

Jak naprawdę działa giełda papierów wartościowych i gospodarka?

Autor: Kel Kelly

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: Dariusz Bogdanowicz

Giełda nie funkcjonuje tak, jak się to powszechnie sądzi. Istnieje bowiem przekonanie, zarówno wśród zwykłych ludzi, jak i na Wall Street, że *boom* giełdowy jest odzwierciedleniem rozwijającej się gospodarki. Jeśli gospodarka lepiej funkcjonuje, to przedsiębiorstwa zarabiają więcej i wzrasta ich wartość giełdowa, zgodnie



ze wzrostem ich realnej wartości. U podłoża tego przekonania leży założenie, iż optymistycznie nastawieni konsumenci, którzy w konsekwencji więcej wydają, są czynnikiem napędzającym wzrost gospodarczy.

Z drugiej strony, załamanie na giełdzie jest postrzegane jako wynik pogorszenia nastrojów u konsumentów i przedsiębiorców oraz spadku wydatków — z powodu inflacji, rosnących cen ropy, wysokich stóp procentowych itd. lub spadku wydatków całkowicie bez powodu — co prowadzi do obniżenia się dochodów z działalności i do rosnącego bezrobocia. Cokolwiek jest zakładaną przyczyną, w powszechnej opinii słabnąca gospodarka powoduje spadek dochodów przedsiębiorstw i niższe od spodziewanych przyszłe zyski, co przekłada się na spadającą wartość realną przedsiębiorstw i spadające ceny akcji.

Powyższe rozumienie zwyżkujących i zniżkujących rynków, przyjęte w kręgach akademickich, profesjonalnych inwestorów, jak i inwestorów indywidualnych, formalnie rzecz biorąc, wydaje się poprawne, jeśli patrzeć powierzchownie. W rzeczywistości rozumowanie to jest chybione i opiera się na błędnej finansowej i ekonomicznej teorii.

Tak naprawdę jedyną realną siłą, która ostatecznie sprawia, że rynek akcji lub inny rynek rośnie (to samo w znacznym stopniu dotyczy spadku) w dłuższym okresie, jest po prostu zmiana ilości pieniądza i wielkości wydatków w gospodarce. Akcje drożeją, kiedy ma miejsce nadmuchiwanie podaży pieniądza (więcej pieniądza w gospodarce i na rynkach). Z teorii tej wynika wiele konsekwencji, które należy rozważyć.

Rynki akcji mogą zniżkować — i często zniżkują — w różnym stopniu z licznych powodów (wliczając w to spadek ilości pieniądza i spadek wydatków). W tym miejscu skupimy się na tym, dlaczego w dłuższym terminie rynki akcji mogą rosnąć tylko w sztucznie podtrzymywany sposób.

Podstawowe źródło wszystkich rosnących cen

Na moment odłożmy ceny akcji na bok i upewnijmy się, że rozumiemy, jak rośnie zagregowany poziom cen dóbr konsumpcyjnych. W skrócie, ogólne ceny mogą rosnąć tylko wtedy, gdy ilość pieniądza w gospodarce rośnie szybciej niż ilość dóbr i usług. (W kraju, w którym sytuacja gospodarcza pogarsza się, ceny mogą rosnąć, kiedy podaż dóbr zmniejsza się, podczas gdy podaż pieniądza może pozostawać taka sama lub nawet spadać.)

Kiedy podaż dóbr i usług rośnie szybciej niż podaż pieniądza — jak to miało miejsce przez większość XIX wieku — jednostkowa cena każdego dobra i usługi spada, ponieważ dana podaż pieniądza musi wykupić („pokryć”) wzrastającą podaż dóbr i usług. George Reisman zaproponował kluczowy wzór na pochodzenie ogólnego poziomu cen w gospodarce¹:

$$P = \frac{D}{S}$$

W tym wzorze, cena (P) ustala się jako stosunek popytu (D) do podaży (S). Wzór pokazuje nam, iż matematycznie niemożliwe jest, aby zagregowany poziom cen wzrósł w inny sposób niż poprzez wzrost popytu lub spadek podaży, czyli poprzez większą ilość pieniędzy wydawanych na zakup dóbr lub poprzez mniejszą ilość dóbr w sprzedaży.

W naszej rozwiniętej gospodarce, podaż dóbr nie spada albo przynajmniej nie spada w takim tempie, by podnieść ceny średnio o 3-4 procent rocznie. Ceny rosą, gdyż więcej pieniędzy napływa na rynek.

Ten sam wzór może być również użyty do wyznaczenia cen aktywów — akcji, obligacji, towarów, domów, ropy, dzieł sztuki itd. Ma on zastosowanie do dochodów i zysków przedsiębiorstw. Jak stwierdził Fritz Machlup:

Niemożliwy jest wzrost zysków wszystkich lub większości przedsiębiorstw bez wzrostu w rzeczywistym obiegu pieniężnym (poprzez kreację nowego kredytu lub wydawanie oszczędności)².

Wracając do rynku akcji, na którym skupiamy się w szczególności, powinno być teraz widoczne, iż rynek ten nie może ciągle, w nieustanny sposób rosnąć bez napływu do niego większej ilości pieniędzy, szczególnie kredytu bankowego.

Istnieją inne sposoby, aby rynek wzrastał, ale efekty są chwilowe. Na przykład, wzrost oszczędności netto pociągający za sobą zmniejszenie wydatków na dobra konsumpcyjne i zwiększenie inwestycji na rynku akcji (co powoduje niższe ceny dóbr konsumpcyjnych) może spowodować wzrost cen na giełdzie, ale tylko w pewnym zakresie, ograniczonym przez nowe oszczędności, i zakładając, że wszystkie z nich są przesuwane na rynek akcji.

To samo tyczy się obniżki podatków. Efekt będzie chwilowy, wystąpi ograniczony wzrost na giełdzie, który będzie musiał się skończyć. Dodatkowe pieniądze, będące wynikiem niższych podatków, mogą wywindować rynek do góry. Kiedy jednak wszystkie te pieniądze znajdą się na rynku, nie będzie więcej bodźców do ustalania się wyższych cen. Jedynym źródłem paliwa popychającego rynek — jakkolwiek rynek aktywów — wyżej jest nowy i dodatkowy kredyt bankowy. Jak napisał Machlup:

Gdyby nie elastyczność kredytu bankowego, boom na rynku papierów wartościowych trwałby przez krótki okres czasu. W sytuacji braku inflacyjnego kredytu, wolne środki dostępne dla kredytobiorców chcących zainwestować je w papiery wartościowe wkrótce by się skończyły, gdyż nawet duża podaż jest w końcu ograniczona. Podaż środków pochodzących całkowicie z obecnych nowych oszczędności i obecnych ulg amortyzacyjnych jest dość nieelastyczna. (...) Tylko gdy struktura kredytowa banków (kredyt

inflacyjny) lub pozbywanie się oszczędności na masową skalę przez społeczeństwo powoduje, iż podaż dostępnych środków staje się mocno elastyczna, a trwający boom może się rozwinąć. (...) Wzrost na rynku papierów wartościowych nie może trwać długo, chyba że społeczeństwo chce i jest w stanie zwiększyć zakupy³.

Ostatnie zdanie cytatu ukazuje, iż ani wzrost populacji, ani nastroje konsumentów nie mogą spowodować wzrostów cen na giełdzie. Obojętnie, jak duża jest populacja, w użyciu jest skończona ilość pieniędzy. Obojętnie, jakie są nastroje społeczne, społeczeństwo musi mieć możliwości wpuszczenia na rynek dodatkowych pieniędzy w celu wywindowania cen⁴.

Zrozumienie, że napłynięcie nowo wykreowanych pieniędzy jest decydującą siłą powodującą wzrost na rynkach aktywów, ma wiele konsekwencji, o czym będzie więcej w dalszej części artykułu.

Związek pomiędzy gospodarką a rynkiem akcji

Podstawowy związek pomiędzy giełdą a gospodarką, rozpatrywaną jako wielkość zagregowana, jest taki, że wzrost ilości pieniądza i kredytu powoduje równocześnie wzrost PKB, jak i wzrosty na rynku akcji.

Rozwijająca się gospodarka to taka, w której więcej dóbr jest produkowanych z upływem czasu. Chodzi o wzrost produkcji realnych dóbr, nie zaś o wzrost ilości pieniędzy jako takich. Im więcej samochodów, lodówek, jedzenia, ubrań, leków, hamaków posiadamy, tym zamożniejsi jesteśmy. Jeśli dobra są produkowane w szybszym tempie niż pieniądze, ceny spadną. Przy stałej podaży pieniądza, płace nominalne pozostaną takie same, podczas gdy ceny spadną, ponieważ podaż dóbr wzrośnie, a podaż pracowników nie zmieni się. Nawet gdy ceny wzrosną z powodu pieniędzy powstających szybciej niż dobra, realnie ceny spadną, ponieważ płace wzrosną szybciej niż ceny. W obu przypadkach, jeśli produktywność i wydajność wzrastają, dobra stają się realnie tańsze.

W rozwijającej się gospodarce ceny oczywiście spadają, nie rosną. Niezależnie od tego, jak dużo dóbr jest produkowanych, jeśli ilość pieniądza pozostaje stała, jedynymi pieniędzmi, jakie mogą być wydane w gospodarce, są

pieniądze w niej istniejące. Natomiast szybkość obiegu, czy też zmienna, która mówi o tym, ile razy wydawany jest każdy dolar, nie może zmienić się istotnie, jeśli podaż pieniądza pozostaje niezmienną.

Z powyższego wynika, że PKB nie mówi nam zbyt wiele o liczbie rzeczywistych dóbr i usług. Wiemy tylko tyle, że jeśli PKB (nawet PKB realne) wzrasta, podaż pieniądza musi rosnąć, ponieważ wzrost PKB jest matematycznie możliwy, tylko jeśli ceny poszczególnych produkowanych dóbr wyrażone w pieniądzu wzrastają do pewnego stopnia⁵. Z drugiej strony, przyjmując stałą podaż pieniądza i stałe wydatki, całkowita ilość pieniędzy, jaką zarabiają przedsiębiorstwa — suma cen sprzedaży wszystkich produkowanych dóbr — PKB — pozostanie siłą rzeczy stałe rok do roku.

To samo ujęcie ma zastosowanie na rynku akcji. Jeśli istnieje stała ilość pieniądza w gospodarce, kapitalizacja giełdy nie może wzrosnąć. Dodatkowo, jeśli zyski przedsiębiorstw, w ujęciu zagregowanym, nie wzrastają, nie będzie zagregowanego wzrostu w zyskach na akcję. Zysk na akcję ma wpływ na cenę akcji.

W gospodarce, w której ilość pieniądza jest stała, poziomy indeksów giełdowych, rok do roku, będą prawie równe, lub będą nieznacznie się obniżać⁶ — w zależności od tempa wzrostu emisji nowych akcji. Przedsiębiorstwa w ujęciu zagregowanym będą sprzedawać większą ilość dóbr po niższych cenach i całkowite przychody pozostaną bez zmian. W ten sam sposób przedsiębiorstwa będą kupować więcej dóbr po niższych cenach każdego roku, utrzymując różnicę pomiędzy kosztami a przychodami mniej więcej na tym samym poziomie, co oznacza stałość zagregowanych zysków.

Zgodnie z tymi warunkami, zyski z handlu akcjami (zyski z kupowania akcji tanio i sprzedawania drogo) mogą być osiągnięte tylko poprzez *stock picking* — inwestowanie w przedsiębiorstwa, które zwiększają udziały w rynku, wprowadzają nowe produkty itd. W ten sposób przedsiębiorstwa bardziej innowacyjne i efektywne osiągają większe dochody i zyski, kosztem przedsiębiorstw mniej innowacyjnych i nieefektywnych.

Ceny akcji zyskownych przedsiębiorstw będą rosły, podczas gdy ceny innych akcji będą spadać. Ponieważ przeciętna akcja tak naprawdę nie zwiększa swojej wartości, większość zysków inwestorzy otrzymają w formie dywidend. Porównując do dzisiejszego świata, większość akcji przedsiębiorstw — dobrych i

złych — rośnie podczas inflacyjnego rynku zwyżkującego, a spada podczas rynku zniżkującego. Akcje dobrych przedsiębiorstw po prostu rosną szybciej od akcji przedsiębiorstw złych.

Na podobnej zasadzie ceny domów w warunkach stałej podaży pieniądza będą w rzeczywistości nieznacznie spadać — chyba że ich wartość wzrośnie na skutek renowacji czy przeprojektowania. Starsze domy będą sprzedawane za dużo mniej niż domy nowsze. Dla porównania rozważmy sytuację wysokiej inflacji. Cena używanych samochodów będzie wzrastać tak jak i cena nowych aut, tylko w wolniejszym tempie. Ceny niemal wszystkich produktów pójdą w górę, tak jak ma to miejsce w państwach z hiperinflacją. Wielkość, o którą dany dom „zyskał na wartości” przez 30 lat, tak naprawdę pokazuje po prostu siłę nabywczą utraconą przez trzymane przez nas dolary. Podczas gdy dolar traci siłę nabywczą, domy — i inne aktywa, których wzrost podaży jest ograniczony — utrzymują siłę nabywczą.

Ponieważ, jak widzimy, zarówno giełda akcji, jak i PKB nie mogą nieustannie rosnąć bez dopływu pieniędzy, które popychają je do wzrostu, możemy łatwo zrozumieć, że lepszy stan gospodarki nie oznacza wzrostu PKB, ani też nie powoduje wzrostu na rynku akcji.

Nie chodzi o to, że w naszym dzisiejszym inflacyjnym świecie nie istnieje związek pomiędzy pieniędzmi zarabianymi przez przedsiębiorstwa a ich wartością na giełdzie. Natomiast parametry mierzące ten związek — relacje takie jak cena/zysk czy wielkość kapitalizacji giełdy/PKB — są raczej elastyczne, i jak zobaczymy poniżej, zmieniają się wraz z upływem czasu. Pieniądze czasami napływają w większej ilości na rynek akcji, innym razem więcej pieniędzy wpływa bezpośrednio do spółek, zmieniając stosunek szacowanych relacji.

Wymuszone inwestowanie

Jak widzimy, całe pojęcie wzrastających cen aktywów i inwestycji giełdowych o ciągle rosnącej wartości jest ekonomiczną iluzją. Tak naprawdę obserwujemy ciągłą dewaluację naszych środków płatniczych dokonywaną przez bank centralny. Ceny akcji, domów, złota itd. tak naprawdę nie rosną, a jedynie lepiej utrzymują swą wartość niż gotówka i cyfrowe rachunki bieżące, ponieważ ich podaż nie rośnie w takim samym tempie.

Fakt, że musimy oszczędzać na przyszłość, jest w rzeczywistości zbrodnią. Gdyby nie pieniądze drukowane przez państwo i banki, dobra stawałyby się z upływem czasu coraz tańsze i nie potrzebowałibyśmy więcej pieniędzy na emeryturę, ponieważ koszty utrzymania każdego dnia malałyby. Dziś natomiast jesteśmy zmuszeni inwestować w zmanipulowanym przez rząd inflacyjnym świecie, aby tylko utrzymać naszą siłę nabywczą na stałym poziomie.

W pewnym stopniu część z nas jest nawet bliska sukcesu, ale cały czas zostajemy w tyle, gdyż nasze „zyski” są opodatkowane. Cały system inflacyjny istnieje jedynie w celu kradzieży i redystrybucji dóbr. W świecie wolnym od rządowych pras drukarskich i opodatkowania majątku, rzesze doradców inwestycyjnych, zarządców funduszy emerytalnych, planistów przestrzennych, prawników i księgowych pomagających nam w planowaniu przyszłości w większości by nie istniały. Ci ludzie zamiast tego pracowaliby w innych branżach, wytwarzając dobra i usługi, które naprawdę zwiększają nasz poziom życia.

Fundamenty nie są fundamentami

Jeśli to przede wszystkim nowo wydrukowane pieniądze wpływają na ceny akcji i innych aktywów, jakie jest prawdziwe znaczenie tak zwanych czynników fundamentalnych — dochodów, zysków, przepływów pieniężnych itd.? W przypadku czynników fundamentalnych, nowo wydrukowany pieniądz z banku centralnego także wywołuje zmiany — finansowe fundamenty są w dużym stopniu zdeterminowane przez zmiany gospodarcze.

Na przykład, dochody, i częściowo zyski, rosną i maleją wraz z odpływem i napływem pieniędzy oraz wydawaniem wynikającym z kreacji kredytu wywołanego przez bank centralny. Kiedy rząd tworzy nowe pieniądze i wprowadza je do gospodarki, powodują one wzrost dochodów przedsiębiorstw ze sprzedaży, zanim jeszcze spowodują wzrost ich kosztów. Kiedy dochody ze sprzedaży rosną szybciej niż koszty, marża zysku rośnie.

Precyzując, nowe pieniądze tworzone elektronicznie przez rząd i pożyczane poprzez banki, są wydawane przez zadłużające się przedsiębiorstwa⁷. Te wydatki oznaczają nowe, dodatkowe dochody ze sprzedaży dla innych przedsiębiorstw. Ale wiele kosztów odpowiadających nowym dochodom jest opóźnionych w czasie z powodu formalnych metod księgowania, takich jak podział kosztów aktywów na okres użytkowania produktu (amortyzacja) i

odkładania uznawania kosztów sprzedaży, dopóki produkt nie zostanie sprzedany (koszty sprzedanych towarów). Te praktyki opóźniają pojawienie się kosztów w rachunku zysków i strat.

Ponieważ koszty te są przedstawiane przez przedsiębiorstwa w rachunku zysków i strat w ujęciu miesięcznym lub rocznym, po tym, gdy rzeczywiście zostały poniesione, ich wartość pieniężna jest pomniejszona przez inflację, zanim zostaną dostrzeżone. Na przykład, jeśli przedsiębiorstwo wykazuje 1 milion dolarów w kosztach za sprzęt zakupiony w 1999 roku, to obecnie 1 milion dolarów jest warty mniej niż w 1999. Natomiast w sprawozdaniu finansowym odpowiadające kosztom przychody przedstawione są według dzisiejszej siły nabywczej. Dlatego istnieje odpowiednio większa ilość przychodów wydawanych dzisiaj na te same rzeczy co 10 lat temu (ponieważ więcej pieniędzy potrzeba, aby kupić te same dobra, z powodu dewaluacji środka płatniczego).

Patrząc z innej strony, jeśli wraz z upływem czasu tworzonych jest więcej pieniędzy, wielkość przychodów jest zawsze większa niż wielkość kosztów, ponieważ większość kosztów jest ponoszona, gdy istnieje mniej pieniędzy. W ten sposób, z powodu inflacji, całkowita pieniężna wielkość kosztów działalności w danym okresie jest mniejsza niż odpowiadająca im pieniężna wartość przychodów z działalności. Gdyby nie było inflacji, koszty mniej więcej równałyby się przychodom, nawet jeśli ich rozpoznanie byłoby opóźnione.

Podsumowując, ekspansja kredytowa zwiększa różnicę pomiędzy przychodami a kosztami, zwiększając marżę zysku. Olbrzymia ilość pieniędzy wytworzona w 2008 i 2009 roku jest odpowiedzialna za dzisiejsze fantastyczne zyski przedsiębiorstw (pomimo że ilość pieniędzy pożyczanych była mała w stosunku do wzrostu w bazie monetarnej).

Ponieważ przychody przedsiębiorstw ze sprzedaży wzrastają bardziej niż koszty, z każdą kolejną rundą drukowania nowych pieniędzy marże zysku przedsiębiorstw zostają zwiększone. Marże zysku wzrastają także wraz ze wzrastającym tempem inflacji. Jest to jeden z powodów wyjaśniających, dlaczego państwa o wysokiej inflacji mają wysoki poziom zysków⁸. Podczas trudnych dla gospodarki czasów, gdy rząd przestaje drukować pieniądze w wysokim tempie, zyski kurczą się, natomiast w okresie deflacji przychody ze sprzedaży spadają szybciej niż koszty.

Zastrzyki nowych pieniędzy z banku centralnego do przemysłu są także główną przyczyną pozytywnych zmian w popularnych wskaźnikach, takich jak produkcja przemysłowa, wydatki na dobra konsumpcyjne trwałego użytku, sprzedaż detaliczna. Kiedy ma miejsce kreacja pieniądza, wskaźniki te rosną w konsekwencji zwiększonej podaży pieniądza, a nie z powodu kontynuowanego rzeczywistego wzrostu gospodarczego.

Ostatnim przykładem pokazującym, jak pieniądz wpływa na czynniki fundamentalne, są stopy procentowe. Kiedy stopy procentowe spadają, to według powszechnie używanej metody dyskontowania przyszłych spodziewanych przepływów pieniężnych, wykorzystującej rynkowe stopy procentowe, giełda akcji powinna wzrosnąć, ponieważ przyszłe dochody powinny być wyżej wyceniane. Jest to prawdą zarówno pod względem logicznym, jak i matematycznym. Ale, patrząc w wielkościach zagregowanych, jeśli nie ma więcej pieniędzy, które wywindują ceny akcji, to trudno, aby ceny wzrosły, chyba że stopa procentowa obniżyła się na skutek zwiększonych oszczędności.

W rzeczywistości zaniżone stopy procentowe pomagają giełdzie rosnać. Bank centralny obniża stopy procentowe poprzez tworzenie nowych pieniędzy, które trafiają na rynek kredytów. Wzrost podaży środków kredytowych powoduje niższe stopy. Te nowe pieniądze trafiają na giełdę, co popycha ją w górę.

(Osobiście twierdzą, iż większość z obliczeń zdyskontowanej przyszłej wartości [PV] prezentowanych w podręcznikach finansowych i mających zastosowanie na Wall Street jest źle pojmowana. W świecie o stałej podaży pieniądza i spadających cen, przyszła wartość pieniężna dochodów przeciętnego przedsiębiorstwa byłaby mniej więcej równa wartości obecnej. Nie byłoby potrzeby dyskontowania przyszłej wartości, biorąc pod uwagę preferencję czasową [i matematycznie nie miałyby to sensu], ponieważ niższe ceny dóbr konsumpcyjnych w przyszłości „zająłoby się” tym. Jednak analitycy inwestycyjni wierzą, że powinni dyskontować przyszłe wartości. Według mnie nie powinni — powinni za to dyskontować inflację dochodów i aktywów, rosnące w różnym tempie⁹.)

Inflacja aktywów vs CPI (wskaźnik cen towarów konsumpcyjnych)

Nowo wydrukowane pieniądze mogą wpłynąć na ceny aktywów bardziej niż na ceny dóbr konsumpcyjnych. Większość ludzi uważa, że Rezerwa Federalna

wykonała dobrą robotę w zapobieganiu inflacji na przestrzeni ostatnich ponad 20 lat. W rzeczywistości wytworzyła ona ogromne ilości pieniądza, które jednak zamiast do rzeczywistej gospodarki — co oznaczałoby drastyczną inflację cenową — trafiały w znacznie większej części na rynki finansowe.

Są dwa główne powody napływania pieniędzy na rynki finansowe. Pierwszym są zmiany w systemie finansowym w połowie i pod koniec lat 80., kiedy to nastąpił gwałtowny rozwój krajowych kanałów kredytowania poza tradycyjnym bankowym systemem udzielania kredytów. Drugim powodem jest wzrost deficytu handlowego USA w późnych latach 80., kiedy to zagranica reinwestowała wpływy z eksportu, poprzez zagraniczne banki centralne, w amerykańskie aktywa¹⁰. Jak zauważył ekonomista Peter Warburton:

Zróźnicowanie metod kredytowania przeniosło punkt ciężkości poza tradycyjny, bankowy system udzielania kredytów. Dominacja rynków finansowych i szybki wzrost liczby krajowych dróg kredytowania poza tradycyjnym systemem pieniężnym szybko zmniejszyły powiązania pomiędzy (...) ekspansją kredytową a inflacją cenową w wielkich zachodnich gospodarkach. Imponujący spadek inflacji jest niebezpiecznym złudzeniem. Spadek ten został osiągnięty głównie poprzez zastąpienie jednych problemów innymi¹¹.

Jak powiedział Bill Gross, guru funduszu obligacji:

To, co teraz wydaje się bańką na rynku nieruchomości, zostało w zasadzie napompowane przez prawie 1 bilion dolarów napływających co roku na rynek amerykańskich obligacji skarbowych i hipotecznych. (...) Ten obcy kapitał wytwarza sztucznie niskie oprocentowanie. (...) Panuje niemal jednomyślność, że 800 miliardów dolarów rocznie wpływa z tego powodu na rynek obligacji i akcji¹².

Wyjaśnienie braku inflacji cenowej w ostatnich dekadach powinno pokazać również, że ogromna ilość rezerw wytworzonych przez Fed w 2008 i

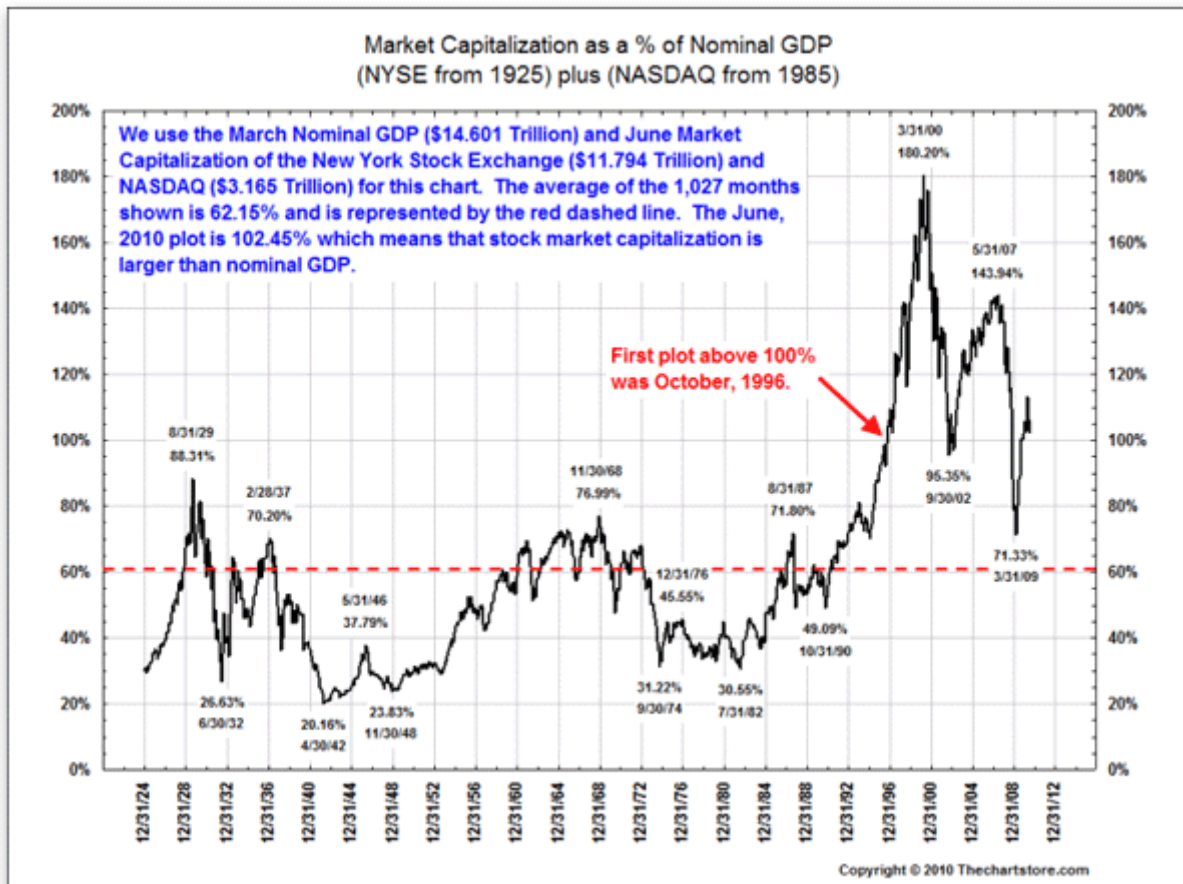
2009 roku — w odpowiedzi na recesję — może nie doprowadzić do oczekiwanej przez wszystkich gwałtownej inflacji cenowej dóbr konsumpcyjnych, kiedy w końcu pieniądz opuści system bankowy. Zamiast tego, może wystąpić gwałtowna inflacja cen aktywów.

Jednym z efektów nowych pieniędzy wpływających nierównomiernie na ceny aktywów jest fakt, iż Fed nie może „pobudzić gospodarki” tak mocno jak kiedyś, ponieważ większość nowych pieniędzy wytworzonych w systemie bankowym wpływa na ceny aktywów, a nie na PKB. Ponieważ powszechnie uważa się, że kreacja pieniądza jest niezbędna do wzrostu gospodarki, a Fed tworzy realny popyt (nie tylko popyt pieniężny), Fed wpompowuje coraz więcej pieniędzy do gospodarki celem „pobudzenia”.

To również znaczy, że więcej pieniędzy — względnie do rozmiaru gospodarki — wycieka do cen aktywów niż to miało miejsce w przeszłości. Rezultatem jest nie tylko wzrost cen aktywów w USA, bańki na NASDAQ i rynku nieruchomości, ale także w innych państwach świata, gdzie docierają nowe pieniądze¹³.

Drugim rezultatem większej ilości nowych pieniędzy wpływających na ceny aktywów jest fakt, iż tradycyjne wskaźniki wycen giełdowych wznoszą się na wyższy poziom. Na przykład, aktualnie stosunek ceny akcji do zysków (P/E) wynosi średnio 20, podczas gdy dawniej mieścił się w przedziale 10-15. Najniższe osiągnięte poziomy to dziś 12-16, zamiast dawnych 5. Podobny wzrost poziomu odnosi się do wskaźnika q-Tobina, miary giełdowej wartości przedsiębiorstwa w stosunku do jego wartości księgowej. Zmiany we względnym przepływie nowych pieniędzy do aktywów w ostatnich latach być może najlepiej przedstawione są na poniższym wykresie, który pokazuje szokujący wzrost w całkowitej kapitalizacji giełdy, wyrażony jako procent PKB (wykres 1).

Wykres 1: Rozmiar giełdy w stosunku do PKB



Źródło: Thechartstore.com

Zmiany we wskaźnikach wyceny, które zaprezentowałem powyżej, ukazują że czynniki fundamentalne łączące dochody przedsiębiorstw i ich wycenę giełdową mogą ulec zmianie na skutek przepływów pieniężnych pochodzących z banku centralnego.

Czy wydatki rządowe mogą naprawić rynek akcji i gospodarkę?

Odpowiedź brzmi: tak i nie. Wydatki rządowe nie przywrócą rzeczywistego popytu, tylko nominalny, pieniężny popyt. Popyt wyrażony w pieniądzu nie ma całkowicie związku z realną gospodarką, na przykład realną produkcją, tworzeniem dóbr i usług, wzrostem płac realnych czy zdolnością do konsumpcji rzeczywistych dóbr. Ma natomiast wpływ na obliczane wielkości PKB.

Wydatki rządowe niszczą gospodarkę i uniemożliwiają jej wyleczenie. Myśl, że stymulowane wydatki (na przykład zabranie pieniędzy z sektora

produkcji — deakumulacja kapitału — i użycie ich do konsumpcji istniejących dóbr lub użycie ich, aby przesunąć dobra kapitałowe do działalności nieprzynoszącej zysków) mogą wytworzyć nowy rzeczywisty majątek netto — realne dobra i usługi — jest niedorzeczna.

Gospodarka podczas recesji najbardziej potrzebuje tego, aby pozwolono jej pozbyć się sztucznych nadmiarów i uruchomić się ponownie, na solidnej podstawie. Zrujnowane gospodarki cierpią z powodu złej alokacji zasobów, która jest konsekwencją wcześniejszych rządowych interwencji i dlatego może być wyleczona tylko poprzez pozwolenie, aby naturalna równowaga została przywrócona. Spadające ceny oraz brak wydatków rządowych i konsumpcyjnych są częścią tego procesu.

Skoro wydatki rządowe nie mogą pomóc realnej gospodarce, czy mogą one pomóc konkretnemu wskaźnikowi, zwanemu PKB? Tak, mogą. PKB jest w większości miarą inflacji. Jeśli banki chcą pożyczać, a pożyczkobiorcy chcą zaciągać pożyczki, to nowo stworzone pieniądze, które wydaje rząd, trafią do gospodarki. Jeśli banki pożyczają pieniądze, kiedy tylko je otrzymają, zaczną działać mnożnik pieniężny i podaż pieniądza wzrośnie, co podwyższy PKB.

Jeśli chodzi o twierdzenie, jakoby rządowe wydatki pomagały giełdzie, analiza jest trochę bardziej skomplikowana. Wydatki rządowe jako takie nie mogą pomóc giełdzie, gdyż tylko niewielka część pieniędzy, jeśli jakaś w ogóle, trafi na rynki finansowe. Ale kreacja pieniądza, która występuje, kiedy bank centralny (pośrednio) kupuje nowy dług rządowy, może z pewnością podwyższyć ceny na giełdzie. Jeśli nowe pieniądze pożyczane są poprzez banki, wiele z nich trafi na giełdę akcji i inne rynki finansowe, podwyższając ceny.

Podsumowanie

Najważniejszym gospodarczym i finansowym wskaźnikiem w dzisiejszym inflacyjnym świecie jest podaż pieniądza. Próba przewidywania zmian na rynku akcji i zmian PKB poprzez analizowanie tradycyjnych gospodarczych i finansowych wskaźników może prowadzić do błędnych prognoz. Poleganie na tych „fundamentach” oznacza ignorowanie sił ekonomicznych, które najbardziej znacząco na nie oddziałują, a są to zwłaszcza zmiany w podaży pieniądza. Dlatego śledzenie wskaźników monetarnych zapewni najlepsze zrozumienie zmian przyszłych cen akcji i wzrostu PKB.

¹ Zobacz G. Reisman, *Capitalism: A Treatise on Economics* (1996), s. 897. Większość spostrzeżeń w tym artykule pochodzi z zaawansowanych teorii wyłożonych przez Reimana. Dodatkowe spostrzeżenia związane z tematem w Reisman, [The Stock Market, Profits, and Credit Expansion](#), [The Anatomy of Deflation](#) oraz [Monetary Reform](#).

² F. Machlup, [The Stock Market, Credit, and Capital Formation](#) (1940), s. 90.

³ *Ibidem*, s. 92, 78.

⁴ Dla holistycznego spojrzenia na proste matematyczne równania opisujące zmiany ogółu cen w gospodarce, w zależności od ilości pieniądza, zobacz: K. Kelly, [The Case for Legalizing Capitalism](#) (2010), s. 132–133.

⁵ Wzrosty cen są ponoć uwzględniane, ale „deflatory” nie pokazują całej zmiany cen. Dowodem na to jest właśnie fakt, iż nawet jeśli wzrost cen jest rzekomo skorygowany w PKB dzięki deflatorowi, ceny stale rosną (PKB realne nadal rośnie). Bez wzrostu ilości pieniądza, taki wzrost cen byłby matematycznie niemożliwy.

⁶ Aby zrozumieć zmianę stopy dochodu (w tym przypadku dywidendy) podczas spadku cen, zobacz: Thorsten Polleit, [The Free Money Against 'Inflation Bias'](#).

⁷ Większość środków jest pożyczana przez banki na inwestycje biznesowe, tylko niewielka ilość na cele konsumpcyjne. Nawet pożyczki na trwałe wydatki konsumpcyjne, takie jak domy czy samochody, stanowią małą część wszystkich pożyczek bankowych.

⁸ Innym ważnym powodem jest fakt, iż państwa ubogie mają mało kapitału. Im więcej kapitału, tym mniejsza będzie stopa zysku, i odwrotnie (choć nigdy nie osiągnie zera).

⁹ Jeśli którykolwiek z czytelników jest zainteresowany badaniem i wyszukiwaniem słabych punktów tej teorii razem ze mną, niech się ze mną skontaktuje.

¹⁰ Reinwestowanie to zostało określone przez przyjaciela Misesa, francuskiego ekonomistę Jacquesa Reuffa, jako „dziecięca gra, w której, po każdej z rund, zwycięzcy oddają swoje kulki przegranym” (cytowane za Richardem Duncanem, *The Dollar Crisis* (2003), s. 23).

¹¹ P. Warburton, *Debt and Delusion: Central Bank Follies that Threaten Economic Disaster* (2005), s. 35.

¹² William H. Gross, *100 Bottles of Beer on the Wall*.

¹³ Tak naprawdę to nie amerykański dolar (zarówno w formie banknotów, jak i na kontach bankowych) krąży po świecie, gdyż większość dolarów musi pozostać w USA. Dla większości dolarów otrzymywanych przez zagranicznych eksporterów, zagraniczne banki centralne tworzą dodatkową ilość lokalnej waluty, w celu utrzymania kursów wymiany. Te nowo wytworzone pieniądze — razem z tymi, których kreacja bierze się ze „skoordynowanej” polityki monetarnej pomiędzy krajami — wypychają ceny zagranicznych, jak i krajowych aktywów ku górze.