

Reakcja banków centralnych na kryzys

Andrzej Rzońca

Warszawa, 18 listopada 2011 r.

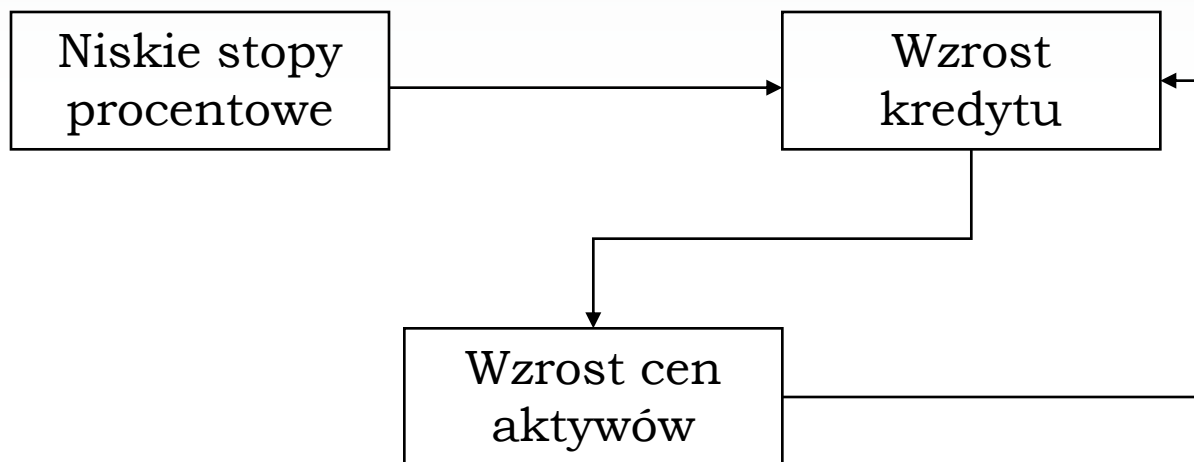


Plan

- **Podstawowa lekcja z kryzysu dla polityki pieniężnej**
- **Jak wyglądała reakcja polityki pieniężnej na kryzys?**
- **Dlaczego reakcja polityki pieniężnej na kryzys powinna być inna?**
- **Dodatkowe wyzwanie dla gospodarek wschodzących**
- **Wnioski**

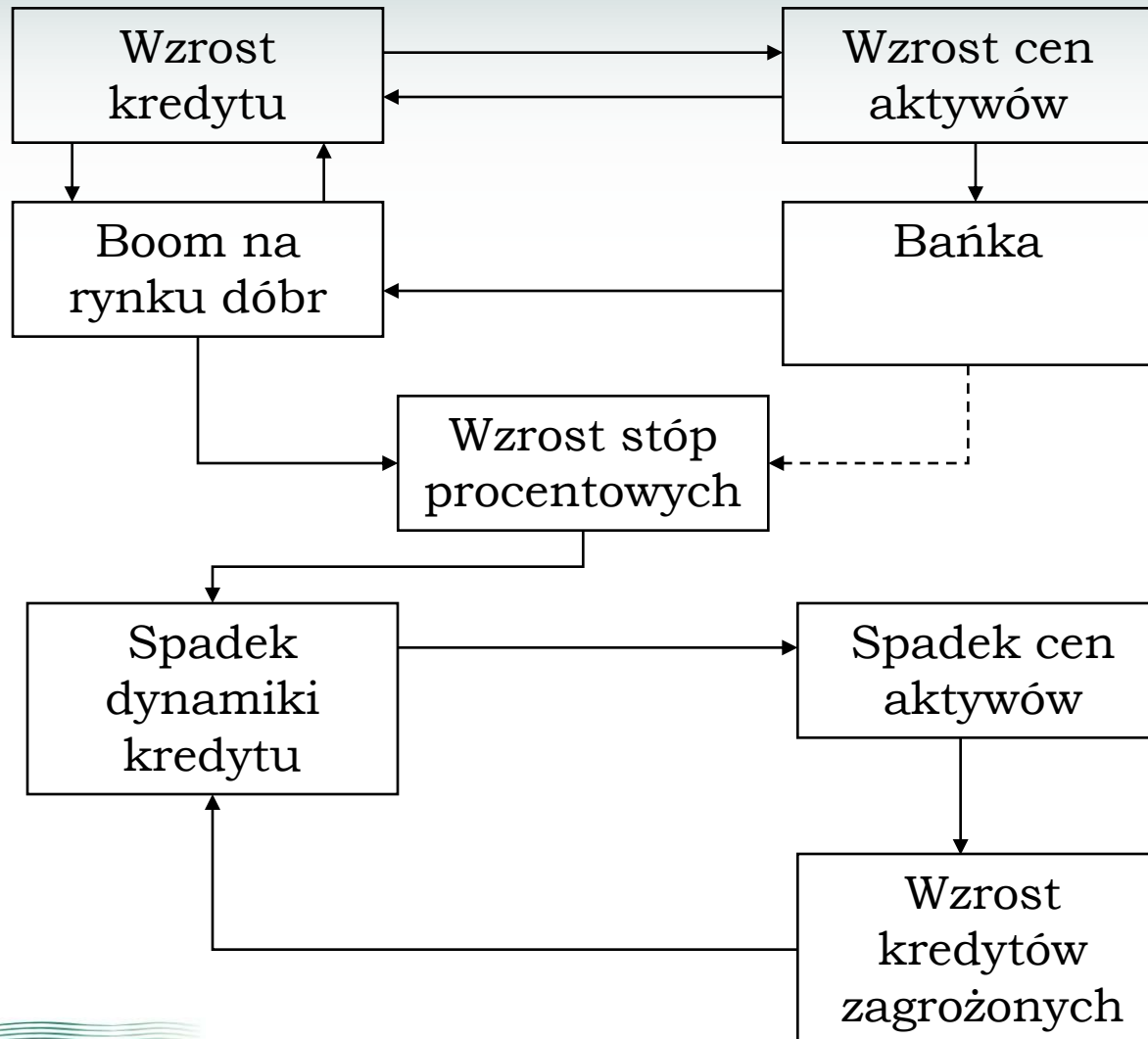
Podstawowa lekcja z kryzysu dla polityki pieniężnej

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



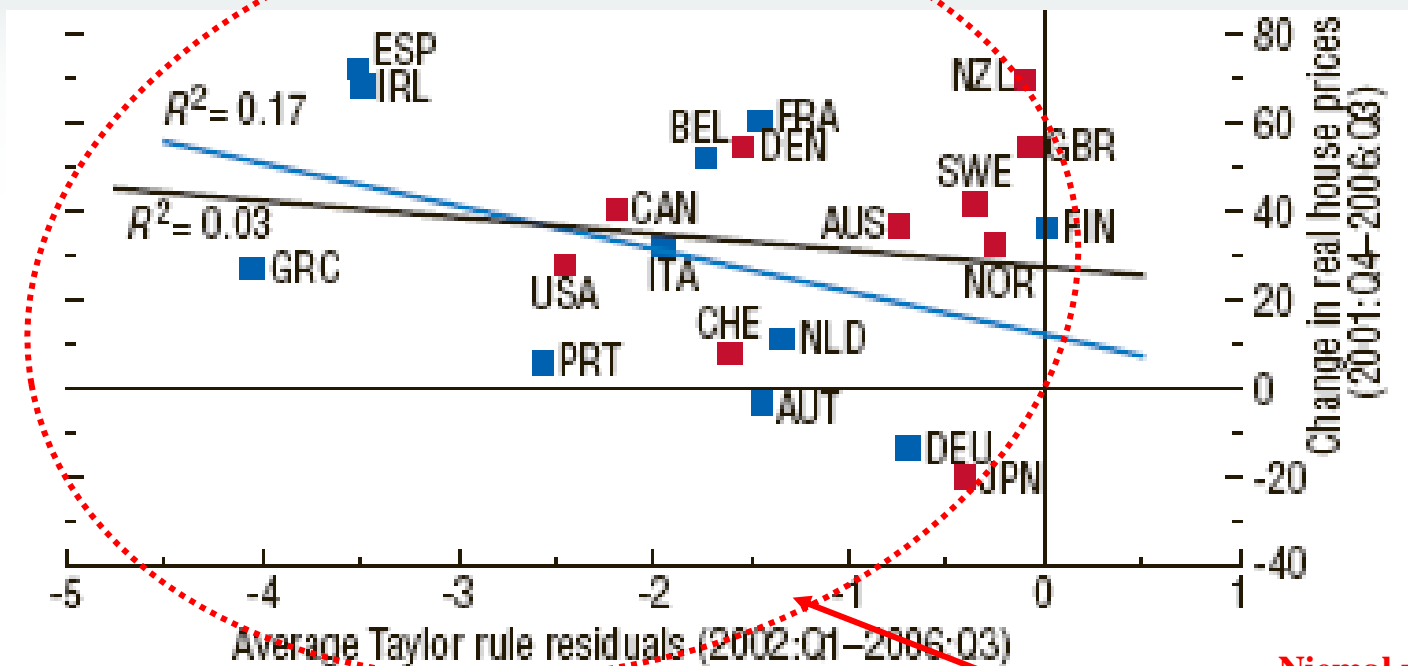
Podstawowa lekcja z kryzysu dla polityki pieniężnej

...to mogą przyczynić się do powstania niebezpiecznej bańki, której pęknięcie grozi kryzysem finansowym



Podstawowa lekcja z kryzysu dla polityki pieniężnej

Odchylenie stopy procentowej od poziomu wynikającego z reguły Taylora a ceny nieruchomości

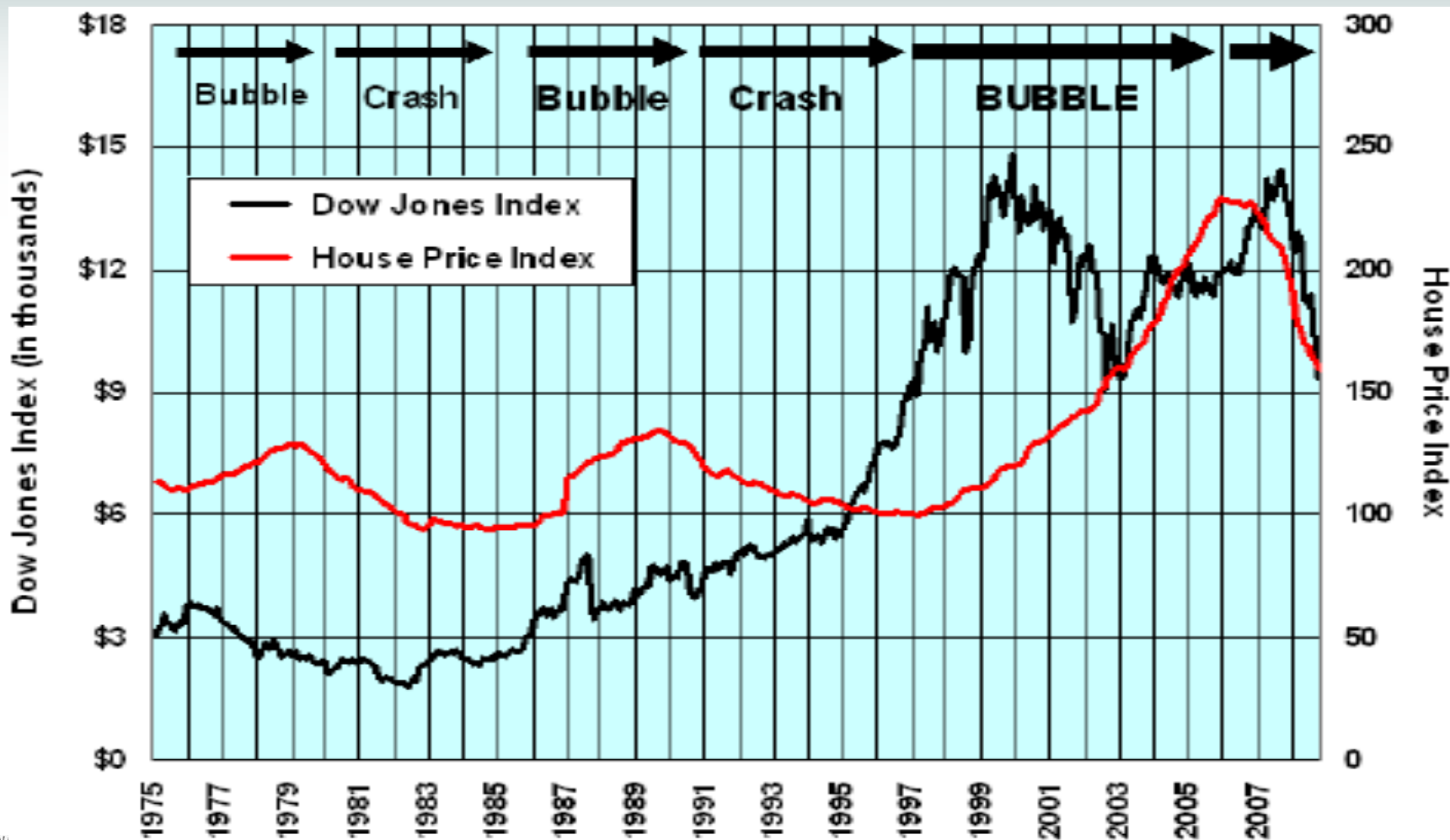


Niemal wszystkie odchylenia stóp procentowych od reguły Taylora są ujemne, tzn. zbyt niskie w stosunku do inflacji i dynamiki PKB !!!

Źródło – MFW (2009)

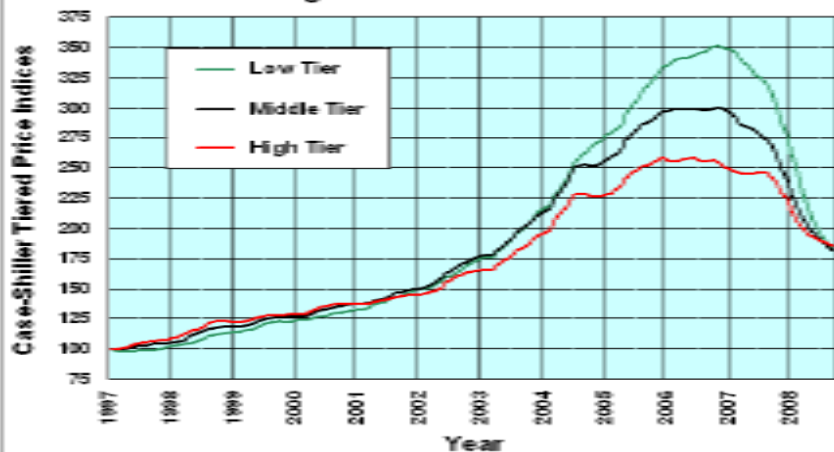
Podstawowa lekcja z kryzysu dla polityki pieniężnej

Ceny nieruchomości w relacji do CPI oraz ceny akcji

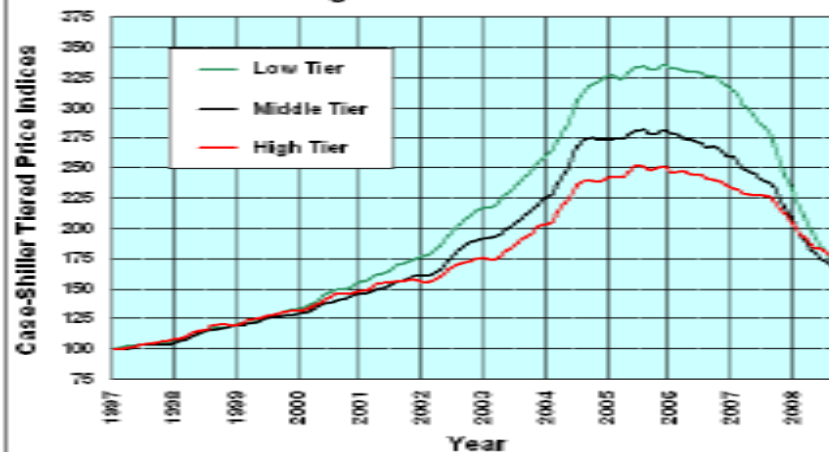


Podstawowa lekcja z kryzysu dla polityki pieniężnej

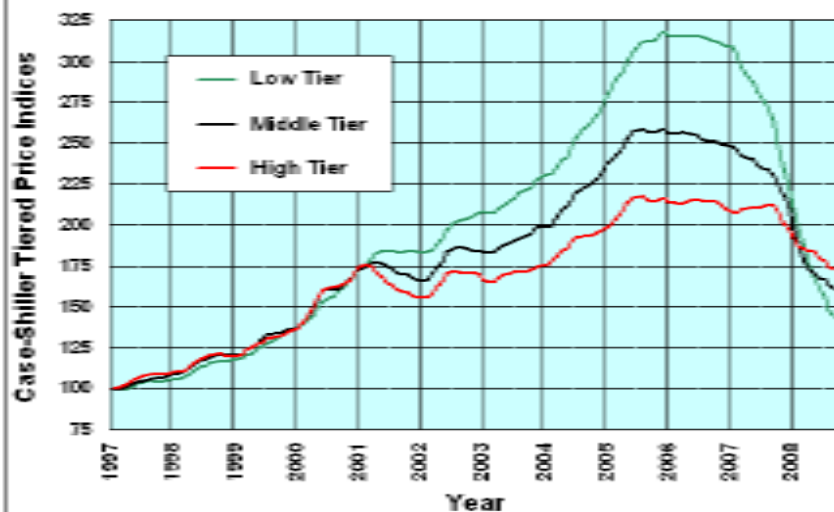
Los Angeles House Price Indices



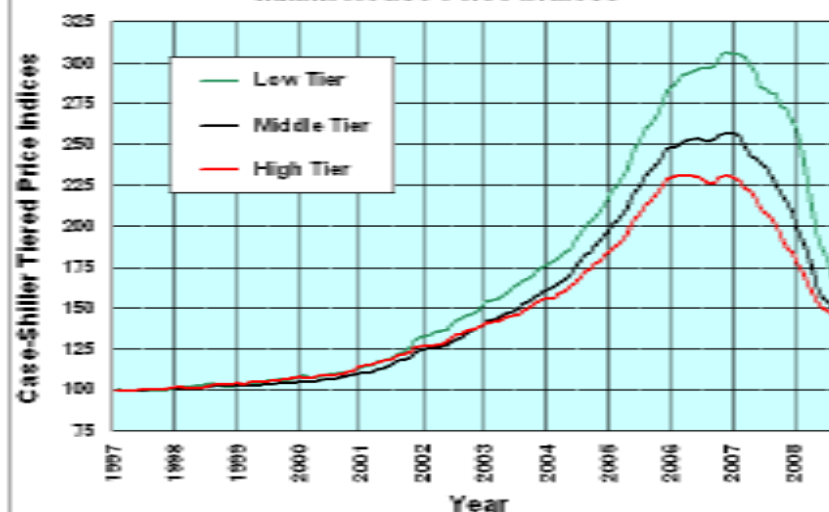
San Diego House Price Indices



San Francisco House Price Indices



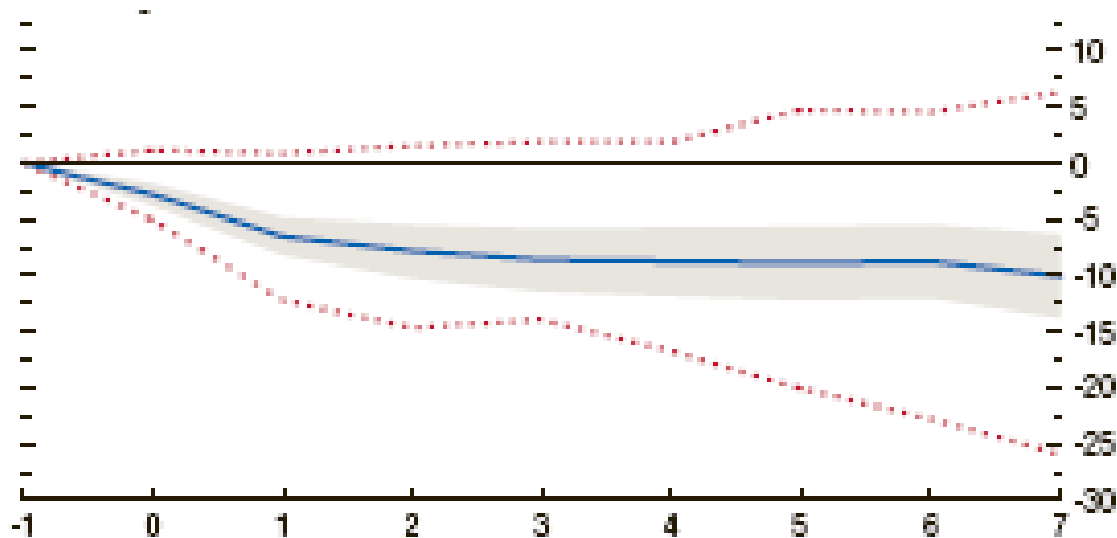
Miami House Price Indices



Podstawowa lekcja z kryzysu dla polityki pieniężnej

Analiza, przeprowadzona przez MFW (2009), kształtowania się, po poprzednich międzynarodowych kryzysach finansowych, średniej z relacji produktu obserwowanego do produktu wynikającego z trendu otrzymanego na podstawie danych sprzed kryzysu wskazuje, że:

- poziom produktu nie powraca do trendu, ale...
- po mniej więcej 3 latach od wybuchu kryzysu luka między produktem obserwowanym a trendem przestaje się pogłębiać (co oznacza, że tempo wzrostu produktu powraca do wielkości wynikających z trendu)



Podstawowa lekcja z kryzysu dla polityki pieniężnej

- Teoretycznie lepszym instrumentem niż podwyżki stóp procentowych do przeciwdziałania powstawaniu baniek są regulacje makroostrożnościowe, bo można próbować nadać im kształt zawężający ich działanie do zidentyfikowanego problemu, podczas gdy podwyżki stóp mają szeroki wpływ na gospodarkę (zob. np. Walsh, 2009).
- Ale nadanie im takiego kształtu wymagałoby ogromnych analitycznych zdolności. Nawet gdyby zbudowanie takich zdolności było możliwe, to dostosowywanie regulacji makroostrożnościowych do zidentyfikowanych problemów mogłoby być niemożliwe w związku z ograniczeniami instytucjonalnymi i z zakresu ekonomii politycznej (Borio i Shim, 2007).

Podstawowa lekcja z kryzysu dla polityki pieniężnej

- Regulacje, które sprawdzono w praktyce (w szczególności w krajach azjatyckich), okazały się być skuteczne we wzmacnianiu odporności instytucji finansowych na turbulencje na rynku aktywów, ale nie potrafiły istotnie i trwale wpłynąć na dynamikę kredytu i cen aktywów (BIS, 2010).
- Ponieważ nie istniejemy w idealnym świecie, banki centralne nie mogą ignorować ryzyka powstania niebezpiecznych baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów. Oczywiście, dopóki zmiany cen aktywów są niewielkie, nie pozwalają one ani lepiej prognozować przyszłej inflacji, ani nie mają wpływu na naturalną stopę procentową. Ale jeśli zaczynają być duże, to zmienia się zarówno pierwszy, jak i drugi wniosek (Walsh, 2009).
- Celem regulacji makroostrożnościowych jest ograniczenie nadmiernej procykliczności w sektorze finansowym (Borio, Furfine i Lowe, 2001; Borio i Shim, 2007; MFW, 2010). Bank centralny nie powinien im tego utrudniać.

Jak wyglądała reakcja polityki pieniężnej na kryzys?

W reakcji na kryzys banki centralne silnie poluzowały politykę pieniężną

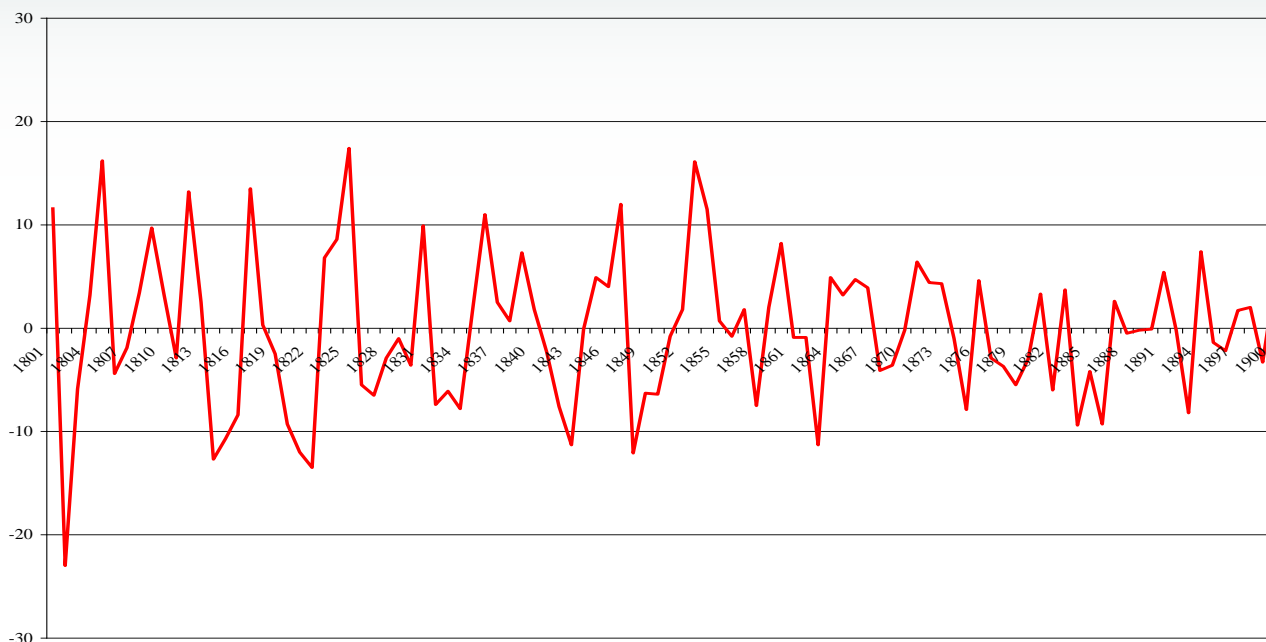
Główna stopa procentowa banku centralnego w wybranych krajach rozwiniętych w latach 2008-2011

Kraj lub obszar	Poziom stopy procentowej			liczba miesięcy ze stopami równymi minimum
	wrz-08	minimum	wrz-11	
strefa euro	4,25	1	1,5	23
Dania	4,25	0,75	1,25	18
Szwecja	4,75	0,25	2	12
Wielka Brytania	5	0,5	0,5	31
Szwajcaria	2,25	0	0	34
Norwegia	5,75	1,25	2,25	4
Stany Zjednoczone	2	0,25	0,25	34
Kanada	3	0,25	1	14
Japonia	0,5	0,1	0,1	34
Korea Południowa	5,25	2	3,25	17
Tajwan	3,5	1,25	1,875	16
Australia	7	3	4,75	6
Nowa Zelandia	7,5	2,5	2,5	21

Jak wyglądała reakcja polityki pieniężnej na kryzys?

Pogłębianie się ujemnej luki popytowej oraz deflacji przez dłuższy czas nie było obserwowane nigdy w historii

Roczna dynamika cen w Wielkiej Brytanii w XIX wieku (w %)



W latach 1869-1933 roku przeciętne tempo wzrostu dochodu narodowego w Wielkiej Brytanii wyniosło 1,8% w okresach deflacji oraz 1,7% w okresach inflacji

Jak wyglądała reakcja polityki pieniężnej na kryzys?

Nowy Keynesowski schemat analityczny – podstawowe zależności

- krzywa IS rozbudowana o oczekiwania

$$x_t = E_t x_{t+1} - \left(\frac{1}{\sigma} \right) \left(- E_t \pi_{t+1} - r_t^n \right)$$

- Nowokeynesowska krzywa Philipsa

$$\pi_t - \pi^T = \beta E_t \left(\pi_{t+1} - \pi^T \right) + \kappa x_t + e_t$$

gdzie:

- x_t – luka popytowa;
- i_t – nominalna stopa procentowa;
- π_t – inflacja;
- π^T – cel inflacyjny;
- r_t^n – (realna) naturalna stopa procentowa;
- e_t – wstrząs kosztowy.

Jak wyglądała reakcja polityki pieniężnej na kryzys?

W tym schemacie bank centralny może domykać ujemną lukę popytową:

$$x_t = -\left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=0}^{\infty} E_t \left(i_{t+k} - E_t \pi_{t+k+1} - r_{t+k}^n \right) = \left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=0}^{\infty} \underbrace{E_t \pi_{t+k+1}}_{\text{oczekiwania inflacyjne}} - \left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=0}^{\infty} \underbrace{E_t i_{t+k}}_{\text{stopy procentowe}} + \left(\frac{1}{\sigma}\right) \sum_{k=0}^{\infty} E_t r_{t+k}^n$$

•zwiększając oczekiwania inflacyjne lub

•zobowiązując się do utrzymywania niskich nominalnych stóp procentowych przez długi czas.

Jak wyglądała reakcja polityki pieniężnej na kryzys?

Bank centralny nie ma natomiast wpływu na zmiany naturalnej stopy procentowej, które są wynikiem głównie egzogenicznych zaburzeń

$$r_t^n = \rho + \sigma E_t [g_{t+1}] + \sigma E_t [c_{t+1}]$$

gdzie:

- ρ – stopa preferencji czasowej;
- σ – współczynnik względnej awersji do ryzyka;
- g_t – dynamika TFP;
- c_t – dynamika konsumpcji na jednostkę efektywnej pracy.

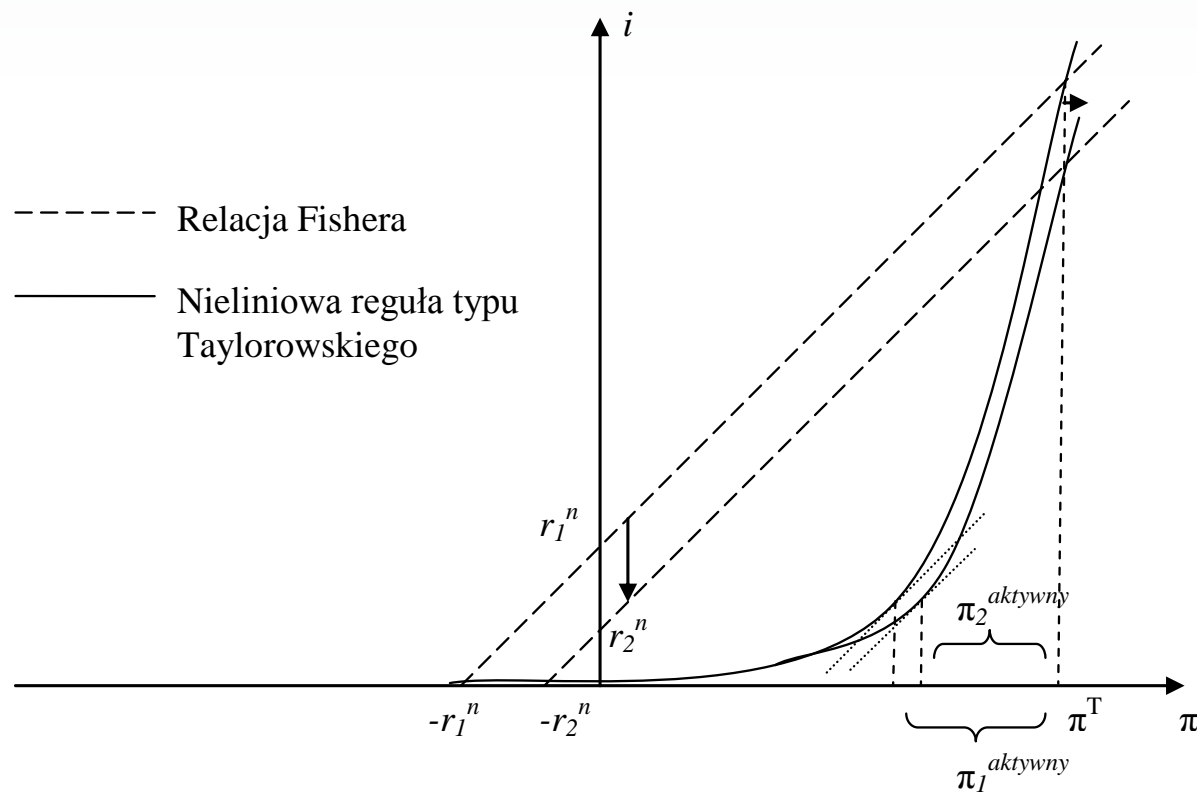
Dlaczego reakcja polityki pieniężnej na kryzys powinna być inna?

Gdyby stopy procentowe bliskie zera obniżały naturalną stopę procentową, to:

- Oznaczałyby wolniejszy wzrost. Jest mało prawdopodobne, aby mogły obniżyć naturalną stopę procentową w inny sposób niż poprzez zahamowanie wzrostu w TFP.
- Osłabiałyby wpływ dokonanej redukcji stóp procentowych na łączny popyt i oczekiwania inflacyjne. Osłabienie mechanizmu transmisji jest zgodne z empiryczną analizą następstw kryzysów (zob. np. IMF, 2010), ale w tym przypadku byłoby skutkiem agresywnych obniżek stóp, standardowo uznawanych za właściwą reakcję na to osłabienie.
- Zawężyłyby możliwości wpływania na łączny popyt i oczekiwania inflacyjne przez bank centralny także w dłuższej perspektywie. Spadek naturalnej stopy procentowej zmniejszyłby bowiem różnicę w dynamice cen między dwoma stanami ustalonymi, wyznaczanymi przez równanie Fishera i regułę Taylora

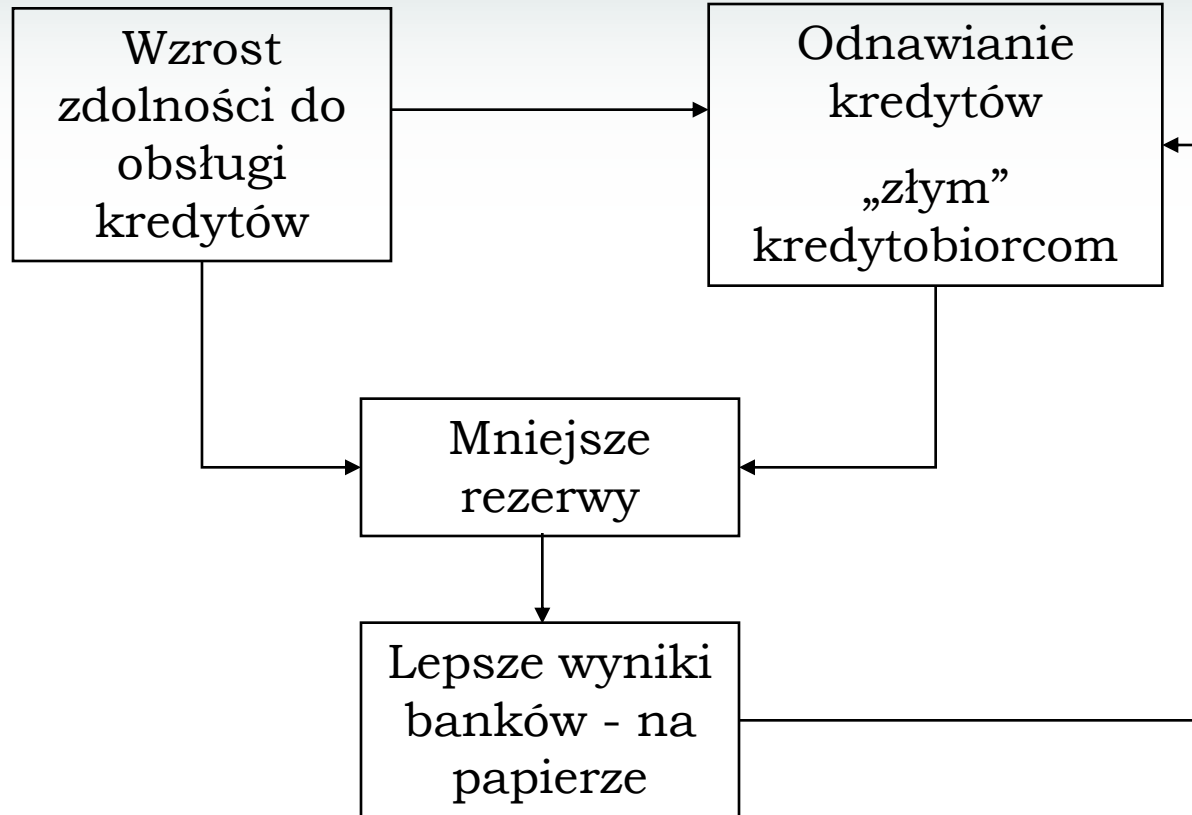
Dlaczego reakcja polityki pieniężnej na kryzys powinna być inna?

Stopy procentowe i dynamika cen



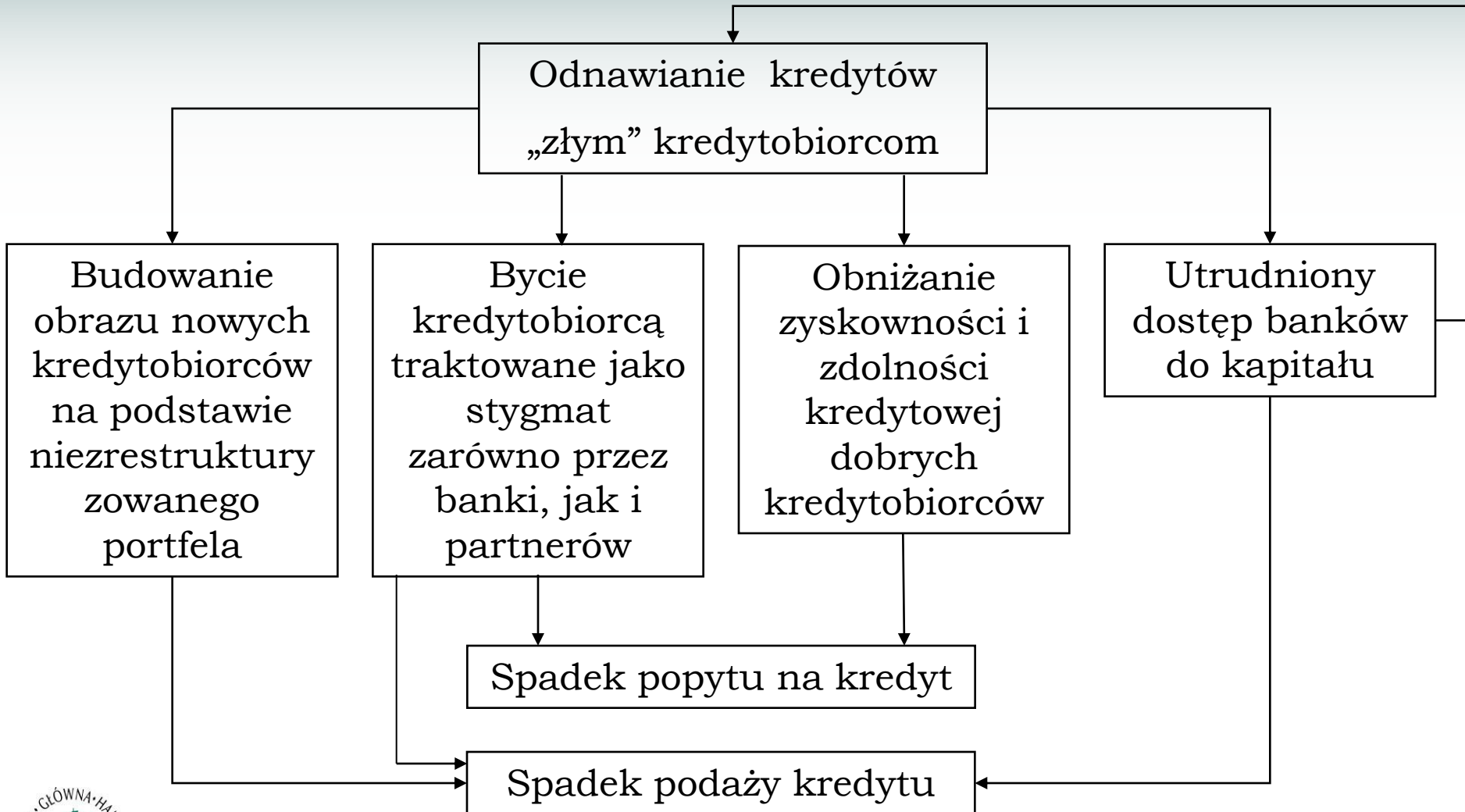
Dlaczego reakcja polityki pieniężnej na kryzys powinna być inna?

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



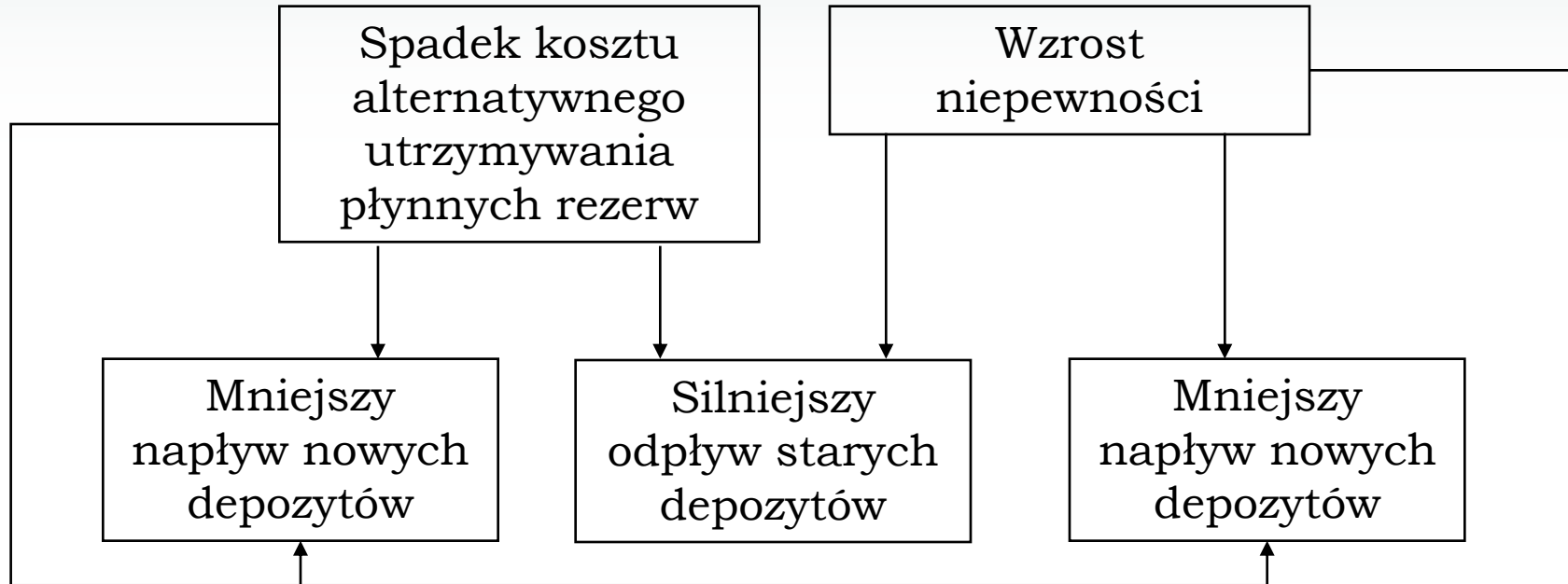
Dlaczego reakcja polityki pieniężnej na kryzys powinna być inna?

Niezrestrukturyzowany portfel kredytów może zniechęcać banki do udzielania nowych kredytów



Dlaczego reakcja polityki pieniężnej na kryzys powinna być inna?

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



Dlaczego reakcja polityki pieniężnej na kryzys powinna być inna?

Nawet jeśli ostrożnie założy się, że zerowe stopy procentowe:

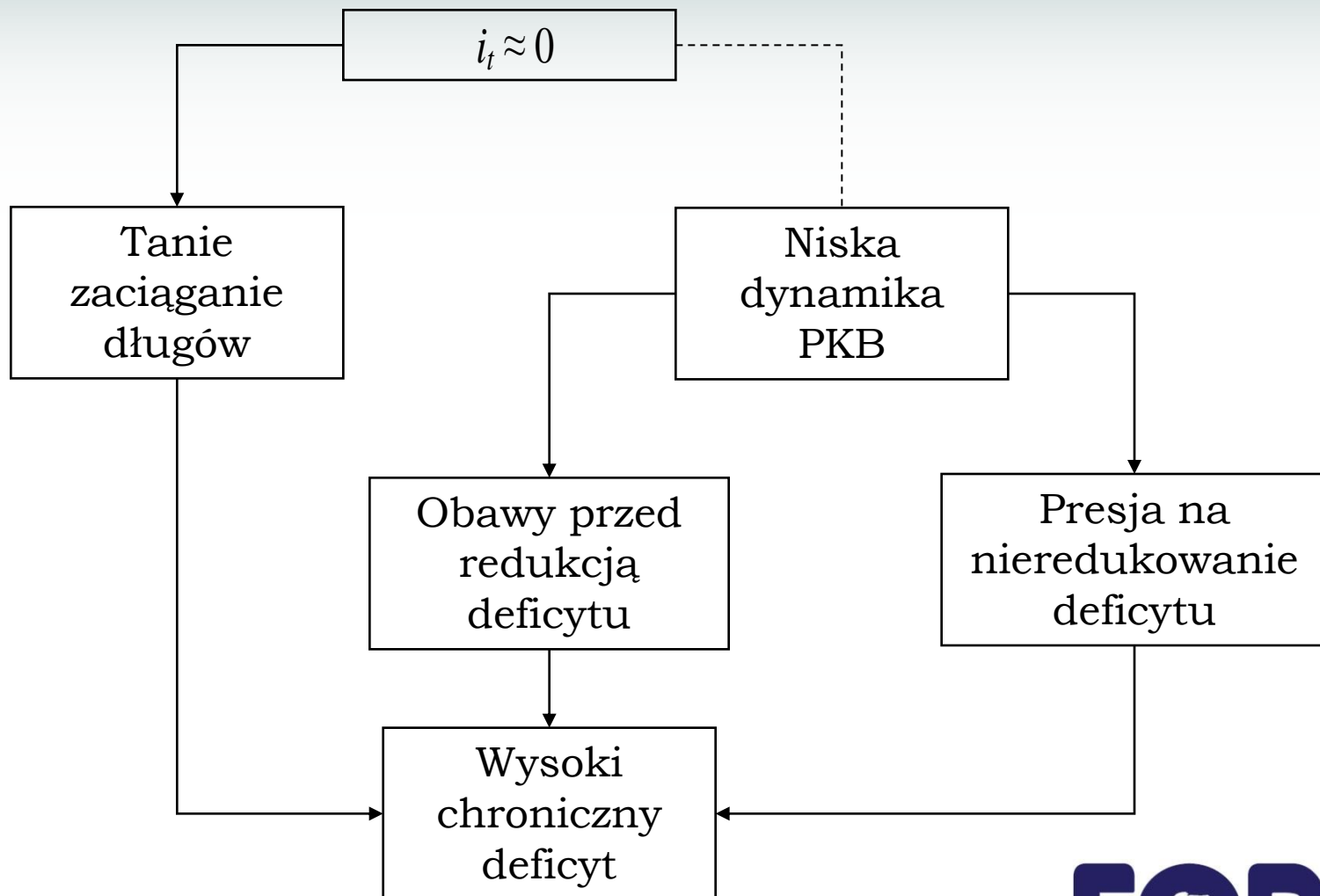
- nie prowadzą do wycofania z banków żadnej części depozytów ulokowanych w nich w przeszłości (depozyty, których termin pierwotny zapada, są odnawiane)
 - nie mają wpływu na stopę płynnych rezerw od przeszłych depozytów;
- tempo wzrostu podaży pieniądza przy danej dynamice bazy monetarnej powinno zawierać 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:

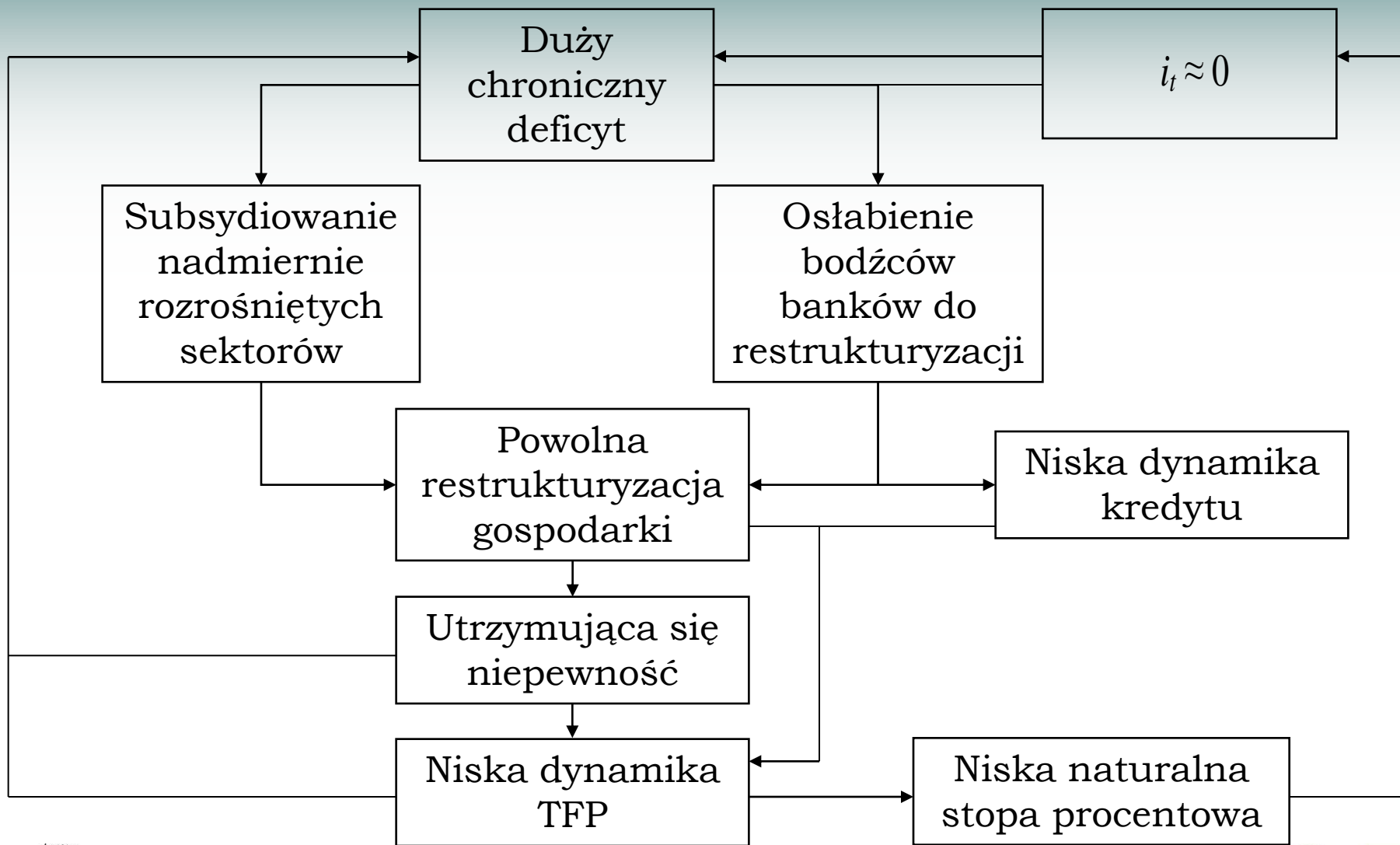
- dolnej granicy przedziału w przypadku, gdy w okresie $t+1$ gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa przestaną zakładać nowe depozyty lub banki nie będą udzielać nowych kredytów;
- górną granicy przedziału, jeżeli w okresach od 1 do $t+1$, zarówno współczynnik wypływu gotówki poza system bankowy, jak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

Dlaczego reakcja polityki pieniężnej na kryzys powinna być inna?

Sprowadzenie stóp procentowych do zera może wypychać gospodarkę w stan chronicznie wysokiego deficytu



Dlaczego reakcja polityki pieniężnej na kryzys powinna być inna?

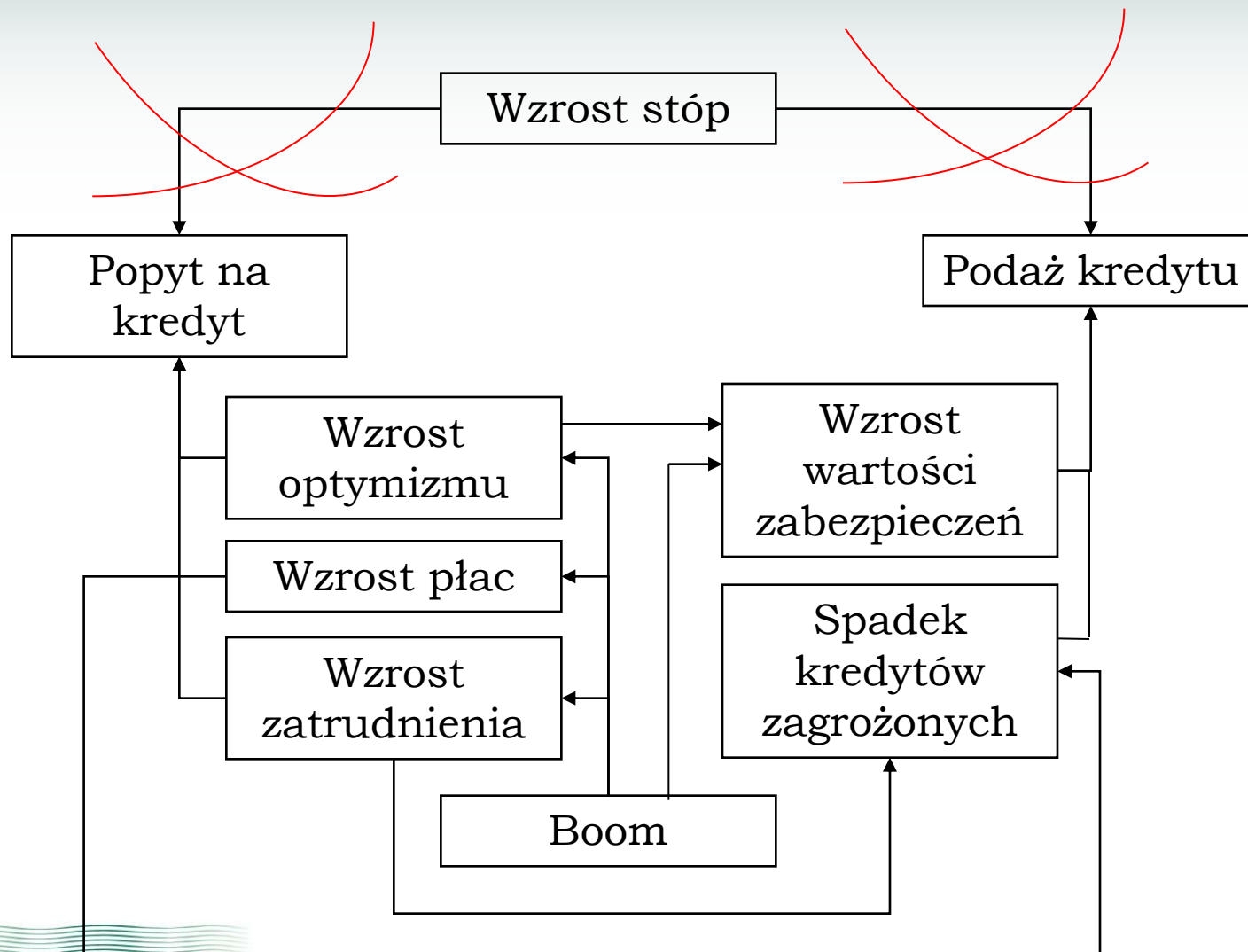


Dodatkowe wyzwanie dla gospodarek wschodzących

- **Naturalna stopa procentowa wyższa niż w otoczeniu, czego skutkami są:**
 - **Deficyt obrotów bieżących**
 - **Wzrost znaczenia kredytu w walutach obcych**
- **Oba te zjawiska mogą być nasilane przez dużą płynność w sektorze finansowym na świecie**

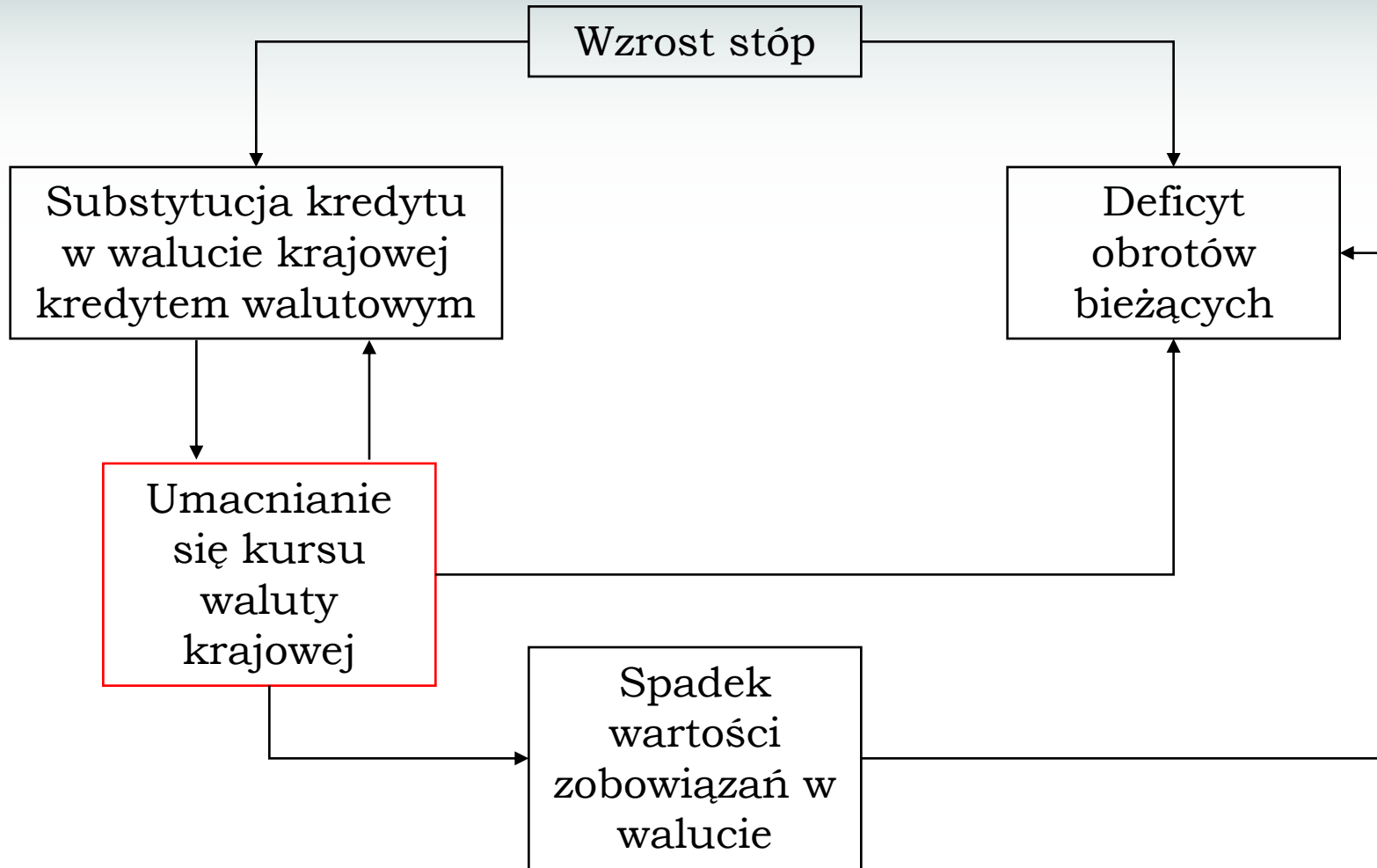
Dodatkowe wyzwanie dla gospodarek wschodzących

Jeśli polityka pieniężna byłaby zaostrzona zbyt późno, to ...



Dodatkowe wyzwanie dla gospodarek wschodzących

... bank centralny mógłby znaleźć się w pułapce



Dodatkowe wyzwanie dla gospodarek wschodzących

PKB w nowych krajach członkowskich, odpowiednio, w 2010 i 2007 roku (2003=100)

Słowacja	140,5
Polska	137,1
Bułgaria	133,4
Rumunia	128,5
Litwa	126,5
Czechy	123,2
Łotwa	119,4
Estonia	117,4
Słowenia	117,2
Węgry	109,5

Łotwa	151,6
Litwa	140,3
Estonia	140,1
Słowacja	133,9
Bułgaria	133,7
Rumunia	130,8
Czechy	124,2
Polska	124,1
Słowenia	122,3
Węgry	114,8

Wnioski z kryzysu

- Banki centralne powinny reagować zdecydowanie na wzrost inflacji ponad cel i nie przywiązywać wagi do jej spadku poniżej celu, jeśli spadek ten jest spowodowany działaniem czynników przejściowych
- Taka modyfikacja strategii polityki pieniężnej wyeliminowałaby ryzyko, że będą one wtłaczać do gospodarki kredyt pompujący bańkę spekulacyjną na rynku aktywów i zachęcać ludzi do podejmowania nadmiernego ryzyka
- Szybsze niż dotychczas reagowanie banków centralnych na powstające nierównowagi w gospodarce zwiększałaby również szanse na dużą przestrzeń do obniżek stóp procentowych w sytuacjach kryzysowych
- Takie asymetryczne traktowanie odchyleń inflacji od celu jest szczególnie potrzebne w krajach o długiej historii niskiej inflacji, bo silne zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych zwiększa ryzyko, że narastanie nierównowag w gospodarce z dużym opóźnieniem ujawni się we wzroście inflacji

Wnioski z kryzysu

- Do zastosowania w praktyce asymetrycznego traktowania odchyleń od celu byłoby przydatne analizowanie przyrostu kredytu lub – szerzej – masy pieniądza, od której inflacja zależy w dłuższej perspektywie
- Im słabiej szybki wzrost kredytu lub masy pieniądza odbija się we wzroście inflacji, tym większe jest ryzyko, że pompuje on niebezpieczną bańkę na rynku aktywów
- Analiza monetarna wydłużyłaby horyzont brany pod uwagę przy kształtowaniu polityki pieniężnej i pozwalałaby na pełniejsze niż dotychczas uwzględnianie zagrożeń dla stabilności sektora finansowego
- Wyciąganie wniosków dla polityki pieniężnej z bezpośredniej analizy sytuacji na poszczególnych rynkach aktywów wiąże się z wieloma trudnościami
- Analiza monetarna pozwala obejść te trudności, gdyż koncentruje się na przyczynach tych baniek, tj. szybkim wzroście kredytu lub – szerzej – masy pieniądza

Wnioski z reakcji banków centralnych na kryzys

- Kryzys finansowy osłabia wpływ obniżek stóp procentowych na łączny popyt. Towarzyszy mu bowiem spadek naturalnej stopy procentowej; oznacza on też nasilenie frykcji na rynkach finansowych. Zarówno spadek naturalnej stopy procentowej, jak i zwiększenie frykcji na rynkach finansowych obniża poziom stopy procentowej banku centralnego, działający stymulująco na łączny popyt.
- Bank centralny powinien unikać takich działań, które spowalniając restrukturyzację, opóźniałyby powrót naturalnej stopy procentowej do poziomu sprzed kryzysu oraz nasilałyby frykcje finansowe
- Sprowadzenie stóp procentowych blisko zera może zarówno opóźnić restrukturyzację, jak i nasilać frykcje finansowe

Wnioski z reakcji banków centralnych na kryzys

- Przejawem frykcji na rynku finansowym nasilanych przez kryzys jest osłabienie substytucyjności pomiędzy aktywami. Daje ono bankowi centralnemu możliwość ich łagodzenia poprzez niekonwencjonalne działania nakierowane na zmianę struktury aktywów podmiotów gospodarujących.
- Natężenie tych działań powinno być tym większe, w im większym stopniu osłabienie wpływu obniżek stóp na łączny popyt po kryzysie wynika z nasilenia frykcji na rynku finansowym.

Dodatkowe wnioski dla gospodarek wschodzących

- Bank centralny nie powinien próbować stabilizować kursu walutowego
- Bank centralny powinien prowadzić politykę pieniężną w sposób minimalizujący ryzyko gwałtownego zawężenia jego możliwości wpływania na popyt na kredyt
- Ryzyko głębokiej recesji w danym kraju można próbować zmniejszać opóźniając wejście gospodarki w fazę boomu
- Doświadczenia ostatnich lat pokazują, że koszty zbyt wczesnego zaostrzenia polityki pieniężnej są mniejsze niż koszty zbyt późnego jej zaostrzenia.