

Jarosław Cholewiński

Zjawisko bąbla spekulacyjnego w świetle austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego

Słowa kluczowe: *bąbel spekulacyjny, cykl koniunkturalny, kryzys, struktura kapitałowa gospodarki, makroekonomia austriacka*

Abstrakt: Artykuł przedstawia współczesną interpretację austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego oraz analizę zjawiska bąbla spekulacyjnego z punktu widzenia teorii. Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie o główne ekonomiczne czynniki powstawania bańki spekulacyjnej. Na podstawie literatury przedmiotu autor proponuje ujęcie integrujące, które łączy występowania bąbla spekulacyjnego z cyklicznymi wahaniami koniunktury indukowanymi ekspansją kredytową. Makroekonomia oparta na kapitale zaproponowana przez Garrisona może być uniwersalnym rdzeniem ekonomicznego teoretyzowania. Model przedstawiony przez autora pokazuje, jak ekspansja kredytowa, która obniża stopę procentową kredytów poniżej stopy naturalnej, wywołuje średniookresowe zakłócenia w strukturze produkcji. Zakłócenia polegające na dużych wahaniami cen dóbr kapitałowych w czasie epizodu cyklicznego mogą być traktowane jako kolejne fazy bąbla spekulacyjnego. W pracy autor dokonał historycznej analizy określonych danych statystycznych w celu zbadania, czy nagły wzrost cen domów, który nastąpił w USA po roku 2000, mógł mieć swoje źródło w ekspansji monetarnej. Autor dochodzi do konkluzji, że nie można odrzucić takiej hipotezy.

WPROWADZENIE

Celem niniejszej pracy jest spojrzenie na problem bąbla spekulacyjnego przez pryzmat austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego. Zdaniem autora model Misesa–Hayeka–Garrisona cechuje duża moc wyjaśniająca wielu epizodów cyklicznych, a w szczególności aktualnego kryzysu, który rozpoczął się w roku 2008 wraz z pęknięciem bańki spekulacyjnej na rynku kredytów hipotecznych.

Makroekonomia austriacka proponuje podejście integrujące. Łączy zjawisko bąbla spekulacyjnego ze wzrostem gospodarczym oraz cyklem koniunkturalnym. Z teorii austriackiej wypływa kilka istotnych wniosków, które mogą stanowić podstawę do sformułowania następujących hipotez.

Główną przyczyną wystąpienia bańki spekulacyjnej są czynniki ekonomiczne a nie psychologiczne. Zjawisko bąbla spekulacyjnego jest ściśle związane z kolejnymi fazami cyklu koniunkturalnego. Zarówno cykl jak i bańka spekulacyjna mają swoje źródło w ekspansji kredytowej. Ekspansja, która ma charakter egzogeniczny, prowadzi poprzez nadmierne zaniżenie pieniężnej stopy procentowej do błędnej alokacji zasobów i do nagromadzenia się złych inwestycji. Błędne inwestycje bardzo często przybierają formę bańki spekulacyjnej. Bąble spekulacyjne, w myśl teorii austriackiej, mogą pojawić się w każdym epizodzie cyklicznym. To, na jakim rynku pojawi się bańka oraz to, czy będzie ona skoncentrowana czy rozproszona (piana spekulacyjna (zob. Greenspan 2008, s. 263)) zależy od konkretnych okoliczności miejsca i czasu, w którym banki prowadzą swoją politykę kredytową.

ISTOTA BĄBLA SPEKULACYJNEGO

Bąble spekulacyjne pojawiały się dość często w historii gospodarczej świata. Poszczególne epizody spekulacyjne różniły się między sobą zarówno skalą zjawiska, którą można rozumieć jako „wartość” skapitalizowanej bańki spekulacyjnej w relacji do rocznego PKB państwa, w którym ona wystąpiła, jak i otoczeniem instytucjonalnym, w jakim działali spekulanci. Wspólną cechą wszystkich bąbli spekulacyjnych jest natomiast fakt, który w głównej mierze definiuje zjawisko. Z bańką spekulacyjną mamy do czynienia, gdy następuje nagły wzrost cen jakiegoś aktywa lub grupy powiązanych ze sobą aktywów (Frencz, 1992, s. 1), pociągający za sobą wzrost cen napędzany popytem spekulacyjnym, który motywowany jest chęcią zarobienia na późniejszej odsprzedaży aktywów będących przedmiotem spekulacji. W takiej sytuacji zdyskontowany strumień spodziewanych przyszłych dochodów, który może czerpać właściciel określonego aktywa, przestaje mieć znaczenie.

Po pewnym czasie presja spekulacyjna ulega osłabieniu, popyt się załamuje, co prowadzi w konsekwencji do załamania się rosnącego trendu cenowego i pęknięcia bąbla spekulacyjnego. Bardzo często bańce spekulacyjnej towarzyszy w mniejszym bądź większym stopniu wzrost podaży pieniądza i/lub ekspansja kredytowa.

Wśród profesjonalnych ekonomistów, którzy wierzą w istnienie bąbli spekulacyjnych, panuje w zasadzie konsensus co do negatywnej oceny tego zjawiska. Konsekwencje pęknięcia bańki są bardzo często dramatyczne dla gospodarki. Następuje gwałtowne przetasowanie w strukturze kapitałowej gospodarki. Załamanie się popytu na dobro będące przedmiotem spekulacji daje silny bodziec do realokacji zasobów, czego skutkiem jest wzrost bezrobocia oraz okresowe unieruchomienie części środków produkcji. Euforia przeradza się w rozpacz, a liczne bankructwa i pogorszenie się poziomu życia prowadzą często do społecznych niepokojów.

We współczesnej ekonomii istnieje kilka odmiennych poglądów na problem bąbla spekulacyjnego. Zwolennicy teorii racjonalnych oczekiwań zdają się w ogóle negować możliwość zaistnienia tego zjawiska. Przedstawiciele teorii behawioralnych koncentrują się na psychologicznych aspektach bąbli spekulacyjnych. Odwołują się do takich zjawisk, jak: zachowania stadne, kaskada informacyjna, nadmierna pewność siebie, nadmierny optymizm, heurystyka reprezentatywności i konserwatyzm (Szumny, 2009, s. 43). W dobie aktualnego kryzysu gospodarczego, którego istotnym komponentem jest załamanie się rynku kredytów hipotecznych i pęknięcie banki spekulacyjnej na rynku nieruchomości, warte odnotowania jest zwiększone zainteresowanie teoriami, które łączą zjawisko bąbla spekulacyjnego z polityką monetarną, stopą procentową oraz cyklem koniunkturalnym.

MAKROEKONOMIA AUSTRIACKA

Teoria austriacka w centrum zainteresowania stawia międzyczasową strukturę kapitałową gospodarki (strukturę produkcji). Oparcie makroekonomicznego teoretyzowania na kapitale umożliwia połączenie dwóch dominujących we współczesnej ekonomii obrazów gospodarki (Garrison, 2006, s. 3–14). Pierwszy z nich dotyczy krótkiego okresu, w którym możliwe jest wystąpienie nierównowagi makroekonomicznej. Zakłada się tutaj, że żadne dodatkowe oszczędności nie są utylizowane w postaci nowych inwestycji. Krótki okres to taki, w którym rynek zawodzi w sposób perfekcyjny. Ponieważ wielkość wydatków inwestycyjnych w gospodarce jest bardzo niestabilna, rolą instytucji państwowych jest uzupełnianie wydatkami rządowymi brakującej kwoty, zapewniając równowagę. Drugi obraz gospodarki związany jest z neoklasycznymi modelami wzrostu gospodarczego. W długim okresie zakłada się pełną utylizację dodatkowych oszczędności w postaci inwestycji. Tutaj skuteczność rynku jest perfekcyjna, a oszczędności oraz inwestycje równoważone są dzięki mechanizmowi stopy procentowej.

W tradycji austriackiej kapitał, który tworzy sekwencję następujących po sobie etapów produkcyjnych, jest wspólnym denominatorem dla ujęcia makroekonomicznego i teorii wzrostu gospodarczego. Kapitał ma swoją strukturę i wymiar czasowy będący kluczową kategorią ekonomiczną.

W głównym nurcie ekonomii panuje duże niezrozumienie teorii austriackiej (Garrison, 2008). Związane jest to z odmiennym postrzeganiem kategorii kapitału. W modelach neoklasycznych kapitał jest sprowadzony do pojedynczego agregatu. W teorii austriackiej kapitał jest heterogeniczny i ma swoją strukturę. Problemem nie jest tylko to, czy „pula kapitału” rośnie, czy się kurczy. Ważne jest także to, czy czasowa struktura kapitałowa gospodarki jest komplementarna.

Stopa procentowa, która odzwierciedla ludzkie preferencje co do kompromisowej wymiany dóbr w niedalekiej przyszłości i dóbr w przyszłości bardziej

odległej, kieruje formowaniem się struktury kapitałowej w gospodarce. Pozwala na ukształtowanie się stabilnej, komplementarnej struktury, generującej możliwy do utrzymania zrównoważony wzrost. Zakłócenie stopy procentowej przez działanie banku centralnego prowadzi do ukształtowania się niestabilnej struktury kapitałowej. Gospodarka wchodzi na ścieżkę wzrostu niemożliwą do utrzymania w dłuższym czasie. Endogeniczne procesy rynkowe prowadzą do przywrócenia równowagowej stopy procentowej w gospodarce, co skutkuje korektą cen, ujawnieniem się błędnych inwestycji oraz realokacją zasobów w gospodarce.

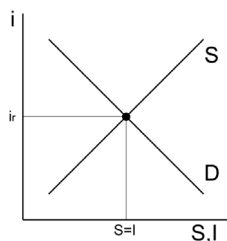
MODEL MISESA-HAYEKA-GARRISONA

Roger W. Garrison opublikował w roku 2006 książkę *Time and Money*. Przedstawił w niej graficzną interpretację austriackiej makroekonomii opartej na kapitale oraz austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego. Wykorzystał do tego celu trój-elementowy diagram przedstawiający, jak działa i rośnie rynek, oraz przyczyny i naturę cyklu gospodarczego. W ujęciu Garrisona teoria cyklu jest zintegrowana z teorią wzrostu gospodarczego. Jest ona w istocie teorią wzrostu, którego nie można utrzymać. Model Garrisona składa się z trzech współzależnych paneli.

Pierwszy panel przedstawia krzywe obrazujące podaż i popyt na tzw. rynku funduszy pożyczkowych (*the market for loanable funds*). Rynek ten rejestruje znacznie więcej niż tylko aktywność kredytobiorców oraz kredytodawców. Zarówno Böhm-Bawerk, jak i John M. Keynes stwierdzili, że bardziej odpowiednie będzie myślenie w kategoriach popytu i podaży na inwestowalne zasoby (*investable resources*). W skład podaży tych zasobów wchodzi nie tylko pożyczki udzielane biznesowi, ale także nowo wyemitowane akcje czy część zysków przedsiębiorstw przeznaczona na inwestycje.

Pozioma oś przedstawia oszczędności w ujęciu realnym (po odjęciu pożyczek konsumpcyjnych), jako wielkość produktu wytworzonego w określonym czasie i przeznaczonego do zwiększenia zdolności wytwórczych gospodarki.

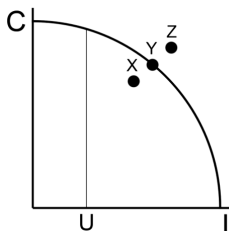
Drugi panel przedstawia krzywą możliwości produkcyjnych (rys. 2). Prezentuje ona alternatywne wykorzystanie zasobów istniejących w gospodarce. Kolejne punkty znajdujące się na krzywej (np. Y) prezentują możliwy do utrzymania maksymalny produkt wytwarzany przez gospodarkę w ciągu roku przy pełnym zatrudnieniu. Punkty leżące poniżej krzywej (np. X) odzwierciedlają kombinację inwestycji i konsumpcji w sytuacji niepełnego wykorzystania czynników wytwórczych. Punkty znajdujące się powyżej krzywej możliwości produkcyjnych gospodarki (np. Z) obrazują niemożliwą do utrzymania kombinację konsumpcji i inwestycji w fazie „przegrzania koniunktury gospodarczej”.

Rys. 1. Rynek funduszy pożyczkowych lub inwestowalnych zasobów

Źródło: R. W. Garrison, *Time and Money*, New York 2006.

W myśl teorii austriackiej (w przeciwieństwie do teorii keynesowskiej) możliwe jest przesuwanie się gospodarki wzdłuż krzywej. W miarę obniżania się stopy procentowej w gospodarce, punkt równowagi będzie przesuwał się zgodnie z ruchem wskazówek zegara, a tym samym relacja I/C ulegnie zwiększeniu. I odwrotnie, wraz ze wzrostem stopy procentowej punkt równowagi będzie przesuwał się w kierunku odwrotnym do ruchu wskazówek zegara, a relacja I/C ulegnie zmniejszeniu.

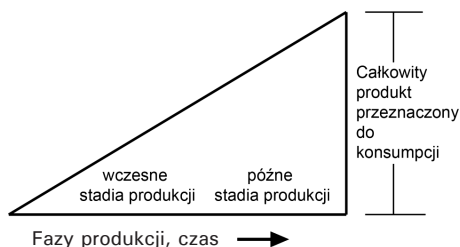
Na poniższym diagramie uwzględnione zostały inwestycje brutto. Żeby gospodarka rosła, konieczne są inwestycje na poziomie przekraczającym zużycie czynników produkcji. W tym przypadku taki poziom inwestycji znajduje się w punkcie U.

Rys. 2. Krzywa możliwości produkcyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Time and Money*.

Trzeci panel przedstawia hayekowską strukturę produkcji. Z punktu widzenia efektywności gospodarki i wyjaśnienia cyklu koniunkturalnego decydujące znaczenie ma długość procesu produkcji pojmowana jako droga od pierwotnych czynników produkcji (praca i ziemia) do gotowych dóbr konsumpcyjnych. Cel produkcji, którym są dobra konsumpcyjne, może być osiągany przy różnej organizacji produkcji: przy takiej, gdzie pierwotne czynniki produkcji przechodzą niewiele etapów produkcji i szybko przybierają postać dóbr konsumpcyjnych, albo przy takiej, gdzie w okrężnym procesie produkcji pierwotne czynniki produkcji przechodzą długą drogę od wyższych do niższych etapów produkcji, zanim produkty pośrednie przybiorą postać produktów spożycia (Hayek, 1931).

Rys. 3. Struktura produkcji (ciągły wsad/ punktowy produkt)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Time and Money*.

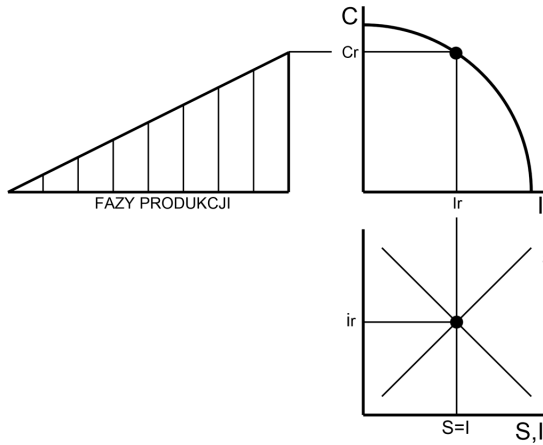
Wyższymi albo czasem wcześniejszymi stadiami rozwoju produkcji Hayek nazywa za Carlem Mengerem te etapy produkcji, w których wznosi się budynki produkcyjne, wydobywa surowce, wytwarza aparaturę i narzędzia do dalszej produkcji. Im dalej od konsumenta, tym wyższy etap produkcji. Natomiast im produkcja jest bliższa wyprodukowania gotowego dobra konsumpcyjnego (w czasie), tym niższe, czyli późniejsze stadium produkcji. Kontynuując koncepcje szkoły austriackiej Hayek rozwija myśl Böhm-Bawerka, że określne metody produkcji czynią produkcję wydajniejszą (Böhm-Bawerk, 1930).

Analizowanie międzyczasowej struktury produkcji jest charakterystycznym elementem makroekonomii austriackiej. Popularne podręczniki wspominają jedynie o stadiach produkcji przy okazji omawiania rachunku dochodu narodowego, gdzie zwraca się uwagę, że należy liczyć jedynie wartość dodaną na każdym etapie produkcji. Słynne trójkąty Hayeka prezentują nie tylko wartość dodaną na każdym etapie produkcji, ale również przedstawiają czasowy wymiar struktury produkcyjnej.

Łącząc przedstawione powyżej elementy w całość możemy przedstawić makroekonomiczną równowagę struktury kapitałowej. Rysunek 4 przedstawia całkowicie prywatną gospodarkę lub gospodarkę mieszaną ze zbilansowanym budżetem. Pokazuje jak podaż i popyt na inwestowalne zasoby, krzywa możliwości produkcyjnych oraz międzyczasowa struktura kapitałowa oddziałują na siebie wzajemnie. Przy stopie procentowej ir , która równoważy oszczędności i inwestycje gospodarka wytwarza I_r dóbr kapitałowych oraz C_r dóbr konsumpcyjnych. Nachylenie przeciwprostokątnej trójkąta przedstawiającego strukturę produkcji „odzwierciedla” poziom stopy procentowej oczyszczającej rynek.

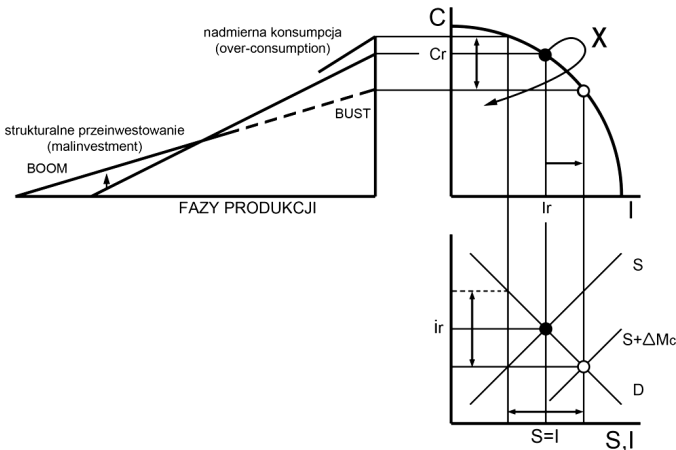
Rysunek 5 przedstawia makroekonomiczną reakcję gospodarki na ekspansję kredytową. Zakładamy, że społeczna preferencja czasowa nie uległa zmianie. Zwiększenie się podaży inwestowalnych zasobów nie nastąpiło w wyniku wzrostu oszczędności, lecz w wyniku zwiększenia podaży pieniądza poprzez system kredytowy. Standardowo ekspansję monetarną inicjuje centralna władza monetarna (bank centralny) przy użyciu instrumentów polityki monetarnej. Możliwe jest także generowanie ekspansji kredytowej przez system bankowy, w którym

Rys. 4. Makroekonomiczna równowaga struktury kapitałowej



Źródło: *Time and Money*.

Rys. 5. Cykl boom/bust



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Time and Money*.

nie występuje instytucja banku centralnego. Umożliwia to istnienie systemu rezerwy częściowej (Hoppe, Hülsmann, Block 1998). Niemożliwe jest natomiast generowanie ekspansji kredytowej w systemie bankowym ze stuprocentowymi rezerwami (Rothbard, 2005).

Zwiększenie podaży funduszy pożyczkowych skutkuje przesunięciem się krzywej podaży S w prawo, do pozycji $S+\Delta M_c$, gdzie ΔM_c oznacza tę część przyrostu podaży pieniądza, która nie zwiększa salda gotówkowego uczestników rynku. Przy niezmięnionej krzywej popytu funduszy pożyczkowych przesunięcie się krzywej podaży w prawo skutkuje spadkiem stopy procentowej do

poziomu *ie*. Powstaje rozbieżność pomiędzy stopą procentową, która ustala się na rynku pożyczkowym, a naturalną stopą procentową, lub inaczej stopą równowagi. Na rynku powstaje „klin” (rys. 5). Jest to rozstęp, którego szerokość stanowi różnicę pomiędzy poziomem inwestowalnych zasobów rzeczywiście dostępnych przy obniżonej stopie procentowej a poziomem inwestowalnych zasobów pozornie dostępnych w wyniku ekspansji kredytowej, przy założeniu, że nie następuje realne przesunięcie dochodów i majątku w wyniku ekspansji monetarnej (efekt Cantillona).

Polityka „łatwego pieniądza” z jednej strony zaciemnia fakt zmniejszenia się oszczędności, a równocześnie daje impuls do zaciągania kredytów inwestycyjnych przy niższej stopie procentowej. Przeciwstawne siły rynkowe wystawiają tym samym konsumentów i inwestorów do walki o rzadkie zasoby. Garrison nazwał ten proces „przeciąganiem liny” (*tug-of-war*). Obniżenie stopy procentowej poniżej jej naturalnego poziomu (Wicksell) lub poziomu równowagi (Hayek) wywołuje wzrost cen dóbr kapitałowych. Im wcześniejsze fazy produkcji (dobra wyższych rzędów), tym ten wzrost jest wyższy. Zwiększony popyt na dobra wyższych rzędów, czyli dobra produkowane we wczesnych fazach (czasowo i technologicznie), powoduje przesunięcie się zasobów do tych sektorów gospodarki. Wzrost cen dóbr konsumpcyjnych (dóbr niższego rzędu) także następuje. Jest on jednak wtórny, stąd większa oscylacja cen w sektorach dóbr kapitałowych niż konsumpcyjnych w ramach danego epizodu cyklicznego. W wyniku tej walki gospodarka zostaje wyrzucona poza krzywą możliwości produkcyjnych w kierunku X.

Taka struktura konsumpcji i inwestycji nie może być utrzymana w dłuższym okresie. Inwestorzy rozpoczynają nowe wydłużone procesy produkcyjne przy jednocześnie bardzo wysokim popycie konsumpcyjnym. Prowadzi to do zachwiania równowagi w kapitałowej strukturze produkcji. Zasoby, które zostały przeznaczone na wcześniejsze fazy produkcji konstytuują „złe inwestycje” (*malinvestment*), natomiast środki zaangażowane w późniejsze fazy produkcji są przyczyną „nadkonsumpcji” (*overconsumption*).

Faza recesji (*bust*) jest okresem, w którym zachodzą niezbędne dostosowania struktury produkcji do stopy preferencji czasowej konsumentów. Zdaniem Misesa faza korekty jest nie tylko nieunikniona, ale i korzystna dla gospodarki. Najlepszą polityką, jaką rządy mogą prowadzić w czasie recesji, jest polityka nieingerowania w procesy rynkowe.

Ponadnormatywne nagromadzenie się dużej ilości błędnych inwestycji w gospodarce, czyli grono błędów (zob. Rothbard, 2000, s. 8), następuje w wyniku zakłócenia przepływu informacji pomiędzy oszczędzającymi a inwestującymi. Nośnik informacji, jakim jest pieniężna stopa procentowa, w warunkach ekspansji kredytowej nie odzwierciedla preferencji czasowej uczestników rynku, stając się w ten sposób źródłem dezinformacji.

W fazie, która cechuje się wzmoczoną aktywnością inwestycyjną oraz zwiększoną konsumpcją indukowaną tanim kredytem, następuje pompowanie bąbli spekulacyjnych. Obserwujemy gwałtowny wzrost popytu na surowce, wywołany wzrostem inwestycji we wczesne stadia produkcji (np. budownictwo). Ponadto, w wyniku zaniżonej stopy procentowej depozytów, następuje wycofywanie oszczędności z banków i kierowanie ich na giełdę papierów wartościowych. Trend wzrostu popytu na rynku kapitałowym wzmacniany jest przez bardzo dobre wyniki finansowe wielu spółek produkujących surowce. Występuje tutaj dodatnie sprzężenie zwrotne.

Wyjaśnienia wymaga fakt, że w czasie ekspansji monetarnej zarówno zwykli obywatele, jak i profesjonalni analitycy rejestrują ich zdaniem realny, solidny wzrost, podczas gdy w rzeczywistości duża jego część jest iluzoryczna.

Podczas ekspansji stymulowanej instrumentami polityki monetarnej nie przybywa inwestowalnych zasobów w ujęciu realnym. Przeinwestowanie, które w tym czasie następuje jest strukturalne. Oznacza to, że część zasobów została wycofana z zaangażowania w produkcję dóbr niższego rzędu i skierowana do produkcji dóbr wyższego rzędu, gdzie pojawiły się perspektywy większego zysku.

Brak wzrostu realnych zasobów inwestycyjnych w czasie ekspansji kredytowej powoduje, że „konieczne” jest wycofanie zasobów z pewnych zastosowań. To wycofanie przedstawione jest na rysunku jako przerwa w ciągłości przeciwprostokątnej trójkąta Hayeka. Faza korekty, która następuje po ekspansji jest fazą, w której w wyniku przeprowadzanej na bieżąco kalkulacji ekonomicznej podmioty rynkowe odkrywają niedoinwestowanie strukturalne w pośrednich fazach produkcji w strukturze kapitałowej. Następuje brak komplementarnych środków produkcji (wzrost ich ceny).

Po pewnym czasie, gdy stopa procentowa wraca do poziomu naturalnego (równowagowego), zaczyna być odczuwalny niedobór (w sensie wzrostu cen) komplementarnych dóbr produkcyjnych oraz dóbr konsumpcyjnych. Dzieje się tak dlatego, że zasoby skierowane we wczesne stadia produkcji nie zostały jeszcze przekształcone w wyżej wymienione dobra, a dobra wyprodukowane w krótszej strukturze produkcji (sprzed ekspansji) już się zużyły. Innymi słowy w czasie boomu generowanego przez system bankowy następuje nieświadoma konsumpcja kapitału (Murphy, 2008), która wyraża się w zbyt małym zaangażowaniu zasobów w celu odtworzenia zużytego kapitału w późnych fazach produkcji.

Drugim zjawiskiem, które może mieć znaczenie dla niewłaściwej oceny realnego wzrostu w czasie ekspansji kredytowej, jest brak konieczności realokacji zasobów zaangażowanych w nieopłacalne przedsięwzięcia inwestycyjne. W warunkach niezakłóconych ekspansją kredytową likwidacja błędnych inwestycji następuje „na bieżąco”. Taka realokacja zasobów pomiędzy różne zastosowania oznacza dla gospodarki pewne straty związane z czasowym

unieruchomieniem środków produkcji oraz z kosztami procedury upadłościowej w przypadku bankructwa przedsiębiorstwa. Gdyby nie istniała konieczność relokacji kapitału, wzrost gospodarczy byłby wyższy.

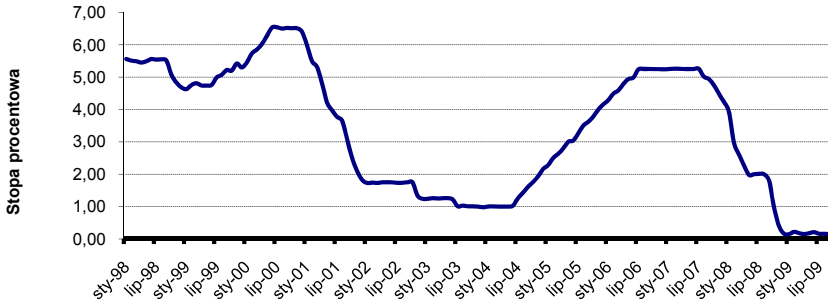
W czasie ekspansji kredytowej, która zakłóca normalną kalkulację, fakt nieopłacalności wielu przedsięwzięć zostaje w pewnym sensie „zamaskowany” takim kredytem. Inwestycje, które w normalnych warunkach byłyby likwidowane na bieżąco, są kontynuowane. Gospodarka nie ponosi kosztów likwidacji, co przejawia się większym wzrostem gospodarczym. Jednak kumulacja błędnych inwestycji prędzej czy później zostaje ujawniona, co skutkuje masową likwidacją wielu przedsięwzięć. Cały „zysk” osiągnięty w wyniku braku konieczności likwidacji inwestycji w czasie ekspansji zostaje stracony.

BAŃKA NA AMERYKAŃSKIM RYNKU NIERUCHOMOŚCI W ŚWIETLE TEORII

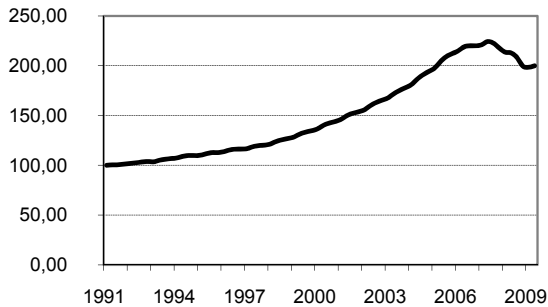
Zgodnie z modelem Mises-Hayeka-Garrisona boom gospodarczy i związana z nim bańkę spekulacyjną wywołuje określona sekwencja wydarzeń. Po pierwsze następuje obniżenie stopy procentowej i zwiększenie się ilości udzielanych kredytów przez banki komercyjne zarówno na cele konsumpcyjne, jak i inwestycyjne.

W roku 2000, od czerwca do listopada, Bank Rezerwy Federalnej utrzymywał stopę procentową na poziomie około 6,5 %. W listopadzie Fed rozpoczął systematyczne obniżanie stopy procentowej, która osiągnęła poziom 1% w lipcu 2003 i utrzymywała ten poziom przez następne 12 miesięcy. Pociągnęło to za sobą obniżenie się przeciętnego oprocentowania kredytów hipotecznych z poziomu 7,95 % w marcu 2000 do 5,43% w roku 2004. Średnia cena domu między rokiem 1995 a 2004 wzrosła o 63% (Hartcher, 2006, s. 20). Przez kolejne trzy lata ceny nieruchomości nadal rosły, by osiągnąć maksimum w drugim kwartale 2007 roku, kiedy to *House Price Index* osiągnął poziom 224 punktów (1991=100). Nie ulega wątpliwości, że główną przyczyną wzrostu cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych było poluzowanie polityki monetarnej. Istotny z punktu widzenia teorii austriackiej jest fakt, że w czasie ekspansji nastąpiły w głównej mierze zmiany struktury cenowej przy niskiej i stabilnej inflacji. Okazało się, że niestabilność makroekonomiczna może pojawić się przy stabilnym poziomie cen. Problemy te wynikają z faktu, że stopa procentowa zapewniająca stabilny poziom cen to niekoniecznie stopa, która zapewnia makroekonomiczną równowagę struktury kapitałowej.

Pewne znaczenie w powstaniu bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości miało także pojawienie się nowych instrumentów finansowych, których skomplikowana konstrukcja utrudniała właściwą ich wycenę (Schwartz, 2008).

Wykres 1. Stopa procentowa (Federal Funds Rate)

Źródło: Federal Reserve System.

Wykres 2. House Price Index

Źródło: Federal Housing Finance Agency.

Przesunięcie zasobów w kierunku sektora budowlanego oraz do gałęzi gospodarki silnie powiązanych z tym sektorem było bardzo wyraźne w czasie ekspansji. Po załamaniu się rynku nastąpiło wiele bankructw, czego skutkiem było „odpłynięcie” kapitału z sektora oraz pojawienie się tymczasowego bezrobocia strukturalnego.

Pewną wskazówką, że austriacka teoria cyklu koniunkturalnego posiada zdolność wyjaśniania pewnych zjawisk w gospodarce, są ogromne problemy wielu banków i liczne bankructwa, które występowały w ciągu ostatniego roku. Banki wymnożyły taką ilość kredytu, która nie tylko była zbyt duża dla utrzymania struktury kapitałowej w równowadze, ale także nie gwarantowała utrzymania płynności całemu sektorowi. Twórcza destrukcja zaczęła dotyczyć także banki.

Uczestnicy rynku uczą się i antycypują przyszłe działania instytucji państwowych. Wydaje się, że ogromne transfery, jakich dokonała Rezerwa Federalna w celu ratowania wielu instytucji, tylko utrwala nierozsądną politykę banków i doprowadzą do jeszcze większej ekspansji monetarnej w przyszłości.

ZAKOŃCZENIE

Współczesne ujęcie austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego jest próbą realnego skojarzenia okresu krótkiego i długiego w analizie makroekonomicznej. Model Misesa–Hayeka–Garrisona daje aparat teoretyczny do analizowania zjawiska bąbla spekulacyjnego, który zgodnie z założeniami teorii austriackiej jest związany z cyklem *boom/bust* generowanym przez ekspansję kredytową. Obecny kryzys gospodarczy, który rozpoczął się w drugiej połowie 2008 roku, był związany z pęknięciem bańki na rynku kredytów hipotecznych. Kryzys był poprzedzony wieloletnią ekspansją monetarną Systemu Rezerwy Federalnej oraz banków komercyjnych. Nowy kredyt trafił głównie do nabywców nieruchomości, co spowodowało bezprecedensowy wzrost ich cen. Pociągnęło to za sobą realokację zasobów w gospodarce, czego skutkiem było strukturalne przeinwestowanie. Kiedy dynamika ekspansji kredytowej się zmniejszyła firmy z sektora budowlanego (oraz powiązane) zaczęły bankrutować, co wymusiło realokację zasobów i wywołało kryzys gospodarczy.

LITERATURA

- Böhm-Bawerk E. (1930), *The Positive Theory of Capital*, New York.
- French D. E. (1992), *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money*, Department of Business and Economics University of Nevada, Las Vegas.
- Garrison R. W. (2006), *Time and Money*, Routledge, New York.
- Garrison R. W. (2008), *Mainstream Macro in an Austrian Nutshell*, <http://www.auburn.edu/~garrir0/mainstreammacro.pdf> (stan na dzień 1 października 2009)
- Greenspan A. (2008), *Era Zawirowań*, Wydawnictwo Muza S.A., Warszawa.
- Hartcher P. (2006), *Bubble Man*, New York.
- Hayek F. A. (1931), *Prices and Production*, New York.
- Murphy R. P. (2008), *The Importance of Capital Theory*, <http://mises.org/story/3155> (stan na dzień 1 października 2009).
- Rothbard M. (2000), *America's Great Depression*, Auburn.
- Schwartz A. J. (2008), *Origing of the financial market crisis of 2008*, „Cato Journal”, vol. 29, No. 1 (Winter 2009).
- Szumny B. (2009), *Bąble spekulacyjne jako anomalia współczesnych rynków finansowych*, „Equilibrium”, nr 2.

THE PHENOMENON OF SPECULATIVE BUBBLE IN THE LIGHT OF THE AUSTRIAN BUSINESS CYCLE THEORY

Key words: *speculative bubble, business cycle, crisis, capital structure of economy, Austrian macro-economics*

Abstract: The article presents the modern interpretation of the Austrian business cycle theory and the look at the phenomenon of economic bubble through the lens of that theory. The aim of the article is to answer the question 'What is the main cause of economic bubbles'. The author suggests that it is a depiction which integrates cyclical fluctuations induced by credit expansion with the phenomenon of speculative bubble. Capital-based macroeconomics proposed by Garrison can become a core of universal economic theorizing. The model presented by the author shows how credit expansion that decreases interest rate of credits below its natural level causes medium-run discoordination of production structure. Disruptions that lies in the strong fluctuations of capital goods during a cyclical episode can be understand as consecutive stages of speculative bubble. In the paper the author conducted a historical analysis of data to investigate whether the dramatic increase in house prices that occurred in the United States after the year 2000 could have been triggered by credit expansion. The author summarizes that such hypothesis can't be rejected.

