

Jan L. Bednarczyk

Stopa procentowa jako narzędzie regulacji gospodarki w warunkach głębokiego załamania koniunktury

Ekonomiczne Problemy Usług nr 38, 9-16

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

JAN L. BEDNARCZYK
Politechnika Radomska

STOPA PROCENTOWA JAKO NARZĘDZIE REGULACJI GOSPODARKI W WARUNKACH GŁĘBOKIEGO ZAŁAMANIA KONIUNKTURY

Wprowadzenie

Głębokie załamanie się rynków krajów uprzemysłowionych w połowie 2007 roku zmusza do zastanowienia się nad jego przyczynami oraz poszukiwaniem metod przezwyciężenia. Sytuacja jest o tyle trudna, że – podobnie jak to miało miejsce w okresie Wielkiego Kryzysu lat 1929–1933 – załamaniu towarzyszy spektakularne kurczenie się kapitalizacji wielkich korporacji, ogłaszanie ich upadłości lub decyzji o ich przejmowaniu – pod opiekę państwa. Należy zaznaczyć, że upadłości wielkich korporacji zdarzały się w okresie większych załamań koniunktury, jakie miały miejsce w ostatnich kilkudziesięciu latach. Jako stosunkowo świeży przykład można przytoczyć chociażby upadłość Enronu pod koniec 2001 roku. Różnica pomiędzy aktualnym kryzysem i poprzednimi polega jednak na skali obserwowanego zjawiska, którego istotą, przynajmniej w Stanach Zjednoczonych, jest zagrożenie dla ciągłości funkcjonowania wielkiej liczby przedsiębiorstw o kluczowym znaczeniu dla gospodarki (stanowiących w gruncie rzeczy jego bazową infrastrukturę), bez których ta gospodarka praktycznie nie może funkcjonować. Jako przykłady takich przedsiębiorstw można chociażby podać największe amerykańskie firmy ubezpieczeń kredytów hipotecznych: Fannie Mae i Freddie Mac, największą firmę ubezpieczeniową AIG, największy bank detaliczny Washington Mutual czy grupę największych banków inwestycyjnych.

Skalę obecnego kryzysu można ocenić również w kontekście zmniejszania się kapitalizacji firm uznawanych dotąd po obydwu stronach Atlantyku za niekwestionowane ikony wolnej gospodarki rynkowej. I tak kapitalizacja Citibanku, uznawanego do czasu kryzysu za największy bank komercyjny świata, zmniejszyła się z około 280 mld USD w połowie 2007 roku do około 5,5 mld USD na początku marca 2009, a zatem prawie 51-krotnie i zrównała się praktycznie z kapitalizacją największego polskiego banku detalicznego PKO BP (około 5,3 mld USD). Podobny spadek wartości rynkowej od początku kryzysu zanotowały również niektóre korporacje przemysłowe. Na przykład kapitalizacja giełdowa

General Motors spadła z 22,6 mld USD do zaledwie 885 mln USD¹, tj. do wartości rynkowej średniej wielkości firmy z WIG 20.

Kryzys rozpoczął się od amerykańskiego sektora finansowego, a ściślej mówiąc: od sektora kredytów hipotecznych, który tradycyjnie wykazuje dużą wrażliwość na zmiany stóp procentowych. Powstaje zatem pytanie: w jakim zakresie za wybuch kryzysu odpowiada polityka stóp procentowych Systemu Rezerwy Federalnej (SRF) i na ile banki centralne mogą wykorzystać to narzędzie do złagodzenia jego skutków?

Polityka stóp procentowych SRF a kryzys finansowy

Polityka stóp procentowych banku centralnego należy do tych metod polityki ekonomicznej, które oddziałują na sektor realny (przedsiębiorstwa niefinansowe, gospodarstwa domowe) w sposób pośredni, tzn. poprzez procesy dostosowawcze odbywające się w sektorze bankowym oraz na rynku pieniężnym. Stąd pojawiające się kontrowersje co do sprawczej roli impulsów polityki stóp procentowych, skłaniające niektórych teoretyków ekonomii do wręcz negowania regulacji stóp procentowych jako efektywnego narzędzia oddziaływania na koniunkturę². Pomimo istniejących kontrowersji banki centralne odpowiadające za tę część polityki ekonomicznej państwa bardzo chętnie wykorzystują ją zarówno do realizacji swojego zasadniczego celu, jakim jest stabilizacja cen, jak i do kształtowania warunków sprzyjających wzrostowi gospodarczemu³. U podstaw aktywnej polityki stóp procentowych banków centralnych leży niewątpliwie zamiar kształtowania ceny pieniądza w gospodarce w krótkim i długim okresie czasu. Niezależnie bowiem od skali reakcji gospodarki na zmiany tzw. oficjalnych stóp procentowych oraz długości opóźnień czasowych, jakie występują pomiędzy momentem podjęcia decyzji co do wysokości stóp procentowych a osiągnięciem oczekiwanej zmiany w zakresie realizacji ostatecznych celów polityki ekonomicznej, reakcja taka występuje i jest to wystarczająco mocna przesłanka dla przydatności regulacji stóp procentowych jako narzędzia polityki stabilizacyjnej⁴.

Inna przesłanka wynika z wpływu zmian oficjalnych stóp procentowych na oczekiwania podmiotów gospodarczych. Wpływ ten nie zawsze wydaje się zgodny z oczekiwaniami władz. Może mieć charakter bezpośredni. W tym przypadku polityka stóp procentowych określa intencje władz pieniężnych co do pożądanego kierunku zmian w gospodarce, skłaniając uczestników rynku do podążania w oczekiwanym przez władze kierunku; na przykład cięcia stóp procentowych mogą być odczytywane przez podmioty gospodarcze

¹ Wartości rynkowe firm zostały wyliczone na podstawie danych: Bloomberg.com oraz www.gpw.pl.

² Typowym przykładem takiego podejścia do regulacji stóp procentowych były poglądy przedstawicieli nurtu monetarystycznego, akcentującego ważność regulacji podaży pieniądza. Podobne poglądy wyrażają obecnie przedstawiciele nowej ekonomii klasycznej i innych nurtów opowiadających się za neutralnością pieniądza w krótkim okresie czasu.

³ Por. Objective of Monetary Policy, www.ebc.int.

⁴ Por. IMF, Global Financial Stability Report, October 2008, s. 73-100.

jako zamiar władz ożywienia gospodarki i zachęta do zwiększania skali prowadzonej działalności.

Nieco inny charakter zależności pomiędzy decyzjami władz a decyzjami uczestników rynku uwidacznia się w przypadku pośredniego wpływu zmian oficjalnych stóp procentowych na oczekiwania, a następnie na decyzje podmiotów gospodarczych, mogącego realizować się poprzez zmiany realnych stóp procentowych. W przypadku, gdy obniżkom stóp procentowych towarzyszy przyspieszenie inflacji (znaczny spadek realnych stóp procentowych), podmioty gospodarcze, świadome mechanizmów decyzyjnych banku centralnego, a zwłaszcza mając na uwadze jego zobowiązanie do stabilizowania cen, mogą odczytać obniżki stóp nie jako zachętę do zwiększania skali działalności gospodarczej, lecz jako istotny przejaw wzrostu niepewności co do przyszłych warunków gospodarowania. Może ich to skłonić do uznania bieżących decyzji banku centralnego za mało wiarygodne i oczekiwania rychłego podjęcia działań przeciwnych. Skutkiem może być nawet ograniczanie skali prowadzonej działalności gospodarczej.

Wstępna analiza polityki stóp procentowych SRF w latach 1990–2008 wskazuje na traktowanie przez tę instytucję regulacji stóp procentowych zarówno jako ważnego narzędzia kształtowania ceny pieniądza w gospodarce, jak i narzędzia kształtowania oczekiwań podmiotów gospodarczych. Jak wynika z danych zawartych w tabeli 1 w ciągu ostatnich dziewiętnastu lat można wyróżnić pięć zająbiających się cykli zmian nominalnych stóp procentowych: trzy cykle spadkowe i dwa cykle wzrostowe. Cechą charakterystyczną tych zmian był zbliżony sumarycznie okres trwania (w latach) cykli wzrostowych i spadkowych oraz równoległość tendencji zmian stóp nominalnych oraz realnych; wzrostowi nominalnych stóp procentowych towarzyszył z reguły wzrost stóp realnych i odwrotnie. Może to świadczyć o niezłej wiarygodności polityki SRF i właściwym jej odbiorze przez rynki.

Uwidacznia się jednak dość istotna różnica pomiędzy zachowaniem się stóp procentowych w trakcie dwóch pierwszych oraz trzech kolejnych cykli, zaczynających się umownie na przełomie 2000 i 2001 roku, kiedy nominalne stopy procentowe osiągały swoje lokalne szczyty. Mianowicie: w latach 2001–2003 zarówno nominalne, jak i realne stopy procentowe osiągały stopniowo coraz niższe poziomy aż do poziomów nienotowanych od wielu lat. Przy tym stopy realne zaczęły przyjmować wartości ujemne. Podmioty gospodarcze funkcjonujące zwłaszcza w branżach wrażliwych na koszt pieniądza (do których należy budownictwo mieszkaniowe) mogły z pełnym przekonaniem odczytywać politykę SRF jako trwałą poprawę warunków gospodarowania i unikalną szansę na rozwój ich działalności. Istotnie, w dużym stopniu dzięki tej polityce gospodarce amerykańskiej udało się dość łatwo wyjść z kryzysu początku lat 2000., spowodowanego pęknięciem „banki internetowej”, a w latach 2002–2003 była ona znów liderem wzrostu w grupie największych krajów przemysłowych (z wyjątkiem Wielkiej Brytanii). Motorem napędowym tego wzrostu były branże związane z budownictwem.

Tabela I

Stopy procentowe i wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych w latach 1990-2008

Wyszczególnienie	Lata																				
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
Średnioroczne oprocentowanie funduszy federalnych ^{a)}	7,5	5,5	3,5	3,0	4,0	5,7	5,4	5,4	5,1	5,1	5,9	3,8	1,5	1,1	1,6	3,3	4,8	4,7	2,2		
Tendencje zmian oprocentowania funduszy federalnych	wzrost											spadek				wzrost				spadek	
Wskaźnik wzrostu cen detalicznych	5,4	4,2	3,0	3,0	2,6	2,8	2,9	2,3	1,5	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	4,3		
Realne oprocentowanie funduszy federalnych ^{b)}	2,1	1,3	0,5	0,0	1,4	2,9	2,5	3,1	3,6	2,9	2,5	1,0	-0,1	-1,2	-1,1	-0,1	1,6	1,8	-2,1		
Tempo wzrostu realnego PKB	1,8	-0,5	3,1	2,7	4,0	2,5	3,7	4,5	4,2	4,4	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,4		

^{a)} Średnia arytmetyczna wartości oprocentowania funduszy federalnych w ciągu roku kalendarzowego.

^{b)} Różnica pomiędzy średnią wartością oprocentowania funduszy federalnych w danym roku i wskaźnikiem wzrostu cen detalicznych za dany rok.

Źródło: obliczenia własne na podstawie: OECD Economic Outlook, nr 84, November 2008 oraz FRB: Monetary Policy, Open Market Operations, Intended Federal Funds Rate, www.federalreserve.gov.

Drugą istotną różnicą w zachowaniu się stóp procentowych kontrolowanych przez SRF w latach 2000., w porównaniu z poprzednią dekadą, była gwałtowność odrotu od polityki skrajnie taniego pieniądza realizowanej do połowy 2004 roku. Począwszy od 30 lipca 2004 roku SRF bardzo konsekwentnie, aczkolwiek w małych ruchach (zawsze po 25 punktów bazowych) podnosił stopę procentową, doprowadzając ją 29 czerwca 2006 roku do poziomu 5,25%. W ten sposób nominalne oprocentowanie funduszy federalnych wzrosło w ciągu trzech lat ponadpięciokrotnie w porównaniu z najniższym poziomem (1%), jaki osiągnęło w połowie 2003 roku. Tak znaczne wahania nominalnej stopy procentowej nie miały precedensu nie tylko w latach 1990., ale i w bardziej odległej przeszłości⁵. Z kolei realna stopa procentowa wzrosła w latach 2003-2007 o 3 p.p. Podobne zmiany realnego oprocentowania były wprawdzie notowane w dekadzie lat 1990., to jednak w tamtym okresie stan koniunktury gospodarczej w Stanach Zjednoczonych nie był aż do tego stopnia zależny od koniunktury w budownictwie jak w latach 2003-2007.

Cykl podwyżek stóp procentowych realizowanych przez SRF od 2004 przyczyniał się z jednej strony do tonowania oczekiwań podmiotów gospodarczych co do trwałości ożywienia koniunktury opartego na budownictwie mieszkaniowym, a z drugiej strony do systematycznego wzrostu kosztów kredytów hipotecznych, które podążały za wzrostem oficjalnych stóp procentowych. Ich końcowy efekt okazał się fatalny dla całej gospodarki. Okazało się, że SRF, starając się podtrzymać na początku lat 2000. ożywienie poprzez stopniowe przejście do polityki skrajnie taniego pieniądza, a następnie wycofując się z tej polityki bez uwzględniania jej potencjalnych kosztów dla uczestników rynku, stał się źródłem potężnego szoku dla gospodarki amerykańskiej, którego skutki zaowocowały jednym z najgłębszych załamań koniunktury.

Stopa procentowa jako narzędzie wychodzenia z depresji

Podstawą strategii polityki pieniężnej SRF wobec widocznych oznak kryzysu na rynku finansowym stało się z jednej strony zabezpieczenie płynności sektora bankowego, z drugiej zaś dostarczenie gospodarce pieniądza po możliwie najniższym koszcie. Narzędziem podtrzymania płynności sektora bankowego stały się bezprecedensowe zmiany w zakresie polityki refinansowej, umożliwiające nie tylko bankom komercyjnym, ale również i niektórym niebankowym instytucjom finansowym⁶ praktycznie pełne zaspokojenie ich zapotrzebowania na gotówkę. Decyzjom dotyczącym rozluźnienia polityki refinansowej

⁵ Por. A. Kosztowniak: *Tendencje stóp procentowych na rynkach krajów uprzemysłowionych w latach 1960-2006 i ich interpretacja*. W: *Teoria i polityka stóp procentowych we współczesnej gospodarce*. Red. J.L. Bednarczyk. Wyd. Politechniki Radomskiej, Radom 2007, s. 88-98.

⁶ Por. Board of Governors of the Federal Reserve System. *Monetary Policy Report to the Congress*, July 15, 2008, s. 26-27. Zob. też B.S. Bernanke: *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*. Speech at the Greater Austin Chamber of Commerce, Austin, Texas, December 1, 2008, Board of Governors of the Federal Reserve System, www.federalreserve.gov a także B.S. Bernanke: *Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet*. Speech at the National Press Club Luncheon, National Press Club, Washington, D.C., February 18, 2009, www.federalreserve.gov.

towarzyszyły jednocześnie cięcia oficjalnych stóp procentowych, które – dla wzmocnienia ich oddziaływania psychologicznego – przyjmowały okresowo formę działań skoordynowanych z bankami centralnymi innych krajów.

Bezpośrednim skutkiem rozluźnienia polityki refinansowej było znaczne przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza. Świadczą o tym dane dotyczące zmian tzw. bazy monetarnej, która pomiędzy grudniem 2007 a grudniem 2008 roku powiększyła się o 78%. Z kolei podaż pieniądza M_1 wzrosła o 11,5%, zaś podaż pieniądza M_2 o 7,2%⁷. Należy zauważyć, że tak szybka ekspansja monetarna dokonała się w sytuacji stopniowego wchodzenia gospodarki amerykańskiej w fazę recesji, kiedy popyt na transakcyjne zasoby pieniądza ulega zmniejszeniu; może to rodzić uzasadnione obawy o tworzenie się swoistego nawisu popytowego, mogącego doprowadzić w przyszłości do gwałtownego przyspieszenia procesów inflacyjnych.

Równie zdecydowany charakter przyjęła realizowana przez SRF polityka stóp procentowych. Pierwsze obniżki stóp procentowych zostały zainicjowane we wrześniu 2007, a zatem prawie bezpośrednio po ujawnieniu się pierwszych symptomów kryzysu na rynku kredytowym, po czym w ciągu 15 miesięcy (do grudnia 2008 r.) SRF przeprowadził 10 obniżek swojej podstawowej stopy, doprowadzając ją do 0-0,25%, tj. poziomu najniższego w historii.

W kontekście przeprowadzonych działań amerykańskiego banku centralnego, zwłaszcza dokonanych redukcji stóp procentowych, pojawia się pytanie o ich wpływ na cele, realizacji których w zamyśle władz miały one służyć, to jest ich wpływ na podtrzymanie aktywności sfery realnej. Odpowiedź na to pytanie jest rzeczywiście trudna, chociażby ze względu na opóźnienia czasowe, jakie mają miejsce pomiędzy zastosowaniem środków polityki pieniężnej a uwidocznieniem się ich pełnego wpływu na koniunkturę. Trudno jest również odpowiedzieć definitywnie na pytanie: na ile kryzys finansowy, który rozpoczął się w połowie 2007 roku zmienił zależności pomiędzy oficjalnymi stopami procentowymi, krótkoterminowymi stopami rynkowymi oraz stopami procentowymi (realnymi, długoterminowymi), które wpływają na decyzje ekonomiczne producentów i konsumentów? A zatem na ile zmodyfikował on działanie podstawowego mechanizmu transmisji impulsów stóp procentowych na gospodarke?

Istotną zmianą, jaka w 2008 roku dokonała się na rynkach finansowych i która rzutuje w podstawowej mierze na efektywność mechanizmu transmisyjnego stóp procentowych, a także efektywność polityki stóp procentowych, jest dalsze rozluźnienie się zależności pomiędzy zmianami oficjalnych stóp procentowych a zmianami krótkoterminowych stóp rynkowych. Tendencja taka była już obserwowana na rynkach USA oraz Unii Europejskiej wcześniej. Kryzys finansowy, a zwłaszcza nieobserwowane dotychczas problemy z wypłacalnością wielkich banków i instytucji finansowych spowodowały jednak wyraźne jej za-

⁷ Obliczenia własne na podstawie: Federal Reserve Board, *Statistics: Releases and Historical Data*, www.federalreserve.gov.

ostrzenie. W konsekwencji zaznaczył się ostry dysparytet pomiędzy kosztami refinansowania się banków w banku centralnym a kosztami, jakie ponoszą one korzystając ze środków rynku międzybankowego, traktowanymi przez banki jako jedno ze źródeł finansowania, określających marginalny koszt pozyskania kapitału⁸ i rzutujących na warunki finansowania przez banki klientów spoza sektora bankowego.

Sytuacja ta osłabia niewątpliwie skuteczność dokonywanych cięć stopy procentowej, a także efektywność polityki refinansowania sektora finansowego przez bank centralny, gdyż znaczna część zasobów pieniądza, wprowadzonego do sektora bankowego, zalega w tym sektorze, zabezpieczając głównie jego płynność; służąc natomiast tylko w ograniczonym zakresie (ze względu na wysoki koszt pozyskania kapitału) finansowaniu sfery realnej. Obserwuje się zatem dość nietypowe zjawisko znacznego nagromadzenia pieniądza w finansowych kanałach jego cyrkulacji, który jednak ma tylko ograniczone możliwości przeniknięcia do sfery realnej. Świadczy to niewątpliwie o obniżeniu się sprawności przepływu sygnałów rynkowych, pobudzanych zmianami oficjalnych stóp procentowych oraz prowokuje pytanie o podobieństwo zaistniałej sytuacji do problemów, jakie napotyka polityka stóp procentowych w warunkach charakteryzujących stan tzw. pułapki płynności.

Istotne z punktu widzenia kształtowania się równowagi w tej fazie rozwoju koniunktury będzie zachowanie się cen. Jeśli spadek popytu inwestycyjnego oraz popytu na dobra i usługi będzie znaczący, wówczas spadkowi temu może towarzyszyć tendencja do stabilizacji, a nawet spadku cen, co w istocie miało miejsce w gospodarce USA w ostatnich miesiącach 2008 roku. Tendencje deflacyjne, jakie mogą się pojawić są na tyle groźne, że prowadzą one do wzrostu realnych stóp procentowych, który niweluje pozytywne skutki obniżek stóp nominalnych i może prowadzić do pogłębiania się zjawisk recesyjnych w realnej sferze gospodarki. Równowaga gospodarcza może zmierzać do punktu, któremu odpowiada niski poziom produkcji i wysokie bezrobocie, przy jednocześnie niskich stopach procentowych i niskim poziomie inflacji. W istocie jest to sytuacja, w której sprawcza przydatność mechanizmu transmisyjnego zmian stóp procentowych staje się wysoce problematyczna.

Podsumowanie

Z podjętych powyżej rozważań na temat użycia stóp procentowych jako narzędzia oddziaływania na koniunkturę nasuwa się refleksja, że pomimo kontrowersji co do skuteczności mechanizmów stóp procentowych w oddziaływaniu na realne procesy gospodarcze, są one na tyle istotnym parametrem gospodarczym, że banki centralne powinny stosować go z rozmysłem i świadomością skutków, jakie mogą wywołać błędne decyzje w tym za-

⁸ Na dzień 11 XII 2008 różnica pomiędzy tzw. efektywną stopą oprocentowania funduszy federalnych w USA a oprocentowaniem 3-miesięcznych lokat na rynku międzybankowym wynosiła 2,8 p.p., natomiast oprocentowanie krótkoterminowych kredytów dla najbardziej wiarygodnych kredytobiorców (prime rate) przewyższało efektywne oprocentowanie funduszy federalnych o 3,8 p.p. Zob. Federal Reserve Board. *Statistics: Releases and Historical Data...*

kresie. Przykładem błędnej polityki stóp procentowych wydaje się polityka prowadzona przez amerykański SFR w czasie ostatniego cyklu podwyżek tych stóp. Przyczyniła się ona niewątpliwie do kryzysu finansowego, który wstrząsnął fundamentami amerykańskiej gospodarki. Tymczasem próby wykorzystania mechanizmu stóp procentowych do łagodzenia skutków kryzysu wydają się mieć nikielne szanse powodzenia. Bardziej skuteczne w tym względzie są narzędzia bezpośredniego oddziaływania na efektywny popyt.

INTEREST RATE AS A TOOL TO REGULATE ECONOMY IN THE SITUATION OF DEEP RECESSION

Summary

Experiences of the American economy in the last ten years indicate significance of central bank interest rates as a tool to affect the economic situation. A transition to the cheap money policy effected in the years 2001–2003 was an important element of support for the economic recovery after bursting of the “internet bubble” at the beginning of 2000. A relatively rapid retreat from this policy since mid 2004 was a kind of shock for the American economy, a direct effect of which was a crisis in the financial market and entire economy.

Attempts to overcome the crisis by returning to the policy of extremely cheap money may bring about only limited effects. Fiscal policy seems to be a more effective tool to support the recovery of economy.

Translated by Danuta Gocławska