

Ceny aktywów to też ceny

Autor: **Thorsten Polleit**

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: **Daniel Góra**

Żyjemy w czasach inflacji. Niektórzy mogą uznać to stwierdzenie za kontrowersyjne, gdyż obecnie powszechnie rozumie się inflację jako wzrost wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI — *Consumer Price Index*) o ponad 2 proc. rocznie. Istnieją jednak przekonujące powody do zakwestionowania tego punktu widzenia. Z jednej strony CPI nie obejmuje „aktywów”, takich jak na przykład akcje, mieszkania, nieruchomości itd. W rezultacie, zmiany cen tych dóbr nie wliczają się do zmian CPI.

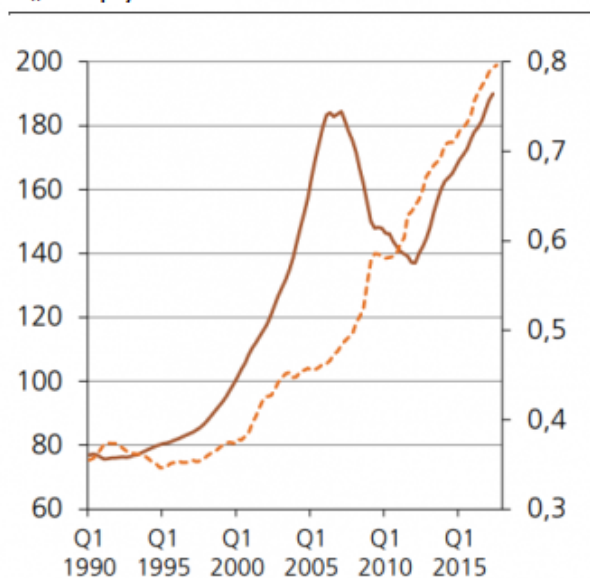
Z drugiej strony, co nawet istotniejsze, zmiany cen dóbr i usług są związane ze zmianami ilości pieniądza. Dlatego ekonomiści zwykli postrzegać wzrost ilości pieniądza jako czynnik inflacyjny (a spadek ilości pieniądza jako czynnik deflacyjny): bez pieniądza rozlewającego się naokoło nie byłoby takiego zjawiska jak inflacja — czyli utrzymującego się w czasie wzrostowego trendu wszystkich cen dóbr i usług. To prawda, że ogólny wzrost cen jest nierozzerwalnie związany z pieniądzem.

Ceny aktywów są cenami

Jednym ze wskaźników inflacyjnych zmian cen jest związek pomiędzy amerykańskim agregatem pieniężnym M2 a nominalnym PKB. Ten wskaźnik można określić jako miarę „nadpłynności”. Od wybuchu kryzysu lat 2008–2009 poziom nadpłynności mocno wzrósł (co pokazuje wykres nr 1 — przyp. tłum.) — jako że wzrost PKB był wolniejszy od wzrostu ilości pieniądza. Dlaczego? Otóż, bardzo mocna ekspansja monetarna napędzała wzrost cen aktywów — zwłaszcza na rynku akcji i rynku mieszkaniowym.

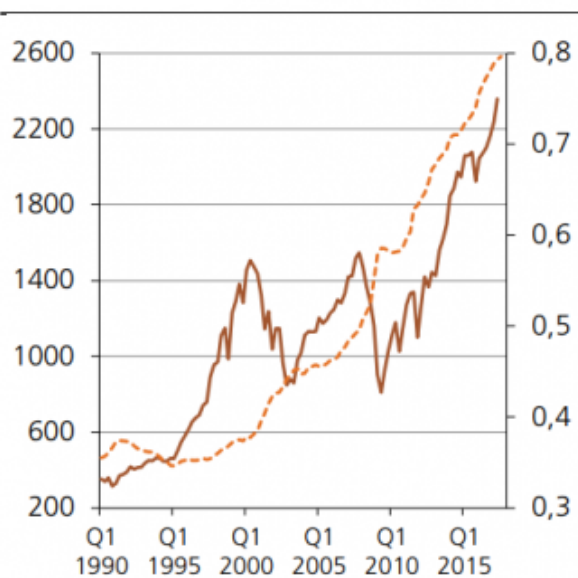
1 Ekspansja monetarna podbija ceny aktywów

(a) Indeks cen domów Shillera⁽¹⁾
i „nadpłynność” M2⁽²⁾



— Indeks cen domów Shillera (lewa oś)
- - - „nadpłynność” M2 (prawa oś)

(b) Indeks S&P 500 i „nadpłynność” M2



— Indeks S&P 500 (lewa oś)
- - - „nadpłynność” M2 (prawa oś)

Źródło: Thomson Financial; obliczenia własne. Okres: od I kw. 1990 r. do III kw. 2017 r.

⁽¹⁾ Indeks ogólnokrajowy. ⁽²⁾ Iloraz podaży pieniądza M2 i nominalnego PKB (czyli odwrotność dochodowej szybkości obiegu pieniądza).

System Rezerwy Federalnej (Fed) po raz kolejny stworzył „boom inflacyjny”. Amerykańska gospodarka jest napędzana skrajnie niskimi stopami procentowymi oraz towarzyszącym im dodatkowym wzrostem kredytu i podaży tworzonego z powietrza pieniądza. Ta ekspansja monetarna prowadzi do sztucznego wzrostu konsumpcji i wydatków inwestycyjnych, w wyniku czego rosną produkcja i zatrudnienie. W dodatku, nowo wykreowana płynność trafia na rynki finansowe (rynki aktywów finansowych), gdzie podnosi ceny aktywów i równomiernie poziomy wycen (mierzone np. wskaźnikiem P/E — przyp. tłum.).

Jak utrzymać boom: więcej inflacji

Żeby utrzymać boom — i nie dopuścić do krachu — Fed musi dopilnować, żeby kredyt i podaż pieniądza stale rosły, a co nie mniej istotne, koszty kredytu i kapitału

pozostawały na dość niskich poziomach. A zatem, trwająca polityka inflacyjna musi być – i z powodów politycznych najprawdopodobniej będzie – kontynuowana. Wyższe stopy procentowe oraz spowolnienie kreacji kredytu i pieniądza mogłyby „zabrać wazę z ponczem”¹ – a wtedy zabawa skończyłaby się z hukiem. Gospodarka z fazy boomu przeszłaby w fazę kryzysu.

Inflacja działa (stymulująco na koniunkturę – przyp. tłum.) tylko wtedy, gdy pojawia się niezauważona, czyli wtedy, gdy mamy do czynienia z „niespodzianką inflacyjną”. Jednakże, tak szybko, jak tylko ludzie odkryją, że siła nabywczą pieniądza spada bardziej niż tego oczekiwali, trzeba będzie wypić piwo, którego się naważyło: ludzie zaczną brać pod uwagę wyższą inflację przy negocjowaniu płac oraz zawieraniu umów najmu i umów kredytowych. Wówczas nie będzie już dłużej zaskoczenia inflacyjnego, a inflacja straci swoją moc stymulowania gospodarki (poprzez mylące sygnały cenowe [zjawisko iluzji pieniądza – przyp. tłum.]).

Bankowi centralnemu, który chce utrzymać boom i uniknąć załamania, pozostaje tylko jedna opcja: musi zaaplikować większą dawkę niespodziewanej inflacji. Czytelnik może już się domyślać do czego prowadzi taka „gra w inflację”. Kieruje ona gospodarkę na drogę wysokiej inflacji, galopującej inflacji lub w skrajnym przypadku nawet na drogę hiperinflacji, która ostatecznie zniszczy siłę nabywczą waluty.

Dlaczego nie dostrzega się kryzysu

Jak na razie, rynki finansowe pozostają dość spokojne. Inflacja nie jest postrzegana jako poważny problem, czego dowodzą na przykład oczekiwania inflacyjne (przedstawione na wykresie nr 2 – przyp. tłum.). Jak to możliwe? Może to mieć dwie przyczyny. Po pierwsze, większość ludzi kształtuje swoje oczekiwania inflacyjne na podstawie doświadczanej inflacji CPI (możemy mówić o „adaptacyjnych oczekiwaniach inflacyjnych”). Jako że ta była relatywnie niska przez wiele lat, ludzie nie oczekują jej wzrostu w najbliższych latach.

¹ Nawiązanie do słynnego powiedzenia mówiącego, że rolą Rezerwy Federalnej jest „zabieranie wazy z ponczem, gdy zabawa właśnie zaczyna się rozkręcać” (ang. *to take away the punch bowl just as the party gets going*), czyli podnoszenie stóp procentowych, gdy gospodarka zaczyna zbliżać się do szczytu koniunktury, tak żeby nie dopuścić do jej „przegrzania” (przyp. tłum.).

2 Oczekiwania inflacyjne są na dość niskim poziomie

Oczekiwania inflacyjne (w proc.) wyznaczone na podstawie swapów inflacyjnych⁽¹⁾



Źródło: Thomson Financial; obliczenia własne.

⁽¹⁾ Średnia oczekiwana inflacja w pięcioletnim okresie zaczynającym się za pięć lat.

Po drugie, wiele osób nadal nie wydaje się zdawać sobie sprawy z tego, że „inflacja cen aktywów” niszczy siłę nabywczą pieniądza w taki sam sposób, jak czyni to inflacja CPI: jeśli chcesz kupić za swoje pieniądze akcje, domy czy ziemię, dostaniesz za te pieniądze mniej, gdy ceny tych dóbr pójdą w górę. Jednak tak długo, jak inflacja cen aktywów nie jest traktowana jako forma „prawdziwej inflacji”, oczekiwania inflacyjne pozostają na niskim poziomie, a banki centralne mogą kontynuować swój inflacyjny program.

Z przedstawionego powyżej przebiegu zdarzeń możemy wyciągnąć dwa wnioski. Po pierwsze, inflacja ma się doskonale, co obecnie widać po szalejących wzrostach cen aktywów. Po drugie, boom inflacyjny niesie za sobą ryzyko przekształcenia się w pewnym momencie w kryzys — taki scenariusz może mocno uderzyć w gospodarkę, system finansowy i ceny aktywów. Niestety, nie da się przewidzieć (z naukową precyzją), kiedy boom zmieni się w kryzys, to już zależy od zaistnienia pewnych warunków.

Obecny boom może jednak trwać dość długo — wraz z gospodarkami utrzymującymi się w fazie ekspansji i cenami aktywów bijącymi kolejne rekordy. Z rozsądnej ekonomii wiemy jednak, że ten boom inflacyjny — który przypuszczalnie jest przez wielu mile widziany, bo zapewnia więcej miejsc pracy i zwiększa dochody — w rzeczywistości zasiewa ziarno przyszłego kryzysu.

Inwestorzy powinni pamiętać, że banki centralne nie tylko najpierw wprawiają w ruch boom inflacyjny (który źle się skończy), ale także będą one zwalczać kryzys, który nadejdzie, jeszcze większą inflacją (poprzez dalsze zwiększanie ilości pieniądza). Podsumowując, inwestorzy powinni nauczyć się żyć z dość nieprzyjemnym faktem: mamy inflację i będzie jej jeszcze więcej. Pieniądz dalej będzie tracił swoją siłę nabywczą.