

Mit neutralnej stopy procentowej

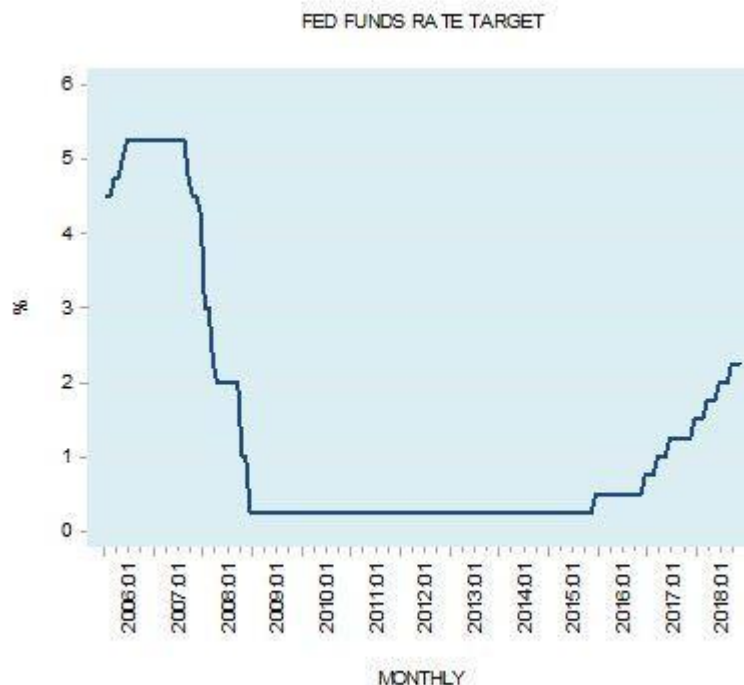
Autor: **Frank Shostak**

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: **Przemysław Rapka**

Artykuł z 12 sierpnia 2018 roku

Podczas wystąpienia dla Nowojorskiego Klubu Ekonomicznego (*Economic Club of New York*) Jerome Powell, przewodniczący Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej, powiedział, że stopa procentowa ustalana przez bank centralny Stanów Zjednoczonych jest tuż poniżej stopy neutralnej. Skłoniło to wielu komentatorów do twierdzenia, że niedługo Fed złagodzi swoje twarde stanowisko wobec stopy procentowej. Pod koniec października docelowa stopa funduszy federalnych ([*Fed funds rate target*](#)) wynosiła 2,25%.



Powszechnie uważa się, że bank centralny USA poprzez odpowiednią politykę monetarną może pokierować gospodarkę na tory stabilności ekonomicznej i dobrobytu. Kluczowym czynnikiem jest osiągnięcie stabilnych

cen. Większość ekspertów twierdzi, że osiągnięciu stabilnych cen przeszkadzają fluktuacje stopy funduszy federalnych wokół neutralnej stopy procentowej.

Twierdzi się, że neutralna stopa procentowa to taka, przy której gospodarka jest zrównoważona a ceny są stabilne. Konieczne jest przy tym, by planiści Fedu skutecznie ustalali docelową stopę funduszy federalnych jak najbardziej zbliżoną do neutralnej stopy procentowej.

Szwedzki ekonomista Knut Wicksell sformułował ramy teoretyczne dla tego rozumowania pod koniec XIX wieku, a tradycja ta wywodzi się z XVIII wiecznych prac brytyjskiego ekonomisty Henry'ego Thorntona.

Ramy teoretyczne neutralnej stopy procentowej

Według Wicksella istnieje pewna konkretna stopa oprocentowania pożyczek, która jest neutralna wobec cen towarów i nie powoduje wzrostu lub spadku tych cen. Głównym źródłem niestabilności ekonomicznej jest rozbieżność między stopą procentową rynku pieniężnego a neutralną stopą procentową.

Jeśli stopy na rynku pieniężnym spadają poniżej neutralnej stopy procentowej, to inwestycji będzie więcej niż oszczędności, co wskazuje na istnienie większego zagregowanego popytu niż zagregowanej podaży. Zakładając, że nadmierny popyt jest finansowany poprzez ekspansję kredytu bankowego prowadzącego do kreacji nowego pieniądza, to efektem jest wzrost ogólnego poziomu cen.

Odwrotnie do tego, jeśli stopa oprocentowania rynku pieniężnego jest wyższa od neutralnej stopy procentowej, to oszczędności będą przewyższać inwestycje, zagregowana podaż zagregowany popyt, ilość kredytów bankowych i pieniądza będzie się kurczyć, a ceny będą spadać. Wynika z tego, że kiedy stopa rynku pieniężnego jest zgodna z neutralną stopą procentową, to gospodarka jest w stanie równowagi oraz nie ma presji na wzrost lub spadek poziomu cen.

Ta teoria zakłada, że to odchylenia stopy rynku pieniężnego od neutralnej stopy procentowej wprawiają w ruch zmiany w podaży pieniądza, które powodują zmiany ogólnego poziomu cen. Konsekwencją jest to, że władze powinny zadziałać w celu ustalenia stopy rynku pieniężnego na poziomie neutralnej stopy procentowej.

Według tego poglądu, aby ustalić, czy polityka monetarna jest luźna czy restrykcyjna, nie wystarczy skupić się na poziomie stopy procentowej rynku pieniężnego; należy także porównać stopę rynku pieniężnego ze stopą neutralną. Jeśli tylko stopa rynkowa jest powyżej stopy neutralnej, to polityka jest

restrykcyjna. I odwrotnie, jeśli stopa rynkowa jest poniżej neutralnej, to polityka jest luźna.

Czy możemy wiedzieć, jaka jest neutralna stopa procentowa?

Według głównonurtowych ram teoretycznych, neutralna stopa procentowa ustalana jest przez przecięcie się krzywych popytu i podaży.

Prawo podaży i popytu, przedstawiane na sposób znany z ekonomii głównego nurtu, nie jest wyprowadzane z faktów dotyczących rzeczywistości, ale z wymyślonych konstruktów ekonomistów. Żaden ze współczynników, które określają kształty krzywych popytu i podaży, nie wynika z realnego świata — są całkowicie urojone.

Według Misesa „należy pamiętać, że żaden rodzaj wiedzy ani doświadczenia nie pozwala określić, jaki jest kształt takich krzywych”¹.

Mimo to ekonomiści zażarcie debatują o różnorodnych właściwościach tych niewidocznych krzywych i ich implikacji odnośnie do rządu i polityki banku centralnego.

Biorąc pod uwagę, że te krzywe nie istnieją i są jedynie użytecznymi narzędziami wizualizacyjnymi, nie jest możliwe określenie na podstawie tych nieistniejących krzywych neutralnej stopy procentowej.

Jeśli nie można zaobserwować neutralnej stopy procentowej, to jak można ustalić, czy rynkowa stopa procentowa jest powyżej lub poniżej neutralnej stopy?

Wicksell zasugerował, by politycy zwracali uwagę na zmiany w poziomie cen. Rosnący poziom cen wymagałby odpowiedniego podniesienia stopy procentowej, a spadający poziom cen sygnalizuje, że potrzeba obniżyć stopę procentową².

Banki powinny dostosowywać stopę rynku pieniężnego w tym samym kierunku, w którym zmienia się poziom cen. Zauważmy, że zasady tej przestrzegają dziś wszystkie banki centralne. Dlatego w odpowiedzi na wzrost indeksów cen powyżej pewnych akceptowalnych wielkości Fed podnosi docelową stopę funduszy federalnych.

I odwrotnie, kiedy indeksy cenowe rosną w tempie uznawanym za zbyt wolne, to Fed obniża docelową wysokość stopy procentowej.

Według Wicksellowskich ram teoretycznych w celu utrzymania stabilnych cen i stabilnej gospodarki, gdy tylko wyrówna się różnicę między stopą

¹ Ludwig von Mises, *Ludzkie działanie*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011, s. 286.

² Knut Wicksell, *Interest and prices*, Augustus M. Kelley, Nowy Jork 1965, s. 189.

procentową rynku pieniężnego a neutralną stopą, to bank centralny musi wciąż dbać o to, by ta luka nie powstała. W Wicksellowskich ramach teoretycznych polityka monetarna utrzymująca równość między dwoma stopami staje się czynnikiem stabilizującym.

Wielu ekspertów uważa, że jeśli Fed ustali docelową stopę funduszy federalnych na poziomie neutralnej stopy procentowej, to oznacza to, że gospodarka jest doskonale zrównoważona.

Pomimo tego że neutralna stopa procentowa nie może być zaobserwowana, współcześni ekonomiści twierdzą, że może być oszacowana za pomocą różnorodnych metod pośrednich. Na przykład można ją w prosty sposób ustalić poprzez wyliczenie średniej wartości realnych wartości stopy funduszy federalnych (stopa funduszy federalnych minus stopa inflacji) z długiego okresu czasu.

Inni ekonomiści uważają, że neutralna stopa jest zmienna w czasie i odrzucają możliwość jej oszacowania na podstawie wyliczenia średniej. W celu określenia tej nieobserwowalnej ruchomej neutralnej stopy procentowej ekonomista powinien wykorzystać wyszukane metody matematyczne, jak chociażby filtr Kalmana³. Ale czy takie działania mają sens?⁴

To, co Fed próbuje uzyskać, to wysokość stopy procentowej, jaka by odpowiadała warunkom wolnego rynku.

Jest to oczywiście sprzeczne z wolnym rynkiem. Na wolnym rynku, przy braku polityk monetarnych banku centralnego, wyłaniające się stopy procentowe byłyby prawdziwie neutralne. Na wolnym rynku nikt nie musiałby ustalać, czy stopa procentowa jest powyżej czy poniżej jakiegoś urojonego poziomu równowagi.

Równowaga w kontekście świadomego, celowego działania nie ma nic wspólnego z urojoną równowagą standardowej ekonomii.

Równowaga pojawia się, gdy poszczególne osoby osiągają swoje cele. Kiedy dostawca odnosi sukces w sprzedaży swojego produktu przy cenie, która zapewnia zysk, mówi się, że znajduje się w stanie równowagi. Podobnie konsumenci, którzy zakupili ich produkty, także zrobili to, aby zrealizować swoje cele.

Na wolnym rynku, w warunkach braku kreacji pieniądza, nie ma potrzeby prowadzenia polityki ograniczającej wzrost poziomu cen.

³ Thomas Launach, John C. Williams, *Measuring the natural rate of interest*, Board of Governors of the Federal Reserve System, listopad 2001.

⁴ Jon C. Williams, *The natural rate of interest*, FRBSF Economic Letter, 31.10.2003.

Dlaczego znajomość poziomu neutralnej stopy procentowej nie pomogłaby Fedowi w osiągnięciu stabilności?

Nawet gdyby Fed znał poziom tej neutralnej stopy procentowej, to nie mógłby osiągnąć stabilności ekonomicznej. Powodem jest to, że Fed musiałby stosować aktywną politykę monetarną w celu osiągnięcia docelowej stopy neutralnej.

To jednak prowadzi do cykli ożywienia i depresji oraz niestabilności ekonomicznej. Z tego powodu nie jest możliwa polityka neutralnej stopy procentowej, która będzie skutkować stabilnością gospodarczą oraz cen.

Zamiast ustalać docelową stopę rynku pieniężnego na poziomie nieznanej neutralnej stopy za pomocą manipulacji monetarnych, które prowadzą do większej niestabilności, lepszą alternatywą jest pozostawienie gospodarki w spokoju. W wolnorynkowej gospodarce bez banku centralnego nikt nie prowadziłby polityki monetarnej.

W przypadku braku polityki monetarnej banku centralnego, która wzbogaca jednych kosztem drugich, stopy procentowe byłyby prawdziwie neutralne.

Na wolnym rynku nikt nie musiałby ustalać, czy stopa procentowa jest powyżej lub poniżej jakiegoś wyimaginowanego stanu równowagi.