

Ujemne stopy procentowe jak wieczny „czas letni”

Autor: **Brendan Brown**

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: **Damian Karaszewski**

Wszyscy znamy powiedzenie Milтона Friedmana o pieniądzach z helikoptera i wiemy jak architekt luzowania ilościowego w gabinecie prezydenta Obamy wykorzystał je dla usprawiedliwienia jego Wielkiego Eksperymentu Monetarnego. Mniej znane jest powiedzenie Friedmana o „czasie letnim”, które wykorzystał do zilustrowania argumentu za płynnym kursem walutowym, a także to, jak dzisiaj jest używane do usprawiedliwiania spadku stóp procentowych w Europie do poziomów poniżej zera.

Spójrzmy na jego stanowisko zaprezentowane w *The Case for Flexible Exchange Rates*:

Argument za płynnym kursem walutowym jest, co ciekawe, niemalże identyczny z tym dotyczącym czasu letniego. Czy nie jest absurdem zmieniać czas każdego lata, jeśli dokładnie ten sam rezultat można by osiągnąć poprzez zmianę przyzwyczajień każdego człowieka? Jedyne co wszyscy musieliby zrobić, to zacząć pojawiać się w pracy godzinę wcześniej, jeść obiad godzinę wcześniej i tak dalej, i tak dalej. Jednakże zdecydowanie o wiele łatwiej jest przestawić zegarek, niż sprawić, by każdy zmienił swoje przyzwyczajenia, nawet jeśli wszyscy tego chcą. Sytuacja jest dokładnie taka sama na rynku walutowym. O wiele prościej jest pozwolić na zmianę jednej ceny — mianowicie ceny wymiany walut — niż polegać na zmianach wielu cen składających się na wewnętrzną strukturę cenową.

Jednakże Friedman nie wspomniał lub nie przewidział, że odkąd Stany Zjednoczone przeszły na „czas letni” i zdewaluowały dolara we wczesnych latach siedemdziesiątych, nigdy już nie wróciły do „normalnego czasu”. Rezerwa federalna uwolniła się od wszelkich zewnętrznych ograniczeń, czy to standardu złota czy też stałych stawek w stosunku do względnie twardych walut (którą w latach siedemdziesiątych była marka niemiecka). Fed uwolnił zatem *łatwy pieniądz* na taką skalę, że umożliwiło to inflację cen towarów i aktywów na całym świecie.

Cel: Nie pozwolić spaść cenom i pensjom

Dzisiaj ten *czas letni* w formie banku centralnego — w tym przypadku Europejskiego Banku Centralnego — stworzył podobne zagrożenie poprzez politykę ujemnych stóp procentowych. Zwolennicy tej polityki wskazują, że wprowadzenie ujemnych stóp jest bardziej *efektywne* niż pozwolenie na cykliczność cen i pensji, jaka pojawiłyby się w ortodoksyjnej polityce monetarnej. Rozważają też możliwość uniknięcia kosztów finansowych poprzez niedopuszczanie do spadku nominalnych cen i pensji poniżej poziomów ukształtowanych przez bańkę.

Rzeczywiście, w systemie monetarnej stabilności przeciętne ceny w fazie depresji cyklu koniunkturalnego spadłyby poniżej normalnego poziomu — w przeciwieństwie do obecnej polityki inflacyjnej banków centralnych obawiających się deflacji. Wtedy oczekiwania późniejszego wzrostu podczas fazy ekspansji stymulowałyby wydatki przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w chwili obecnej przy zachowaniu nominalnych stóp procentowych na wyraźnie dodatnim poziomie.

Ale po co męczyć się z tymi wszystkimi kosztami finansowymi, kiedy zwykła zmiana na „czas letni” — czyli w tym wypadku wprowadzenie ujemnych stóp — mogłaby przynieść ten sam rezultat? We współczesnym kontekście europejskim, czas letni — według jego zwolenników — oznacza unikanie bolesnych spadków cen i płac w Hiszpanii i Anglii, które w wielu wypadkach wzrosły podczas boomu na rynku budowlanym i nieruchomości na początku tysiąclecia.

Dlaczego zamiast tego po prostu nie obniżyć stóp poniżej zera, napędzając tym samym budownictwo i konsumpcję w Niemczech, co dałoby wiatr w żagle także gospodarkom na peryferiach Europy? I proszę, spadek wartości euro oznacza Friedmanowski czas letni na rynku walutowym, a co za tym idzie — zyski wszystkich europejskich eksporterów!

Znany brytyjski komentator finansowy z połowy dziewiętnastego wieku, Walter Bagehot, napisał, że „John Bull będzie bronił wielu rzeczy, ale *nie będzie bronił dwuprocentowej stopy zwrotu*”. Jak wskazuje Alex Pollock z American Enterprise Institute, Bagehot miał na myśli fakt, że stopy zwrotu poniżej dwóch procent spowodowałyby u brytyjskich inwestorów spekulacyjny szal, skutkujący fatalnymi konsekwencjami gospodarczymi. Na szczęście, w tym czasie silny popyt na złoty pieniądz i silne procykliczne schematy cen i pensji oznaczały, że oprocentowanie pieniądza opartego na standardzie złota w Londynie nigdy nie spadło poniżej dwóch procent.

Co by Bagehot powiedział o dzisiejszych ujemnych stopach procentowych? Cóż, na pewno przewidziałby spekulacyjne fantazje powstałe w umysłach inwestorów desperacko szukających zysków z odsetek. Najbardziej jaskrawym tego przykładem mogą być francuskie dziesięcioletnie obligacje oprocentowane na poziomie 0,65%. Tuż za nimi znalazłyby się włoskie i hiszpańskie obligacje dziesięcioletnie z oprocentowaniem oscylującym wokół 1,30%.

I bez banków centralnych rzeczywiste stopy *mogą być* ujemne. Dlaczego ta finansowa wersja czasu letniego ma tak potężny wpływ na uwalnianie nieracjonalnych sił na globalnych rynkach finansowych? Źródłem problemu nie jest to, że stopy procentowe były rzeczywiście ujemne już od jakiegoś czasu.

W końcu nawet w hipotetycznym systemie stabilnej polityki monetarnej, a także w historii standardu złota, oczekiwanie wzrostu cen po recesyjnym minimum może oznaczać, że rzeczywiste stopy zwrotu byłyby przez jakiś czas ujemne. Jednakże te naturalnie występujące ujemne stopy, którym towarzyszą niskie, choć wciąż dodatnie, nominalne stopy, same w sobie nie stymulują rynkowej nieracjonalności.

Druga strona medalu: gdy banki centralne wprowadzają ujemne stopy

Friedmanowy „czas letni” różni się od powyższej sytuacji w co najmniej dwóch aspektach. Po pierwsze, istnieje pewien straszny efekt psychologiczny ujemnych stóp procentowych, choć ten strach jest cokolwiek racjonalny, biorąc pod uwagę historię eksperymentów monetarnych. Po drugie, właściciele pieniędzy i obligacji krótkoterminowych nie mieli okazji się wzbogacić podczas okresu spadku cen w czasie silnej recesji, tuż przed wprowadzeniem ujemnych stóp. W rzeczywistości, jeżeli obliczona na inflację polityka banków centralnych jest skuteczna, ceny będą rosły przez cały cykl.

To właśnie taki rodzaj poduszki bezpieczeństwa utworzonej z rzeczywistych zysków na aktywach pieniężnych podczas fazy recesji, gdy ceny spadają do niskiego poziomu, w stabilnych systemach monetarnych nie pozwala inwestorom reagować panicznie i nieracjonalnie na ujemne stopy. W takim systemie w Europie obserwowalibyśmy spadek wielu cen i płac podczas ostatniego pogorszenia koniunktury.

Ponieważ bank centralny próbuje zapobiegać deflacji przez cały cykl, europejscy posiadacze aktywów pieniężnych wchodzą teraz w czas letni bez takiej poduszki bezpieczeństwa. I nie widać końca takiej polityki. Najprawdopodobniej Europejski Bank Centralny będzie wciąż rozwijał swój eksperyment z ujemnymi stopami procentowymi.

Być może silna poprawa koniunktury gospodarczej lub nawet cud gospodarczy (w rozumieniu silnego, autonomicznego wzrostu produktywności) zmusi Europejski Bank Centralny do zakończenia tej polityki czasu letniego. Ale istnieje wciąż niebezpieczeństwo, że zakończenie tej polityki — lub samo oczekiwanie jej zakończenia — spowoduje obniżenie spekulacyjnej wrzawy na wielu rynkach, które teraz korzystają z gorączki wywołanej inflacją cen aktywów.

Jest też możliwe, że te nastroje zaczną stygnąć i bez wzrostu czy cudu, jeżeli cokolwiek zdoła stracić inwestorom różowe okulary z nosa.