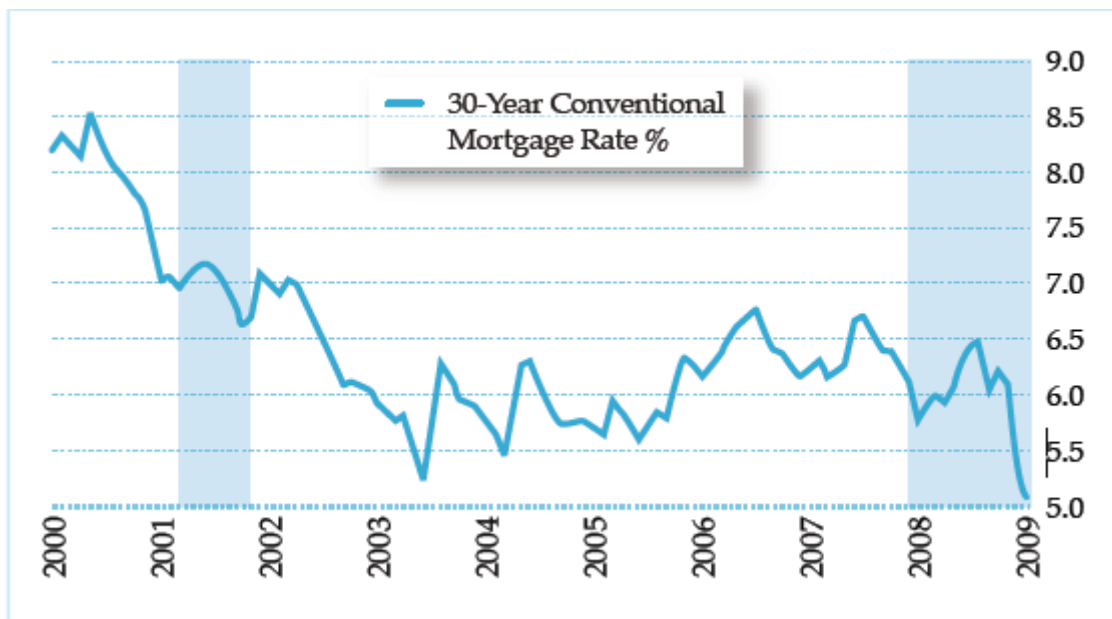


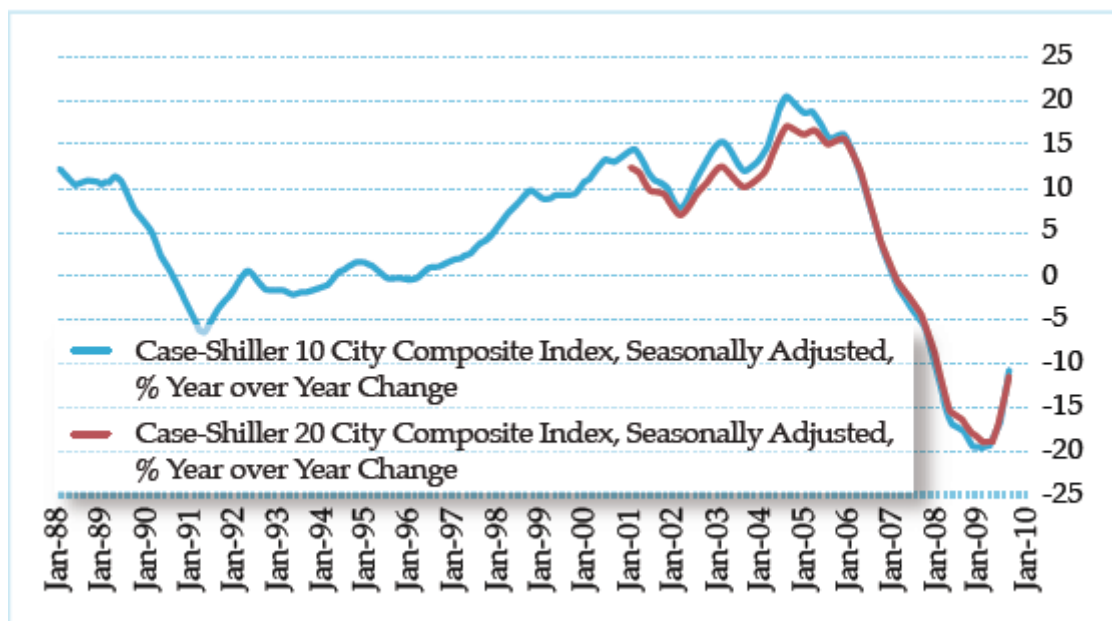
Tabela 1: Udział kredytów subprime w rynku kredytów hipotecznych (kolumna 2).  
Roczne oprocentowanie ARM (kolumna 3)

	Subprime Share of Home Mortgages Outstanding	One-Year ARM Rate
1995	8.707087569	5.646153892
1996	8.001492858	5.5630769
1997	8.500908718	5.506923123
1998	8.485990715	5.474615392
1999	8.622616084	6.3871428
2000	8.638914155	7.172307669
2001	9.000528006	5.234615431
2002	9.516325306	4.183076977
2003	10.15566204	3.747692315
2004	12.40772314	4.108571443
2005	13.51984714	5.062307615
2006	12.5643034	5.503076915
2007	8.918634538	5.550000031
Q1 2008	7.972563691	5.133076931
Q2 2008	7.573073516	5.199230723

From Barth 2009, p. 50

Źródło: Barth 2009, s. 50

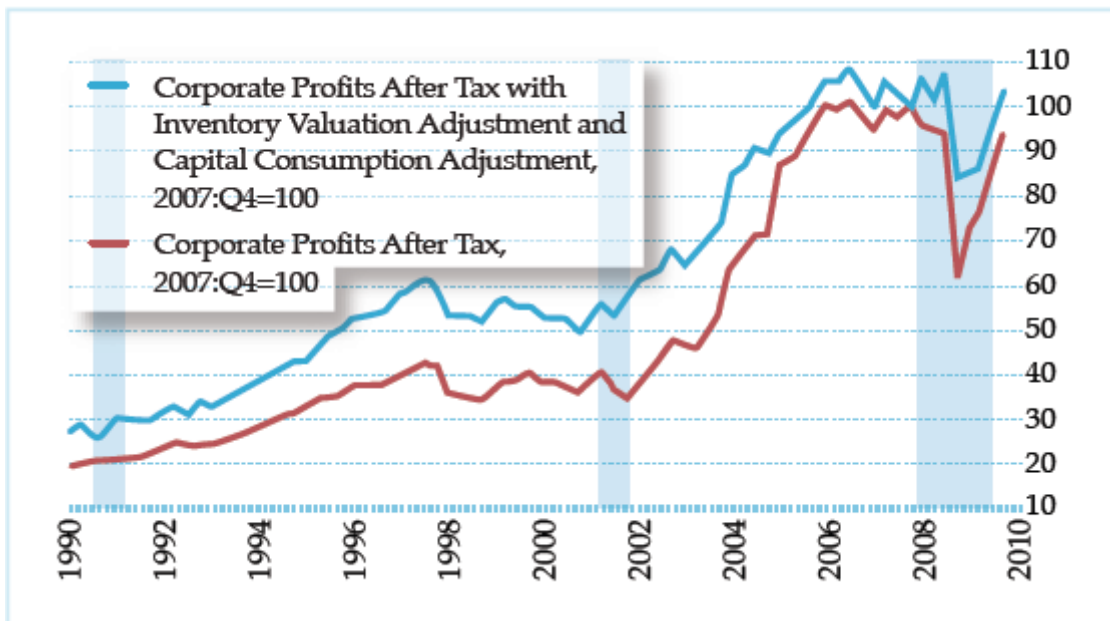
Wykres 7: Indeks Case'a-Shillera, złożony z 10 miast (niebieska linia) i 20 miast (czerwona linia)



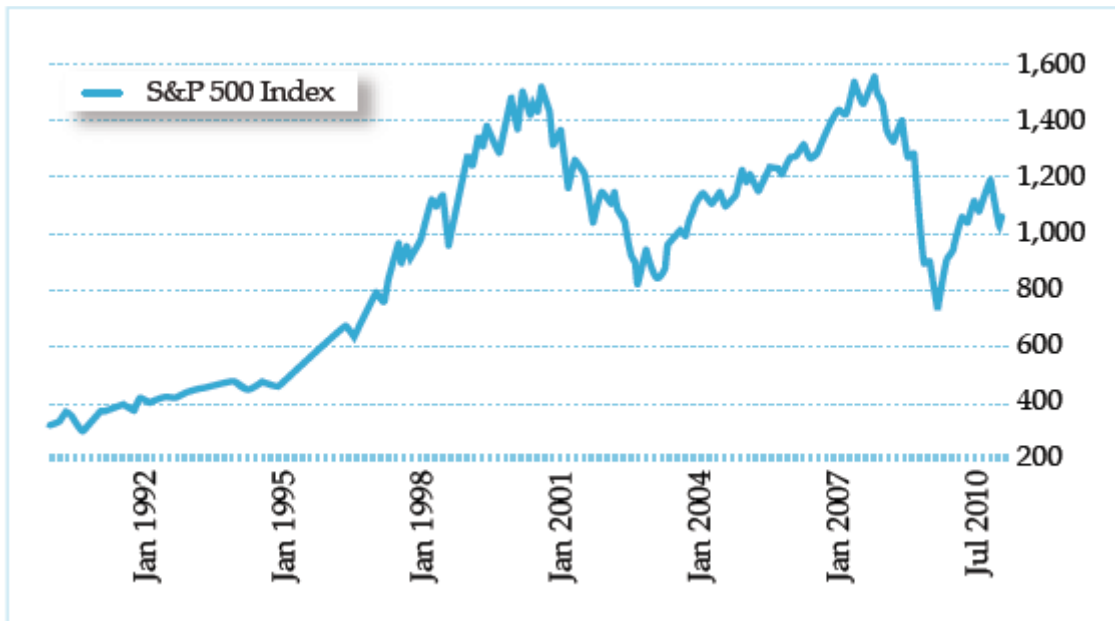


Do połowy 2003 roku ekspansja kredytowa zaczęła zwiększać zyski spółek (Wykres 8) a kursy akcji, będące w zastoju lub spadające od pęknięcia bańki zaawansowanych technologii w 2000 roku, zaczęły gwałtownie wzrastać. Podczas gdy ceny mieszkań osiągnęły maksymalną wartość w 2006 roku, ceny towarów rosły dalej w 2007 roku (Wykresy 9, 10).

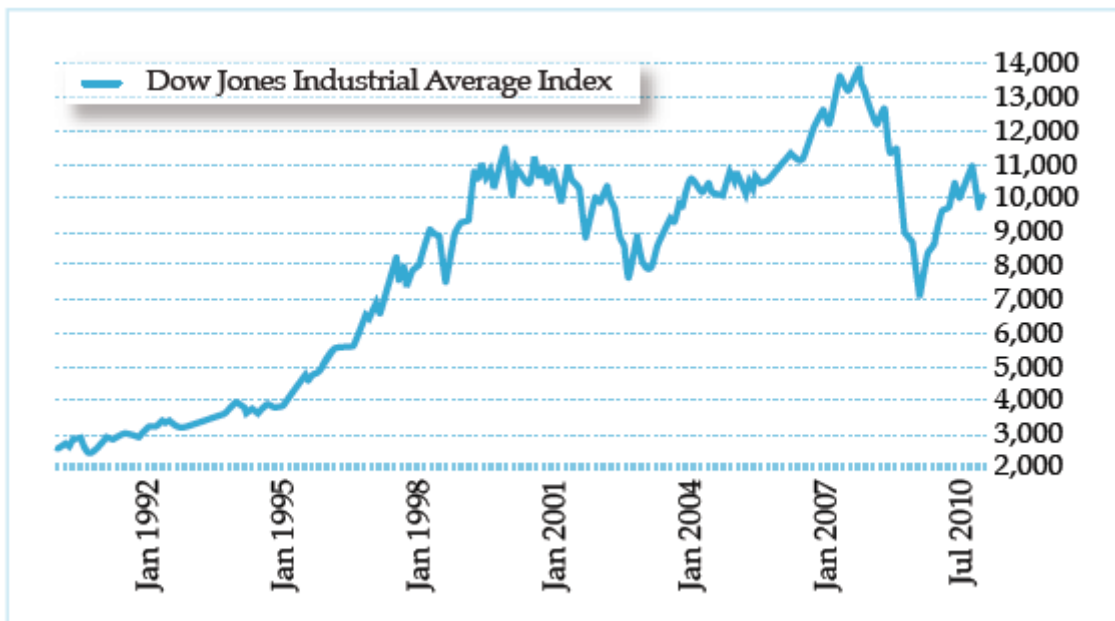
Wykres 8: Zyski spółek po opodatkowaniu z dostosowaniem wyceny zasobów i uwzględnieniem konsumpcji kapitału, 2007:Q4=100 (niebieska linia) i zyski spółek po opodatkowaniu, 2007:Q4=100 (czerwona linia)



Wykres 9: Indeks S&P 500



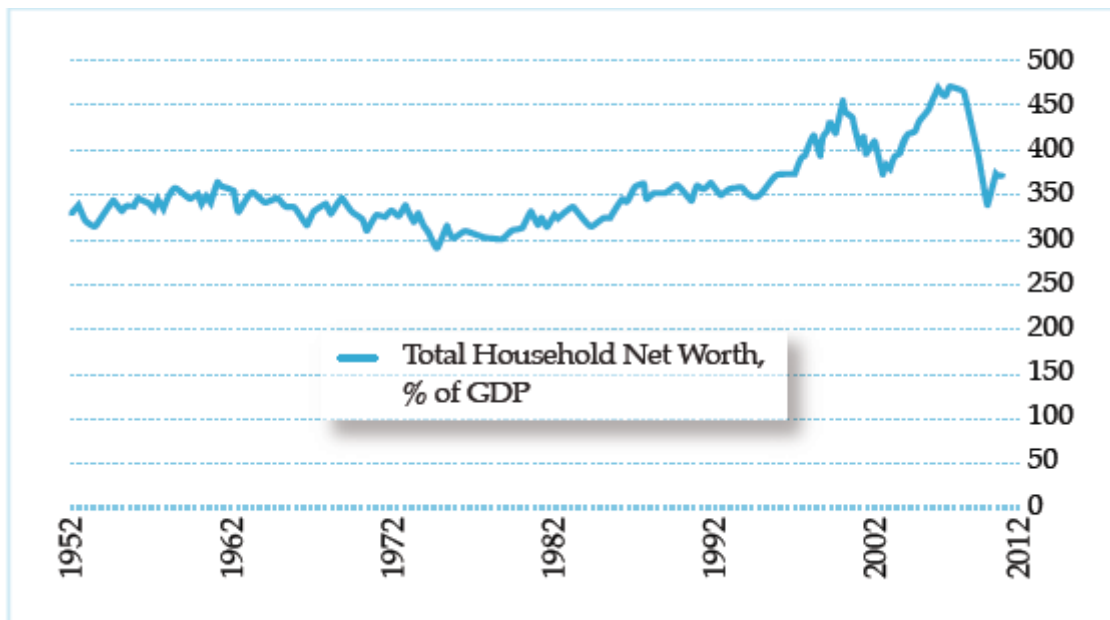
Wykres 10: Indeks Dow Jones Industrial Average



Gwałtownie rosnące kursy akcji i ceny nieruchomości zwiększyły wartość netto gospodarstw domowych o ponad 23 biliony dolarów w ciągu trzech lat: od 2003 do 2006 roku (Board of the Federal Reserve System [2010], s. 107). wywindowało to wskaźnik wartości netto gospodarstw domowych w stosunku do corocznego PKB znacznie ponad 450 procent. Dla porównania przez ponad czterdzieści lat od 1952 roku do czasu aż rozpoczął się boom firm internetowych w połowie 1990 roku wskaźnik wartości netto gospodarstw domowych w stosunku

do corocznego PKB utrzymywał się między 300 a 350 procent. Po niemal cofnięciu się do tego zakresu po recesji z 2001 roku, ekspansja monetarna Fedu sprawiła, że wzrósł o 100 punktów procentowych w przeciągu trzech lat (Wykres 11).

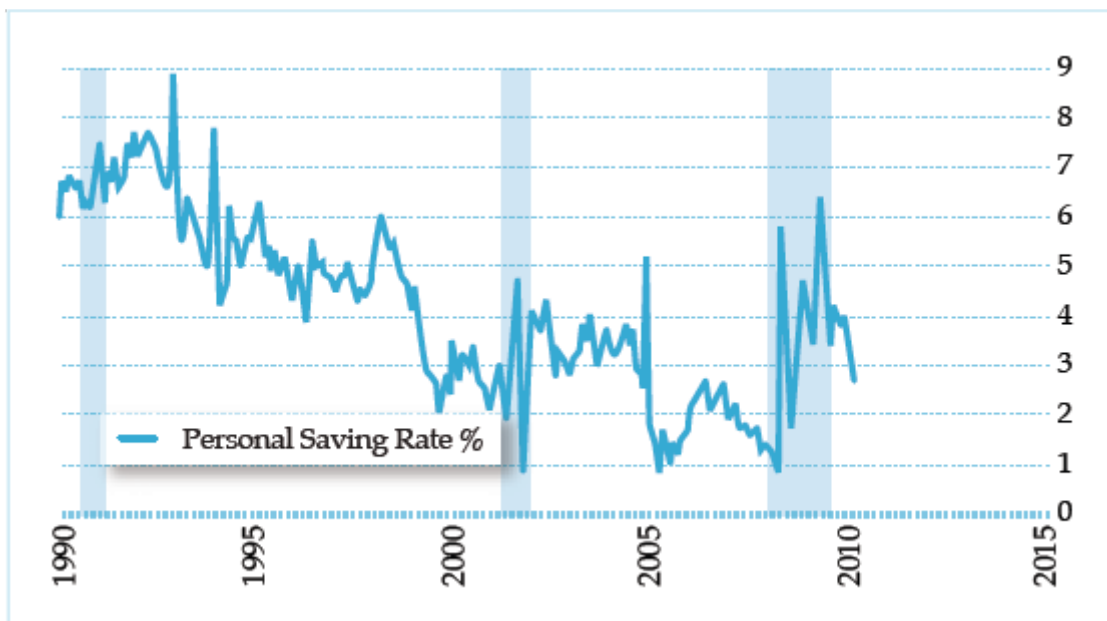
Wykres 11: Całkowita wartość netto gospodarstw domowych



Ten olbrzymi wzrost wartości netto był oparty niemal wyłącznie na papierowych zyskach oraz fikcyjnych zyskach kapitałowych z nieruchomości, które odnotowywały gospodarstwa domowe. Wprowadzone w błąd bilansom zwiększonym przez inflację zostały one skłonięte do „spieniężenia” części swojego domowego kapitału i zwiększenia wydatków na dobra konsumpcyjne i usługi. Można powiedzieć, że ludzie zaczęli „używać swoich domów jako bankomatów”. Gospodarstwa domowe finansowały swoje zwiększone wydatki na jachty, luksusowe samochody, wymyślne dania w restauracjach, drogie wakacje itp. zadłużeniem o stałym oprocentowaniu. Wzrost wartości domowego kapitału i [planów 401\(k\)](#) zredukował też oszczędzanie z bieżących dochodów, a stawka

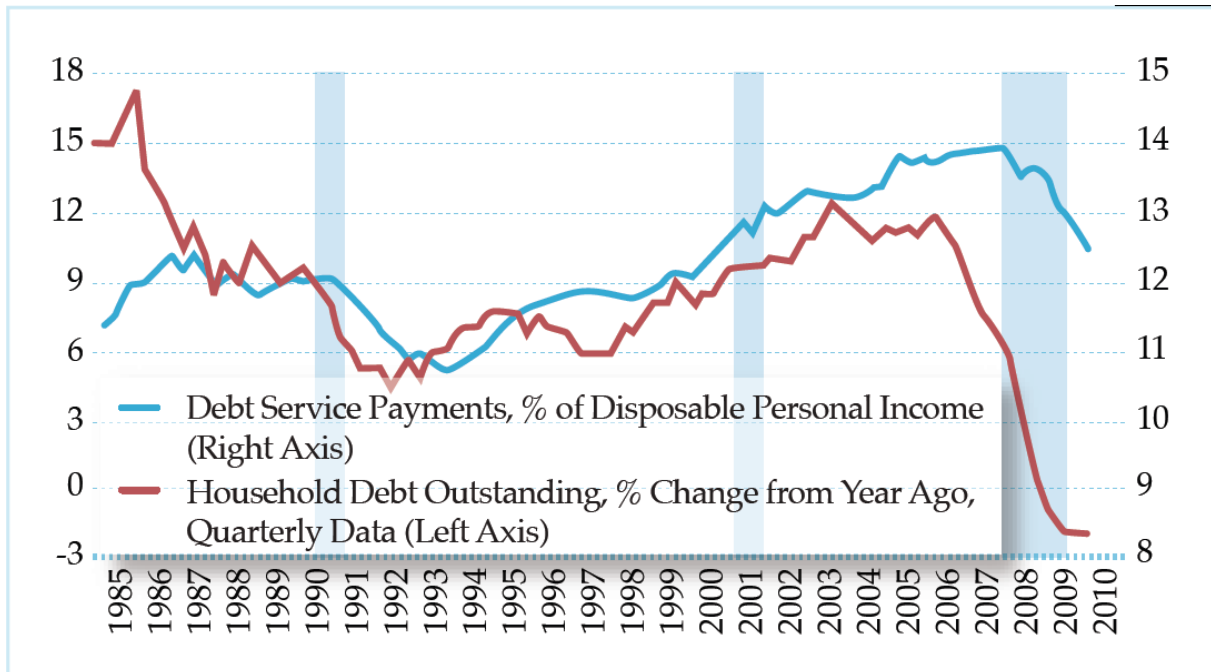
prywatnych oszczędności spadła gwałtownie z ponad 4 procent bezpośrednio po recesji z 2001 roku do mniej niż 1 procenta w 2005 roku (Wykres 12).

Wykres 12: Stopa prywatnych oszczędności w proc.

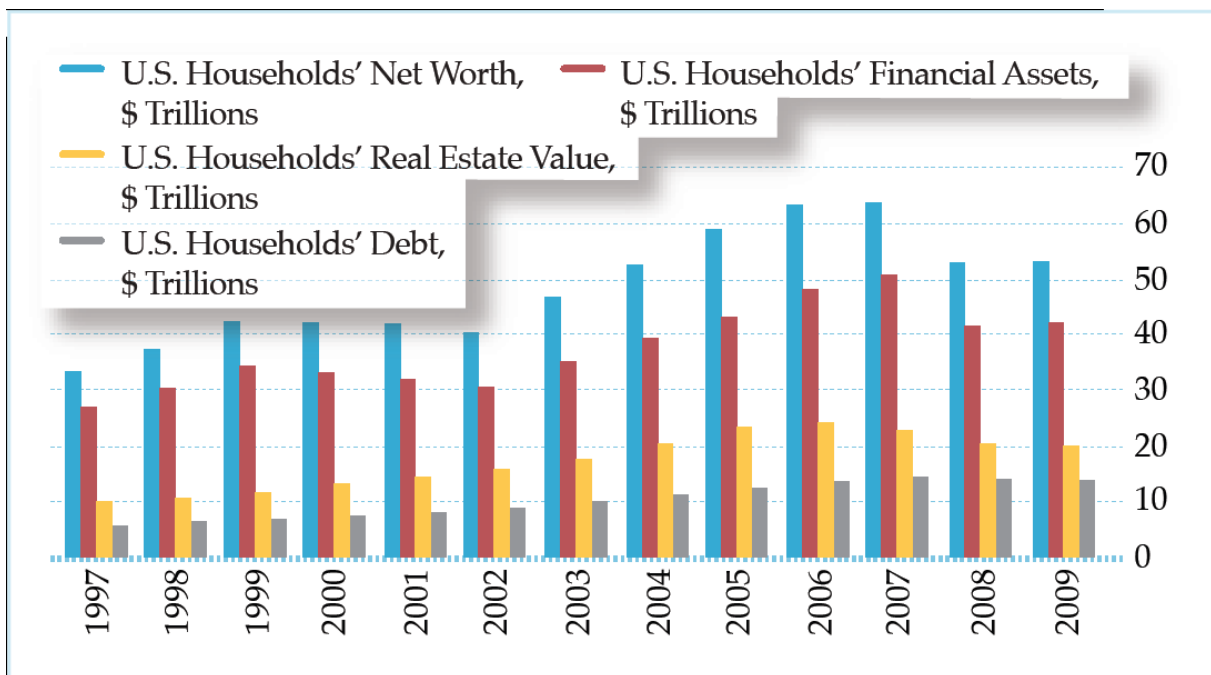


Zatem podczas gdy aktywa gospodarstw domowych wzrosły o 21 743,3 bln USD od 2003 roku do 2007 roku, zobowiązania pieniężne, głównie kredyty hipoteczne oraz kredyty konsumenckie, wzrosły o 4 500,8 bln USD podczas tego samego okresu czasu (Board of Governors of the Federal Reserve System [2010], s. 104). Jednym z rezultatów tego było niemalże podwojenie rocznego tempa wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych z 6 procent w 1997 roku do 11 procent przez trzy kolejne lata, zaczynając od połowy 2003 roku. Dodatkowo, płatności z tytułu obsługi zadłużenia jako procenta wydawanych dochodów osobistych wzrosły od 11 do 12 procent podczas późnych lat 90., aż do swojego szczytu na poziomie 15 procent w 2007 roku (Wykresy 13, 14).

Wykres 13: Płatności z tytułu obsługi zadłużenia jako procent wydawanych dochodów osobistych (prawa oś) (niebieska linia) i zaległe zadłużenie społeczeństwa, zmiana procentowa sprzed roku, dane kwartalne (lewa oś) (czerwona linia)



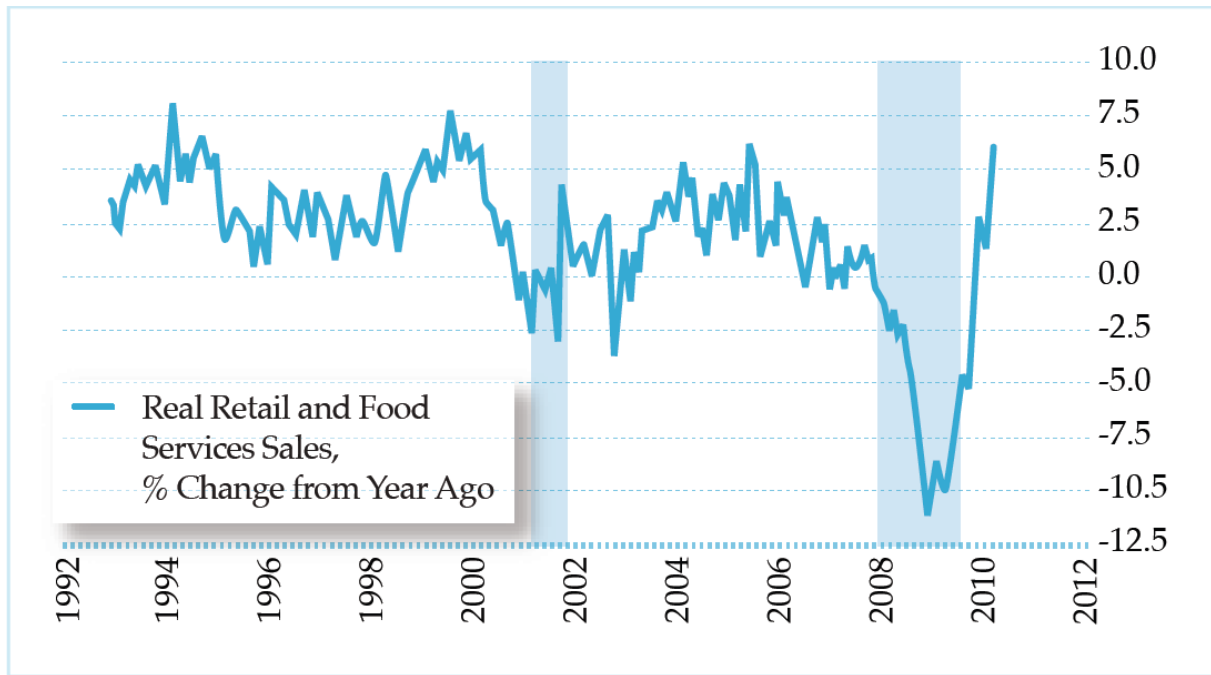
Wykres 14: Wartość netto gospodarstw domowych Stanów Zjednoczonych w (niebieska linia), aktywa finansowe gospodarstw domowych Stanów Zjednoczonych (czerwona linia), wartość nieruchomości gospodarstw domowych Stanów Zjednoczonych w (żółta linia) i dług gospodarstw domowych Stanów Zjednoczonych (szara linia), wszystkie dane w bln dolarów.



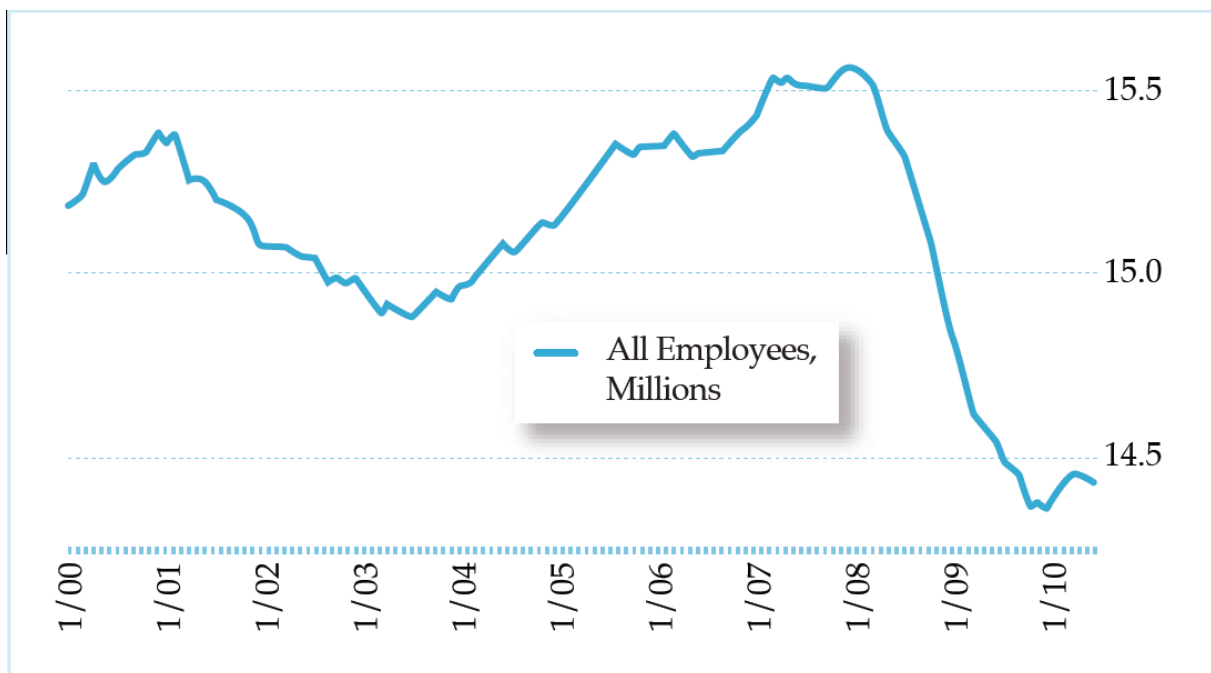
W 2007 roku, gdy boom dobiegł końca, ceny mieszkań, zyski spółek i zyski giełdowe gwałtownie spadły. Zyski kapitałowe nagromadzone od lat 90. okazały się tylko złudzeniem, ponieważ wartość netto gospodarstw domowych spadła w roku 2008 o 13 bln dolarów, czyli 20 proc. — sumę przewyższającą łączną wartość PKB Niemiec, Japonii i Wielkiej Brytanii (Board of Governors of the Federal Reserve System [2010], s. 107). Wskaźnik wartości gospodarstw domowych netto do PKB spadł z ponad 450 procent do poziomu niższego niż 350 procent, osiągając swój poziom z 1994 roku na początku 2009 r. To gwałtownie zatrzymało szła nadkonsumpcji, który objął dwa boomy inflacyjne. Realna sprzedaż detaliczna i gastronomiczna, które utrzymywały stały roczny poziom 180 miliardów dolarów w 2006 i 2007 roku, doświadczyły gwałtownego spadku do 160 miliardów dolarów w czasie krótszym niż rok i pozostały w stanie zastoju także przez rok. Jednocześnie firmy w sektorze detalicznym pozbyły się ponad miliona pracowników ze swoich list płac, podczas gdy zatrudnienie spadło z 15,56 mln w grudniu 2007 roku do niżej 14,36 mln w grudniu 2009 roku. Rok do roku zatrudnienie w sektorze detalicznym skurczyło się o 5 procent od połowy 2009 roku. [S&P Retail Stock Index](#) (RLX) stracił ponad połowę swojej wartości w okresie pomiędzy lutym 2007 a listopadem 2009 roku, spadając z 533 do 223. Spadek RLX był w rzeczywistości tak ostry i głęboki jak spadek S&P 500. (Wykresy 1, 15, 16, 17, 18, 19)

Wykres 15: Realna sprzedaż detaliczna i gastronomiczna, procentowa zmiana od roku poprzedniego

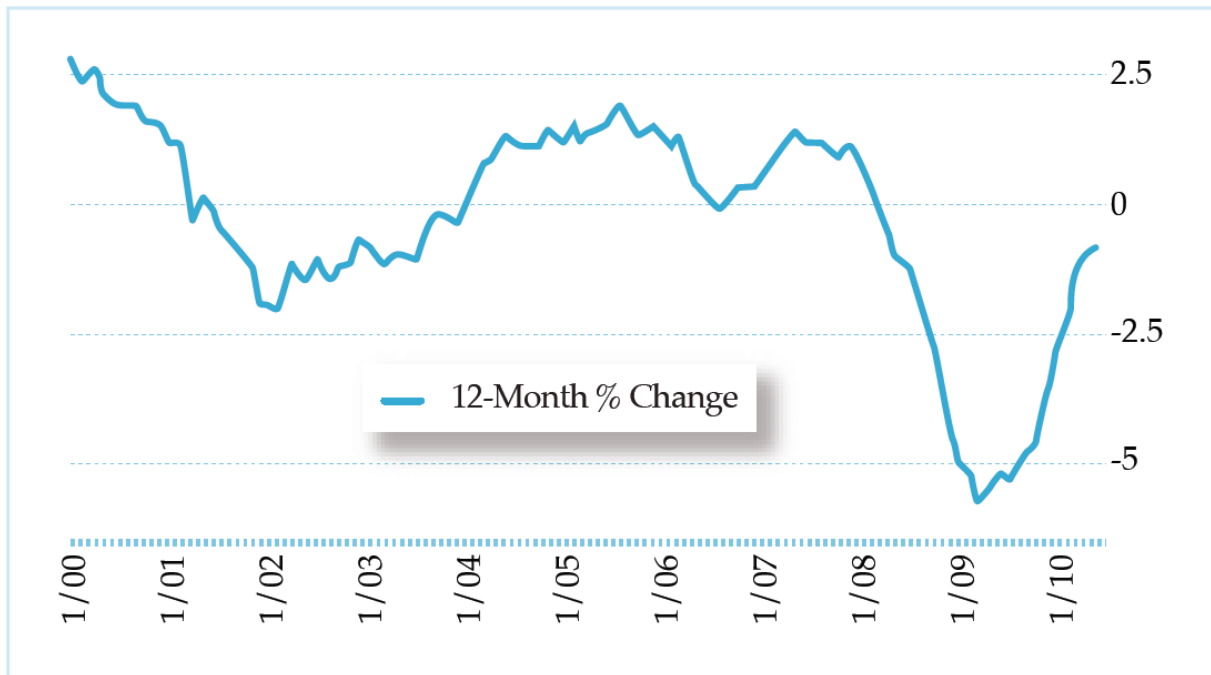




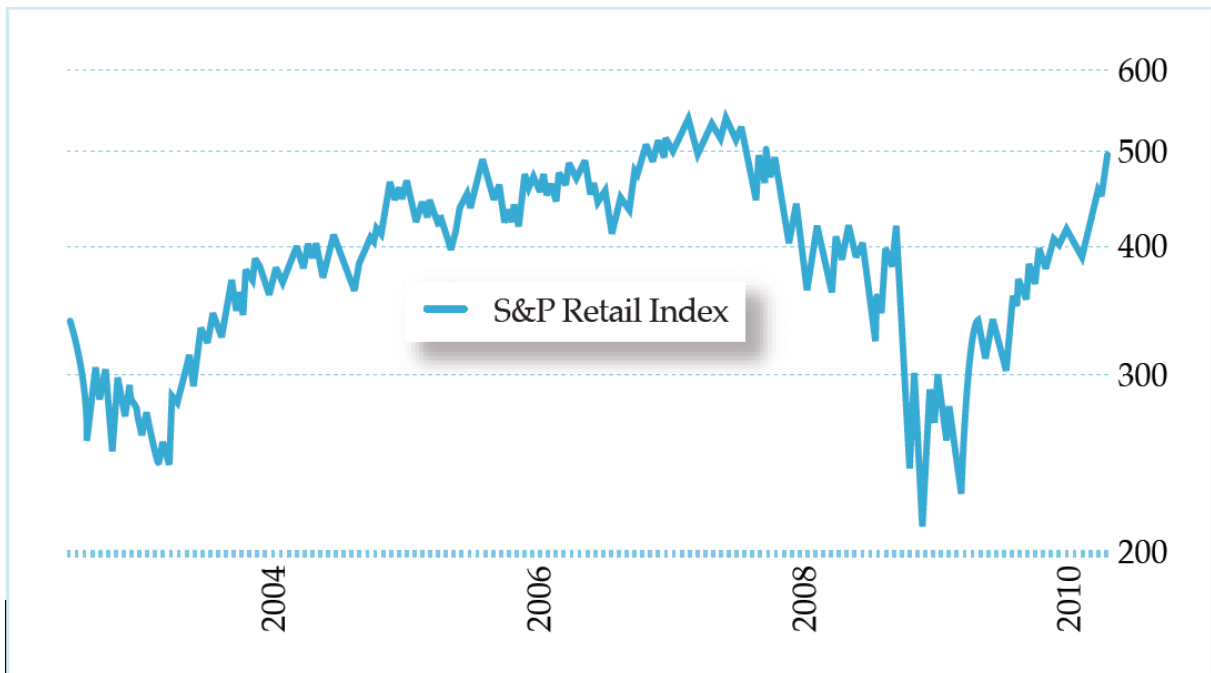
Wykres 16: Liczba wszystkich pracowników w milionach



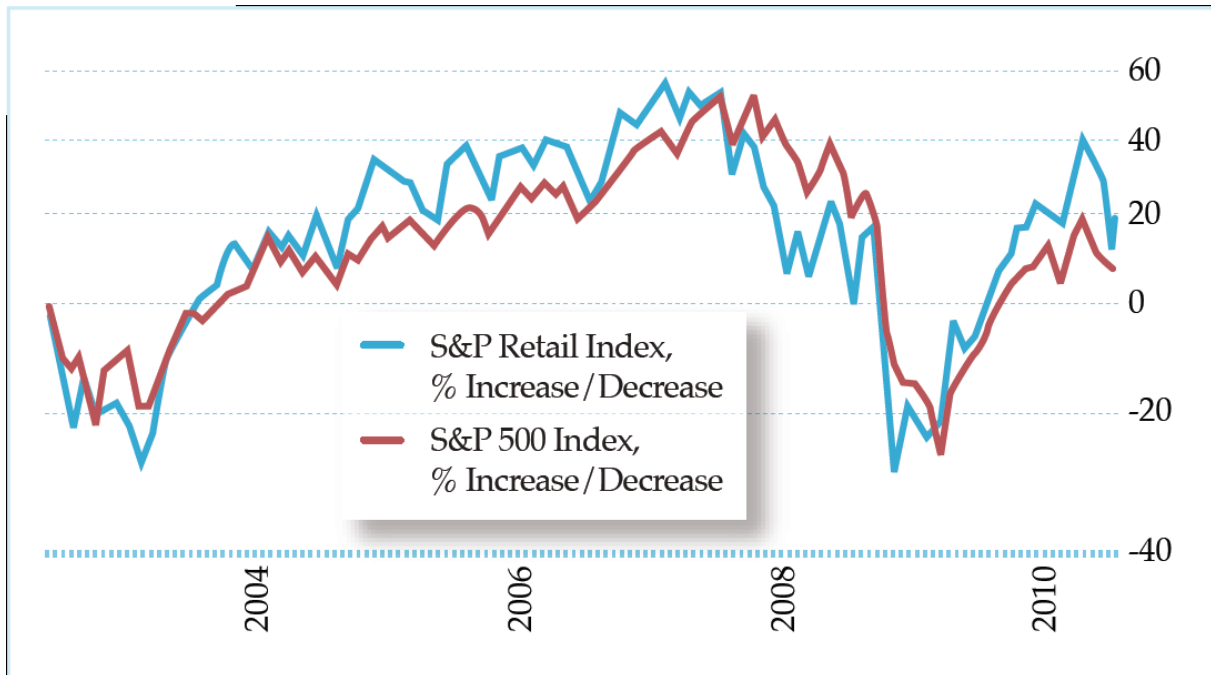
Wykres 17: Zmiany poziomu zatrudnienia w proc.



Wykres 18: S&P Retail Index



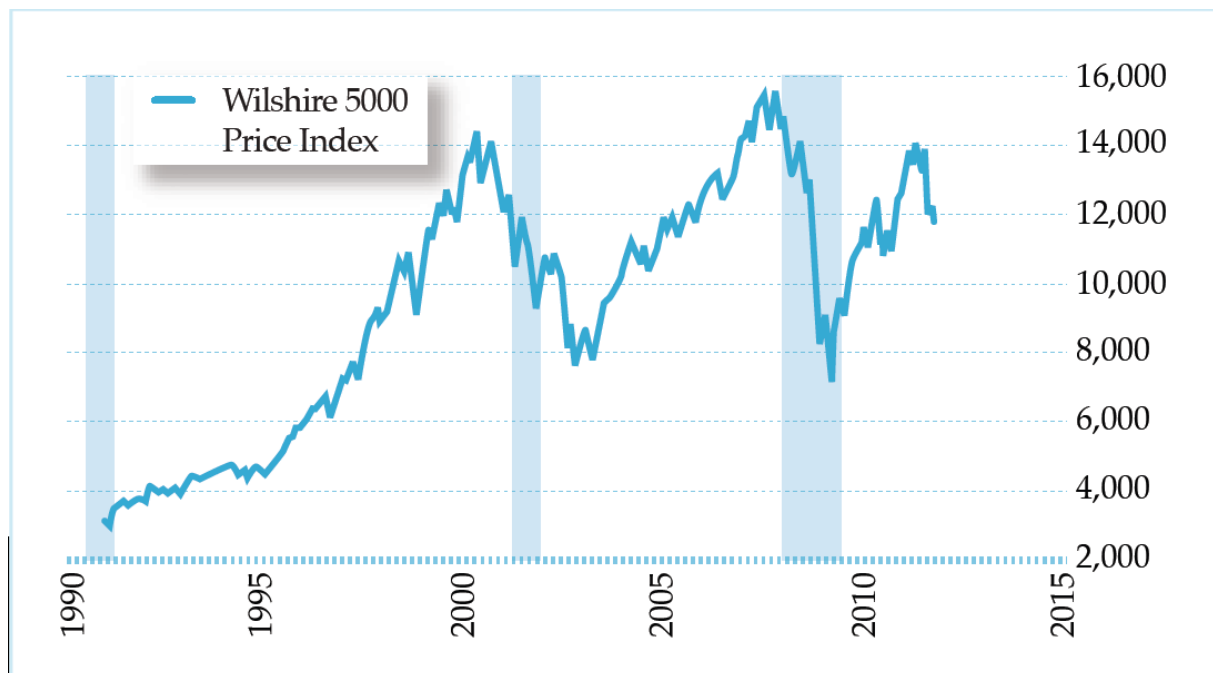
Wykres 19: S&P Retail Index, procentowy wzrost/spadek (niebieska linia) i S&P 500 Index procentowy wzrost/spadek (czerwona linia)



Skalę zużycia kapitału i błędnych inwestycji, które były skutkiem boomu mieszkaniowego, uwidaczniają zmiany wskaźnika Wilshire 5000 Total Market Index (Wykres 20). Wskaźnik ten śledzi całkowitą wartość wszystkich papierów udziałowych przedsiębiorstw z siedzibą w Stanach Zjednoczonych, o łatwo dostępnych danych cenowych. Obejmuje on ponad 6000 firm, dlatego dość dokładnie obrazuje akumulację kapitału w Stanach Zjednoczonych<sup>12</sup>.

Wykres 20: Indeks cen Wilshire 5000

<sup>12</sup> Ekonomiści Fedu użyli Wilshire 5000 w celu przewidzenia zmian w wartości netto gospodarstw domowych (Blackstone, 2009).



Po osiągnięciu najwyższego punktu na poziomie 15,5 bln dolarów w 2007 roku wskaźnik uległ załamaniu i na początku roku 2009 doszedł do wartości 8 bilionów dolarów. W czasie pisania tego artykułu Wilshire 5000 oscylował w okolicach 12 bln dolarów, a więc poziomu, który pierwszy raz osiągnął w 1999 roku. Pokazuje to, że od 1999 roku w gospodarce Stanów Zjednoczonych nie było akumulacji kapitału *netto*. Fundusze, które zostały nagromadzone od tego czasu zostały zużyte lub zmarnowane w niewłaściwie skierowanych inwestycjach. Może też być jednak tak, że nawet obecny poziom zasobów i dochodów jest oparty na błędnych kalkulacjach, ponieważ Fed użył wszystkich dostępnych mu narzędzi, a także wprowadził nowe, aby wywindować ceny na rynkach mieszkaniowych i finansowych. Słaba i niepewna poprawa, której obecnie doświadczają Stany Zjednoczone, może równie dobrze być odzwierciedleniem tego, jak dalece postąpiła konsumpcja kapitału i wyniszczenie gospodarki na skutek polityki inflacyjnej ostatnich dwóch dekad.

## 6. Uwagi o „wtórnej deflacji”

Poprawnie sformułowana ATCK wyjaśnia asymetrię między fazą boomu i bustu cyklu koniunkturalnego. Błędne inwestowanie i nadkonsumpcja, które pojawiają się w okresie boomu inflacyjnego, powodują rozbitcie struktury produkcji, co tłumaczy szerzenie się bezrobocia i zubożenia, obserwowane podczas recesji. Zanim nastąpi poprawa, musi wytworzyć się całkiem nowy

wzorzec struktury produkcji, ponieważ międzyokresowe preferencje konsumentów zmieniły się dramatycznie z powodu redystrybucji oraz strat w dochodach i majątku poniesionych podczas inflacji. Oczywiście ten proces wymaga czasu.

Ponadto proces przystosowania się po recesji przedłuża się jeszcze bardziej przez to, że boom wywraca kalkulację pieniężną, stanowiącą podstawę gospodarki rynkowej. Przedsiębiorcy odkryli, że ich spektakularne sukcesy w okresie boomu były jedynie preludium do nagłych i ciężkich niepowodzeń w realizacji ich prognoz i obliczeń. Dopóki nie odzyskają zaufania w swoje umiejętności prognozowania i w niezawodność kalkulacji gospodarczych, będą, co zrozumiałe, niechętnie podejmować ryzykowne przedsięwzięcia, nawet gdy będą się one wydawać dochodowe. Lecz jeżeli pozwoli się rynkowi działać w sposób nieskrępowany, ta niemoc przedsiębiorcza uleczy się sama, kiedy ograniczenie popytu na czynniki produkcji doprowadzi do zmniejszenia płac i innych kosztów produkcji w stosunku do oczekiwanych cen produktów. A zatem „naturalna stopa procentowa”, tzn. stopa zwrotu z inwestycji w strukturze produkcji, rośnie do momentu, gdy przedsiębiorcy są już zachęcani do wznowienia swojej aktywności inwestycyjnej i rozpoczęcia procesu przystosowania. Sukces napędza się sam, zapał przedsiębiorców wzrasta, a naprawa gospodarcza nabiera rozpędu<sup>13</sup>.

Wzrost naturalnej stopy procentowej, który przewycięża pandemiczną demoralizację panującą wśród kapitalistów i przedsiębiorców oraz zapoczątkowuje ożywienie gospodarcze, ma odzwierciedlenie na rynkach kredytowych. Aby ożywienie mogło się ponownie pojawić, na rynkach finansowych musi być obserwowany *gwałtowny wzrost* „rzeczywistej” czy też skorygowanej o inflację stopy procentowej. Wysokie stopy procentowe nie hamują ożywienia, ale są niezawodnym znakiem, że ponowne dostosowanie względnych cen konieczne do dostosowania struktury produkcji do rzeczywistości gospodarczej przebiega szybko. Zatem bez względu na to, czy błędnie nazwanej

---

13 Według opisanej powyżej ATCK, typowo nieprzewidywalne wahania przedsiębiorczej pewności i oczekiwań, występujących podczas cyklu koniunkturalnego, nie są czysto zewnętrznym fenomenem psychologicznym, który teoria ekonomiczna musi uwzględnić. Są one raczej racjonalną odpowiedzią na chaos obliczeniowy wywołany przez niespójny reżim pieniężny, którego arbitralna manipulacja stopy procentowej systematycznie zakłóca szacowania przedsiębiorcze dotyczące niedoboru kapitału. Trzeba tę kwestię podkreślić, aby móc wyraźnie odróżnić ATCK od ostatnich teorii psychologizujących podobnych do teorii Keynesa, które usiłują wyjaśnić bańki i kryzysy wykorzystując tzw. *animal spirits* [zwierzęce instynkty] — termin, który odnosi się do mieszanki różnych nieekonomicznych motywów i irracjonalnych skłonności behawioralnych stojących za prywatnymi decyzjami ekonomicznymi (patrz np. Akerlof i Shiller [2009]).

„wtórnej deflacji” towarzyszą okazjonalne spadki podaży pieniądza, jest integralną częścią procesu dostosowania. Jest niezbędna dla odbudowania odwagi przedsiębiorczej i odnowy zaufania do kalkulacji pieniężnej. Decyzje o chwilowym zatrzymaniu części zgromadzonych oszczędności podejmowane przez banki i przedsiębiorców oraz wzrost pożyczkowych i naturalnych stóp procentowych powyżej pewnej szacowanej „rzeczywistej” stopy preferencji czasowej nie hamuje odbudowy, ale ją przyspiesza. Oznacza to oczywiście, że każda polityczna próba zatrzymania lub odwrócenia spadku cen czynników i aktywów poprzez manipulacje pieniężne lub stymulujące programy budżetowe opóźni lub wykołei proces dostosowania po recesji.

Diagram 1: Trójkąt kredytowy USD w czerwcu 2010 roku i w sierpniu 2008 roku



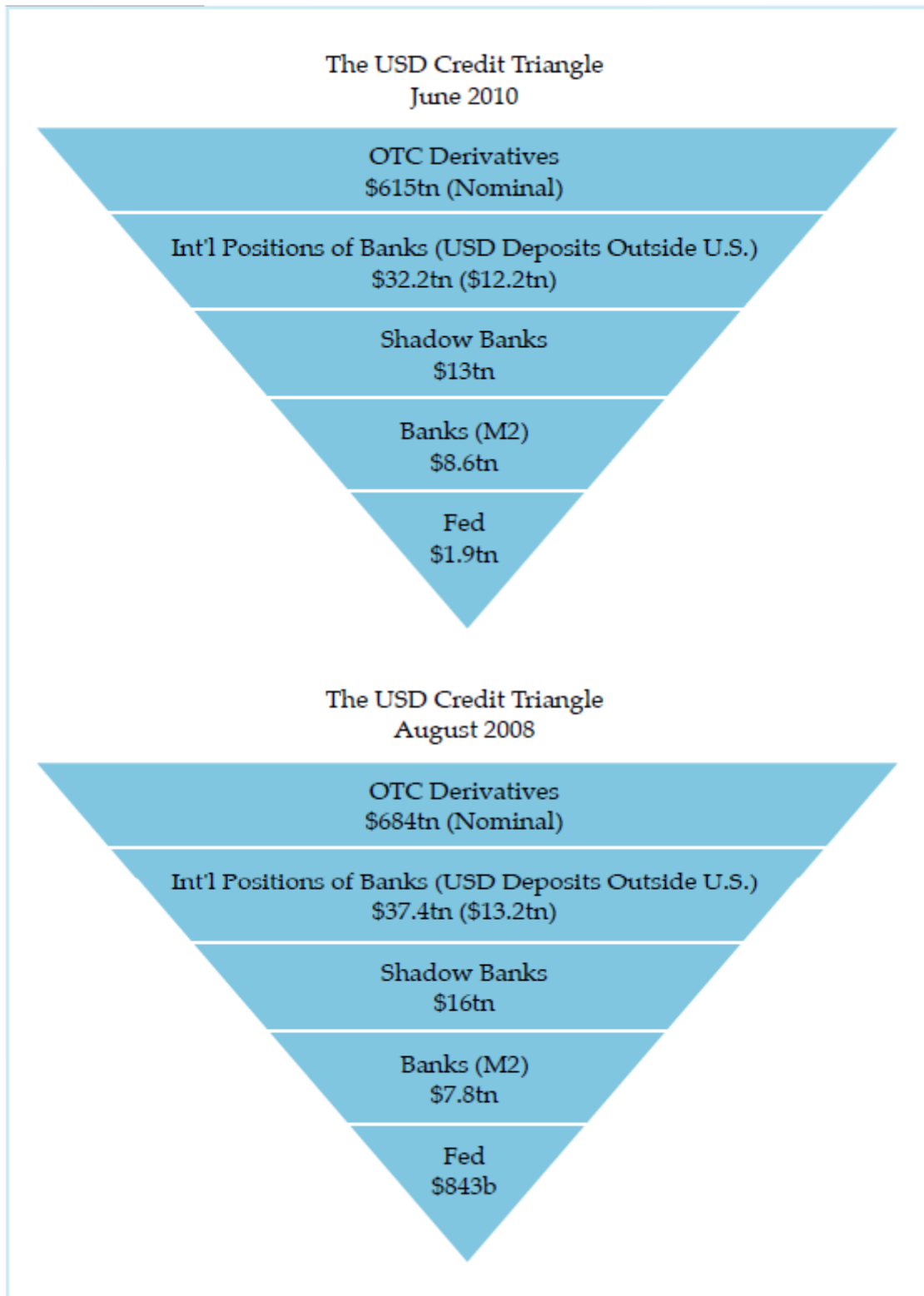


Diagram 1 przedstawia skalę porażki reakcji Fedu, którego to polityka zawiodła w kwestii ożywienia gospodarki i przedłużyła „wtórną deflację”. Od

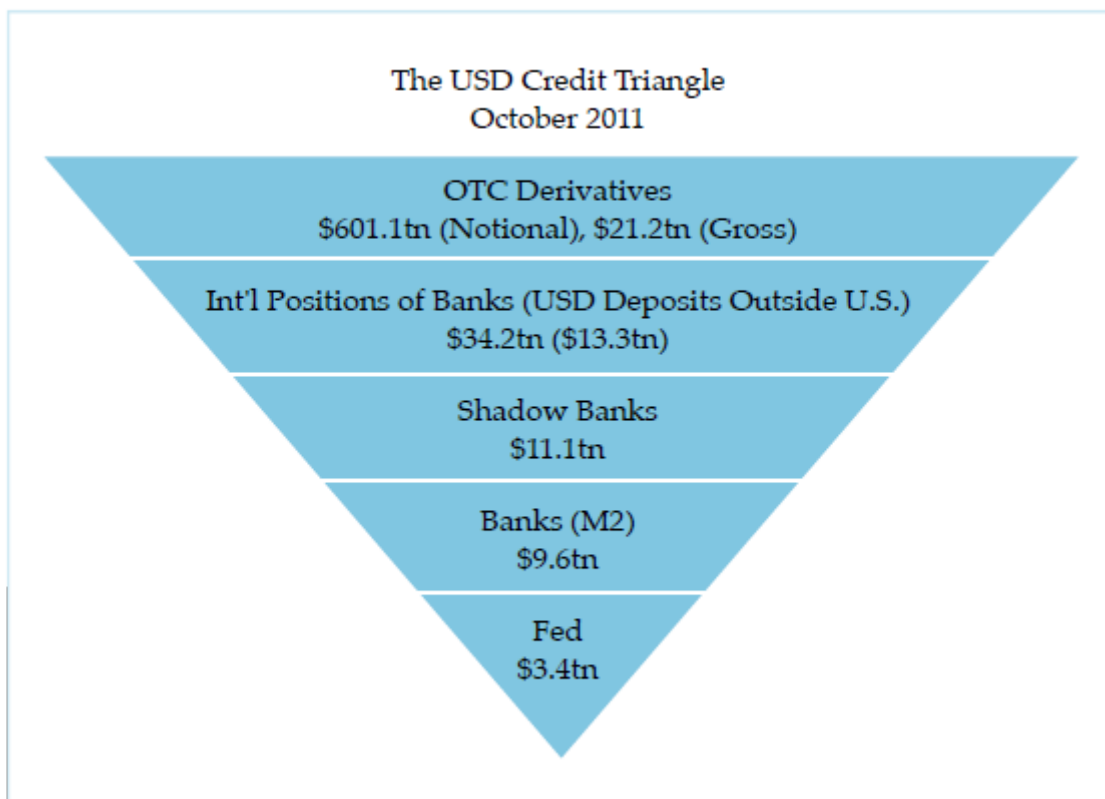
sierpnia 2008 roku do czerwca 2010 roku Fed powiększył o ponad połowę swój bilans, a M2 wzrosło o ponad 10 procent. Jednak podczas tego samego okresu pojawił się znaczny ubytek na wyższych szczeblach trójkąta kredytowego Stanów Zjednoczonych, obejmujący kredyty zaciągnięte przez niebankowe instytucje finansowe i rynki finansowe<sup>14</sup>. Diagram 2 przedstawia zaktualizowaną wersję trójkąta dla października 2011 roku<sup>15</sup>. Należy zauważyć, że dwie z trzech wyższych warstw trójkąta, które są sterowane głównie oczekiwaniami i decyzjami kapitalistów i przedsiębiorców, wciąż się kurczyły, pomimo faktu, że Fed kontynuował zwiększanie bilansu i M2 odpowiednio do 78,9 proc. i 11,6 proc. Ciągły spadek części kredytowej trójkąta idzie w parze ze słabą i niepewną odbudową, przez którą gospodarka Stanów Zjednoczonych przechodzi obecnie. Zarówno jedno, jak i drugie zjawisko jest powodowane niepowodzeniem w dostosowaniu cen aktywów, dóbr i siły roboczej do rzeczywistości gospodarczej oraz towarzyszącemu mu braku zaufania kapitalistów-przedsiębiorców do projektów inwestycyjnych. Działają oni bowiem w warunkach ogromnych zaburzeń względnych cen i niepewności reżimowej wymuszonych przez monetarną, fiskalną i regulacyjną politykę Stanów Zjednoczonych.

Diagram 2: Trójkąt kredytowy USD z października 2011 roku

---

<sup>14</sup> Trójkąt kredytowy Stanów Zjednoczonych został sformułowany i wyliczony przez Steve'a Hanke (2010).

<sup>15</sup> To uaktualnione przedstawienie trójkąta kredytowego USD zostało stworzone dla autora przez Matta McCaffrey'a. Autor jest wdzięczny Steve'owi Hanke za życzliwe udostępnienie danych oraz opisu metod użytych przy tworzeniu oryginalnych trójkątów przedstawionych na diagramie 1.



## 7. Wnioski

Kiedy rozumiemy ATCK jako teorię zniszczenia i odbudowy zarówno struktury kapitału, *jak i* kalkulacji pieniężnej, możemy w pełni wyjaśnić wydarzenia ostatniej dekady. Ponadto, biorąc pod uwagę bezprecedensowe interwencje pieniężne Fedu i ogromny deficyt prowadzony przez administrację Obamy, ATCK wyjaśnia także niepewną naturę obecnej odbudowy oraz rosnące prawdopodobieństwo, że gospodarka Stanów Zjednoczonych kieruje się ku stagflacji podobnej do tej z 1970 roku.

## Bibliografia

George A. Akerlof, Robert J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton, 2009.

Lisa Baertlein, „Factbox: Recent Retail Bankruptcies”, *Reuters*, 14 stycznia 2009, [online] <http://www.reuters.com/article/reutersEdge/idUSTRE50D6J120090115>.

Michael Barbaro, „Retailing Chains Caught in a Wave of Bankruptcies”, *New York Times*, 15 kwiecień 2008, [online]

[http://www.nytimes.com/2008/04/15/business/15retail.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2008/04/15/business/15retail.html?_r=1).

James Barth, *The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2009.

Brian Blackstone, „Household Wealth Plunged In ‘08, Reversing Rise”, *WSJ Blogs: Real Time Economics*, 12 lutego 2009, [online] <http://blogs.wsj.com/economics/2009/02/12/household-wealth-plunged-in-08-reversing-rise/>.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2010), Federal Reserve Statistical Release Z.1, „Flow of Funds Accounts of the United States: Flows and Outstandings First Quarter 2010”(10 czerwiec).

Bryan Caplan, „What’s Wrong with Austrian Business Cycle Theory?”, *Econlog*, 2 stycznia 2008, [online] [http://econlog.econlib.org/archives/2008/01/whats\\_wrong\\_wit\\_6.html](http://econlog.econlib.org/archives/2008/01/whats_wrong_wit_6.html).

Tyler Cowen, „Paul Krugman on Austrian Trade Cycle Theory”, *Marginal Revolution*, 14 październik 2008, [online] <http://www.marginal-revolution.com/marginalrevolution/2008/10/paul-krugman-on.html>.

Daily Mail Reporter (2010), „British Solar-Powered Unmanned Drone Finally Lands After Flying Non-Stop for Two Weeks”, Mail Online (23 lipiec). Dostępny na: <http://www.dailymail.co.uk/sciencetech/article-1297165/Zephyr-British-solar-powered-unmanned-aircraft-finally-lands-flying-non-stop-weeks.html#>.

Bradford DeLong, „I Accept Larry White’s Correction...”, *Cato Unbound*, 11 grudnia 2008, [online] <http://www.cato-unbound.org/2008/12/11/j-bradford-delong/i-accept-larry-whites-correction/>.

Richard Ebeling, „Gottfried Haberler: A Centenary Appreciation”, *The Freeman: Ideas on Liberty*, 50, nr 7, 2000, [online] <http://www.thefreemanonline.org/columns/gottfried-haberler-a-centenary-appreciation/>.

Barbara Farfan, „Retail Industry Chapter 11: Complete Listing of Retail Bankruptcy Filings: Bankruptcy Protection, and Chapter 7 Liquidation List for 2008 and 2009”, *About.com*, 7 lipca 2009, [online] <http://retailindustry.about.com/od/topusretailcompanies/a/chapter11retail.htm>.

Bank Rezerw Federalnych w St. Louis, 2010a, National Economic Trends. Dostępny na: <http://research.stlouisfed.org/publications/net/>.

—, 2010b, Bank Rezerw Federalnych w St. Louis, Economic Data--FRED®. Dostępny na: <http://research.stlouisfed.org/fred2/>.

Roger W. Garrison, *Time and Money: The Macroeconomics of the Capital Structure*, Routledge, Nowy Jork, 2001.

— „Overconsumption and Forced Saving”, *History of Political Economy*, 36, nr 2, 2004, s. 323–349.

Sharon Gaudin, „Solar Plane Completes First Night Flight”, *Techworld*, 9 lipca 2010, [online] <http://news.techworld.com/green-it/3229998/solar-plane-completes-first-night-flight/>.

Gottfried Haberler, „Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung”, J. A. Schumpeter, red., *Festschrift für Arthur Spiethoff*, Duncker & Humblot, Monachium, 1933.

— *Prosperity and Depression: A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*, Atheneum, Nowy Jork, 1963.

— *Economic Growth and Stability: An Analysis of Economic Change and Policies*, Nash Publishing, Los Angeles, 1974.

— (1996), „Money and the Business Cycle”, [w:] Ludwig von Mises et al., *The Austrian Theory of the Trade Cycle*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute. Steve H. Hanke, „Money Dominates”, *Globe Asia*, 20 sierpnia 2010, [online] [http://www.cato.org/pub\\_display.php?pub\\_id=12001](http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=12001).

Friedrich A. Hayek, „Capital Consumption” [w:] Roy McCloughry, red., *Money, Capital and Fluctuations: Early Essays*, University of Chicago Press, Chicago, 1984, s. 136–158.

— *Pieniądz i kryzysy*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2014.

Juliusz Jablecki, Mateusz Machaj, „The Regulated Meltdown of 2008”, *Critical Review*, 21, nr 2-3, 2009, s. 301–328.

Jaideep, Khanduja, „Twenty Six Hours Flight by Solar Powered Aircraft Marks New Heights”, *Technorati*, 9 lipca 2010, [online] <http://technorati.com/technology/article/twenty-six-hours-flight-by-solar/>.

Paul Krugman, „The Hangover Theory: Are Recessions Payback for Good Times?”, *Slate*, 4 grudnia 1998, [online] <http://www.slate.com/id/9593/>.

— „Martin and the Austrians”, *New York Times*, 7 kwietnia 2010 [online] <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/04/07/martin-and-the-austrians/>.

Ludwig von Mises, [\*Ludzkie Działanie\*](#), Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa, 2011.

John Quiggin, „Austrian Business Cycle Theory”, *Commentary on Australian & World Events from a Social Democratic Perspective*, 3 maja 2009, [online] <http://johnquiggin.com/index.php/archives/2009/05/03/austrian-business-cycle-theory/>

Murray N. Rothbard, *Wielki Kryzys w Ameryce*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa, 2010.

— (2007-2008), *Ekonomia wolnego rynku*, Fijorr Publishing, trzy tomy.

Joseph T. Salerno, „Biography of Gottfried Haberler (1901-1995)”, 2005, [online] <http://mises.org/about/3232>.

John B. Taylor, *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, Stanford, Kalifornia, 2009.

Mark Thornton, „The Economics of Housing Bubbles”, [w:] Randall G. Holcombe and Benjamin Powell, red., *Housing America: Building Out of a Crisis* Transaction, New Brunswick, Nowy Jork, 2009, s. 237-262.

U.S. Census Bureau (2010), „North American Industry Classification System”, dostępny na: <http://www.census.gov/eos/www/naics/>.

Thomas E. Woods, *Meltdown: A Free Market Look at Why the Stock Market Collapsed, the Economy Tanked, and Government Bailouts Will Make Things Worse*, Regnery, Waszyngton, D.C., 2009.

Christina Zarrello, „18 Retail Bankruptcies in 2009”, *RIS*, 23 czerwiec 2009, [online] <http://www.risnews.com/ME2/dirmod.asp?sid=&nm=&type=MultiPublishing&mod=PublishingTitles&mid=2E3DABA5396D4649BABC55BEADF2F8FD&>