

Dylematy wyjścia ze stymulowania makroekonomicznego

prof. Marek Dąbrowski
CASE

108 seminarium BRE-CASE
Warszawa, 25 marca 2010



Plan prezentacji

- Efektywność stymulowania monetarnego i fiskalnego w walce z kryzysem w jego najostrejszej fazie (2008/9)
- Negatywne efekty stymulowania fiskalnego
- Negatywne efekty stymulowania monetarnego
- Trudności wyjścia ze stymulowania fiskalnego i monetarnego
- Konflikt makroekonomiczny pomiędzy krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się



Zróźnicowana ocena stymulowania makroekonomicznego 2008/2009

- Wzrost pieniądza rezerwowego BC zneutralizował spadek mnożnika pieniężnego, spowodowany kryzysem systemu finansowego ⇒ uniknięcie scenariusza Wielkiego Kryzysu 1929-1933.
- Dyskusyjna skuteczność stymulowania fiskalnego, poza wydatkami na ratowanie systemu bankowego



Wątpliwości wokół efektywności stymulowania fiskalnego

- Międzyokresowe ograniczenia fiskalne: większość krajów miała nadmierne deficyty i zadłużenie publiczne w chwili rozpoczęcia kryzysu
- Efekt Keynesowski czy efekt Ricardiański?
- Jak duży mnożnik popytowy w warunkach świadomości ograniczeń fiskalnych, niesprawności systemu finansowego i „wyciekania” popytu za granicę?
- Automatyczne stabilizatory, a dyskrecjonalne pakiety stymulacyjne
- Pułapka zadłużenia (szybciej niż oczekiwano)



Deficyt sektora finansów publicznych, w % PKB

Kraj	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Francja	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.4	-7.0
Niemcy	-4.0	-3.8	-3.3	-1.5	-0.5	-0.1	-4.2
Włochy	-3.5	-3.5	-4.3	-3.3	-1.5	-2.7	-5.6
Japonia	-8.0	-6.2	-5.0	-4.0	-2.5	-5.8	-10.5
Wlk.Brytania	-3.3	-3.3	-3.3	-2.6	-2.6	-5.1	-11.6
USA	-4.8	-4.3	-3.2	-2.2	-2.8	-5.9	-12.5

Źródło: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009



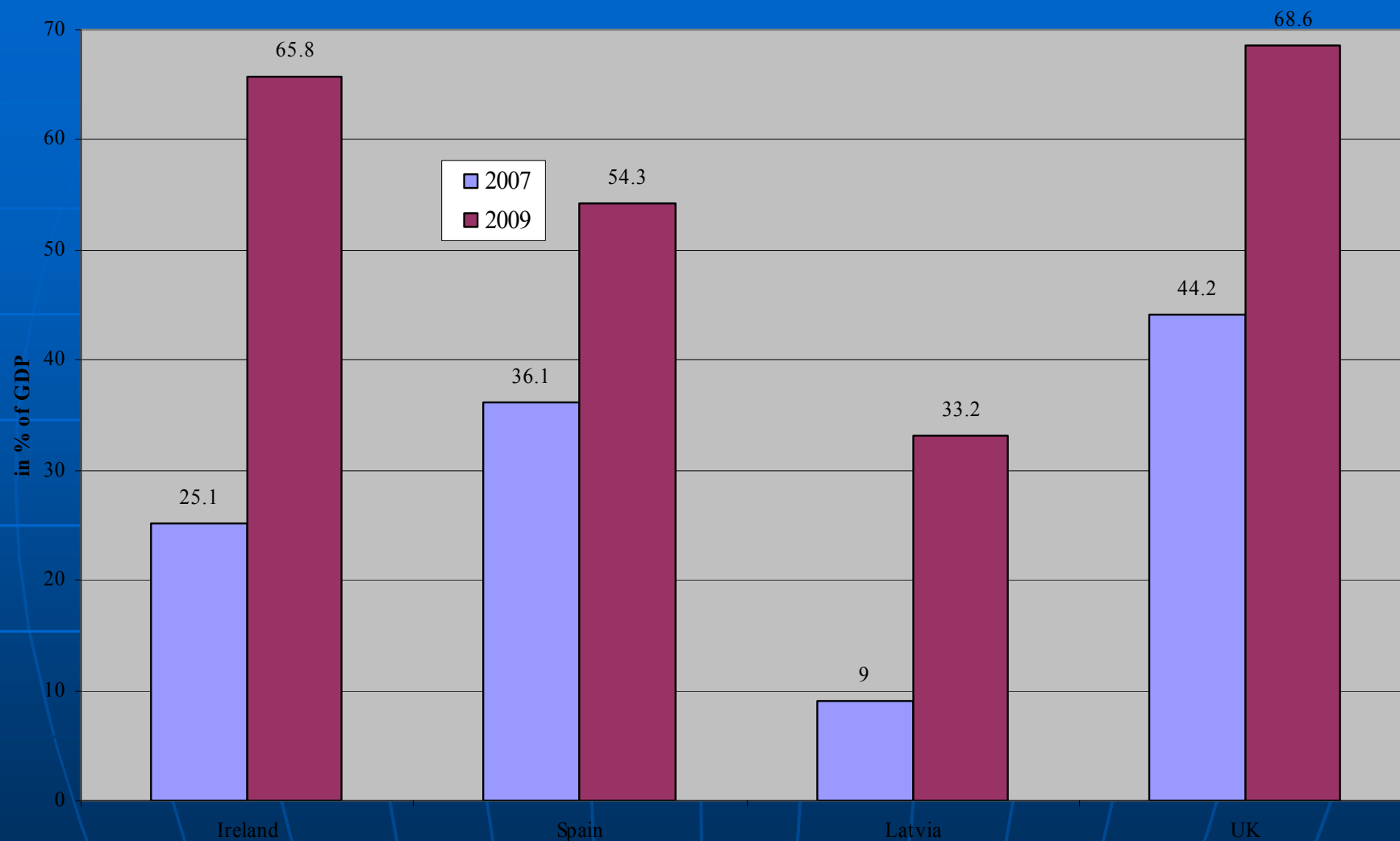
Dług publiczny brutto w % PKB

Kraj	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Francja	66.4	63.6	63.8	67.5	76.7	82.6	86.6	89.6	91.5	92.6
Niemcy	66.4	65.9	63.4	67.1	78.7	84.5	87.8	89.7	90.1	89.3
Włochy	105.8	106.5	103.5	105.7	115.8	120.1	123.5	126.0	127.9	128.5
Japonia	191.6	191.3	187.7	196.6	218.6	227.0	231.9	237.2	241.8	245.6
Wlk.Bryt.	42.1	43.2	44.1	52.0	68.7	81.7	89.3	94.1	96.9	98.3
USA	61.4	60.9	61.9	70.4	84.8	93.6	97.7	100.9	104.3	108.2

Źródło: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009



Dług publiczny brutto, 2007-2009



Źródło: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009



Negatywne skutki uboczne dyskrecjonalnych interwencji fiskalnych

- Ekonomia polityczna: łatwiej wprowadzać, niż wycofywać
- Nacjonalizm ekonomiczny: pomagamy „swoim”, a nie „obcym”
- Zachęcanie do lobbingu, *rent seeking* i korupcji
- Hamowanie dostosowań w sferze realnej (np. przemysł samochodowy)
- Rujnowanie reguł dyscypliny fiskalnej na szczeblu narodowym, europejskim (SGP/PSW) i międzynarodowym
- Absorpcja oszczędności kosztem sektora prywatnego



Konieczność natychmiastowych dostosowań fiskalnych

- Problemy płynności (np. Grecja) i wypłacalności państwa (większość krajów OECD)
- Konieczność drastycznego zacieśnienia fiskalnego, niezależnie od fazy cyklu koniunkturalnego
- Główne działania dostosowawcze:
 - Wycofywanie nadzwyczajnych instrumentów stymulacyjnych
 - Ograniczenie zobowiązań socjalnych państwa (np. wyższy wiek emerytalny)
 - Ponowna prywatyzacja upaństwowionych banków po ich sanacji

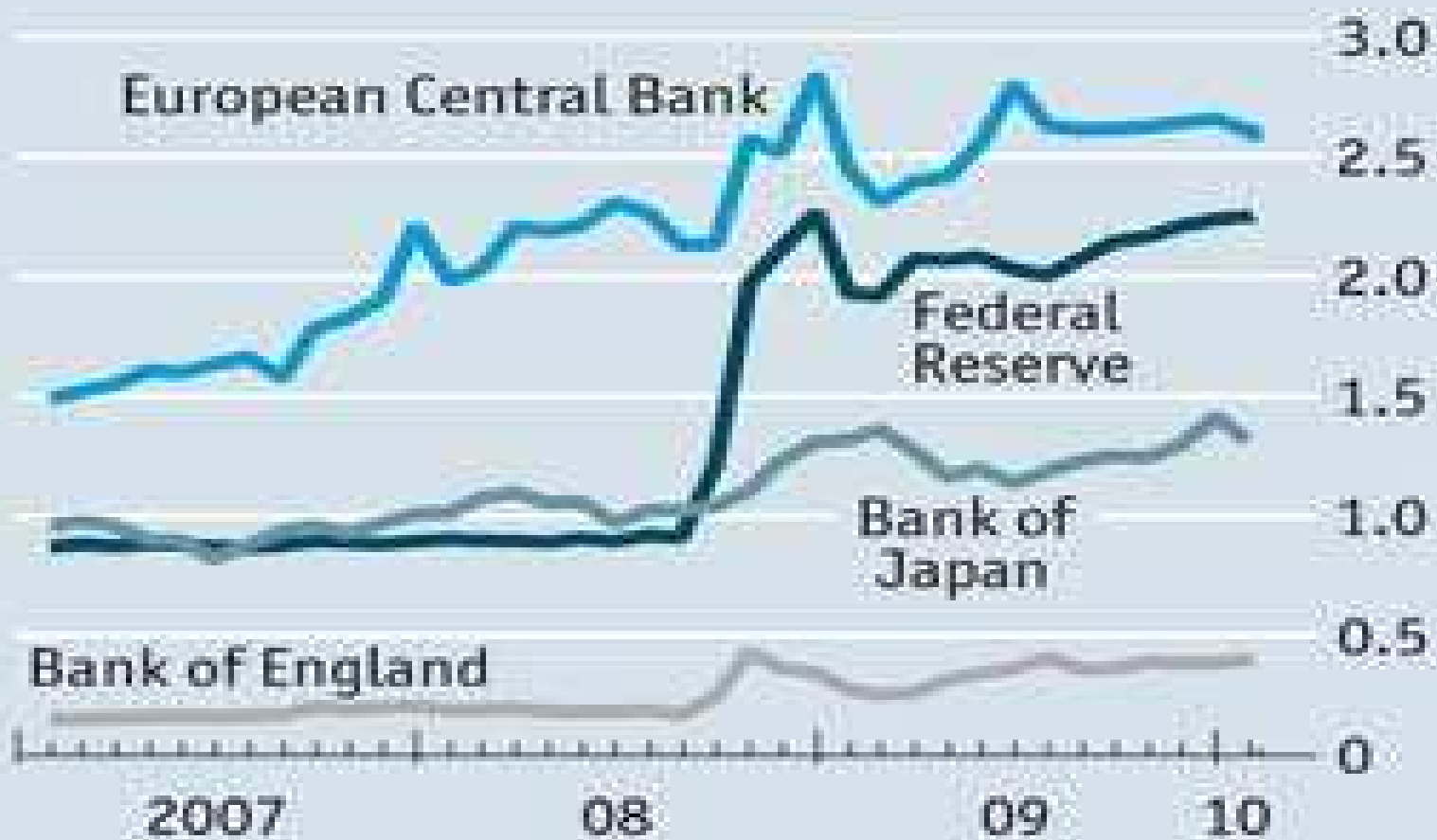


Negatywne skutki uboczne stymulowania monetarne

- Faktyczne ograniczenie niezależności banków centralnych, przejrzystości ich instrumentów, duży udział operacji quasi-fiskalnych (w tym także dodatkowe finansowanie MFW)
- Przejęcie przez banki centralne niektórych funkcji pełnionych przez rynki finansowe
- Kilkakrotny wzrost aktywów i pasywów banków centralnych, duży udział „trudnych” aktywów
- Tendencja do obarczania banków centralnych dodatkowymi zadaniami w zakresie stabilności systemu finansowego, monitoringu tzw. ryzyka systemowego i mikro-nadzoru finansowego



Central banks' assets, \$trn



Source: Thomson Reuters

Źródło: The Economist, 11.02.2010



Jak wyjść ze stymulowania monetarnego?

- Niebezpieczeństwo powrotu recesji lub scenariusza „japońskiego” (długotrwała stagnacja) w przypadku zbyt wczesnego zacieśnienia monetarnego (szczególnie wobec konieczności dostosowań fiskalnych)
- Niebezpieczeństwo powtórzenia błędu Fed z lat 2002-2004 (zbyt późne zacieśnienie): groźba inflacji, nowych „baniek” spekulacyjnych (np. na rynku surowców) i dalszego pogłębiania globalnej nierównowagi makro
- Większe niebezpieczeństwo drugiego błędu
- Inflacja nie pomoże wyjść z pułapki zadłużenia



Konflikt makroekonomiczny pomiędzy krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się

- Źródła konfliktu: (i) silna integracja międzynarodowych rynków finansowych; (ii) rola dolara i euro jako walut globalnych; (iii) różny potencjał wzrostu gospodarczego
- Ograniczona suwerenność makroekonomiczna krajów rozwijających się (nawet przy płynnym kursie walutowym)
- Niskie stopy procentowe w USA, UE i Japonii ⇒ napływ kapitału spekulacyjnego do *emerging markets*, możliwe przegrzanie ich gospodarek
- Wysokie potrzeby pożyczkowe sektora publicznego w krajach OECD ⇒ ograniczenie dostępu do kapitału dla krajów rozwijających się

