

IDŹ DO

PRZYKŁADOWY ROZDZIAŁ

SPIS TREŚCI

KATALOG KSIĄŻEK

KATALOG ONLINE

ZAMÓW DRUKOWANY KATALOG

TWÓJ KOSZYK

DODAJ DO KOSZYKA

CENNIK I INFORMACJE

ZAMÓW INFORMACJE
O NOWOŚCIACH

ZAMÓW CENNIK

CZYTELNIA

FRAGMENTY KSIĄŻEK ONLINE

Wskaźniki ekonomiczne. Przewodnik dla inwestora

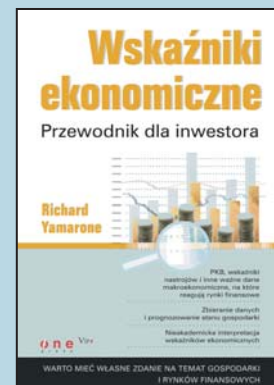
Autor: Richard Yamarone

Tłumaczenie: Piotr Fraś

ISBN: 83-246-0234-8

Tytuł oryginału: [The Traders Guide to Key Economic Indicators](#)

Format: A5, stron: 280



- PKB, wskaźniki nastrojów i inne ważne dane makroekonomiczne, na które reagują rynki finansowe
- Zbieranie danych i prognozowanie stanu gospodarki
- Nieakademicka interpretacja wskaźników ekonomicznych

Co wolisz: polegać na ekspertach czy mieć własne zdanie na temat gospodarki i rynków finansowych?

Czy naprawdę myślisz, że skoro znasz najnowsze opinie ekspertów, to wiesz, co dzieje się w gospodarce?

Śledzisz rynki finansowe i sytuację gospodarczą. Obserwujesz, jak indeksy reagują na najświeższe dane makroekonomiczne. Schemat jest prosty: jeśli dane są lepsze niż prognoza, rynek rośnie, a jeśli gorsze — spada. Ale nie wiesz, jak powstają te prognozy: które z nich są wyssane z palca, a które głęboko uzasadnione. A gdybyś nauczył się zbierać odpowiednie dane, by samemu opracowywać takie prognozy? Uniezależniłbyś się od opinii ekspertów i miałbyś swoje zdanie. Własnym prognozom ufałbyś bardziej niż cudzym i mógłbyś podejmować lepsze decyzje inwestycyjne.

Aby posiadać wiedzę ekspertów, nie musisz mieć dyplomu z ekonomii ani matematyki. Tym, czego Ci potrzeba, jest zdolność obserwacji rynku i wiedza łącząca teorię z codziennością świata finansów. Taką wiedzę znajdziesz w tej książce.

Autor omawia 12 najważniejszych wskaźników makroekonomicznych. Pokazuje ich budowę i wpływ na rynki finansowe. Przedstawia sprawdzone metody i nowe sztuczki ekonomistów opracowujących prognozy. Bez względu na to, czy jesteś inwestorem, analitykiem giełdowym, czy z innych powodów śledzisz sytuację gospodarczą, przeczytaj tę książkę i dowiedz się, jak powstają oficjalne prognozy:

- PKB i PNB,
- zatrudnienia i bezrobocia,
- produkcji przemysłowej i wykorzystania mocy produkcyjnych,
- dostaw, zapasów i zamówień producentów,
- sprzedaży i zapasów w handlu detalicznym,
- sytuacji w budownictwie mieszkaniowym,
- nastrojów konsumentów,
- dochodów i wydatków osobistych,
- inflacji.

Spis treści

Nota od wydawcy polskiego	13
Podziękowania	15
Wprowadzenie	17
Cykl koniunkturalny	19
Wskaźniki a rynki	22
Jak korzystać z tej książki	23
Kto może skorzystać z tej książki	25
Produkt krajowy brutto	27
Ewolucja wskaźnika	29
Pozyskiwanie informacji	30
Garść definicji	32
PKB a PNB	33
Obliczanie PNB: metoda zagregowanych wydatków	34
Ujęcie nominalne i realne	38
Deflatory	41
Dochód narodowy	42
Wynagrodzenie pracowników	43
Pozostałe kategorie dochodu	43
PNB, PKB i dochód narodowy	45

Co to wszystko znaczy?	47
Wzrost PKB	48
Deflatory	50
Wydatki konsumpcyjne	51
Wydatki inwestycyjne	52
Wydatki rządowe	54
Eksport netto	55
Sprzedaż ostateczna	57
Zyski przedsiębiorstw	59
Jak wykorzystać to, co się widzi?	61
Kilka praktycznych sztuczek	61

2

Indeksy wskaźników wyprzedzających, opóźnionych i zbieżnych **65**

Ewolucja wskaźnika	67
Pozyskiwanie informacji	67
Indeks zbieżny	68
Wyprzedzający indeks ekonomiczny	69
Indeks opóźniony	77
Jakie to wszystko ma znaczenie?	79
Indeks zbieżny	80
Wyprzedzający indeks ekonomiczny	81
Indeks opóźniony	82
Jak wykorzystać to, co się widzi?	82
Kilka praktycznych sztuczek	83

3

Sytuacja w zatrudnieniu **85**

Ewolucja wskaźnika	87
Pozyskiwanie informacji	88
Badanie gospodarstw domowych (tabele A)	90
Badanie założycielskie (tabele B)	91
Jakie to wszystko ma znaczenie?	94
Zatrudnienie, bezrobocie i cykl koniunkturalny	94
Wskaźniki inflacji	96
Nastroje a bezrobocie	98
Średnia liczba godzin pracy i pracownicy czasowi	99
Jak wykorzystać to, co się widzi?	101
Kilka praktycznych sztuczek	102

4	Produkcja przemysłowa i wykorzystanie mocy produkcyjnych	105
	Ewolucja wskaźnika	106
	Pozyskiwanie informacji	108
	Produkcja przemysłowa	108
	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	110
	Co to wszystko oznacza?	112
	Produkcja przemysłowa	112
	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	116
	Jak wykorzystać to, co się widzi?	120
	Kilka praktycznych sztuczek	121
5	Indeksy Instytutu Zarządzania Podażą	123
	Ewolucja wskaźnika	124
	Pozyskiwanie informacji	125
	Pytania Ankiety Instytutu Zarządzania Podażą z 2003 r.	126
	Co to wszystko oznacza?	130
	PMI	130
	Indeks zatrudnienia ISM	133
	Indeks cenowy ISM	134
	Indeks dostaw kontrahentów ISM	137
	Indeksy ISM dla firm spoza sektora wytwórczego	138
	Jak wykorzystać to, co się widzi?	141
	Kilka praktycznych sztuczek	141
6	Ankieta na temat dostaw, zapasów i zamówień producentów	145
	Ewolucja wskaźnika	147
	Pozyskiwanie informacji	148
	Raport o dobrach trwałych	149
	Raport o zamówieniach fabrycznych	152
	Co to wszystko znaczy?	153
	Raport o dobrach trwałych	153
	Raport o zamówieniach fabrycznych	156
	Jak wykorzystać to, co się widzi?	157
	Kilka praktycznych sztuczek	158

7	Poziom zapasów i sprzedaży w przemyśle przetwórczym i handlu	161
	Ewolucja wskaźnika	163
	Pozyskiwanie informacji	163
	Jakie to wszystko ma znaczenie?	165
	Zapasy a cykl koniunkturalny	166
	Stosunki zapasów do sprzedaży	168
	Jak wykorzystać to, co się widzi?	169
	Kilka praktycznych sztuczek	170
8	Budownictwo mieszkaniowe	173
	Ewolucja wskaźnika	174
	Pozyskiwanie informacji	175
	Jakie to wszystko ma znaczenie?	177
	Czynniki wpływające na budownictwo mieszkaniowe	179
	Różnice regionalne	181
	Budownictwo mieszkaniowe a cykl koniunkturalny	181
	Rozpoczęte domy jednorodzinne	183
	Jak wykorzystać to, co się widzi?	186
	Kilka praktycznych sztuczek	187
9	Indeks optymizmu konsumentów The Conference Board i indeksy nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan	189
	Ewolucja wskaźnika	191
	Pozyskiwanie informacji	192
	Jakie to wszystko ma znaczenie?	193
	Indeksy oczekiwań	196
	Poziom optymizmu a wydatki na dobra trwałe	198
	Jak wykorzystać to, co się widzi?	199
	Zatrudnienie a nastroje	200
	Czynniki pozaekonomiczne a odczucia konsumentów	201
	Kilka praktycznych sztuczek	202

10 Raport poprzedzający o miesięcznej sprzedaży w handlu detalicznym i usługach gastronomii 205

Ewolucja wskaźnika	206
Pozyskiwanie informacji	207
Szybko rozwijające się subkategorie:	
hipermarkety i handel elektroniczny	210
Jakie to wszystko ma znaczenie?	212
Całkowita sprzedaż w handlu detalicznym i gastronomii	
— wartości nominalne i realne	212
Sprzedaż całkowita z wyłączeniem pojazdów mechanicznych i części	213
GAFO	214
Jak wykorzystać to, co się widzi?	216
Sprzedaż poszczególnych sklepów	217
Sezonowość	218
Kilka praktycznych sztuczek	219

11 Dochody i wydatki osobiste 221

Ewolucja wskaźnika	222
Pozyskiwanie informacji	223
Dochody osobiste	225
Osobiste wydatki konsumpcyjne	225
Osobiste oszczędności	227
Jakie to wszystko ma znaczenie?	227
Dochody osobiste	227
Wydatki konsumpcyjne	231
Stopa osobistych oszczędności	232
Jak wykorzystać to, co się widzi?	233
Kilka praktycznych sztuczek	235

12 Indeksy cen konsumentów i producentów 241

Ewolucja wskaźnika	243
Indeks cen producentów	243
Indeks cen konsumpcyjnych	244
Pozyskiwanie informacji	245
Źródła danych Indeksu cen konsumpcyjnych	245
Źródła danych Indeksu cen producentów	247
Obliczanie stopy inflacji	249

Jakie to wszystko ma znaczenie?	249
Trendy cenowe	250
Indeksy cen a rynki	251
Indeksy cen a cykl koniunkturalny	252
Jak wykorzystać to, co się widzi?	253
Kilka praktycznych sztuczek	254
Bibliografia	257
Skorowidz	273



Produkt krajowy brutto

EKONOMIA ZYSKAŁA SOBIE złą reputację. W połowie dziewiętnastego wieku wielki szkocki historyk, Tomasz Carlyle, nazwał tę dyscyplinę „nauką posępną”, a na Wall Street aż roi się od dowcipów na temat ekonomistów — ponoć jeszcze większych nudziarzy od księgowych. Ale wierzcie mi, nie ma nic bardziej ekscytującego niż śledzenie serwisu informacyjnego na parkiecie giełdowym banku inwestycyjnego na kilka minut przed ogłoszeniem najważniejszego raportu ekonomicznego, który może „nieźle zamieszać” na rynku. Jednym ze wskaźników wywołujących największe emocje jest wskaźnik produktu krajowego brutto (PKB), który łączy w sobie ekonomię z rachunkowością.

Ekonomiści, decydenci i politycy cenią PKB bardziej niż jakikolwiek inny wskaźnik ekonomiczny, ponieważ jest on najszerszym, najbardziej wszechstronnym z dostępnych barometrów ogólnej sytuacji gospodarczej kraju. PKB to suma wartości rynkowej dóbr i usług finalnych, wytworzonych w danym kraju w określonym czasie przy wykorzystaniu wszystkich jego zasobów, nawet jeśli ich właścicielami są podmioty zagraniczne. Do PKB wliczane są na przykład wszystkie samochody wyprodukowane w USA — także te wytworzone w amerykańskich fabrykach niemieckiego Daimlera-Chryslera i japońskiego Lexusa. Z kolei produkt narodowy brutto (PNB) to suma wartości rynkowej dóbr i usług finalnych, wytworzonych przez

obywateli i firmy tego kraju w określonym czasie — niezależnie od miejsca ich wytworzenia. A zatem wszystkie wyroby piekarskie i ciastkarskie, wyprodukowane w Kanadzie przez firmę Sarah Lee, są częścią produktu narodowego brutto Stanów Zjednoczonych, ale nie wlicza się ich do produktu krajowego brutto USA.

PKB jest bardziej adekwatną miarą kondycji gospodarki niż PNB, ponieważ zasoby wykorzystywane w procesie produkcji są przede wszystkim krajowe. PKB wykazuje wiele podobieństw do pozostałych wskaźników ekonomicznych gospodarki, takich jak wskaźnik wielkości produkcji przemysłowej oraz Indeks Wskaźników Zbieżnych¹, wyznaczany przez The Conference Board, które omówimy w kolejnych rozdziałach.

W Stanach Zjednoczonych PKB jest obliczany i ogłaszany kwartalnie w ramach Rachunków Dochodu i Produktu Narodowego² (NIPA). Rachunki te, zaprojektowane i na bieżąco opracowywane przez Biuro Analiz Ekonomicznych (BEA) Departamentu Handlu USA, są najbardziej wszechstronnym z dostępnych zbiorów danych na temat wielkości produkcji krajowej i dystrybucji dochodu w USA. Każda informacja o produkcie narodowym brutto zawiera dane o:

- dochodach osobistych i wydatkach konsumpcyjnych,
- zyskach przedsiębiorstw,
- dochodzie narodowym,
- inflacji.

Te informacje ukazują koniunkturę gospodarczą — spadek lub wzrost — w pewnym okresie, zwykle w poprzednim kwartale. Spoglądając na zmiany składników i podskładników PKB i porównując je ze zmianami, które wystąpiły w przeszłości, ekonomiści mogą wnioskować o przyszłej kondycji gospodarki.

Spośród wszystkich zadań wykonywanych przez analityków gospodarczych sporządzanie prognozy ogólnej koniunktury gospodarczej na podstawie danych o PKB jest najbardziej czasochłonne. Trzeba pamiętać, że większość ekonomistów z Wall Street ma do dyspozycji najnowszy Raport o PKB. Na prognozach ekonomistów bazuje kilka działów każdej instytucji

¹ ang. *Index of Coincidental Indicators* — przyp. tłum.

² ang. *National Income and Product Accounts* — przyp. tłum.

giełdowej, a wskaźnik ten nie tylko stał się punktem wyjścia do wszelkich analiz i decyzji inwestycyjnych, ale stanowi też podstawę zdecydowanej większości prognoz finansowych, sporządzanych na Wall Street.

Ewolucja wskaźnika

Mierzenie wielkości produkcji i efektywności w skali kraju określane jest formalnym mianem rachunkowości dochodu narodowego. Jednym z prekursorów w tej dziedzinie był Simon Kuznets, ekonomista, wynajęty przez Departament Handlu USA w latach 30. XX wieku — przy współfinansowaniu Krajowego Biura Badań Ekonomicznych — dla opracowania dokładnego raportu o produkcji gospodarczej Stanów Zjednoczonych. Wcześniej ten najważniejszy ze wskaźników ekonomicznych nie był wyliczany przez żadną instytucję rządową.

Wstępne szacunki dochodu narodowego, dokonane przez Kuzneta w 1934 r., odzwierciedlały dochód wytworzony, produkt narodowy netto oraz dochód narodowy „wypłacony”, czyli sumę wynagrodzeń za wkład pracy w wytwarzanie produktu netto. W tym czasie nie istniało jeszcze żadne szczegółowe rozbiecie na elementy składowe. Nawiasem mówiąc, Kuznets nie dysponował nawet dokładnym odwzorowaniem narodowych wydatków konsumpcyjnych. Był to dopiero pierwszy z kilku etapów tworzenia formalnej metody rachunkowości dochodu narodowego, zdecydowanie odbiegający od dzisiejszej, bardzo szczegółowej prezentacji.

Efektom tej pracy były Rachunki Dochodu i Produktu Narodowego. Kuznets nie tylko zrealizował to ogromne zadanie, ale dokonał też rekonstrukcji raportów o dochodzie narodowym USA, cofając się aż do 1869 r. (W 1971 r., między innymi za to osiągnięcie, przyznano mu Nagrodę Nobla z ekonomii). Pierwszy raport badawczy Kuzneta, zaprezentowany przed Kongresem w 1937 r., obejmował dochód i produkcję narodową za lata 1929 – 1935.

Pierwszej formalnej prezentacji rachunków dochodu narodowego dokonano w 1947 r., zamieszczając dodatek do lipcowego wydania *Survey of Current Business*. Zawarte w nim informacje z lat 1929 – 1946 zaprezentowano w trzydziestu sześciu tabelach. Dane te podzielono na sześć rachunków:

1. rachunek dochodu i produktu narodowego
2. rachunek dochodu i produktu w sektorze przedsiębiorstw

3. rachunek wpływów i wydatków rządowych
4. rachunek zagraniczny
5. rachunek dochodów i wydatków osobistych
6. rachunek oszczędności i inwestycji brutto

Przed stworzeniem NIPA gospodarstwa domowe, inwestorzy, decydenci rządowi, korporacje i ekonomiści nie dysponowali żadnymi lub tylko szczątkowymi informacjami o ogólnej sytuacji gospodarczej. Nie istniały wskaźniki dotyczące produkcji surowców i towarów konsumpcyjnych. Dostępne były statystyki cen i wydatków rządowych, ale brakowało wszechstronnej reprezentacji całkowitej aktywności gospodarczej. Sam termin *makroekonomia* pojawił się w druku dopiero w 1939 r. Podejmowanie decyzji bez wiedzy o wcześniejszych wynikach gospodarki, jej funkcjonowaniu w różnych warunkach i scenariuszach oraz o sile lub słabości poszczególnych sektorów wydawało się zadaniem ponad siły. Ta sytuacja mogła być przyczyną wielu błędów w polityce gospodarczej, popełnionych na początku dwudziestego wieku.

Wielu ekonomistów upatruje przyczyn Wielkiego Kryzysu lat 30. w niezdolności Rezerwy Federalnej do zareagowania na gwałtowny wzrost aktywności gospodarczej „szalonych lat dwudziestych”. Być może znaczna część winy rzeczywiście leży po stronie Rezerwy, ale tylko nieliczni dopatrują się okoliczności łagodzących dla tej instytucji w postaci braku informacji. Wielki Kryzys zmusił rząd do opracowania swoistej metody rachunkowości narodowej. Druga wojna światowa dodatkowo uświadomiła potrzebę posiadania przez rząd wiedzy o potencjale narodowym, składnikach jego produkcji i ogólnym stanie gospodarki. Jak rządzący mieliby opracować plan na wypadek wojny, nie dysponując dokładnymi szacunkami dostępnych zasobów? NIPA pozwoliły decydentom na wyznaczanie realnych celów — takich jak wyższa stopa wzrostu gospodarczego czy niższa stopa inflacji — a także na opracowywanie strategii realizacji tych zamierzeń i umiejętne sterowanie gospodarką, pozwalające na uniknięcie ewentualnych przeszkód.

Pozyskiwanie informacji

Śledzenie wydarzeń w tak dużej i dynamicznej gospodarce jak gospodarka Stanów Zjednoczonych nie jest zadaniem łatwym. Jednak dzięki ciągłym korektom i ulepszeniom stosunkowo niewielka grupa ekonomistów zaan-

gażowanych przez BEA co kwartał realizuje to ogromne zadanie. Każdy kwartalny raport o działalności gospodarczej jest sporządzany w trzech wersjach (wszystkie dostępne w witrynie internetowej *www.bea.gov*). Pierwsza z nich, raport poprzedzający, ukazuje się w miesiąc po zakończeniu danego kwartału i jest ogłaszana w serwisie informacyjnym o godz. 8.30 EST³. Raport o PKB, za trzy pierwsze miesiące roku, jest więc publikowany mniej więcej w ostatnim tygodniu kwietnia, raport poprzedzający dla drugiego kwartału — w ostatnim tygodniu lipca, dla trzeciego kwartału — w październiku, a dla czwartego kwartału — w ostatnim tygodniu stycznia kolejnego roku. W związku z tym, że w czasie publikacji tego raportu nie są dostępne wszystkie dane, niektóre szeregi, szczególnie te dotyczące zapasów i handlu zagranicznego, muszą być oszacowane przez BEA.

Po uzyskaniu nowych danych BEA wprowadza niezbędne poprawki i dokonuje bardziej dokładnego oszacowania PKB. Druga publikacja, zwana raportem wstępnym, ma miejsce dwa miesiące po kwartale, którego dotyczy, a w miesiąc po raporcie poprzedzającym, i odzwierciedla wszystkie dotychczas wprowadzone poprawki. Ostateczna korekta danych jest zawarta w raporcie ostatecznym, publikowanym trzy miesiące po kwartale, którego dotyczy, i w miesiąc po raporcie wstępnym. Daty publikacji danych za 2003 r. ukazuje tabela 1.1.

Tabela 1.1. Harmonogram publikacji raportów o PKB za 2003 r.

	IV kw. 2002 r.	I kw. 2003 r.	I kw. 2003 r.	III kw. 2003 r.
Raport poprzedzający	30 stycznia	25 kwietnia	31 lipca	30 października
Raport wstępny (pierwsza korekta)	28 lutego	29 maja	28 sierpnia	25 listopada
Raport ostateczny (druga korekta)	27 marca	26 czerwca	26 września	23 grudnia
Źródło: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych				

Korekty roczne są dokonywane w lipcu każdego roku, w oparciu o dane otrzymywane przez BEA tylko raz w roku, takie jak wydatki konsumpcyjne władz stanowych i samorządowych. BEA szacuje te dane kwartalnie, na podstawie trendu wynikającego z dorocznych ankiet, przeprowadzanych wśród władz stanowych i samorządowych. Trendy są sporządzane jako kwortalne interpolacje danych źródłowych, dostępnych tylko raz w roku. W związku z tym,

³ Czas Wschodniego Wybrzeża USA (czas nowojorski) — *przyp. tłum.*

że wyniki ankiet są dostępne tylko raz w roku, szacunków można dokonywać wyłącznie w trakcie korekty rocznej.

Dane źródłowe dla składników rachunków są stale aktualizowane i korygowane, co powoduje konieczność aktualizacji NIPA. I to jest najważniejszym celem korekty rocznej. W trakcie tej corocznej aktualizacji koryguje się dane z trzech lat (dwunastu kwartałów). Raz na pięć lat BEA publikuje tak zwaną korektę benchmarku wszystkich danych z NIPA. Zwykle powoduje to istotne zmiany w danych kwartalnych, zebranych z tych pięciu lat.

Korekty benchmarku tym się różnią od korekt rocznych, że obejmują zazwyczaj istotne modyfikacje struktury raportu, zwykle dotyczące definicji, ponownej klasyfikacji oraz nowego sposobu prezentacji danych. Trzeba stworzyć nowe tabele, uwzględniające opracowane w międzyczasie produkty. Gospodarka nieustannie ewoluuje, a na rynek wchodzi coraz to nowe produkty i usługi, które muszą być wzięte pod uwagę. Nie zawsze przecież istniały płyty CD, kuchenki mikrofalowe, odtwarzacze MP3 i DVD. Wraz z rozwojem gospodarki USA i podjęciem produkcji tego rodzaju wyrobów trzeba znaleźć miejsce do ich rejestrowania. Wszystkie te dane — kwartalne i roczne — są modyfikowane w ramach korekt benchmarku.

Garść definicji

Jak już wcześniej stwierdziłem, PKB to suma wartości rynkowej wszystkich finalnych dóbr i usług, wytworzonych przy użyciu czynników produkcji (siła robocza i kapitał) danego kraju, znajdujących się na terenie tego kraju. Zwróćmy uwagę na dwa istotne określenia, zawarte w tej definicji: *finalne* i *wyprodukowane*. Mówiąc o dobrach finalnych, ekonomiści myślą o dobrach wytworzonych z myślą o ich ostatecznym wykorzystaniu, czyli jako wyroby gotowe, a nie komponenty (dobra pośrednie) na kolejnym etapie produkcji. Firma Goodyear Tire & Rubber produkuje corocznie kilka milionów opon. Większość z nich jest przeznaczona do wykorzystania w nowych pojazdach, ale całkiem spora liczba trafia do dystrybucji w sieci hurtowni i sklepów jako części zamienne. Opony, wyprodukowane i dostarczone producentom samochodów, przeznaczone do założenia w nowych samochodach, nie są wliczane do wartości produkcji, ponieważ w narodowych rachunkach nie ujmuje się wartości pojazdów jako sumy wartości ich części składowych. Inaczej mówiąc, nie sumujemy kosztów radioodbiornika, foteli, elementów grzewczych, świec zapłonowych itd. Bierzymy pod uwagę wyłącznie wartość dobra finalnego, czyli samochodu.

Byłoby poważnym błędem, gdyby ekonomiści z BEA sumowali opony sprzedane przez producenta placówkom handlowym i te dostarczone producentom pojazdów, które trafią do odbiorcy końcowego jako części pojazdów. To samo można powiedzieć o produkcji wełny. Ekonomiści z BEA liczą tylko wartość wełny, zakupionej do ostatecznego wykorzystania. A ponieważ wełna znajduje wiele zastosowań, to BEA popełniłoby ten sam błąd podwójnego liczenia, gdyby zsumowało produkcję surowej wełny i wełny zużytej przy produkcji swetrów, koców itp.

Przyjrzyjmy się teraz drugiemu ważnemu określeniu — „wyprodukowane”. W rachunkach tych nie uwzględnia się odsprzedaży. BEA słusznie założyło, że jeśli stopa odsprzedaży nie odzwierciedla aktualnej wielkości produkcji, to nie należy jej uwzględniać w liczbach odnoszących się do produkcji.

Innym segmentem gospodarki, wyłączonym przez BEA z Raportu o PKB, jest gospodarka nieoficjalna, czyli „szara strefa”. To pominięcie wydaje się oczywiste, ale nie wszyscy wiedzą, o jak dużą liczbę tu chodzi. Nawet najbardziej ostrożne analizy szacują gospodarcze podziemie Stanów Zjednoczonych na około 10% oficjalnego PKB tego kraju, czyli na przykład bilion dolarów w pierwszym kwartale 2003 r. BEA nie liczy, ani nawet nie szacuje, nieusankcjonowanego przez państwo hazardu, prostytucji, obrotu narkotykami, oszustw, produkcji ani sprzedaży sfałszowanych towarów itp., czyli zjawisk oficjalnie nieistniejących. Jeśli działalność ta nie jest raportowana, to jak ją mierzyć? Takie podziemie gospodarcze w zrozumiwały sposób może zmienić szacunki kilku wskaźników ekonomicznych, a w szczególności PKB.

PKB a PNB

NIPA zawierają wielkość produktu krajowego brutto i produktu narodowego brutto. Do 1991 r. we wszelkich komentarzach, raportach, artykułach i tekstach miarą całkowitej działalności gospodarczej był PNB. PKB stał się oficjalnym barometrem dopiero wtedy, kiedy BEA doszło do wniosku, że jest to miara lepiej dostosowana do Systemu Rachunków Narodowych ONZ, stosowanego przez inne kraje. Decyzja ta ułatwiła porównywanie wzrostu gospodarczego poszczególnych krajów.

PKB różni się od PNB tym, co ekonomiści nazywają „przychodem netto ze źródeł zagranicznych”, czyli różnicą pomiędzy wartością przychodów ze źródeł zagranicznych i płatnościami na rzecz źródeł zagranicznych. Tabela 1.2, bazująca na danych z ostatecznego Raportu o PKB za czwarty kwartał 2002 r., ilustruje, w jaki sposób BEA ilościowo określa tę zależność w swoim Raporcie o PKB.

Tabela 1.2. PNB otrzymany z PKB (raport z IV kwartału 2002 r.)

PKB Stanów Zjednoczonych		10 588 bilionów dolarów
Plus wpływy z reszty świata	+	284 200 miliardów dolarów
Minus płatności dla reszty świata	–	293 miliardy dolarów
Równa się PNB Stanów Zjednoczonych	=	10 579 bilionów dolarów

Źródło: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych

Różnica pomiędzy wartością PKB i PNB jest zwykle niewielka i nie przekracza 0,5%. Z tabeli 1.2 widać na przykład, że PKB wynosi około 10 588 bilionów dolarów, a PNB — 10 579 bilionów dolarów, co daje różnicę mniejszą niż 10 mld, czyli 0,09%.

Obliczanie PNB: metoda zagregowanych wydatków

Do każdej transakcji gospodarczej potrzebne są dwie strony, kupujący i sprzedający. Chcąc wyliczyć całkowitą aktywność gospodarczą, ekonomiści mogą skoncentrować się na aktywności kupującego, sumując wszystkie wydatki na towary i usługi, albo sprzedającego, rejestrując sumę dochodów osób zatrudnionych w procesie produkcji. Te dwa podejścia odpowiadają dwóm metodom obliczania PKB: metodzie zagregowanych wydatków — bardziej rozpowszechnionej, stosowanej na większości parkietów Wall Street — oraz metodzie dochodowej. Teoretycznie, całkowite wartości, uzyskane przy użyciu obydwu miar, powinny być takie same. W praktyce pojawiają się jednak drobne różnice.

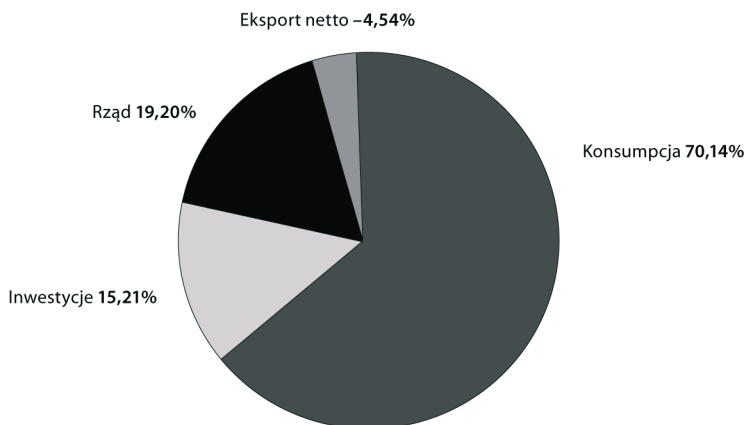
Do wyliczenia PKB BEA wykorzystuje równanie zagregowanych wydatków:

$$\text{PKB} = C + I + G (X - M),$$

w którym C oznacza wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych, I — prywatne inwestycje krajowe brutto, G — rządowe wydatki konsumpcyjne i inwestycje brutto, a $(X - M)$ — wartość netto eksportu towarów i usług (eksport minus import). Tożsamość wyrażona tym równaniem jest prawdopodobnie najczęściej cytowaną ze wszystkich zależności ekonomicznych i pojawia się w niemal wszystkich komentarzach makroekonomicznych.

W związku z tym, że gospodarka Stanów Zjednoczonych jest wyjątkowo dynamiczna i podatna na gwałtowne i niespodziewane wpływy, takie jak niesprzyjające warunki atmosferyczne czy wojna, procentowy udział każdego ze składników równania w PKB zmienia się, często nawet z kwartału

na kwartał. Najczęściej jednak proporcje nie odbiegają znacząco od wykresu struktury PKB w pierwszym kwartale 2003 r., przedstawionego na rysunku 1.1.



Źródło: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych

Rysunek 1.1. Składniki PKB

Wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych⁴ (nazywane też krócej **wydatkami konsumpcyjnymi** albo po prostu **wydatkami**) są największym składnikiem PKB, odpowiadającym mniej więcej dwóm trzecim całkowitej produkcji gospodarczej. W pierwszym kwartale 2003 r. wydatki konsumpcyjne wzrosły do około 70% PKB (7 503 biliony : 10 698 bilionów).

Wydatki konsumpcyjne to całkowita wartość rynkowa wydatków ponoszonych przez gospodarstwa domowe w okresie sprawozdawczym na: piwo, usługi telefoniczne, członkostwo w klubach golfowych, płyty CD, benzynę, instrumenty muzyczne, przejazdy taksówkami itp. Jak pokazuje tabela 1.3, pozycje te można podzielić na trzy kategorie: dobra trwałe, dobra nietrwałe i usługi. Dobra trwałe to artykuły o najmniej trzyletnim okresie użytkowania. Zalicza się do nich samochody, lodówki, pralki, telewizory i inne artykuły o znacznej wartości, takie jak biżuteria, sprzęt sportowy czy broń. Dobra nietrwałe to żywność, odzież i obuwie, produkty energetyczne (np. benzyna i olej napędowy) oraz inne artykuły: tytoń, kosmetyki, leki, czasopisma itp. Do usług zalicza się między innymi wydatki mieszkaniowe, usługi domowe, transport, opiekę medyczną, usługi sportowo-rekreacyjne, fryzjerskie, pralnicze, pogrzebowe, prawnicze i edukacyjne.

⁴ ang. *personal consumption expenditures* — przyp. tłum.

Tabela 1.3. Rozbicie wydatków konsumpcyjnych

	I kw. 2003 r. (mld dolarów)	% wydatków całkowitych
Wydatki konsumpcyjne	7503	100,00
Dobra trwałe	863	11,50
Pojazdy samochodowe i części	366	4,88
Meble i art. gosp. domowego	317	4,23
Pozostałe	180	2,40
Dobra nietrwałe	2197	29,28
Żywność	1059	14,11
Odzież i obuwie	327	4,35
Benzyna, olej opałowy i inne art. energetyczne	210	2,80
Pozostałe	601	8,01
Usługi	4443	59,21
Wydatki mieszkaniowe	1102	14,69
Usługi domowe	419	5,58
Transport	278	3,71
Opieka medyczna	1193	15,89
Usługi turystyczno-rekreacyjne	293	3,90
Pozostałe	1159	15,44

Źródło: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych

Usługi są zdecydowanie największą kategorią wydatków konsumpcyjnych. Obecnie ich udział we wszystkich wydatkach konsumpcyjnych wynosi 59%, w porównaniu z zaledwie 30% w 1950 r. Nic dziwnego, że gospodarka Stanów Zjednoczonych uznawana jest za opartą na usługach. Wydatki na dobra nietrwałe to druga co do wielkości kategoria, odpowiadająca około 29% całości wydatków. Pozostałe 11% to zakupy dóbr trwałych, najbardziej niestabilny składnik wydatków.

Dokładne zestawienie wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych można znaleźć w comiesięcznych raportach BEA o dochodach i wydatkach osobistych, które są bezpośrednim źródłem danych o tym składniku Raportu o PKB. Dochody i wydatki gospodarstw domowych omówiono w rozdziale 11.

Prywatne inwestycje krajowe brutto⁵ obejmują: wydatki firm (na zakup sprzętu komputerowego, budowę fabryk i zakładów produkcyjnych i na

⁵ ang. *gross private domestic investment* — przyp. tłum.

operacje górnicze), wydatki na budownictwo mieszkaniowe oraz zapasy. Zapasy — czyli dobra wyprodukowane przez firmy w danym okresie, a nie sprzedane — są wyceniane przez BEA przy użyciu ceny rynkowej. Wartość ta ulega znacznym zmianom z kwartału na kwartał, powodując stosunkowo duże fluktuacje poziomu prywatnych inwestycji krajowych brutto. Z tego powodu ekonomistów często interesują **inwestycje trwałe**⁶, czyli prywatne inwestycje krajowe brutto minus zapasy. Tę pozycję można podzielić na dwie istotne kategorie — inwestycje **mieszkaniowe** i **niemieszkaniowe**⁷. Te drugie, określane także mianem **nakładów inwestycyjnych**⁸, obejmują wydatki na komputery i urządzenia peryferyjne, urządzenia przemysłowe, oprogramowanie i budynki niemieszkalne, takie jak zakłady pracy i fabryki. Inwestycje mieszkaniowe to nakłady na budowę nowych domów i bloków mieszkalnych oraz na niektóre urządzenia stanowiące ich wyposażenie (np. klimatyzatory).

Nawet bez nieprzewidywalnego wpływu zapasów poziom wydatków inwestycyjnych podlega znacznym wahaniom, ponieważ większa część tej aktywności jest powiązana z wiecznie zmieniającymi się stopami procentowymi. Prywatne inwestycje krajowe brutto zwykle stanowią 15% PKB. W pierwszym kwartale 2003 r. wyniosły one 15,2% (1627 bilionów dolarów: 10 698 bilionów dolarów) PKB.

Rządowe wydatki konsumpcyjne i inwestycje brutto⁹ to suma środków pieniężnych, przeznaczonych przez rząd federalny, rządy stanowe i samorządy na dobra (trwałe i nietrwałe) oraz usługi — zarówno dla celów militarnych, jak i pozamilitarnych. Do tej kategorii należą: wydatki na budowę i utrzymanie dróg, mostów, bibliotek, parków i budynków administracji federalnej; wynagrodzenie pracowników rządowych; badania i rozwój; części zamienne, ubrania, amunicję; a także na podróże, czynsze, usługi komunalne i energię. Rządowe wydatki konsumpcyjne i inwestycje brutto mają zwykle około 20-procentowy udział w PKB. W pierwszym kwartale 2003 r. wyniosły one 19,2% całkowitej aktywności (2054 z 10 698 bilionów dolarów).

⁶ ang. *fixed investment* — przyp. tłum.

⁷ ang. *residential and nonresidential* — przyp. tłum.

⁸ ang. *capital spending* — przyp. tłum.

⁹ ang. *government consumption expenditures and gross investment* — przyp. tłum.

Ostatni element równania, czyli **eksport netto**¹⁰ dóbr i usług, to różnica pomiędzy wartością dolarową dóbr i usług sprzedawanych przez Stany Zjednoczone za granicę (eksport) i wartością dolarową zakupów dokonywanych za granicą (import). W związku z tym, że Stany Zjednoczone z reguły importują więcej, niż eksportują, wskaźnik ma najczęściej wartość ujemną i obniża wzrost gospodarczy. W pierwszym kwartale 2003 r. eksport netto pomniejszył całkowitą aktywność gospodarczą o 4,5% (– 485,70 miliardów dolarów/ 10 698 bilionów dolarów).

Ujęcie nominalne i realne

Dane w raportach o PKB są prezentowane w dwóch kategoriach: nominalnej i realnej. **Nominalny**¹¹ PKB, znany też jako **bieżąca wartość dolarowa**¹², to wartość całkowita, w cenach bieżących, wszystkich finalnych dóbr i usług, wyprodukowanych w okresie, którego dotyczy raport. **Realny**¹³, albo **stały dolarowy**¹⁴, PKB to wartość tych dóbr i usług, w cenach realnych, obowiązujących w ustalonym roku bazowym. Ekonomisci chętniej sięgają po miarę realną niż nominalną. Aby zrozumieć, dlaczego tak jest, rozważmy przypadek kraju o dość ciekawej gospodarce, który produkuje tylko dwa dobra — ołówki i wódkę. Jeśli w pierwszym roku kraj ten sprzeda tysiąc ołówków po 0,10 dolara i tysiąc butelek wódki po 5,00 dolarów, to nominalny PKB wyniesie 5200 dolarów:

Ołówki	2000·0,10 dolara	=	200 dolarów
Wódka	<u>1000·5,00 dolarów</u>	=	<u>5000 dolarów</u>
Nominalny PKB	5200 dolarów		

Założmy, że w kolejnym roku ten sam kraj wyprodukuje tylko tysiąc ołówków i pięćset butelek wódki, ale wzrosną ceny — do 0,20 dolara za ołówek i 10 dolarów za butelkę. Jego nominalny PKB znów wyniesie 5200 dolarów.

¹⁰ ang. *net exports* — przyp. tłum.

¹¹ ang. *nominal* — przyp. tłum.

¹² ang. *current dollar* — przyp. tłum.

¹³ ang. *real* — przyp. tłum.

¹⁴ ang. *constant dollar* — przyp. tłum.

Ołówki	1000 · 0,12 dolara	=	200 dolarów
Wódka	500 · 10,00 dolara	=	5000 dolarów
Nominalny PKB			5200 dolarów

Czy w drugim roku zwiększyła się produkcja gospodarcza? Czy wyprodukowano taką samą ilość towaru? Trudności z udzieleniem odpowiedzi na te pytania ilustrują problem z wartościami nominalnymi. Ekonomiści nie dysponują żadnym sposobem na sprawdzenie, czy mamy do czynienia ze wzrostem cen, czy wielkości produkcji. Im więcej towarów i usług weźmiemy pod uwagę, tym większy będziemy mieć problem.

Dokładniejszym wskaźnikiem zmian w produkcji jest realny PKB. Odniesienie do roku bazowego eliminuje niepewność, czy obserwowany wzrost wartości wytworzonych dóbr i usług wynikał ze wzrostu cen, czy ze zwiększenia produkcji. W tabeli 1.4 pokazano sposób wyliczenia realnego PKB w innym kraju, produkującym również dwa wyroby — w tym przypadku teleskopy i kije hokejowe.

Tabela 1.4. Obliczanie realnego PKB przy wykorzystaniu pierwszego roku jako roku bazowego

Produkt	Liczba sztuk		Cena		PKB	
	Rok 1	Rok 2	Rok 1	Rok 2	Rok 1	Rok 2
Teleskopy	10	14	100	125	1000	1400
Kije hokejowe	200	250	25	27	5000	6250
					6000	7650

Dla wyliczenia PKB ilości towarów wyprodukowanych w pierwszym roku pomnożono przez ceny, w których je sprzedano, a suma tych wyników dała 6000 dolarów. Dla drugiego roku, zamiast mnożyć liczbę wyprodukowanych towarów przez obowiązujące wówczas ceny — co dałoby wartość nominalną — mnoży się ją przez ich ceny w roku bazowym, czyli pierwszym. W ten sposób uzyskujemy realny, skorygowany o inflację, PKB na poziomie 7650 dolarów. Jak widać z tego wyliczenia, realny PKB w drugim roku był o 1650 dolarów wyższy niż w pierwszym.

Do 1996 r. BEA wykorzystywało rok 1982 jako rok bazowy do szacowania wszystkich realnych PKB. Przyjęcie jednego roku bazowego skutkuje przerzuceniem struktury cenowej z tego roku na kolejne okresy i ustaleniem względnych wag, nadanych towarom związanym z tymi cenami, przy obliczaniu PKB. BEA stwierdziło jednak, że taka metoda **ustalonej wagi**

prowadzi do zniekształceń: im większe było oddalenie badanego okresu od przyjętego roku bazowego, tym częściej realny PKB dla tego okresu był zawyżony. Karl Whelan, ekonomista z Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej, w jednej ze swoich publikacji zauważył, że tempo wzrostu realnego PKB o ustalonej wadze dla 1998 r. wyniosło 4,5% przy ustaleniu 1995 r. jako roku bazowego; 6,5% przy zastosowaniu cen z 1990 r.; 18,8% w odniesieniu do cen z roku 1980; i aż 37,4% dla roku bazowego 1970.

BEA nieustannie dopracowuje swoje miary (jest to jedna z przyczyn, dla których statystyki ekonomiczne w Stanach Zjednoczonych są lepsze i bardziej precyzyjne niż w jakimkolwiek innym rozwiniętym kraju). W połowie lat 90. XX wieku Biuro doszło do wniosku, że pora dopracować metodę ważenia, a pod koniec 1995 r. wprowadziło ważenie łańcuchowe. Proces ważenia łańcuchowego jest zdecydowanie zbyt skomplikowany, by udało się go przedstawić w tym miejscu. Jego ogólne założenie polega na tym, że zamiast utrzymywać stały koszyk towarów i usług, jak w systemie ustalonej wagi, utrzymuje samą „użyteczność” tego koszyka, dopuszczając zastępowanie tańszych artykułów droższymi. Ponadto rok bazowy jest przesuwany do przodu wraz z pojawianiem się coraz nowszych szacunków. W efekcie otrzymuje się szereg ogniów, czyli „łańcuch” szacunków, pozwalający na zminimalizowanie odchyłeń.

Największą wadą korzystania z ważonych łańcuchowo danych jest utrata addytywności. Przy obliczeniach z ustaloną wagą całkowity realny PKB, mierzony w dolarach z 1996 r., równał się sumie jego składników, wycenionych w dolarach z 1996 r., a wartość każdego składnika była równa sumie wartości swoich podskładników. Jak widać w tabeli 1.5, inaczej jest, kiedy stosuje się ważenie łańcuchowe. Zwróćmy uwagę, że po zsumowaniu rzeczywistych składników łańcuchowych nie uzyskuje się realnej łańcuchowej wartości konsumpcji dolarowej, która wynosi 6 637,90 miliardów dolarów.

Tabela 1.5. Wydatki konsumpcyjne w I kwartale 2003 r. (w mld dolarów)

	Wartość nominalna (bieżący dolar)	Realny ważony dolar
Dobra nietrwałe	2 150,00	1 950,00
Dobra trwałe	873,90	1 010,60
Usługi	4 401,50	3 707,00
Całkowita konsumpcja	= 7 425,40	6 637,90

Źródło: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych

Deflatory

Z grubsza biorąc, różnica pomiędzy nominalnym a realnym PKB wynika z inflacji. Można zatem wyliczyć stopę inflacji gospodarki kraju z tej różnicy. Wynik tego działania jest nazywany wynikowym deflatorem cenowym.

Każdy raport z PKB zawiera wynikowe deflatory cenowe ogólnej wartości PKB i wielu jego składników, takich jak wydatki konsumpcyjne, wydatki rządowe oraz prywatne inwestycje krajowe brutto. Ekonomisci z BEA wyliczają wynikowy deflator cenowy PKB za pomocą następującego wzoru:

$$(\text{Wartość nominalna})/(\text{wartość realna}) \cdot 100 = \text{wynikowy deflator}$$

Dla danych z Raportu o PKB za I kwartał 2003 r. deflator PKB wyniósłby:

$$10\,698 \text{ dolarów} / 9\,556 \text{ dolarów} \cdot 100 = 111\,947, \text{ czyli } 111,95 \text{ po zaokrągleniu}$$

Stopę inflacji za dany okres w stosunku rocznym można wyliczyć z następującego wzoru:

$$\begin{aligned} &[(\text{deflator bieżącego okresu} / \text{deflator poprzedniego okresu})^4 - 1] \cdot 100 \\ &= \text{inflacja w skali roku} \end{aligned}$$

I tak, aby wyliczyć stopę inflacji w stosunku rocznym za pierwszy kwartał 2003 r., trzeba włączyć do tego równania wcześniej wyliczony deflator PKB za I kwartał 2003 r. oraz deflator za IV kwartał 2002 r., czyli 111,25:

$$\begin{aligned} &[(111,95 / 111,25)^4 - 1] \cdot 100 = [(1,00629)^4 - 1] \cdot 100 \\ &= (1,025398 - 1) \cdot 100 = 2,539\%, \text{ czyli } 2,54\% \text{ po zaokrągleniu} \end{aligned}$$

Podobny wzór jest wykorzystywany do wyliczenia kwartalnej stopy wzrostu PKB w stosunku rocznym w całości oraz w rozbiciu na poszczególne składniki i podskładniki:

$$\begin{aligned} &[(\text{bieżący kwartał} / \text{poprzedni kwartał})^4 - 1] \cdot 100 \\ &= \text{kwartalna stopa wzrostu w skali roku} \end{aligned}$$

Dla wyliczenia stopy wzrostu w IV kwartale 2002 r. trzeba wprowadzić do wzoru dane z III i IV kwartału 2002 r.:

$$\begin{aligned} &[(\text{PKB z III kw. 2002 r.}) / (\text{PKB z IV kw. 2002 r.})^4 - 1] \cdot 100 \\ &= [(9,518,20 / 9,485,60)^4 - 1] \cdot 100 \\ &= [(1,00344)^4 - 1] \cdot 100 = [(1,013831165) - 1] \cdot 100 \\ &= 0,013831165 \cdot 100 = 1,383\%, \text{ czyli } 1,4\% \text{ po zaokrągleniu} \end{aligned}$$

Dochód narodowy

Jak już wyżej wspomniano, aktywność gospodarcza ma dwie strony — wydatki i dochody — co odpowiada dwóm różnym sposobom obliczania PKB. Dotychczasowa analiza dotyczyła wydatków. Metoda dochodowa wyliczania PKB jest mniej atrakcyjna niż metoda wydatkowa, ponieważ nie identyfikuje branż ani wyrobów będących w trakcie tworzenia. Inwestorzy giełdowi zwykle przykładają mniejszą wagę do czynników wpływających na dochód narodowy, chociaż jest on równie istotną miarą. Inwestorzy, szczególnie wyspecjalizowani w akcjach, lubią mieć wgląd w kwartalne wyniki branży, w którą inwestują. Ci, którzy kupują głównie akcje producentów oprogramowania, chcą znać rentowność takich inwestycji w interesującym ich kwartale. Dochodowa metoda obliczania PKB nie zapewnia im tej perspektywy.

Suma dochodów generowanych w trakcie produkcji to **dochód narodowy**. Jego składniki można zaliczyć do następujących kategorii:

1. wynagrodzenie pracowników (wraz z dodatkami),
2. odsetki netto,
3. dochody właścicieli przedsiębiorstw,
4. dochody osobiste z dzierżawy (najmu),
5. zyski przedsiębiorstw.

Tabela 1.6, zaczerpnięta z Raportu BEA o PKB za IV kwartał 2002 r., ukazuje procentowy udział tych składników w dochodzie narodowym. W odróżnieniu od PKB, opartego na wydatkach, i jego składników dane o dochodach są raportowane wyłącznie nominalnie, czyli wyceniane tylko w cenach bieżących. One także podlegają korektom wyceny.

Tabela 1.6. Dochód narodowy (mld dolarów)

	IV kw. 2002 r.	% dochodu całkowitego
Wynagrodzenie pracowników	6048,80	71,62
Wynagrodzenie narastające	5052,40	59,82
Dodatki do wynagrodzenia	996,40	11,80
Dochody właścicieli po korektach o wycenę zapasów i zużycie kapitału	771,60	9,14
Dochody gosp. domowych z najmu po korekcie o zużycie kapitału	130,60	1,55
Zyski przedsiębiorstw po wycenie zapasów i korektach o zużycie kapitału	796,10	9,43
Odsetki netto	698,30	8,27
Dochód narodowy	8445,40	100,00
Źródło: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych		

Wynagrodzenie pracowników

Wynagrodzenie pracowników¹⁵ odpowiada z grubsza 70% dochodu narodowego. Składa się ono z dwóch części. Większa z nich obejmuje pensje, łącznie z prowizjami, napiwkami, premiami i pracowniczymi składkami na systemy wynagrodzeń odroczonych, takie jak 401(k)¹⁶. Zwykle BEA szacuje ten składnik, mnożąc wielkość zatrudnienia z miesięcznego raportu Biura Statystyki Zatrudnienia (zob. rozdział 3.) przez zarobki i liczbę przepracowanych godzin. Drugi składnik wynagrodzenia, stanowiący około 16% wartości całkowitej, obejmuje „dodatki”, takie jak składki pracodawcy na ubezpieczenie społeczne i ubezpieczenie od bezrobocia.

Odsetki netto¹⁷ to odsetki wypłacane — przez firmy krajowe, zagraniczne korporacje działające w USA, towarzystwa ubezpieczeniowe i inne pokrewne podmioty, zaliczające odsetki do kosztów operacyjnych — pomniejszone o odsetki otrzymywane. Spłaty odsetek kredytu hipotecznego, a także pożyczki na modernizację nieruchomości czy pożyczki pod zastaw nieruchomości, są zaliczane do kosztów działalności, ponieważ według NIPA prawo własności nieruchomości jest zaliczane do działalności gospodarczej. Większość danych, wykorzystywanych przez BEA do obliczania odsetek netto, pochodzi z zeznań podatkowych, składanych w Internal Revenue Service (IRS)¹⁸, Rady Rezerwy Federalnej, raportów rocznych nadzoru giełdowego oraz Departamentu Rolnictwa.

Pozostałe kategorie dochodu

Ostatnie trzy kategorie — dochody właścicieli przedsiębiorstw, dochody gospodarstw domowych z dzierżawy (najmu) oraz zyski przedsiębiorstw — są zwykle lekko modyfikowane o korektę wyceny zapasów (IVA¹⁹) i korektę zużycia kapitału (CCAdj²⁰). IVA koryguje różnice w danych, wynikające z tego, że niektóre firmy wyceniają swoje zapasy zgodnie z zasadą kosztu historycznego, czyli według ich wartości początkowej (nabycia), a inne —

¹⁵ ang. *employee compensation* — przyp. tłum.

¹⁶ Najpopularniejszy pracowniczy plan emerytalny w USA — przyp. tłum.

¹⁷ ang. *net interest* — przyp. tłum.

¹⁸ Amerykański odpowiednik urzędu skarbowego — przyp. tłum.

¹⁹ ang. *Inventory Valuation Adjustment* — przyp. tłum.

²⁰ ang. *Capital Consumption Adjustment* — przyp. tłum.

tak jak BEA, czyli metodą aktualnych kosztów odtworzenia (zastąpienia). CCAdj wynika z faktu stosowania innego sposobu obliczania amortyzacji, nazywanej przez ekonomistów zużyciem kapitału, czyli redukcją wartości dochodów, zysków, zapasów i towarów w analizowanym okresie, przez firmy oraz sporządzających rachunki narodowe (czyli BEA). Firmy korzystają z kilku różnych metod księgowania zapasów — łącznie ze stosowaną przez BEA korektą zużycia kapitału — BEA wybrało CCAdj jako bardziej spójny i jednolity system korekty zapasów i zużycia kapitału. IVA i CCAdj to dwa powody, dla których wartości PKB obliczanego metodą dochodową i wydatkową są różne.

Na **dochody właścicieli przedsiębiorstw**²¹ składają się dochody przedsiębiorców (firmy jednoosobowe i spółki osobowe). Wartość dolarowa tego dochodu jest wyliczana na podstawie zeznań podatkowych przedsiębiorców, skorygowanych o współczynnik wyceny zapasów i zużycia kapitału. Ta kategoria stanowi około 9% dochodu narodowego.

Dochody gospodarstw domowych z dzierżawy (najmu)²² obejmują czynsze dzierżawy (najmu) nieruchomości mieszkalnych i komercyjnych, pobierane przez osoby, dla których nieruchomości nie są głównym źródłem utrzymania, a także dochody z tytułu praw autorskich i patentowych.

Raport o PKB obejmuje kilka kategorii zysków przedsiębiorstw. **Zysk przed opodatkowaniem**²³, znany też jako zysk księgowy, to dochód firm przed zapłaceniem podatków i wypłaceniem dywidend właścicielom. Po skorygowaniu tych sum o IVA i CCAdj otrzymuje się **zysk z bieżącej produkcji**, nazywany przez przedsiębiorców **zyskiem operacyjnym**²⁴. Tę miarę zysków przedsiębiorstw wykorzystuje się do obliczania dochodu narodowego. Po odjęciu zobowiązań podatkowych firm od zysku księgowego otrzymuje się **zysk po opodatkowaniu**²⁵. Tabela 1.7, zaczerpnięta z ostatecznego Raportu o PKB za IV kwartał 2002 r., ilustruje wzajemne powiązania różnych miar zysku przedsiębiorstw.

²¹ ang. *proprietors' income* — przyp. tłum.

²² ang. *rental income* — przyp. tłum.

²³ ang. *pretax profit* — przyp. tłum.

²⁴ ang. *operating profit* — przyp. tłum.

²⁵ ang. *after-tax profit* — przyp. tłum.

Tabela 1.7. Zyski przedsiębiorstw (w mld dolarów)

	I kw. 2002	II kw. 2002	III kw. 2002	IV kw. 2002
Zyski przedsiębiorstw po korekcie o wycenę zapasów i zużycie kapitału	797,60	785	771	796,1
Zyski przedsiębiorstw po korekcie o wycenę zapasów	641,30	652,20	653,40	686,40
Zysk przed opodatkowaniem	639,40	657,90	668,50	694,90
Podatek dochodowy	202,40	213,70	214,70	222,40
Zysk po opodatkowaniu	437	444,30	453,80	472,50
Dywidendy	424,20	430,80	437,70	444,30
Zysk zatrzymany	12,80	13,50	16,10	28,20
Korekta o wycenę zapasów	1,90	-5,70	-15,10	-8,50
Korekta o zużycie kapitału	156,30	132,80	117,60	109,70
Odsetki netto	672,80	678,10	687,60	698,30

Źródło: Departament Handlu Stanów Zjednoczonych, Biuro Analiz Ekonomicznych

Dane o zyskach przedsiębiorstw pochodzą z zasobów urzędu skarbowego, kwartalnego badania zysków przedsiębiorstw, przeprowadzanego przez Census Bureau²⁶ i z publicznie dostępnych sprawozdań finansowych przedsiębiorstw. Zyski przedsiębiorstw stanowią około 10% dochodu narodowego.

Nie każdy Raport o PKB prezentuje zyski przedsiębiorstw z taką samą szczegółowością jak tabela 1.7. W związku z tym, że raporty o dochodach przedsiębiorstw są publikowane na przestrzeni całego kwartału, a opracowywanie zeznań podatkowych przedsiębiorstw przez IRS jest dość długotrwałe, dokładne liczby można poznać dopiero kilka miesięcy po zakończeniu kwartału. Najpełniejsza prezentacja zysków przedsiębiorstw jest zwykle zawarta w rocznym Raporcie o PKB.

PNB, PKB i dochód narodowy

Jak już wspomniano, dochód narodowy jest sumą wszystkich dochodów, wygenerowanych przez czynniki wykorzystane w procesie produkcji. Liczba ta nie jest równa wartości PKB, wyliczonego metodą wydatkową. Dla wyrównania tych wartości trzeba dokonać kilku korekt, pokazanych w tabeli 1.8. (tabela 8. z Raportu o PKB za czwarty kwartał 2002 r.).

²⁶ Federalny Urząd Statystyczny — *przyp. tłum.*

Tabela 1.8. Zależności pomiędzy PNB, PKB i dochodem narodowym (w mld dolarów)

	IV kw. 2002
Produkt krajowy brutto	10 588,80
Plus: dochody z zagranicy	284,20
Minus: płatności na rzecz zagranicy	293,40
Równa się: produkt narodowy brutto	10 579,60
Minus: zużycie majątku trwałego	1 415,40
Minus: podatki pośrednie i opłaty	813,30
Minus: płatności transferowe przedsiębiorstw	44,30
Minus: rozbieżność statystyczna	109,60
Plus: dotacje, pomniejszone o bieżącą nadwyżkę przedsiębiorstw państwowych	29,00
Równa się: dochód narodowy	8445,20
Źródło: Departament Handlu Stanów Zjednoczonych, Biuro Analiz Ekonomicznych	

Największa korekta wynika ze zużycia majątku trwałego. Jest to suma odpisów amortyzacyjnych od wartości majątku trwałego, zlokalizowanego w Stanach Zjednoczonych, dokonywanych przez prywatnych i państwowych właścicieli tego majątku, odzwierciedlająca stopień zużycia majątku w trakcie produkcji. Wielkość tych odpisów jest szacowana przez BEA na podstawie zeznań podatkowych, złożonych przez firmy w IRS, oraz analizy cen odsprzedaży zamortyzowanych urządzeń i budynków.

Druga kategoria korekt dotyczy pośrednich podatków i innych świadczeń fiskalnych (podatek od towarów i usług, akcyza, podatek od nieruchomości, cło) oraz różnego rodzaju opłat (np. kar pieniężnych). Większość z nich jest szacowana przez BEA przy użyciu trendu, wynikającego z danych z pięcioletnich narodowych spisów ludności oraz rocznych i kwartalnych ankiet. Także i w tym przypadku dane nie są dostępne w każdym kwartale i BEA musi je ekstrapolować z ankiet rocznych. Ten proces ekstrapolacji i interpolacji jest nazywany przez BEA wyznaczaniem trendu.

Na trzecią kategorię korekt składają się transfery, czyli płatności dokonywane przez prywatne (pozarządowe) firmy na rzecz osób, niezwiązane z przekazaniem produktu ani usługi. Zalicza się tutaj na przykład darowizny na cele charytatywne oraz pokrycie szkód z ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej.

Wszystkie te wartości — amortyzacja, podatki i transfery — są dodawane do dochodu narodowego. Z kolei czwarta kategoria korekt, dotacje, po-

mniejszone o bieżącą nadwyżkę przedsiębiorstw państwowych — są od niego odejmowane. Dotacje te są transferami, dokonywanymi przez agendy rządowe na rzecz firm prywatnych oraz przedsiębiorstw państwowych, takich jak poczta.

Po dokonaniu tych wszystkich korekt dochód krajowy brutto powinien zrównać się z produktem narodowym brutto. W rzeczywistości zawsze pozostaje jednak pewna różnica, zwana **rozbieżnością statystyczną**²⁷. Przykładowo w IV kwartale 2002 r. wyliczony metodą dochodową PKB i dochód krajowy brutto wynosiły odpowiednio 10 579,60 i 10 689,20 mld dolarów (różnica 109,60 mld dolarów). Ta rozbieżność odzwierciedla odmiennosc źródeł danych wykorzystanych w obydwu obliczeniach. Źródła wykorzystywane do obliczania dochodu narodowego nie są bezpośrednie i dlatego uchodzą za mniej wiarygodne. Jak już wspomniano, nie raportuje się przecież ani nie szacuje wydatków szarej strefy.

Dotychczas w tym rozdziale omówiłem różnorodność liczb, zawartych w Raporcie o PKB, ich wzajemne powiązania i pochodzenie. A teraz postawimy bardziej praktyczne pytanie: jak ekonomiści i inwestorzy wykorzystują liczby z raportów do oceny zjawisk w skali makro (takich jak przyszły przebieg cyklu koniunkturalnego) i do podejmowania decyzji w skali mikro (takich jak wybór najlepszego momentu do zainwestowania pieniędzy).

Co to wszystko znaczy?

Raport o PKB to nieocenione źródło informacji o gospodarce kraju. Każdy z jego składników wiele mówi o konkretnej grupie, sektorze, branży lub rodzaju działalności. Nic dziwnego, że różni uczestnicy rynku są zainteresowani różnymi sekcjami raportu i wyciągają z niego różne wnioski. Analitycy sprzedaży koncentrują się głównie na wydatkach konsumpcyjnych. Specjaliści od gospodarki mieszkaniowej, budownictwa oraz funduszy powierniczych i inwestycyjnych rynku nieruchomości śledzą przede wszystkim udział wydatków na budownictwo w wydatkach inwestycyjnych. Ekspertów od wojska i obronności szczególnie interesuje odsetek wydatków na obronę narodową w całości wydatków konsumpcyjnych rządu i inwestycjach brutto. Analitycy i inwestorzy, specjalizujący się w papierach wartościowych o stałym dochodzie (jak na przykład obligacje), zawsze pełni obaw o niszczący

²⁷ ang. *statistical discrepancy* — przyp. tłum.

efekt inflacji, skupiają swą uwagę na deflatorach PKB i stopie wzrostu PKB. Speculanci, wiecznie poszukujący czynników przemian rynkowych, obserwują liczby niezgodne z przewidywaniami, dokładnie śledzą ich przebieg i często je zapisują, by mieć je pod ręką po ogłoszeniu rzeczywistych danych.

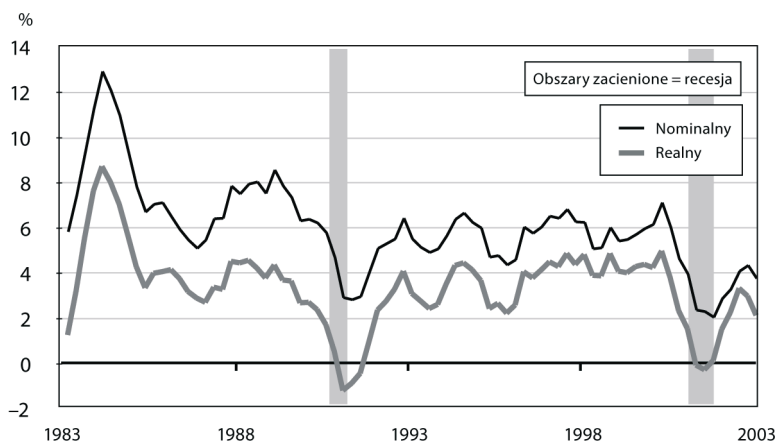
Wzrost PKB

Kwartalna stopa wzrostu (dynamika) realnego PKB w ujęciu rocznym to najważniejsza liczba w Raporcie o PKB. Podobnie jak przy większości wskaźników ekonomicznych, silny, dodatni wynik z reguły napędza gospodarkę, zyski przedsiębiorstw i ceny akcji. Inaczej jest z obligacjami: inflacja obniża wartość papierów wartościowych o stałym dochodzie, a gwałtowny wzrost gospodarczy zwykle wywołuje wzrost inflacji.

Reakcje rynku — pozytywne i negatywne — są bardziej długotrwałe, jeśli ogłoszone wyniki różnią się od oczekiwań. Im większa różnica, tym silniejsza reakcja rynku. Wyobraźmy sobie, że według konsensusu opinii analityków z Wall Street dynamika PKB na trzeci kwartał w ujęciu rocznym miała wynieść 4,2%. Z jednej strony ogłoszenie słabego, 1 – 2% wzrostu mogłoby dać sygnał do pozbywania się akcji i spowodować wzrost cen papierów o stałym dochodzie, połączony z obniżeniem ich rentowności. Z drugiej strony dynamika wyższa od oczekiwanej, na przykład 5,5 – 6,5%, byłaby mile widziana przez inwestorów, operujących akcjami, a źle przyjęta przez dealerów papierów o stałym dochodzie.

Wynik kwartalny w ujęciu rocznym jest istotny, wielu ekonomistów przykład jednak większą wagę do zmiany PKB rok do roku. Dłuższa perspektywa czasowa ułatwia dostrzeżenie punktów zwrotnych w gospodarce, takich jak rozpoczynająca się recesja albo wzrost aktywności. Ten efekt przewidywania ilustruje rysunek 1.2.

Jak widać z wykresu, w ciągu ostatnich dwudziestu lat w gospodarce amerykańskiej dwukrotnie wystąpiła recesja — w latach 1990 – 1991 i 2001. Obydwie były poprzedzone znacznym spadkiem dynamiki realnego i nominalnego PKB. Warto zwrócić uwagę, że chociaż stopa wzrostu realnego PKB spada poniżej zera, to dynamika nominalnego PKB, mimo że obniża się, to zachowuje wartość dodatnią. Jest tak dlatego, że wartość nominalna zawiera w sobie skutki inflacji, która prawie zawsze rośnie. Aby dynamika



Źródła: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych; NBER

Rysunek 1.2. Roczna procentowa zmiana realnego i nominalnego PKB

nominalnego PKB spadła poniżej zera, spadkowi gospodarczemu musiałaby towarzyszyć ujemna stopa inflacji (deflacja), która jest zjawiskiem niezwykle rzadkim, obserwowanym tylko kilka razy w historii Stanów Zjednoczonych.

Z reguły cztery – pięć kwartałów przed rozpoczęciem recesji dynamika PKB rok do roku zaczyna spadać. Ale nie każde spowolnienie prowadzi do recesji. Zwykle już przed pojawieniem się sygnałów ostrzegawczych rządowi decydenci podejmują działania, mające zapobiec spadkowi gospodarczemu. Niemniej obserwowanie zmian w rocznej dynamice PKB może być przydatne do tworzenia prognoz krótkoterminowych: bardzo rzadko dochodzi do gwałtownego odwrócenia tendencji. Potrzeba trochę czasu, by „wybić z uderzenia” 10-bilionową gospodarkę USA. Na szczęście obserwatorzy rynków finansowych dysponują kilkoma wskaźnikami wyprzedzającymi, które na ogół wcześniej sygnalizują utratę impetu przez tego molocha.

Dla uzyskania bardziej wyraźnego obrazu ekonomiści z reguły obserwują kilka wskaźników równocześnie. Pomaga to zmniejszyć niebezpieczeństwo uzyskania fałszywych sygnałów. Czasem niektóre wskaźniki wykazują tendencję spadkową, sugerując możliwy spadek aktywności. Jeśli jednak kilka innych wskaźników daje pozytywne wskazania, to najsłabszy z nich można pominąć i stwierdzić, że gospodarka wcale nie zmierza do kryzysu.

Deflatory

Jeśli stopa wzrostu PKB jest najważniejszą liczbą w Raporcie o PKB, to deflatory PKB niewątpliwie zasługują na mocną drugą pozycję. Dla wielu inwestorów i ekonomistów, łącznie z ekonomistami Rezerwy Federalnej, deflatory są ważniejszymi miarami inflacji niż Indeks cen konsumpcyjnych (CPI²⁸), Indeks cen produkcji przemysłowej (PPI²⁹) czy pozostałe wskaźniki cen towarów. Szczególnie wysoko cenione są deflatory rządowych wydatków konsumpcyjnych i inwestycji brutto, wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych oraz deflator wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych bez żywności i energii, znany także jako PCEDXF&E. Ten ostatni wskaźnik został uznany przez Wall Street za nieoficjalny benchmark inflacji bazowej. Deflatory są szczególnie interesujące dla inwestorów operujących obligacjami, wiadomo bowiem, że większy niż oczekiwany wzrost ich wielkości z reguły przekłada się na spadek wartości papierów o stałych dochodach.

Dlaczego deflatory zastąpiły inne miary inflacji? Powód jest prosty: nie tylko początkujących i decydentów, ale wszystkich inwestorów interesują przede wszystkim dominujące tendencje gospodarcze, a nie węższe i specyficzne trendy. Deflatory PKB odzwierciedlają zmiany cen w skali makro. W przeciwieństwie do nich CPI jest jedynie „koszykiem” kilkuset dóbr i usług, wybranych przez Bureau of Labor Statistics³⁰ (więcej informacji o zmianach cen i inflacji bazowej — zobacz rozdział 12.).

Inwestorów najbardziej interesuje deflator wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych bez żywności i energii, czyli tzw. Bazowy PCED. Jest on preferowaną miarą inflacji, ponieważ odzwierciedla inflację bazową, z pominięciem cen żywności i energii, która bezpośrednio uderza w konsumentów. Ceny żywności i energii mogą wykazywać znaczne wahania w trakcie miesiąca, a ekonomiści wolą prezentować trendy cenowe, pozbawione takich „szumów”. W związku z tym, że zdecydowana większość konsumpcji przypada na gospodarstwa domowe, a omawiany wskaźnik obejmuje wszystkie skonsumowane dobra i usługi (a nie tylko kilkaset z nich, jak CPI), Bazowy PCED stał się na najbaczniej obserwowaną miarą inflacji.

²⁸ ang. *Consumer Price Index* — przyp. tłum.

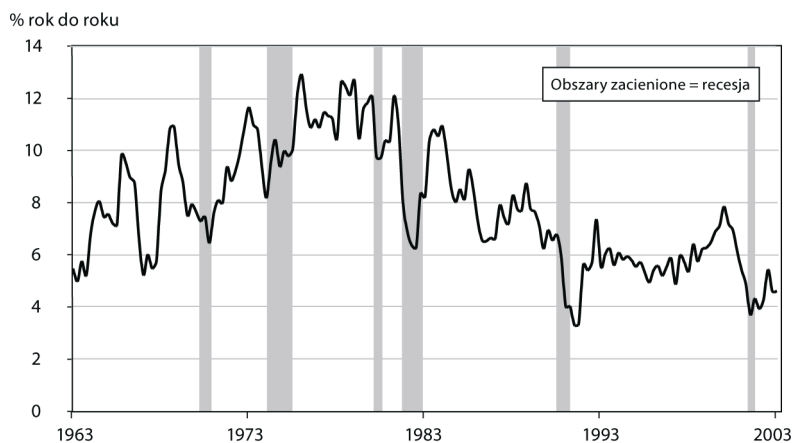
²⁹ ang. *Producer Price Index* — przyp. tłum.

³⁰ Biuro Statystyki Pracy USA — przyp. tłum.

Wydatki konsumpcyjne

Jaki poziom życia obywateli, taka kondycja gospodarki Stanów Zjednoczonych. To stare powiedzenie jest dziś może bardziej prawdziwe niż kiedykolwiek wcześniej. Panuje przekonanie, że wyjątkowa odporność konsumentów na ostatnie kryzysy — takie jak wojna, ataki na USA na ich terytorium, ogromne malwersacje finansowe przedsiębiorstw, osiem z dziesięciu największych bankructw firm w historii Stanów Zjednoczonych i wszczęta procedura impeachmentu — dowodzi trwałej siły gospodarki. W poprzednich dziesięcioleciach tylko jeden z tych wstrząsów zachwiałby amerykańską gospodarką. A dziś wydaje się, że sami konsumenci są zdolni do podtrzymania dobrej koniunktury. To dzięki nim wydłuża się okres wzrostu gospodarczego, a okresy spadku są krótsze i nie tak głębokie.

Obniżenie stopy wzrostu wydatków konsumpcyjnych to niemal pewny sygnał nadchodzącego kryzysu. Kiedy społeczeństwo jest zaniepokojone sytuacją ekonomiczną — z powodu rosnącego bezrobocia albo destrukcyjnego wpływu inflacji na siłę nabywczą dolara — albo po prostu popada w nastrój zniechęcenia, od razu znajduje to odzwierciedlenie w nawykach konsumenckich. Jak widać z rysunku 1.3, przedłużający się spadek rocznej stopy wzrostu wydatków konsumpcyjnych poprzedzał każdą z sześciu recesji w USA od 1963 r. Zwykle redukcja wydatków jest najwcześniej zauważalna w zakupach artykułów o dużej wartości, takich jak dobra trwałe. Dlatego właśnie w tej części wydatków konsumpcyjnych można dostrzec pierwsze sygnały nadchodzącej dekonunktury.



Źródła: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych; NBER

Rysunek 1.3. Wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych

(Bardziej szczegółowe omówienie wydatków konsumpcyjnych i występujących w nich tendencji — zobacz rozdział 11., „Dochody i wydatki osobiste”).

Wydatki inwestycyjne

Wszystkie artykuły przemysłowe i technologiczne, wykorzystywane do wytwarzania dóbr i usług przeznaczonych do sprzedaży, nazywamy wyposażeniem kapitałowym. Nakłady na zakup wyposażenia mogą więc być całkiem dobrym wskaźnikiem przyszłej aktywności gospodarczej. Pozwala on stwierdzić, czy rentowność przedsiębiorstwa wzrasta, czy się obniża, jak menedżerowie postrzegają przyszłe warunki gospodarcze i jaka jest siła lub słabość gospodarki.

Jak już wspomniałem, Wall Street koncentruje się raczej na inwestycjach trwałych — inwestycje krajowe brutto minus zapasy. Z dwóch kategorii inwestycji trwałych: mieszkaniowych i niemieszkaniowych (czyli nakładów inwestycyjnych), pierwsza jest zdecydowanie mniejsza, bo obejmuje zaledwie 25 – 30% całości. Nie wolno jednak lekceważyć wpływu inwestycji mieszkalnych. Ich udział sięga wprawdzie tylko około 4,5% całkowitej produkcji gospodarczej, ale trzeba też pamiętać o efekcie mnożnika inwestycyjnego, wywoływanym przez budownictwo mieszkaniowe w gospodarce: po wybudowaniu domu lub mieszkania tempo wydatków konsumpcyjnych zwykle gwałtownie wzrasta, bo każdy właściciel przystępuje do malowania, dekorowania i meblowania swojego lokum.

Pomimo tego analitycy i ekonomiści są z reguły bardziej zainteresowani inwestycjami niemieszkaniowymi. Jedną z przyczyn tego stanu rzeczy jest znaczący (niemal 75%) udział tego składnika w inwestycjach trwałych. Dostarcza on też cennej wiedzy o postrzeganiu sytuacji gospodarczej przez sektor przedsiębiorstw. Trzeba też pamiętać, że wielu inwestorów operujących akcjami — a szczególnie tych, którzy lokują swoje pieniądze na giełdzie NASDAQ³¹ i wypatrują nowego Microsoftu lub Intela — wykazuje

³¹ NASDAQ (ang. *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) — jedna z amerykańskich giełd papierów wartościowych. W odróżnieniu od dużo starszej giełdy nowojorskiej (ang. *NYSE — New York Stock Exchange*) handel na NASDAQ-u odbywa się wyłącznie za pośrednictwem systemu komputerowego. Na giełdzie NASDAQ notowane są przede wszystkim spółki sektora nowych technologii — *przyp. tłum.*

szczególne zainteresowanie poziomem inwestycji w nowe technologie, które należą do kategorii niemieszkaniaowej.

Część niemieszkaniaowych inwestycji trwałych musi być dokonywana przez cały rok, niezależnie od ogólnej sytuacji gospodarczej. Maszyny i urządzenia trzeba przecież stale przebudowywać, modernizować i remontować. Producenci z branży motoryzacyjnej co roku zamykają swoje fabryki na około dwa tygodnie, by inżynierowie mogli przebroić maszyny na produkcję nowych modeli samochodów. Wyposażenie niszczeje pod wpływem warunków atmosferycznych, nadmiernej eksploatacji i normalnego zużycia. W okresach dynamicznego rozwoju technologicznego część wyposażenia staje się przestarzała. Modernizacja często pomaga zwiększyć wydajność, co z kolei przekłada się na poprawę wyników finansowych. Wzrost nakładów inwestycyjnych jest na ogół związany z okresami wzrostu rentowności przedsiębiorstw i dobrej koniunktury gospodarczej. Przedsiębiorstwa, które chcą inwestować w nowe wyposażenie, potrzebują wystarczającego wzrostu zysków. Nie mogą przecież wydawać więcej, niż zarobią. (Firmy mogą wydawać lub inwestować fundusze uzyskane z emisji obligacji; jeśli jednak nie wykazują „słusznego” wzrostu zysków, to ich zdolność do uzyskania finansowania będzie ograniczona; słaba kondycja finansowa oznacza niski rating kredytowy³², czyli konieczność pożyczania potrzebnych środków na wysoki procent).

Ważne jest też optymistyczne nastawienie kierownictwa do perspektyw gospodarczych. Jeśli warunki się pogarszają, a popyt klientów spada, to menedżerowie będą mniej skłonni do zakupu nowych maszyn i urządzeń. Jeśli jednak gospodarka pomyślnie się rozwija, klimat gospodarczy sprzyja dalszemu wzrostowi (niskie stopy procentowe, niska inflacja, trwały wzrost), a poziom wydatków konsumentów jest wysoki, to firmy są bardziej skłonne do inwestowania.

Wyposażenie jest z reguły bardzo drogie — wyobraźmy sobie choćby specjalistyczne maszyny z linii montażu samochodów, piekarniki i systemy pakowania w zakładach przetwórstwa żywności lub piece do wypalania, używane w przemyśle cementowym. Nic dziwnego, że firmy zwykle potrzebują pożyczek na ich zakup. Poziom inwestycji firm jest więc ściśle związany z wysokością stóp procentowych: niższe stopy sprzyjają inwestycjom,

³² Wyrażona w sposób syntetyczny ocena wypłacalności emitenta obligacji lub kredytobiorcy, określana przez tzw. agencje ratingowe — *przyp. tłum.*

a wyższe je utrudniają. Rezerwa Federalna może wpływać na poziom nakładów inwestycyjnych poprzez zmianę federalnej stopy procentowej, czyli stopy oprocentowania, stosowanej wobec siebie przez banki przy pożyczkach jednodniowych, wykorzystywanych do utrzymania wymaganego poziomu rezerw. Z czasem spada także dochodowość w całym spektrum terminów pożyczek, począwszy od trzymiesięcznych bonów skarbowych, a skończywszy na dziesięcioletnich obligacjach skarbowych. Dzięki temu spada koszt finansowania przez firmy drogich inwestycji w nowe zakłady, fabryki, maszyny i urządzenia.

Kiedy inwestorzy zaobserwują możliwość obniżenia stóp procentowych — jako efekt niższej inflacji albo w wyniku interwencji Rezerwy Federalnej — to wiedzą, że firmy prawdopodobnie zwiększą nakłady inwestycyjne, bo finansowanie tego rodzaju produktów i usług powinno stać się tańsze. Zachowania inwestorów, chcących skorzystać na takim rozwoju wydarzeń, mogą wpływać na wzrost cen akcji spółek, których podstawowa działalność jest związana z inwestycjami, czyli z technologią, maszynami i urządzeniami, narzędziami lub wyposażeniem. Do najbardziej znanych producentów wyposażenia należą: Cummins Inc., Deere & Co., Paccar Inc., Briggs & Stratton, Danaher Corp., Dover Corp., Eaton Corp., Illinois Tool Works, Ingersoll-Rand, Parker-Hannifin Corp., Timken Co. i Wolverine Tube Inc.

Wydatki rządowe

Rządowe wydatki konsumpcyjne i inwestycje brutto zwykle nie skupiają uwagi Wall Street. Jedną z przyczyn jest stabilność tej wielkości. Od 1974 r. wydatki rządowe i inwestycje stanowiły około 15% całkowitej produkcji gospodarczej. Odsetek ten rośnie tylko w okresach zapaści gospodarczej lub konfliktu militarnego, kiedy rząd zwiększa poziom wydatków, by ożywić koniunkturę albo wesprzeć wysiłek wojenny. Po drugiej wojnie światowej maksymalny wzrost, do 24%, obserwowano pod koniec wojny w Korei.

Wśród wydatków rządowych jest jednak jedna pozycja, do której przywiązują wagę niektórzy ekonomiści, szczególnie w ostatnim czasie. Są to nakłady na obronę narodową. Długoterminowy trend w wydatkach na obronę narodową jako odsetek ogółu wydatków rządowych wykazuje stały spadek od zakończenia drugiej wojny światowej. Okresy wzrostu (czasem niewielkiego) występowały jedynie wtedy, kiedy rząd zwiększał zakupy w związku z konfliktami zbrojnymi, takimi jak wojna w Korei w latach 1950 – 1953, wojna w Wietnamie w latach 1964 – 1975, Pustynna Burza w 1990 r. czy

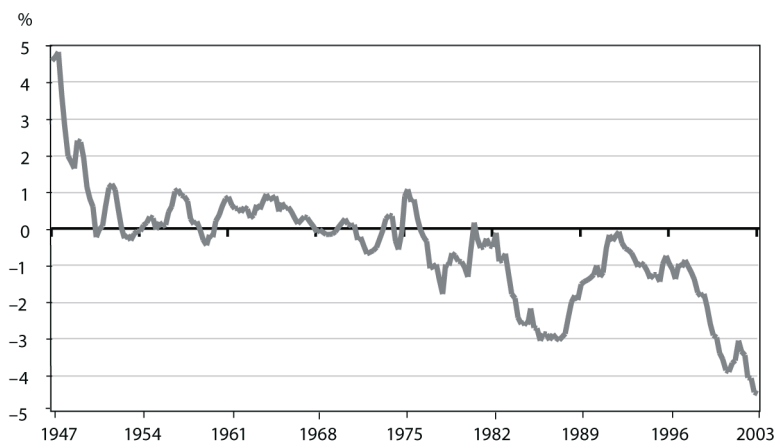
ostatnie operacje przeciwko terroryzmowi w Afganistanie i Iraku. Trzeba pamiętać, że wydatki rządu na obronność nie ograniczają się do zwiększonej produkcji samolotów, urządzeń naprowadzających i rakiet. Większe nakłady na ten sektor oznaczają wzrost poziomu zatrudnienia — od inżynierów po robotników. Ze względów bezpieczeństwa zatrudnienie to dotyczy wyłącznie USA, w przeciwieństwie do wielu innych stanowisk produkcyjnych, które przeniesiono za granicę w ostatnich latach.

Dla analityków giełdowych, wyspecjalizowanych w firmach z sektora obronności i spółkach lotniczych — takich jak Northrop Grumman, Raytheon, Lockheed Martin, General Dynamics, Curtiss-Wright i Boeing — dane z raportu o PKB na temat wydatków na obronność są niezwykle cenne. Osobne grupy w tej kategorii stanowią wydatki na samoloty, rakiety, okręty, pojazdy lądowe, elektronikę i oprogramowanie, amunicję, ropę naftową i wynagrodzenia pracowników. Jeśli rząd poczynił inwestycje w jakiegokolwiek z tych kategorii, to fakt ten zostanie zarejestrowany.

Eksport netto

Kiedy Stany Zjednoczone importują więcej, niż eksportują — jak było przez większą część ostatnich trzech dekad — to mówimy o deficycie bilansu handlowego netto, który obniża wartość PKB. A kiedy eksport przewyższa import, to mamy do czynienia z nadwyżką bilansu handlowego. Skutkuje to wzrostem aktywności gospodarczej: amerykańskie towary eksportowe są produkowane przez zakłady zlokalizowane na terenie USA, a towary importowe — przez firmy zagraniczne. Na rysunku 1.4 ukazano wartość eksportu netto jako odsetek PKB. Przez większą część ostatniego trzydziestolecia odsetek ten był ujemny, co oznacza przewagę importu nad eksportem, obniżającą poziom krajowej aktywności gospodarczej.

Ale nie zawsze import ma negatywne konotacje. Wiele zasobów występuje obficie poza USA niż w ich granicach. Najlepiej znanym przykładem jest ropa naftowa. Stany Zjednoczone mają własne zasoby ropy, które nie są jednak wystarczające do zaspokojenia krajowej konsumpcji. Z tego powodu około 50% wykorzystywanej ropy naftowej musi pochodzić z importu. Czy powinniśmy uważać ten import za zjawisko negatywne? Absolutnie nie. Sam fakt, że USA zużywają tak dużo ropy naftowej, jest dowodem dobrej kondycji gospodarki tego kraju. Amerykańskie zakłady i fabryki potrzebują ogromnych ilości ropy do napędzenia największej produkcji na świecie, zatrudniania milionów ludzi i stworzenia klimatu gospodarczego,



Źródło: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych

Rysunek 1.4. Eksport netto jako odsetek PKB

pozwalającego swoim obywatelom prosperować lepiej niż jakimkolwiek innemu społeczeństwu na kuli ziemskiej. Wydatki na import, dzięki którym można ogrzać amerykańskie domy, zapewnić paliwo dla systemu transportu i prowadzić działalność gospodarczą, nie powinny być postrzegane jako hamulec rozwoju, ale jego motor napędowy.

Tak jak w przypadku wydatków rządowych, społeczność inwestorów nie ma powodu do szczególnego zainteresowania saldem bilansu handlowego. To prawda, że ekonomiści niechętnie patrzą na pogłębiający się deficyt handlowy, ponieważ rosnący import spowalnia wzrost PKB Stanów Zjednoczonych. Ale rosnący import oznacza też, że firmy i gospodarstwa domowe w Stanach Zjednoczonych konsumują więcej dóbr i usług, które uważają za atrakcyjne dla siebie. Nikt nie zmusza przecież konsumentów do zakupu włoskiego wina, japońskich samochodów czy kanadyjskiego drewna. Firmy i gospodarstwa domowe Stanów Zjednoczonych kupują dobra wyprodukowane za granicą z wielu powodów, takich jak cena, jakość, rozmiar czy smak. Najważniejszym bodźcem, wywołującym popyt na zagraniczne dobra, jest po prostu ich atrakcyjność.

Ponadto dobra wyprodukowane za granicą są często tańsze od krajowych. Wiele krajów, takich jak Chiny, Indie i kilka państw z rejonu Azji i Pacyfiku, dysponuje praktycznie darmową siłą roboczą, co umożliwia im utrzymanie kosztów na wyjątkowo niskim poziomie. Znaczna część tych tanich produktów trafia do Stanów Zjednoczonych, co wpływa na ceny podobnych dóbr wytworzonych w USA. Taka globalizacja doprowadziła do

obniżenia się stopy inflacji w Stanach Zjednoczonych — szczególnie widocznego od połowy lat 90.

Prawdopodobnie najważniejszym powodem, dla którego inwestorzy ignorują wyniki handlu zagranicznego, jest niewielki wpływ tych danych na ogólną aktywność gospodarczą. W ciągu ostatnich 55 lat wartość eksportu netto zawsze była zbliżona do 0,5% całkowitej produkcji gospodarczej.

Sprzedaż ostateczna

W załącznikach do tabeli 1. w Raporcie o PKB są trzy miary, niemal całkowicie ignorowane przez media finansowe, ale dokładnie analizowane przez inwestorów — a to z powodu płynących z nich wniosków o modelach wydatkowania. Te trzy wskaźniki to ostateczna sprzedaż produktu krajowego, zakupy krajowe brutto oraz ostateczna sprzedaż do nabywców krajowych.

Sprzedaż ostateczna produkcji krajowej³³ jest miarą wartości dolarowej dóbr, wyprodukowanych w USA w określonym czasie i sprzedanych, a nie wciągniętych do zapasów. Dla uzyskania tej liczby BEA oblicza wpierw „zmianę w zapasach gospodarstw domowych” (oznaczaną też akronimem CPI³⁴), czyli porównuje bieżący poziom zapasów i ich wielkość w poprzednim okresie. W ten sposób dowiadujemy się, ile dóbr wprowadzono do magazynów firm, czyli jak duża część bieżącej produkcji pozostała niesprzedana. Następnie, po pomniejszeniu PKB o CPI, uzyskuje się sprzedaż ostateczną. Jest to ważna liczba, która daje dokładniejszy obraz bieżącego tempa wydatków w gospodarce niż PKB. Ekonomisci mówią o bieżącym tempie, ponieważ wartość kwartalna nie obejmuje zapasów wyprodukowanych w poprzednich kwartałach. Ekonomisci często będą porównywać tempo wzrostu PKB z ostateczną sprzedażą, by się przekonać, czy motorem wzrostu gospodarczego jest nowa produkcja, czy konsumpcja dóbr wyprodukowanych wcześniej i zmagazynowanych w postaci zapasów.

Zakupy krajowe brutto³⁵ obejmują wszystkie nabywane przez mieszkańców USA dobra, niezależnie od kraju ich pochodzenia. Tę wartość otrzymuje się po odjęciu eksportu netto od PKB. Różnica pomiędzy PKB

³³ ang. *final sales of domestic product* — przyp. tłum.

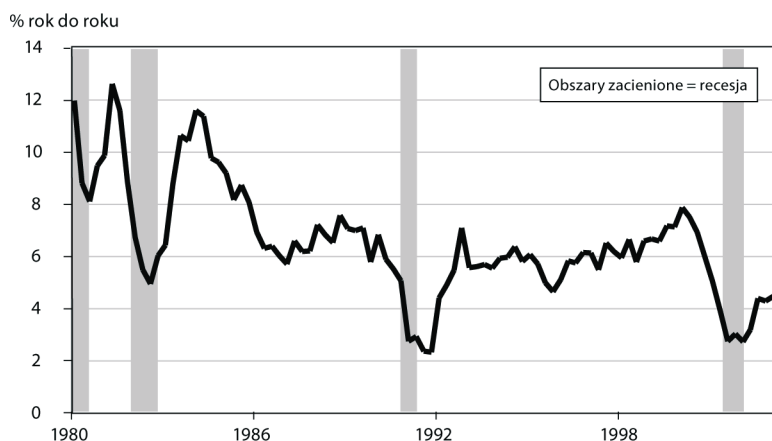
³⁴ ang. *Change in Private Inventories* — przyp. tłum.

³⁵ ang. *gross domestic purchase* — przyp. tłum.

a zakupami krajowymi brutto polega na tym, że PKB jest miarą dóbr i usług wyprodukowanych w kraju, a zakupy krajowe brutto — miarą wszystkich dóbr zakupionych w kraju. Silny kwartalny wzrost zakupów krajowych brutto zwykle oznacza wysoki poziom popytu konsumentów w USA, ponieważ tylko te zakupy dóbr krajowych są uwzględniane.

Sprzedaż ostateczna do nabywców krajowych³⁶ to poziom zakupów krajowych brutto, pomniejszony o zmianę w zapasach gospodarstw domowych. Liczba ta odzwierciedla skłonność Amerykanów (zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw) do wydawania pieniędzy na dobra i usługi, niezależnie od kraju ich wytworzenia. Niektórzy ekonomiści uważają tę miarę za dobry wskaźnik ogólnego dobrobytu w kraju. Spadek ostatecznej sprzedaży do nabywców krajowych sugeruje negatywne nastroje konsumentów w USA.

Ekonomiści śledzą procentową zmianę sprzedaży ostatecznej do nabywców krajowych w ujęciu rok do roku, ponieważ w przeszłości miara ta okazała się bardzo skuteczna w przewidywaniu okresów słabszego wzrostu gospodarczego. Jak ilustruje wykres na rysunku 1.5, każda z czterech recesji od 1990 r. była poprzedzona mniej więcej trzema kwartałami spadku rocznej stopy wzrostu sprzedaży ostatecznej do klientów krajowych.



Źródła: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych; NBER

Rysunek 1.5. Sprzedaż ostateczna do nabywców krajowych

³⁶ ang. *final sales to domestic purchasers* — przyp. tłum.

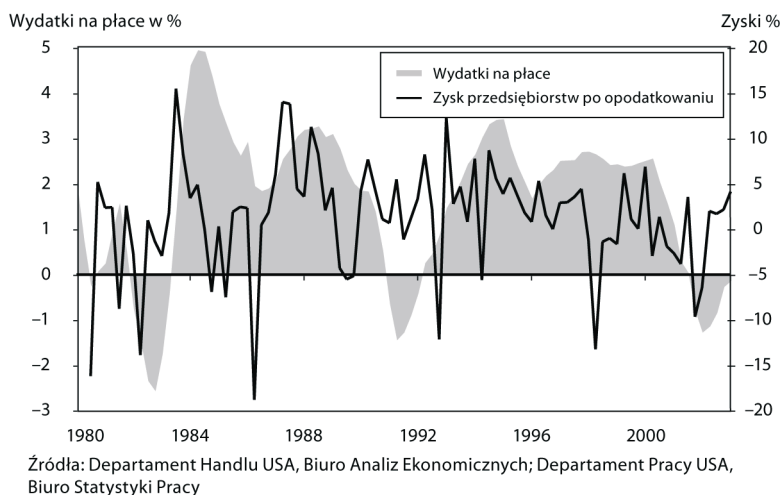
Zyski przedsiębiorstw

Dla uczestników rynku dochodowa strona PKB jest z reguły mniej interesująca niż strona wydatków. Nie oznacza to jednak, że trendy w zarobkach nie są ważne dla ekonomistów lub analityków sprzedaży detalicznej. Co może powiedzieć więcej o przyszłej stopie wydatków niż wysokość dochodów potencjalnych konsumentów? Chodzi po prostu o to, że trendy po stronie wydatków uważa się za bardziej dokładne, bo —w przeciwieństwie do danych po stronie dochodów— niepodlegające korektom zapasów ani korektom wartości zużycia kapitału. Niemniej niektóre składniki po stronie dochodów mogą dostarczyć cennych wniosków o trendach gospodarczych. Do najważniejszych z nich należą miary zysków przedsiębiorstw.

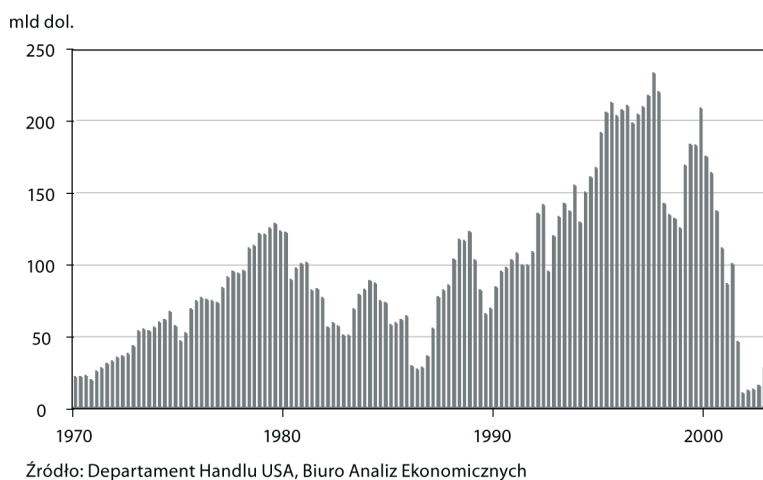
Tak jak w przypadku większości innych omawianych miar, wzrost zysków przedsiębiorstw wskazuje na klimat sprzyjający przedsiębiorczości. Tak naprawdę cykl wzrostu gospodarczego rozpoczyna się od wzrostu zysków przedsiębiorstw. Kiedy firmy dobrze sobie radzą, to ich dochody przewyższają koszty i pojawiają się zyski. Dzięki temu mogą inwestować w nowe wyposażenie lub pracowników.

Jeszcze większe znaczenie niż dochody przed opodatkowaniem mają zyski po opodatkowaniu. Ekonomści i analitycy mogą wnioskować z tej liczby, jak dużą sumę pieniędzy firmy rzeczywiście mogą wydać na nowe wyposażenie lub dodatkowych pracowników. Jak widać z wykresu na rysunku 1.6, kiedy wystąpi spadek zysków (wartości poniżej zera na wykresie), to przedsiębiorstwa z reguły zwalniają pracowników (dochodzi też do wstrzymania inwestycji). Zyski przedsiębiorstw po opodatkowaniu spadają mniej więcej na trzy kwartały przed okresem spowolnienia wzrostu gospodarczego lub recesji.

Najlepszą miarą funduszy, jakie firmy mogą przeznaczyć na inwestycje i wypłaty, jest poziom nierozdysponowanych zysków. Określa ona dochody firmy po opodatkowaniu i wypłaceniu dywidendy udziałowcom. Na rysunku 1.7, ukazującym wielkość nierozdysponowanych zysków w trzech ostatnich dekadach dwudziestego wieku, widać uderzająco niski poziom nierozdysponowanych zysków na początku lat 70., w 1987 i w 2002 r. Wszystkie te okresy były powiązane ze spadającymi na łeb na szyję cenami akcji, wysoką stopą bezrobocia i bardzo ograniczonymi inwestycjami.



Rysunek I.6. Zysk przedsiębiorstw po opodatkowaniu a wzrost wydatków na płace



Rysunek I.7. Nierozdysponowane zyski

Sygnały gospodarcze, powiązane z zyskami przedsiębiorstw, mogą nie być tak wymowne jak niegdyś. Jak już wcześniej zauważyłem, ostatnio gospodarka USA stała się praktycznie odporna na cały szereg negatywnych wpływów, które w przeszłości prowadziłyby do recesji i depresji. Na początku 2001 r. pękła spekulacyjna bańka na giełdzie pompowana od końca lat 90., co spowodowało ucieczkę bilionów dolarów z kieszeni inwestorów. Szerzące się skandale księgowe i poważne nieprawidłowości w prowadzeniu przedsiębiorstw również obniżyły poziom zaufania klientów i doprowadziły do zastoju na rynkach finansowych. Ponadto po raz pierwszy od ponad

pięćdziesięciu lat Stany Zjednoczone zostały zaatakowane na własnej ziemi, co praktycznie sparaliżowało gospodarkę. Setki tysięcy firm zamknięto na całe tygodnie i uszczelniono granice. Powszechny stał się strach przed wąglikiem. Jakby tego było mało, siły zbrojne USA zaangażowały się w konflikty zbrojne w Afganistanie i Iraku. Ale pomimo nagromadzenia tych wszystkich negatywnych wpływów w stosunkowo krótkim czasie gospodarce udało się uniknąć głębokiej czy długotrwałej recesji. Za ostateczny dowód odporności można chyba uznać fakt, że nigdy nie doszło do spadku poziomu wydatków konsumentów.

Jak wykorzystać to, co się widzi?

Rachunki Dochodu i Produktu Narodowego nie wiążą się z tak dużą liczbą sztuczek jak inne szeregi ekonomiczne. Jedną z przyczyn może być to, że są one po prostu benchmarkami aktywności gospodarczej, a do przewidywania ruchów w PKB inwestorzy wykorzystują inne wskaźniki. Innymi słowy, poziom PKB jest zwykle tą zmienną, którą usiłuje się przewidzieć lub oszacować za pomocą innych wskaźników. Ponadto PKB jest ogłaszany kwartalnie, a związki i zależności ekonomiczne przez niego wskazywane nie są tak przydatne w prognozowaniu jak wskaźniki ogłaszane comiesięcznie lub cotygodniowo. Pomimo tego ekonomiści z Wall Street i decydenci mają jedną szczególnie przydatną strategię, opartą na danych z Raportu o PKB: szacowanie luki popytowej.

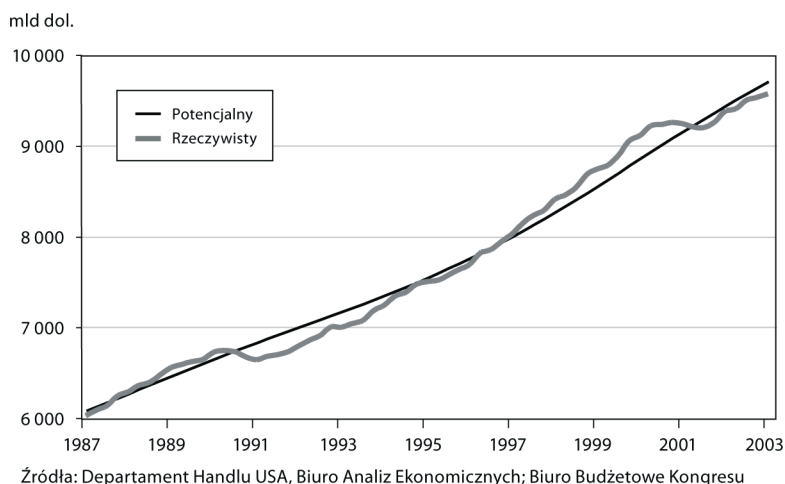
Kilka praktycznych sztuczek

Luka popytowa to różnica pomiędzy rzeczywistym i potencjalnym poziomem produkcji (możliwościami gospodarki). Na jej podstawie można dokonać interesujących spostrzeżeń o warunkach gospodarczych, takich jak poziom zatrudnienia i inflacji.

Potencjalna wielkość produkcji gospodarczej to suma dóbr i usług, możliwych do wyprodukowania przy wykorzystaniu wszystkich dostępnych czynników produkcji. Dla wyliczenia tej wartości, a właściwie poziomu trendu, ekonomiści szacują maksymalne tempo rozwoju gospodarki, które nie spowoduje wzrostu inflacji. Wykonanie takiego obliczenia nie jest łatwe, a liczba wyników równa się liczbie ekonomistów, oferujących różne definicje maksymalnego poziomu produkcji, produktywności, przepracowanych godzin itd. Na szczęście powszechnie uznawana szacunkowa wartość produkcji

potencjalnej jest ogłaszana stosunkowo często, bo mniej więcej raz na kwartał, przez Biuro Budżetowe Kongresu (CBO³⁷). W witrynie internetowej CBO (www.cbo.gov) można znaleźć informacje o metodologii, zastosowanej przy szacowaniu trendu i przyjętych założeniach, a także szczegółowy zestaw danych historycznych.

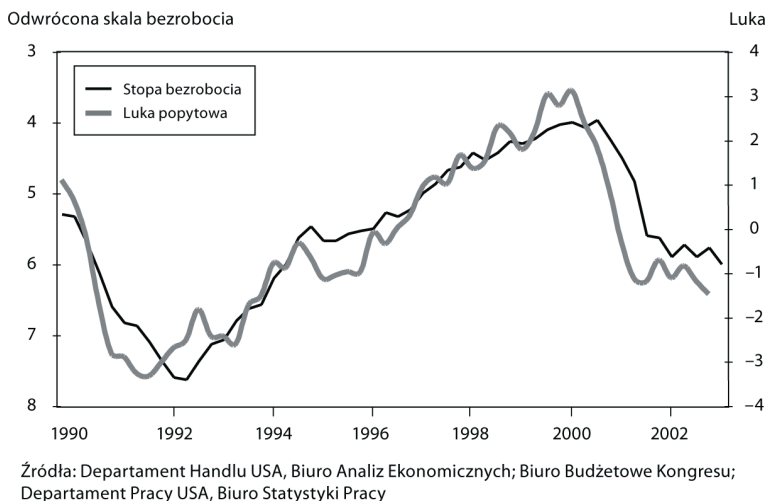
O negatywnej luce popytowej mówimy wtedy, kiedy rzeczywisty wzrost PKB jest niższy od szacowanego poziomu potencjalnego. Wskazuje to, że gospodarka nie wykorzystuje dostatecznie swoich czynników produkcji (siły roboczej i kapitału). Zwykle takie okresy „niewykorzystania potencjału” charakteryzują się wysoką stopą bezrobocia i niską inflacją, czemu towarzyszy zamykanie zakładów i fabryk, urlopowanie pracowników i przestój maszyn. Wykres na rysunku 1.8 pokazuje, że w latach 1990 – 1991 i 2001 – 2002, czyli okresach wyraźnej słabości gospodarki, rzeczywista stopa wzrostu realnego PKB była zdecydowanie niższa od potencjalnej.



Rysunek 1.8. Porównanie rzeczywistego i potencjalnego PKB

Kiedy wzrost PKB przekracza wyliczoną wartość potencjalną (pozytywna luka popytowa), gospodarka znajduje się na krawędzi swojej wytrzymałości. Wszystkie zakłady i fabryki pracują na pełnych obrotach, przy całkowitym wykorzystaniu siły roboczej, a produkcja gospodarcza rośnie w zawrotnym tempie. Wykres na rysunku 1.9 ilustruje zależność pomiędzy pozytywną luką popytową a spadkiem bezrobocia. W okresach przekraczania zdolności

³⁷ ang. CBO = Congressional Budget Office — przyp. tłum.



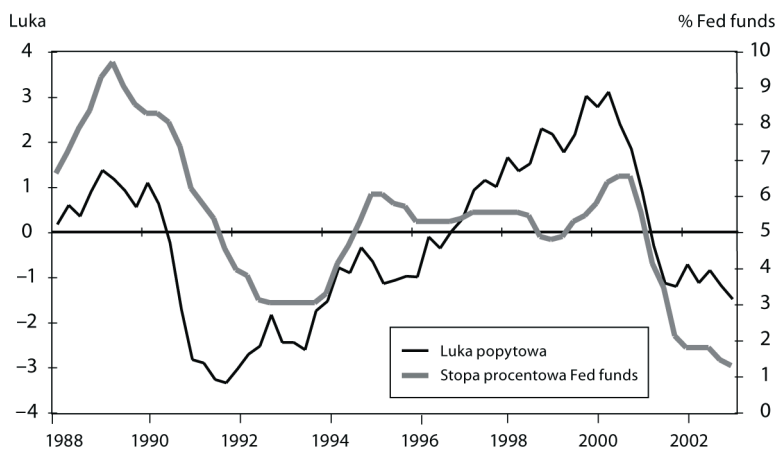
Rysunek 1.9. Luka popytowa a bezrobocie (odwrócona skala)

produkcyjnych, np. w latach 1997 – 2001, dochodzi do przeciążenia systemu, co z reguły napędza inflację.

Ekonomiści czasem przedstawiają lukę popytową jako stosunek rzeczywistej do potencjalnej wielkości produkcji. Kiedy relacja ta spada poniżej zera, to można mówić o nadchodzącej recesji, a kiedy rośnie powyżej zera — o warunkach sprzyjających rozkwitowi gospodarczemu.

Luka popytowa, pozwalająca wyciągnąć tak istotne wnioski o całej gamie gospodarczych zależności, jest ulubioną miarą decydentów. Rezerwa Federalna bierze ją pod uwagę przy ustalaniu głównej stopy procentowej³⁸. Przy negatywnej luce, wskazującej na poziom wzrostu gospodarczego niższy od potencjalnego, Rezerwa Federalna może pobudzić aktywność, obniżając stopę procentową depozytów jednodniowych typu „overnight”. Skutkiem tego jest spadek oprocentowania wszystkich pożyczek o różnych terminach spłaty, co ułatwia firmom finansowanie inwestycji. Taka decyzja sprzyja też wzrostowi wydatków gospodarstw domowych, bo niżej oprocentowane pożyczki ułatwiają zakup samochodów lub domów. Z drugiej strony, przy pozytywnej luce, lekko przegrzana koniunktura może być schładzana przez Rezerwę Federalną, która podnosi swoją jednodniową stopę procentową, zniechęcając konsumentów i firmy do wydawania i inwestowania. Wykres na rysunku 1.10 pokazuje, jak wielkość podstawowej stopy procentowej Fed postępuje za luką popytową.

³⁸ Stopy Fed funds — *przyp. tłum.*



Źródła: Departament Handlu USA, Biuro Analiz Ekonomicznych; Biuro Budżetowe Kongresu; Rada Gubernatorów Systemu Rezerw Federalnych

Rysunek I.10. Luka popytowa a stopa funduszy federalnych