



BRE BANK SA



Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych

◀ Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej ▶

Warszawa, 7 listopada 2013 r.



Długofalowe skutki polityki niskich stóp i poluzowania polityki pieniężnej

Przemysław Woźniak

**Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych
i Finansowych (DG EcFin) Komisji Europejskiej**

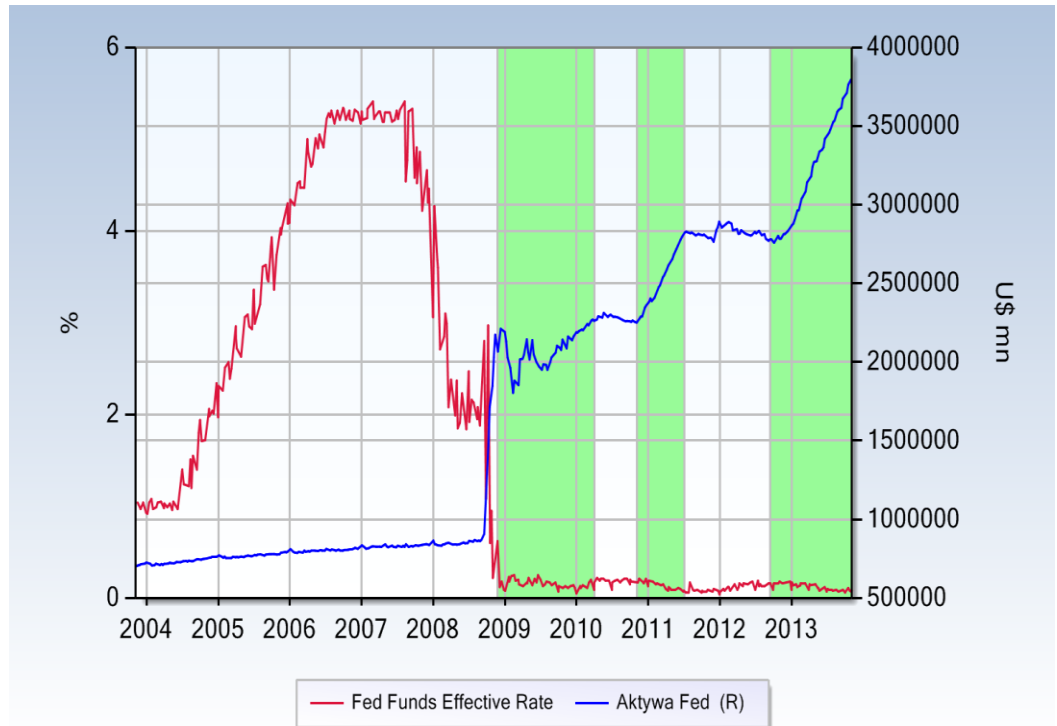
The opinions expressed in this presentation are those of the author only and should not be considered as representative of the European Commission's official position.

Opinie wyrażone w niniejszej prezentacji są jedynie opiniami autora i w żadnym razie nie stanowią oficjalnego stanowiska Komisji Europejskiej.

- 1. Kryzys i odpowiedź FED
- 2. Efekty luźnej polityki i QE na gospodarkę USA
- 3. Polityka FED w sprawie stóp procentowych i QE
- 4. Długookresowe skutki
- 5. Strategia wyjścia i ryzyka z nią związane
- 6. Podsumowanie.

Kryzys i odpowiedź Fed

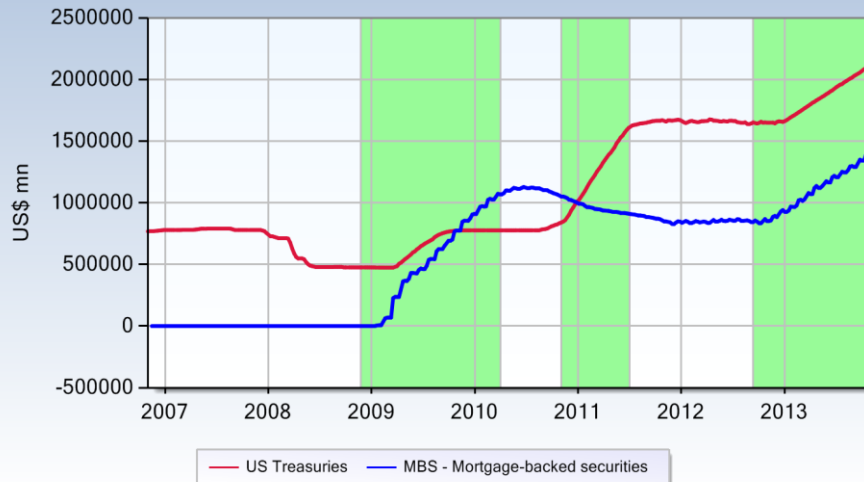
1. Gwałtowne obniżenie podstawowej stopy do poziomu bliskiego 0 (2007-2008)
2. QE1 (11/2008 – 3/2010)
 - przywrócenie stabilności finansowej
 - ożywienie rynku międzybankowego
3. QE2 (11/2010 – 6/2011)
4. QE3 (od 9/2012):
 - głównie wsparcie popytu i rynku mieszkań



Gwałtowny wzrost aktywów Fed

- Nacisk na rynek mieszkaniowy
- Gwałtowne zwiększenie bazy monetarnej nie doprowadziło do równie znacznego wzrostu M2 – mnożnik spadł do historycznego minimum

Aktywa Fed

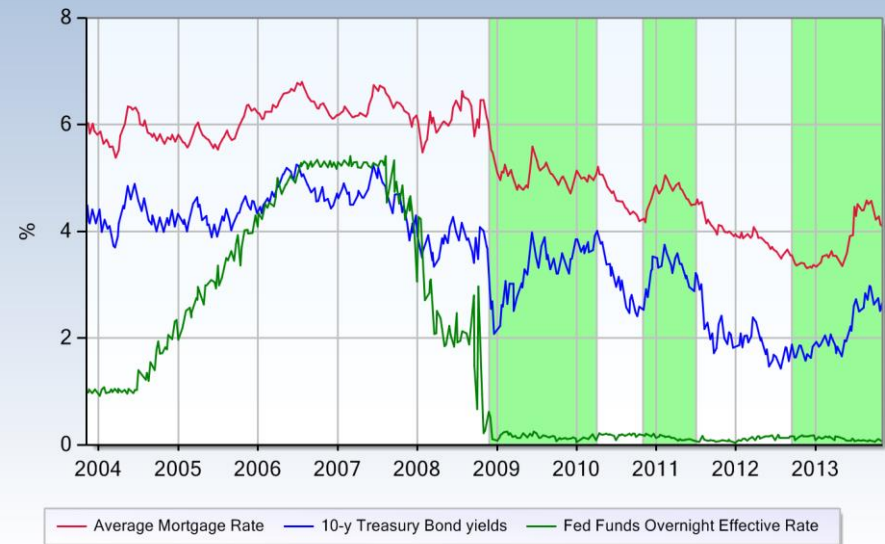


Rezerwy banków, baza monetarna i mnożnik M2



Stopy procentowe na historycznie niskim poziomie

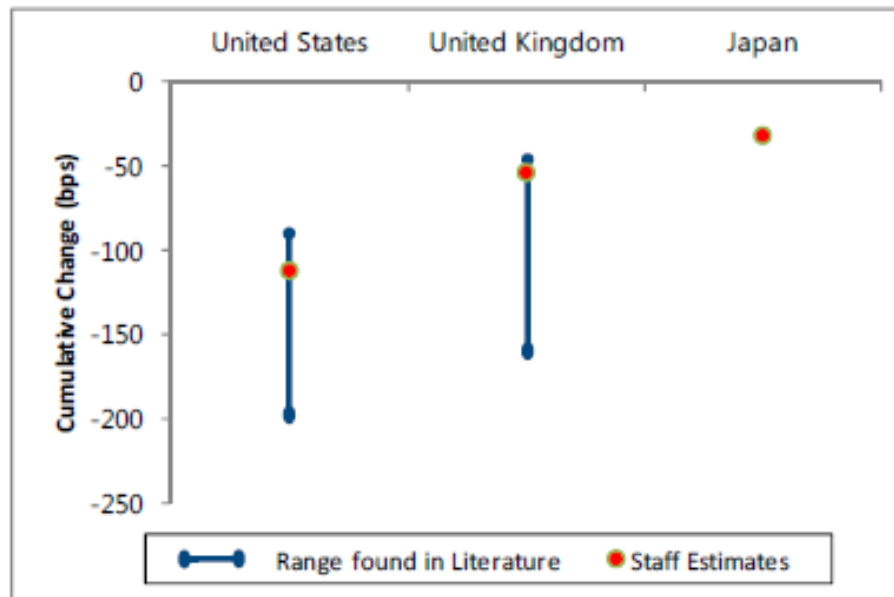
- Poluzowanie polityki monetarnej było skuteczne w obniżeniu stop procentowych



Zakup aktywów obniżył stopy

- Szacunek IMF - 120 bp. (od 2008)
- (Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies, Oct 2013)

Total Cumulative Effects of Bond Purchases on 10-Year Government Bonds



Sources: Literature (see Appendix Table 2, IMF 2013a), Bloomberg, and IMF staff calculations.

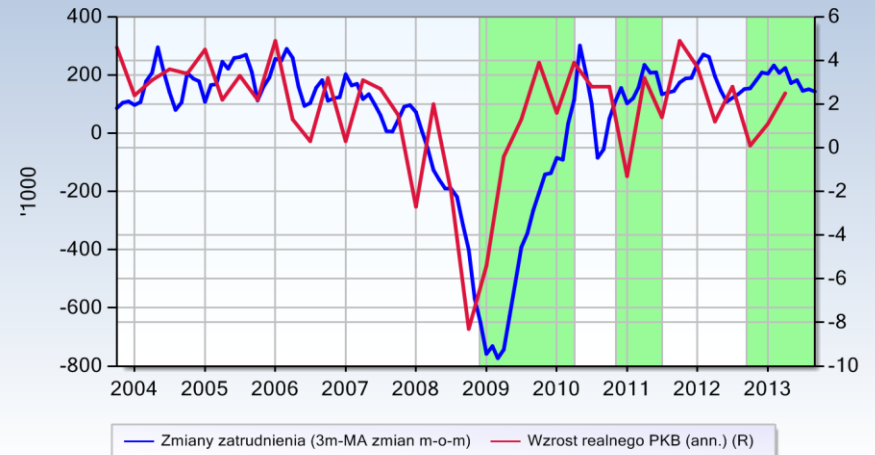
Efekty makroekonomiczne

- Widać korelacje w przypadku zatrudnienia, w przypadku PKB mniejsza (konsolidacja fiskalna)
- IMF ocenia efekty na ok. 2 pkt proc PKB (przez ok., 7-8 kwartałów), ale duży rozrzut wyników (0.1pp – 8 pp)
- Stopa bezrobocia spadła znacząco – ostatnio głównie z powodu kurczącej się siły roboczej
- Przyczynowość...?

Sytuacja na rynku pracy

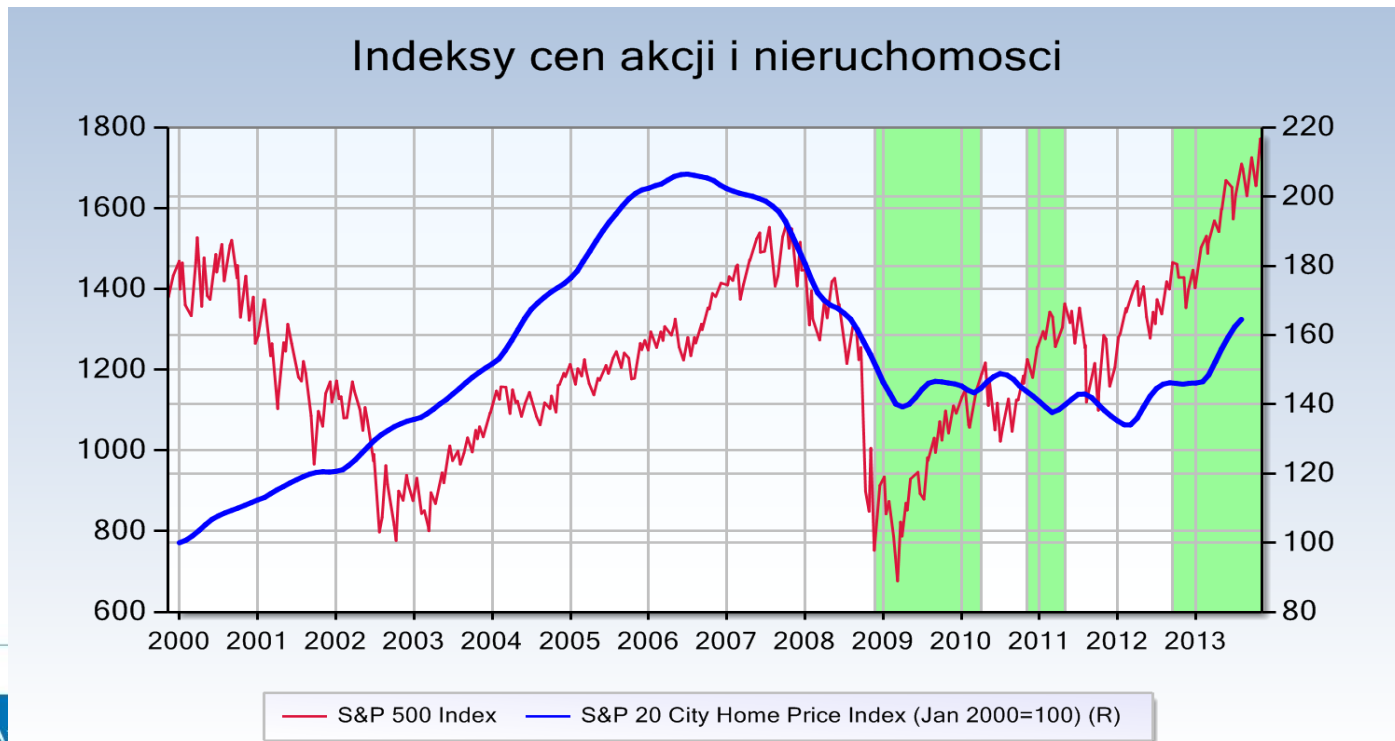


Wzrost PKB i zatrudnienia



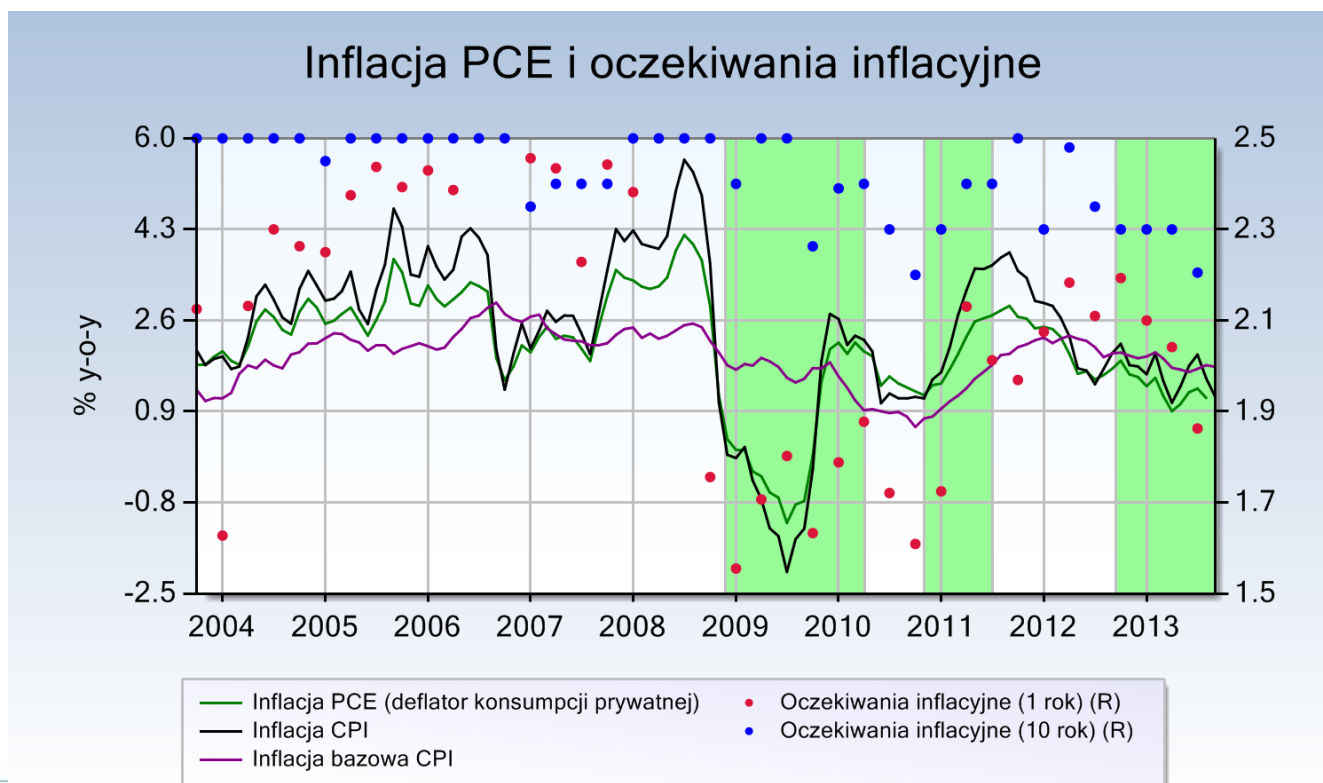
QE pcha indeksy giełdowe w górę...

- Efekt b. wyraźny na giełdzie
- Mniej uchwytny na rynku mieszkań

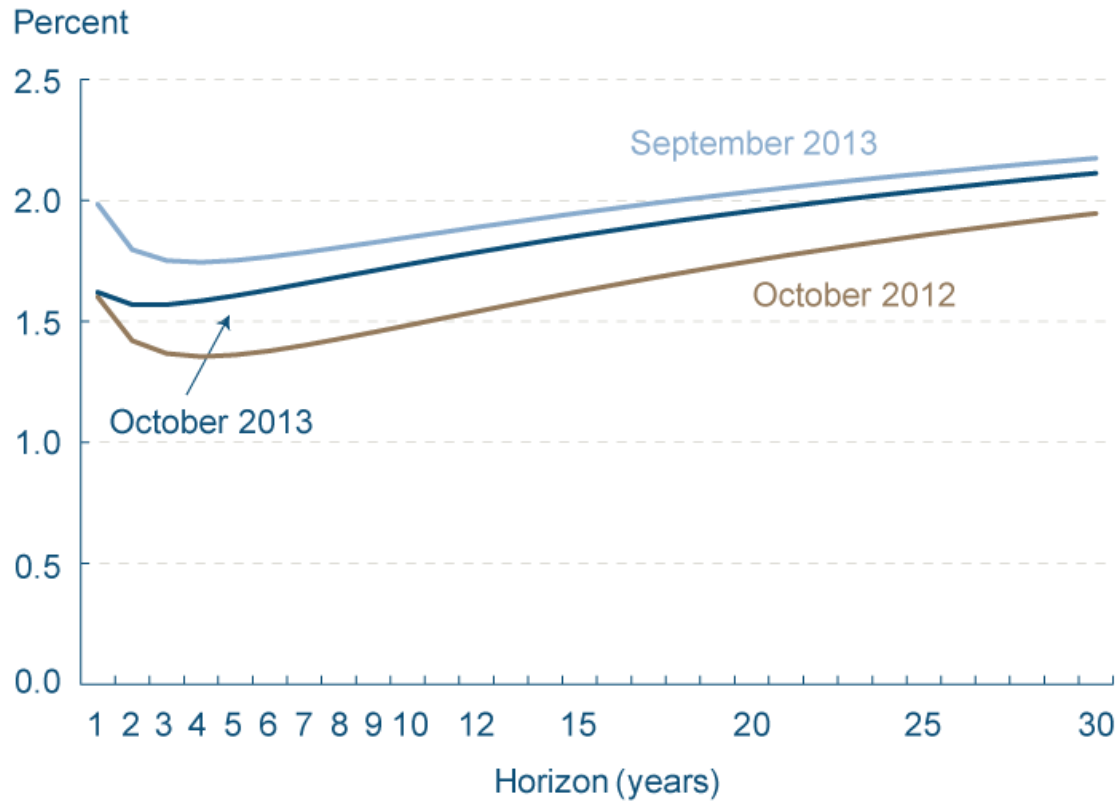


... ale nie inflację

- Inflacja pod kontrola (PCE 1,2% w sierpniu)
- Oczekiwania inflacyjne niskie i spadają



Expected Inflation Yield Curve

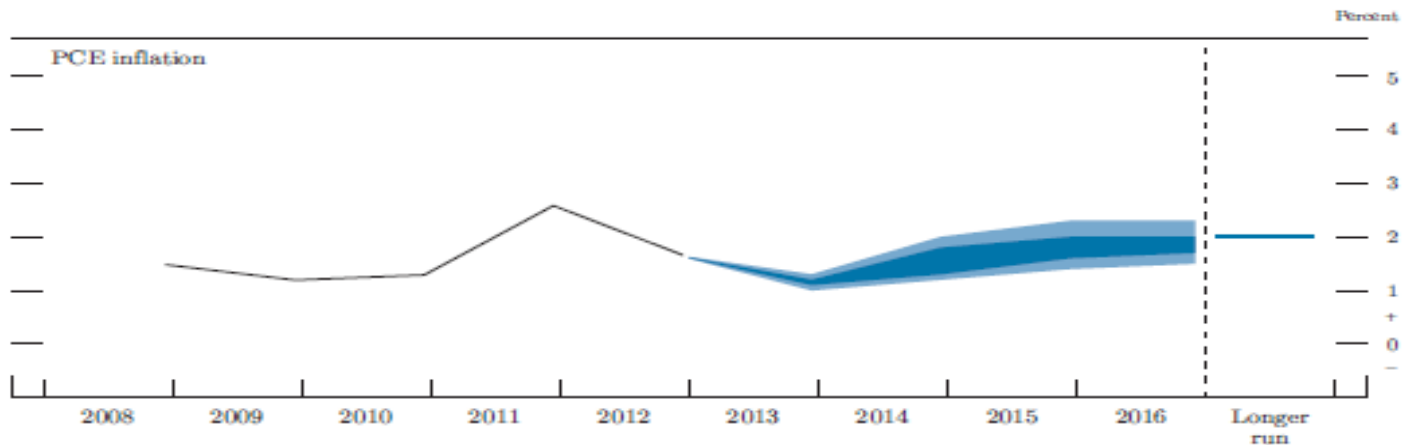
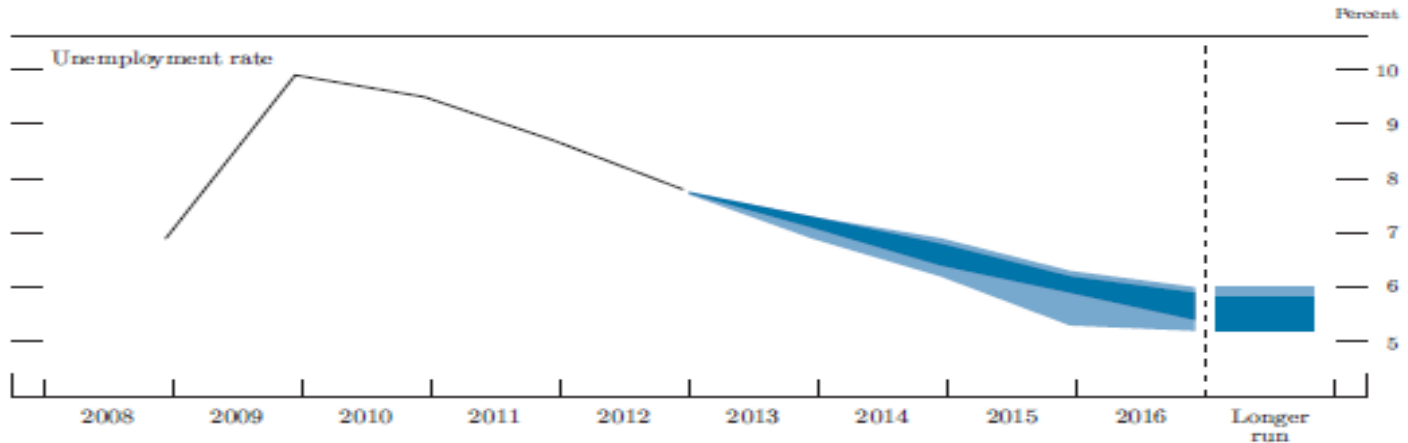


Source: Haubrich, Pennacchi, Ritchken (2011).

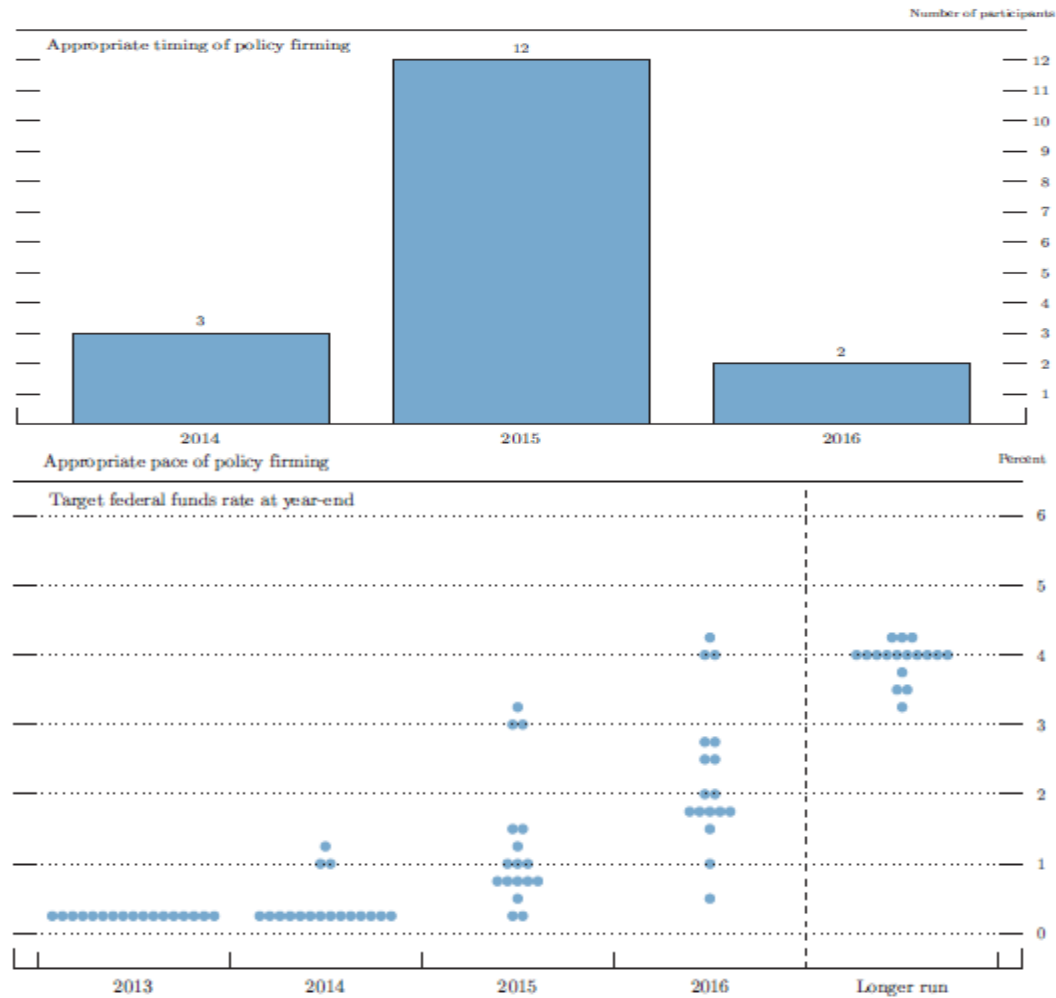
Deklaracja w sprawie utrzymania podstawowej stopy procentowej między 0 a 1/4 % (30/10/2013)

1. Tak długo jak stopa bezrobocia znajduje się powyżej 6½ %,
2. Prognoza inflacji 1 do 2 lat wprzód nie więcej niż ½ pkt. proc. powyżej długookresowego celu 2%
3. Długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostaną dobrze zakotwiczone
 - Decydując o tym jak długo utrzymać wysoce akomodacyjną politykę monetarną Fed weźmie również pod uwagę inne wskaźniki dot. rynku pracy, presji inflacyjnych, oczekiwań inflacyjnych i wskaźników finansowych.
 - Kiedy Fed zdecyduje się na zaprzestanie polityki akomodacyjnej, przyjmie zrównoważone podejście w zgodzie z długookresowymi celami maksymalnego zatrudnienia i inflacji na poziomie 2%.

Aktualne prognozy Fed (9/2013)



... z których wynika wzrost stóp w 2015



Skutki długofalowe

- Ocena skutków długofalowych niejednoznaczna i często upolityczniona, zaburzona przez ryzyka związane z „wygaszaniem” Nadzwyczajnie Luźnej Polityki Monetarniej (NLPM)
Niezależnie od powodzenia „strategii wyjścia” niskie stopy i tani pieniądz przez długi okres:
 - rodzą problemy związane z normalizacją
 - dają rządowi poczucie komfortu w kwestiach fiskalnych i odwlekają trudne decyzje (fiskalne, dot. reform strukturalnych); problem zaniechania; nie mają wpływu na odbudowanie produktu potencjalnego
 - Osłabiają skłonność do oszczędzania i mogą w dłuższej perspektywie obniżyć akumulację kapitału (konsekwencje dla potencjalnego PKB)

Produkt potencjalny osłabiony przez kryzys na długie lata:

	Przecietny wzrost w %						Prognoza		
	Przecietny wzrost w %						Przecietny wzrost w %		
	1950- 1973	1974- 1981	1982- 1990	1991- 2001	2002- 2012	1950- 2012	2013- 2018	2019- 2023	2013- 2023
	Overall Economy								
Potencjalne PKB	3.9	3.3	3.1	3.1	2.2	3.3	2.2	2.3	2.2
Potencjalna siła robocza	1.6	2.5	1.6	1.3	0.8	1.5	0.6	0.5	0.5
Potencjalna wydajność pracy	2.3	0.8	1.5	1.8	1.4	1.7	1.6	1.8	1.7

Skutki długofalowe

Niezależnie od powodzenia „strategii wyjścia” niskie stopy i tani pieniądz przez długi okres:

- Podważają reputacje banków centralnych, szczególnie gdy kupują papiery rządowe oraz gdy ich wybory (komu pomóc? gdzie interweniować?) mogą osłabić ich wiarygodność i mają silne konsekwencje redystrybucyjne (sfera polityki)
- Zachęcają instytucje finansowe do ryzyka w poszukiwaniu większej stopy zwrotu (bąble na rynku aktywów)

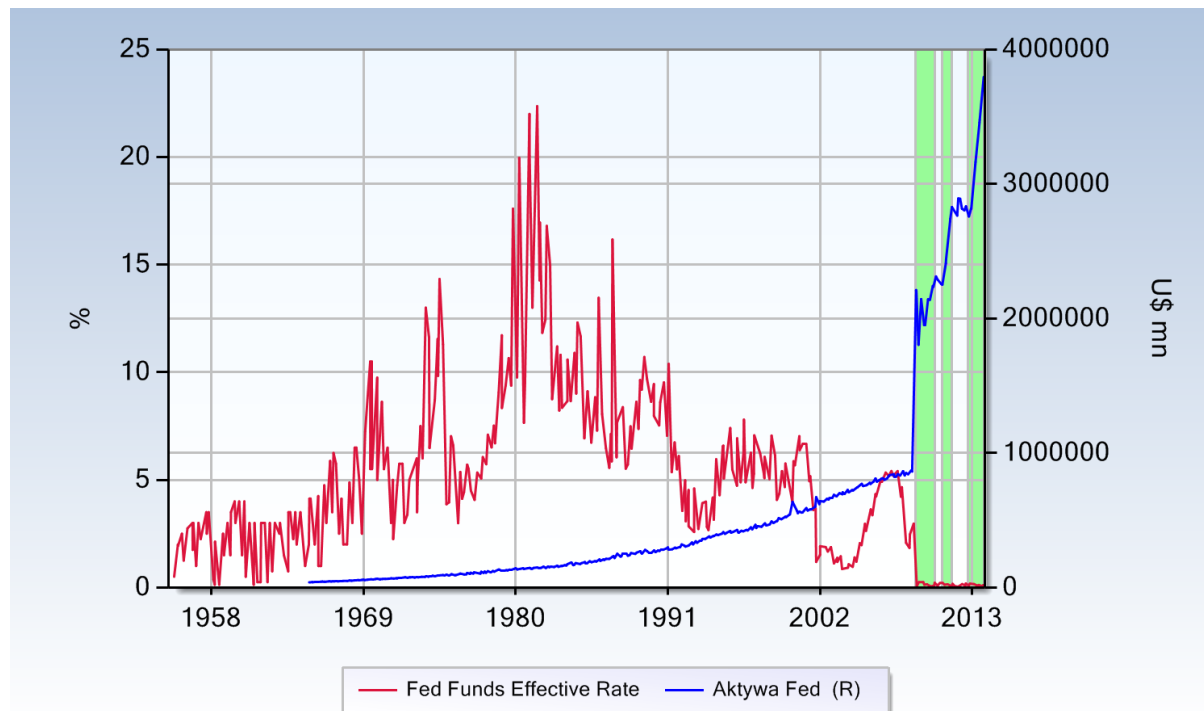
Skutki długofalowe

Niezależnie od powodzenia „strategii wyjścia” niskie stopy i tani pieniądz przez długi okres:

- Prowadzą do redystrybucji dochodu i bogactwa (od oszczędzających do zadłużających się)
- Mogą zachęcić banki do zbytniego ryzyka, osłabić ich kondycję i opóźnić proces naprawy bilansu
- „Uzależniają” rynki, czyniąc proces wyjścia ogromnie ryzykownym

Ryzyko związane ze strategią wyjścia

- Fed musi zaplanować i zakomunikować "strategię wyjścia"
 - 1) Zakończenie QE3
 - 2) Rozpoczęcie cyklu podwyżek stop proc.
 - 3) Stopniowe odchudzenie bilansu (sprzedaż bądź trzymanie do zapadalności)



Przykład perturbacji: komunikat w sprawie „wygaszania” QE3 z maja

- W maju 2013 r. Bernanke wspomniał o możliwości początku redukcji tempa zakupów przed końcem roku i zakończeniu QE3 w połowie 2014 r. (7% stopa bezrobocia)
- W USA wzrost stóp, spowolnienie na rynku nieruchomości
- W gospodarkach wschodzących znaczne zanieśnienie warunków finansowych, odpływ kapitału; które nałożyły się na istniejące już problemy i pogorszyło perspektywy wzrostu

Warunki powodzenia strategii wyjścia

- Kluczowe "dostrajanie" akomodacji poprzez tempo zacieśnienia w reakcji na zmiany w gospodarce
- Monitorowanie rynków aktywów celem zapobieżenia powstaniu bąbli
- Monitorowanie rynków finansowych pod kątem stabilności
- Ogromna niepewność i duże prawdopodobieństwo „potknięć”

Ryzyko związane z podwyżką stóp

- Nieoczekiwany lub szybsze niż oczekiwany wzrost stóp; perturbacje na rynkach finansowych
- Straty banków na papierach o stałym dochodzie (*fixed income*)
- Pogorszenie spłacalności kredytów (szczególnie, jeżeli wzrost stóp w konsekwencji wzrostu inflacji)
- Efekty przepływów finansowych do innych krajów (szczególnie, gdy różnice w cyklach zacieśniania)

Ryzyko związane ze sprzedażą aktywów

- Niepewność co do skali (konieczności/chęci) sprzedaży może wywołać znaczne wahania ceny obligacji
- Jeżeli sprzedaż nastąpi przed znormalizowaniem sytuacji na rynku, dysfunkcje mogą powrócić (kwestia „uzależnienia”)
- Zmniejszeniu poziomu rezerw banków w Fed musi towarzyszyć ożywienie rynku międzybankowego

Podsumowanie

- Polityka monetarna w USA po osiągnięciu granicy instrumentów tradycyjnych (*zero lower bound*) zareagowała szybko i była skuteczna w przywróceniu stabilności finansowej i płynności
- Późniejsze działanie skuteczne jako wsparcie popytu, ale rodzi coraz więcej wątpliwości i ryzyk
- Niepewność co do długookresowych skutków (ryzyko zaniechania, utraty wiarygodności, problemy redystrybucyjne)
- Proces normalizacji obarczony wielkim ryzykiem