

Jak inflacja cen aktywów skończy się tym razem?

Autor: **Brendan Brown**

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: **Przemysław Rapka**

Życie po śmierci inflacji¹ cen aktywów: oto co się dzieje, gdy „gorączka spekulacyjna” wciąż jest wysoka, nawet po zatrzymaniu inflacji monetarnej. Póki co taka sytuacja może mieć miejsce na globalnych rynkach w 2019 roku. Jednak jak pokazują historia i prawa ekonomii, życie po śmierci w kwestiach monetarnych jest krótkie.

Czytelnikom może wydać się dziwne, że mówimy tu o zatrzymaniu inflacji w momencie, gdy Fed zrezygnował z planowanych podwyżek stóp procentowych, a Europejski Bank Centralny zdecydował się (7 marca) na bardziej „radykalne” działania. Co więcej, „bazowa” stopa inflacji (wzrostu cen – przyp. tłum.) w Stanach Zjednoczonych (mierzona wskaźnikiem PCE) wciąż wynosi praktycznie 2% liczona rok do roku².

Obecnie, po doświadczeniach z poprzednimi cyklami, wiemy, że na początkowych etapach recesji wielu przedsiębiorców — oraz, co ważniejsze,

¹ Autor w artykule posługuje się terminem „inflacja” w jego obydwu znaczeniach — jako wzrostu cen i wzrostu podaży pieniądza. Tam gdzie autor posługuje się terminem w sensie wzrostu cen, to będzie wykorzystywany termin „inflacja cen”, jak np. inflacja cen aktywów. Natomiast „inflacja monetarna” oznacza wzrost podaży pieniądza (przyp. tłum.).

² Należy zwrócić uwagę, że „bazowa” inflacja nieco się różni swoim znaczeniem w Polsce i w Stanach Zjednoczonych. W [Polsce](#) inflację bazową obrazują cztery wskaźniki, które mają pozwolić na zbadanie trwałej, długookresowej inflacji poprzez oczyszczenie wskaźnika inflacji z przejściowych zmian — jak szoki podażowe i popytowe czy wahania sezonowe — w cenach niektórych klas towarów.

Od [2012 roku](#) Fed preferuje stosowanie przywołanego przez autora wskaźnika PCE, a właściwie PCEPI (*Personal Consumption Expenditures Price Index*). Różni się od CPI sposobem obliczania — kiedy CPI jest wyliczany dla konkretnego ustalonego koszyka i wraz z jego zmianą aktualizowane są dane z przeszłości, aby odpowiadały obecnemu koszykowi, tak PCEPI jest indeksem łańcuchowym i uwzględnia nie tylko zmiany cen, ale też zmiany wag ilościowych poszczególnych dóbr kupowanych. Z powodu uwzględniania zmian w wagach, konieczne jest osobne obliczanie PCEPI osobno miesiąc do miesiąca, jak i rok do roku dla danego miesiąca. Podobnie jak w przypadku CPI, także dla [PCEPI](#) wylicza się jego [„bazowe” wartości](#), które nie uwzględniają pewnych wydatków (przyp. tłum.).

banki centralne — niewłaściwie postrzega powstrzymanie podnoszenia, a nawet obniżanie stóp procentowych jako stymulowanie gospodarki. Po fakcie ta polityka monetarna okazuje się być niewystarczająca dla przeciwdziałania już trwającemu, ale jeszcze niezauważonemu zacieśnianiu monetarnemu.

Nawet jeśli uwarunkowania monetarne byłyby coraz łagodniejsze zamiast bardziej restrykcyjnych, to bardzo wątpliwe jest, czy znacząco osłabiłoby to trwający trend spadkowy gospodarki wkraczającej w fazę recesji³.

W systemie monetarnym pieniądza dekretowego zacieśnianie monetarne może wydarzyć się w trakcie wchodzenia gospodarki w fazę recesji, wbrew intencjom banku centralnego, spowodowane takimi czynnikami endogenicznymi, jak niezauważony wzrost popytu na pieniądź, czy spadek wartości „mnożników pieniężnych”. Prawdopodobnie to, co rynki świętowały jako kolejne wsparcie ze strony Fedu (*Fed put*), ostatecznie okazuje się jedynie być nieprzyjemnym żartem.

Podobnie jak polityka banku centralnego, pokazywany przez oficjalne wskaźniki trend inflacji cen dóbr i usług wciąż okazuje się być marnym wskaźnikiem punktów zwrotnych w cyklu inflacji monetarnej.

Fluktuacje w cenach dóbr czasami nie mają nic wspólnego z inflacją monetarną. Osoby zaznajomione z austriacką szkołą ekonomii wiedzą, że w systemie monetarnym zdrowego pieniądza ceny mogłyby zmieniać się w obie strony przez dłuższy czas. Na przykład w skutek globalizacji i gwałtownej cyfryzacji mógłby nastąpić długi okres spadku cen.

Pod koniec fazy ekspansji cyklu koniunkturalnego dryfowanie cen w górę może także wystąpić w hipotetycznych warunkach systemu monetarnego solidnego pieniądza i może trwać jeszcze po ustaniu inflacji monetarnej.

Normalizacji rynku pracy (powrót do równowagi) towarzyszy lekki wzrost płac, chociaż wzrost produktywności może być zaskakująco niski (być może wiąże się z chwilowym spowolnieniem w trakcie szaleńczego wprowadzania do użytku nowych technologii). Możemy twierdzić, że w trakcie tego cyklu tempo postępowania globalizacji nieco zwolniło (zwłaszcza, że Stany Zjednoczone obecnie spierają się z Chinami o zaburzanie ładu wolnorynkowego globalnej gospodarki przez tych drugich). Być może spowolniło również tempo cyfryzacji

³ Nie twierdzą, że w systemie monetarnym standardu złota warunki monetarne będą rozwijać się idealnie zgodnie z polityką kontrykcyjną. Zarówno w teorii, jak i w rzeczywistości warunki monetarne mogą się na początku zaostrzyć w obliczu pierwszych procesów recesyjnych. Jednakże w systemie złotego pieniądza zaczęłyby zachodzić silnie kontrykcyjne procesy w trakcie recesji, niczym kierowane niewidzialną ręką.

(rewolucja „internetu” z pewnością nie może wiecznie pędzić z tą samą zawrotną szybkością).

Podsumowując, wzrost cen w późnych fazach cyklu może być fałszywym pozytywnym wynikiem inflacji monetarnej.

Co więcej, tak jak oficjalne dane o inflacji mogą być opóźnionym wskaźnikiem inflacji monetarnej, podobnie mylące mogą być sygnały z rynku aktywów sugerujące ciągłe trwanie inflacji monetarnej. Pomoc Fedu mogła wywołać te sygnały.

Sprawdzając, czy inflacja cen aktywów trwa (czy też nie), szukamy oznak irracjonalnych zachowań ukrytych pod takimi terminami, jak „zwiększony apetyt na ryzyko” czy „dodatnie sprzężenie zwrotne”. Kluczowe jest spojrzenie na stosowanie strategii [spekulacji na stopach procentowych](#) (*carry trade*), zwłaszcza w odniesieniu do walut i kredytu. Jednocześnie zwraca mu uwagę na upowszechnione narracje spekulacyjne, wobec których inwestorzy powinni być sceptyczni, gdy są w normalnym nastroju (inflacja monetarna osłabia ten sceptycyzm). Te zachowania mogą być obecne na rynku jeszcze przez jakiś czas po ustaniu inflacji monetarnej, zwłaszcza jeśli Fed wstrzymał swoje programy pomocowe.

W trakcie późnych faz cyklu wnikliwi analitycy mogą dostrzec zmęczenie dominującymi narracjami. Wcześniejsze działania mają konsekwencje w postaci gromadzących się błędnych inwestycji — co jest wyrażone w postaci wyjątkowych zysków przed opodatkowaniem albo odwracania się trendu. Pojawiają się niepokojące kontrnarracje dotyczące niedawnych wyjątkowo gorących okresów spekulacyjnych.

W trakcie wielu poprzednich cykli koniunkturalnych analitycy starający się przewidzieć, kiedy ekspansja i inflacja cen aktywów zacznie słabnąć, szukali okresów niemożliwych do utrzymania wzrostów kluczowych agregatów makroekonomicznych. Podczas ostatniego cyklu jednym z nich była ilość budowanych rezydencji mieszkalnych w Stanach Zjednoczonych. W trakcie innych cykli były to całkowite wydatki przedsiębiorstw — co jest generalnie zgodne z przewidywaniami teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej, skupiającej się na wywołanych inflacją zniekształceniach relatywnych cen dóbr kapitałowych w stosunku do cen dóbr konsumpcyjnych.

Jednak w trakcie obecnego cyklu nie widać wyraźnego niemożliwego do podtrzymania ogólnego wzrostu szerokiego agregatu w gospodarce Stanów Zjednoczonych. Natomiast łatwiej byłoby uznać za taki przypadek gospodarki

rynków wschodzących, łącznie z Chinami. W Europie czy Japonii mogliśmy mówić o nieutrzymywalnym wzroście sektora eksportowego, który opierał się na bańce na rynkach gospodarek wschodzących i ich zmanipulowanych tanich walutach.

Wracając do Stanów Zjednoczonych, brak wyraźnego, niemożliwego do utrzymania wzrostu szerokiego agregatu wydatków nie oznacza braku zagrożenia — po prostu analitycy muszą głębiej kopać w poszukiwaniu informacji. Przede wszystkim całość błędnych inwestycji może być większa niż zazwyczaj, ale skupiona w kilku sektorach, których dotyczyły wyjątkowo głośne narracje spekulacyjne — czy to Dolina Krzemowa czy też sektor paliwowy i ropy łupkowej. Błędne inwestycje w wielu przypadkach ujawniają się wyłącznie po ustaniu inflacji cen aktywów, a faza ekspansji się zakończyła.

Mówiąc o głównych agregatach ekonomicznych, możliwa jest sytuacja, że wydatki konsumpcyjne w krajach rozwiniętych mogą gwałtownie spaść w momencie, gdy gospodarstwa domowe zdadzą sobie sprawę, że cała bańka była wytworem wyobraźni. A konkretnie, że te osiągnięte w trakcie inflacji cen aktywów wysokie stopy zwrotu zarabiane na ryzykownych aktywach oraz spekulacji na stopach procentowych (*carry trade*) sprawiły, że tolerowali sztucznie niskie i często ujemne stopy zwrotu z bezpiecznych aktywów. Gdy tylko te zyski znikną, podniesie się wrzawa.

Obawa przed długim okresem

Częściowe wyjaśnienie jest takie, że wszyscy doskonale zdawali sobie sprawę z zamiarów Rezerwy Federalnej i innych banków centralnych i dlatego cały czas obawiali się ewentualnego krachu i gwałtownej recesji. Z tego powodu firmy były skłonne do unikania długoterminowego inwestowania i skupiania się na generowaniu wysokich stóp zwrotu za pomocą inżynierii finansowej (niejawne lewarowanie, [momentum trading](#), spekulacja na stopach procentowych).

Innym częściowym wyjaśnieniem jest wzrost siły monopolu w gospodarce Stanów Zjednoczonych, jak wskazuje literatura poświęcona spółkom-gwiazdom, a konkretnie gigantom technologicznym. Teoretycy spółek-gwiazd twierdzą, że obecny rozwój technologiczny ma nietypowe cechy — przede wszystkim wysoką specyficzność inwestycji, które są w znacznym stopniu częścią wartości niematerialnych firmy, o małej możliwości odsprzedania na rynku — co utrudnia rozpraszanie się rozwoju technologii poza firmę.

Monopoliści często dużo wolniej dostosowują swoje plany wydatków kapitałowych do zaniżonych kosztów kapitału niż firmy funkcjonujące na rynku konkurencyjnym. Monopole skupiają się na ograniczaniu podaży.

Bez względu na powód ograniczenia wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw w trakcie obecnego cyklu i szerzej całego okresu „umiarkowanego wzrostu gospodarczego”, mamy wiele powodów, by podejrzewać, że obecny umiarkowany wzrost, któremu towarzyszyła rozbuchana polityka monetarna, skończy się czymś nieumiarkowanym. Iluzja stabilności ekonomicznej napędziła spekulację na stopach procentowych wysoko oprocentowanych kredytów i spowodowała zawyżone wyceny rynkowej — i przez to upadek będzie jeszcze poważniejszy.