

## Czy gospodarka USA weszła w końcu na ścieżkę stabilnego rozwoju gospodarczego?

**Autor:** Frank Shostak

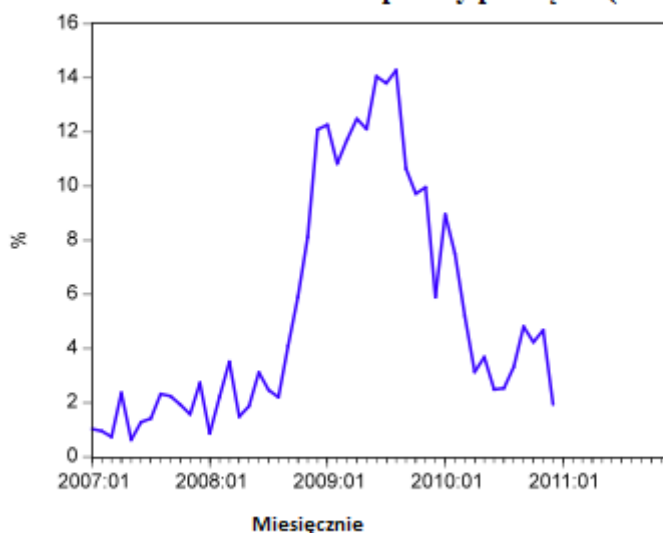
**Źródło:** [codbencentre.org](http://codbencentre.org)

**Tłumaczenie:** Daniel Głowiński

Niedawna poprawa niektórych kluczowych dla amerykańskiej gospodarki wskaźników w czwartym kwartale 2010 roku, skłoniła wielu komentatorów do wysuwania sugestii, iż znalazła się ona na ścieżce stabilnego rozwoju gospodarczego. My z kolei proponujemy tezę, iż fluktuacje w danych makroekonomicznych są odbiciem zmian zachodzących w podaży pieniądza. Trzymamy się również stanowiska, iż z powodu długiego czasu, jakiego potrzeba, aby zobaczyć rezultaty decyzji makroekonomicznych, obecne pozytywne dane gospodarcze odzwierciedlają wzrost w dynamice podaży pieniądza AMS (*Austrian Money Supply*) między styczniem 2008 a sierpniem 2009. Jednakże, oczekuje się, iż spadek dynamiki wzrostu AMS między sierpniem 2009 a czerwcem 2010 poddaje dane gospodarcze presji w dalszym okresie czasu. Dla stabilnego wzrostu gospodarczego to, ile konsumenci wydają, nie jest aż tak ważne, jak rosnący poziom oszczędności. Luźna polityka fiskalna i monetarna ma negatywny wpływ na wzrost poziomu oszczędności i przez to osłabia strukturę produkcji, co pociąga za sobą gorsze widoki na znaczącą poprawę gospodarczą. Z powodu długoterminowej luźnej polityki fiskalnej i monetarnej możliwe, iż gospodarka Stanów Zjednoczonych weszła na niemrawą i niestabilną ścieżkę wzrostu gospodarczego. W międzyczasie wcześniejszy poziom wzrostu podaży pieniądza wciąż powoduje wzrost inflacji w Chinach. Takie samo zjawisko jest obecnie obserwowane w Zjednoczonym Królestwie oraz strefie euro.

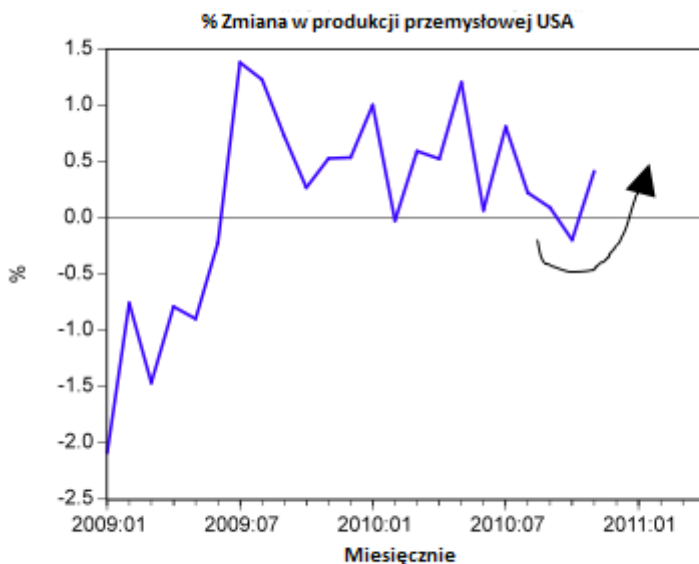


### Zmiana rok do roku w podaży pieniądza (AMS)



### **Wcześniejszy wzrost podaży pieniądza powodem obecnych dobrych danych makroekonomicznych w USA**

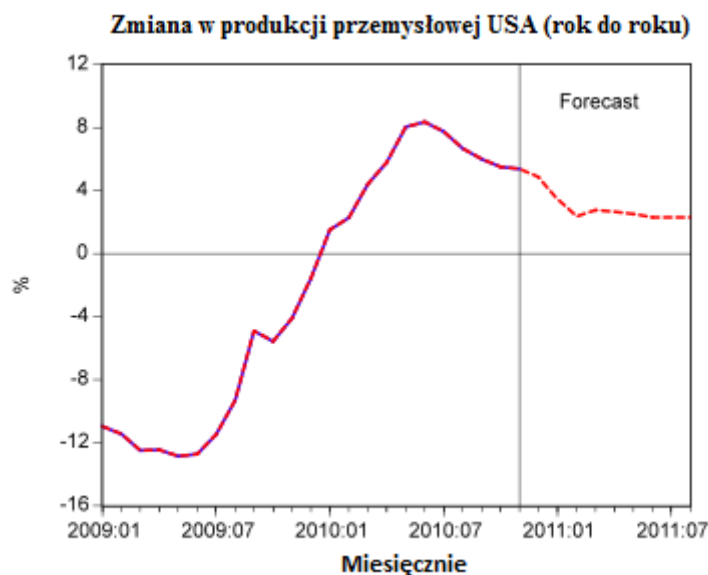
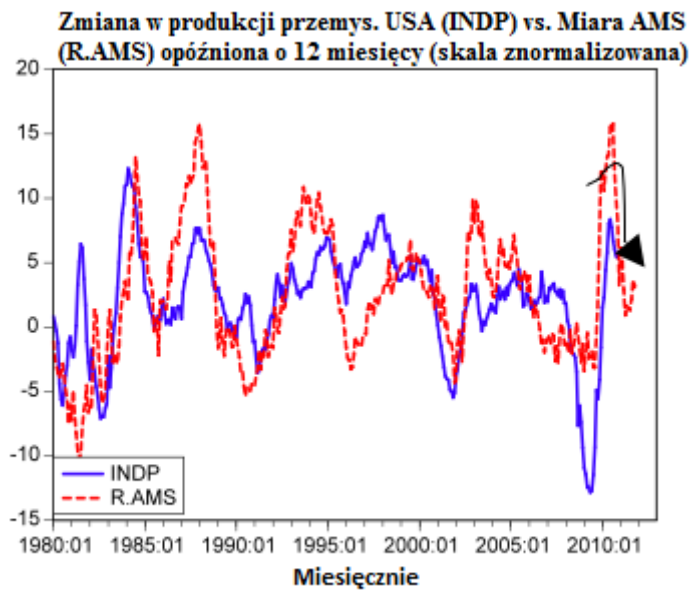
Listopadowy wzrost w produkcji przemysłowej o 0.4% (po spadku w październiku o 0.2%) był powiązany z lepszym wykorzystaniem możliwości produkcji przemysłowej w zeszłym miesiącu, które skoczyło z poziomu 74.9% do 75.2%. Skłoniło to wielu komentatorów do sugestii, iż amerykańska gospodarka mogła wejść na ścieżkę stabilnego rozwoju. To ma oznaczać, że luźna polityka monetarna i fiskalna w końcu zaczęły działać. Za tym, że jest to prawda, ma również przemawiać silny wzrost produkcji w stanie Nowy Jork. Indeks nowojorskiego oddziału Fedu wzrósł do poziomu 10.57 w grudniu z -11.14 w poprzednim miesiącu. Co więcej, łączny indeks wszystkich ważniejszych wskaźników wzrósł z poziomu 0.4% w październiku do 1.1% w listopadzie.



Teraz, jeśli spojrzymy na dynamikę wzrostu produkcji przemysłowej, możemy zauważyć, iż jest ona w trendzie spadkowym. Stopa wzrostu, mierzona rok do roku, spadła do 5.38% w listopadzie z 5.5% w miesiącu poprzednim i z 8.3% w czerwcu.

Argumentowaliśmy również, iż fluktuacje w większości danych makroekonomicznych są odzwierciedleniem podaży pieniądza. Oznacza to, że dynamika zmian podaży pieniądza ma wpływ na dynamikę zmian różnych wskaźników gospodarczych. (Warto zauważyć, iż obecne pozytywne dane są następstwem silnego wzrostu dynamiki AMS między styczniem 2008 a sierpniem

2009). Używając opóźnionej rocznej stopy wzrostu realnego AMS, oczekujemy, iż wzrost dynamiki produkcji przemysłowej zostanie poddany presji spadkowej. Prognozujemy, iż roczny stopa wzrostu może spaść do 2.3% przed sierpniem następnego roku z poziomu 5.4% w listopadzie (zobacz wykres).



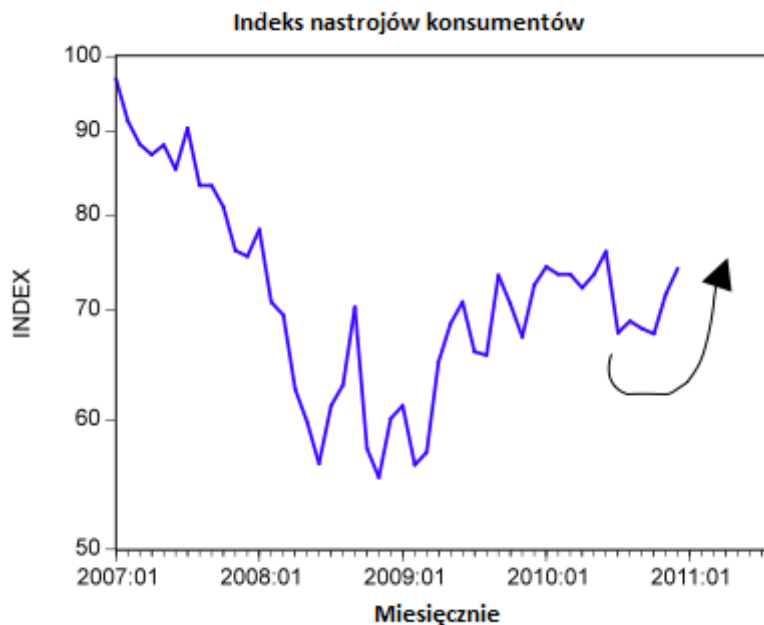
Zauważmy, iż według toku myślenia głównego nurtu, wydatki jednej osoby stają się przychodami innej osoby, stąd dzięki zwiększeniu tempa wzrostu podaży pieniądza, zwiększają się również wydatki konsumentów, co w rezultacie umacnia wzrost gospodarczy.

Według tego poglądu, który zakłada istnienie słynnego mnożnika Keynesa, początkowy wzrost wydatków konsumenckich wydaje się powodować

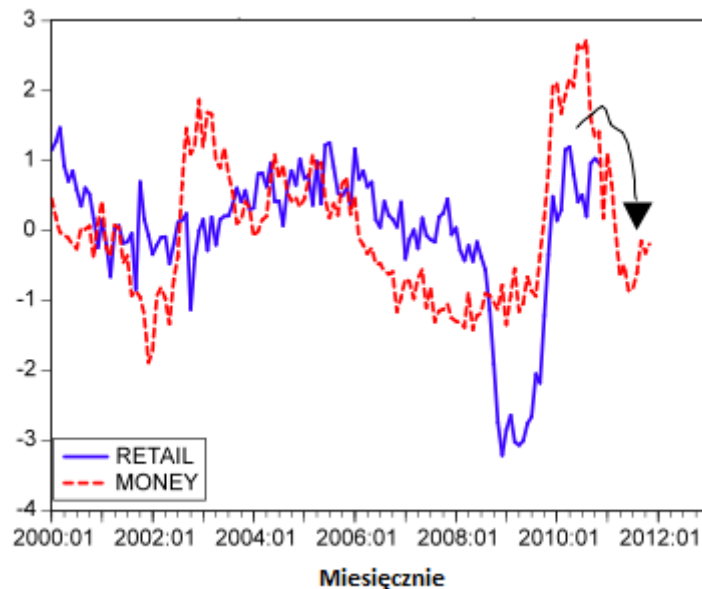
wzrost gospodarczy, który jest wielokrotnie większy niż początkowy wzrost w wydatkach konsumentów, a jedynym powodem dla którego dynamika mnożnika czasem nie jest taka, jaka być powinna, jest zły nastrój konsumentów.

Z tego powodu luźna polityka monetarna — dzięki której powoli udaje się polepszyć nastrój konsumentów — uważana jest za kluczową w umocnieniu wydatków konsumenckich i wzrostu gospodarczego. Mając to na uwadze, wzrost indeksu Reutersa i Uniwersytetu Michigan, mierzącego poziom optymizmu konsumentów, z 71.6 w listopadzie do 74.2 w grudniu, wzmocnił przekonanie ekonomistów, iż gospodarka wkroczyła już na stabilną ścieżkę rozwoju.

Sugerujemy jednak, że pomimo poprawy nastrojów konsumentów, to spadek dynamiki wzrostu AMS między sierpniem 2009 a czerwcem 2010 prawdopodobnie może poddać dalszej presji poziom wydatków konsumenckich w skali roku. Roczny wzrost sprzedaży detalicznej zwolnił do poziomu 7.8% w listopadzie z 8% w październiku — nasza analiza monetarna sugeruje prawdopodobne osłabienie dynamiki wzrostu sprzedaży detalicznej.



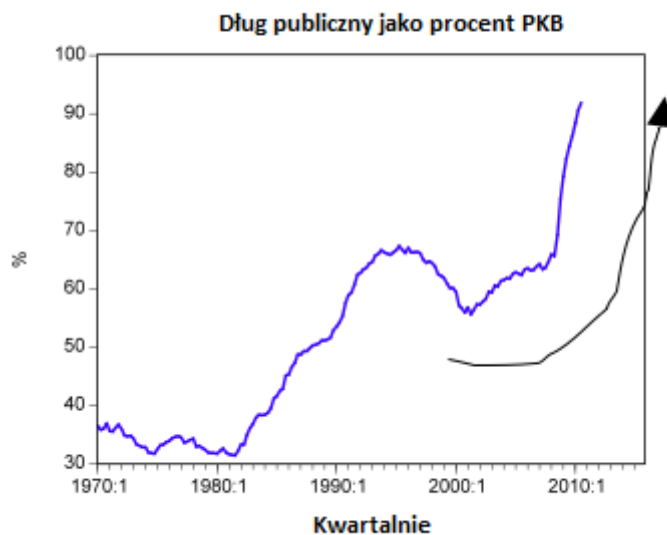
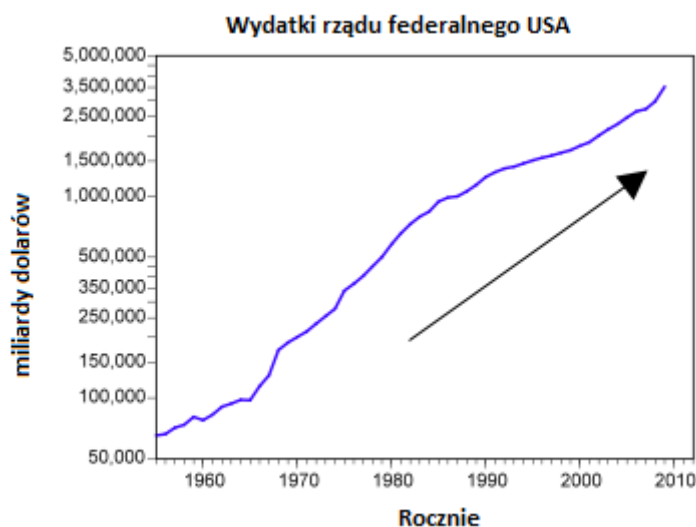
**Zmiana rok do roku w sprzedaży detalicznej (RETAIL) vs. miara AMS (MONEY) opóźniona o 12 miesięcy (skala znormalizowana)**



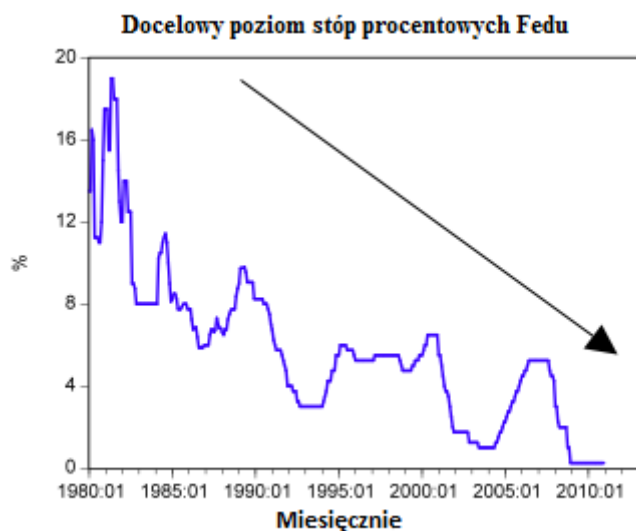
To, co się liczy dla stabilnego wzrostu gospodarczego, to nie ekspansja wydatków konsumentów sama w sobie, lecz wzrost poziomu oszczędności. To właśnie realne oszczędności finansują aktywność gospodarczą. Bez oszczędności nie jest możliwe ulepszenie lub utrzymywanie struktury produkcji, która generuje dobra i usługi umożliwiające ludziom prowadzenie dostatniego życia. Jeśli coraz więcej zasobów odciąganych jest od działań generujących dobrobyt i kierowanych do działań, które są nieproduktywne i marnują bogactwo, to struktura produkcji wraz z tworzeniem dobrobytu staje się coraz mniej stabilna.

Różne rodzaje luźnej polityki fiskalnej jeszcze bardziej pogarszają sytuację, ponieważ promują działania niegenerujące dobrobytu (np. bańki spekulacyjne). Szkody, jakie taka polityka powoduje w strukturze produkcji, często uwiadcniają się dopiero po kilkudziesięciu latach (dlatego jest to problem „strukturalny”). Niszczenie infrastruktury może potrwać wiele dekad.

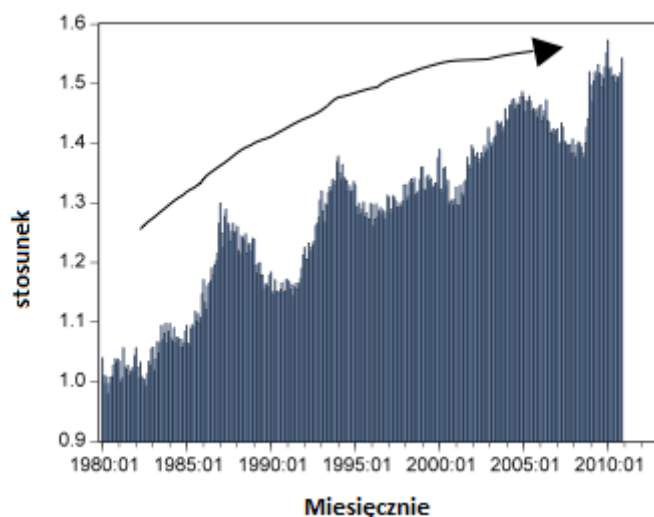
Rządowy apetyt na oszczędności rósł w bardzo szybkim tempie. Wydatki rządu federalnego w 2009r. wzrosły o 18.2% w porównaniu do roku 2008. Od roku 2000 wydawanie pieniędzy przez rząd federalny wzrosło o 97%. Co więcej, stosunek długu publicznego do PKB wzrósł do poziomu 91.9% w trzecim kwartale z 90.6% w poprzednim kwartale oraz z 84,4% w trzecim kwartale roku poprzedniego. Również deficyt budżetowy, jako procent PKB, podskoczył w zeszłym roku do poziomu 10% z 3.2% w roku poprzednim.



Po osiągnięciu 19% w maju 1981 docelowy poziom stopy procentowej Fedu zaczął poddawać się trendowi spadkowemu, spadając aż do obecnego poziomu około 0.25%. W odpowiedzi na luźną politykę monetarną amerykańskiego banku centralnego, stosunek naszej miary monetarnej AMS do jej trendu pomiędzy 1959 a 1979 podskoczył z 1.0 w marcu 1980 do 1.57 w styczniu 2009, lekko opadając do poziomu 1.54 w listopadzie. Chyba nie trzeba wspominać, iż takie ogromne pompowanie pieniędzy w gospodarkę, połączone z agresywnym obniżaniem stóp procentowych oraz luźną polityką fiskalną, spowodowało poważne błędy w alokacji realnych oszczędności, co z kolei szkodliwie wpłynęło na procesy generujące dobrobyt.



**Stosunek miary AMS do jej trendu między rokiem 1959 a 1979**



Sugerujemy, iż jeśli weźmie się to wszystko pod uwagę, to istnieje dość spore prawdopodobieństwo, że problemy strukturalne będą wciąż dominować w



gospodarce w nadchodzących miesiącach. Im bardziej agresywny zamierza być Fed w zwalczaniu błędów strukturalnych, tym więcej wyrządzi on szkód, przedłużając tym samym agonię gospodarki. Warto zauważyć, iż skoki w różnorodnych wskaźnikach gospodarczych będą tylko odbiciem monetarnych działań pompowania pieniędzy. Chcemy zasugerować, iż oznaczałoby to więcej złych wieści dla struktury produkcji i zarazem dla przedsięwzięć generujących dobrobyt. Możemy podsumować, iż w przeciwieństwie do ogólnie przyjętego sposobu myślenia, gospodarka USA jest daleko od stabilnej ścieżki rozwoju. Za to istnieje rosnące prawdopodobieństwo wejścia amerykańskiej gospodarki na drogę stagnacji lub osłabienia.

### **Niska stopa inflacji pozostaje zmartwieniem dla Fedu**

Urzednicy Fedu wciąż martwią się o trwałość tzw. ożywienia gospodarczego. Szczególnie martwi ich fakt, iż dynamika wzrostu inflacji (CPI) pozostaje dość niemrawa. Roczna stopa wzrostu spadła z 1.2% w październiku do 1.1% w listopadzie — jest to sporo poniżej oczekiwanego poziomu dwóch procent. Według urzędników Fedu im niższa będzie stopa inflacji, tym trudniejsze staje się sterowanie gospodarką. Dla przykładu załóżmy, że decydenci Fedu doszli do wniosku, iż aby ożywić gospodarkę, realne stopy procentowe powinny być negatywne. To jednakże nie zawsze jest możliwe do osiągnięcia, z powodów przedstawionych poniżej.

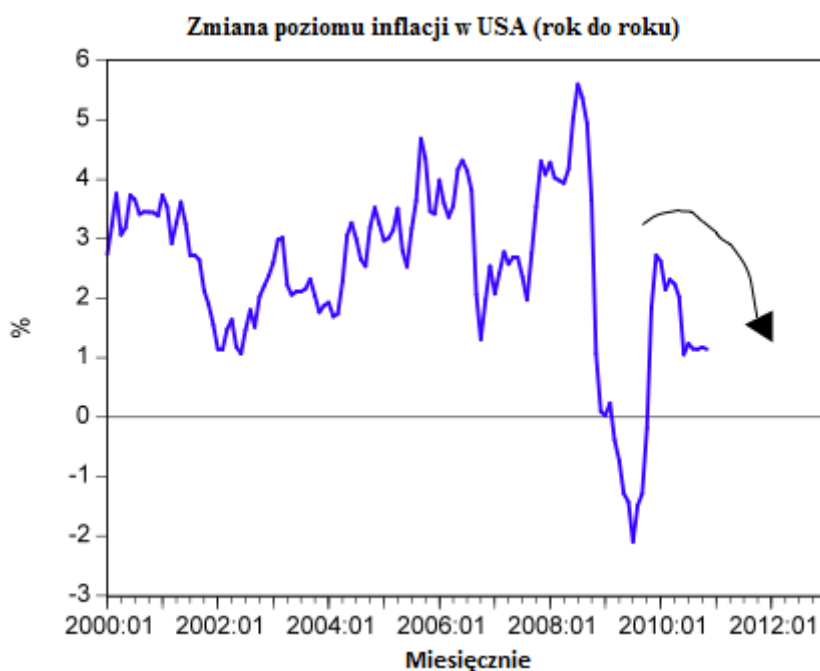
Według ogólnie przyjętej definicji inflacji:

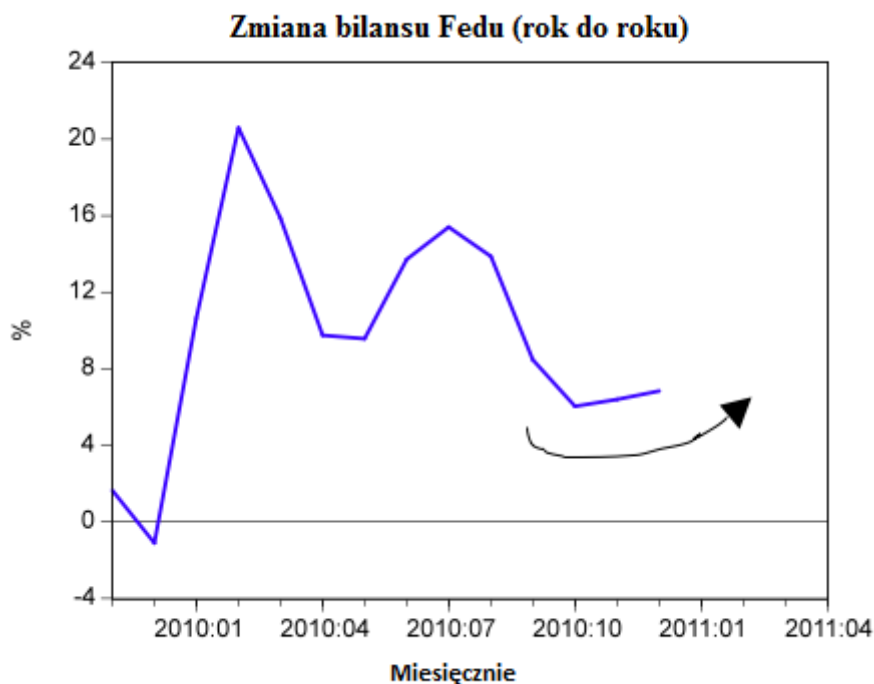
***Realne stopy procentowe = nominalne stopy procentowe – procentowa zmiana poziomu cen***

Wobec tego, możemy wykazać, że bardzo niska inflacja może prowadzić do problemów. Przypuśćmy, że z powodu słabego zagregowanego popytu, inflacja spadła z 2% do 1%. W tym scenariuszu bank centralny może obrać sobie za cel realne stopy procentowe wyłącznie większe od -1%. Nie może mierzyć w niższe realne stopy procentowe, ponieważ wymagałoby to ustawienia nominalnych stóp procentowych poniżej zera ( $-1\% = 0\% - 1\%$ ). Aby obniżyć realne stopy procentowe do -1.5%, nominalne stopy musiałyby spaść do -0.5% (jako że  $-1.5\% = -0.5\% - 1\%$ ). Dlatego uznaje się, iż polityka stabilizacji cen, jeśli chce utrzymać gospodarkę na ścieżce wzrostu, musi obrać sobie za cel pewien poziom inflacji, pozwalający zachować elastyczność bankowi centralnemu. A jaka powinna być ta stopa inflacji? Niektórzy eksperci są zdania, że najlepiej jest, jeśli

poziom inflacji mieści się w przedziale między 2% a 3%. (Urzednicy Fedu są zdania, że poziom 2% jest idealny). Esencją tego wszystkiego jest założenie, że lekka inflacja jest konieczna, aby osiągnąć dobrobyt i stabilność gospodarczą. Według tego sposobu myślenia, bufor inflacyjny musi być wystarczający, aby umożliwić wyprowadzenie gospodarki przez Fed z dala od niebezpieczeństwa deflacji.

Patrząc na to z tej perspektywy, Fed prawdopodobnie będzie kontynuował swoją politykę stymulowania za pomocą pakietu 600 miliardów dolarów. W tygodniu kończącym się 15 grudnia bilans Fedu wzrósł o 3.466 miliarda dolarów do poziomu 2.388 biliona dolarów. Roczny wzrost bilansu podniósł się do 6.8% z poziomu 6.4% w listopadzie.

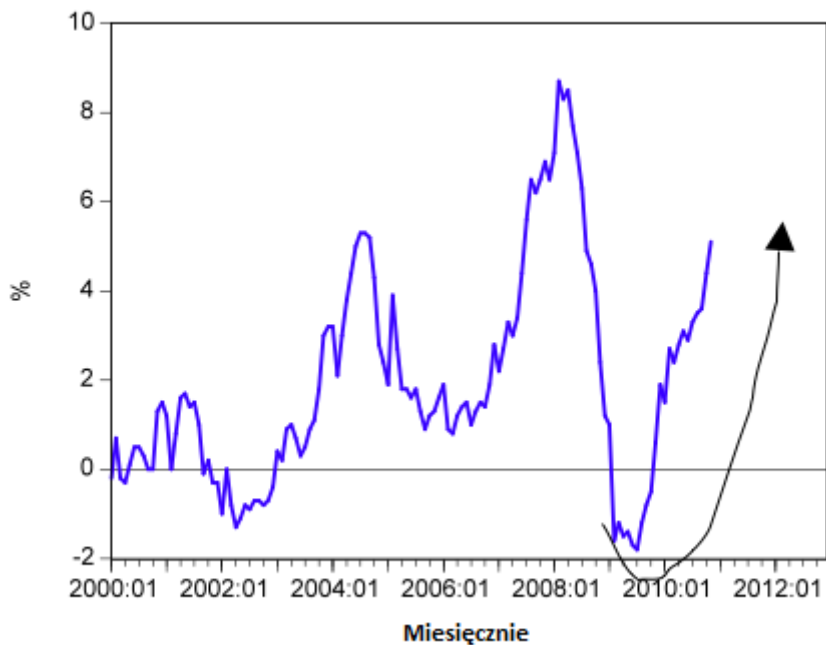




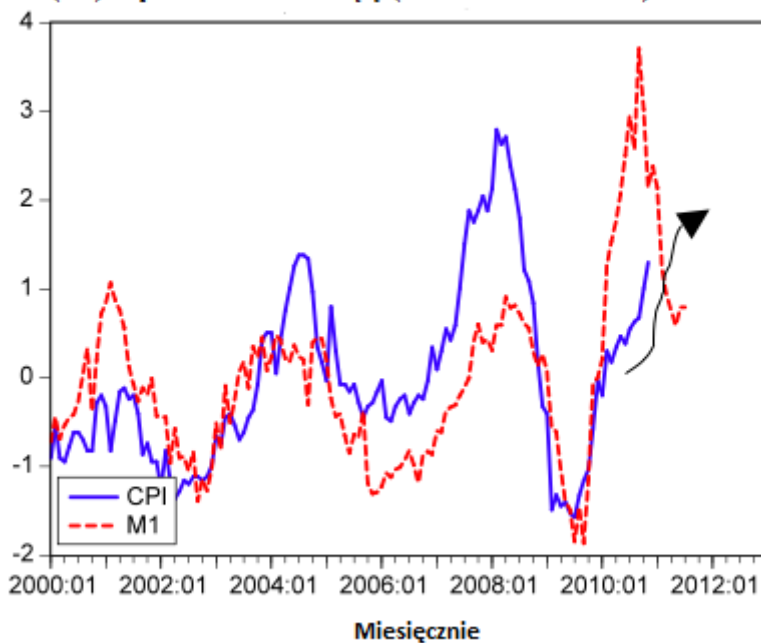
### **Poziom wzrost podaży pieniądza w przeszłości, obecnie prowadzi do wzrostu inflacji w Chinach**

Dynamika wzrostu inflacji w Chinach była zauważalnie silniejsza w listopadzie – roczna stopa wzrostu wystrzeliła w górę do 5.1% w listopadzie od 4.4% w poprzednim miesiącu. Sugerujemy, iż głównym powodem takiego przyśpieszenia wzrostu dynamiki jest wcześniejsze potężne zwiększenie się rocznego poziomu podaży pieniądza M1. Opierając się na tych danych, jest całkiem możliwe, że roczny wzrost inflacji będzie się dalej umacniał (zobacz wykres poniżej).

### Zmiana poziomu inflacji w Chinach (rok do roku)



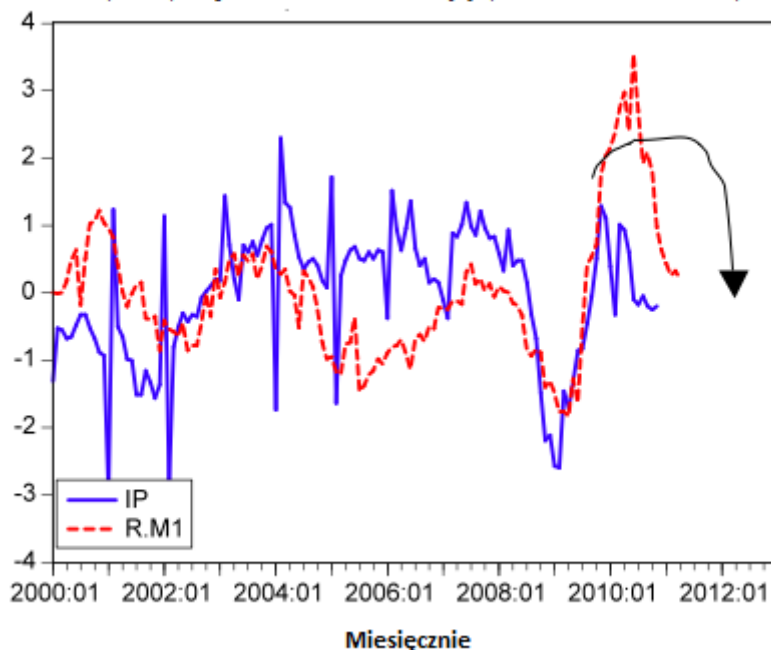
### (Rok do roku) zmiana inflacji w Chinach (CPI) vs. podaż M1 (M1) z opóźnieniem 8 miesięcy (skala znormalizowana)



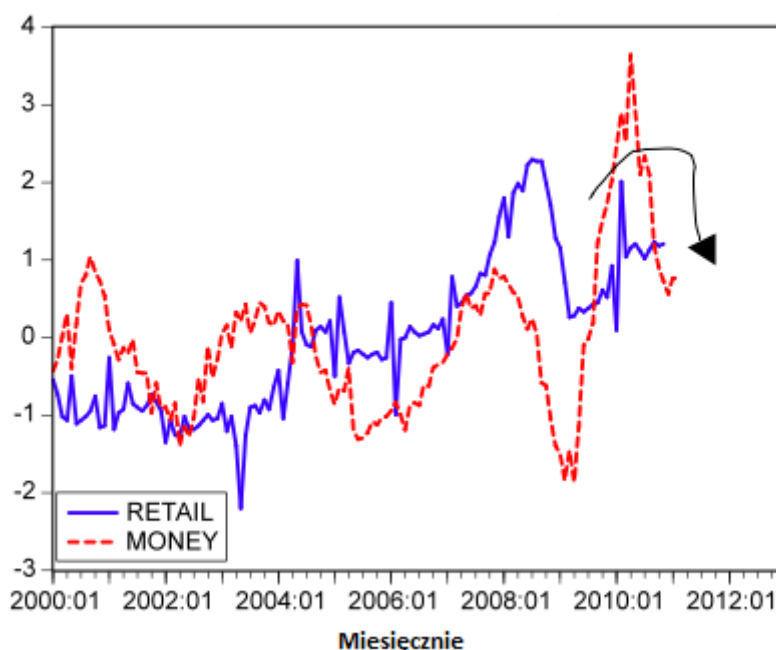
Dynamika wzrostu chińskiej produkcji przemysłowej lekko wzrosła w listopadzie. Roczna stopa wzrostu, mierzona rok do roku, wzrosła do 13.3% z 13.1% w październiku. Jednak zauważmy, iż roczna stopa wzrostu produkcji przemysłowej osiągnęła swój szczyt na poziomie 19.2% w listopadzie 2009. Zauważalny spadek w opóźnionej dynamice wzrostu prawdziwego M1 nie wróży dobrze rocznej stopie wzrostu produkcji przemysłowej. Dynamika wzrostu

sprzedaży detalicznej w Chinach lekko się umocniła w listopadzie. Roczna stopa wzrostu ustabilizowała się przy wartości 18.7% z 18.6% w październiku. Nasza analiza monetarna nie przewiduje dalszych wyraźnych umocnień dynamiki wzrostu sprzedaży detalicznej w nadchodzących miesiącach.

**(Rok do roku) Zmiana Chińskiej produkcji przem. (IP) vs. realne MI (R.M1) z opóźnieniem o 8 miesięcy (skala znormalizowana)**



**(Rok do roku) Zmiana w Chińskiej sprzedaży detalicznej (RETAIL) vs. M1 (MONEY) opóźnienie o 3 miesiące (skala znormalizowana)**

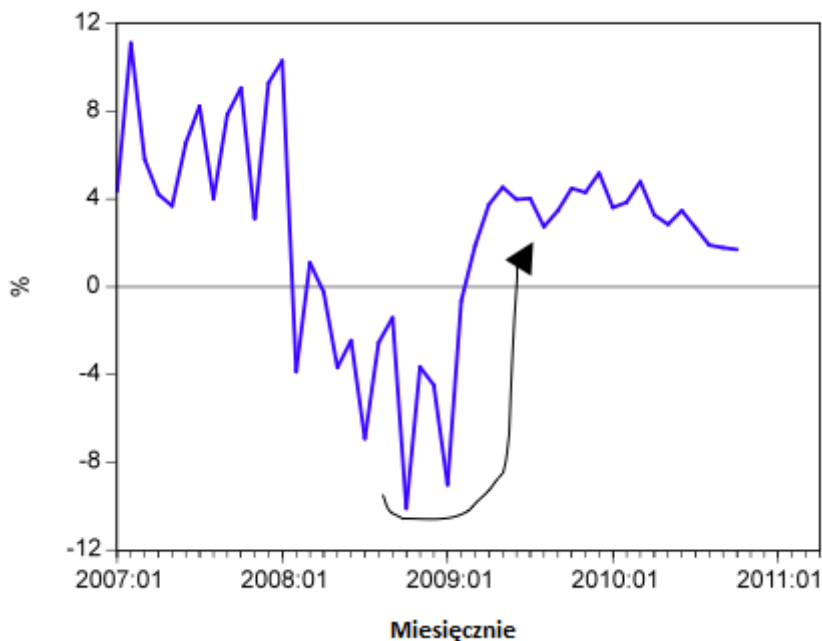


## Listopadowy wzrost inflacji w Zjednoczonym Królestwie i strefie euro

Listopadowa dynamika wzrostu inflacji w Zjednoczonym Królestwie lekko poszła w górę w stosunku do poprzedniego miesiąca. Roczna stopa inflacji, mierzona rok do roku, wzrosła do poziomu 3.3% z 3.2% w październiku. Wzmocniła się również dynamika wzrostu cen detalicznych w listopadzie. Roczny wzrost doszedł do 4.7% z 4.5% w październiku. Sugerujemy, iż mocne zwwyżki rocznego poziomu wzrostu podaży pieniądza między październikiem 2008 a grudniem 2009 są ważnymi elementami wynoszącymi dynamikę wzrostu indeksów cenowych coraz wyżej — roczna stopa wzrostu skoczyła z -10.1% w październiku 2008 do 5.2% w grudniu 2009.

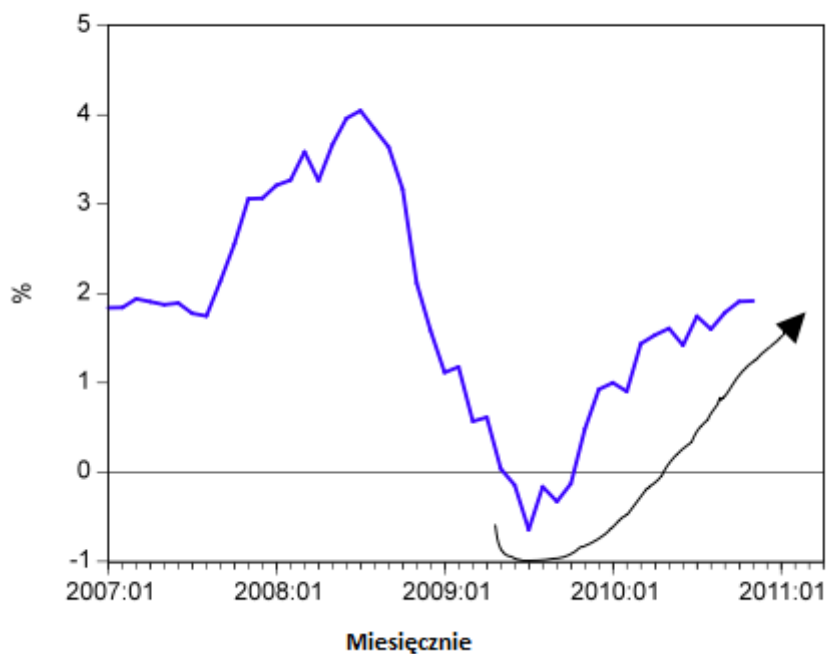


**Zmiana miary AMS w procentach (rok do roku)**



Tak samo dynamika wzrostu inflacji w strefie euro wykazuje oznaki zauważalnego wzmocnienia. Po zamknięciu się na poziomie -0.6% w lipcu 2009, roczny poziom wzrostu inflacji zamknął się przy 1.9% w listopadzie. Sugerujemy, iż wzmocnienie się dynamiki wzrostu inflacji jest zasługą wcześniejszego mocnego zwiększenia się dynamiki wzrostu naszej miary monetarnej AMS. Po zatrzymaniu się na poziomie 0.3% w czerwcu 2008, roczna stopa wzrostu AMS skoczyła do 15.8% we wrześniu 2009. Krótko mówiąc: obecny wzrost cen jest odpowiedzią na wcześniejsze mocne wzrosty w podaży pieniądza. (Pamiętajmy, że cena jest to ilość pieniędzy na jednostkę danego dobra).

**Zmiana poziomu inflacji w strefie euro (rok do roku)**



**Zmiana miary AMS w strefie euro (rok do roku)**

