



CASE – Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych

Seminarium mBanku – CASE

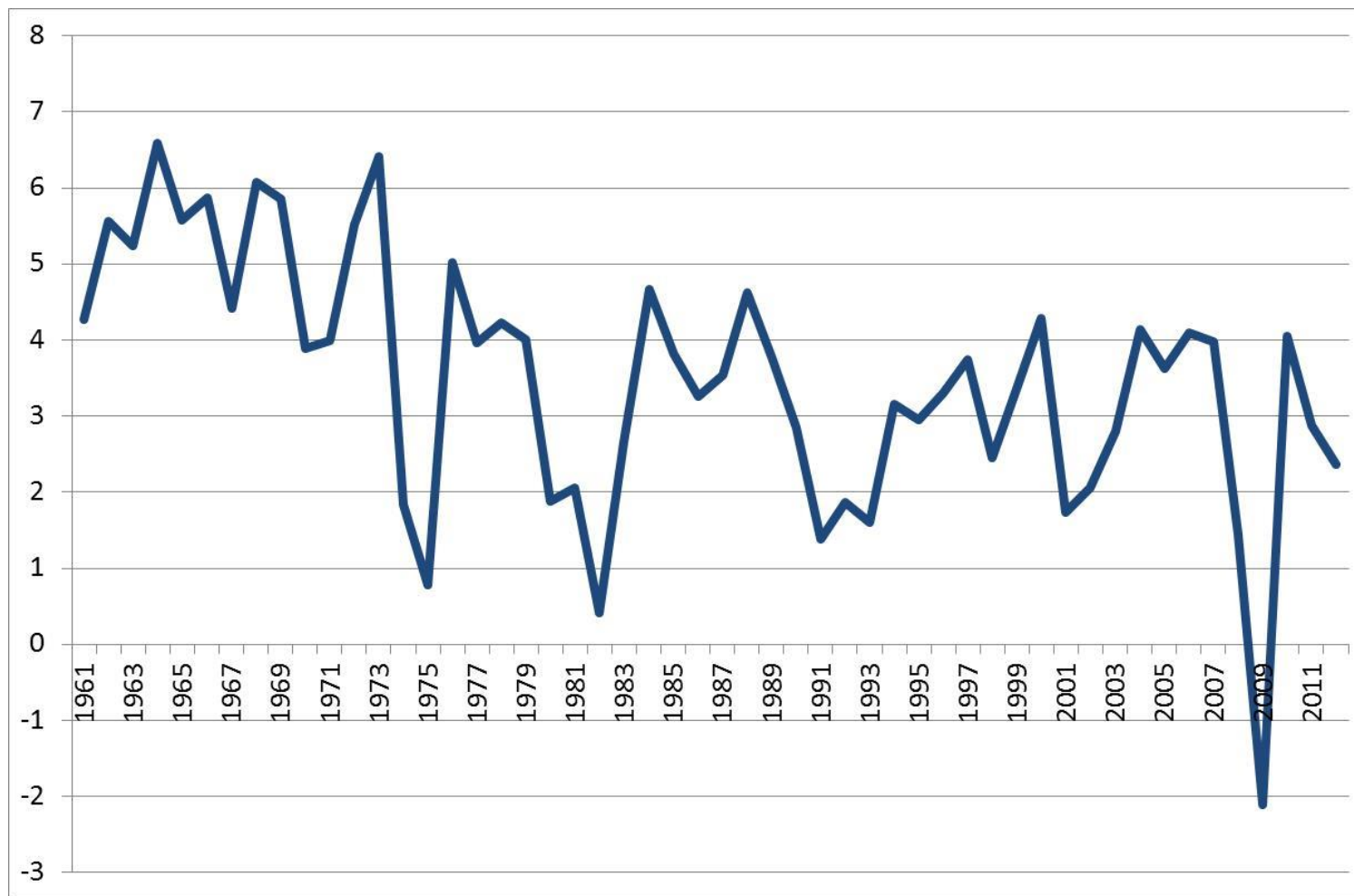
**Skutki niekonwencjonalnej polityki pieniężnej:
czego banki centralne nie uwzględniają w swoich modelach?**

Warszawa, 17 kwietnia 2014 roku

Plan prezentacji

- Zaskakujące zjawiska ekonomiczne po wybuchu globalnego kryzysu finansowego,
- Reakcja głównych banków centralnych na kryzys i jej uzasadnienie,
- Koszty niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej.

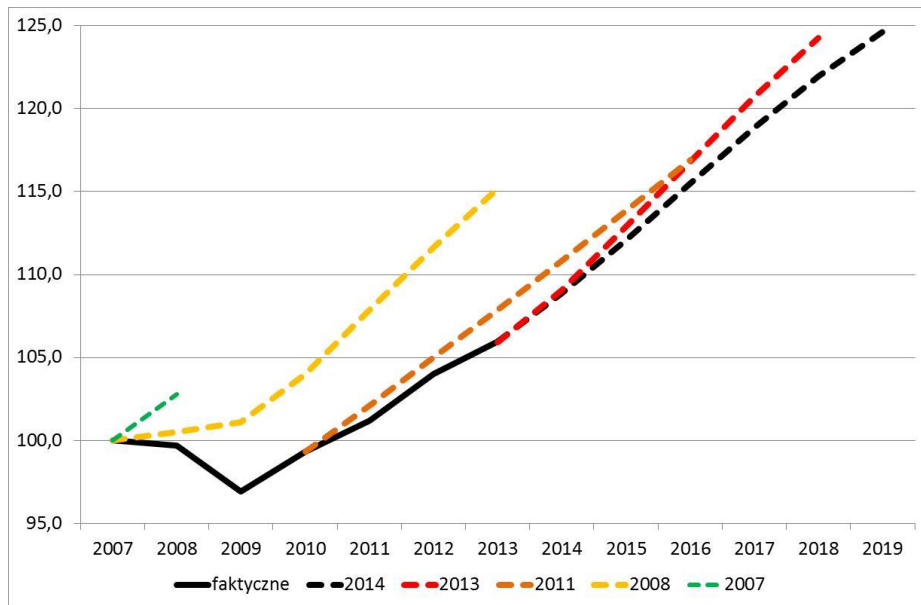
Tempo wzrostu światowej gospodarki (w %)



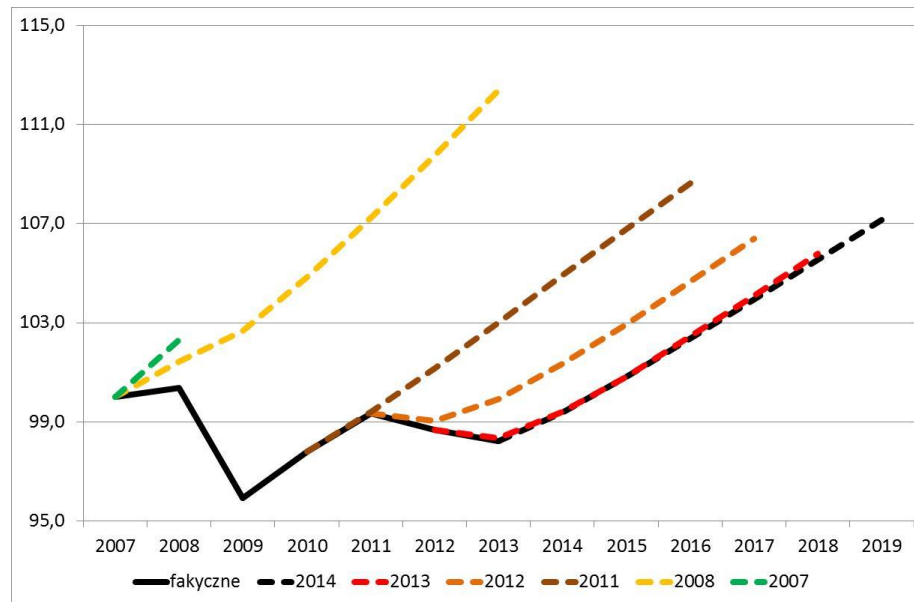
Źródło - WDI

Dynamika PKB w głównych gospodarkach

Stany Zjednoczone

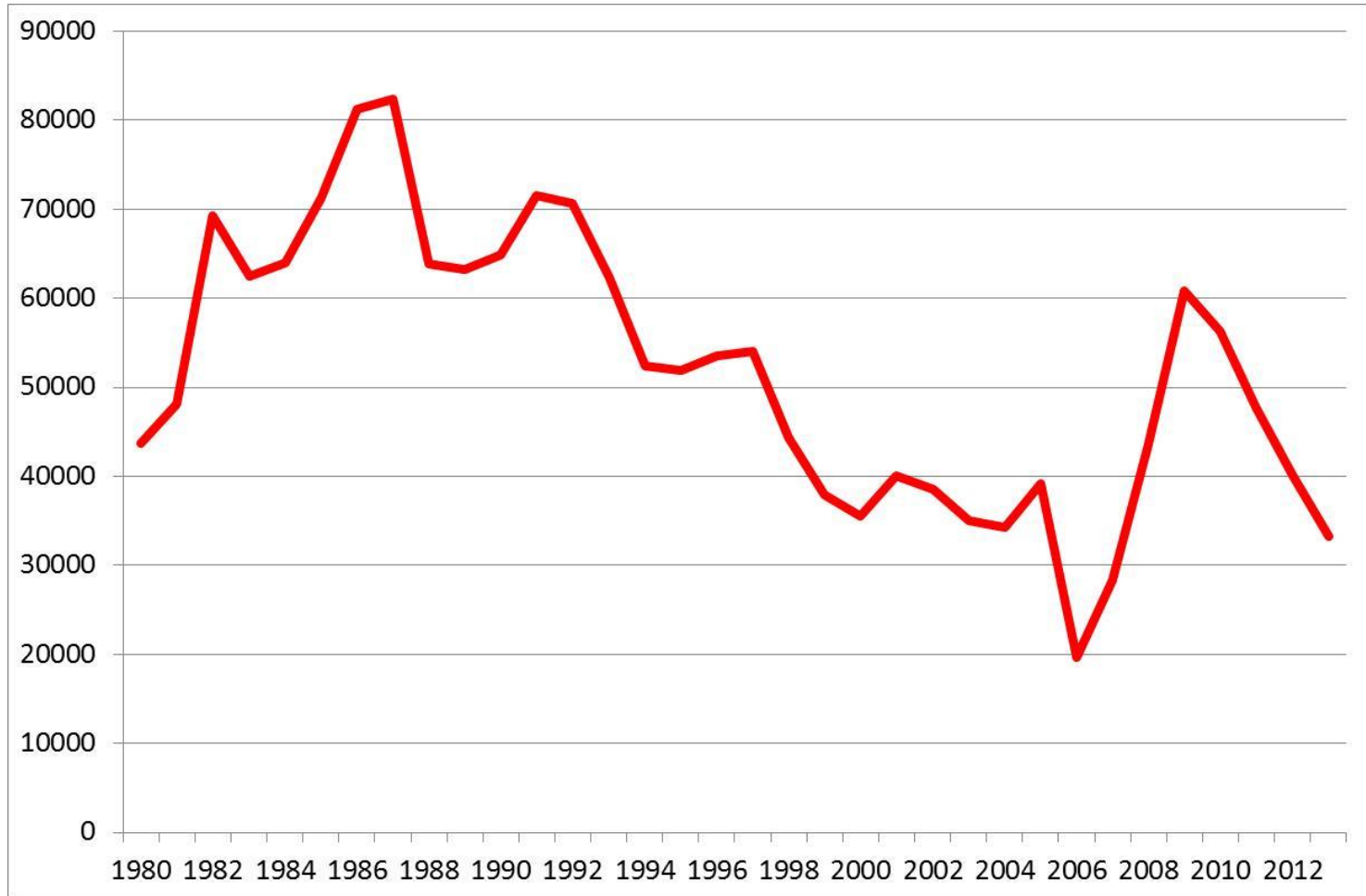


Strefa euro



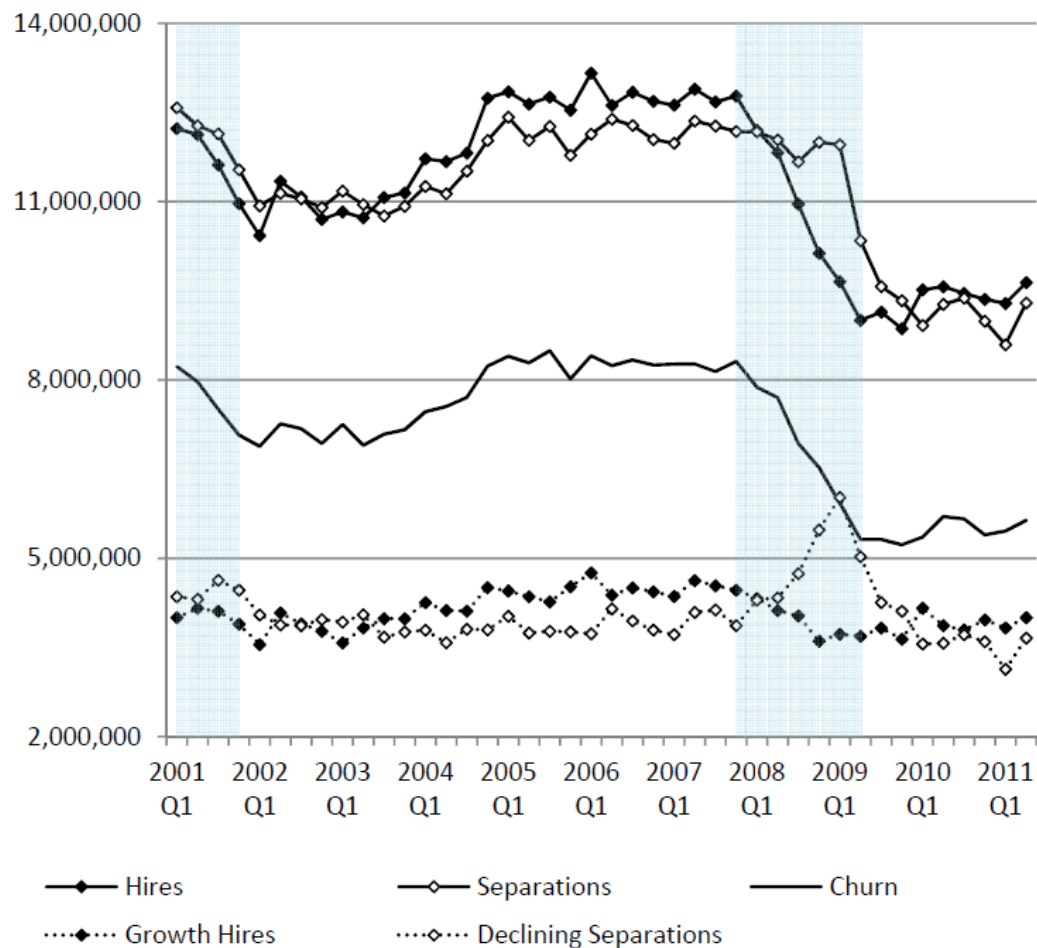
Źródło – IMF WEO

Liczba bankructw przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych



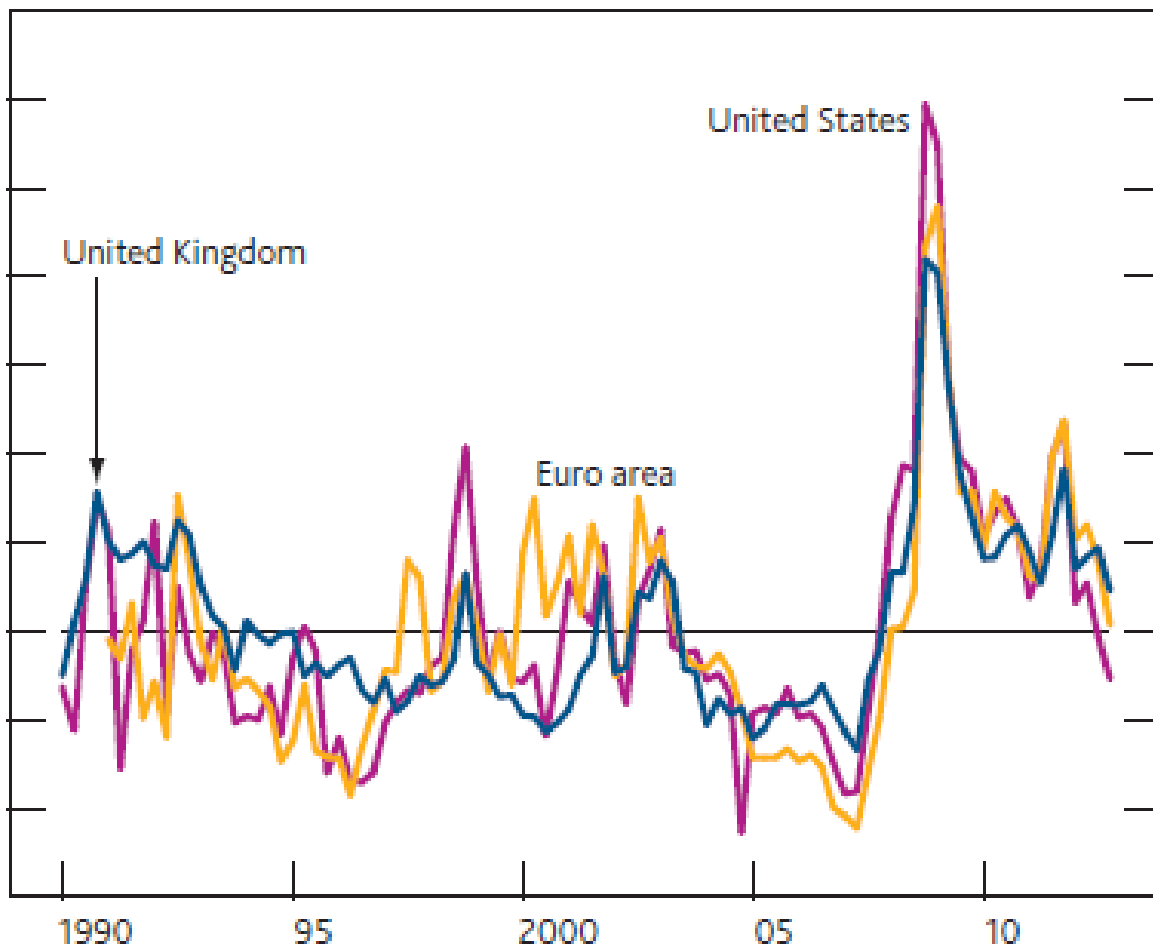
Źródło - EcoWin

Ruchy kadrowe w Stanach Zjednoczonych



Źródło - Lazear i Spletzer (2012)

Niepewność w głównych gospodarkach



7 Niepewność mierzona przy użyciu
6 pierwszej głównej składowej
5 takich indeksów jak: zmienność
4 kursów akcji i kursów walut
3 implikowana z cen opcji,
2 dyspersja wyników finansowych
1 przewidywanych przez
+ przedsiębiorstwa i prognoz
0 dynamiki PKB przedstawianych
- przez analityków finansowych,
1 oczekiwania gospodarstw
2 domowych co do stopy
3 bezrobocia, odsetek
+ przedsiębiorstw wskazujących w
0 badaniach ankietowych
- niepewność odnośnie do
1 przyszłego popytu jako barierę dla
2 planowanych inwestycji, czy liczba
3 artykułów prasowych
powołujących się na „niepewność
gospodarczą”.

Źródło - Haddow, Hare, Hooley i Shakir (2013)

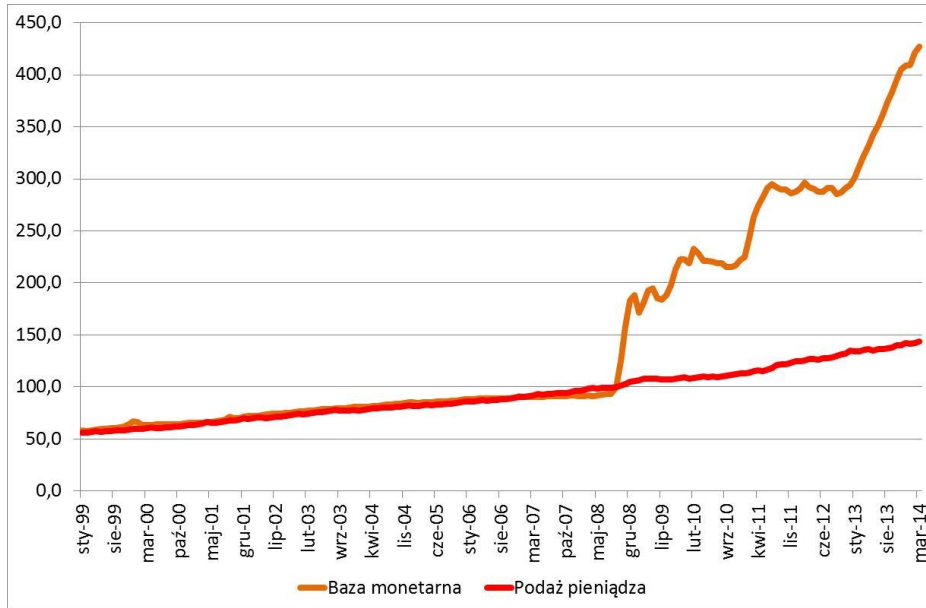
Zmienność wskaźników makroekonomicznych

Zmienność dynamiki zatrudnienia w sektorze prywatnym w Stanach Zjednoczonych w latach 2012-2013 obniżyła się:

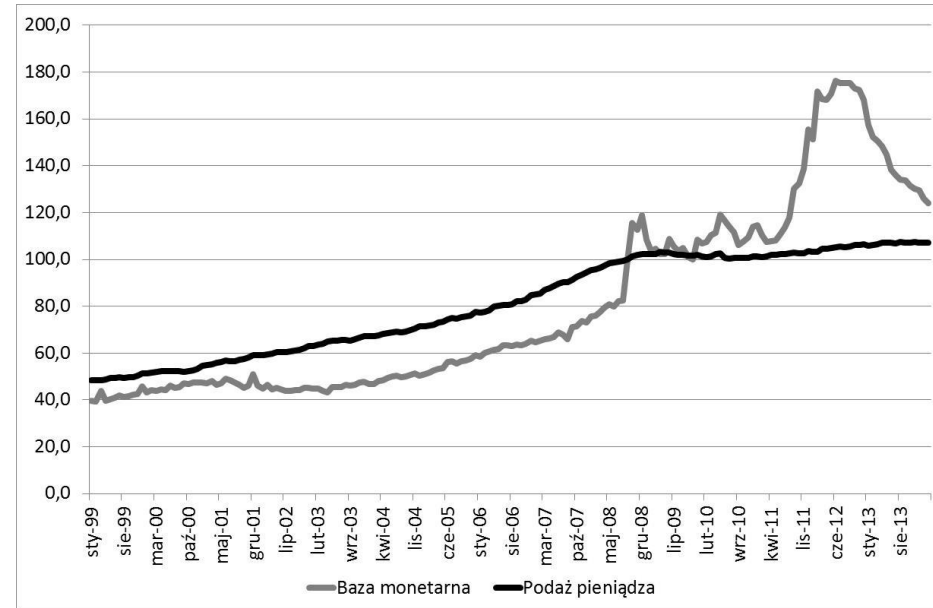
- o ponad połowę w porównaniu do lat 1985-2006, określanych jako okres „wielkiego uspokojenia”, oraz
- o blisko trzy czwarte w stosunku do średniej od 1960 roku (Goldman Sachs, 2013).

Podaż pieniądza a baza monetarna

Stany Zjednoczone (wrzesień 2008=100)



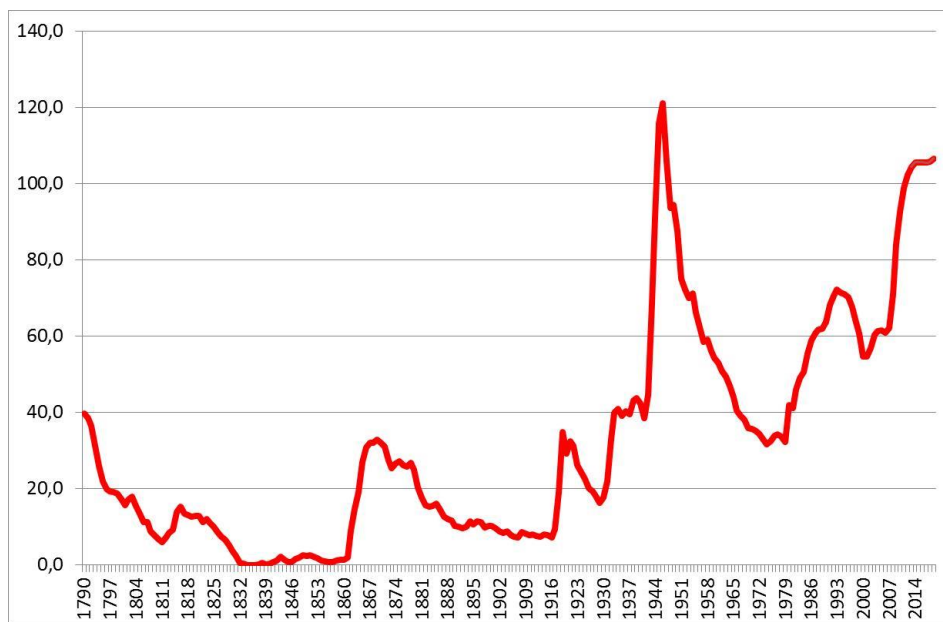
Strefa euro (wrzesień 2008=100)



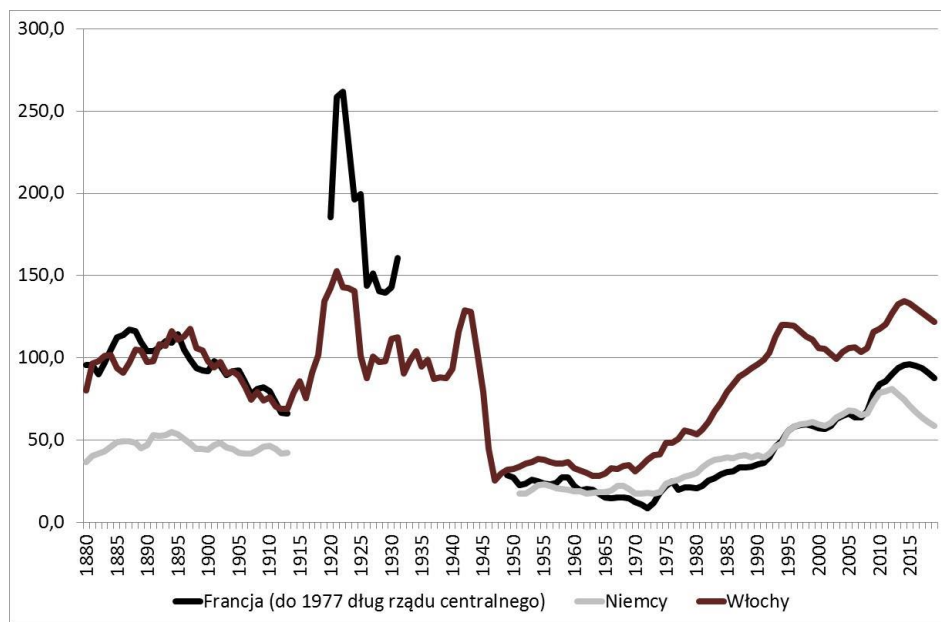
Źródło - EcoWin

Dług publiczny

Stany Zjednoczone

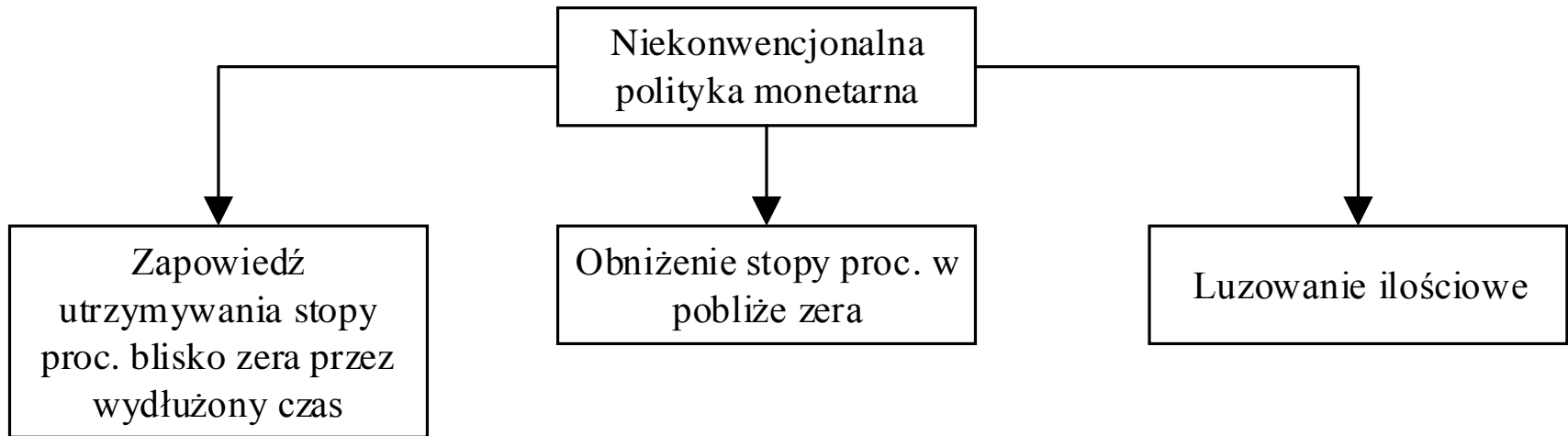


Strefa euro



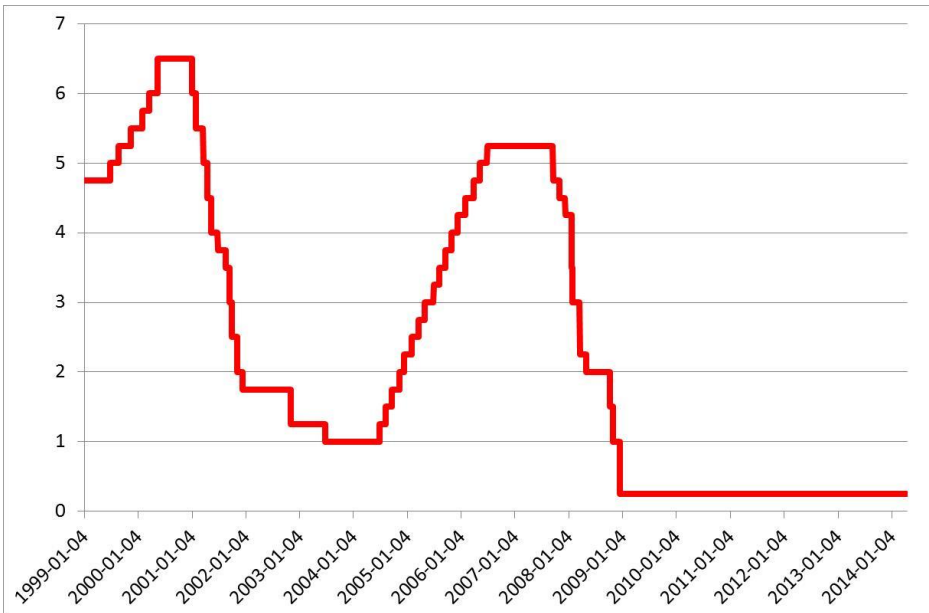
Źródło – baza Reinhart i Rogoffa oraz IMF WEO

Niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej

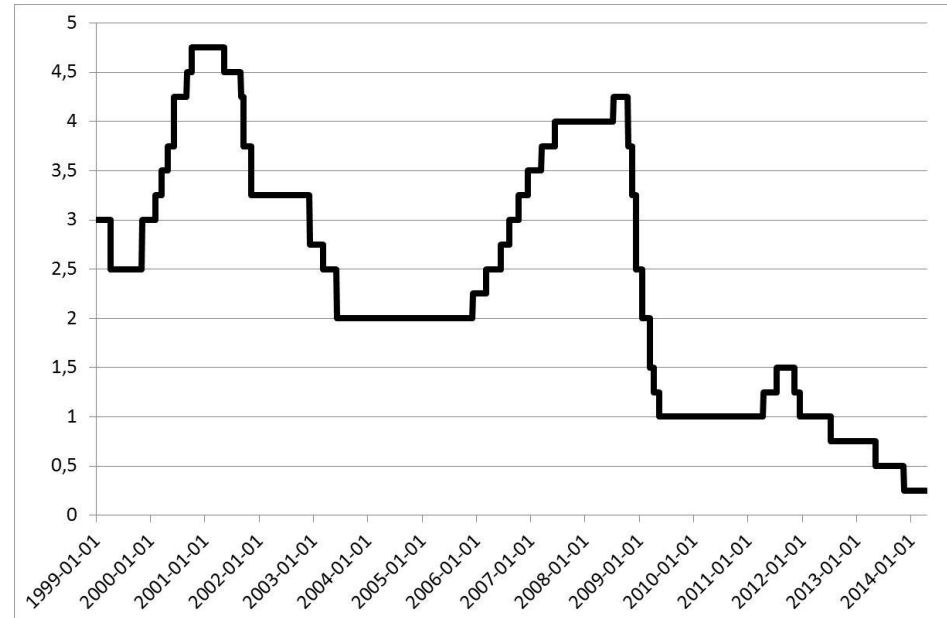


Podstawowa stopa procentowa głównych banków centralnych

Stany Zjednoczone



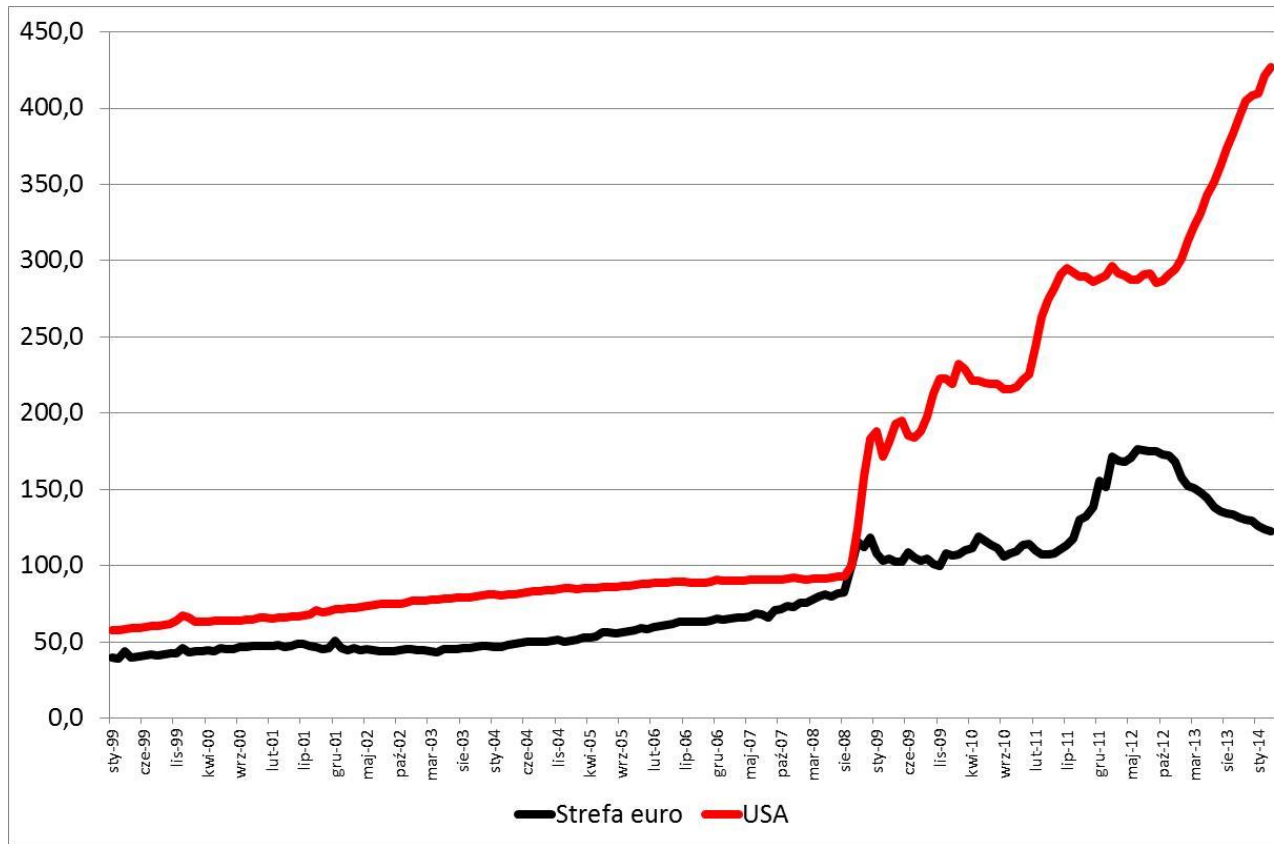
Strefa euro



Źródło - EcoWin

Suma bilansowa głównych banków centralnych

Wrzesień 2008 = 100



Źródło - EcoWin

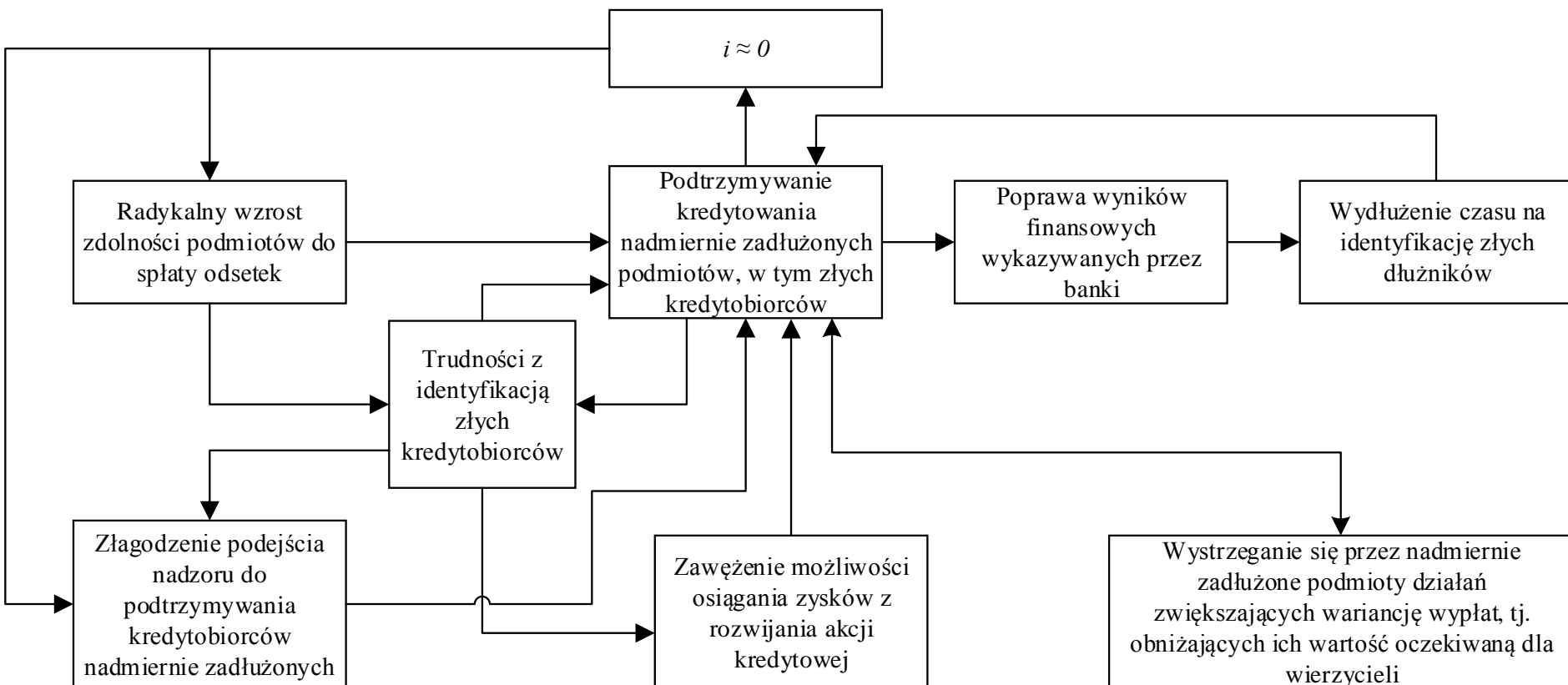
Wnioski z nowego Keynesowskiego schematu analitycznego:

- bank centralny w reakcji na kryzys powinien agresywnie zredukować stopę procentową, tzn. (i) ustalić ją w wysokości niższej od pozwalającej na kształtowanie się łącznego popytu na poziomie produktu potencjalnego, a inflacji na poziomie celu inflacyjnego, co wymaga (ii) jej obniżenia o wielkość przekraczającą skalę spadku naturalnej stopy procentowej,
- po obniżeniu stopy procentowej do zera bank centralny może nadal domykać ujemną lukę popytową, o ile zobowiąże się, że z chwilą, kiedy stanie się to możliwe (czyli po rozpoczęciu wygasania ujemnego zaburzenia naturalnej stopy procentowej), będzie utrzymywać realną stopę procentową poniżej naturalnej stopy procentowej odpowiednio wyraźnie lub przez odpowiednio długi czas,
- zobowiązanie to jest równoważne w schemacie z zapowiedzią trwałego zwiększenia bazy monetarnej po tym, jak zerowa dolna granica przestanie krępować decyzje banku centralnego w stosunku do stopy procentowej; natomiast tak długo, jak długo ta granica jest wiążącym ograniczeniem, baza monetarna może być kształtowana dowolnie bez wpływu na łączny popyt,
- w standardowej wersji schematu nie przewiduje się wpływania przez bank centralny na podaż netto aktywów innych niż pieniądz.

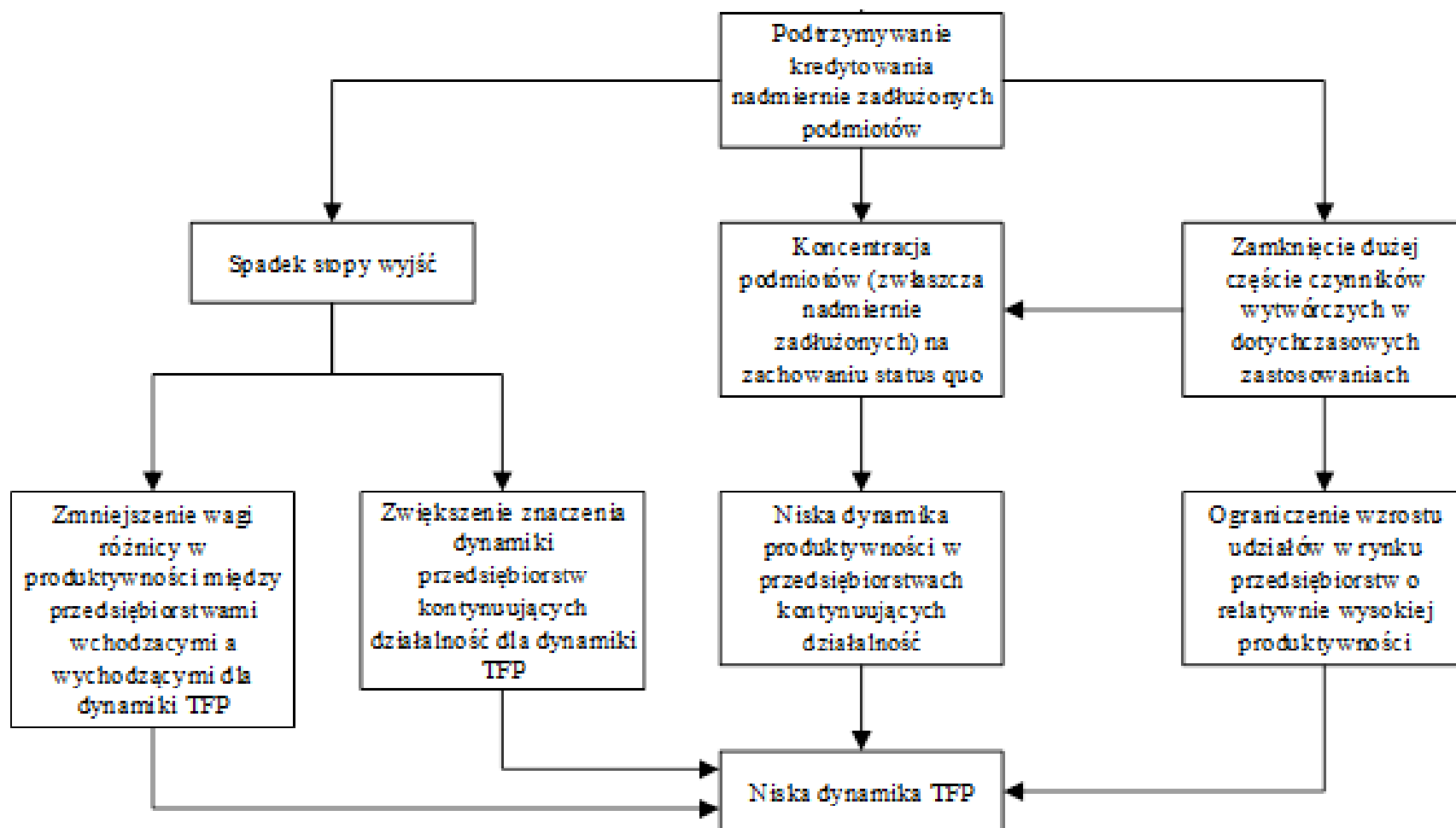
Kanały oddziaływania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej na wzrost gospodarki

- kanał restrukturyzacji,
- kanał niepewności,
- kanał kredytu,
- kanał długu publicznego.

Wpływ stopy procentowej bliskiej zera na natężenie podtrzymywania kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów

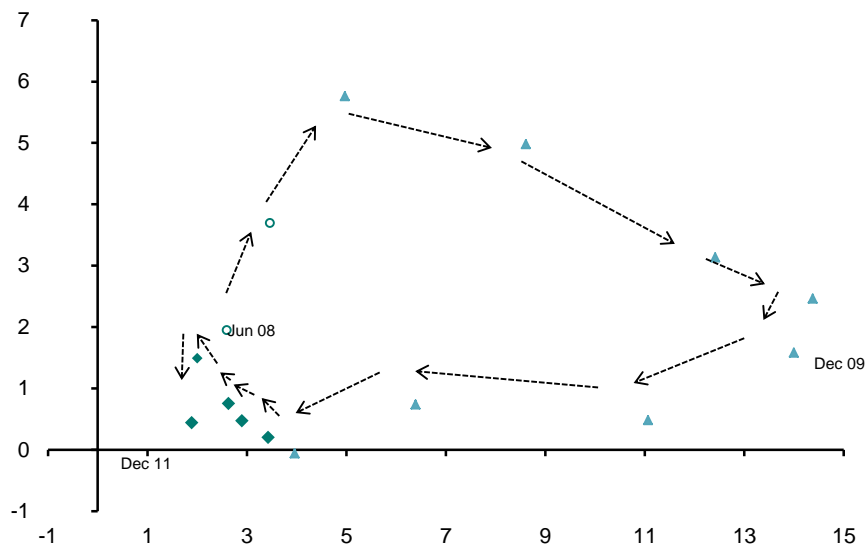


Wpływ podtrzymywania kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów na dynamikę TFP

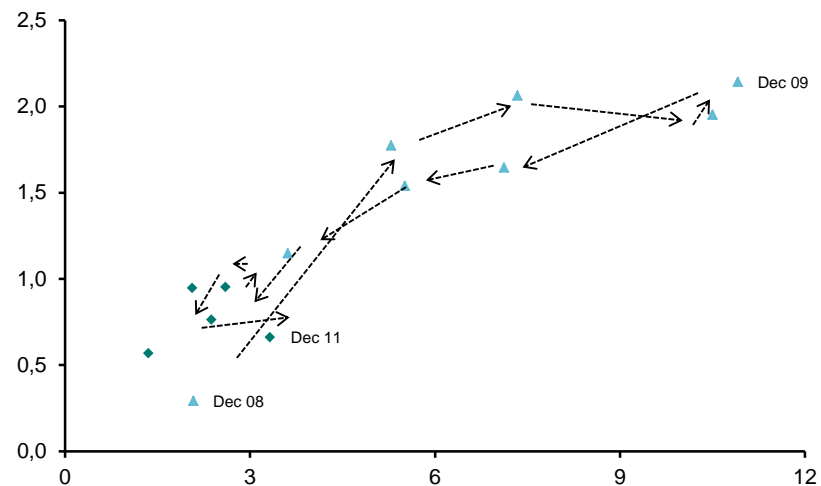


Stopa wyjść a produktywność

Stany Zjednoczone



Strefa euro



Źródło – Deutsche Bank (2013)

Niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej a niepewność

- Opóźnienia w restrukturyzacji zawężają możliwości zredukowania niepewności, poprzez nabycie i przetwarzanie informacji oraz wydłużają okres, w którym istnieje duże ryzyko dramatycznej dezaktualizacji informacji.
- Wysokie koszty informacji i duże ryzyko jej dezaktualizacji zachęcają podmioty do koncentrowania się na ocenie, na ile koszty nadmiernego optymizmu i pesymizmu są asymetryczne.
- Dla nadmiernie zadłużonych podmiotów nawet niewielki ujemny wstrząs może oznaczać zaprzestanie działalności i stygmat „niesolidnego dłużnika”, uniemożliwiający pozyskanie zewnętrznego finansowania na ewentualne nowe projekty do czasu ustąpienia dużych trudności z oceną wiarygodności.
- Podwyższona niepewność co do przyszłej sytuacji finansowej partnerów, dotychczasowych i potencjalnych, zniechęca przedsiębiorstwa do inwestowania w relacje.
- Podmioty rezygnują nie tylko z inwestowania w relacje z partnerami, ale i odwlekają znaczną część innych, szeroko rozumianych inwestycji.
- Mechanizm opcji realnej działa też na pracowników.

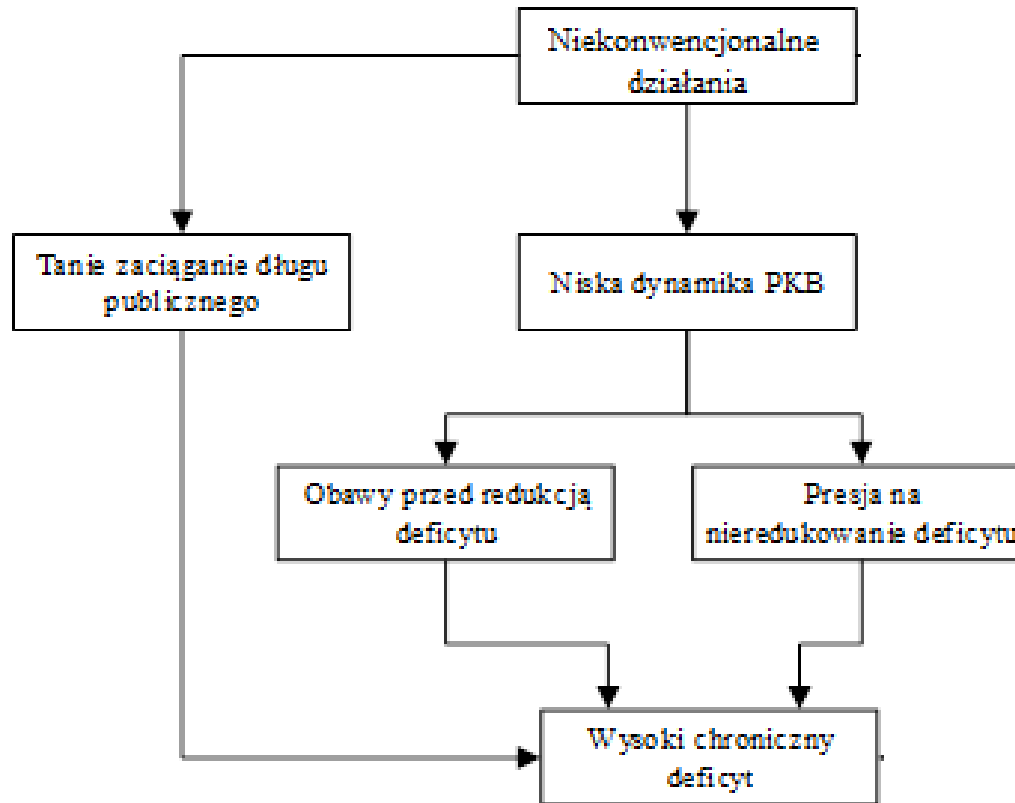
Podtrzymywanie kredytowania nadmiernie zadłużonych podmiotów:

- pozwalając nadmiernie zadłużonym podmiotom na zaniżanie cen i podbijanie płac, zmniejsza zyski pozostałych;
- zakłóca publicznie dostępne sygnały służące ocenie wiarygodności finansowej projektów oraz poszerza zakres informacji potrzebnej do takiej oceny;
- utrudnia przerzucenie wzrostu kosztów identyfikacji projektów wiarygodnych finansowo na kredytobiorców;
- zwiększając koszty oceny wiarygodności finansowej przez otoczenie, wzmacnia pozycję przetargową dotychczasowych kredytodawców w stosunku do podmiotów o wysokich dochodach lub majątku;
- zmusza podmioty do manifestowania siły finansowej na inne sposoby niż poprzez poddanie się monitorowaniu przez banki;
- narażając nowych inwestorów na obciążenie nieujawnionymi stratami z przeszłości i redukując oczekiwane zyski z przyszłych działań – do momentu, w którym cały sektor bankowy się nie zrestrukturyzuje, obniża wycenę banków;
- zachęca do substytuowania nowych kredytów aktywami postrzeganymi jako bezpieczne.

Zdolność banku centralnego do zwiększenia podaży pieniądza

- Opóźnienia w restrukturyzacji wydłużają okres, w którym podmioty i banki są narażone na poważne wstrząsy płynnościowe, oraz redukują koszt alternatywny utrzymywania dużego zasobu płynnych środków.
- W warunkach dużych trudności z oceną wiarygodności finansowej, ani podmioty, ani banki nie mogą oferować za pożyczanie płynności odsetek wyraźnie wyższych od zera.
- Niski koszt alternatywny płynności oraz małe szanse na jej pozyskanie w nagłej potrzebie zachęcają podmioty i banki do jej akumulowania dopóty, dopóki nie osiągnie rozmiarów chroniących je przed nawet bardzo mało prawdopodobnymi zdarzeniami.

Wpływ niekonwencjonalnej polityki pieniężnej na stan finansów publicznych



Wpływ wysokiego chronicznego deficytu w finansach publicznych na długość okresu prowadzenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej

