

Zerowe stopy procentowe nie muszą być dobrą odpowiedzią na kryzys

Andrzej Rzońca
NBP, SGH, FOR

111 seminarium BRE-CASE
Warszawa, 25 listopada 2010

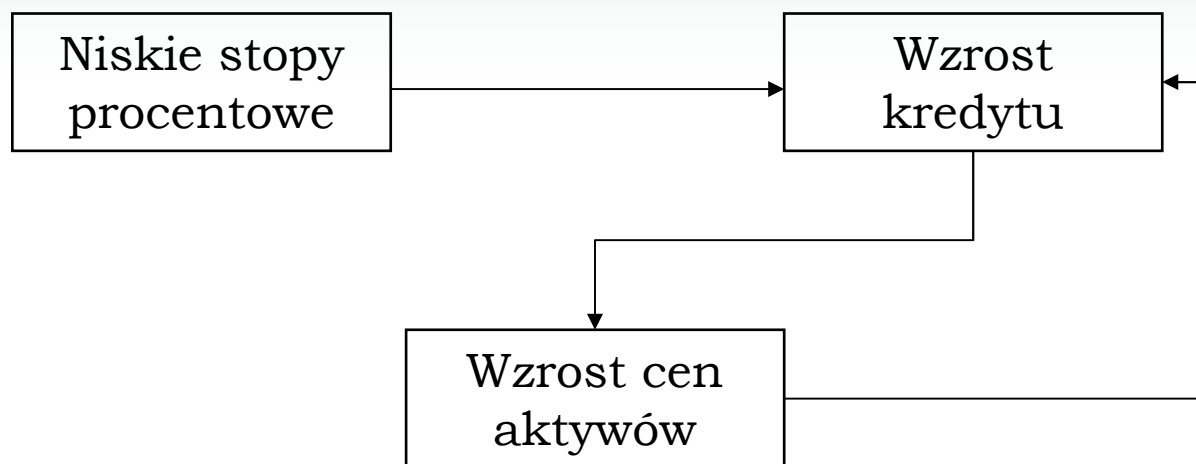


Plan

- **Wprowadzenie**
- **Hipotezy I, II, III i IV**
- **Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez**

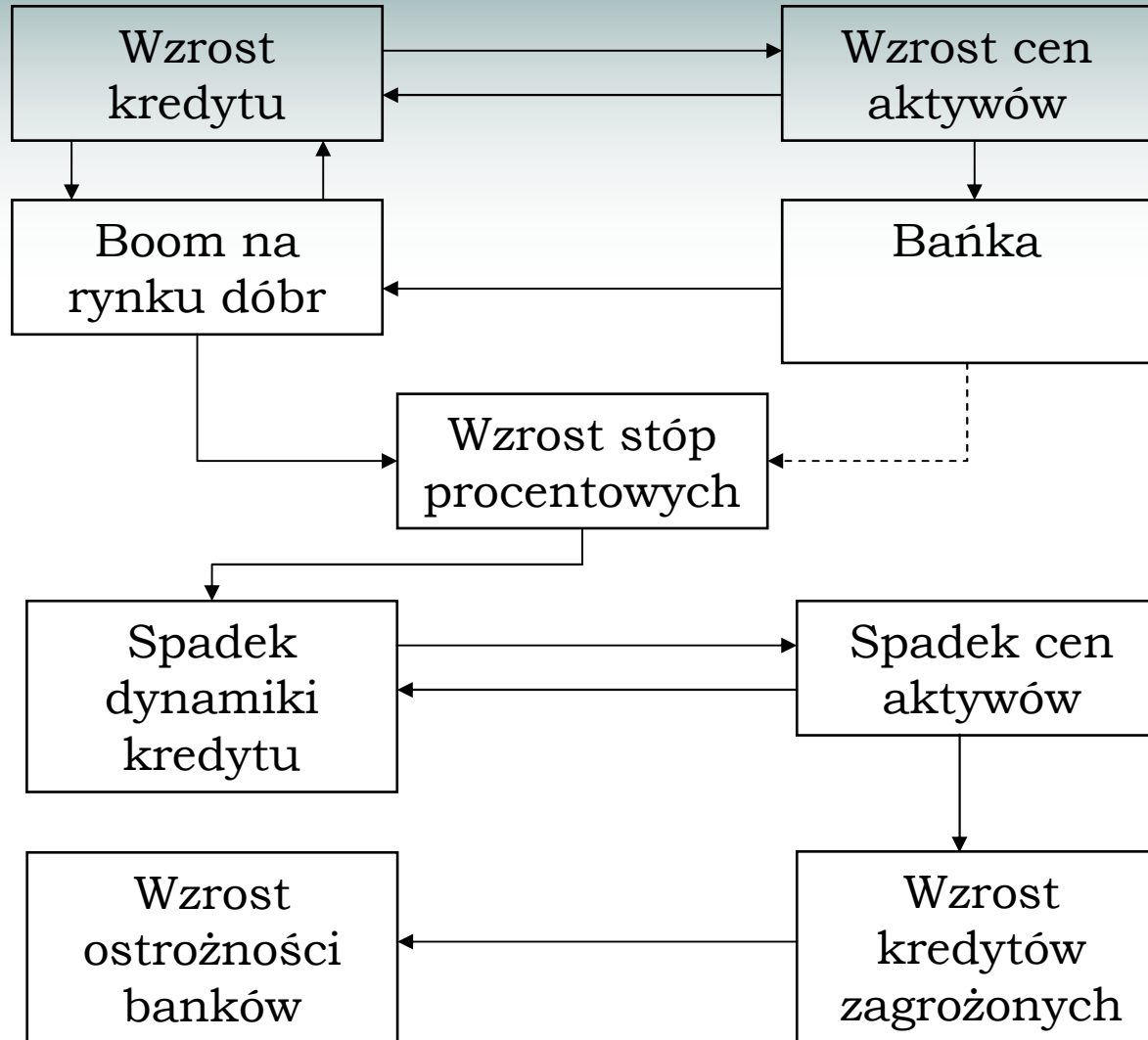
Wprowadzenie

W normalnych warunkach...



Wprowadzenie

Jeśli stopy procentowe są utrzymywane na niskim poziomie zbyt długo...



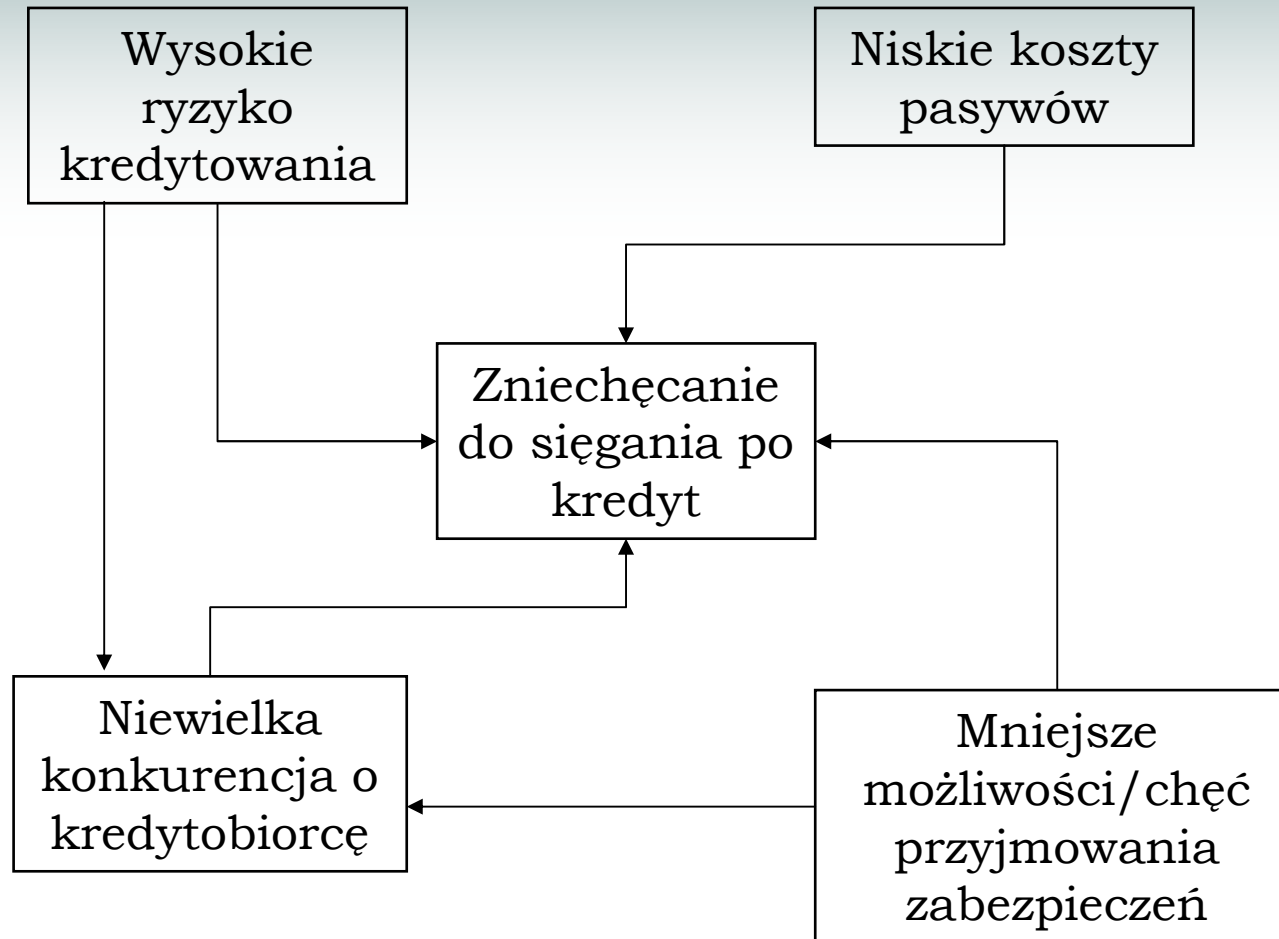
Wprowadzenie

... to gospodarka może znaleźć się w sytuacji nadzwyczajnej, jak np. Japonia w latach dziewięćdziesiątych. Źródła jej kłopotów upatrywano w:

- przedwczesnym ~~zaostreniu~~ polityki fiskalnej (Kuttner i Posen, 2001);
- zbyt restrykcyjnej polityce pieniężnej i deflacji (np. Krugman, 1998);
- drastycznym pogorszeniu bilansów przedsiębiorstw w następstwie pęknięcia bańki spekulacyjnej (Koo, 2009);
- braku rzeczywistej restrukturyzacji aktywów banków, w tym utrzymywanie przy życiu przedsiębiorstw - zombies (Caballero, Hoshi, Kashyap, 2006)
- opóźnieniach w restrukturyzacji przedsiębiorstw i związanej z tym niepewność (Kobayashi, 2000)

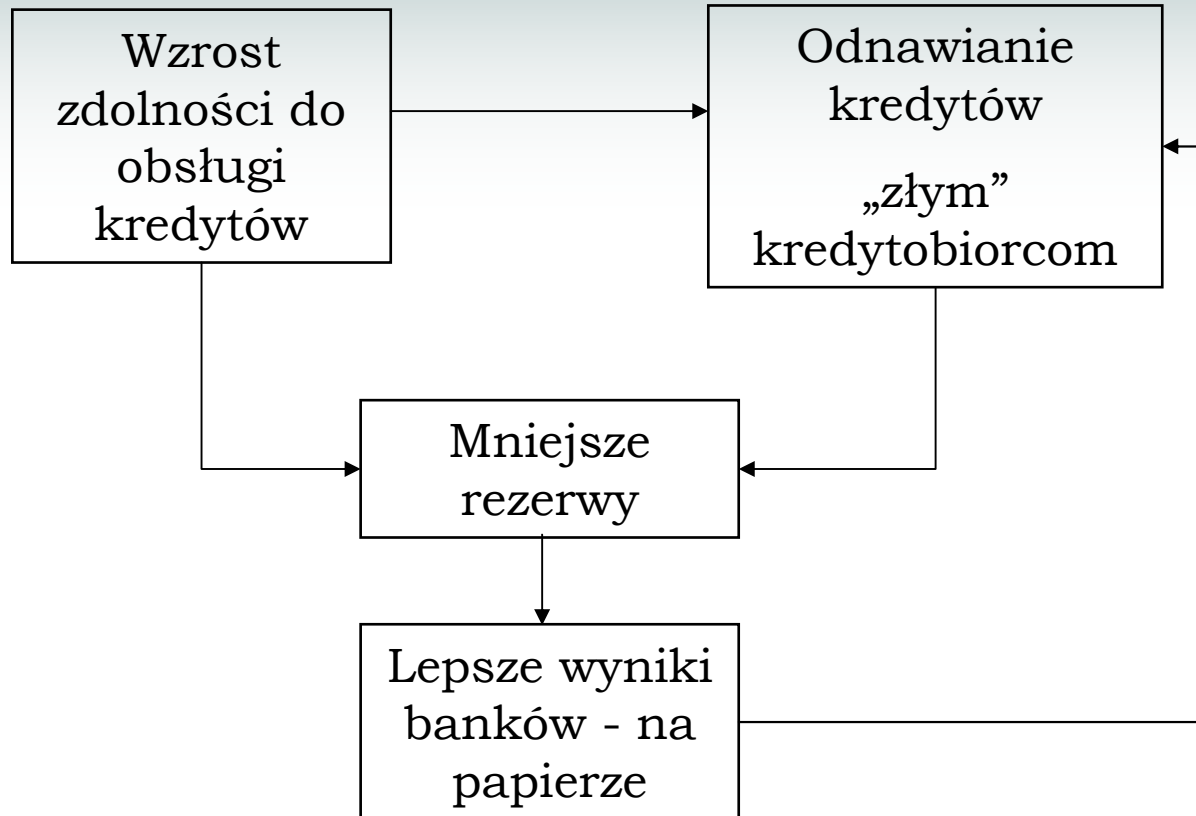
Hipoteza I

Sprowadzenie stóp procentowych do zera może osłabiać bodźce banków do udzielania nowych kredytów



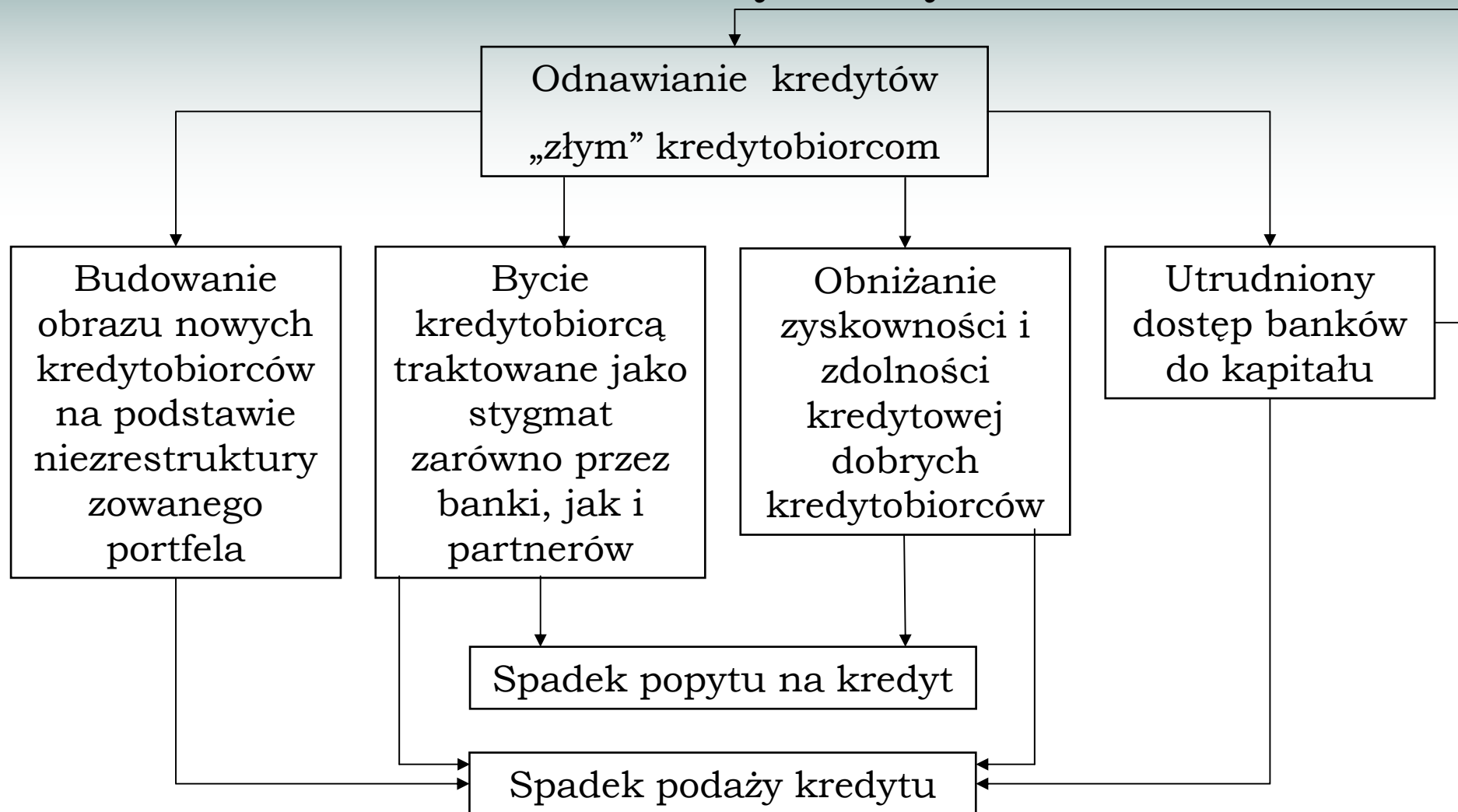
Hipoteza II

Sprowadzenie stóp procentowych do zera może osłabiać bodźce banków do restrukturyzacji portfela kredytów



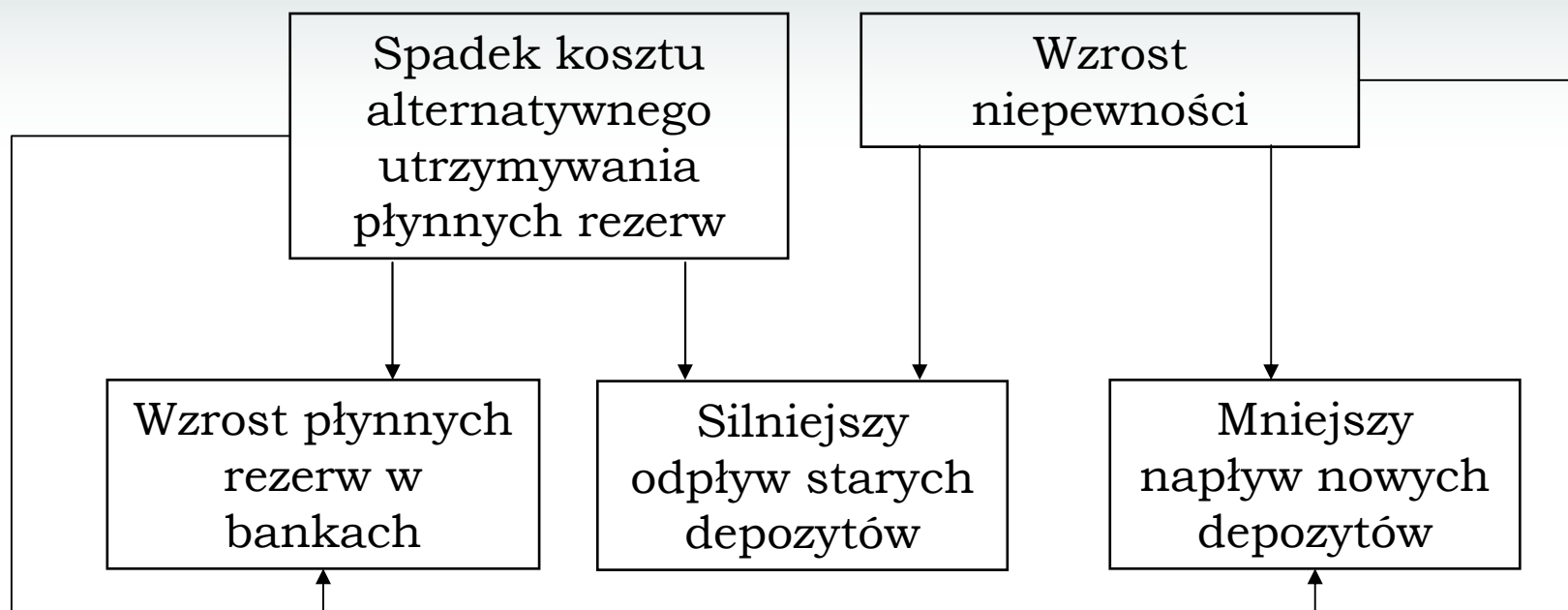
Hipoteza I i II - interakcje

Niezrestrukturyzowany portfel kredytów może zniechęcać banki do udzielania nowych kredytów



Hipoteza III

Sprowadzenie stóp procentowych do zera może zwiększać popyt na płynne rezerwy i to nie tylko ze strony banków, ale też gospodarstw domowych



Hipoteza III

Nawet jeśli ostrożnie założymy się, że zerowe stopy procentowe:

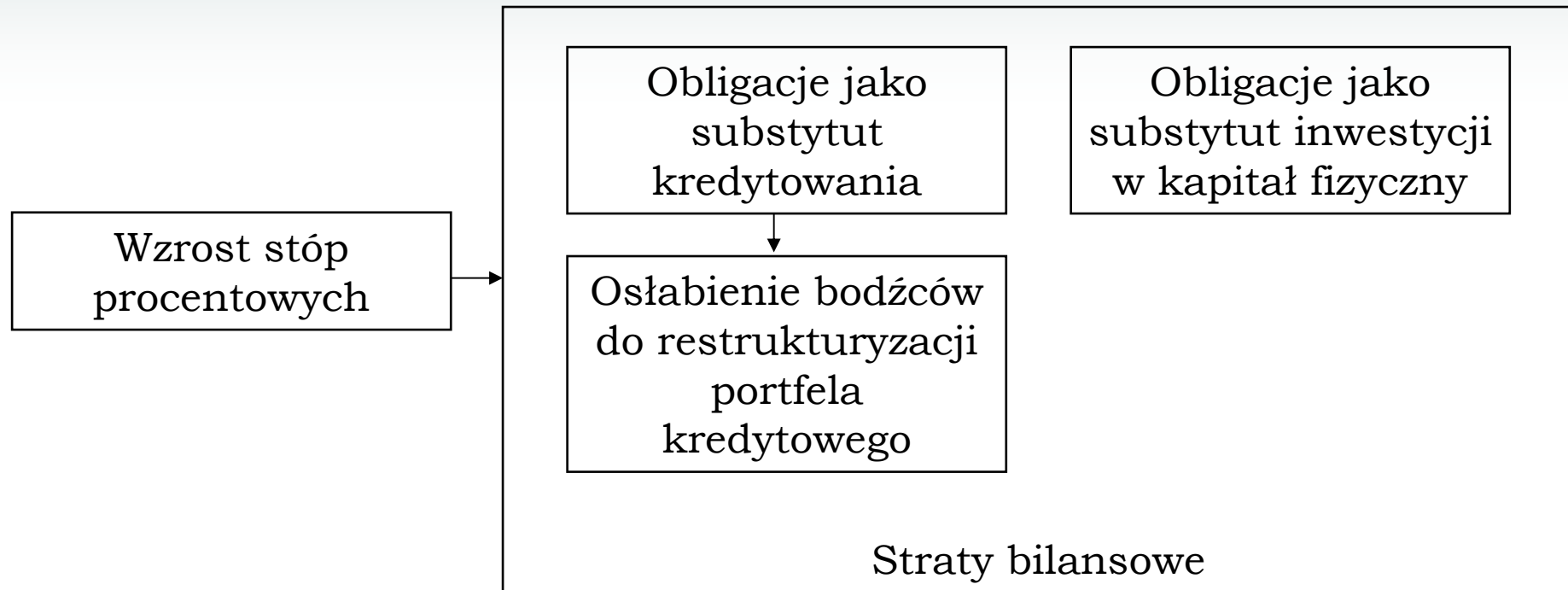
- nie prowadzą do wycofania z banków żadnej części depozytów ulokowanych w nich w przeszłości (depozyty, których termin pierwotny zapada, są odnawiane)
 - nie mają wpływu na stopę płynnych rezerw od przeszłych depozytów;
- tempo wzrostu podaży pieniądza przy danej dynamice bazy monetarnej powinno zawierać się w przedziale, którego:
- dolna granica jest równa ilorazowi dynamiki bazy monetarnej oraz mnożnika pieniężnego
 - górną granicę wyznacza dynamika bazy monetarnej.

Dynamika podaży pieniądza będzie równa:

- dolnej granicy przedziału w przypadku, gdy w okresie $t+1$ gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa przestaną zakładać nowe depozyty lub banki nie będą udzielać nowych kredytów;
- górną granicę przedziału, jeżeli w okresach od 1 do $t+1$, zarówno współczynnik wypływu gotówki poza system bankowy, jak i stopa płynnych rezerw utrzymywanych przez banki nie uległy żadnym zmianom.

Hipoteza IV

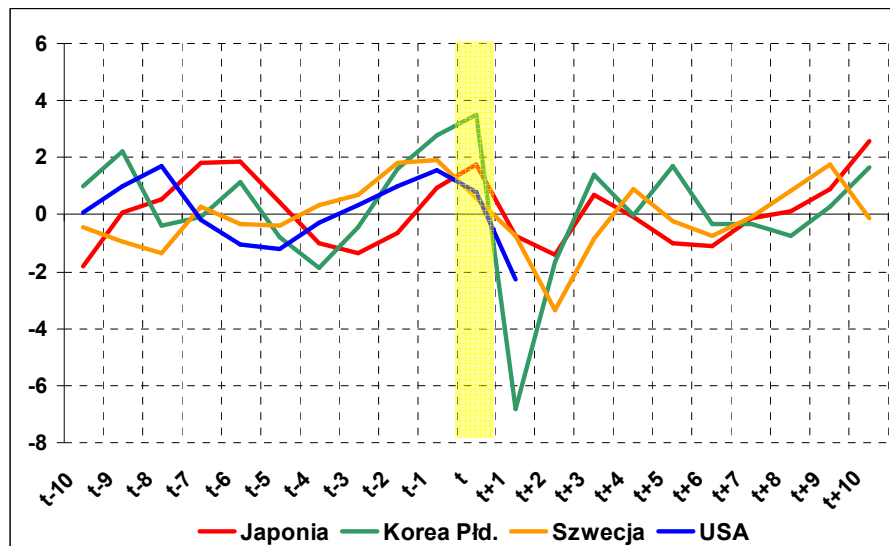
Sprowadzenie stóp procentowych do zera może zachęcać banki (ale też przedsiębiorstw i gospodarstwa domowe) do inwestowania wolnych środków w obligacje skarbowe, co z kolei może utrwalić stopy na niskim poziomie



Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez

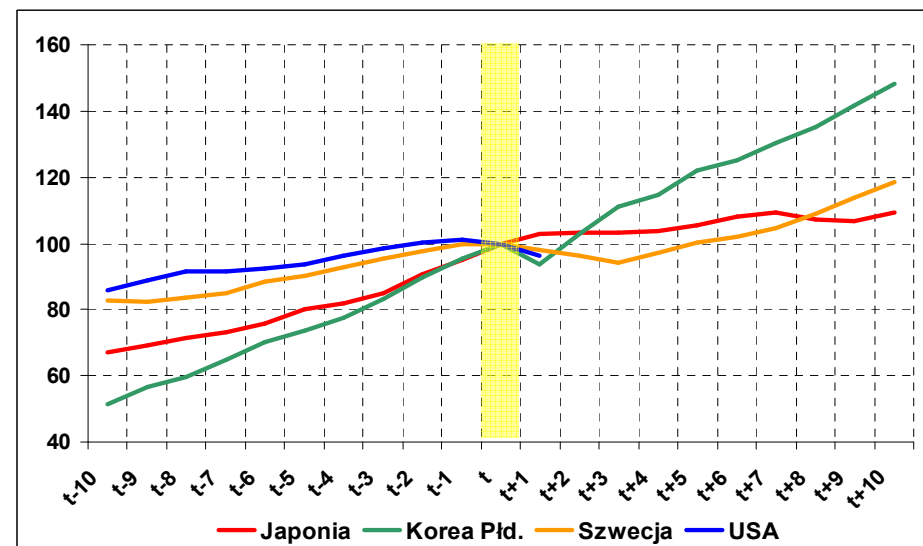
Kraje, w których kryzysy finansowe prowadziły do głębokiego spadku PKB i powstania silnie ujemnej luki popytowej, w dłuższym horyzoncie osiągały lepsze wyniki gospodarcze

Luka popytowa jako % PKB



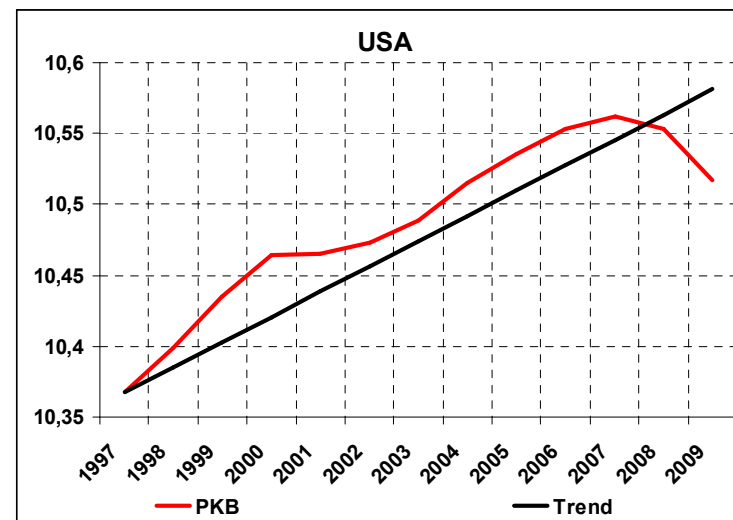
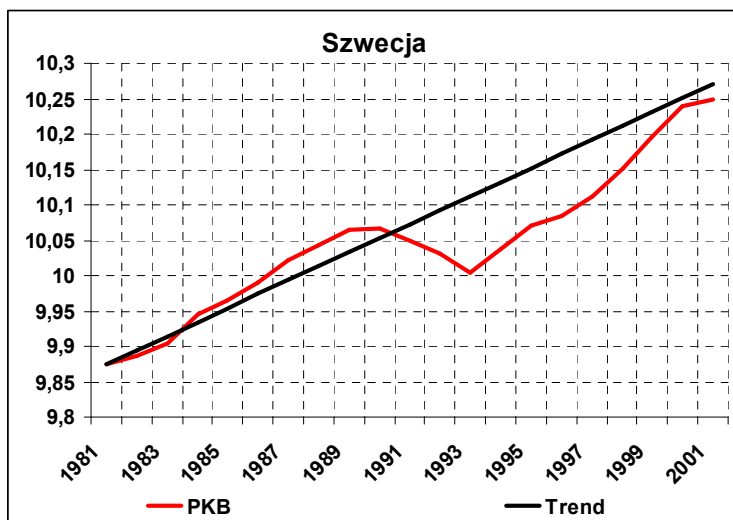
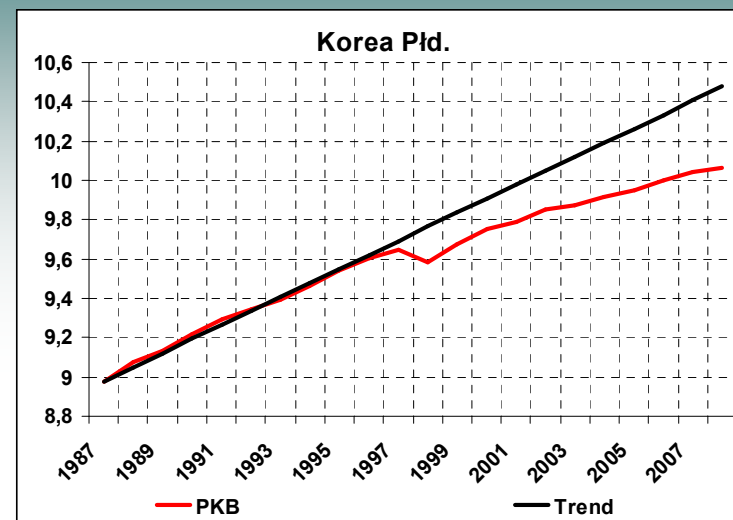
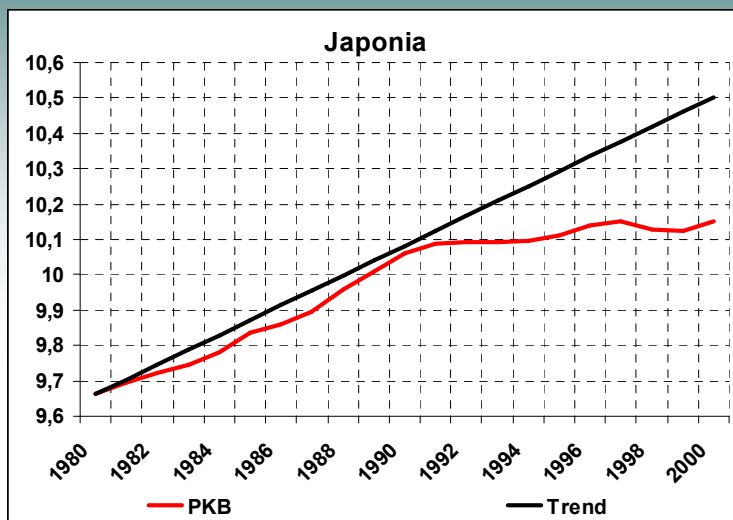
Źródło: OECD

PKB per capita PPP, rok kryzysu = 100



Źródło: IMF IFS, EcoWin Economic

Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez



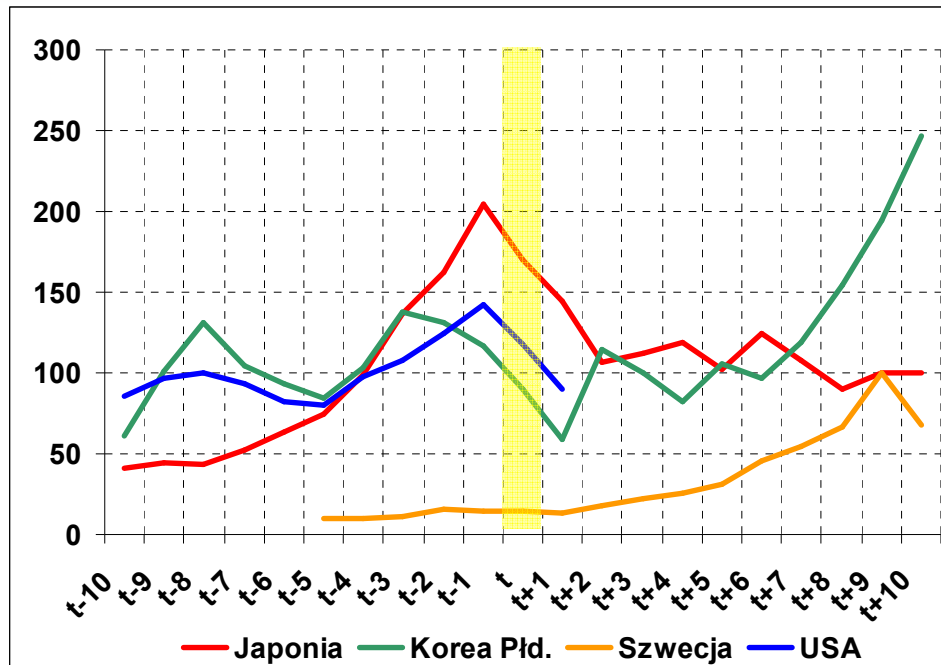
Trend obliczony dla 10 lat poprzedzających kryzys, ekstrapolowany na 10 kolejnych lat po kryzysie.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych OECD

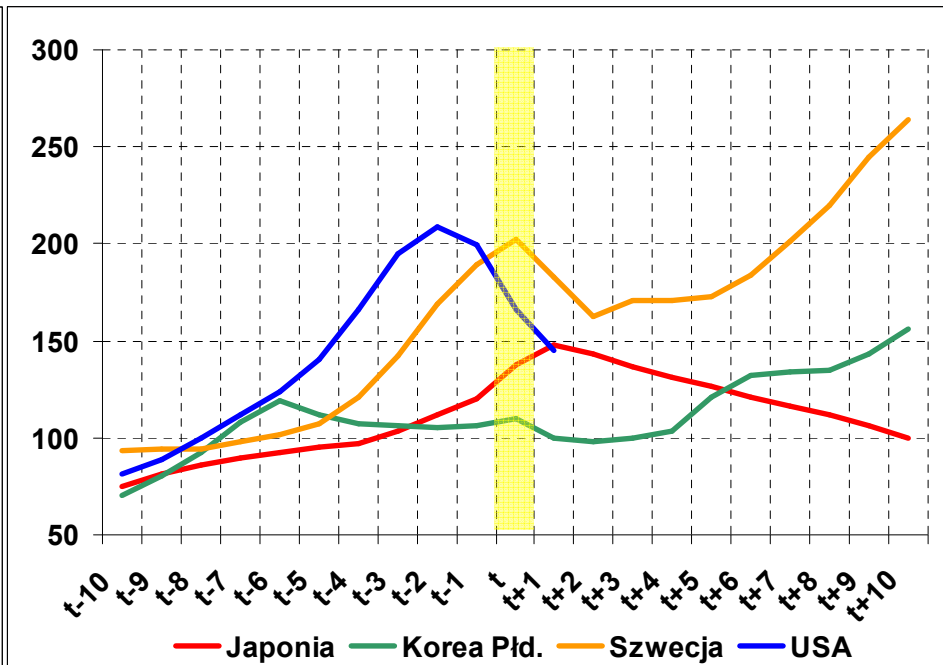
Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez

Analizowane kraje różniły się skalą nierównowagi przed kryzysem

Indeksy giełdowe



Ceny nieruchomości

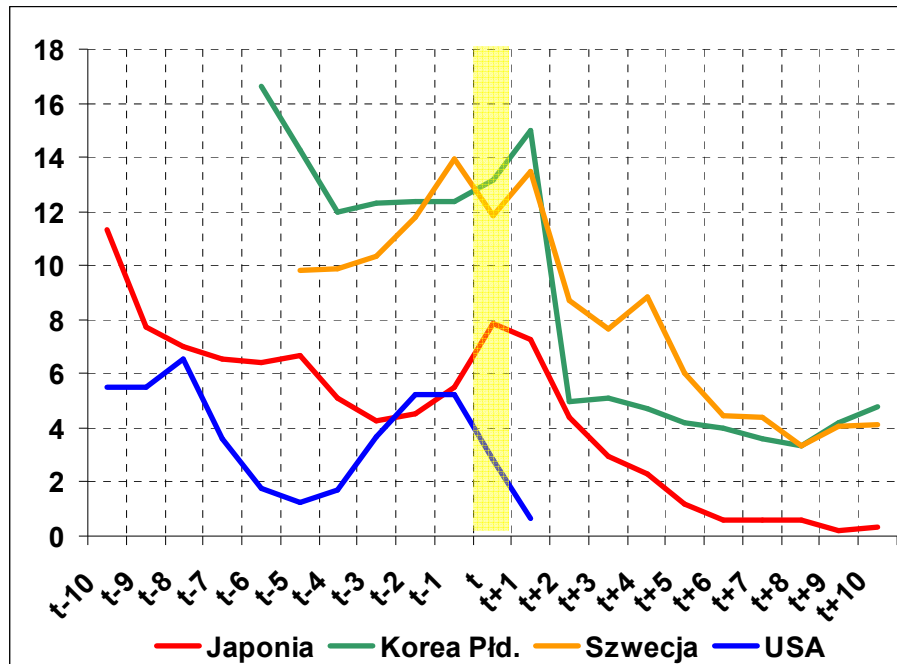


Źródło: EcoWin Economic, EcoWin Financial

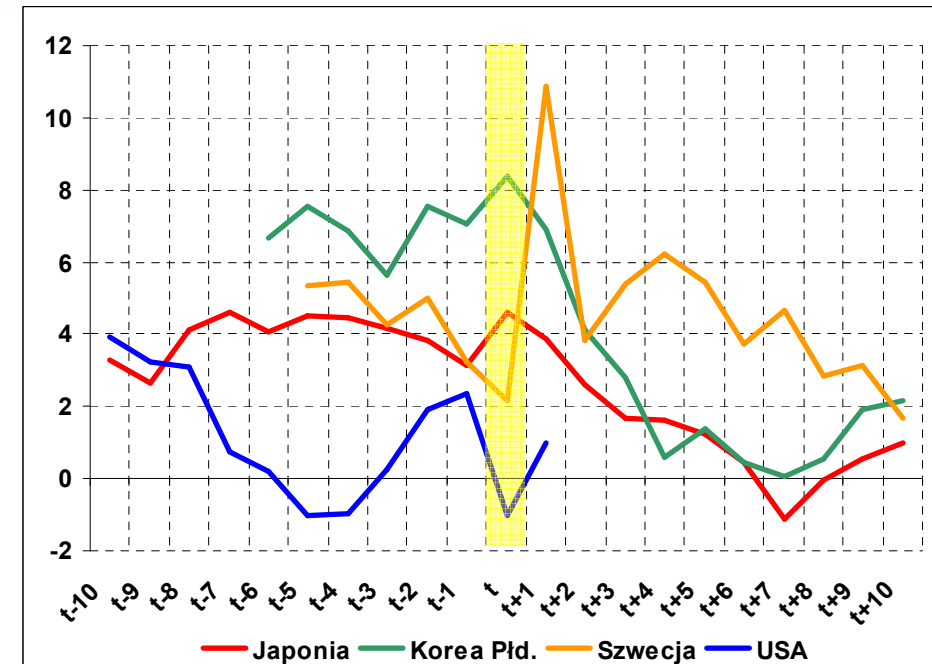
Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez

Kraje, które w dłuższym horyzoncie osiągały lepsze wyniki gospodarcze, miały w czasie kryzysu wyraźnie wyższe zarówno nominalne, jak i realne stopy procentowe

Nominalne rynkowe stopy procentowe



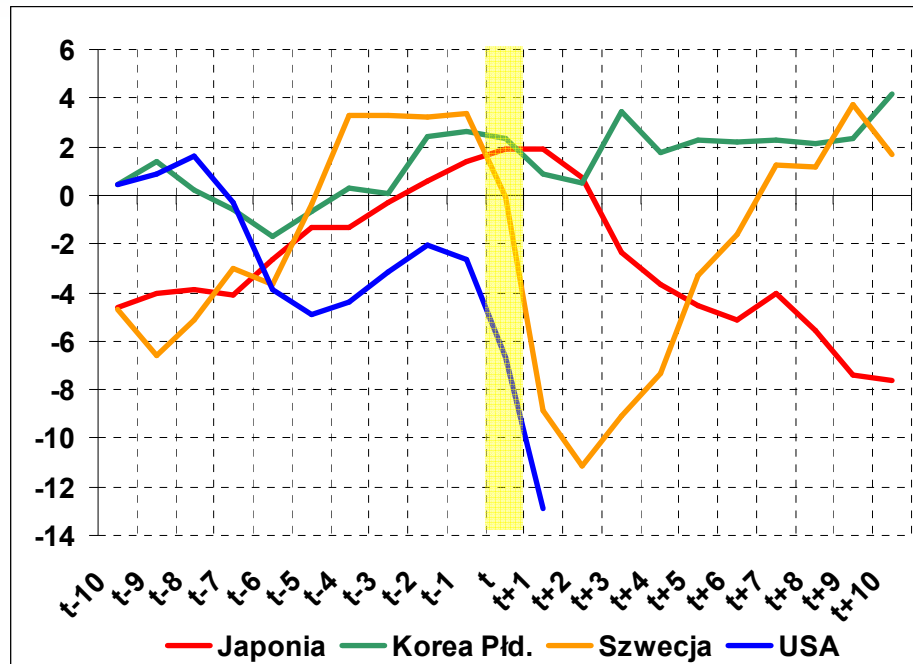
Realne rynkowe stopy procentowe



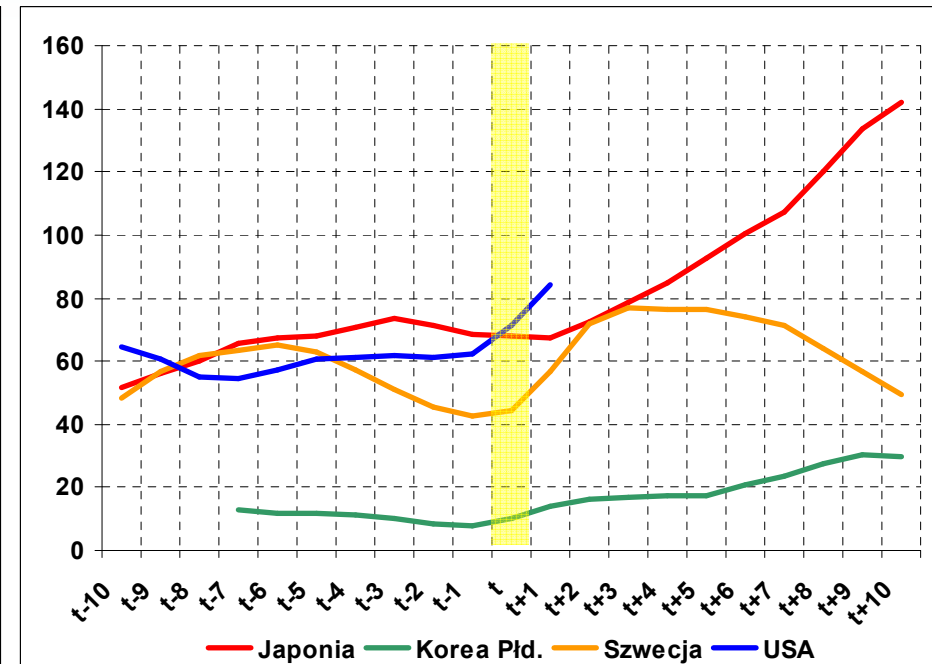
Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez

Szybciej też wycofywały się z ekspansji fiskalnej

Saldo sektora finansów publicznych w % PKB

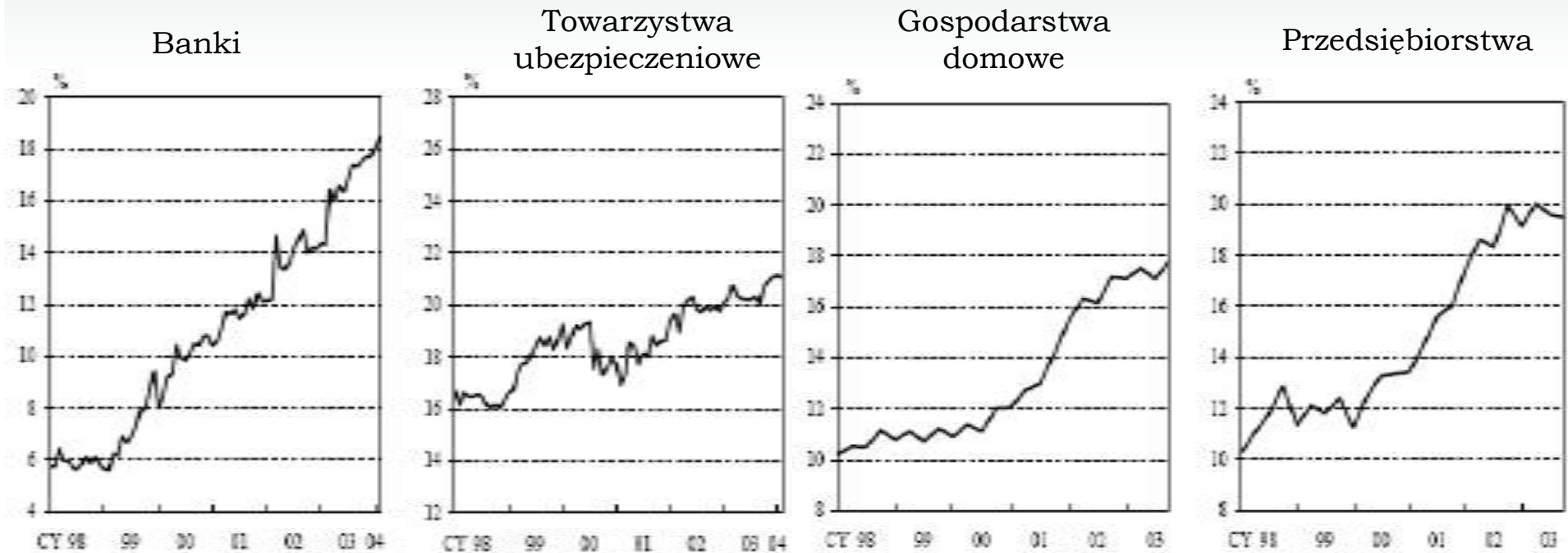


Dług publiczny w % PKB



Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez

Udział w pełni bezpiecznych aktywów w aktywach ogółem w Japonii (w %)

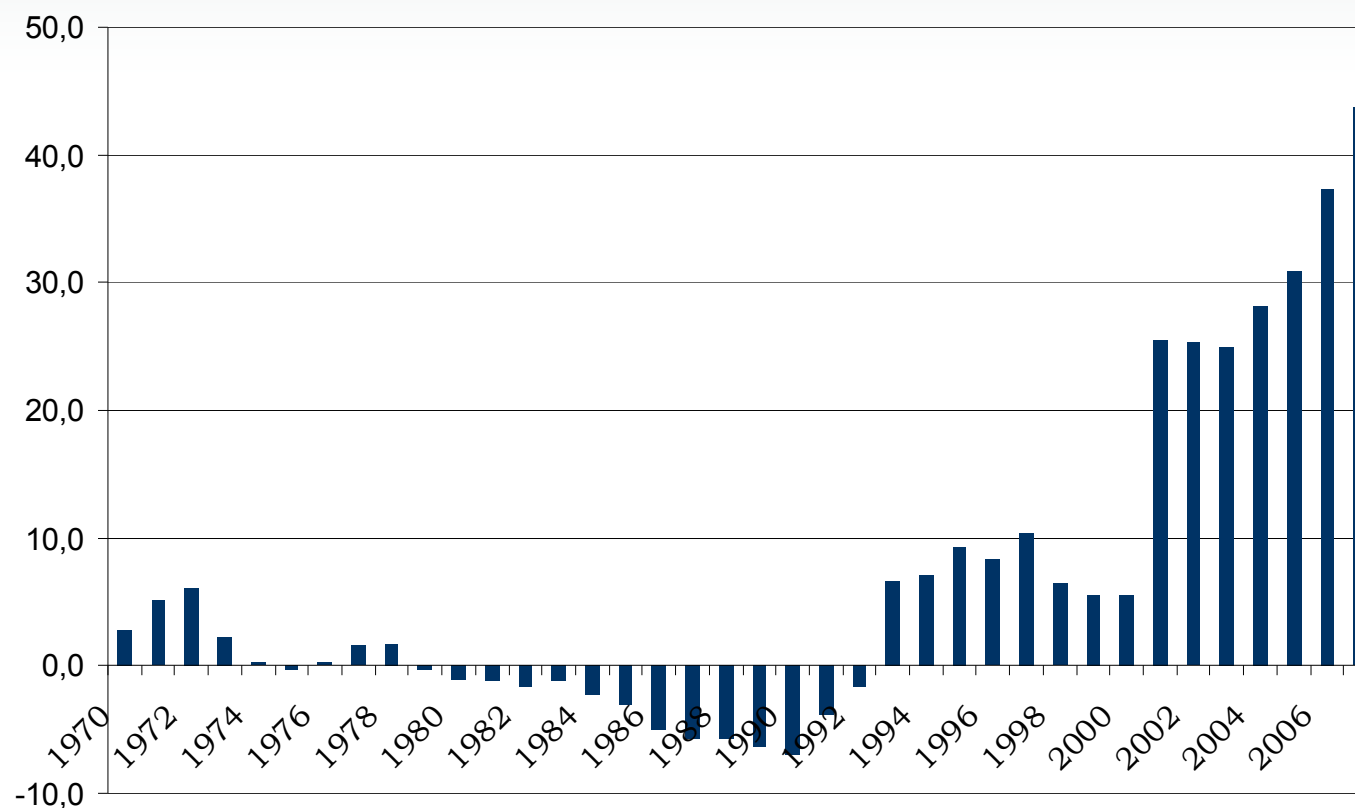


Źródło: Yamaoka (2009)

Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez

W Japonii banki silnie inwestowały nie tylko w obligacje skarbowe, ale i w projekty za granicą

Aktywa zagraniczne netto sektora bankowego w relacji do PKB (w %)

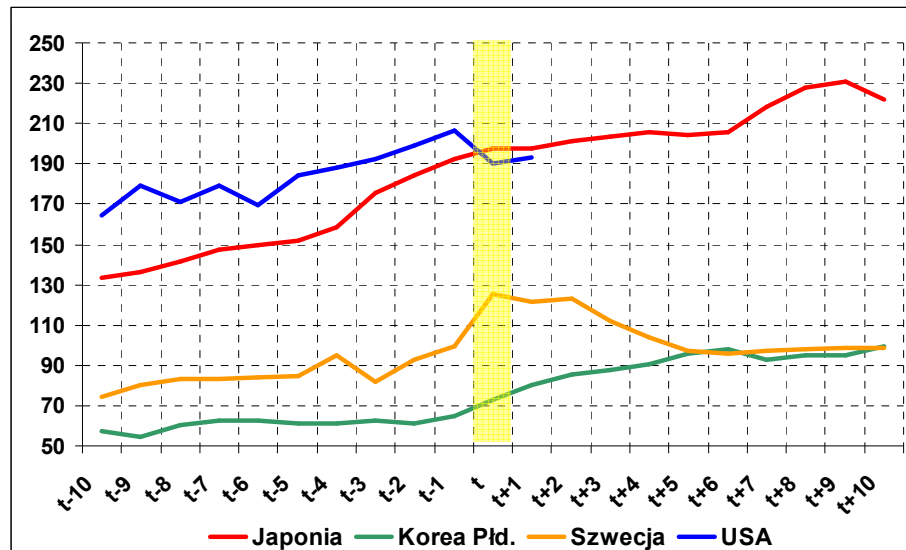


Źródło: MFW (2009)

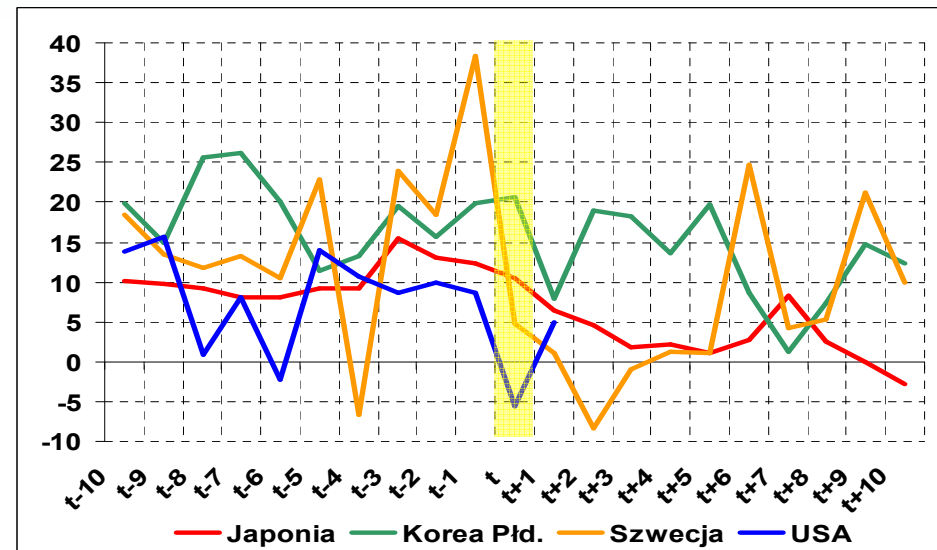
Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez

Nie da się wyjaśnić różnic w wynikach gospodarczych między analizowanymi krajami różnicami w kształtowaniu się kredytu...

Kredyt dla sektora prywatnego jako % PKB



Kredyt dla sektora prywatnego w % r/r

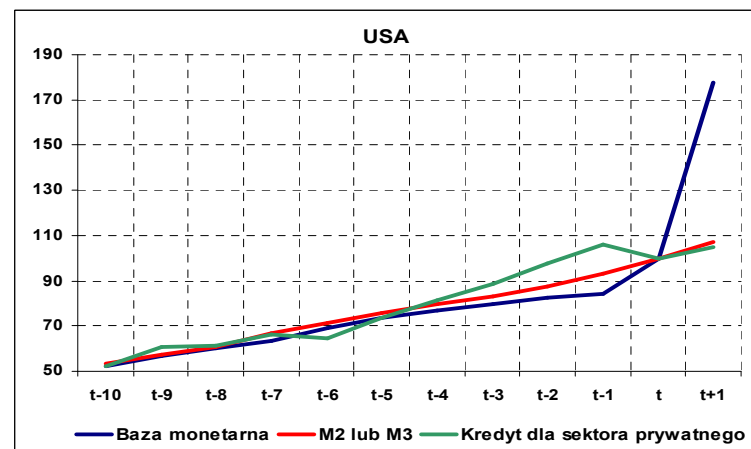
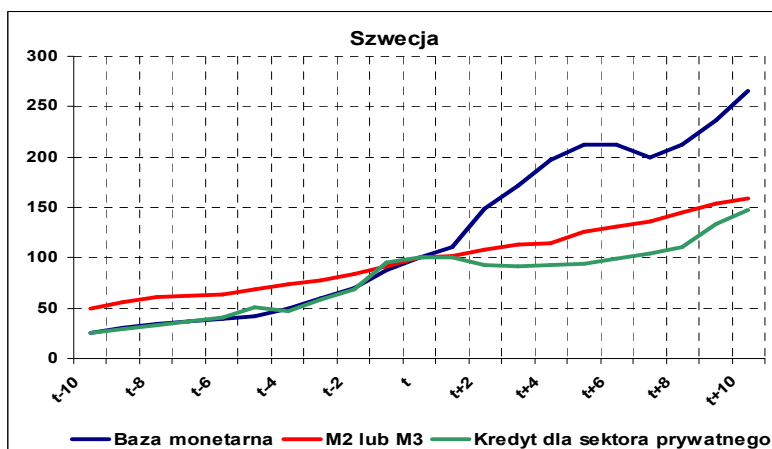
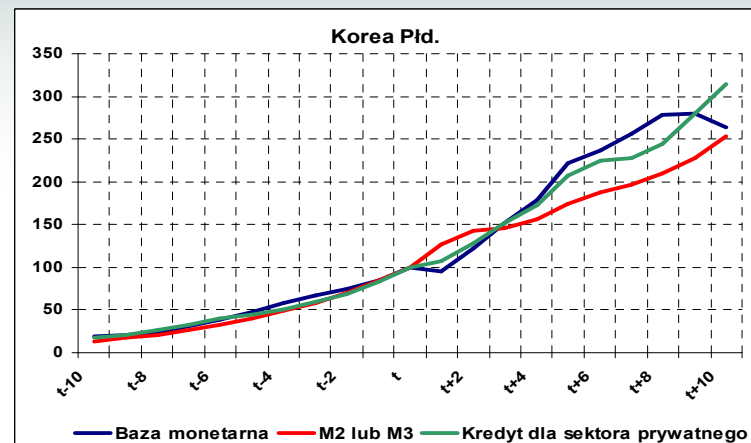
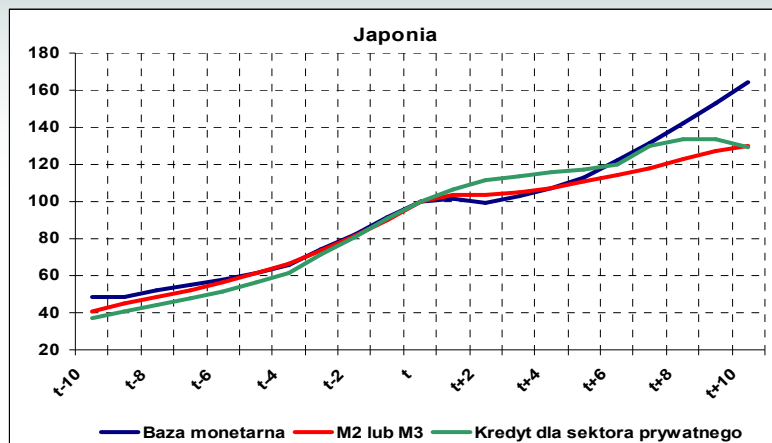


Źródło: World Bank WDI

Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez

...czy też szerzej – agregatów monetarnych

Agregaty monetarne w relacji do PKB*



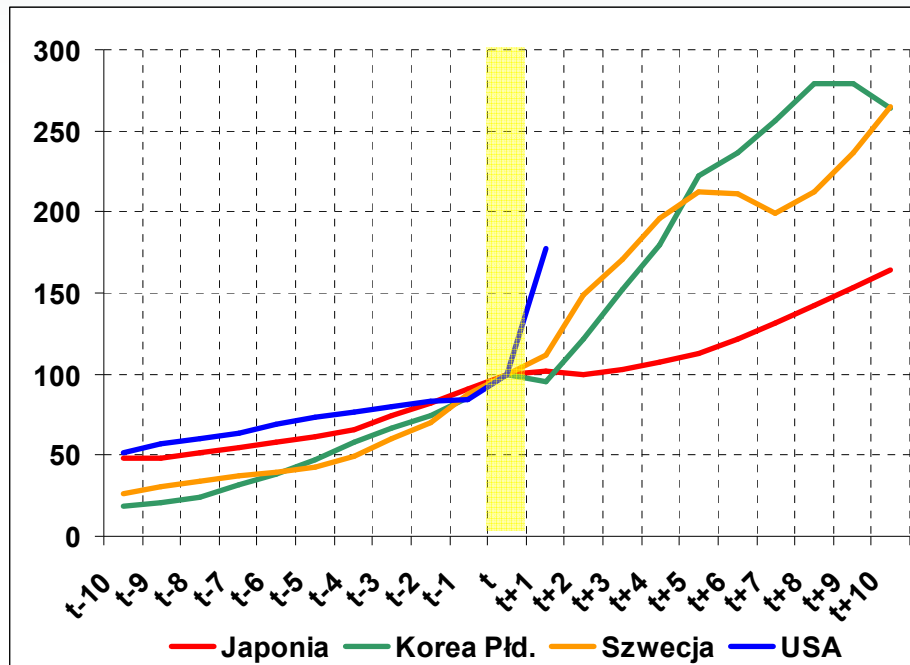
* rok wystąpienia kryzysu =100

Źródło: IMF IFS, EcoWin Economic

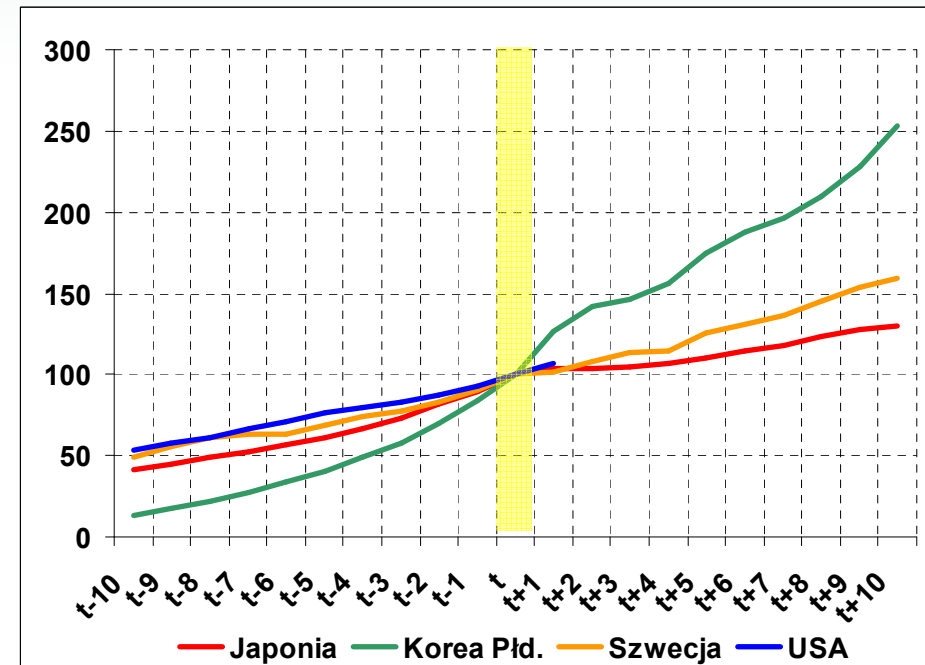
Próba (zgrubnej) weryfikacji hipotez

...choć w tym ostatnim przypadku wnioski nie są jednoznaczne

Baza monetarna*



Podaż pieniądza M2 lub M3*



* rok wystąpienia kryzysu =100

Źródło: IMF IFS, EcoWin Economic