

Co oznacza nowa strategia Fedu?

Autor: **Arkadiusz Sieroń**

- Fed zmienił swoją strategię polityki pieniężnej na elastyczną strategię średniego celu inflacyjnego.
- Oznacza to, że okresy inflacji poniżej celu inflacyjnego 2 proc. będzie starał się kompensować okresami wyższej inflacji.
- Amerykański bank centralny będzie również mniej przejmował się ryzykiem przegrzania się gospodarki i kładł większy nacisk na pełne zatrudnienie i odchylenia odeń w dół.
- Wprowadzone zmiany oznaczają dłuższy okres luźniejszej polityki monetarnej oraz zerowych stóp procentowych, ze wszystkimi negatywnymi tego konsekwencjami.
- Zwiększają one także ryzyko wymknięcia się inflacji spod kontroli i powtórzenia scenariusza z lat 60. i 70. XX wieku.

1. Wstęp

W sierpniu 2020 r. Prezes Rezerwy Federalnej Jerome Powell [wygłosił przemówienie w Jackson Hole](#), przedstawiając [nową strategię polityki pieniężnej amerykańskiego banku centralnego](#). Fed będzie teraz realizował elastyczną strategię średniego celu inflacyjnego (*flexible average inflation targeting*, FAIT). Nowy reżim oznacza, że gdy inflacja spadnie poniżej celu inflacyjnego — który w Stanach Zjednoczonych wynosi 2 proc. — w jednym okresie, to amerykański bank centralny będzie próbował osiągnąć inflację powyżej celu w następnym okresie, aby skompensować wcześniejszą niską inflację.

Zatem Fed ogłosił, że będzie akceptował nieco wyższą inflację niż dotychczas. I że nie będzie podnosił stóp procentowych w celu ograniczenia rosnącej inflacji — dopóki inflacja nie osiągnie, a nawet nie przekroczy celu inflacyjnego.

Innymi słowy, po okresach utrzymującej się niskiej inflacji Fed „będzie najpewniej dążył do osiągnięcia inflacji umiarkowanie powyżej 2 procent przez

jakiś czas”¹, jak stwierdzono w zmienionym [oświadczeniu w długoterminowych celach i strategii polityki pieniężnej](#).

Jednym z wielu problemów związanych z nowym reżimem Fedu jest to, że nie wiemy, w jakich okresach amerykański bank centralny będzie uśredniał inflację, ani co znaczą dla niego frazy „umiarkowanie” oraz „przez jakiś czas”. Łatwo zauważyć, że praktycznie każdą polityką pieniężną można uzasadnić odpowiednim doбором długości okresu oraz odpowiednią interpretacją kluczowych terminów². Nowa strategia wiąże się więc z jeszcze większą uznaniowością działań Fedu.

2. Jak Fed uzasadnia swoją zmianę?

Dlaczego Fed zdecydował się na zmianę swojej strategii polityki pieniężnej i akceptację wyższej inflacji po okresie niższej inflacji, skoro brak wysokiej inflacji wydaje się czymś dobrym?

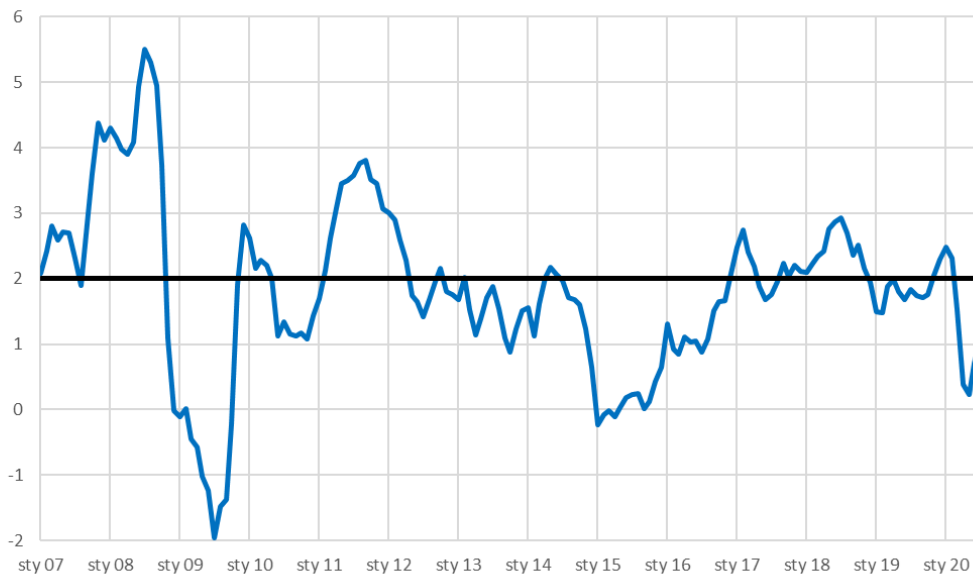
Cóż, ostatnie lata niskiej inflacji utrzymującej się poniżej celu Fed na poziomie 2 procent (mam tu na myśli niską inflację cen konsumpcyjnych, inflacja cen aktywów była wyższa), które przedstawia poniższy wykres, budziły na rynku wątpliwości, czy amerykański bank centralny jest w ogóle w stanie wygenerować wyższą inflację.

¹ W oryginale: „will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time”.

² Czytelnicy mogą przeczytać także [ten artykuł na mises.pl](#) poświęcony nowemu celowi inflacyjnego Fedu.

Stopa inflacji CPI

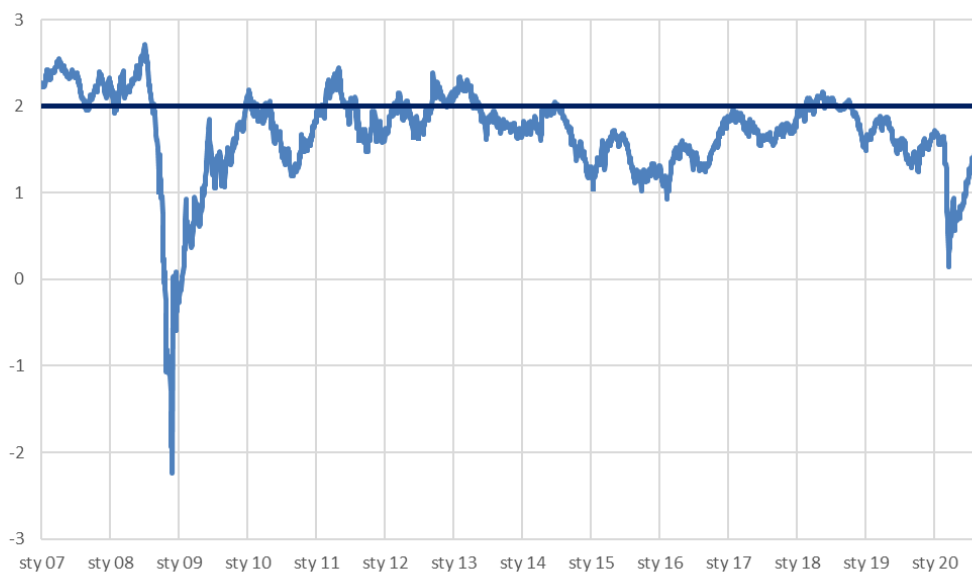
Źródło: fred.stlouisfed.org



W związku z tym Fed zaczął się obawiać, że utraci kontrolę nad spadającymi w ostatnim czasie oczekiwaniami inflacyjnymi (zob. wykres poniżej). Z kolei spadek oczekiwań inflacyjnych mógłby prowadzić do niższej rzeczywistej inflacji i w konsekwencji do niepożądanego sprzężenia zwrotnego pomiędzy spadającą stopą inflacji oraz spadającymi oczekiwaniami inflacyjnymi, prowadzącego ostatecznie aż do deflacji i końca wszechświata.

Pięcioletnie oczekiwania inflacyjne

Źródło: fred.stlouisfed.org



Jak wyjaśnił Powell w swoim przemówieniu:

Utrzymujący się niższy poziom inflacji w porównaniu z naszym długoterminowym celem 2 proc. jest powodem do niepokoju. Wielu uważa za sprzeczne z intuicją, że Fed chciałby podnieść inflację. W końcu niska i stabilna inflacja jest niezbędna dla dobrze funkcjonującej gospodarki. I z pewnością jesteśmy świadomi, że wyższe ceny podstawowych artykułów, takich jak żywność, benzyna i koszty mieszkania, zwiększają obciążenia, z którymi mierzy się wiele rodzin, zwłaszcza tych, które borykają się z utratą pracy i dochodów. Jednak inflacja, która jest stale zbyt niska, może stanowić poważne zagrożenie dla gospodarki. Inflacja, która kształtuje się poniżej pożądanego poziomu, może prowadzić do niepożądanego spadku długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, co z kolei może jeszcze bardziej obniżyć rzeczywistą inflację, powodując niekorzystny cykl coraz niższej inflacji i oczekiwań inflacyjnych.

Ta dynamika jest problemem, ponieważ oczekiwana inflacja wpływa bezpośrednio na ogólny poziom stóp procentowych. Dobrze zakotwiczone oczekiwania inflacyjne mają kluczowe

*znaczenie dla zapewnienia Fedowi swobody wspierania zatrudnienia, gdy jest to konieczne, bez destabilizacji inflacji. Ale jeśli oczekiwania inflacyjne spadną poniżej naszego celu 2 proc., stopy procentowe spadną w tandemie. Mielibyśmy wtedy mniejsze możliwości obniżenia stóp procentowych, aby zwiększyć zatrudnienie w okresie spowolnienia gospodarczego, co jeszcze bardziej osłabiałoby naszą zdolność do stabilizowania gospodarki poprzez obniżanie stóp procentowych. Widzieliśmy, jak ta niekorzystna dynamika rozgrywa się w innych głównych gospodarkach na całym świecie i przekonaliśmy się, że kiedy już się pojawi, może być bardzo trudno ją przewyciężyć. Chcemy zrobić, co w naszej mocy, aby zapobiec takiej dynamice w Stanach Zjednoczonych.*³

Nowe ramy można zatem postrzegać jako sposób na podniesienie oczekiwań inflacyjnych i odzyskanie nad nimi kontroli przez amerykański bank centralny, co jeszcze bardziej zmniejszyłoby realne stopy procentowe.

3. Czy pełne zatrudnienie jest bardziej sexy niż stabilne ceny?

Uśrednianie inflacji to istotna zmiana. Ale być może jeszcze ważniejsza jest zmiana w mandacie Fedu dotycząca nie stabilności cenowej, lecz pełnego zatrudnienia. W poprzedniej strategii cel maksymalnego zatrudnienia był odnoszony do naturalnej stopy bezrobocia, która byłaby spójna ze stabilną inflacją w długim okresie. Gdy Fed spodziewał się, że faktyczna stopa bezrobocia spadnie poniżej szacunków stopy bezrobocia, która nie powoduje przyśpieszenia inflacji (NAIRU), podnosił stopę funduszy federalnych, aby zapobiec wzrostowi inflacji. Teraz, w nowym reżymie, Fed nie podwyższy stóp procentowych prewencyjnie i jeśli nie będą widoczne inne oznaki przyśpieszenia inflacji. Oznacza to, że amerykański bank centralny będzie przedkładał zatrudnienie i wzrost gospodarczy nad inflację i nie będzie utrudniał ożywienia, chyba że cel inflacyjny będzie poważnie zagrożony.

Innymi słowy, Fed ma teraz inną funkcję reakcji. Do tej pory amerykański bank centralny reagował (przynajmniej w teorii, w praktyce nie do końca)

³ Tłum. własne. Całość przemówienia Powella dostępna [tutaj](#).

symetrycznie zarówno na odchylenia w górę, jak i w dół od naturalnej stopy bezrobocia. Gdy gospodarka zbliżyła się do pełnego zatrudnienia, Fed rozpoczął cykl zacieśniania polityki pieniężnej, aby zapobiec przegrzaniu gospodarki i wzrostowi inflacji⁴. Ale teraz amerykański bank centralny postanowił reagować jedynie na odchylenia w dół od pełnego zatrudnienia⁵.

Oznacza to, że Fed przestać martwić się przegrzaniem gospodarki, gdyż uważa, że prężny rynek pracy można utrzymać bez wywołania wybuchu inflacji. Zatem nie będzie podnosił stóp procentowych prewencyjnie, ale zaczeka aż inflacja się zmaterializuje i zacznie działać dopiero wtedy.

Takie podejście może wydawać się słuszne, zwłaszcza po kilku latach niskiej inflacji i niskiej stopy bezrobocia. Zresztą nie od dziś wiadomo, że krzywa Philipsa — obrazująca niby zależność między inflacją a bezrobociem — to koncept wysoce wątpliwy teoretycznie, [o czym pisał chociażby Mateusz Machaj](#). Dlaczego więc martwić się wzrostem inflacji? Po co podnosić stopy procentowe zbyt wcześnie i zabijać ekspansję gospodarczą?

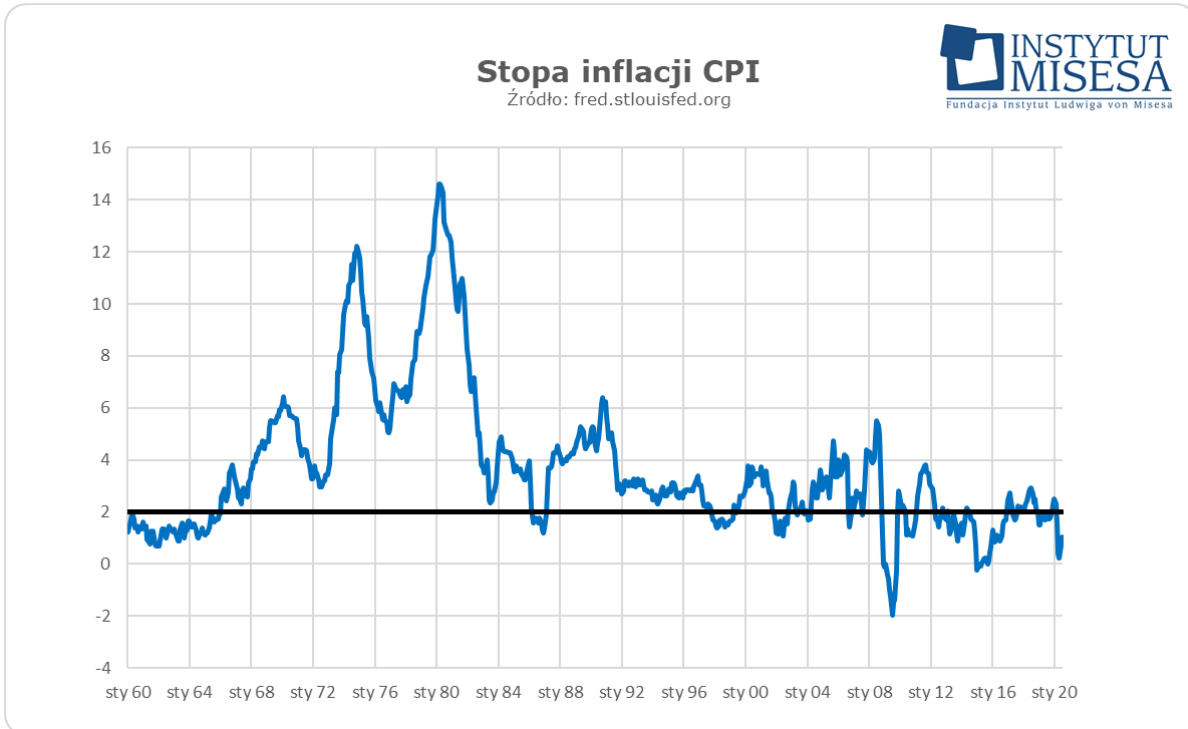
Jednak Fed ryzykuje, że inflacja wymknie się kiedyś spod kontroli. I że w konsekwencji reakcja amerykańskiego banku centralnego będzie opóźniona. Jeśli taki scenariusz zmaterializowałby się, Fed musiałby agresywnie zacieśnić politykę pieniężną, aby ograniczyć inflację. Jak powiedział były prezes Fed, William McChesney Martin Jr., zadaniem bankiera centralnego jest „zabieranie ponczu w momencie, gdy impreza się rozkręca”. W pewnym momencie miska z ponczem musi zostać zabrana, bez względu na to, jak bardzo goście się sprzeciwiają. Ale im dłużej trwa impreza i im więcej jest rozochoconych uczestników, tym trudniej jest zabrać poncz. Jeśli inflacja przekroczy 2 procent i będzie dalej rosła, możliwe, że Fed będzie musiał bardzo gwałtownie działać, znacznie bardziej agresywnie w porównaniu z wcześniejszymi i zapobiegawczymi działaniami.

Brzmi znajomo? Powinno! Nowy reżym monetarny Fedu przenosi nas z powrotem do lat sześćdziesiątych i być może do lat siedemdziesiątych. Wtedy to właśnie decydenci przywiązywali większą wagę do osiągnięcia pełnego zatrudnienia w stosunku do stabilności cen. Fed błędnie uważał, że naturalna

⁴ Co prowadziło do odwrócenia krzywej dochodowości, a następnie do recesji.

⁵ Teraz Fed będzie kierował się jedynie „shortfalls of employment from its maximum level”, a nie, jak wcześniej, „deviations from its maximum level”.

stopa bezrobocia jest niższa niż w rzeczywistości (tudzież, że krzywa Philipsa była bardziej płaska niż w rzeczywistości), więc sądził, że presja inflacyjna była mało prawdopodobna. W konsekwencji polityka pieniężna była konsekwentnie zbyt ekspansywna, co doprowadziło w latach 70. do Wielkiej Inflacji (zob. poniższy wykres).



Jak widać, wysoka inflacja nie pojawiła się z dnia na dzień. Zamiast tego zaczęła rosnąć w połowie lat sześćdziesiątych. Jednak pomimo tendencji wzrostowej stopy inflacji Fed nadal koncentrował się na pełnym zatrudnieniu, wierząc — w oparciu o zbyt optymistyczne spojrzenie na produkt potencjalny gospodarki i naturalną stopę bezrobocia — że inflacja w końcu spadnie. W rezultacie polityka pieniężna pozostawała nadmiernie akomodacyjna, a stopy procentowe były zbyt niskie — dopóty, dopóki Paul Volcker nie został szefem Fedu i nie podniósł na początku lat 80. [stopy funduszy federalnych do prawie 20 procent](#).

4. Wnioski

Cóż to wszystko oznacza dla gospodarki? Cóż, zmiana Fedu stanowi poważny gołębi sygnał, że amerykański bank centralny jest gotowy akceptować wyższą inflację — nie będzie bowiem przechodził nad okresami inflacji poniżej celu do

porządku dziennego, lecz będzie się starał je kompensować okresami wyższej inflacji.

Oczywiście, nie oznacza to jednak, że natychmiast (czy nawet później) zobaczymy dwucyfrową stopę inflacji. W końcu Fed mówi jedynie o inflacji umiarkowanie wyższej i przez jakiś czas. Poza tym, skoro nie wygenerował inflacji zgodnej z celem przez tyle lat, podniesienie jej powyżej celu może być jeszcze trudniejsze.

Niemniej zmiana strategii pieniężnej Fedu daje mu większą swobodę w kontynuowaniu luźnej polityki monetarnej. Stopy procentowe pozostaną bliskie zera dłużej, niż byłoby to odpowiednie w starym reżymie, ponieważ Fed nie będzie już próbował podnosić stóp procentowych, aby zapobiec inflacji. Innymi słowy, bank centralny prawdopodobnie nie podniesie stopy funduszy federalnych dopóty, dopóki inflacja nie będzie powyżej 2 procent przez jakiś czas. Według [ostatniego wykresu kropkowego Fedu](#) (dot plot), nie nastąpi to przed 2024 r.!

Stąd uśrednianie inflacji przez Fed implikuje średnio wyższą stopę inflacji⁶ oraz średnio niższe realne stopy procentowe, ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami, takimi jak zaburzenie funkcji sygnalizacyjnej i alokacyjnej stóp procentowych, błędna wycena aktywów i alokacja zasobów, nadmierne poszukiwania ryzyka przez inwestorów, kłopoty banków komercyjnych z rentownością, [zombifikacja gospodarki](#), wzrost deficytów budżetowych i długu w gospodarce itd.⁷

Co więcej, nowa strategia Fedu (zwłaszcza w połączeniu ze [wzrostem szerokiej podaży pieniądza](#)) zwiększa ryzyko wymknięcia się inflacji spod kontroli. Ostatecznie, jak powiedział były prezes Fed, William McChesney Martin Jr., „skuteczny czas na przeciwdziałanie presji inflacyjnej jest wtedy, gdy znajduje się ona na etapie rozwoju — zanim osiągnie pełną moc i szkody zostaną

⁶ Coś nie jestem przekonany, że Fed będzie symetrycznie podchodził do okresów ewentualnie wyższej inflacji i kompensował je późniejszymi okresami niższej inflacji czy nawet deflacji.

⁷ Więcej o pułapce niskich stóp procentowych Czytelnicy mogą posłuchać w [tym podcaście](#).

wyrządzone”⁸. Wydaje się, że Fed zapomniał o tej prawdzie. Cóż, ci, którzy nie pamiętają przeszłości, są skazani na jej powtarzanie. Oby jednak nie.

⁸ W oryginale: „the effective time to act against inflationary pressures is when they are in the development stage—before they have become full-blown and the damage has been done”.