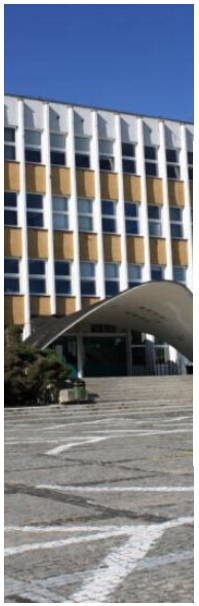


I. Ogólnopolska Konferencja Naukowa
im. prof. Jana Winieckiego

Sopot, 26-27 listopada

Konsekwencje ultraluźnej polityki pieniężnej

Jarosław Janecki
Katedra Ekonomii Stosowanej
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Organizatorzy: Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Uniwersytet Gdański, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie

Partner: Europejski Fundusz Rozwoju Wsi Polskiej

Motywacja

„ Fed sygnalizuje, że stopy procentowe utrzymają się na poziomie bliskim zeru do 2023 r., Aby uwolnić gospodarkę od recesji koronawirusa”

„…argumentem wysuwanym przez przedstawicieli sektora bankowego jest to, że niskie stopy mogą powodować tzw. bańki na rynkach aktywów. Oceny formułowane przez Komitet Stabilności Finansowej nie wskazują jednak, aby takie ryzyko się pojawiło.”
Prof. Adam Glapiński, Prezes NBP, wypowiedź dla www.bankier.pl

Motywacja

1. Przekonanie o pozytywnych efektach ULMP
2. Pomijanie negatywnych efektów stosowania ULMP w dłuższym okresie
3. LOCKDOWN PRAW EKONOMICZNYCH ?

Struktura prezentacji

Konsekwencje ultraluźnej polityki pieniężnej

1. **Definicja ultraluźnej polityki pieniężnej (ULMP)**
2. **Przyczyny niskich stóp procentowych**
3. **Efekty ULMP**

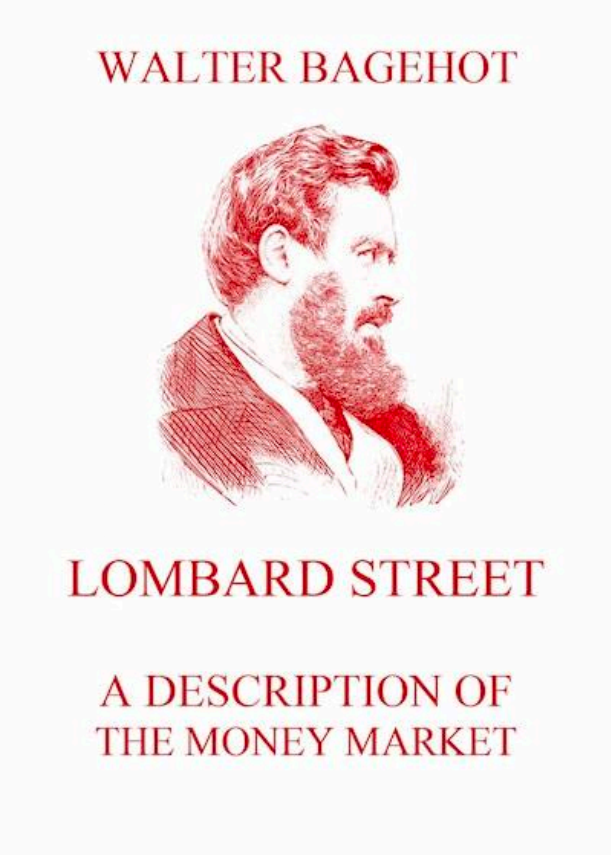
Definicja ultraluźnej polityki pieniężnej

Ultraluźna polityka pieniężna (ang. *ultra-loose monetary policies, ULMP*) - forma polityki pieniężnej opartej o stopy procentowe bliskie zeru i wykorzystaniu niekonwencjonalnych instrumentów.

Rodzaje niekonwencjonalnych metod:

- **łagodzenie ilościowe (ang. *quantitative easing*, QE)**
- **wyprzedzające wskazówki (ang. *forward guidance*, FG)**
- **ujemne stopy procentowe (ang. *negative interest rates*, NIR)**
- **jawne pieniężne finansowanie deficytu budżetowego (ang. *overt monetary financing of fiscal deficits*, OMF)**

Definicja ultraluźnej polityki pieniężnej

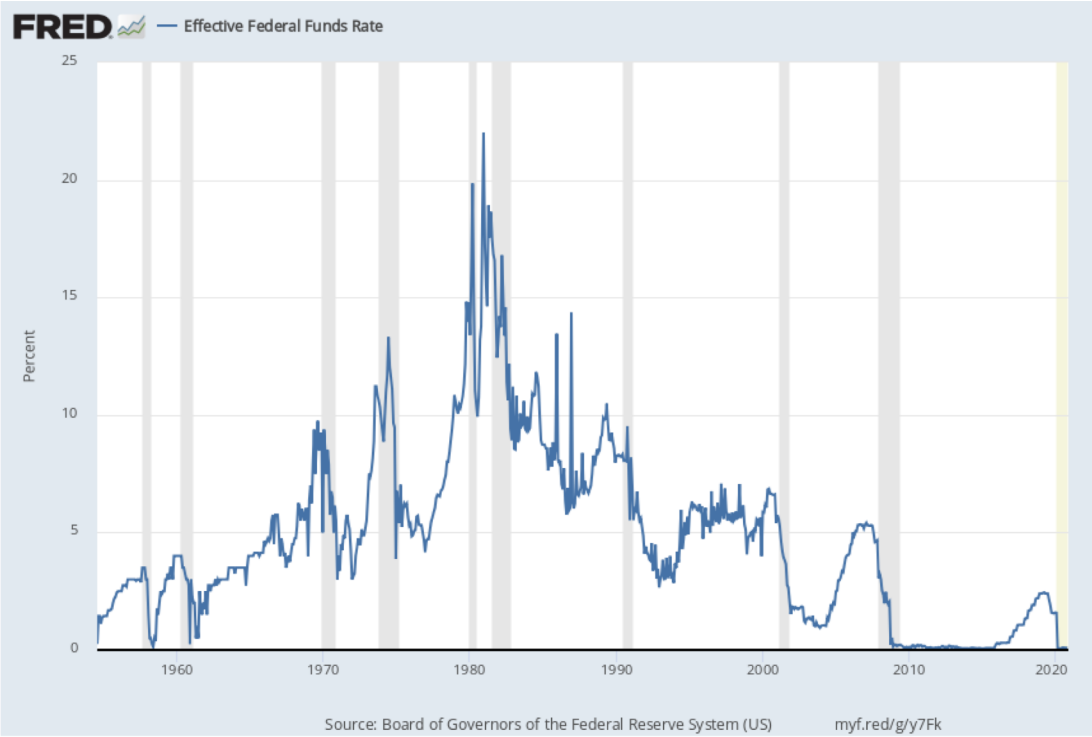


Walter Bagehot w 1873r. określa teoretyczne podstawy funkcjonowania banku centralnego jako instytucji - pożyczkodawcy ostatniej instancji.

Bagehot przedstawia:

- **reguły dostarczania przez bank centralny płynności zainteresowanym podmiotom w ilości zależnej od potrzeb rynkowych**
- **środek prewencyjny - „karne odsetki", przeciwko pokusie nadużycia (ang. *moral hazard*).**

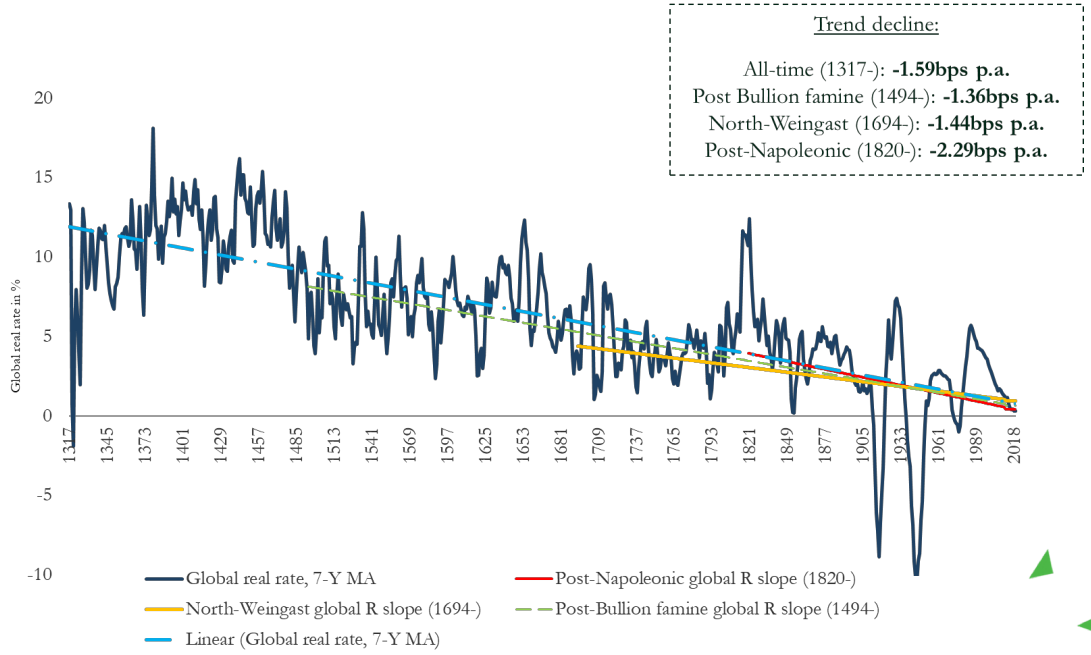
Przyczyny niskich stóp procentowych



Polityka malejących stóp procentowych banków centralnych

- **Pycha władz monetarnych - ostre cięcia stóp procentowych jako środek realizacji celów banków centralnych, przekonanie, że za pomocą polityki pieniężnej może kontrolować gospodarkę (Joseph E. Stiglitz).**

Przyczyny niskich stóp procentowych



Źródło: P. Schmelzing, Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018.

Trend spadkowy długoterminowych stóp procentowych

- **P. Schmelzing: efekt trendu spadkowego stóp długoterminowych stóp procentowych może być obserwowany od co najmniej XV wieku (*P. Schmelzing, Eight centuries of global real interest rates)***
- **Uwaga jednak na uproszczenia i czynniki charakterystyczne dla XX i XXI wieku (*J. Janecki, Historycznie zdeterminowana przyszłość stóp procentowych*)**

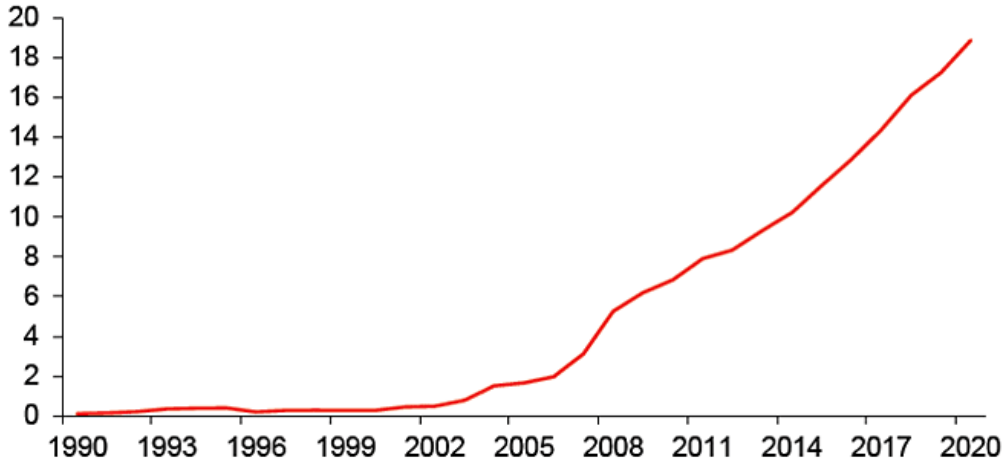
Efekty ULMP

„Polityka darmowego pieniądza osłabia jeszcze bardziej bodźce do reformowania, które istnieją warunkach wysokiego długu publicznego i bardzo niskiej inflacji."

Prof. Jan Winiecki

Efekty ULMP

Stany Zjednoczone: Rosnący udział przedsiębiorstw z kosztami obsługi długu przewyższającymi zyski



Źródło: Datastream, Worldscope

Utrzymywanymi przy życiu nierentownych podmiotów

- **ULMP ułatwia przetrwanie niewydolnych banków i przedsiębiorstw, proces zombifikacji gospodarki**

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS

BIS Working Papers
No 882

Corporate zombies:
Anatomy and life cycle

by Ryan Banerjee and Boris Hofmann

Monetary and Economic Department

September 2020

JEL classification: D22, D24, E43, G33.

Keywords: zombie companies, firm behaviour, economic dynamism, productivity growth, bankruptcy.

Efekty ULMP

NBER WORKING PAPER SERIES

EVALUATING CENTRAL BANKS' TOOL KIT:
PAST, PRESENT, AND FUTURE

Eric R. Sims
Jing Cynthia Wu

Working Paper 26040
http://www.nber.org/papers/w26040

NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH
1050 Massachusetts Avenue
Cambridge, MA 02138
July 2019

We are grateful to Rich Clarida, Todd Clark, Drew Creal, Andrew Foerster, Yuriy Gorodnichenko, Rob Lester, Leonardo Melosi, Ken Rogoff, and Annette Vissing-Jorgensen, as well as seminar participants at the Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices (A Fed Listens Event), the Federal Reserve Banks of Dallas and Cleveland, the University of Notre Dame, and the University of Wisconsin-Madison, for helpful comments. The views expressed herein are those of the authors and do not necessarily reflect the views of the National Bureau of Economic Research.

NBER working papers are circulated for discussion and comment purposes. They have not been peer-reviewed or been subject to the review by the NBER Board of Directors that accompanies official NBER publications.

© 2019 by Eric R. Sims and Jing Cynthia Wu. All rights reserved. Short sections of text, not to exceed two paragraphs, may be quoted without explicit permission provided that full credit, including © notice, is given to the source.

Działanie instrumentów odwrotnie od zamierzeń

- **Zgodnie z koncepcją odwróconej stopy procentowej (ang. *reversal interest rate*, RIR) istnieje taki niski poziom stopy procentowej, który zaczyna powodować skutki odwrotne do zamierzonych, czyli zaczyna hamować akcję kredytową, zamiast ją stymulować.**

- **Luzowanie ilościowe może prowadzić do problemu rozszerzania bilansu banku centralnego, co w w dłuższym okresie może prowadzić do jeszcze głębszej recesji.**

Efekty ULMP

Problem zakłócenia mechanizmu informacji rynkowych

Ceny pełnia rolę przekaźnika informacji, który wpływa na decyzje konsumentów (Hayek, *The Use of Knowledge in Society*)

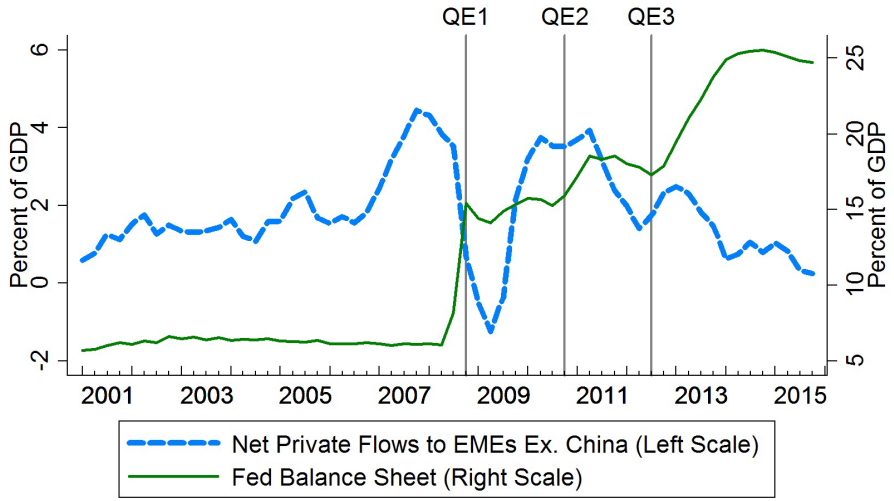
Zakłócenie mechanizmu informacji rynkowych generuje problem w wycenie instrumentów finansowych, obligacji, akcji, nieruchomości.

W efekcie może to prowadzić do powstawania baniek cenowych

Instytucje publiczne, powinny zmniejszać braki ekonomicznej wiedzy, a nie przyczyniać się do zakłócania, zniekształcania informacji rynkowych

Efekty ULMP

Przepływy kapitału netto a U.S. QE



Źródło: MFW, FRB

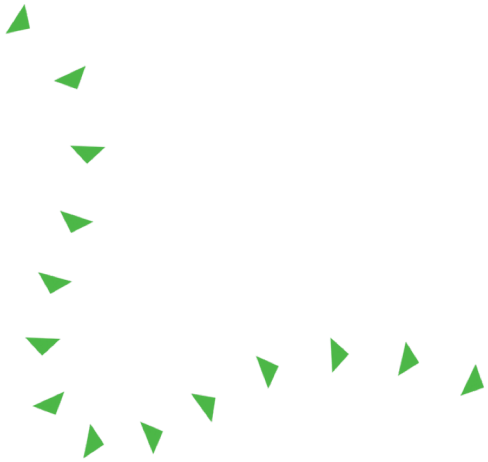
Wpływ QE na indeksy giełdowe

Rodzaj działań	Okres	Zmiana indeksu:	
		Nasdaq	S&P 500
QE1	XI 2008 - III 2010	57%	30%
QE2	XI 2010 - VI 2011	4%	8%
QE3	IX 2012 - XII 2013	30%	30%
ZIRP	XII 2008 - XII 2015	226%	130%

Źródło: Obliczenia własne

Problemy na rynku akcji i obligacji

- **Znaczący spadek rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych**
- **Okres boomu na amerykańskiej giełdzie**
- **Wzrost popytu na bardziej ryzykowne aktywa, w tym również na aktywa z krajów wschodzących (*ang. emerging markets*)**



Efekty ULMP

INTERNATIONAL MONETARY FUND

April 18, 2013

UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES—RECENT EXPERIENCE AND PROSPECTS*

EXECUTIVE SUMMARY

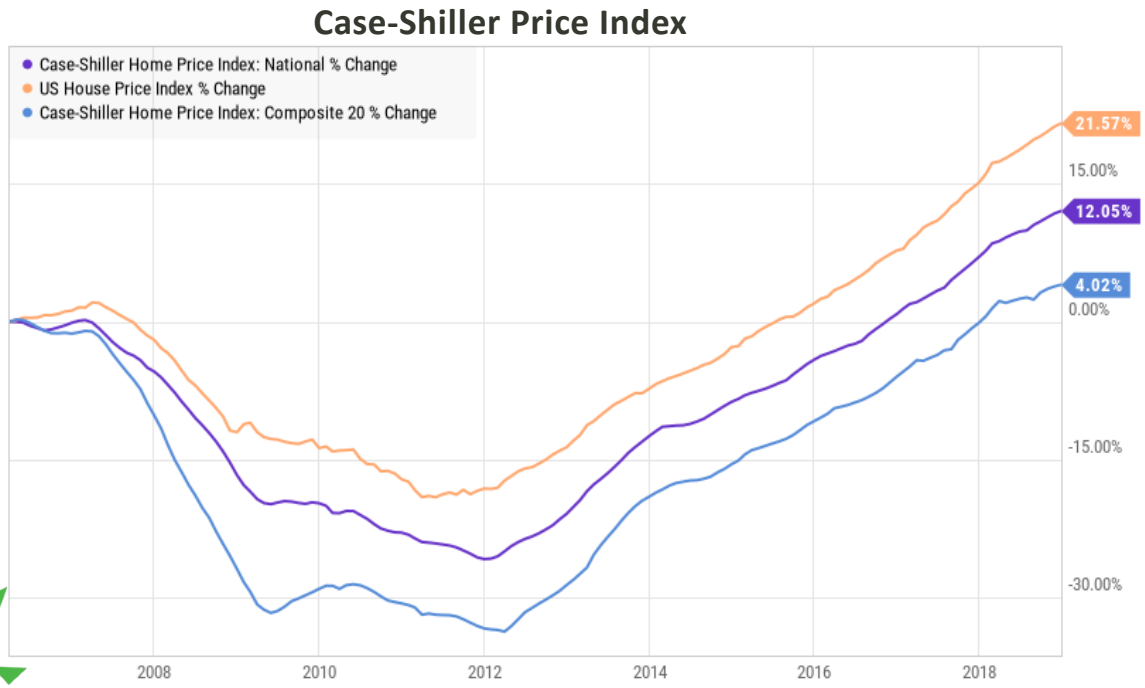
- This paper addresses three questions about unconventional monetary policies. First, what policies were tried, and with what objectives? Second, were policies effective? And third, what role might these policies continue to play in the future?
- Central banks in the United States, United Kingdom, Japan, and euro area adopted a series of unconventional monetary policies with two broad goals. The first was to restore the functioning of financial markets and intermediation. The second was to provide further monetary policy accommodation at the zero lower bound. These two goals are clearly related, as both ultimately aim to ensure macroeconomic stability. But each relies on different instruments: the first on targeted liquidity provision and private asset purchases, and the second on forward guidance and bond purchases.
- These policies largely succeeded at achieving their domestic goals, and were especially effective at the time of greatest financial turmoil. Market functioning was broadly restored, and tail risks declined significantly. Policies also decreased long-term bond yields, and in some cases credit spreads. Growth and price stability also benefited, although findings are less clear cut, given the long lags and unstable relations between variables, and the unresolved question of counterfactuals.
- Unconventional monetary policies had a mixed effect on the rest of the world. Early announcements buoyed asset prices globally, and likely benefited trade. Later announcements had smaller effects and increased capital flows to emerging markets, with a shift to Latin America and Asia. Sound macroeconomic policies can help manage these capital flows. Yet, when flows become excessive, with the risk of sudden reversals, they can give rise to policy strains in recipient countries.
- Looking ahead, unconventional monetary policies may continue to be warranted if economic conditions do not improve or even worsen. Yet, their growing scale raises risks. Some of these can be mitigated with macroprudential policies. A key concern is that monetary policy is called on to do too much, and that the breathing space it offers is not used to engage in needed fiscal, structural, and financial sector reforms. These reforms are essential to ensuring macroeconomic stability and entrenching the recovery, eventually allowing for the unwinding of unconventional monetary policies.

***Prepared by the Staff of the International Monetary Fund. Does not necessarily reflect the views of the IMF Executive Board.**

Problem efektywności ULMP

- **Malejącą efektywność kolejnych programów luzowania ilościowego, wprowadzane przez banki centralne po 2008 roku (*IMF, Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects*)**

Efekty ULMP



Źródło: Datastream, Worldscope

Problemy na rynku nieruchomości

- **W Stanach Zjednoczonych bańka na rynku nieruchomości powstawała wiele lat przed globalnym kryzysem finansowym lat 2007-2008.**
- **Luźna polityka pieniężna była prowadzona już 2001 roku, kiedy stopniowo obniżano stopy procentowe doprowadzając je z poziomu 6,5% do 1% po zamachu z zamachach z 11 września 2001 roku**
- **Na bańkę na rynku nieruchomości i związanego z nią ryzyka wskazywali: John B. Taylor, Ben S. Bernanke, Robert J. Shiller**

Efekty ULMP

Problem w sektorze bankowym

- spadek marży odsetkowej.

Przykład:

- obniżenie nie stopy referencyjnej NBP (o 1,4 pp) powoduje spadek marży odsetkowej netto rzędu 15-30%. W większym stopniu obniżki stóp wpływają na oprocentowanie aktywów niż zobowiązań.

Efekty ULMP

Inne problemy:

- **Problem „zerowej dolnej granicy” nominalnych stóp procentowych**
- **Narażenie się władz monetarnych na utratę wiarygodności**
- **Pojawianie się nowych, kontrowersyjnych „teorii” w polityce pieniężnej**
- **Nadmierna akceptacja ryzyka przez inwestorów**
- **Problem ze stopą oszczędności i generowaniem niższych zysków przez fundusze emerytalne**
- **Narastanie nierówności majątkowych**

Podsumowanie

„Czy istnieje zawieszenie praw ekonomii w danym obszarze? Jeżeli założymy, że istnieją jakieś prawidłowości ekonomiczne to trudno powiedzieć, że te prawidłowości ekonomiczne nie funkcjonują w jakimś obszarze świata, bo one funkcjonują, tylko ponieważ są zniekształcone, to przynoszą trochę inne efekty."

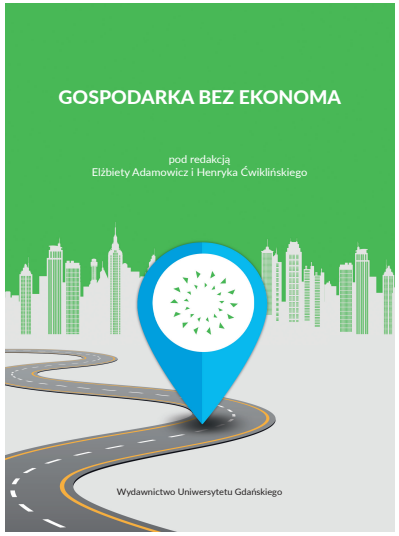
Prof. Jan Winiecki

Dziękuję za uwagę

Jarosław Janecki

Email:

jaroslaw.janecki@sgh.waw.pl



Organizatorzy: Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Uniwersytet Gdański, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie

Partner: Europejski Fundusz Rozwoju Wsi Polskiej